

markt:aktuell

金融経済の見通し

2021年12月13日

ローリスク・ハイリターン投資という永遠の夢...

過去200年間に、人類は数学、物理学、工学において大きな進歩を遂げました。金融業界では、これらの知識を活用して、ローリスク・ハイリターンの革新的な商品を開発しようとの試みが何度も行われてきました。リスクとリターンの間のトレードオフの関係を打ち破ることはできないのでしょうか？

金融イノベーションの成果を享受できるのは少数向けの場合のみ

例えば、CDO (Collateralized Debt Obligation : 債務担保証券) は、ローリスクでありながらハイリターンを得ることを目的とした金融イノベーションです。CDOでは、完全に無関係と考えられるデフォルト・リスクを持つ多くのローンが1つのビークルに束ねられ、集約されたデフォルト・リスクが異なる金利のトランシェに分割されます。

2000年代初頭の米国不動産ブームの初期には、この金融テクノロジーにより、それまでのAAA債と同等のリスクを持ちながら、より高い利回りの金融商品を作ることができました。しかし、その成功も束の間、突然、すべての投資家がAAA格付けのCDOトランシェを欲しがるようになりました。投資家の膨大な需要を満たすために、米国では誰も彼もが住宅ローンを組むようになり、不動産市場は活況を呈し、債務は急増しました。その結果、個々の住宅ローンのデフォルト・リスクはもはや無関係ではなくなり、高い相関性を持つようになりました。格付け会社によるCDOの格付けはAAAのままでしたが、実際のリスクは年々高まっていきました。そして、サブプライム危機を迎えて、それらの投資家は手痛い損失を被りました。

金融の歴史を振り返ると、「金融イノベーション」と言われているものの裏には、実際にはレバレッジの増大があることが何度も示されています。このようなレバレッジの増大は、長期間にわたるハイリターンを可能にしますが、危機の際には大きな損失をもたらします。つまり、個々の金融市場のプレーヤーが、長期間にわたってリスクとリターンのトレードオフの関係を打ち破ることはできるかもしれないけれども、市場全体として、そうなることはないということです。

投資対象としてのプライベート・エクイティ

今日、プライベート・エクイティは、一見ローリスク・ハイリターンの投資としての機能を果たしているように見えます。プライベート・エクイティのリスクが低い(と思われている)理由は、プライベート・エクイティ・ファームのポートフォリオに含まれる企業が四半期または半年に一度しか評価されないからです。そのため、ポートフォリオの価格変動はほとんどありません。同時に、リフィニティブ(金融情報提供会社)とケンブリッジ・アソシエイツ(投資コンサルティング会社)によると、米国のプライベート・エクイティの2020年7月から2021年6月までのリターンは約57%で、これはMSCI USAの約42.5%のリターンを大きく上回っています。

しかし、プライベート・エクイティの価格変動の少なさは、リスクの指標にはなりません。メディアの報道によると、プライベート・エクイティ・ファームは、投資した株式1米ドルにつき約1米ドルの負債を使用しています。これは、過去数年間に無作為に選んだ20件のプライベート・エクイティ・ディールの平均負債比率が45%であったことから確認できます(付録の表を参照)。

もし、この期間に同様のレバレッジをかけてMSCI USAに投資していたら、85%のリターンが得られていたでしょう。この期間のプライベート・エクイティのパフォーマンスが株式市場と比較して著しく悪かったのは、現在、非常に多くの投資家がこのアセットクラスに投資しているという事実から説明できます。そのため、プライベート・エクイティ・ファームの優れた専門知識をもってすれば再建に成功するような経営不振の企業は、もはやそれほど多くはありません。その結果、プライベート・エクイティ・ファームの事業再編の手腕を十分に活用できる余地に乏しい、比較的健全な企業への投資が増えています。また、プライベート・エクイティ・ファーム同士の入札競争も激化しており、大量の投資家からの資金の運用に大きなプレッシャーをかけられています。

株価が上昇し、良好な環境が続く限り、プライベート・エクイティのアンダーパフォーマンスは目立たないはずです。困難な市場環境が長期化した場合にのみ、プライベート・エクイティに関連する真のリスクが明らかになると考えられます。

検討に値する規制？

プライベート・エクイティは、常に妥当なアセットクラスであり続けるでしょう。プライベート・エクイティのコア・コンピタンスは、経営不振に陥った企業の再建です。さらに、ロバート・シラー教授（ノーベル経済学者）とジョン・キャンベル教授（経済学者）は1980年代に、株式市場のボラティリティの非常に大きな部分が「ノイズ」であること、つまりファンダメンタルズでは説明できないことをすでに示しています。

プライベート・エクイティ・ポートフォリオの企業は、四半期または半期ごとにしか評価されないため、実際のファンダメンタルズをより効率的に反映することができ、過度なボラティリティの影響を受けることはありません。したがって、規制の観点から、四半期ごとにしか評価を行わない株式商品を認めることができないかどうかを検討する価値があると思います。そうすれば、（ボラティリティの低下によって）「株式」というアセットクラスの魅力が格段に増すことになると考えています。

このように、プライベート・エクイティの大きな問題は、このアセットクラスの基本的な特性ではなく、現在、このアセットクラスに投資したいと考える投資家があまりに多いことにあります。つまり、将来的に期待外れのパフォーマンスとなることが、あらかじめプログラムされていることを意味します。パフォーマンスはすでに非常に弱くなっていますが、レバレッジが大きいためにそれは顕在化していません。

スタグフレーションは欧州のリスクではない

スタグフレーションという言葉が一般的に使われるようになったのは1970年代半ばのことです。1960年代とは対照的に、多くの先進国はインフレ率の上昇と成長率の低下を同時に経験しました。例えば米国では、インフレ率は1960年代の2.8%から1970年代には7.8%に上昇した一方で、実質GDP成長率は4.1%から3.2%に低下しました。同様に、フランスのインフレ率は6パーセントポイント上昇した一方で、成長率は2パーセントポイント低下しました。イタリアでは、インフレ率は10パーセントポイント上昇した一方で、成長率は平均5.7%から3.8%に低下しました。

経済停滞の原因は供給の制約で、生産コストが変化することで、経済成長とインフレが逆方向に動いています。例えば、1970年代のように、少なくとも一時的に生産コストを上昇させる負の供給ショックは、インフレ率を

上昇させ、成長率を低下させます。その例としてよく挙げられるのが、1973年から74年にかけてのOPEC（石油輸出国機構）による石油禁輸措置です。石油は短期的には代替物のない主要なエネルギー源であるため、経済活動は急激に減速した一方で、インフレは上昇しました。

現在、ドイツではミニ・スタグフレーションが発生しています。11月のドイツの消費者物価指数は前年同月比6.0%に上昇し、ブンデスバンク（ドイツの中央銀行）は「10-12月期の成長率がゼロになる可能性がある」と警告しました。ドイツ経済は現在、エネルギー価格の高騰、サプライチェーンの巨大なボトルネック、新型コロナウイルス感染拡大第4波に苦しんでいます。

しかし、サプライチェーンが徐々に回復し、輸送能力が再び上昇しているという初期の兆候が既に見られており、原油価格も最近顕著に下落しています。そのため、（経済成長のスピードを抑えていた）サイドブレーキはまもなく解除され、ドイツ経済は力強い上昇に転じるはずだと見ています。したがって、来年は「逆」スタグフレーション、つまり経済成長率は今年の2.8%から2022年には4.5%に加速する一方で、インフレ率は3.1%から2.5%に低下すると思われる。

2022年のユーロ圏の非常に大きな成長見込みを裏付ける3つのグラフがあります。

一つ目は、UBSによると、復興基金「次世代EU」によって、GDPの1%以上の資金がEUからユーロ圏の加盟国に流れます。つまり、すでにかかなりの政府支出による大きな需要増が見込まれているのです。

二つ目は、これもUBSによると、ユーロ圏の消費者には約7,500億ユーロ（GDPの7%弱）の過剰貯蓄が蓄積されており、これが2022年の高い消費性向に寄与すると考えられています。

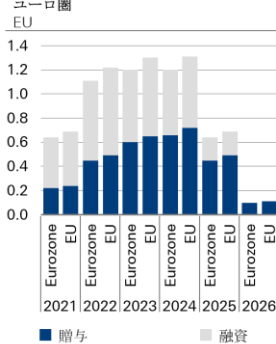
三つめは、企業への聞き取り調査によると、現在、EUの企業在庫は枯渇しているとのこと。企業が自社の在庫水準をこれほど低いと評価したことはありません。つまり、2022年には、企業は在庫を補充するために支出を大幅に増やすことになる想定されます。

このような背景から、ブルームバーグによると、ユーロ圏は2022年に4.5%の成長を遂げる可能性が高く、これは現在のコンセンサスで予想されている以上のものです。

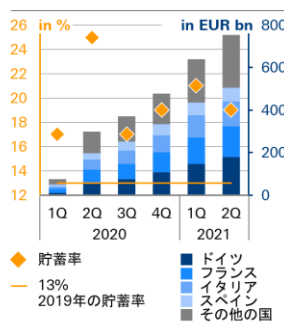
markt:aktuell

EUのGDPの牽引役は政府支出と消費

復興基金「次世代EU」の贈与と融資の推定支出額 (対GDP比 (%))
ユーロ圏



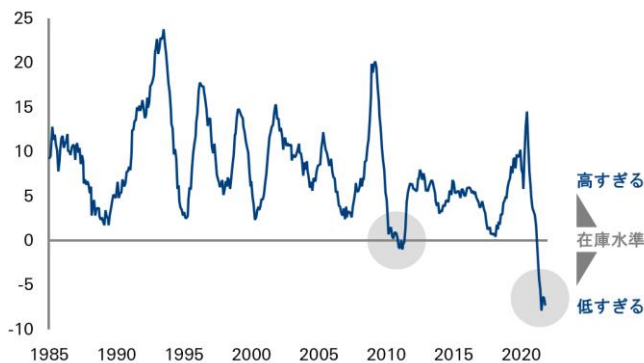
ユーロ圏の家計の貯蓄余剰 (対GDP比 (%))
10億ユーロ



出所：UBS、Haver（経済指標や金融データのデータベース）、メツラー・アセット・マネジメントGmbH

EU：2022年には在庫循環だけで大きな成長が期待できる

企業の在庫評価



出所：リフィニティブ・データストリーム、メツラー・アセット・マネジメント GmbH、2021年10月末時点

添付資料：

米国：プライベート・エクイティ・ファームは高いレバレッジ比率で運営されている

プライベート・エクイティ・デール (単位：億米ドル)

プライベート・エクイティ が買収した企業	買収 した年	企業 価値	負債 資本	株式 資本	レバレッジ (%)
USI Insurance Services	2017	4,30	2,09	2,21	49
Envision Healthcare	2018	5,66	4,21	1,45	74
UKG	2019	10,37	3,48	6,89	34
Mindbody	2019	1,80	0,55	1,25	31
Cision	2020	1,48	0,62	0,86	42
Amentum Services	2020	2,26	1,63	0,63	72
Professional and Retail Hair business/Coty	2020	2,50	0,54	1,96	22
Endurance	2021	1,34	1,08	0,26	81
International business segment/CDK Global	2021	1,45	0,94	0,51	65
Michael Cos/The	2021	3,12	-0,05	3,17	-2
Aegion	2021	0,92	0,53	0,39	58
Calypto Technology	2021	3,70	2,30	1,40	62
At Home Group	2021	2,42	-0,59	3,01	-24
McGraw-Hill Education	2021	4,50	0,53	3,97	12
Hilton Grand Vacations	2021	1,33	1,30	0,03	98
Taylor Made Golf	2021	1,80	1,06	0,74	59
Proofpoint	2021	10,22	3,32	6,90	32
Verizon Media Ventures	2021	5,00	1,65	3,35	33
Atlantic Aviation FBO Stamps.com	2021	4,48	1,93	2,55	43
	2021	6,05	3,29	2,76	54

出所：ブルームバーグ、メツラー



Edgus Walli

メツラー・アセット・マネジメント GmbH
チーフ・エコノミスト
エドガー・ヴァルク

1. 本資料は、投資一任契約を踏まえた上で、メッツラーグループが提供する情報をメッツラー・アセット・マネジメント株式会社が翻訳・作成したものです。
2. 本資料は、特定の年金基金及び機関投資家向けに作成したものです。
3. 本資料は、当社が金融市場に関する情報提供のために作成した資料であり法令に基づく開示資料ではありません。
4. 実際の投資には、有価証券の価格変動、流動性、信用、カントリー、為替変動等の諸リスクが発生し、損失が生じる場合があります。投資元本を割り込むこともあります。
5. 手数料・費用等の投資家の負担は、個別の投資一任契約により異なりますので、その合計額や上限額をあらかじめ表示することはできません。
6. 契約の際には事前に契約締結前交付書面等を必ずお読みください。
7. 本資料に掲載された内容、意見、予測は今後予告なしに変更される場合があります、当社はその変更等に起因する損害について一切責任を負いません。
8. 本資料は信頼できると判断される情報に基づき作成していますが、当社はこれら情報の正確性や信頼性、完全性を保証するものではありません。
10. 本資料で紹介している運用実績等は、過去の実績によるものであり、将来の運用成果の獲得を示唆あるいは保証するものではありません。
11. 本資料の全部又は一部を、当社の事前承諾なしに複写、複製若しくは配布することを禁じます。
12. 本資料に引用した各インデックス（指数）の商標、著作権、知的財産権その他一切の権利は、各算出元に帰属します。また、各インデックスの算出元は、インデックスの内容を変更する権利および発表を停止する権利を有しています。

W21-047

メッツラー・アセット・マネジメント株式会社
〒100-0011
東京都千代田区内幸町2-2-2 富国生命ビル23階
Tel : 03-3502-6610 (代表) Fax : 03-3502-6616
金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第467号
加入協会 一般社団法人 日本投資顧問業協会