

リスク回避「材料」の円高・株安は減退も

ヘッジFの影響力減退や過剰流動性の余剰資金縮小

2017/4/14

日本ではまたぞろリスク回避の円高・株安に見舞われているが、リスク回避自体を投機材料とした短期筋の仕掛け勢いは先行き減退していく可能性がある。海外ヘッジファンドは大規模な資金流出に見舞われ、相場煽動の影響力が後退してきたほか、米FRBによる利上げ継続やバランスシート縮小論議などを受けて、グローバルな過剰流動性による余剰リスクマネーも先行き縮小が見込まれる。引き続き昨年11月以降のトランプ・ラリーで構築されたポジションの解消余地が残るものの、中立化を超えた円高・株安は制御される可能性がある。

円高・株安再燃、短期筋の収益改善は限定

「世界的にヘッジファンド業界は委託先からの解約と資本流出が急増しており、流出資金の争奪や新たな運用スタイル・受け皿の確立がグローバルな金融業界での注目テーマとなってきた」――。

大手米国系資産運用会社のアジア担当幹部はこのような指摘を行う。ヘッジファンドの成績低迷と解約増加の一因には、世界的な政治リスクの高まりがある。昨年の英国におけるEU離脱の国民投票や米大統領選に続き、今年もフランス大統領選やドイツ総選挙などが相次ぐため、「予測困難な相場環境がヘッジファンドに逆風となる状況が今年も続く」(同)と見られている。

2008年のリーマン・ショック以降は、グローバルな過剰流動性や超低金利を受けた資金調達環境の改善、グローバルなカネ余り、超低金利を受けた世界の機関投資家の委託需要などもあって、世界的にヘッジファンド業界が肥大化してきた。それが過当競争を招いたほか、世界的な超低金利などによる運用環境難、規制強化や規制に伴うコンプライアンス(法令順守)費用の増大、世界各国での政治リスク群発と政策不透明感、中央銀行による市場影響力の増大、流動性の低下、AI(人工知能)・ロボット取引の普及と相場形成メカニズムの歪み――といった複合的な要因が現在はヘッジファンドからの資金流出を後押しさせている。同時にヘッジファンドなどについては、低リターン見合いでの委託手数料の高さも資金流出に拍車を掛けてきた。

一方で日本市場にとっては2008年以降、グローバルな過剰流動性やヘッジファンドの肥大化がアベノミクス相場などで円安・株高のプラスに作用する反面、ちょっとした悪材料の浮上でリスク回避の円高・株安に見舞われる不安定性に直面してきた。経済ファンダメンタルズや企業業績、リアルマネーの需給環境、政策動向、経常収支といった基礎的・伝

統的な投資判断材料の優先度は低下。AI取引やアルゴリズム取引の横行などもあって、日本市場では単純に「リスク回避なら円高・株安」、「リスク選好なら円安・株高」という条件反射的なゲーム相場、バーチャル相場が当たり前のように定着している。

しかし、その中でのヘッジファンドといった短期リスクマネーの影響力減退は、先行きリスク回避自体を投機材料とした短期筋の仕掛け勢い度合いを減退させていく。3月中旬以降は米トランプ政権による医療保険制度改革(オバマケア)見直し法案の断念や過度な米政策期待の剥落、米FRBの利上げペース加速観測の後退、シリアと北朝鮮の地政学リスクなどにより、改めてリスク回避の円高・株安に見舞われている。

それでも現状はまだ昨年11月以降に急膨張してきた日本株買い(ロング)・円売り(ショート)の整理巻き戻しにとどまっている。為替相場はクロス円中心に「昨年11月までの行って来い(逆戻り)」を意識した外貨安・円高が加速されているが、円全面高オーバーシュートの余地を残しつつも、先行き「過剰トランプ期待ポジションの中立化」を超えた円高・株安は抑制される可能性は無視できない。

実際、米ヘッジファンド・リサーチ社のヘッジファンド指数によると、3月以降の円高と日本の株安でもマクロ/CTA(商品取引業者)型、グローバル型などで成績の改善は見られていない。過去には2009年から2011年、2015年後半から2016年にかけての円高と日本の株安局面では、海外短期筋による「リスク回避トレード」の有効機能を示す形で連動した成績改善が観測されてきたが、現状は乖離した状況にある。

1年スパンの外国人売り底入れ、過去は株高基調

そもそも外国人投資家はヘッジファンドの解約対応を含めて、2015年夏以降から日本株処分を拡大させてきた。昨年11月以降は復活傾向にあったが、今年の1月中旬以降は売り越し優勢に回帰している。財務省の週間・対内(対日)株式投資状況によると、2015年7月から2016年9月までの累計では-12兆円の売り越し、2015年7月から今年3月までの累計でも-12兆円の売り越しに及んできた。今年1月中旬以降では-3.2兆円の売り越しとなっており、過去のリスク回避局面に比べると、現状からの日本株売り余地自体が減退している。

しかも週間の対内株式投資では1年スパンの期間を示す52週間の累計で、昨年8月に-10.5兆円と2012年8月以来の高水準を記録した。その後、は減

少へと転じ、最新 3 月 26 日－4 月 1 日週の 52 週累計は－1 兆円と、売り越しのトレンド自体はピークアウトしている。2005 年の統計開始以降、52 週累計での売り越し額ピークは日経平均の底入れ反発と符号し、累計売り越し額の減少トレンド転換は株高トレンドと連動して推移してきた。現在の累計売り越し額は昨年 8 月での底入れと減少、足元では先行き買い越しトレンドへの転換が視界に入りつつあり、連動する形で日経平均株価も現在の調整下落を経たあとの下値固めと上昇再開が期待されよう。

リスク回避を材料とした投機仕掛けに関しては、2009 年以降のグローバルな超低金利と超金融緩和局面で周期的に観測されてきた。現実にはリスク回避が安全逃避のキャッシュ化や高格付け国債投資、各種損失・利益の確定、ファンド解約などを促す打撃局面もあったが、一方では超低金利と過剰流動性をバックとして、リスク回避を材料とした挽回仕掛けや日本での円高・株安のような便乗の投機仕掛けも観測されている。

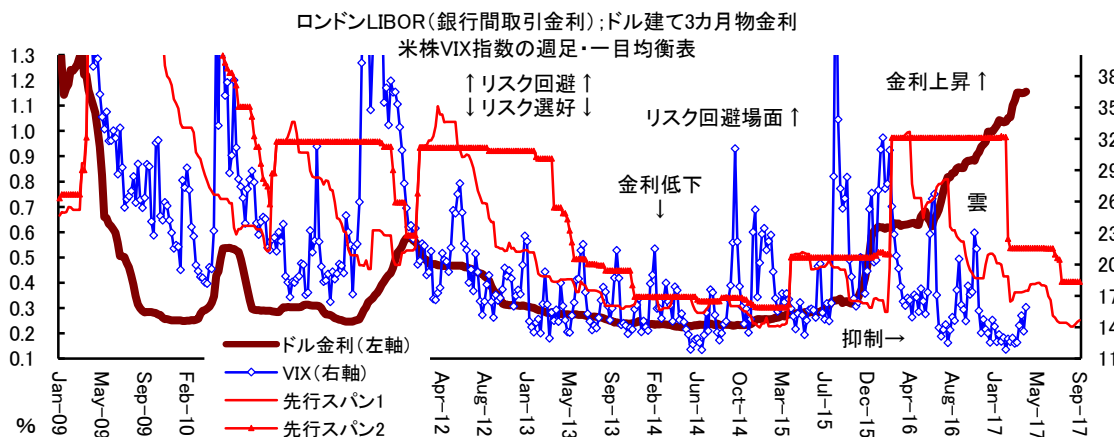
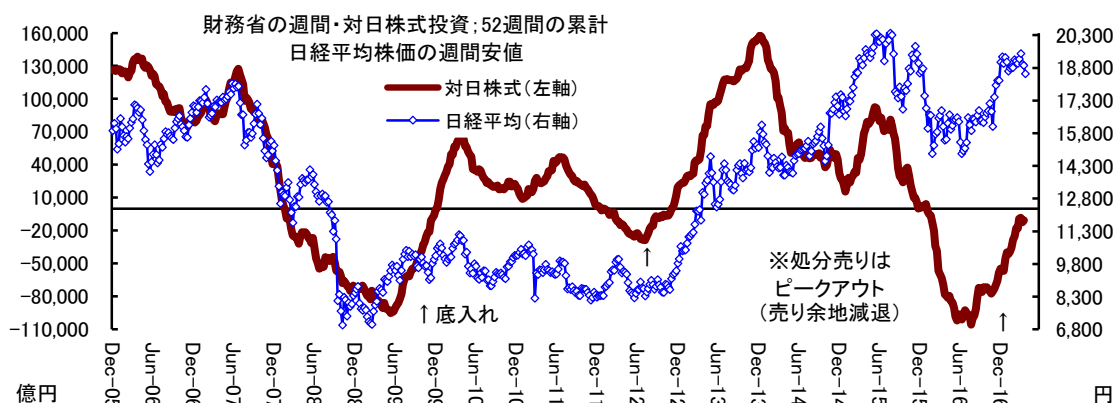
その中で 4 月 3 日以降には米 FRB による年内のバランスシート縮小論議やシリア・北朝鮮情勢の緊迫化、フランス大統領選の不透明感などが警戒され、改めて米国市場ではリスク回避が助長されている。米株投資家の不安心理の度合いを示すシカゴ・オプション取引所 (CBOE) のボラティリティ・インデックス (VIX 指数) は、13 日時点での最高が 16.22

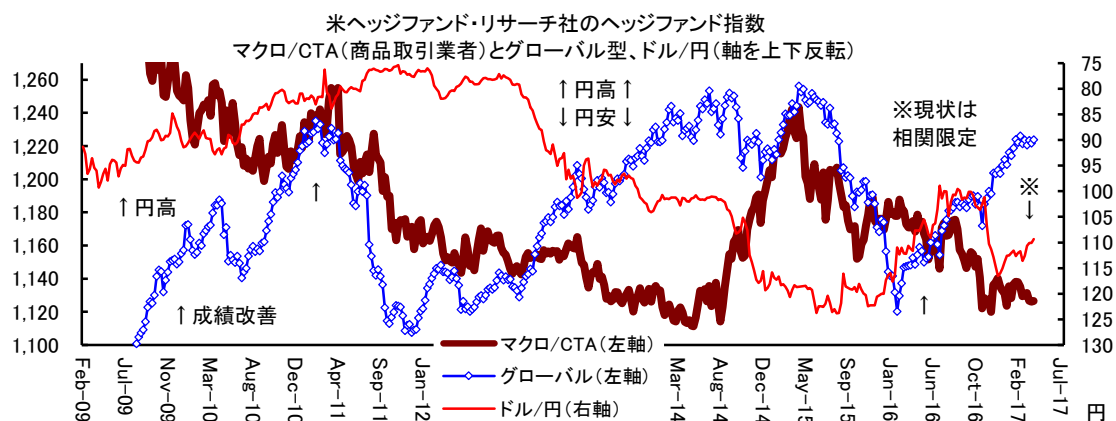
となり、昨年 11 月以来の最高に急上昇してきた(リスク回避)。それでも昨年 11 月の米大統領選直後の 53.29、昨年 6 月の英国 EU 離脱決定後の 26.27、2015 年 10 月のチャイナ・ショックなどによる 89.53 に比べると、まだ落ち着いた環境にある。

先行き予断は許さないものの、VIX 指数は昨年後半以降、ロンドン LIBOR (銀行間取引) でのドル建て 3 カ月物金利といった短期調達金利が上昇する過程で、逆相関の形で低下傾向を辿ってきた(リスク回避後退)。あくまでもトランプ政策期待や適度な金利上昇による金融環境の正常化、利ざや改善などが好感されている側面もあるが、2009 年以降の超低金利環境では、ちょっとした短期金利の上昇でも VIX 上昇とリスク回避を促してきた。

その点、現在は金利上昇に抵抗力が見られている。さらにドル建て 3 カ月物金利は 2009 年以来の高水準を回復してきたとはいえ、それでも現状は 1.15% 前後であり、緩和的な金融環境を維持させている。

その意味で現状程度の短期調達金利の上昇は、超低金利の是正や過剰流動性の抑制始動となり、余剰リスクマネーの絞り込みと投機的な仕掛け抑制へと作用。まだ金融引き締めによる本格的なリスク回避の拡大や市場混乱につながるような金利水準にはない「適温環境」、「正常化への過程」、「過剰流動性の弊害(リスクマネーの暴走)除去」の局面にあると言える。





お客様は、本レポートに表示されている情報をお客様自身のためにのみご利用するものとし、第三者への提供、再配信を行うこと、独自に加工すること、複写もしくは加工したものを第三者に譲渡または使用させることは出来ません。情報の内容については万全を期しておりますが、その内容を保証するものではありません。また、これらの情報によって生じたいかなる損害についても、当社および本情報提供者は一切の責任を負いません。本レポートの内容は、投資一般に関する情報の提供を目的としたものであり、勧誘を目的としたものではありません。投資にあたっての最終判断はお客様ご自身でお願いします。