

2020年1月20日

## グローバルCIOアウトルック

# 世界の中央銀行がポンジ市場<sup>\*</sup>を焚きつけている

<sup>\*</sup>ポンジ市場 (Ponzi Market: 実態なき資産価格の上げ相場)

スコット・マイナード  
グローバルCIO兼  
インベストメンツチェアマン

ダボスで注目するトピックスの一つは、社債市場の質の悪化である。

気掛かりな傾向がある。J.P.モルガンがまとめたデータによると、昨年のリスク資産の価格上昇にもかかわらず、デフォルト件数が約50%増加した。また、ディストレスト・エクスチェンジ(経営難に伴う債務交換)の件数も400%増となった。

これは各企業の固有の要因によるデフォルト(idiosyncratic default)が増えているとする弊社見解とかなり相関する。最終的には、米国債に対する債券スプレッドの拡大によって、市場はこうしたリスクの高まりを再び織り込む必要があるだろう。しかし、中央銀行による大量の流動性供給と外国人投資家がマイナス利回りを避けて海外へ逃げ出すことによって、スプレッドの拡大が進まないと、その報いを受ける日が来るだろう。

また、BBB格債の格下げリスクを忘れてはならない。現在、投資適格債市場の50%がBBB格債だが、2007年は35%だった。より詳しく見ると、2007年には投資適格債市場の約8%がBBB一格債であったが、現在は15%である。発行残高は8,000億ドルから3兆3,000億ドルへと4倍超となった。次の格下げの波が押し寄せれば、BBB格債の15~20%がハイイールド債に格下げされると見込まれる。これは5,000億~6,600億ドルに相当し、史上最大の格下げ規模となるだろう。そして、フォールンエンジェル(投資適格から非投資適格に格下げされた債券)がハイイールド債市場に雪崩れ込むだろう。

結局のところ、投資家がデフォルトと格下げの増加傾向に気付くと、転換点に達する。その時期を予測するのは難しいが、こうした状況は2001~2002年の景気後退に至る期間のことをいろいろと思い起させる。

1990年代末にタイトなクレジットスプレッドを長期間経験したことから、投資家はポートフォリオの質を高めるべき時期に囚らずもリスクを高める結果となった。

これはエコノミストのハイマン・ミンスキー氏の有名な見解を思い出させる。同氏は「安定性が本質的に不安定性を生み出す」と説いた。すなわち、リスク資産価格が長期間にわたって比較的安定していると、投資家は平穏が長く続く間中、リスクを高め続けるということである。

最終的に、これは同氏がポンジ市場(Ponzi Market: 実態なき資産価格の上げ相場)と呼ぶ状況につながる。ポンジ市場で投資家がリスクを高め続ける理由はただ一つ、明日は値上がりする(債券の場合、明日は利回りが下がる)という不安感からである。

ダニエル・カーネマン氏は自身の研究でこうした行動を観察し、機会を逃すことに対する投資家不安が、売るべき時に買うという行動に向かわせることを確認した。

景気後退は明らかに 2021 年か場合によっては 2022 年まで後ずれすることになったが、2001 年の景気後退に至る期間には、デフォルトの増加とクレジットスプレッドの拡大が生じ、クレジットの悪化が 3 年前の 1998 年から見られるようになった。

これは利回りに飢えている投資家にとっては好材料のように聞こえ、私も同感である。

しかし、エキゾチックな資産クラスに迷い込むことも、足元の利回りを追うこともない規律ある投資家にとっては、忍耐強さがより大きな投資機会につながるだろう。

## 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とはみなす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供与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。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。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。

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。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。

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。