

Blog #16 バブルの見極め方と対応法

株式会社LOGOSキャピタルパートナーズ

代表 伊藤 武

2021年1月24日

波乱と分断を売り物としたトランプ政権は一期4年間で幕を閉じ、後任には民主主義を取り戻し米国民の一致団結と結束、そして国際関係の修復と正常化を謳うバイデン政権が誕生しました。最初に手掛ける最優先課題はコロナ対策で、追加経済支援とワクチン接種の加速化で、年央には経済が正常軌道に回復することを求めています。トランプ前大統領は最後まで選挙の敗北を認めず、そのあがきとして1月6日に熱狂支持層を首都ワシントンに結集し、バイデン大統領就任の議会承認決議の阻止を計りました。多くの極右団体は暴徒化し、議事堂襲撃となり、民主主義国家に大きな汚点と屈辱を残しました。謀反行為としてトランプ大統領に対し、共和党員を含む米下院は弾劾の訴追を可決し、今後は上院における弾劾裁判が待ち受けます。トランプ氏の言動は複数の共和党中枢議員にも目に余る行為とみなされ、一部トランプ離反者を喚起しています。1月5日には本来保守系白人中心で共和党地盤のジョージア州上院決戦投票では、予想に反し民主党擁立の黒人牧師とユダヤ系候補者が共に勝利しました。その結果民主党は僅差ながらも米上・下両院で多数支配する体制を確保しました。教祖化したトランプ氏は今後とも岩盤支持者を保持するでしょうが、退任する米大統領として、史上最も支持率の低い大統領として離職し、共和党内でも今後求心力は急速に低下せざるを得ないと敢えて予測します。

このブログでは過去3回にわたり、以下について論じてきました。コロナ禍はトランプ大統領の致命傷となり得ること、そしてコロナ対策は未曾有の金融・財政支援を喚起、新政権のもとコロナ後の新常态では環境対策や技術開発を促進し、新政権は世界秩序の回復を求め、その予測のもと世界株式市場は最高値を更新続けている状況を語ってきました。コロナ対策としては、昨年パンデミック発生後世界主要当局は積極的な支援措置を講じ、その中アメリカは率先して大型財政を実施しました。その規模は3兆ドルに上り、昨年後半には追加措置が議会で審議され、妥協案として9000億ドル支出案が可決されました。バイデン大統領は就任するや否や、もとの民主党コロナ対策案の実施を求めその規模は1兆9000億ドルです。ちなみにそれらはGDP比20%強となる膨大な財政投入となります。アメリカの失業率はコロナ前の3%台から10数%に上昇し、現在就業者数はほぼ半分程度まで改善しています。旅行、レジャーや一般サービス業は過度の失業者を創出し多大な被害を被り、就業や

所得格差を一層助長しています。しかし製造業、ハイテク企業や一部金融を含め全般的には遜色なく、国全体としてはダブついた金融を背景に貯蓄率は急増し、コロナ退治後の急回復を期待し、個人を含めて株式投資は熱狂的となっています。

2007年過熱気味の株式市場について、当時シティグループ会長に就任したチャック・プリンス氏は記者団の質問に対し「株式市場は音楽が止まるまでダンスを続けなければならない」と答えたのは語り草となっています。今月資産運用業界の重鎮ジェレミー・グランサム氏はそれに因んで「ラスト・ダンスを待ち受けている」の題名レポートを発信しました。1970年代に投資顧問会社創業者3名で命名したグランサム・メイヨー・ヴァンオタルー（現在はGMO社）の長期運用実績は大手金融機関から長期に亘り絶大の評価を受けてきました。そのリーダーであるグランサム氏は現在82歳で、運用業務は後任にバトンタッチしていますが、株式市場の過熱状況には黙っていられなかったようです。レポートの要旨は以下です。

ジェレミー・グランサム氏のバブル観測

2009年以降続いてきた長期のブルマーケットはいよいよ時代的バブルに膨れ上がっている。今回はサウス・シー・バブル（18世紀の南海泡沫事件）、1929年や2000年に匹敵する金融史上のバブルとして記録されることとなるであろう。バブルでは多くの投資家が大儲けし且つ大損するのが世の常だ。そのさなかポートフォリオの大きな損害を回避させるのは最も困難な判断である。市場従事者でありそして歴史研究者としての私にとって、この度このようなバブルに直面するのは脅威であると同時に大きな挑戦である。今回のバブルも必然的に弾ける。米連銀がどんなに頑張っても、いずれは経済やポートフォリオの被害を回避することはまぬかれない。市場動向を長期に亘り観察すると、時系列的に3/4の期間中市場は基本的に妥当な評価が下されている。そして確実に言えることは、市場が高い水準の期間に投資すれば、相対的にその後のリターンは低くなり、逆に市場が低い水準の期間に投資すれば、その後のリターンは高まる。その3/4の期間中に資産運用者が優れた運用を提供すれば、高い相対リターンを提供することができる。しかし、資産運用業で最も困るのは市場が妥当な価格水準から大きく乖離した時である。特に長期間のブルマーケットでは妥当水準から乖離し、割高の状況が長い期間加速していく時である。どの時点でポートフォリオを適正に調整すべきかの判断に苦心する。

2008年のバブルでGMOはタイミングよく投資資産を売却し、その後2009年に再投資を実施し、大きな成功を収めることができた。ところがそれ以前に、日本株に関しては、1987年に日本株の時価がEAFEベンチマークの40%を構成し、過去最高のPERが25倍であったのが40倍になった時点で売却を実施した。その後歴史的日本株バブルは3年近く上昇を続けEAFEの60%、PER65倍となった時点でようやく崩壊した。その3年後日本株に再投資を開始し、結果として成功を収めたが、バブルのさなかでは多くの顧客が離散した。アメリカでは1997年にS & P指数のPERが21倍を超え、1929年の最高値を上回った時点で売却に転じた。しかし我々にとって恐

怖となったのは市場が2000年迄急騰し、バブルが弾ける時点では31倍まで上昇した。その後バブルの中心となったNASDAQ指数は82%の下落を演じている。これら2度の経験で、結果として顧客の投資は損失を免れ、その後の再投資で十分成功したものの、大きな試練を経験することとなった。特に2000年のバブルでは、顧客運用資産約半分が引上げられてしまった。投資家にとって隣組が大儲けしている間、指を啜って傍観することほどつらい経験はない。プロとして中傷的となるのは避けられない。

これらはすべて古い話であるが、今回も全く同じことが言える。株式市場の狂乱が始まっている。破産したハーツやコダックに大量の売買が発生し、水素燃料電池搭載トラックを標榜し実態なく売上ゼロのニコラ株が活況を呈している。株式の時価総額をGDP比率で算定するバフェット指数は200年バブル時の記録を超え過去最高を更新している。2020年はIPOが480件、その中いわゆる実質投資資産のないSPACが248件含まれ、時価総額2億5000万ドルを基準としたマイクロキャップ小型銘柄150社が昨年3倍以上の株価上昇を記録している。

今回バブルの特異な現象はコロナ禍、経済は大きく落ち込み、回復途上にあるとしても二番底に陥る可能性もあり、回復が極めて不確実な状況であること。過去のバブル期は景気が絶好調で、その流れが長期に持続する見通しの中で発生してきた。今回は過去のバブル期とは異なり、対応する寛大な金融環境の中で実質金利ゼロパーセントは期限なく継続することを前提としている。従って、すべて資産の利回りは低くなり、それに応じて資産価格が上昇することである。しかし、ほぼ完璧な経済環境や金融環境が永遠に続くことは有りえなく、それが落ちである。

全てのバブルは例外なく現状が長期に継続する幻想によって生じている。1929年には経済の実態が永遠に高台を達成、2000年グリーンSPAN連銀議長は生産性向上の持続性、そして2006年バーナンキ連銀議長は住宅価格の高騰は力強い経済実態の反映、とそれらの対応すべてがモラルハザードを無視することに起因している。現パウエル連銀議長を含め金融緩和による富の創出効果を謳い、内包する経済問題を隠蔽している。まさに悪魔との取引である。

今回のバブルも全く過去の繰り返しである。今回最大のモラルハザードは実質金利が長期に亘りゼロを継続する前提。しかしモラルハザードは必然的に修正される。2000年にはITバブル崩壊を防げなかった。結果としてNASDAQ指数は82%の下落を演じた。2008年には住宅価格の急落を防げなかった。米国住宅価値は8兆ドル損失し、過去平均価格を大きく割るに至り、景気の深刻な停滞を招いた。結論はリスクプレミアム底上げと全面的な資産価値の下落である。米連銀は被った傷跡の修復に対応し、市場回復を支援し、また次の好循環をもたらす。今回も過去同様我々は音楽が止まる前のラスト・ダンスを待ち受けている。

バブル実態の具体例 — 相場に取り残される恐怖

グランサム氏が論じているバブルの具体例をフィナンシャルタイムズの記者リチャード・ウォーターズ氏が論説記事で指摘しています。

- SPAC（特別買収目的会社） — ドットコムバブルでも囃された会社形態で、実態のない会社が資金調達を実施してから買収先を探す仕組みで、大半の資金は創業初期のベンチャーに流れ込んでいる。昨年の資金調達ラッシュで、SPACは計700億ドルの軍資金を手に入れた。SPAC買収の仕組みはレバレッジを用い、この金額を4倍強の3000億ドルの買収資金に吊り上げる効果をもたらす。と同時に資金調達後2年以内に買収計画を完遂できなければ返還義務が生じてしまい、バブルの温床となっている。その最たる例は米ニコラ社。水素燃料電池搭載の電動トラック製造会社で、直近四半期の売上はゼロで1億1700万ドルの赤字を計上。昨年は時価総額が250億ドルに達し、その後創業者は辞任し、GM（ゼネラル・モーターズ）との業務提携も破棄したが、今なお時価総額は60億ドルを維持している。
- BVP・NASDAQエマージング・クラウド指数 — コロナパンデミック発生当初につけた安値から指数は1500%上昇し、構成銘柄の時価総額は8兆ドルに上っている。
- ICO（デジタルトークン募集） — 暗号通貨を利用し株式公開を実施する手法で、売り上げのないソフトウェア新興企業がICOで調達した資金は200億ドルに上る。
- 直近のIPO — 株式上場も時流に便乗し始めている。料理宅配サービスのドアダッシュと民泊仲介のエアビーアンドビーの株価が先月IPOで急騰。
- ビットコイン — 市場価格は2020年年初から5800億ドル増加し、市場価格は市場記録の7000ドルを突破。
- テスラ — 時価総額は8000億ドルを突破。PERは1340倍となり、生産車1台当たりの株価時価は150万ドルで、GMの9000ドルと対比される。テスラの車単位当たりの株価はGMの170倍となっている。

今後の対応法

グランサム氏指摘の通り、現在の世界株式市場が諸々兆候からバブルであることは否めない事実でしょう。同様に彼の指摘の通り、それに対する対応は最も難題の決断でしょう。日本のバブル当時人気のスローガンは「みんなで渡れば怖くない」でした。浮かれた気持ちを認識しながらもそれに反し、自分だけが冷静になることは大変な勇気を要します。グランサム氏のもう一つの指摘はこのスローガン通り、投資の専門家もそれに従わざるを得ないのです。最たる専門家がバブルを認識し、警戒的になっても、流れに従わず反対行動でとり取り残されれば専門家としての地位と評価を失ってしまいます。今年年初の日経アンケートで有識者の大半は株式市場

に対し強気の姿勢を表明し、紙面を賑わす株価予想も、一時的な市場慎重論は散見できても、トレンドでベアマーケットを予測するアナリストはほぼ皆無です。そしてグランサム氏の経験からプロの投資顧問として、バブルを見極めると同時に後期の上昇を見逃すと、顧客離散の大きな対価を払うこととなります。

現時点で対応すべき行動は人それぞれでしょう。基本的にはリスク志向いかんでしよう。

- リスク回避を望み、過去数年間でそれなりの投資成果を実現してきた投資家は、今までの含み益を確保し今後半年程度の期間にポートフォリオを現金化することが賢明と考えます。
- 長期投資家でできる限り安定的な運用を望む投資家は、今後現金比率を50%程度まで引上げ、市場が大きく下落した時の対応軍資金として保持すべきでしょう。バブルが崩壊した暁には大きな評価損を被っても評価損は半分に止まり、その後市場回復期に軍資金を投下すれば、評価損を早期に回収することが可能となります。且つポートフォリオの50%は運用資産として保有続けますから、ラスト・ダンスを待ち続ける期間相場上昇のメリットも享受します。
- 積極的な投資家はバブルを認識しながらも、崩壊シグナル発信までは基本的に強気姿勢を保持し、危険シグナルが生じればその都度調整を試みることでしよう。
- いずれにせよ、投資の鉄則はバブル崩壊後に備えた投資資金を保持することです。リーマンショック後のアメリカ個人投資家の行動分析は重要な教訓を与えています。その教訓は投資目的の余裕資金を確実に確保しておくことです。一般的に富裕層投資家はリーマンショックで大きな損害を被ったものの、大半は余裕資金を有し、その後それら資金を投下することにより当初負った損失を早期に回収し、その後のブルマーケットの成果を十分に享受しています。そして、最悪の被害を被った投資家は、可能な投資資金を全て投資に回し、バブル崩壊で大きな損害を被ったのみならず、その後の資金繰りに困り更に売却を余儀なくされ、再投資の術を失った投資家です。

本資料は、株式会社LOGOSキャピタルパートナーズ（以下「当社」という）が情報の提供のみを目的として作成したものです。当社が提供する情報は十分信頼に足るものと信じておりますが、それを保証するものではありません。ここに掲げる過去の実績は必ずしも将来の動向を示唆するものでなく、実際の収益を確約するものではありません。記載された見解等の内容は全て作成時点でのものであり、今後予告なく変更されることがあります。この資料及びここに掲載された情報等の権利は当社に帰属します。したがって、当社の書面による同意なくして、その全部若しくは一部を複製し、又その他の方法で配布することはご遠慮ください。

