

2020年3月20日

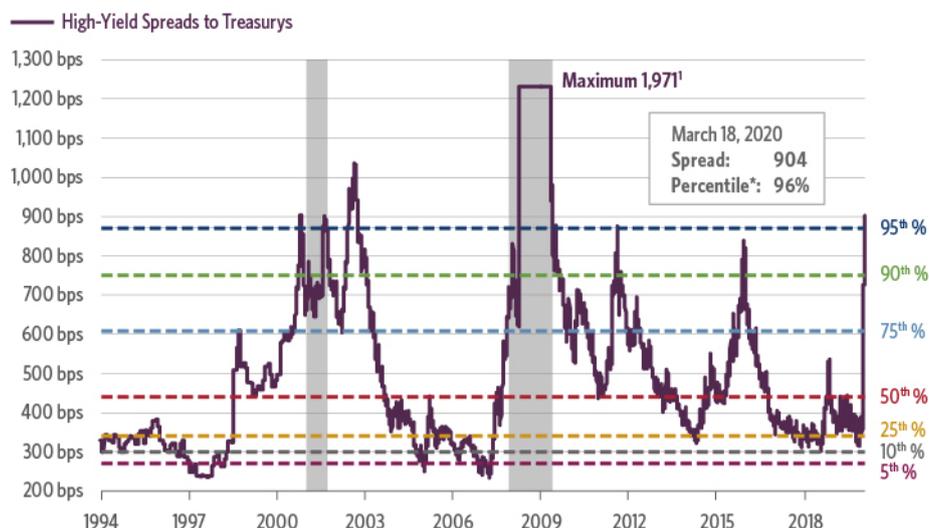
## グローバルCIOアウトック バリュエーションは投資時期の決定をするためのツ ールとしては不十分

**Scott Minerd**  
Chairman of Investments  
and Global Chief  
Investment Officer

### 今は買い時なのか

- 弊社は昨年頃から保守的な投資に努め、米国債や政府機関証券、そして社債や資産担保証券 (ABS) のうち信用力が極めて高い銘柄に重点を置いてきた。リスクを最大限回避しようとしてきたのである。
- しかし、弊社のこうした姿勢は変わりつつある。
- 社債と米国債との間の金利スプレッドを尺度にすると、投資適格債やハイイールド債が現在より割安で取引されていた期間は、1994年から今までの年月のうち1割にも満たないことが分かる。

### ハイイールド社債のスプレッドは拡大している

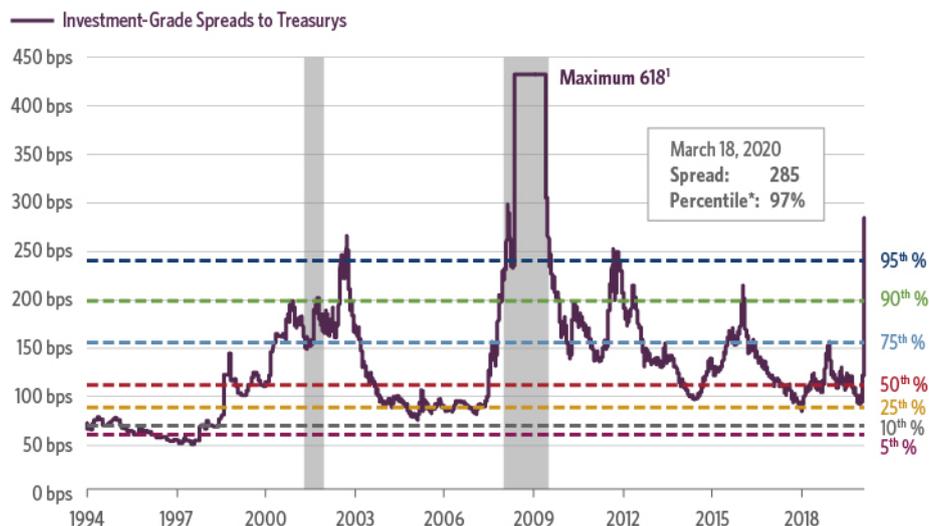


Source: Guggenheim Investments, Bloomberg. Data as of 3.18.2020. \*Percentiles calculated since inception (Jan. 1994). Shaded areas represent periods of recession. 1. Values between June 2008 and July 2009 are averaged.

- これらの市場は明らかに割安な水準にあるため、弊社ではいくつかの割安な銘柄を選定し、その買いを検討し始めている。ただし以前にも述べたように、バリュエーションは投資時期の決定をするためのツールとしては不十分だ。市場

は行き過ぎることも多く、単に割安だからといって、それ以上値下がりするはずがないという意味にはならない。

## 投資適格社債のスプレッドも拡大している



Source: Guggenheim Investments, Bloomberg. Data as of 3.18.2020. \*Percentiles calculated since inception (June 1989). Shaded areas represent periods of recession. 1. Values between June 2008 and July 2009 are averaged.

## 現在割安な商品は何か

- 今は、株式よりも債券市場の時だと考える。株価はおそらく、ここからまだ10%から20%は下がるだろう。経済指標にはコロナウイルス対策である都市封鎖の影響が表れ始めたばかりだが、すでに新規失業保険申請件数は急増しており、企業業績も大半の業種で大幅に悪化しそうだ。
- 私が債券に対してより前向きになり始めている理由は、投資信託やヘッジファンドが今行っている強制売りにある。買いを狙っている投資家として期待するような状況ともいえるが、これはつまり「投げ売り」で、「どんな価格でもいいから買い手を見つけてくれ」といった状態だ。債券市場の一部にはこうしたパニックを感じ始めている。株式市場にはまだこのレベルのパニックは見られない。
- 債券市場の中で、真の割安銘柄を見いだせる、すなわち実際に取るリスクと比べてリターンが大きくなりそうなのが、今投資信託やヘッジファンドからの強制売りの対象となっている分野だ。例えば、地方債や一部の資産担保証券（ABS）である。

## 株価はまだ下がるのか

- もちろん株価はまだ下がるだろう。仮に今回の事態が、S&P 500のピークから底値までの下落率57%を記録した世界金融危機の時ほど深刻なものにはならないと（そうは考えにくい）想定してみよう。同下落率は、2001～2002年の景気後退局面では49%、1974年には48%を記録した。これに対して、今回の下落率はまだ30%強にすぎない。

- 株価がここからさらに10%から20%下がれば金融危機レベルにはなるが、そうでなくても、今回の事態が世界金融危機より深刻なものになり得ると考える十分な理由も存在するのである。

### 個別企業の救済・支援はいかなる形を取るべきか

- 世界金融危機時に実施された金融サービス業界やゼネラルモーターズ等の企業の救済は、ワシントンの多くの人々にとっては悪政となった。とはいえ、経済システムを今のような形で維持するためには、必要悪であったのかもしれない。
- 私であれば違った方策を取る。仮に、ボーイングのような企業が100億ドルの債務保証を必要としているとしよう。この企業が銀行を訪ねて自社債務の保証を依頼したら、多分50ペーシポイントから1%の保証料を毎年課されるだろう。これこそが取るべき道なのである。
- 米財務省が救済策を設計するにあたっては、リスクを取ることで報酬を得ているながら納税者による救済を期待する者を利する結果とならないよう、細心の注意を払わなければならない。だからこそ大企業に対しては、税金で救済するのと引き換えに2~3割の会社の資本を国に差し出すよう要求すべき、と私は考える。
- これを実行する際の資本構成について勧めたいのは、株を取得するのではなく、ワラント債による低リスクな方法を取ることだ。これは実質的にはオプションであるため、被救済企業の株価が上がれば納税者は利益を享受できる。シニア債かシニア債の請求権を得れば、最悪のシナリオが現実のものとなっても、株を持った際に株式価値がゼロになるほどの大きな損失は出ない。
- 救済策が納税者の最善の利益になると正当化するためには、これが1つの方法となる。
- 世界金融危機時の不良資産救済プログラム(TARP)は、米財務省にとって利益をもたらす事業となった。著名投資家ウォーレン・バフェット氏や投資ファンド大手ブラックストーン・グループ最高経営責任者のスティーブン・シュワルツマン氏であれば、今回の状況も投資機会と捉えるであろうし、財務省も同じ視点を持つべきだ。つまり、繰り返しになるが、納税者に利益をもたらす救済策を見いだすべきなのである。

### 最善の経済対策には世帯への直接小切手支給が必要なのか

- 私は、小切手支給は給与税減税より効果的と考える。後者の場合、職に就いていない者にとっては何の減税にもならないためだ。
- ただし、お金は必要とする層に対して支給されなければならない。
- 失業者に対する失業給付の増額や延長は、より大きな効果が期待できる。一方、職に就いている人々にさらに毎月小切手を支給するのは、税金の配分方法としては非効率的に思える。

- これは、世界金融危機時の対策に関して私が最も不満に思った点でもある。すなわち、実体経済における平均的な市民や企業が抱える問題に対処していなかったということだ。政府は今回の対策こそ、支援を必要とする人々の問題を解決し、問題企業に利することのないものとする必要がある。また、所得や富の不平等を拡大させる制度を創設することもあってはならない。こうした不平等の拡大は、最終的には政治的不安定化をもたらすためである。

## 重要な通知及び開示事項

この資料は専ら情報の提供を目的としたものであり、いかなる有価証券、投資戦略または投資商品に関して、投資助言または推奨をするものではありません。この資料はフィデューシャリー義務の立場から提供されたものではなく、投資決定を行うための十分な根拠となることを意図したもののみならずべきではありません。また、特定の有価証券の売買に関する勧誘とみなしてはなりません。本資料は、会計、法務または税務上のアドバイスを提供するという考えから頒布するものではありません。これらの問題については、貴社の法律または税務上のアドバイザーに助言を求めてください。

本資料は、著者の意見を含みますが、グッゲンハイム パートナーズまたはその子会社の意見を含むものとは限りません。著者の意見は、予告なく変更することがあります。本資料に含まれる将来にむかっの表明、予測および一定の情報は、自社または他社の調査および他の情報源に基づくものです。本資料に含まれる情報は、信頼に足ると信ずる情報源より取得していますが、その正確性を保証するものではありません。本資料の如何なる部分も、グッゲンハイム パートナーズ LLC の書面による明示的同意なしには、如何なる方法であれ、複製し、または引用することはできません。過去のパフォーマンスは、将来の結果を暗示するものではなく、そのような情報に基づく判断につき、現時点における正確性、責任を表明または保証するものではありません。

1 ベーシス・ポイントは、0.01%となります。

投資には元本を失う可能性を含むリスクが伴います。確定利付商品への投資は、金利が上昇し価格が落ちる可能性を伴います。ハイイールド債券および無格付債券は、投資適格債券よりもデフォルトリスクが高く、流動性が低いことがあるため、価格変動が高くなる可能性があります。

日本の投資家の皆様への通知事項:本資料で参照された機会、投資又は持分を含む、は、金融商品取引法(昭和二十三年四月十三日法律第二十五号)第一章四項に従って登録されたものではありません。従って、当機会は、日本において、いずれの日本人の利益のため、又は日本において又は日本人に対し直接的又は間接的に転売を行おうとする他者に対して、直接的または間接的に申し込み又は売却をするものではありません。ただし、日本政府および規制当局によって発布され、実施されているすべての該当する法律、規制、および指針に遵守する場合にはその限りではありません。ここでいう日本人とは、日本における居住者を指し、企業又は日本法の下で設立されたその他の機関を含みます。

グッゲンハイム インベストメンツは、下記の関係会社による投資運用業務の総称です。Guggenheim Partners Investment Management, LLC、Security Investors, LLC、Guggenheim Funds Investment Advisors, LLC、Guggenheim Funds Distributors, LLC、GS GAMMA Advisors, LLC、Guggenheim Partners Europe Limited および Guggenheim Partners India Management

©2020、グッゲンハイム パートナーズ LLC。グッゲンハイム パートナーズ LLC による明示的な書面による許可なく、本文書のいかなる部分についても、いかなる形式における再作成および他の出版物における引用を禁じます。