

「潮目の変化 (sea change)」：態度や目標の方向性の全面的な転換、劇的な変化・・・ (Grammarist：英語表現や英文法について解説を行うブログ)

53年前に投資の世界に足を踏み入れて以来、景気サイクル、振り子の揺れ、狂乱とパニック、バブルと暴落を数多く経験してきたが、真の意味での潮目の変化に遭遇したのは2回しか記憶にない。しかし足元では、3度目の潮目の変化が進行中であるように思われる。

これまで何度も顧客向けメモの中で記述したように、1969年に私が資産運用業界に足を踏み入れた時代には、当時の勤務先の銀行を始めとする多くの銀行が、いわゆる「ニフティ・フィフティ」銘柄を中心に株式ポートフォリオを構築していた。ニフティ・フィフティ銘柄は、事態が悪化しようのないほど優秀であり、急成長を続ける企業の株式から構成されていた。これらの銘柄については、「どんな価格でも高すぎることはない (no price too high)」と誰もが確信していた。しかしながら、私が銀行業務を始めたタイミングで購入したニフティ・フィフティ銘柄を1974年まで継続保有した投資家は、米国で最も優れた企業の株式を保有しながらも、元本の90%以上の損失に見舞われることになったのである。その結果、質が高いと認識されているものが、必ずしも安全性や投資の成功をもたらすわけではないことが判明した。

その一方で、債券の世界に目を転じると、ムーディーズはB格の有価証券について「望ましい投資の特徴を有していない」と定義付けていた。適切な経済的行動としてリスク回避を義務付けられていた受託会社にとって、BB格以下の投機的格付けを付与された債券への投資は禁じ手であった。このため、その後ハイイールド債と呼ばれるようになった債券を、新発債として販売することは不可能であった。しかし1970年代中頃になると、マイケル・ミルケン (Michael Milken) 氏を始めとする何人かは、デフォルト・リスクに見合った金利が設定されているのであれば、ハイイールド債を発行した上でこれに注意深く投資してもよいと考えるようになった。米国で最もリスクの高い公開企業の債券と目される、この手の有価証券への投資を1978年に始めた私は、着実かつ安全に利益を上げるようになった。

別の言い方をすると、資産運用会社にとって慎重な債券投資とは、従来は安全性が高いとされる投資適格級の債券のみを対象とする投資であったところ、付随するリスクに十分見合ったリターンが得られる限り、幅広い信用力の債券を対象に注意深く投資することが可能になったということである。米国のハイイールド債市場の規模は、私が同市場に参加するように

なった時分には20億ドル程度であったところ、現在では1.2兆ドル程度にまで成長している。

これは明らかに、投資ビジネスの方向性が大きく変わったことを示す事例であるが、話には続きがある。ハイイールド債の発行が始まる前の時代には、手元資金や多額の借入金を活用しても投資適格格付けを維持できるような、相対的に規模の大きい企業だけが、他社を買収することが可能であった。しかしながら、ハイイールド債の発行が可能になったことを受けて、投資適格格付けを取得、維持する必要性がなくなったため、相対的に規模の小さい企業がレバレッジを大きく効かせることによって、相対的に規模の大きい企業を買収することも可能になった。この変化は、とりわけレバレッジド・バイアウト（LBO）やいわゆるプライベート・エクイティ業界の成長を可能にした要因である。

もっとも、この変化の最も重要な側面は、ハイイールド債やプライベート・エクイティに関連するものではなく、投資家の新しいメンタリティが普及したことにあると言えるであろう。リスクは必ずしも回避すべきものではなく、リターンとの見合いで評価した上で、可能であれば賢明に負担するべきものになったのである。このようなリスクとリターンに関する新しい考え方は、ディストレスト・デット、モーゲージ債、ストラクチャード・クレジット、プライベート・レンディングなどの多くの新しい投資商品の発展において、重要な役割を果たすこととなった。今日の投資の世界は50年前と似ても似つかない、と言っても過言ではない。今の若い世代がこの業界に入り、当時の投資家がリスク対比でリターンを捉えていなかったことを知ると、ショックを受けるかもしれない。今やそれが常識となっている。つまり、潮目が変わったのである。

ほぼ同じ時期に、マクロ経済の分野においても大きな変化が進行していた。ことの始まりは、1973～74年の石油輸出国機構（OPEC）による石油禁輸措置の発表であったと考えられる。発表後1年も経たずして、原油価格は1バレル＝24ドル程度から同65ドル近辺まで跳ね上がり、その結果、多くの商品の価格は急騰して急激なインフレに発展した。1970年代の米国の民間セクターでは、今よりも労働組合の組織が強力であり、多くの団体協約には生活費の自動調整条項が盛り込まれていたため、インフレの上昇は賃上げに直結し、結果的にインフレの悪化につながり、さらなる賃金上昇を招くことになった。このように際限のないように思われる上昇のスパイラルは強力なインフレ期待を生み出し、その性質上、自己実現的な現象となることも少なくなかった。

1972年には前年同月比3.2%であった消費者物価指数（CPI）は、1974年までには同11.0%へと上昇し、その後4年間は同6～9%のレンジでとどまっていたものの、1979年には同11.4%、1980年には同13.5%へと再び跳ね上がった。当時のフォード（Ford）大統領が掲げたスローガンである「WIN（今こそインフレを倒せ）」、物価統制政策、フェデラル・ファ

ンド（FF）金利の引き上げ（1974年時点で既に13%）を始めとするインフレ対策には有効な手段がなく、大きな絶望感が広がっていた。1979年に米連邦準備制度理事会（FRB）の議長に選任されたポール・ボルカー（Paul Volcker）氏が、1980年にFF金利を20%へと引き上げることによって、インフレの抑制とインフレ心理の根絶を実現する決意を示した結果、インフレ率は1983年末までに3.2%へと低下することとなった。

ボルカー議長がインフレの抑制に成功したことによって、FRBはFF金利を一桁後半の水準へと引き下げ、1980年代を通してその水準で据え置くことが可能になった。その後、1990年代には一桁半ばの水準まで低下している。ボルカー議長のアクションは、その後40年間続く金利低下局面の幕開けとなった（詳細は後述）。この事例は、私のキャリアにおいて2番目となる潮目の変化に相当すると考えている。

「金利の長期的な低下局面」が始まったのは「リスク対比でリターンを考える手法」が登場したわずか数年後のことであり、両者が相まって、(a)投資家の間における楽観主義の復活、(b)アグレッシブな投資ビークルを用いて利益を追求する動き、(c)40年間にわたる株式市場の目覚ましいパフォーマンスにつながったのだと認識している。S&P500株価指数は1982年8月にボトム（102）をつけた後、2022年初頭には4,796まで上昇し、年率の複利利回りは10.3%に達している。何という期間であろうか。金融や投資のキャリアにおいて、この期間を経験できたことほどの幸運はないであろう。

驚異的な追い風

過去40年間に投資家の成功に結び付いた要因は何であろうか。主な要因としては、(a)米国経済の成長と優位性、(b)米国の偉大な企業の驚くべき業績、(c)テクノロジー、生産性、経営技術の向上、(d)グローバル化の恩恵が考えられるが、**40年間続いた金利の低下が最大の役割を果たしていないとしたら、意外なことと言えよう。**

1970年代に、あるシカゴの銀行から融資を受けたことがある。利率は「プライムレート+0.75%」であった（プライムレートという言葉はあまり耳にしなくなったが、LIBORの前身であり、大手商業銀行が優良顧客に融資を実行する際の基準金利であった）。銀行からは適用金利が変わるたびに通知を受領したが、ピーク時の通知（1980年12月）は額に入れて保管してある。それには、適用金利が22.25%に上がったと記されていた。その40年後には、10年物の融資をわずか2.25%の固定金利で受けることが可能になった。つまり、金利が2,000bpも低下したことになる。奇跡的なことではなかろうか。

以下では、金利低下の効果について考えてみた。

- 消費者がクレジットで買い物をしたり、企業が施設、設備、在庫に対して投資を行なったりする際のコストを押し下げることによって、経済成長を加速させる効果。
- (貸し手や預金者を犠牲にする恰好で) 借り手に助成金を提供する効果。
- 企業の資本コストを押し下げることによって、収益性を向上させる効果。
- 資産のフェアバリューを押し上げる効果 (資産の理論的価値は将来のキャッシュフローを割り引いた現在価値として定義される。割引率が低下するほど現在価値は大きくなる)。その結果、金利が低下すると、株価収益率や企業価値 (EV) といったバリュエーション指標は改善し、不動産のキャップレートは低下する。
- 投資家が投資を検討する際に要求する期待リターンを押し下げることによって、価格を押し上げる効果。この効果は債券市場において最も直接的に実感されるが (「金利が下がると価格が上がる」ことは誰もが知っている)、投資の世界全体に当てはまることである。
- 資産価格を押し上げることによって「資産効果」を生み出す効果。人々に豊かさを実感させ、消費意欲を高める効果をもたらす。
- 最後に、資産価格を押し上げると同時に借り入れコストを押し下げることによって、レバレッジを活用する資産購入者に莫大な利益をもたらす効果。

ここでは、最後のポイントについて補足しておきたい。金利低下局面でレバレッジを活用する買い手について考えてみよう。

- 投資の対象企業を分析した上で、年 10% のリターンが獲得可能であるとの見方から投資を決定する。
- 次に資本市場部門のヘッドに、投資元本の 75% を借り入れた場合のコスト (金利) を照会する。これが 8% であれば全速力で作業を進める。投資元本の 75% について、8% の金利で借り入れた資金を元手に 10% のリターンを獲得すれば、残りの 25% (自己資金) のリターンはレバレッジの効果によって 16% に上昇する。
- 銀行が競合状況を踏まえて 8% ではなく 7% の金利を設定すれば、収益性はさらに向上する (19% のレバレッジ・リターン)。
- 変動金利型の借り入れにおいて、時間の経過とともに金利コストが低下する。固定金利の期間が終了した際に、5% の金利で借り換えることができると、この投資案件はホームランとなる (他の条件が不変であれば 25% のレバレッジ・リターン)。

上記の試算では、金利の低下が投資先企業の収益性と市場価値に与える好影響が考慮されていない。この 40 年間に、プライベート・エクイティやその他のレバレッジ型投資戦略が大成功を収めたことは、何ら不思議なことではない。

先日、顧客を訪問した際に、長期にわたる金利低下の効果に関する持論を伝えるため、ちょっとした比喻を用いた。一部の空港では「動く歩道」が整備されているため、これを利用すると疲れ果てた旅行者の負担は軽減される。さらに、ただ立っているのではなく、通常のペースで歩けば、迅速な移動が可能になる。移動の速度は、歩くスピードと動く歩道のスピードの合計になるからである。

この40年間に投資家が体験したのは、まさにこのことであろう。経済および投資先企業の成長と、それに伴う持ち株の価格上昇の恩恵を享受しただけでなく、動く歩道の上で金利低下の恩恵を受けていたのである。その結果は素晴らしいものであったが、その理由を十分に理解していない人も多いのではないだろうか。個人的には、この間に投資家が獲得した利益の大部分は、金利の大幅な低下という追い風によるものであったと考えている。この40年間に金利の低下がもたらした影響を誇張することは、ほぼ不可能であろう。

ここ最近の経験

世界金融危機が収束した2009年末からパンデミック危機が勃発した2020年初頭までの期間は、超低金利の時代と位置付けられるものであり、マクロ経済環境、そしてその影響は極めて異例なものであった。

米ドルの金利が過去最低の水準に達したのは、FRBが米国経済を世界金融危機から脱却させるための取り組みとして、2008年末にFF金利をゼロ近辺まで引き下げた時のことである。利下げと合わせて量的緩和政策が導入され、FRBは経済に流動性を注入する目的（そしておそらくは投資家がパニックに陥るのを防ぐ目的）で債券の買い入れを行なった。その効果は劇的であった。

- 低金利と大量の流動性は経済を刺激すると同時に、市場が爆発的に上昇する契機となった。
- 力強い経済成長と金利負担の低下が、企業収益にとって追加的な好材料となった。
- 前述のようにバリュエーション指標は改善し、資産価格を押し上げた。（数カ月程度の下降局面が幾度か到来した以外は）株価は10年以上続けて一方向に上昇した。S&P500株価指数は2009年3月のボトム（667）から2020年2月には3,386まで上昇し、16%の年率複利回りを記録した。
- 市場の力強い回復に後押しされるように、投資家は危機時に取り入れたリスク回避姿勢を和らげ、予想よりもはるかに早い段階でリスク取得に転じるようになった。また、投資家の間では「FOMO（fear of missing out（取り残されることに対する恐怖心））」というメンタリティが蔓延するようになった。買い手は投資に前向きとなり、資産保有者は売却するモチベーションを失った。

- 投資家の投資意欲が回復したことを受けて資本市場は再開し、企業は低コストで容易に資金を調達できるようになった。貸し手が投資資金を稼働する姿勢を積極化させる中で、借り手の側では、貸し手保護の規定が緩やかで制約の少ない契約条件に基づいて、低い金利で借入れを行なうことが可能になった。
- **安全資産の利回りが取るに足らない水準まで低下したため、投資家はよりリスクの高い資産に目を向けるようになった。**
- 経済成長と潤沢な流動性の存在を背景に、デフォルトや企業破綻はほとんど発生しなかった。
- 主な外生的要因として、グローバル化の進展と国際的な武力紛争の範囲が限定的にとどまったことが挙げられるが、いずれも明確な好材料となった。

その結果、米国ではこの期間において、10年を超える過去最長の景気回復局面（ペースは緩やかな部類であった）と強気相場を経験することになった。

その後、パンデミック危機の下で世界経済の大部分が停止すると、FRBは世界金融危機の折には策定、実行に数カ月を要した救済計画の事例をひも解き、わずか数週間のうちに前例をはるかに上回る規模でこれを導入した。米国政府は通常の赤字支出に加えて、各種融資や大規模な資金支援を行なった。2020年3月から2021年末までの期間には、経済は速やかに回復し、市場もさらに速いペースで回復するなど、上述したような世界金融危機後の展開が再現される形で成果が表れた（S&P500株価指数は2020年3月のボトム（2,237）から2022年年初には4,796まで上昇し、2年弱の間に114%の上昇を記録した）。

途方もなく長い期間のように感じられたが、**2012年10月から2020年2月までの間、私は定番のプレゼンテーション資料に、当時の市場環境を反映し「低リターン環境下での投資戦略」というタイトルを付けていた。**クレジットを中心に、期待リターンが過去最低の水準にとどまる資産クラスが数多く存在する中で、投資家が有する主な選択肢を以下のように提示した。

- 従来通りの投資方針を貫き、従来のリターンを下回る見通しを受け入れる。
- 市場の調整局面に備えてリスク量を減らし、より低いリターンを受け入れる。
- 市場が下落してリターンが上昇する展開を期待しつつ、（速やかに）キャッシュを積み増してゼロ・リターンを受け入れる。
- リターンの向上を目指してリスク量を増やす。

いずれの選択肢にも、合理的な理由に基づいて深刻な欠陥が付随する。**定義上、低リターンの環境において、良好なリターンを確実にかつ安全に獲得するのは容易なことではない。**

私のメモを愛読されている方であれば、投資環境に関する私の見解は、データというよりも、主に印象や推論に基づくものであることを認識されているかと思う。最近のミーティングでは、該当期間の環境を描写するため、以下のような項目を列挙している（後述するが、この描写に同意できるかどうかお考え頂きたい）。

	2009～21年
金融政策	極めて刺激的
インフレ率	動意なし
経済見通し	楽観的
ディストレスト化の可能性	低い
ムード	楽観的
買い手	積極的
保有者	現状に納得
主要な懸念	取り残されることへの恐怖心
リスク回避姿勢	皆無
資金調達機会	潤沢
資金繰り環境	緩和的
金利	過去最低水準
イールド・スプレッド	タイト
リターンの見通し	過去最低水準

全般に 2009 年から 2021 年にかけては（2020 年の数カ月を除く）、投資家の間で楽観的な見方が広がり、懸念する声が少ない期間であった。インフレ率は低く、中央銀行は緩和的な金融政策を維持することが可能であった。一方、経済成長率は高く、資金を低いコストで容易に調達することが可能であり、ディストレスト化の動きが見られないなど、企業や資産保有者にとっては素晴らしい時代であった。つまり、資産保有者の市場であり、借り手の市場だったのである。リスク・フリー金利がゼロにとどまり、損失に対する懸念が存在しない中で、投資家はリスク資産への投資に積極的であったが、一方で貸し手とバーゲン・ハンターにとっては欲求不満の溜まる時期であった。

最近の顧客先でのミーティングでは、オークツリーは 2009 年から 2019 年にかけて「荒野」の中で過ごしたと表現している。クレジット市場にフォーカスし、バリュエーション投資とリスク・コントロールに重きを置いているからである。一例を示すと、2007～08 年にかけて当時最大規模であったファンドを立ち上げ、リーマン・ブラザーズ破綻後の運用によって大きな成功を収めた。その後の投資環境を踏まえ、後続のファンドの規模を半分とし、その次のファ

ンドの規模もさらに半分とするのが適切であろうと判断した。この間、オークツリー全体の運用資産残高の伸びは比較的小さく、大方のクローズドエンド型ファンドのリターンは、合格点ではあるものの、オークツリーの基準としては平凡な水準にとどまった。長くつらい道のりのように感じられた。

これまでのこと、これからのこと

このような状況が、この1年あまりの間に一変したことは言うまでもない。コロナ禍における隔離状態から人々が解き放たれた結果、過剰なマネー（在宅時に積み上げられた貯蓄（大規模な支援プログラムに基づく助成金を含む））が過少な商品サービス（製造業と輸送の再開時における足並みの乱れに伴う供給不足）を追い求める構図となり、2021年の初め頃からインフレが上昇するようになったことは、特に重要なポイントである。FRBはインフレの上昇を「一過性」の現象と捉え、低金利政策と量的緩和政策を維持することによって金融緩和を継続した。その結果、需要（特に住宅需要）は不要なタイミングで追加的に刺激されることになった。

2021年を通してインフレの状況が悪化したため、FRBは年の後半になって、インフレが短期間で収束しない見通しであることを認めた。その後、同年11月には債券の買い入れを減額するようになり、また、2022年3月には利上げに踏み切るなど、史上最速の利上げサイクルをスタートさせた。2021年の大半の時期において、インフレ動向と金利の上昇について材料視していなかった株式市場は、年末頃から下落に転じるようになった。

その後は予想通りの展開となった。2016年1月に執筆した顧客向けメモ「投資家心理を読む（原題：[On the Couch](#)）」の中で指摘したように、現実の世界では物事は『相応に良好である』から『さほど過熱していない』の間で変動するところ、投資家のセンチメントは『完全無欠』から『絶望的』の間で揺れ動くことが多い。それまでは安定的と見なされていた事象が、破壊的であると解釈されるようになるからである。

- 金利の上昇を受けて、要求されるリターンの水準が切り上がった。その結果、金利がゼロ近辺であった時分には適正な水準にあると見なされていた株価は、金利の上昇に見合う株価収益率の水準まで下落した。
- 同じように、金利の大幅な上昇は、お決まりのように債券価格を押し下げる効果をもたらした。
- 株式と債券の価格下落に伴い、FOMOのメンタリティは失われ、損失に対する懸念がこれに置き換わった。

- 市場の下落ペースは勢いを増し、2020年と2021年のパフォーマンスが最も好調だったもの（IT銘柄、ソフトウェア銘柄、SPAC（特別買収目的会社）、仮想通貨）が最大の下げ幅を記録し、センチメントをさらに悪化させた。
- とりわけ困難な時期において、外生的なイベントは市場のムードを悪化させることがある。2022年には、ロシアによるウクライナ侵攻が最大のイベントとなった。
- ウクライナ紛争によって穀物や石油ガスの供給が減少した結果、インフレの上昇圧力がさらに強まった。
- 金融政策の引き締めには、景気を減速させる狙いがある。このため、FRBがソフトランディングを目指す際に困難に直面する可能性が高いこと、したがって、景気後退に陥る公算が極めて大きいことに、投資家は注目するようになった。
- 景気後退が企業利益に及ぼす影響についての予測が、投資家の心理を冷やした。その結果、2022年1～9月におけるS&P500株価指数の下落率は、前世紀における通年ベースの下落率に匹敵する水準となった（その後、いくぶんかは持ち直している）。
- また、景気後退入りの見通しを背景に、債務デフォルトの増加に対する懸念が強まった。
- 新発債の発行が困難になった。
- 低金利環境においてLBO向けの貸し出しにコミットしていた銀行では、額面では売却できない「宙に浮いた」ブリッジ・ローンが数十億ドル単位で積み上がった。銀行は関連するローンに起因する多額の損失を抱え込んだ。
- 宙に浮いたローンの存在によって、銀行は新規案件向けの与信の減額を余儀なくされたため、企業買収においてファイナンスを確保することが難しくなった。

このように事態が推移する中で、悲観主義が楽観主義に取って代わるようになった。潤沢なマネーや借り手・資産保有者の楽観主義を特徴とする市場環境は消滅し、貸し手と買い手の立場が強まった。クレジットの投資家は、これまでより高い水準のリターンと強固なコベナント（債権者保護条項）を要求できるようになった。ディストレストの候補銘柄（国債対比のスプレッドが1,000bpを超えるローンおよび債券）は、数十銘柄から数百銘柄に増加した。環境は以下のように変化したと感じている。

	2009～21年	現在
金融政策	極めて刺激的	抑制的
インフレ率	動意なし	過去40年間で最高
経済見通し	楽観的	景気後退入りの見通し
ディストレスト化の可能性	低い	高まりつつある
ムード	楽観的	保守的
買い手	積極的	消極的
保有者	現状に納得	不透明感
主要な懸念	取り残されることへの恐怖心	投資損失
リスク回避姿勢	皆無	強まりつつある
資金調達機会	潤沢	限定的
資金繰り環境	緩和的	逼迫
金利	過去最低水準	より通常に近い
イールド・スプレッド	タイト	通常並み
リターンの見通し	過去最低水準	十分に魅力的

(私はそう信じているのだが) 一番右の列が新たな環境を正確に表しているとすれば、(2021年、2020年後半、2009～19年、過去40年間の大半の期間に広がっていた) 真ん中の列の状況が一変したことになる。

上記の変化は、投資家の選択肢をどのように変えているのであろうか。一例を挙げると、わずか1年前の低リターンの環境においては、ハイイールド債の利回りは4～5%程度であった。3%台の利回りで発行される銘柄も多く、2%台で条件決定された銘柄も、少なくとも1件は存在する。6～7%のリターンを必要とする機関投資家にとっては、こうした銘柄の有用性は極めて限定的であった。足元では、これらの銘柄の利回りは8%程度であり、一定のデフォルト発生を考慮したとしても、公募債券の契約に基づくキャッシュフローを裏付けとして、株式に類するリターンを獲得することが期待可能である。あらゆる種類のクレジット商品から、投資目標の達成に寄与しうるパフォーマンスが潜在的に見込まれている。

今後の見通し

この先数年間にわたって、インフレと金利は投資環境に影響する主要なテーマであり続ける可能性が極めて高い。インフレの予測が不可能であることは歴史が証明するところであるが、少なくとも当面の間は、世界金融危機後に定着していたよりも高い水準で推移する公算が大きいと見られる。一方、金利の動向は、FRBがインフレの抑制にどの程度成功するか

によって概ね決定される見通しである。その過程において、金利が大幅に上昇した場合、いずれは低下に転じる可能性が高いとはいえ、そのタイミングや程度については誰も予想できない。

私がマクロ予測をそれほど重視していないことはご案内の通りであるが、ここ最近、顧客から金利の動向に関する見解を問われることが多いため、簡単に整理してみたい（オークツリーの投資哲学では、持論を形成して、それが正しいものであるかのように行動することは禁じられていない）。私見では、S&P500 株価指数を 10 月のボトムから 10% 押し上げるのに一役買った買い手は、(a) インフレ圧力は弱まりつつあり、(b) FRB は近い将来に抑制的な政策から刺激的な政策に再び転換すると見られ、(c) 金利は低い水準に戻る見通しであり、(d) 景気後退入りは回避されるか、あるいは軽微で短期間のものに終わると見られ、(e) 経済と市場は輝きを取り戻すはずである、という信念に基づいて行動しているのだと思われる。

対照的に、私の見解は以下の通りである。

- 足元のインフレ上昇の根本的な要因は、政策支援によって膨れ上がった貯蓄が消費に向かい、供給が需要に追いつく過程で、弱まる可能性が高い。
- その意味において、最近のインフレ指標には前向きな内容が散見されているものの、労働市場の逼迫状況が依然として深刻な中で、賃金は増加傾向にあり、経済は力強く成長している。
- グローバリゼーションの動きは弱まりつつあるか、あるいは反転しつつある。この傾向が続いた場合、付随する重要なデフレ的影響も失われることになる（重要な点として、1995 年から 2020 年の間に耐久消費財の価格は 40% 下落しているが、輸入品価格の下落が要因であることに疑う余地はない。私が試算したところ、インフレ率を年 0.6% 押し下げる効果が生じている）。
- FRB がインフレとの戦いにおいて勝利を宣言するためには、インフレ率が 2% の政策目標近くで安定していることとインフレ心理が払拭されたことを、確信する必要がある。これを実現するために、実質 FF 金利を足元の マイナス 2.2% からプラスの水準に引き上げたいと考えるであろう。
- このため FRB は、利上げのペースを緩める可能性は高いと見られるものの、近い将来に刺激的な政策に転換する公算は小さい。
- FRB は信認を維持しなければならない（インフレが「一過性」の現象であると長きにわたって主張してきたことを踏まえると、むしろ取り戻さなければならない）。抑制的なスタンスに転じた後に、時期尚早なタイミングで刺激的なスタンスに戻るなど、一貫性に欠ける印象を与えるわけにはいかない。
- 債券の買い入れによって 4 兆ドルから 9 兆ドル規模まで膨れ上がったバランスシートの方角性を、FRB は考えなければならない。保有債券の償還に合わせて（あるい

は可能性はやや低いものの売却を通じて) 保有額を減らすと、大量の流動性が吸い上げられることになり、経済成長が抑制されてしまう。

- おそらく FRB は、永続的に刺激的なスタンスを採用するのではなく、刺激的でも抑制的でもないとして定義付けられる「中立金利」の水準を通常は維持したいという立場であると、(私を含めて) 考える向きもあろう。直近(今年の夏時点)では、中立金利の水準は 2.5%であった。
- 同じように、経済的資源を最も適切に配分するのは自由市場であるとの見方が一般的であるものの、マネーの自由市場が失われてから、優に 10 年以上の時間が経過している。FRB は金利水準のコントロールやモーゲージ債の保有といった政策を消極化させることによって、資本を配分する役割を縮小させたいと考えているのかもしれない。
- FRB が長期にわたって金利を刺激的な水準に据え置くことには、リスクが付随するはずである。直近でも、インフレ上昇につながりうることが確認されている。もっとも、ここ 2 年間のインフレは、パンデミックに関連する単発の事象に概ね由来すると見ることも可能であろう。
- おそらく FRB は、将来的に景気を刺激する必要が生じた場合に備えて利下げの余地を残すため、平時の金利を高い水準に維持したいとの立場であろう。
- 2008 年以降に業界に参入した人や記憶力の乏しいベテラン投資家は、足元の金利水準が高いと考えるかもしれないが、長い歴史の中で見れば決して高い水準ではない。つまり、低下すべきと考える明白な理由は存在しないのである。

このような理由に基づいて、この先数年間は、ベース金利が平均的に 0~2%ではなく 2~4%の水準(現状とそれほどかけ離れていない水準)で推移する可能性が高いと見ている。もちろん反論もあろうが、政策支援を必要とするような深刻な景気後退に陥らない限り、この先数年間に極めて刺激的な金利政策が採用される可能性は低いというのが、個人的な結論である(政策支援自体にも波及的影響が予想される)。ただし、ここでは、オークツリーがそのような信念に基づいてポジションをとることはないとは断言しておきたい。

現時点でわかっていることは、インフレ率は過去 40 年間で、金利は過去 13 年間で、それぞれ最も高い水準にあることである。一方、上記図表の一番右の列に記したコメントが、いつまで市場環境を正確に表し続けられるのかは、誰にもわからない。経済成長、インフレ、金利、外生的なイベントの影響を受けることになろうが、いずれも予測不能である。いずれにしても、この先数年間は、全般にさほどバラ色の環境にはならないと見ている。

- エコノミストや投資家は、今後 12~18 カ月の間に景気後退入りするシナリオを既定路線と見なしているようである。
- 景気後退局面では、企業収益と投資家のセンチメントは悪化する公算が大きい。

- 近い将来にクレジット市場において、新規資金調達環境が近年のように緩和的になるとは考えにくい。
- 債務のデフォルト率がどの程度まで上昇するのか、上昇した水準でどの程度長く推移するのかは、誰にも予測できない。その意味において、1978～2009年には年平均3.6%であったハイイールド債のデフォルト率が、「ほどよい」状況が広がっていた2010～19年の10年間に同2.1%と極めて低い水準に低下したことを、指摘しておきたい。実際、その10年間にデフォルト率が過去平均の水準に達したのは、1年しかなかった。
- 最後に確信を持って予測できることとして、金利が現状からさらに2,000bp低下することはないであろう。

経済や市場に関連して繰り返し指摘してきたように、将来の方向性が未知である一方で、現状については理解に努めなければならない。現在の状況は、さまざまな意味において、前述したような世界金融危機後の状況とは大きくかけ離れていて、ほとんどの場合は悪化しているというのが、個人的な結論である。この変化が長く続くことも、時間の経過とともに消滅することも考えられるが、私見として、世界金融危機後の期間の特徴とも言える楽観主義や気楽な状況が、すぐに再現される見込みは低いと考えている。

現在までに、2009～21年に広がっていた低リターン環境から、潤沢なリターンが確保可能な環境へと変化した。近い将来に、その傾向がさらに強まることも想定される。投資家にとっては、クレジット商品から底堅いリターンを獲得するシナリオも現実的なものとなり、全体のリターン目標を達成するために、リスクの高い投資対象に過度に依存する必要はなくなったと言えよう。また、貸し手とバーゲン・ハンターにとっては、環境が変わった結果、先行きの展望が2009～21年と比べてはるかに改善している。より重要な点として、過去13年間から、あるいは過去40年間の大半の時期から環境が大きく変化したこと、その変化が持続する可能性があることを前提にすると、この間に最も適切に機能した投資戦略がこの先数年間にアウトパフォームするとは限らない、と言えるであろう。

これこそが、潮目の変化なのである。

2022年12月13日

法的事項及び開示に関する注記

本資料は表示された日付における著者の見解を示しており、この見解は予告なしに変更されることがあります。オークツリーは本資料に含まれる情報を更新する義務も責任も負いません。また、オークツリーは、過去の投資パフォーマンスが将来の結果を示すとは表明しておらず、またそのようにみなしてはなりません。さらに、利益の可能性がある場合は、常に損失を被る可能性もあります。

本資料は、情報提供目的に限って提供されるもので、それ以外のいかなる目的にも使用してはなりません。本資料に含まれる情報は、いかなる国・地域においても、投資助言サービスの提案や、有価証券又は関連する金融商品の売却の申込み又はその購入の勧誘を構成するものではなく、またそのように解釈してはなりません。本資料中の経済の動向とパフォーマンスに関する一定の情報は、独立した第三者の情報源から提供された情報に基づくか、又はこれに由来するものです。オークツリーは、こうした情報の情報源は信用できると考えておりますが、情報の正確性については保証いたしかねます。また、オークツリーは、当該情報や当該情報が依拠する前提事項の正確性や完全性を独自に検証してはいません。

本資料及び本資料に含まれる情報は、その全部又は一部について、オークツリーの事前の書面による承諾なしに、コピー、複製、再出版又は投稿してはなりません。

本資料又は本資料の一部が日本語となっている点に関しましては、これらの翻訳された資料は情報提供の目的で提供されており、日本語訳と英語版との間のいかなる不一致についても英語版が優先します。本資料の英語版は、オークツリーから取得することができます。オークツリー、その関係会社、又は、それらの役員、パートナー、従業員、株主若しくは代理人は、(i) 翻訳された資料におけるいかなる不正確さ、誤り又は脱漏に対しても責任や義務を負わず、かつ、(ii) 翻訳された資料における不正確さ、誤り又は脱漏に気づいた場合でも、いずれの受領者にもその旨を伝える義務を有していません。
