



需要と供給が作り出す流動性危機



ダグラス・ピーブルズ(写真)

アライアンス・バーンスタイン・エル・ピー
債券部門 最高投資責任者(CIO)兼ヘッド



2015年11月4日

アシッシュ・シャー

アライアンス・バーンスタイン・エル・ピー
グローバル・クレジット運用責任者

投資家は、債券市場の流動性が干上がってきている原因が新しい銀行規制にあると考えている。しかし、この見解は、流動性低下の状況を悪化させており、さらには次なる金融危機をも招きかねないいくつかの市場の動向を見過ごしている。

確かに新しい銀行規制によって、銀行は損失に備えてより多くの資本を確保することが求められ、また自らの利益を目的とした取引が制限されるため、債券市場の流動性が低下する原因となっている。米連邦準備制度理事会(FRB)のデータによると、ディーラーは2007年から2014年の間に社債の在庫を約75%削減した。それは、ちょうど社債の発行がほぼ倍増したタイミングであった。

結果的に、社債市場に限らず多くの債券市場で、大量の債券を大きな価格変動を伴わずに素早くかつ容易に売買することが難しくなってきている。巨大な米国債市場でさえも、世界金融危機以降、市場が約3倍の12兆6,000億米ドル規模に拡大しているにもかかわらず、売買回転率は低下してきている。

しかし、規制は流動性の「供給」に影響を与えているわけで、流動性低下のすべての原因ではない。その他のいくつかの要因が、流動性への「需要」が急増する可能性を高めている。これらの要因により世界中の投資家が同時に同じ行動を取るようになった。そのため、資産価格は歪められ、投資家は希望どおりに資産を売買できない可能性があると考えている。仮に乾燥した現在の市場で火が発生した場合、以下の要因はすべてその火の勢いを強めるだろう。

一部の債券への人気の集中

最も重要で、そして最も分かりやすいのは、人気が集まっている債券を避けるということである。一種類の債券への一極集中だけでなく、例えば米国ハイイールド債、新興国債券、レバレッジド・バンク・ローンなど、あらゆるセクターのうち話題になっている単一セクターへの投資の集中も含む。

一部の債券への投資の集中は、各国中央銀行の金融緩和策が直接的な原因となって生じている。金利が歴

当資料は、アライアンス・バーンスタイン・エル・ピーのCONTEXTブログを日本語訳したものです。オリジナルの英語版はこちら。

<https://blog.abglobal.com/post/en/2015/09/the-liquidity-crunch-its-about-supply-and-demand>

本文中の見解はリサーチ、投資助言、売買推奨ではなく、必ずしもアライアンス・バーンスタイン(以下、「AB」)ポートフォリオ運用チームの見解とは限りません。本文中で言及した資産クラスの過去のパフォーマンスは将来の運用成果等を示唆・保証するものではありません。

当資料は、2015年9月22日現在の情報を基にアライアンス・バーンスタイン・エル・ピーが作成したものをアライアンス・バーンスタイン株式会社が翻訳した資料であり、いかなる場合も当資料に記載されている情報は、投資助言としてみなされません。当資料は信用できると判断した情報をもとに作成しておりますが、その正確性、完全性を保証するものではありません。また当資料の記載内容、データ等は作成時点のものであり、今後予告なしに変更することがあります。アライアンス・バーンスタイン(以下、AB)はアライアンス・バーンスタイン・エル・ピーとその傘下の関連会社を含みます。アライアンス・バーンスタイン株式会社は、ABの日本拠点です。

史的に低い水準に据え置かれているため、投資家はリスクがより高い資産に投資することで、ある程度のリターンを得ようとした。彼らが同じ種類の債券に駆け込んだため価格は大幅に押し上げられ、市場は混乱して急に調整局面へ入った。

大規模な投資家によるリスク低減

年金基金、保険会社、富裕層などの大規模な投資家は、あまり目立たない行動を取っている。彼らの多くは2008年の世界金融危機時に損失を被ったことで、リスク管理を重視した戦略を採り入れているのだ。しかし、こういった戦略ではボラティリティが事前に設定した水準より上昇した場合に証券を売却しなくてはならない。

これは、個人投資家にとっては理に叶っているかもしれない。しかし、大規模な投資家が同時にリスク管理を重視する戦略を採用すれば、流動性の低下を招く。ABの試算では、リスク管理を重視した保険商品に約3,000億米ドル、またリスク・パリティ商品に6,000億米ドルから1.8兆米ドルの資金が投じられたことになる。これらの商品では、株式、クレジット、コモディティなどのリスクの高い資産と国債などの安全資産に対して同様に特定のリスク基準を設定する(図表)。

特にリスク・パリティ戦略は、債券と株式のリスク寄与度を均一にするためにレバレッジを利用して債券を購入することから、注意が必要である。これは、債券市場が下落した場合、運用マネジャーが追加証拠金の請求を一気に行うのにもなって、株式や他の資産も下落を強いられることになる。

リスク・パリティ戦略やその他のバリュー・アット・リスク戦略が主な原因となって生じた強制的な売却は、2013年のテーパリング(資産購入の段階的縮小)騒動の際に大きな要因となった。

クレジットにおける通貨ヘッジ

流動性への需要を高めるもう一つの原因として、世界中の投資家がグローバルのクレジット市場でより高い利回りを追い求めていることが挙げられる。こういった投資では投資家の自国通貨にヘッジするケースが多い。例えば、米国ハイイールド債を購入する欧州の投資家が米ドルの下落に備えたい場合、為替予約を用いることによって将来のある時点で事前に決められた為替レートで米ドルを売却することができる。

しかし、逆にユーロが下落したらどうだろう？ その場合、投資家はポートフォリオ内の債券あるいは他の資産を売却してヘッジに関連する保証金を支払わざるを得なくなるかもしれない。こういったことは、ここ数年、債券市場と同様に為替市場もその動向を予想することが難しくなっているため、非常に重要な問題である。価格が大幅に変動すれば、大人数の投資家が購入または売却を余儀なくされる可能性がある。

流動性が原因となって生じるボラティリティから身を守る方法はいくつかある。それは、幅広い種類の債券で分散を行うこと、人気が集中している債券を避けること、キャッシュとデリバティブを手元に十分確保することなどである。

また、投資家および運用マネジャーは、ポートフォリオを構築する前に、なぜ市場の流動性が枯渇してきているかをきちんと理解する必要がある。今後ボラティリティが上昇する可能性が高い中であって、流動性の低下が抱えるリスクを無視するわけにはいかない。

【図表】 リスク管理を重視した戦略が拡大している
受託額とレバレッジ

	受託額 (兆米ドル)	グロス・レバレッジ (倍)	想定元本 (兆米ドル)
株式ロング/ショート	0.25	1.6	0.4
リスク・パリティ	0.30-0.50	2.0-3.5	0.6-1.8
変額年金保険	0.30	1.00	0.30
合計	0.85-1.05	1.5-2.4	1.3-2.5

過去の分析は将来の成果等を示唆・保証するものではありません。2015年5月31日現在
出所: モーニングスター、ストラテジック・インサイト・シムファンド、AB

アライアンス・バーンスタイン株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第303号

【加入協会】一般社団法人投資信託協会／一般社団法人日本投資顧問業協会／一般社団法人第二種金融商品取引業協会
<http://www.alliancebernstein.co.jp>

当資料についての重要情報

当資料は、投資判断のご参考となる情報提供を目的としており勧誘を目的としたものではありません。特定投資信託の取得をご希望の場合には、販売会社において投資信託説明書(交付目論見書)をお渡ししますので、必ず詳細をご確認のうえ、投資に関する最終決定はご自身で判断なさるようお願いいたします。以下の内容は、投資信託をお申込みされる際に、投資家の皆様に、ご確認いただきたい事項としてお知らせするものです。

＋ 投資信託のリスクについて

アライアンス・バーンスタイン株式会社の設定・運用する投資信託は、株式・債券等の値動きのある金融商品等に投資します(外貨建資産には為替変動リスクもあります。)ので、基準価額は変動し、投資元本を割り込むことがあります。したがって、元金が保証されているものではありません。投資信託の運用による損益は、全て投資者の皆様へ帰属します。投資信託は預貯金と異なります。リスクの要因については、各投資信託が投資する金融商品等により異なりますので、お申込みにあたっては、各投資信託の投資信託説明書(交付目論見書)、契約締結前交付書面等をご覧ください。

＋ お客様にご負担いただく費用:投資信託のご購入時や運用期間中には以下の費用がかかります

- ＋ 申込時に直接ご負担いただく費用 …申込手数料 上限3.24%(税抜3.00%)です。
- ＋ 換金時に直接ご負担いただく費用…信託財産留保金 上限0.5%です。
- ＋ 保有期間に間接的にご負担いただく費用…信託報酬 上限2.0304%(税抜1.8800%)です。

その他費用…上記以外に保有期間に応じてご負担いただく費用があります。投資信託説明書(交付目論見書)、契約締結前交付書面等でご確認ください。

上記に記載しているリスクや費用項目につきましては、一般的な投資信託を想定しております。費用の料率につきましては、アライアンス・バーンスタイン株式会社が運用する全ての投資信託のうち、徴収するそれぞれの費用における最高の料率を記載しております。

ご注意

アライアンス・バーンスタイン株式会社の運用戦略や商品は、値動きのある金融商品等を投資対象として運用を行いますので、運用ポートフォリオの運用実績は、組入れられた金融商品等の値動きの変化による影響を受けます。また、金融商品取引業者等と取引を行うため、その業務または財産の状況の変化による影響も受けます。デリバティブ取引を行う場合は、これらの影響により保証金を超過する損失が発生する可能性があります。資産の価値の減少を含むリスクはお客様に帰属します。したがって、元金および利回りのいずれも保証されているものではありません。運用戦略や商品によって投資対象資産の種類や投資制限、取引市場、投資対象国等が異なることから、リスクの内容や性質が異なります。また、ご投資に伴う運用報酬や保有期間中に間接的にご負担いただく費用、その他費用等及びその合計額も異なりますので、その金額をあらかじめ表示することができません。