

本資料は、スペクトラム・アセット・マネジメント社が発表したレポート(「Hybrid Preferreds: Déjà vu and a Sanguine View The August 2011 Correction」)(2011年8月6日発表)の抄訳です。

優先証券: デジャブとポジティブな見通し 2011年8月の調整

2011年8月6日

歴史は全く同じ形で繰り返さないものの、しばしば似たような事象が発生します。今回の市場の動きは2010年の第1四半期(4~6月期)を彷彿させます。2010年5月は優先証券市場にとって、2009年のラリー相場以降、初めての大きな下落月となりました。バンクオブアメリカ・メリルリンチ固定利付証券インデックスは中旬までに5.5%下落(月次ベースでは2.5%の下落)しました。当時の下落の背景には欧州の債務問題がありました。その後欧州安定化基金の創設を受けて市場は回復基調に転じました。さて、下落時の市場では激しいFlight-to-quality(質への逃避)が発生し、株式、ハイイールド債券、優先証券といったリスク資産は総じて売られ、対照的に資金は米国債に集中しました。そして当時、我々は、実は米国債の上昇が今回と同様、その前から始まっていたことを目撃しました。

クレジットスプレッドを特徴付ける大切な要素のひとつはボラティリティです。ここで株式市場のボラティリティ(VIX指数)の動きを観てみたいと思います。同指数は株式市場の行き過ぎ(買われ過ぎや売られ過ぎ)と同時に、間接的に優先証券市場のスプレッドやバリュエーションについてのインプリケーションとなるためです。2010年5月と翌6月のVIX指数はピーク時に35にまで上昇しましたが、同時にそれは優先証券市場にとっては魅力的な買い場となりました。株式市場(S&P指数)は15%下落し、主要な移動平均線がクロスを見せ、底値を形成しました。

昨年起きたこの最初の調整局面以降、優先証券市場では実に様々なことが起きています。昨夏以降、顕在化している多くの重要なテクニカルな要因(法規制等の変更)が同時に作用し(「テクニカル・トライフェクタ」)、一部の優先証券市場のデュレーションを徐々に短期化させると共に、市場のリターンの見通しを明るく見せました。昨年11月には量的金融緩和第2弾(QE2)が開始されました。これはS&P株価指数が戻り高値(1215)を更新した後、かつ長期債利回りが底を付けて(現在と同水準の米30年国債で3.7%)しばらくしてからのことでした。

優先証券のETFは直近の2取引営業日において大きく下落しました。これは設定ユニットが売り込まれ内包されている個別証券も下落したことによります。特に取引量は、8月5日で15日移動平均の約4倍となりました。一連の市場の混乱は7月27日に株式市場が商いを伴って下げたことが契機となっていると考えてい

ます。米国では債務上限問題が取りざたされていたにも関わらず、米国債利回りはより一層低下しました。8月5日、VIX指数は再び35(日中では39.25)を付け、株式市場においては2010年5月期の3倍もの商いを伴っています。弊社はこれが投資家の一時的なパニックが引き起こしているものであり、市場は底値を付けることになると思います。また、米国債が8月8日の週に400億ドルもの償還を控えているにもかかわらず、8月5日の米国債利回りが、僅かながら低下したこともまた、市場の行き過ぎが終わりを迎えつつあることを示す事象と考えています。興味深いことに8月5日の場中の株式市場は大きく値下がりをした後、切返しました。終値(S&P指数で1199)は2010年のQE2前の最高値と同じ水準です。言い換えれば、現在の水準はQE2による底上げの影響がなかった当時の水準まで戻ったということです。弊社は、株式市場がQE2による押し上げ要因を実質的に削ぎ落とし、今後は、より自立した形で形成されていくと予想しています。

2011年初頭、優先証券市場の年間のリターン水準が7%程度となることを見込んでいましたが、現在も市場がボラティリティを伴いながらもこのレベルを達成(現在の進捗率は3分の2程度)するものと考えています。このところ優先証券市場は調整局面にあります。弊社は「売られ過ぎ」と考えています。こうした過度な反応が終わりを迎えるシグナルは今週にも点灯するかもしれません。しかし、今後の回復は決して平坦なものではないでしょう。景気の2番底の議論が席卷し、エコノミストは、今年の米国のGDP見通しについて現在のコンセンサスである3.5%から2.0%(以前より弊社が予想していた水準)に下方修正することになるでしょう。結果として株式市場のボラティリティは暫くの間、高止まりすることが予想されますが、2010年の下半期がそうであったように、既に市場の過度な反応が終わろうとしていることは大切な点です。また毎年、政府支出として予算化されているにも関わらず、実際に使われない1兆ドル程度の支出枠(今回合意した米国債務問題で先行して削減される財政赤字幅と同じ)ではGDPを0.25%から0.50%程度押し下げっていますが、それ自体がリセッションに繋がるものではありません。弊社は、財政面での向かい風はあるものの、財政支出が一定の規律を守る限り、米国景気は対応可能、自立的に成長可能と考えます。米国債格付けはAA+に格下げされましたが、このことはかえって事業債クレジットの投資魅力を引き立たせるきっかけとなるかもしれません。緩慢な雇用回復の見返りとして生産性が向上する事業クレジットへの投資と異なり、資産バブルの様相を呈し、高いボラティリティにもかかわらず期待リターンが抑えられた国債投資は相対的に魅力度が低いからです。引き続き、法規制の変更がもたらすテーマ、「テクニカル・トライフェクタ」は優先証券投資にポジティブな影響をもたらします。また、緩慢な成長やステイプなイールドカーブといった環境の中においてクレジット状況は全体的に安定しています。優先証券市場は改めて、十分にディスカウントされた7.25%から8.25%ゾーンの魅力的な利回りへの投資機会をもたらす局面を迎えているものと考えています。

■スペクトラム・アセット・マネジメント社について

スペクトラム・アセット・マネジメント社は、機関投資家および個人投資家向けに優先証券ポートフォリオを運用する米国を代表する資産運用会社です。2001年以来プリンシパル・ファイナンシャル・グループの一員として、年金基金、個人、また企業や保険会社などの国内外のクライアントのために各種ポートフォリオを運用しています。プリンシパル・ファンズ・ディストリビュータ社が販売する投資信託やプリンシパル・グローバル・インベスターズが提供する優先証券の個別口座についても弊社が運用しています。

■リスクおよび費用について

投資一任契約に基づく優先証券投資には主に、価格変動リスク、信用リスク、流動性リスク、カントリー・リスク、為替変動リスク等の一般的な株式および債券投資リスクの他に、期限前償還リスク、弁済順位に関するリスク、利息/配当の支払いに関するリスク、制度変更等に関するリスクといった、優先証券投資固有のリスクがあり、お客様の投資元本に欠損を生じる可能性があります。

運用報酬は運用資産残高に対し、年率 0.630%(税込み/投資一任契約に係る運用報酬 0.105%を含む)を上限とした運用報酬が契約期間に応じたかかります。また、運用報酬以外に、売買手数料、証券保管手数料等が発生いたしますが、これらの費用は運用状況に応じて変動するため、事前に表示することができません。

■重要な情報

当資料は情報の提供のみを目的として作成されたものです。特定の有価証券の売買を勧誘・推奨するものではありません。当資料に掲載の情報は、弊社において信頼できると考える情報源に基づいて作成していますが、適用法令にて規定されるものを除き、弊社およびプリンシパル・ファイナンシャル・グループの関連会社は当資料中の情報・意見等の公正性、正確性、妥当性、完全性等を保証するものではありません。また、当資料中の意見および予測等は作成時における判断であり、予告なく変更されることがあります。当資料中の情報は、弊社の文書による事前の同意が無い限り、その全部又は一部をコピーすることや配布することは出来ません。なお、投資判断をする前には、その投資がお客様の投資目的、特定なニーズ、および財政状態にとって適切であるかをご検討いただくと同時に、弊社が提供します契約締結前書面等の内容をよくお読みいただき、お客様ご自身の判断と責任においてご決定していただく必要があります。

プリンシパル・グローバル・インベスターズ株式会社

東京都千代田区内幸町一丁目 1 番 1 号 帝国ホテルタワー

お問合せ先: 営業部 03-3519-7880(代表)/pgij.marketing@principal.com

ホームページ: <http://www.principalglobal.jp>

金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第 462 号

(社) 日本証券投資顧問業協会会員