

レバレッジ状況から相場変動の予兆を探る

<要旨>

家計や企業などの実体経済セクターに過剰投資が見られないなかで株価が大幅調整する契機として、金融セクターのレバレッジ(自己資本の何倍を投資しているか)調整によるものが指摘されてきた。事実、過去の米国の大きな株価下落は、景気後退がなくとも、投資銀行を含むディーラーやブローカーの過剰レバレッジと、国際信用供与の大幅な積み上がりの後に生じていた。金融セクターの投資ポジションに偏りがあるところに株価が弱含むと、資産の売りを通じて価格下落が加速するからである。

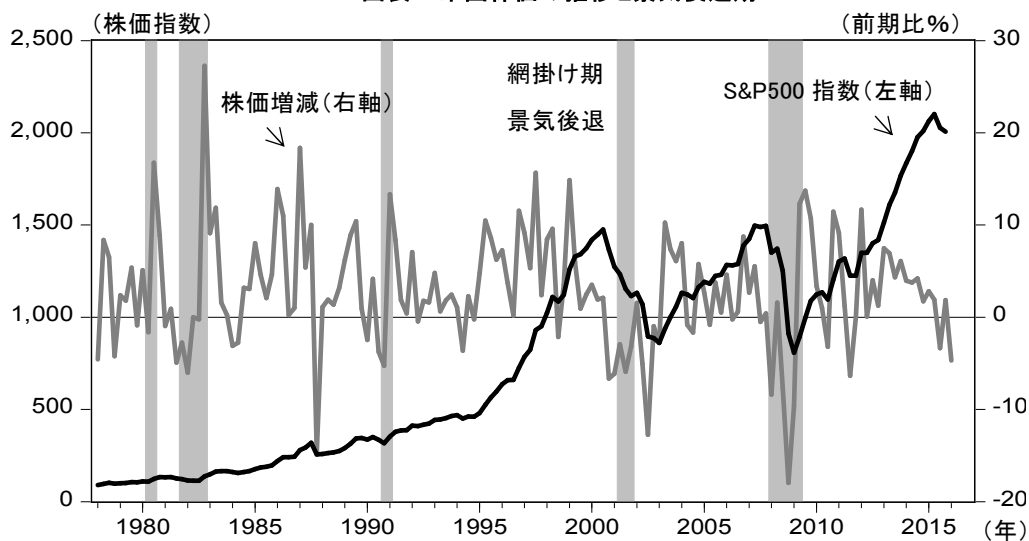
幸いなことに、金融危機後はこうした過剰なレバレッジは見られず、リスク資産の価格下落が、投げ売りを伴う株価下落の悪循環に陥る可能性は低い。ただし近年、投資信託などのファンドの残高規模が拡大しており、市況悪化がファンドを通じて伝播する可能性は残る。投資信託の保有者はレバレッジが高い金融機関ではなく年金・保険や家計が主であり、下落の影響が分散される構造にあるが、その波及については注意したい。

1. 米国の非金融セクターと金融セクターのレバレッジ

金融市場全体に影響を及ぼす株価の大幅下落はどのように予兆すべきだろうか。国内株価とも極めて関連が深い米国株式市場の調整局面を振り返り、株式市場が大きく崩れるメカニズムから将来のリスクについて考察したい。

米国株価指数(S&P500 指数)は2000年と2007年にピークをつけ、現在は3回目の大きなピークの可能性が懸念されている(図表1)。四半期ベースで見た指数の増減率でみると、下落局面の全てが景気後退期と一致するわけではない。1980年から現在まで過去5回の景気後退に見舞われたが、景気後退以外でも、前期比10%近い株価下落が生じた時期が複数観察される。

図表1 米国株価の推移と景気後退期

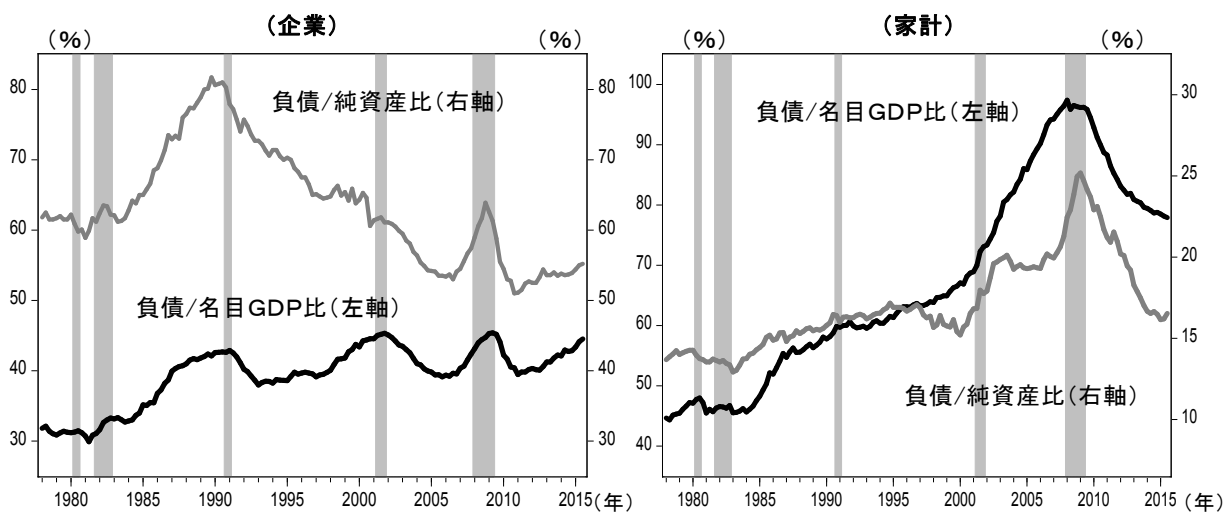


(資料) Bloomberg 他より三井住友信託銀行調査部作成

ただし、株価下落が景気後退を伴う場合には、その後の株価下落規模や期間も長くなる。大きな景気後退を伴った典型的なパターンは、2008年の金融危機であり、家計や企業といった非金融セクターに過剰債務がもともとあり、その調整過程で景気悪化が長引くことになった。

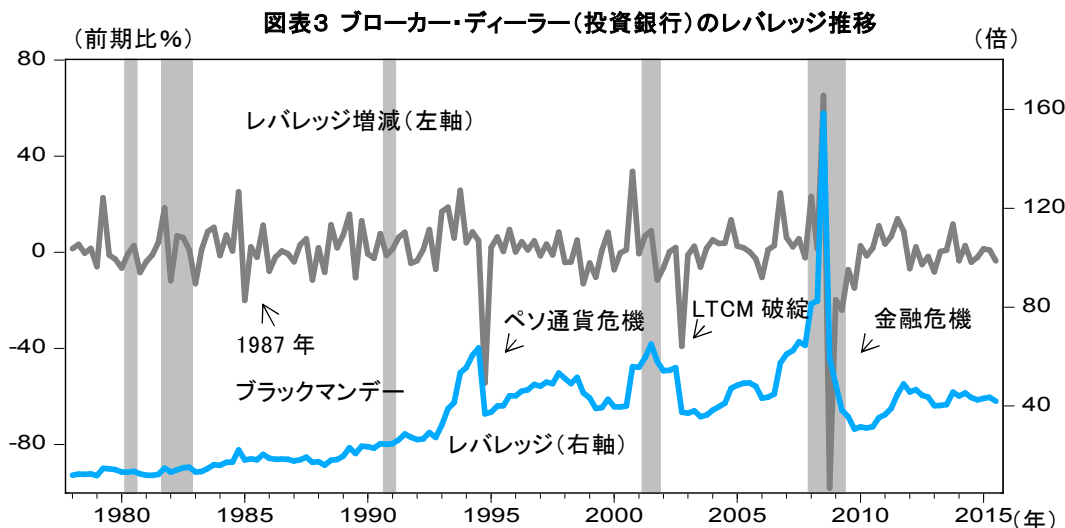
しかしながら、現在は金融危機から7年を経て、企業や家計ともに負債規模は縮小しており、非金融セクターで調整が大きくなる可能性は低い。企業部門の負債規模は社債とローンの合算で8兆ドルと名目GDPの45%に達し、過去ピークに近い水準にあるが、企業が保有する資産から負債を差し引いた純資産は増えているため、純資産比でみた規模は危機前のボトムに近い。また、家計の負債規模は名目GDP比と純資産比いずれも、金融危機前の水準を下回る(図表2)。

図表2 非金融民間部門の負債規模と景気後退期



(資料)FED「Financial Accounts of the United States」より三井住友信託銀行調査部作成

従って、家計や企業といった非金融セクターに過剰債務がないなかでは、金融セクターの調整が契機となり株価下落が大きくなる可能性が考えられる。そこで、金融セクターのレバレッジ(自己資本に対する投資規模)、とりわけ金融市場の投資機会に最も敏感な投資銀行を含むブローカー・ディーラー部門(以下では投資銀行と総称)のレバレッジに着目すると、景気後退前後でなくとも、レバレッジが大きく変動していた。金融危機前の160倍レバレッジからの調整は極端としても、過去の主要な相場変調イベントでは、レバレッジの大幅な縮小が観察できる(図表3)。

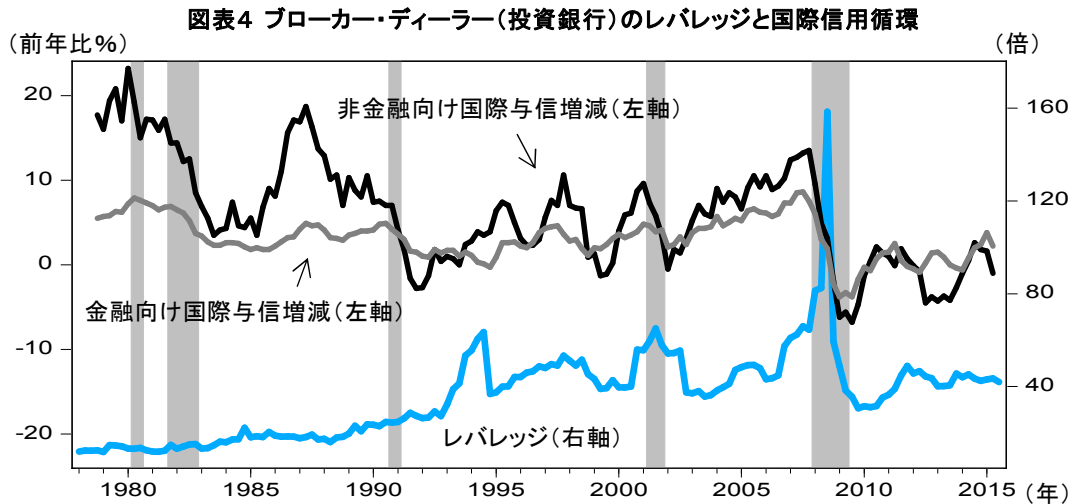


(資料)FED「Financial Accounts of the United States」より三井住友信託銀行調査部作成

2. 金融セクターのレバレッジとグローバルな信用循環

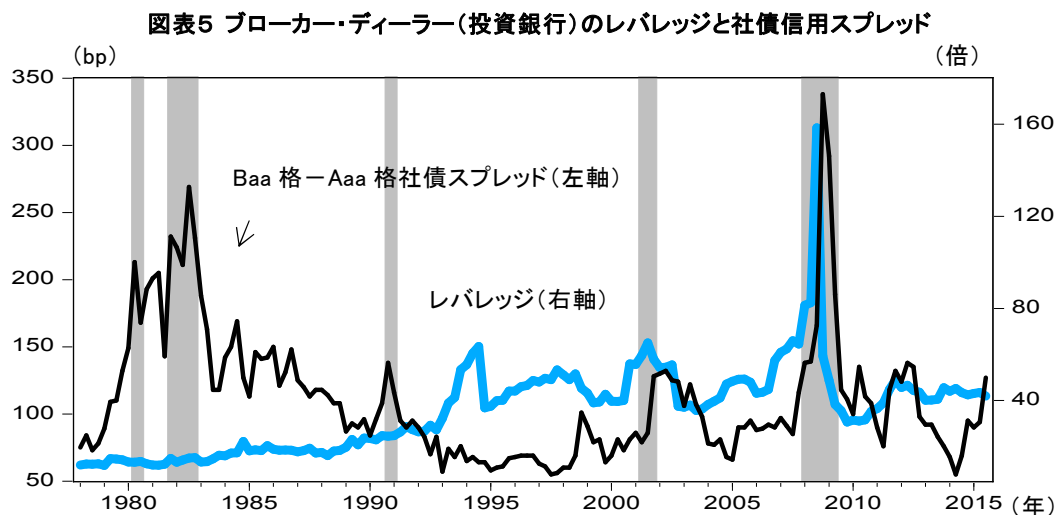
こうした米国内での投資銀行のレバレッジ水準が大きく変化するとき、国を跨ぐ貸出や社債など証券投資を通じたクロスボーダーの信用増減はどのように推移していただろうか。レバレッジ調整とグローバルな信用収縮が同時に生じるときには、株式市場の調整も大きな規模で起きやすい。

非金融機関向けと金融機関向けの国際与信増減と投資銀行のレバレッジ水準を比較すると、1990年代以降には両者の動きが概ね一致して推移していた。すなわち、投資銀行のレバレッジが拡大(縮小)する局面では、国際与信規模も増える(減る)傾向がみられる(図表4)。



(資料)FED「Financial Accounts of the United States」、BIS統計より三井住友信託銀行調査部作成

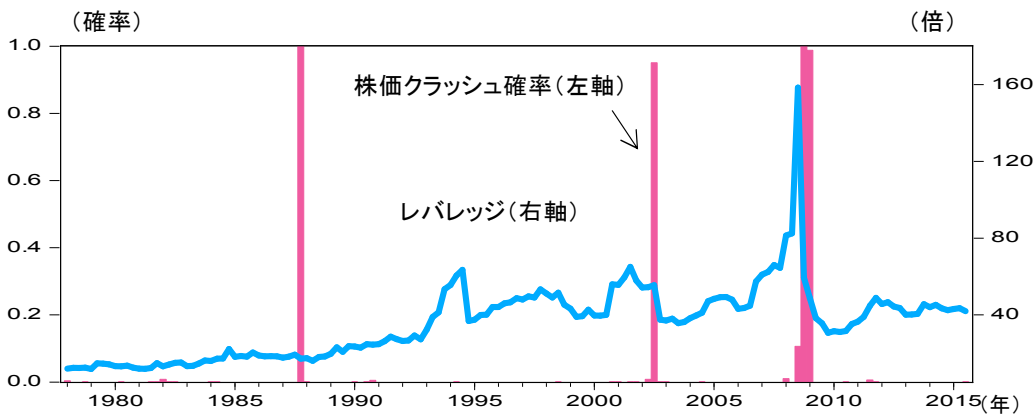
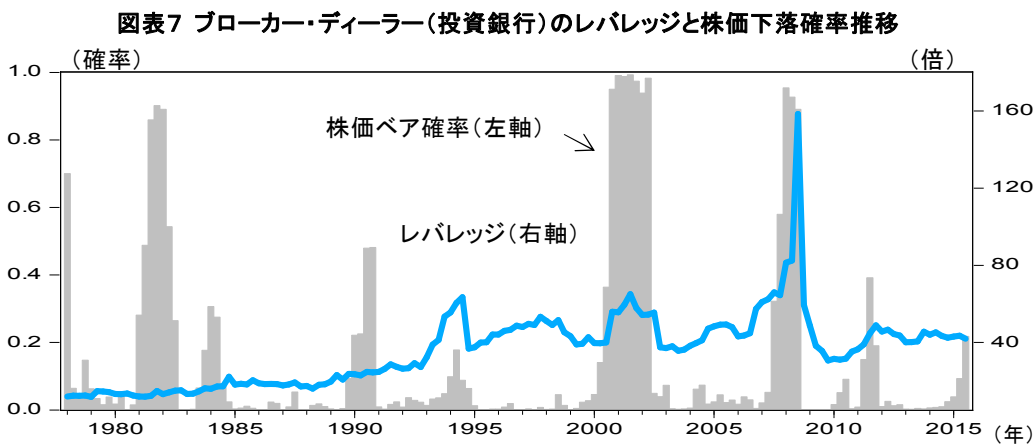
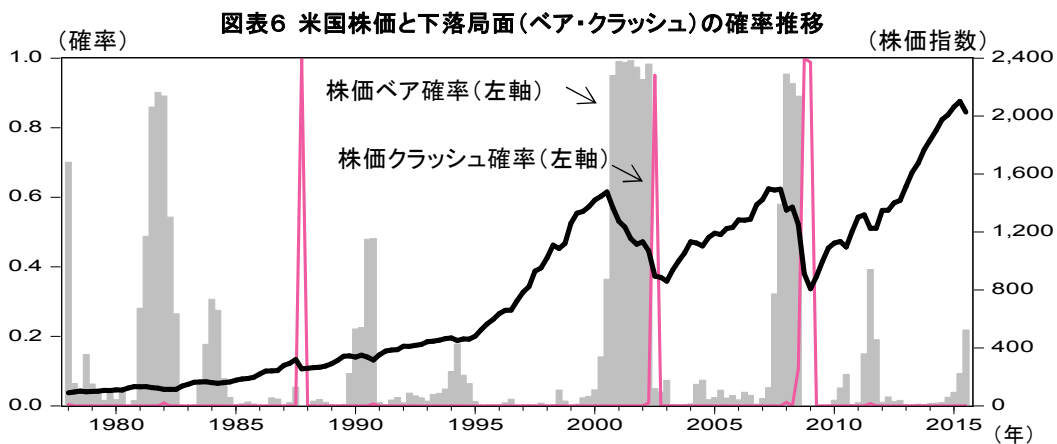
加えて、こうしたレバレッジや国際与信の拡大縮小と、米国社債市場の信用スプレッドには明確な相関がみられる。信用状況が劣るBaa格社債利回りと安全なAaa格社債利回り格差でみた信用スプレッドと投資銀行のレバレッジ推移を比較すると、2000年以降は、レバレッジの拡大・縮小にやや遅れるかたちで信用スプレッドが拡大・縮小している特徴がみられる(図表5)。つまり、金融市場の投資機会に最も敏感な投資銀行の投資ポジションが調整する局面では、グローバルな信用循環も縮小局面に入り、信用スプレッドも拡大していく。こうした投資銀行のレバレッジ推移と株式市場の下落タイミングにはどのような関係がみられるだろうか。



(資料)FED「Financial Accounts of the United States」他より三井住友信託銀行調査部作成

図表6は米国株価指数の推移そのものから計量的な手法を用いて、ベア局面(株価が低下し始め弱含む局面)とクラッシュ局面(過去にないほど大きく株価が下落する局面)を識別したものである。各局面はその局面の確からしさを確率で表現しており、確率水準が1に近いほど、株式市場の状態が、それぞれの株価下落局面に入っていることを示す。

図表6を見ると過去に株価が弱含む局面が何度か表れているが、大きく株価が下落するクラッシュ局面は1987年のブラックマンデーの時を除いて、ベア局面の後に生じている。こうした局面推移と投資銀行のレバレッジを比較すると、ベア局面の前に既にレバレッジの大幅な拡大がみられ、その後の調整により株価の大幅な下落が生じやすい(図表7)。ポジションの偏りがあるとところに株価が弱含むと、リスク資産の売りを通じて大幅な株価下落をもたらすためである。



(注) 株価のベア局面・クラッシュ局面の特定はマルコフ・スイッチングモデルを用いたもの。

(資料) Bloombergと三井住友信託銀行調査部の推計結果より作成

3. ファンドの価格下落の伝播をどうみるか

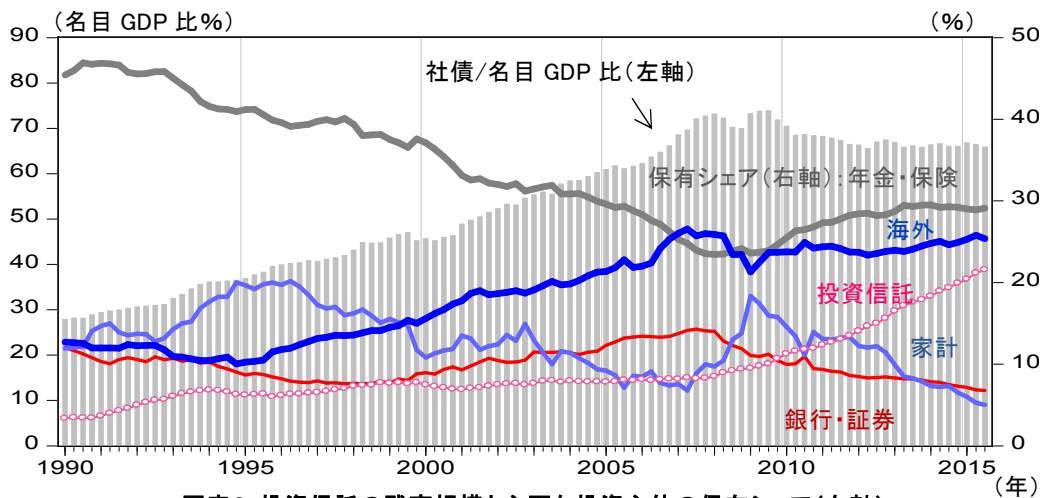
幸いなことに、現時点では投資銀行を含むブローカー・ディーラー部門には過去に見られたような100倍を超える過剰なレバレッジは見られず、株価が少々弱含んでも、資産の投げ売りを伴ったレバレッジ調整が重なることで資産価格下落の悪循環が生じる可能性は低い。これは、金融危機後にレバレッジ規制が厳しくなり、金融セクターで過大なレバレッジが取れないことにも起因する。

ただし、規制の範囲外にある投資信託(ミューチュアルファンド)などのファンド保有資産の価格下落が、金融市場全体を揺るがす可能性は残っている。例えば、エネルギー価格の下落により、価格が弱含んでいる社債を含むクレジット市場の市況悪化が伝播するリスクなどである。

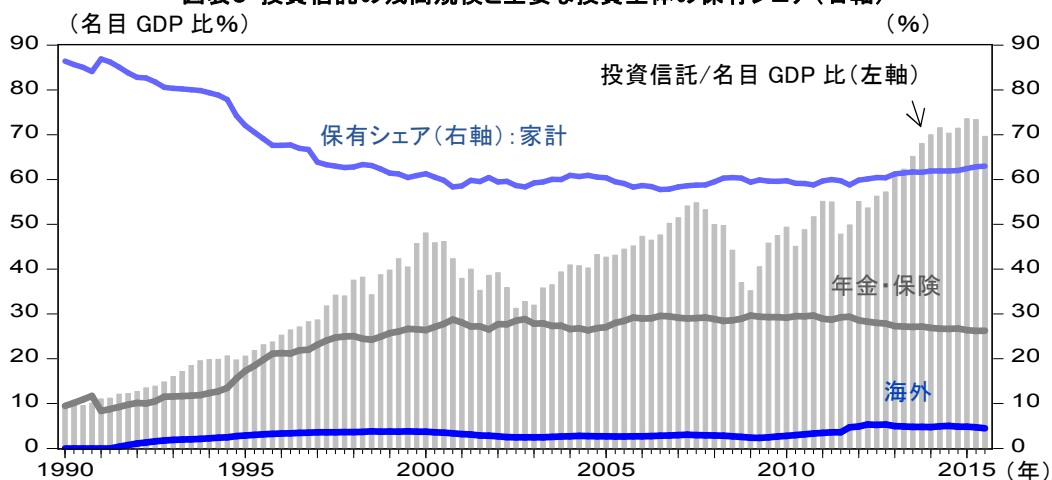
図表8は、米国社債市場の規模とその保有構造を時系列で比較している。米国社債市場の残高は、2015年9月末時点で11.9兆ドルにのぼり、名目GDPの7割弱の水準にある。このうち3割が年金・保険といった機関投資家により保有され、次いで海外、投資信託という順となる。金融危機後に顕著にシェアが増えているのは投資信託であり、異例に低い金利環境のもとで、社債も含むリスク資産への投資が、投資銀行ではなくファンドを通じて拡大していることを示唆している。

図表9はその投資信託の規模と保有構造を比較している。投資信託全体の規模は12.5兆ドルと名目GDPの7割を超える。主な保有主体は家計と年金・保険といった長期保有かつ分散された投資主体であるため、大幅な価格下落の影響はある程度分散されると想像しうる。

図表8 社債の残高規模と主要な投資主体の保有シェア(右軸)



図表9 投資信託の残高規模と主要な投資主体の保有シェア(右軸)



(資料) 図表8・9ともFED「Financial Accounts of the United States」より三井住友信託銀行調査部作成

4. まとめ—相場変動の予兆を探る

2008年の金融危機を経て7年が経過した米国経済は、7年ぶりにゼロ金利政策より脱却し、金融政策の正常化への最初のステップを踏み出した。こうした環境のもと、米国株価指数の先行きに対し、過去2000年と2007年のピークの後、3回目の大きなピークの可能性が懸念されている。

過去の大きな株価下落局面においては、家計や企業といった実体経済セクターに過剰な債務や投資があり、その調整過程で景気後退を伴うパターンや、投資銀行など金融セクターに過剰なレバレッジがあり、その調整過程で資産価格が下げ止まらないパターンが特徴として見られた。

幸いなことに、金融危機後はこうした過剰債務やレバレッジは見られず、多少の株価下落はあっても、リスク資産の価格下落が、投げ売りを伴う株価下落の悪循環に陥る可能性は低い。一方で、異例に低い金利環境の下で投資信託などのファンド残高規模が拡大しており、市況悪化がファンドを通じて伝播する可能性は残っている。もっとも、投資信託の保有者はレバレッジが高い金融機関ではなく年金・保険や家計といった最終投資家が主であり、価格下落の影響は分散され、レバレッジの調整を伴った信用収縮が生じる構造にはなっていない。

従って、市況悪化があっても、その影響は一部の市場やその投資家に限定され、金融市場全体に拡散する可能性は低いと現時点では判断できよう。政策金利の正常化によって金利水準が適度に高まれば、リターンを求めた過度なリスクテイクや低い金利水準の下での過度なレバレッジの誘因も低下するため、利上げそのものは必ずしも大規模な株価下落リスクを高めるものではない。ただし、過去の資産価格下落は、こうした理論的な整理を超えて生じていたこともまた事実であり、拡大する投資信託を含むファンドの市況悪化の伝播や、利上げ局面において市場とのコミュニケーション不足により金利が急騰するリスクなど、複数の要因が重なることで、当初のショックが大きく金融市場に波及する可能性については注意深く見ていく必要があるだろう。

(木村 俊夫 : Kimura_Toshio@smtb.jp)

※本資料は作成時点で入手可能なデータに基づき経済・金融情報を提供するものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。