

藤戸レポート

# 顕著になった「リターン・リバーサル」の動き

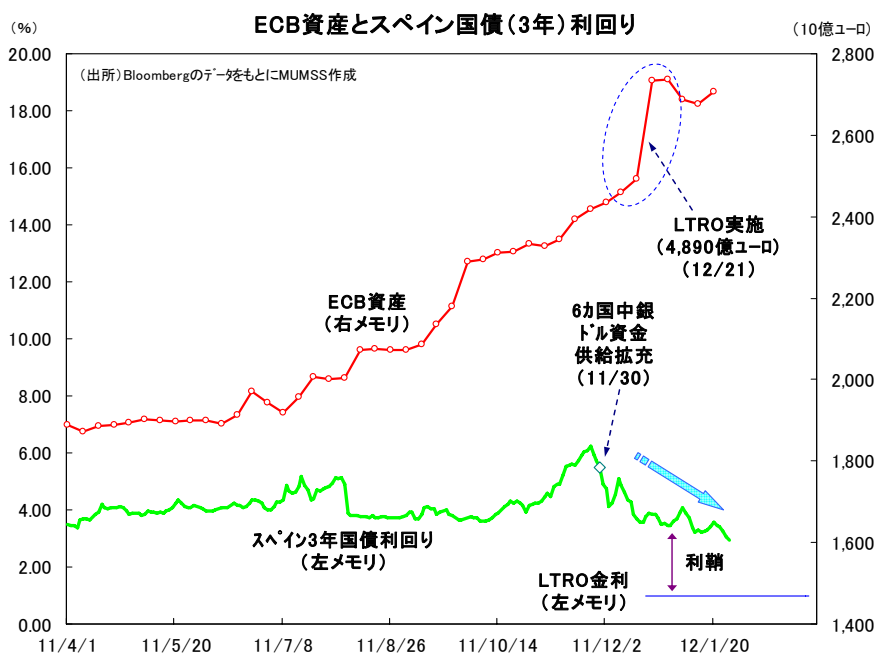
2012年1月30日

LTRO に顕著な効果

「世の中の矛盾、難題をマネーの力で克服する」と言えば、何やら三文小説のテーマの感がある。しかし、これを実践しているのが、ECB(欧州中銀)とFRB(米連邦準備制度理事会)なのだ。2012年は、マネーの効用とその副作用に大きく動揺することになるかもしれない。

1/16号で触れたECBのLTRO(3年物資金供給オペレーション)は、信用リスクの緩和に顕著な効果があることが確認された。昨年12月、欧州の金融機関523社に4,890億ユーロ(邦貨換算で約50兆円)という巨額の資金供給が実施された。ECBは担保基準を公表していないが、格付けの低い債券でも担保として認めているようだ。端的に言えば、南欧重債務国の国債を担保として、3年間1%(現行の政策金利)の超低金利で良質な資金を獲得できるわけだ。しかも、入札には無制限に貸し与えている。資金繰りに苦しんでいた金融機関にとっては、まさに「干天の慈雨」となった。資金繰りの苦痛から解放されると、今度は積極的な利用ニーズも膨らんでくる。足下のスペイン3年国債は3%台の推移であり、LTROの資金を同国債に投入すれば、単純計算で2%の鞘抜きが可能である(グラフ1)。難航していた重債務国の国債入札でも、LTROの発動以来、見事に予定以上の金額を獲得できている。当初は慎重に見ていた向きも、あまりの「旨味」に2月末に予定されている第2回LTROには大挙して参加する可能性が強い。

(グラフ1)  
中央銀行に依存する  
欧州の国債利回り



## ストラテジー

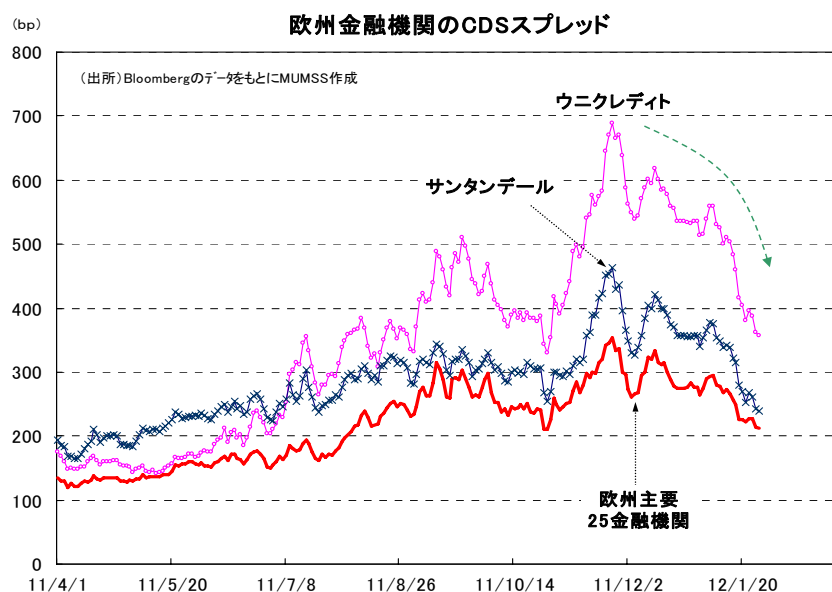
### 2月は1兆ユーロ？

ドラギ ECB 総裁は、「2月は12月ほどではない」との憶測を述べているが、一部では、第2回 LTRO が1兆ユーロを超えるとの観測も出ている。世界の市場に大きな影響を与えたFRBの「QE2」(第2次量的緩和政策)が、総額6,000億ドルだったことを考えても、LTROが1兆ユーロ超となれば、そのインパクトは強烈である。

### 欧州 CDS スプレッドが低下

LTROが相当な効果があると認識されてから、投資家、特にヘッジファンドはポジションの修正に乗り出した。まず第一に変化が顕在化したのは、クレジット市場である。欧州主要25金融機関で構成しているCDS(クレジット・デフォルト・スワップ)スプレッド・インデックスは、昨年11/25には354ベース・ポイント(bp)という史上最高値をマークしていた。しかし、LTRO実施後に急速に低下し、1/26には213 bpまで低下している。各金融機関のCDSスプレッドも、例えばイタリアのユニクレディが、11/25 高値 688 bp→1/26 安値 362 bp、スペインのサンタンデールも11/25 高値 463 bp→1/26 安値 243 bpに低下している(グラフ 2)。一部アナリストは、LTROの約半分がイタリア、スペインの金融機関が利用したとの見解を表明している。コスト1%の救援資金が事実上無尽蔵、しかも保有するイタリア、スペイン国債が担保となれば、破綻リスクが低減するのは当然である。

(グラフ 2)  
LTRO 効果で欧州銀行の  
CDS スプレッドが低下

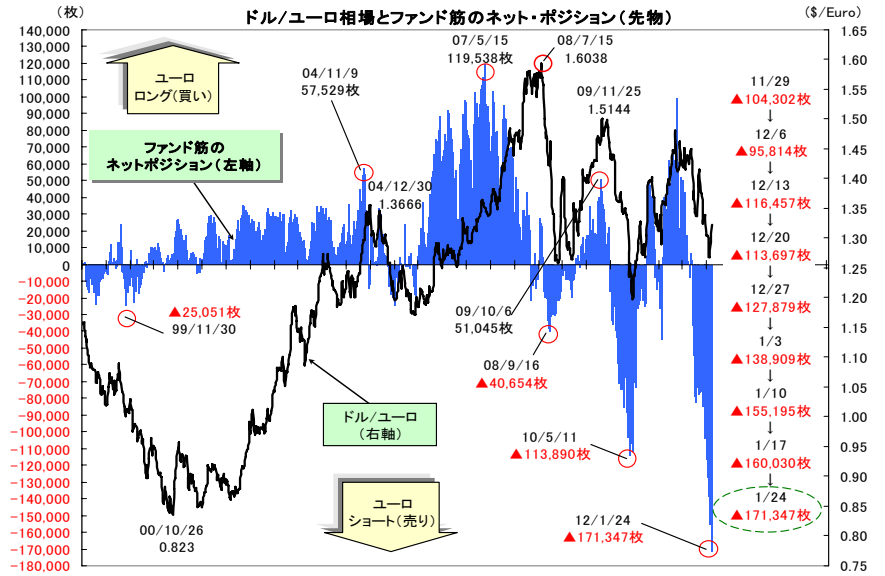


### ユーロ売りのアンワインド

第二の変化は、為替相場である。CFTC(米商品先物取引委員会)が発表しているヘッジファンドの先物ポジションを見ると、ドル/ユーロ相場では▲171,347枚(1/24時点)という史上最高のユーロ売りであった。しかし、足下のドル/ユーロ相場を見ると、1/13 安値 1ユーロ=1.262ドル→1/26 高値 1.318ドルまで急反発を見せている。円/ユーロ相場も、1/16 安値 97.04円→1/26 高値 102.21円まで同様に反転している。CFTCの発表にタイムラグがあるのは当然だが、足下では積み上がったユーロ売りポジションのショート・カバーが起こっている可能性が強い(グラフ 3)。典型的なアンワインドである。

ストラテジー

(グラフ3)  
史上最大に積み上がった  
ユーロ売りが巻き戻しか

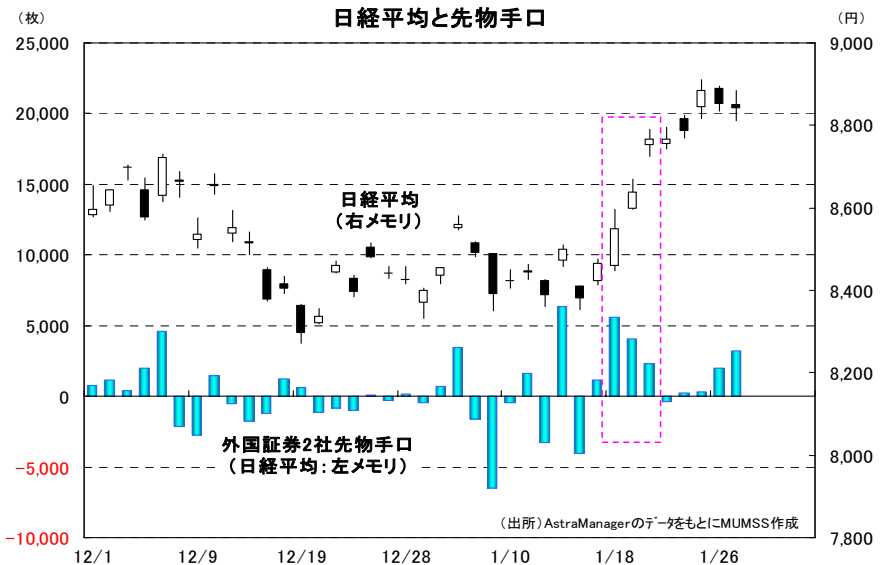


※1枚=125万ユーロ、ポジションはユーロ・ロングユーロ・ショート(ネット)  
(出所) CFTO(米商品先物取引委員会)、BloombergのデータをもとにMUMSS作成

蠢動する魍魎魍魎

第三に、ヘッジファンドのポジション調整は、日本株にも及んだ。日経平均は、1月前半まで沈滞した空気に包まれていた。ところが、1/18の午後から、特段の材料も無いままに、急速な切り返しを見せた。米株の堅調展開が続いたこともあるが、需給的には明らかにヘッジファンドのアンワインドである。欧州系のA証券、B証券が、CTA(商品投資顧問)と呼ばれるヘッジファンドのオーダーが多いことを、兜町では広く知られている。1/18~20までの3日間で、A証券は日経平均先物で+8,198枚の買い越し、TOPIX先物でも+1,607枚の買い越しである。同様に、B証券も、日経平均先物で+3,793枚の買い越し、TOPIX先物でも+3,572枚の買い越しだった(グラフ4)。つまり、この2社は、日経平均先物で+11,991枚、TOPIX先物も+5,179枚という

(グラフ4)  
日経平均上昇の要因となった  
先物の大口買い越し



(出所) AstraManagerのデータをもとにMUMSS作成

## ストラテジー

圧倒的な買い越しである。総合計では実に+1万7,170枚に達している。過去のポジション推移を見ると、ショート・カバーであることは明白である。つまり、CTAは強烈なアンワインドを実行したわけだ。日経平均の大幅反発の裏には、ヘッジファンドの暗躍があったものと思われる。

### リターン・リバーサル

加えて、TOPIX33業種の騰落率を見ると、1月相場は「リターン・リバーサル」(高い投資収益をあげたものを売り、低収益のものを買う。2年連続で好不調は続かないとの考えがベースにある)の様相が強い。日経平均が急反発を始めた中旬以降(1/16~26)のパフォーマンス・ランキングと、昨年のワースト・パフォーマンス・ランキングは、以下のとおりである(表1)。

(表1)  
リターン・リバーサルで  
海運・証券が2012年の上位に

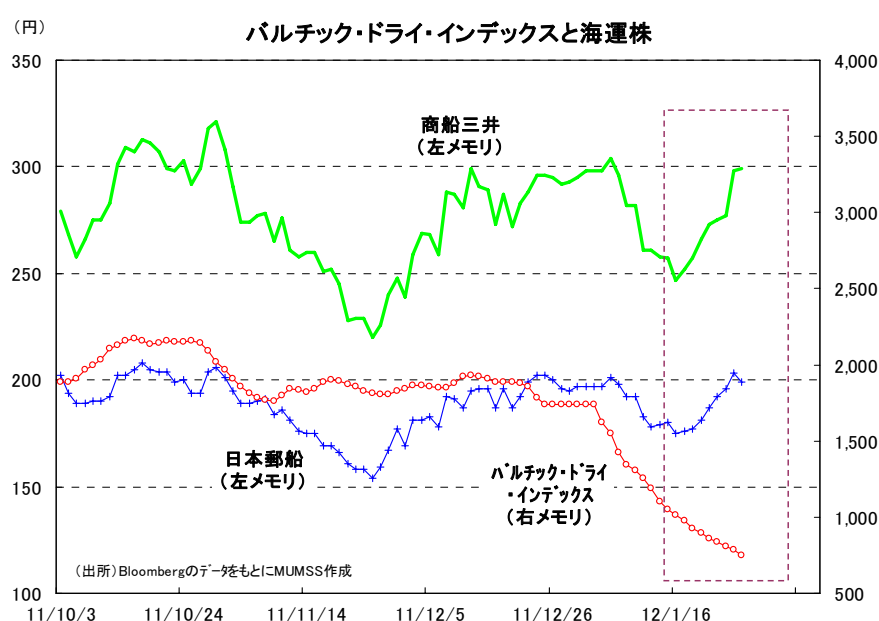
2012年順位	業種	2012年騰落率(%)	2011年ワースト順位	2011年騰落率(%)
1位	海運	18.0	2位	▲47.2
2位	証券	14.3	1位	▲49.8
3位	不動産	11.5	9位	▲26.5
4位	非鉄金属	9.8	8位	▲27.5
5位	保険	9.8	6位	▲33.9
6位	輸送用機器	8.6	13位	▲21.2
7位	鉄鋼	8.0	5位	▲34.6
8位	電機	7.6	10位	▲26.4
9位	銀行	7.2	12位	▲21.3
10位	繊維	7.0	21位	▲8.9

\*出所:ブルームバーグ

### 昨年ワースト1位・2位がワンツ ー・フィニッシュ

昨年ワースト1位、2位の証券、海運が、そのまま2012年はベスト・パフォーマンス者になっている。海運は、バルチック・ドライ・インデックス(鉄鉱石・石炭、穀物等のバラ積み船の船価を表す)が暴落中にもかかわらず、最高の上昇率である。バルチック・ドライ・インデックスは、昨年10/14高値2,173→1/25安値784と3分の1近くまで急落している(グラフ5)。中国の景気鈍

(グラフ5)  
バルチック・ドライ・インデックスに  
逆行した海運株



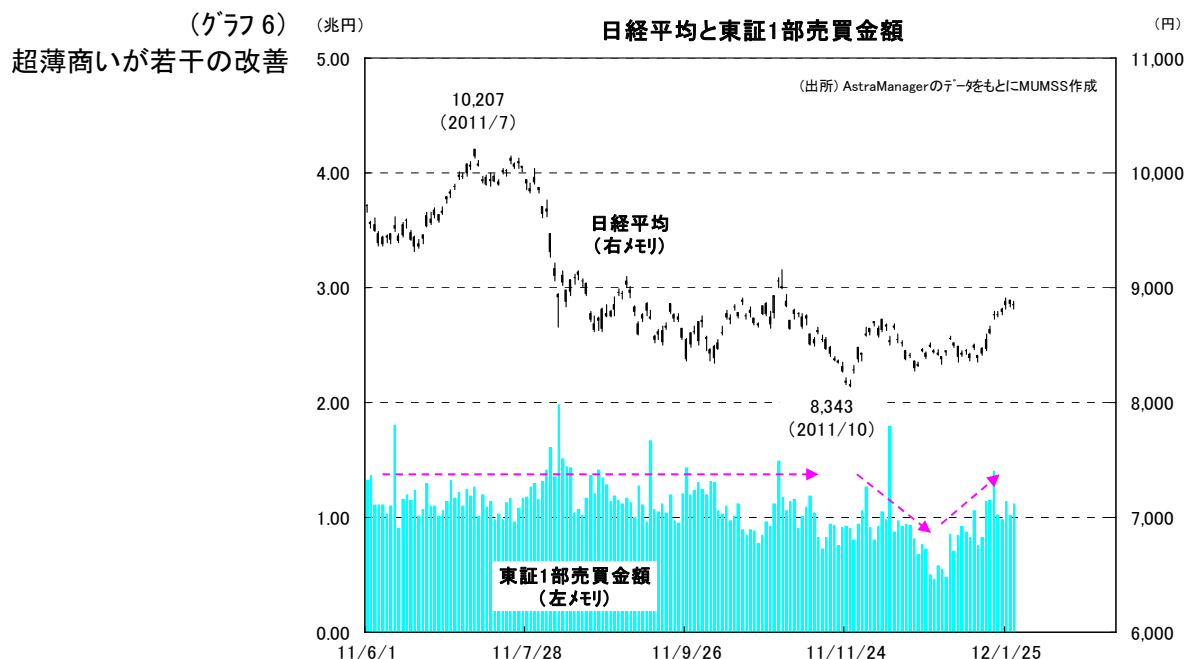
## ストラテジー

化に伴い傭船ニーズが低下しており、新造船が大量に就航する構造問題も抱えている。原油価格高騰に伴う燃料費増もあり、2012年3月期決算は、日本郵船、商船三井、川崎汽船共に、赤字決算が想定されている。どう見ても、ファンダメンタルズからは買い要因を探し難い。「世界景気の回復を先回りする」という発想はあろうが、そうした牽強付会の見方よりは、素直に株式需給要因と考えるのが妥当であろう。典型的なショート・カバーである。

### 豹変するスタンス

昨年ワースト1位の証券にしても、上昇率で2位に入る要因があるとは思えない。確かに、昨年12月下旬には、東証一部の売買代金が5千億円を割れる超薄商いの日もあった。今年1月中旬以降、同売買代金が1兆円を超えるようになったが、超薄商いが薄商いになった程度の変化である(グラフ6)。依然として収益環境は厳しく、ベストパフォーマー・ランキングの2位に入るような裏付けがあるとは思えない。既述の欧州信用リスク低下で、世界的には投資銀行と見なされている証券大手に、ショート・カバーが入ったと見るのが妥当であろう。昨年ワースト6位の保険が上昇率5位、同じく昨年ワースト12位の銀行がベスト9位になっているのも同工異曲と思われる。

大反騰の主因となった日経及びTOPIX先物の買い戻しが、CTAによる可能性が高いこと、業種選択では「リターン・リバーサル」、即ち需給要因の色彩が濃いことを考えると、ここで過度な楽観論に傾斜するのはリスクがあるように思える。もちろん、CTAが「まだ行ける」と読めば、攻撃的にニュー・ロングを積むこともある。しかし、上値が重いと見極めたならば、平気で再度ショート・ポジションに豹変する。この変わり身の速さが、彼らの信条である。世界のクレジット市場、為替相場、そして日本株相場に至るまで、ヘッジファンドのポジション調整の痕跡は、動かし難い事実である。特に、1月中旬以降に、各アセットがリンクする形で大きな変動が起こった。今回の日本株の反発は、株式需給主導の脆弱性を内包したものと言えよう。



## ストラテジー

### ギリシャ復活の狼煙か、デフォルトへの一里塚か

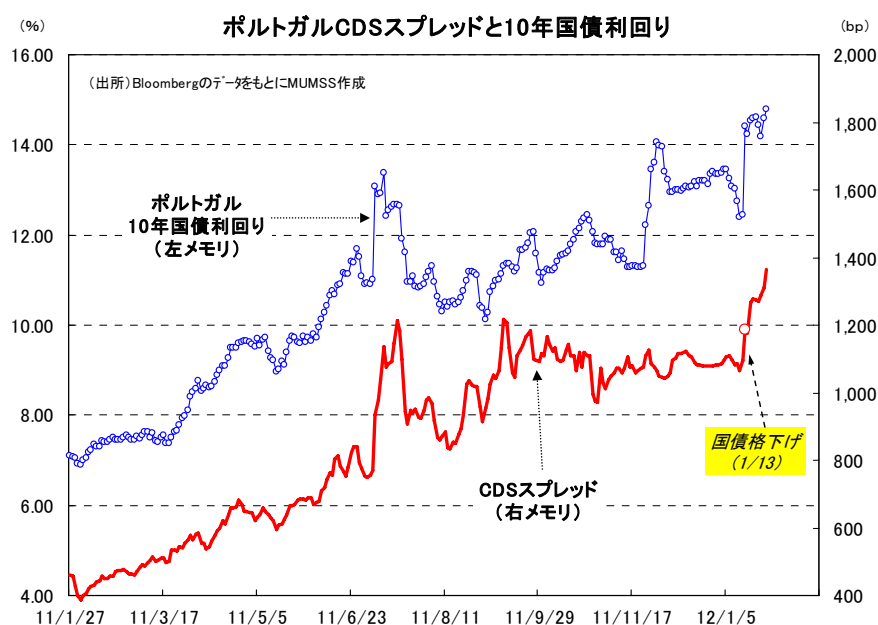
ヘッジファンドのポジション調整を誘発した LTRO によって、根源たる欧州債務問題は好転したのだろうか？確かに、強力な鎮痛剤を用いたことによって市場は痛み鈍感になっている。ギリシャの債務再編交渉は難航しているが、最終的には合意に達するだろうとの楽観論が支配的である。しかし、5割のヘアカット(債務減免措置)に加えて、既保有の債券と交換する新しい債券のクーポン(表面利率)を4%か3.5%かで民間債権団とEU各国政府の意見は対立している。EU各国は、ギリシャの財政赤字を削減して、自力更生を可能とするためには、より低いクーポンが必要だとして民間債権団に圧力をかけている。民間サイドも一枚岩ではなく、ヘッジファンドは債務削減交渉に応じていないものが多い。ヘッジファンドの中には、暴落しているギリシャ国債を安値で買い集め、同時に保険としてギリシャのCDSを買っている向きもあるようだ。つまり、「ギリシャ国債ロング+ギリシャCDSロング」のポジションである。ギリシャが正真正銘のデフォルトに陥れば、CDSの発動条件が満たされてネット・プラスとなる。デフォルトを歓迎する向きもあるのだ。一方、EUサイドの債務減免措置が甘ければ、安値で仕入れている保有国債でペイする形となる。どっちに転んでも利益確保という、いかにもヘッジファンド好みのタクティクスだ。こうしたヘッジファンドは債務削減交渉に応じおらず、民間債権団への参加率は低くなっている。結局、「交渉」の名の下、ギリシャの後始末で国家負担を重くするか、民間にも応分の責任を負わせるかで揉めているわけだ。ドイツのキール経済研究所は、「各国政府と民間債権者が50%のヘアカットに同意し、債務減免に応じたとしても、合意文言は極めて曖昧なものになり、おそらく完全には執行されないだろう。ギリシャの債務は耐え難いほど大きく、やがて完全な支払い不能へと近づくことになる」と警告を発している。つまり、この債務削減交渉も、真のデフォルトへの一里塚に過ぎないとの見解だ。

### 「第2のギリシャ」化するポルトガル

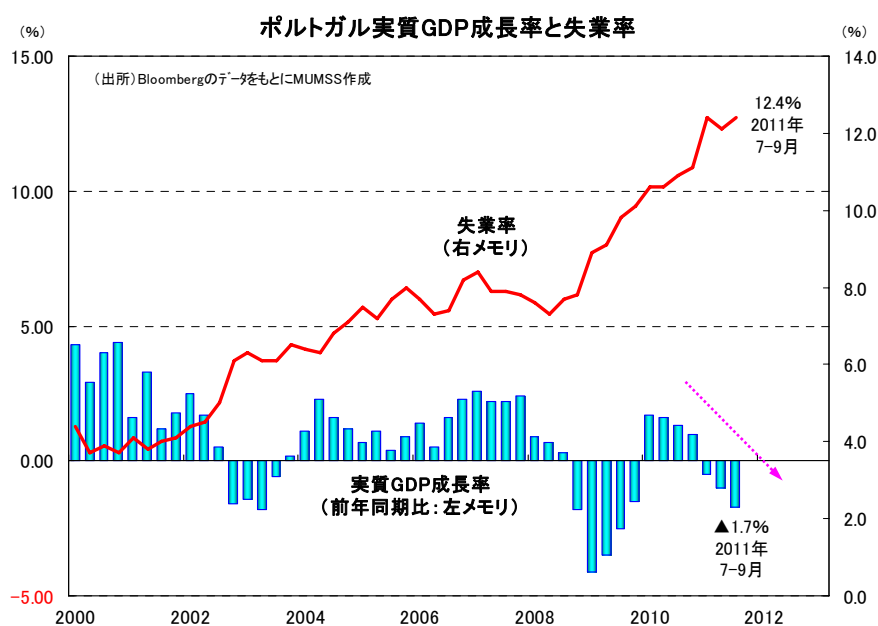
ギリシャの影に隠れ、市場の注目度も低いポルトガルの状況は悪化している。米大手格付け機関が、1/13にポルトガルを「BB」に格下げして以来、ポルトガルのCDSスプレッドは急騰を続けている。LTRO効果で欧州各国のCDSスプレッドは低下傾向を辿っているが、真逆の動きである。昨秋以来1,000bp前後の高水準ではあったが、比較的落ち着いた推移だった。ところが、格下げを契機として上昇ピッチを速め、1/26には1,365bpの史上最高値をマークするに至った。ポルトガルの10年国債利回りも高騰し、1/26にはザラ場で15.14%に達した(引けは14.79%)(グラフ7)。同債券価格は@48台にまで落ち込んでいる。3年国債利回りも20%を超えており、このまま行くと「第2のギリシャ」となり、「5割ヘアカット」の可能性も台頭し始めている。ポルトガル中央銀行は、今年の実質GDP成長率を前年比▲3.1%と予想している。また、2011年7~9月期の失業率は12.4%と高水準で上昇傾向が続いている(グラフ8)。この状況で財政赤字削減策を進めれば、ディープ・リセッションに喘ぐ国民の反発は大きくなる。昨年6月の総選挙で、ソクラテス首相率いる社会党が敗北し、社民党のコエリョ政権が誕生したばかりであり、政治体制も脆弱である。2011年12月時点の財政赤字対GDP比率は、ギリシャの10.6%に対して9.8%と拮抗しており、どうも「ギリシャ化」を辿りつつあるように思える。2010年末時点の政府債務残高は、ギリシャの3,502億ユーロに対して、1,665億ユーロと約半分であり、規模の点では

ストラテジー

(グラフ7)  
ポルトガル国債価格下げで  
利回り・CDS スプレッド急上昇



(グラフ8)  
財政再建の足を引張る  
ポルトガルの景気失速懸念



「破綻のドミノ」

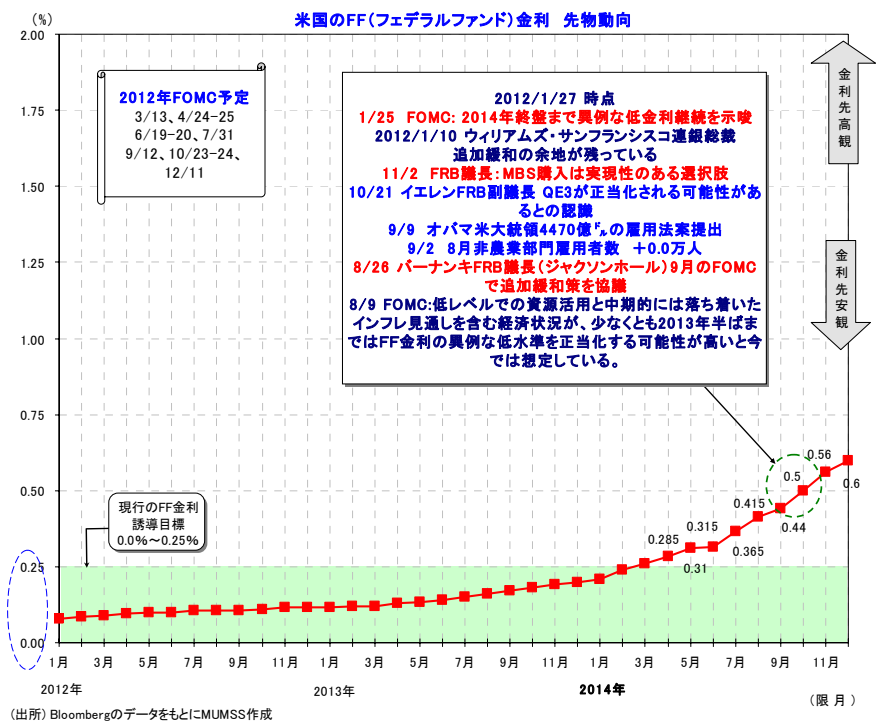
大騒ぎする程のものではない。しかし問題となるのは、事実上国家破綻に近い状況が、ギリシャ 1 国では留まらない可能性が高まっている点だ。つまり、「破綻のドミノ」であり、人工的通貨ユーロの矛盾と弱点を暴露することになる。ポルトガルは地理的・歴史的にもイベリア半島の隣国スペインと不即不離の関係にある。今は、LTRO という強力な鎮痛剤で抑え込まれているが、スペイン、イタリアに伝染するリスクは、決して低いものではない。新年早々の欧州信用リスクの低下、ヘッジファンドのアンワインドが、再び逆方向に向かう可能性も考慮する必要があるだろう。

ストラテジー

ECB・FRB の量的緩和合戦

ECBの強力なLTROに対して、FRBは超金融緩和政策の長期化を表明した。1/25のFOMC(公開市場委員会)では、「少なくとも2014年遅くまで、フェデラルファンド・レート(FFレート)の異例な低水準は正当化される」との声明が出され、それまでの「2013年半ば」から一段の時間軸延長となった。FFレート先物は、既に2014年夏以降の利上げを読んでいただけに、マーケットの追認に近いが、FRBが公式に表明した意味は大きい(グラフ9)。しかも、バーナンキ議長は記者会見で、「雇用情勢が十分に改善しない場合や、インフレが軟化する兆候を示せば、追加金融緩和を提供する用意がある。債券購入は明らかに机上にある選択肢だ」とQE3(第3次量的緩和政策)に積極的な姿勢を見せた。FOMCメンバーが長期的に想定する失業率は、5.2%~6.0%である。つまり、昨年12月時点の失業率8.5%は、「いらいだつほど改善が鈍い」状況であり、雇用・失業率の顕著な改善がない限り、「QE3」発動の可能性は高い(グラフ10)。となれば、大西洋を挟んだ両大陸で、ドルとユーロ紙幣が輸転機で大量に印刷され、巻き散らされることを意味する。既に、超金融緩和政策に対しては、「未曾有」、「非伝統的」といった形容詞が付くが、ECBとFRBによる量的緩和合戦となれば、空前絶後の金余りを生むことになる。超過剰流動性時代の到来である。

(グラフ9)  
更に遠のいた米国の利上げ

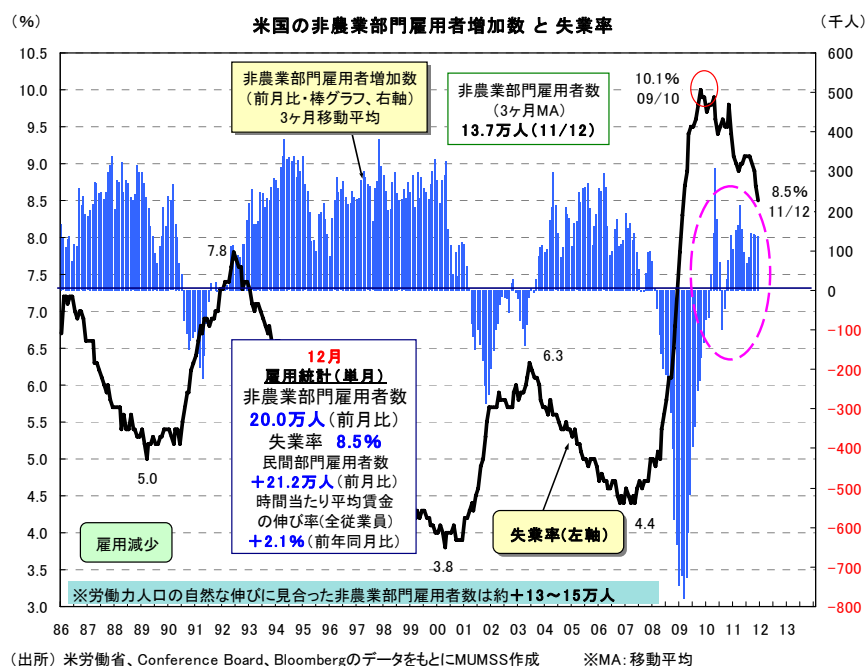


「百年に一度の災厄」が三年に一度訪れる

膨大な余剰マネーが、実体経済や金融不安を宥めるだけに使われれば良い。しかし過去の実績を見ると、投機マネーが急増殖して、各市場で猛威を振っている。約2兆ドルのヘッジファンドの運用資産額が、さらに鋭角的な上昇カーブを描くかもしれない。日本の1980年代の円高不況への処方箋が「平成バブル」を生み、西暦2000年問題への対応が「ITバブル」を生んだ。そのITバブル崩壊の後遺症を癒すための緩和策が、リーマン・ブラザーズ破綻に至る住宅・クレジットバブルを生んだ。そして今、低迷する

## ストラテジー

(グラフ10)  
回復が遅れる米国の雇用情勢



米雇用と、欧州債務問題への緊急対応が、巨額の流動性を生みつつある。このバブルの創生と崩壊のピッチは速まっており、「百年に一度の災厄」が三年に一度訪れるようになった。

「過剰流動性＝株買い」は古色蒼然たるセオリー

ロング・オンリー(買い専門)のファンドが主体だった昔には、「過剰流動性＝株買い」のシンプルな公式で良かった。しかし、今やロングとショートの間刀使いが、最新金融工学とアルゴリズム売買で重武装して市場を席巻している。異常な高騰・劇的な下落が、各アセットで頻発するのは必至の情勢だ。つまり、21世紀の過剰流動性相場は、ハイ・ボラティリティー相場に直結することになる。昔ながらの「バイ&ホールド」戦略で臨めば、瀕死の重傷を負う可能性が高まっている。単純な「金余り＝株高」のロジックには、注意しなければならない。

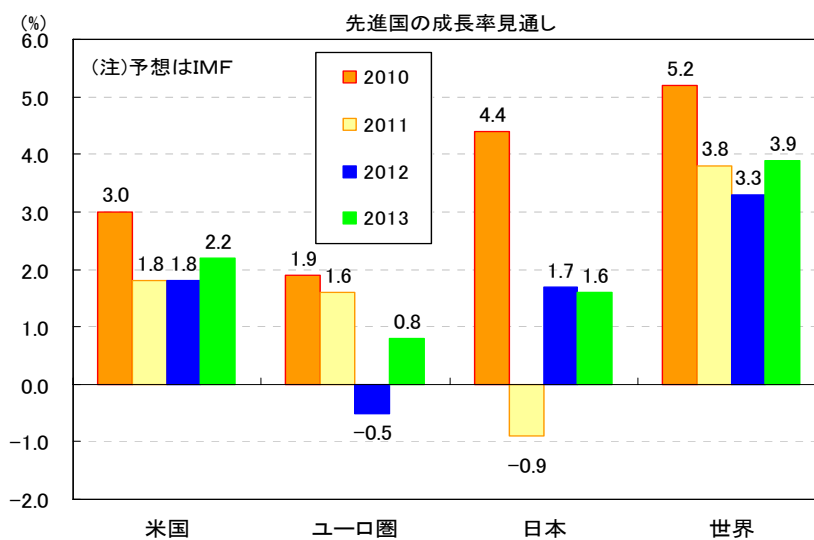
IMF、日銀が成長見通しを下方修正

1/24、IMF(国際通貨基金)は、世界成長見通しの下方修正を発表した。それによると、2012年の成長率は、米国+1.8%、日本+1.7%、ユーロ圏▲0.5%、中国+8.2%、インド+7.0%、ブラジル+3.0%と軒並み下方修正された(グラフ11、12)。IMFのオリビエ・ブランシャール経済顧問は、「そもそも世界景気の回復は脆弱であったが、現在は失速の危機にある。危機の震源地は欧州だが、世界の他の地域への影響は一段と大きくなっている。欧州の危機が激化した場合には、世界経済は再び景気後退に突入する可能性がある」と、悲観的な見解である。「適切な措置を採れば、最悪の事態は回避され、回復軌道に乗ることもできる」とのヘッジ的文言もあるが、主旨は明らかに現状の深刻さを指摘している。

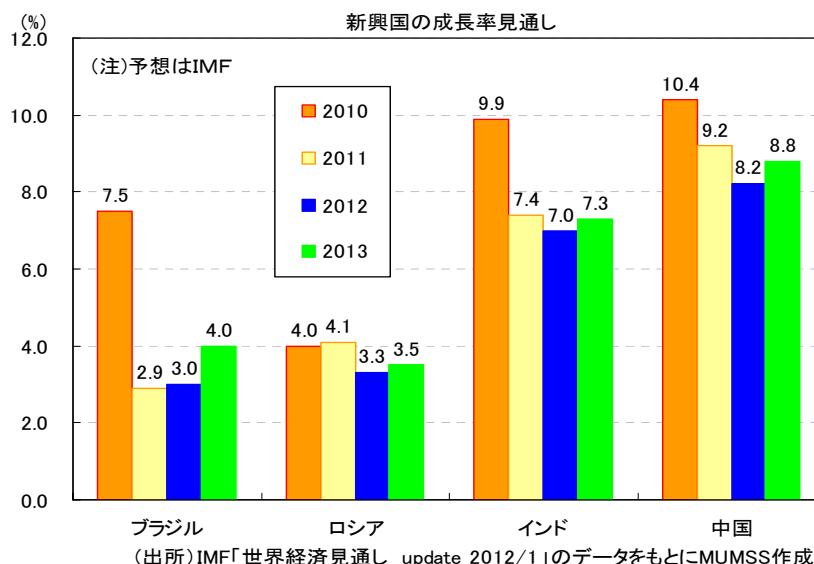
IMFは2012年の日本の成長率を2.3%→1.7%に引き下げたが、同様に日銀も成長見通しを下方修正した。2011年度+0.3%→▲0.4%、2012年度+2.2%→+2.0%であり、白川総裁は、「現在のように、海外経済の先行きを巡る

## ストラテジー

(グラフ11)  
マイナス成長に沈むユーロ圏



(グラフ12)  
2012年は中国・インドなど  
新興国も減速へ



不確実性が大きい局面では、日本経済にマイナスの影響を及ぼす点に十分注意する必要がある」と指摘した。1月中旬以降の日本株相場に明るさが戻ったのは事実だが、世界のファンダメンタルズは楽観を許すような状況ではない。しかも、その明るさの裏には、ヘッジファンドのポジション修正が大きな影響を与えていることを考えると、慎重な対応が必要と思われる。

### マイクロ・ベースの支援は少ない

藤戸 則弘  
投資情報部長

日本の決算発表が本格化している。ある程度予想されたこととは言え、現段階では株価の上値を買い上げる内容のものは少ない。中には、任天堂や NEC のように、フロー・ベースの収益よりも、構造的な難問を抱えている企業が目立っている。まだスタートしたばかりであり、即断は避けなければならないが、企業業績の観点からは日経平均を押し上げるファクターは見出し難い。戻りが顕著だった業種・銘柄については、利益確定売りを忘れないようにしたい。

## 【重要な注意事項】

### (本資料使用上の留意点について)

- 本資料は当社が信頼できると考える情報ベンダーから取得したデータをもとに作成されておりますが、機械作業上データに誤りが発生する可能性があります。当社はその正確性、完全性を保証するものではありません。ここに示したすべての内容は、当社の現時点での判断を示しているに過ぎません。本資料は、お客様への情報提供のみを目的としたものであり、特定の有価証券の売買あるいは特定の証券取引の勧誘を目的としたものではありません。本資料にて言及されている投資やサービスはお客様に適切なものであるとは限りません。また、投資等に関するアドバイスを含んでおりません。当社は、本資料の論旨と一致しない他のレポートを発行している、或いは今後発行する可能性があります。本資料でインターネットのアドレス等を記載している場合がありますが、当社自身のアドレスが記載されている場合を除き、アドレス等の内容について当社は一切責任を負いません。本資料の利用に際してはお客様御自身でご判断くださいますようお願い申し上げます。

### (利益相反情報について)

- 当社および関係会社の役職員は、本資料に記載された証券について、ポジションを保有している場合があります。当社および関係会社は、本資料に記載された証券、同証券に基づくオプション、先物その他の金融派生商品について、買いまたは売りのポジションを有している場合があります。今後自己勘定で売買を行うことがあります。また、当社および関係会社は、本資料に記載された会社に対して、引受等の投資銀行業務、その他サービスを提供し、かつ同サービスの勧誘を行う場合があります。
- 当社の役員(会社法に規定する取締役、執行役、監査役又はこれらに準ずる者をいう。)が、以下の会社の役員を兼任しております。:安藤建設、ディップ、カゴメ、三菱UFJフィナンシャル・グループ、アコム、三菱UFJリース、三菱倉庫

### (外国株に関する注意事項について)

- 外国株式に関する資料は、Form 10-K 等当該外国法に基づく「有価証券報告書」と同等の公的書類、年次報告書(Annual Report)、四半期報告書、アーニングリリース等の会社発表による公開情報をもとに作成しております。当社によるレーティング、投資判断、業績予想等は含みません。また、データの取得・入力時期の違い等により、本資料と外国証券情報の数値等が異なる場合があります。
- 本資料で取り上げられている外国証券は、我が国の金融商品取引法に基づく企業内容の開示は行われておりません(金融商品取引法上の情報開示銘柄を除く)。当該外国証券の開示情報は、主要取引所の所在する国の開示基準に基づいています。

### (リスク情報について)

- 日本および外国の株式・債券への投資は、株価の変動や、発行者の経営・財務状況の変化及びそれらに関する外部評価の変化、金利・為替の変動等により、投資元本を割り込むリスクがあります。

### (手数料について)

- 国内株式の売買取引には、約定代金に対し最大1.365%(税込み)の売買手数料をいただきます(ただし約定代金が193,000円以下の場合には最大2,625円(税込み))。株式は、株価の変動等により、損失が生じるおそれがあります。
- 外国株式の売買取引には、現地委託手数料と国内取次手数料の両方がかかります。現地委託手数料等は、その時々々の市場状況、現地情勢等に応じて決定されますので、その金額等をあらかじめ記載することはできません。詳細はお取引のある部店までお問合せください。国内取次手数料は、約定代金に対して最大0.84%(税込み)の手数料が必要となります。外国株式は、為替相場の変動等により損失が生じるおそれがあります。
- 非上場債券(国債、地方債、政府保証債、社債)を当社が相手方となりお買付けいただく場合は、購入対価のみお支払いいただきます。債券は、金利水準の変動等により価格が上下し、損失を生じるおそれがあります。外国債券は、為替相場の変動等により損失が生じるおそれがあります。

### (著作権について)

- 本資料は当社の著作物であり、著作権法により保護されております。当社の事前の承諾なく、本資料の全部もしくは一部引用または複製、転送等により使用することを禁じます。

Copyright 2012 Mitsubishi UFJ Morgan Stanley Securities Co.,Ltd. All rights reserved.

〒100-0005 東京都千代田区丸の内二丁目5番2号 三菱ビルディング

三菱UFJモルガン・スタンレー証券株式会社 投資情報部

(商号等) 三菱UFJモルガン・スタンレー証券株式会社 金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第2336号

(加入協会) 日本証券業協会、(社)日本証券投資顧問業協会、(社)金融先物取引業協会、

一般社団法人第二種金融商品取引業協会

# 三菱UFJモルガン・スタンレー証券

三菱UFJモルガン・スタンレー証券株式会社

投資情報部

東京都千代田区丸の内 2-5-2

三菱ビルディング