

流動性ミスマッチによるハイ・イールド債券の毒性資産化にご用心

2015年12月21日

りそな銀行 アセットマネジメント部
チーフ・マーケット・ストラテジスト 黒瀬浩一

2007年頃のサブプライム危機の時代に毒性資産 (toxic asset) という言葉が一種の流行語となった。ウィキペディアの定義 (注1) は的確だ。端的に表現すれば「適正価格のつく流動性の高い市場が存在しないために本源的価値と比較すると著しく市場価格が損なわれた資産」とされている。当時は短期調達・長期運用の期間ミスマッチでレバレッジを効かせて投資するのが一般的だったため、借換えなどレバレッジ部分の流動性が枯渇すると、投資している資産を投げ売りせざるを得なくなり、価格が急落する証券が相次いだ。特にサブプライム住宅ローンに投資する証券化商品で顕著だった。その反省からレバレッジは金融制度改革で強く規制されることとなった。

しかし最近、メディアに毒性 (toxic) という言葉が亡霊のように蘇りつつある。12月12日のFT紙は「毒性流動性ミスマッチ (toxic liquidity mismatch)」という言葉で、ハイ・イールド債券に投資する米国の投信、ザ・サード・アベニュー・ファンドの閉鎖の原因を報じた。類似の事例はストーン・ライオン・キャピタル・パートナーズ、シタデル・キャピタル・パートナーズの投信でも発生した模様だ。

今回の毒性の原因はレバレッジではなく流動性だ。オープンエンドの投信は解約に備えてキャッシュを持つ。キャッシュは保有資産の売却ですぐ補充される。たとえば株式投信の場合、最終投資家の解約が出れば、株式を高い流動性のある証券取引所で売却することによりキャッシュは補充される。しかし、ハイ・イールド債券のような流動性のある市場が存在しない資産に投資する投信の場合、最終投資家の解約が出ると、相対での売却相手を探さなくてはならなくなる。一方でオープンエンドの投信なので、投資家はいつでも解約できるスキームになっている。つまり、最終投資家はいつでも解約できるのに、ファンドは売却相手 (買い手) を簡単には探せないスキームとなっているのだ。IMFはこの状態を「流動性ミスマッチ (liquidity mismatch)」と呼んで危険性を指摘する。同時にそれは、解約が出た場合に流動性の高い資産から順に売却されるため、投資家の負う流動性リスクのコストが不平等であることを意味する。この不平等を「先に抜けた者勝ち (first-mover advantage)」と呼んで警鐘を鳴らす (注2)。

最近のハイ・イールド債券に投資する投信の閉鎖は、IMFが指摘するリスクが顕在化したものと見られる。IMFはハイ・イールド債券の流動性の主なドライバー (構成要因) は、商品市況 34.2%、VIX 26.5%、ファンディング市場 22.9%、とする。投資適格債券ではVIXが最大の62.1%とされているので大きな差異がある。他にもIMFは、新興国債券などに投資する投信には「流動性ミスマッチ」と「先に抜けた者勝ち」のリスクが高いと指摘している。一言にハイ・イールド債券や新興国債券とは言っても様々な種類があるが、もし本当に毒性資産になる可能性が高まりつつあるのなら、注意が必要だろう。以上

(注1) https://en.wikipedia.org/wiki/Toxic_asset

(注2) <https://www.imf.org/External/Pubs/FT/GFSR/2015/01/index.htm>

- ・本資料は、お客様への情報提供を目的としたものであり、特定のお取引の勧誘を目的としたものではありません。
- ・本資料は、作成時点において信頼できるとされる各種データ等に基づいて作成されていますが、弊社はその正確性または完全性を保証するものではありません。
- ・また、本資料に記載された情報、意見および予想等は、弊社が本資料を作成した時点の判断を反映しており、今後の金融情勢、社会情勢等の変化により、予告なしに内容が変更されることがありますのであらかじめご了承下さい。
- ・本資料に関わる一切の権利はりそな銀行に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを固くお断りします。