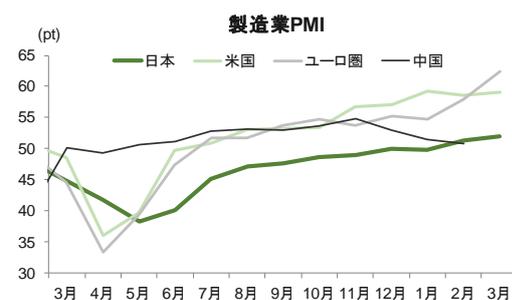




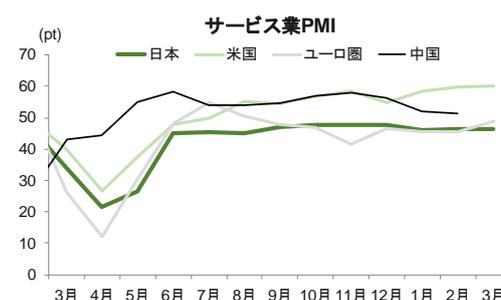
- **マクロ経済展望・主要資産市場動向:** グローバル・マクロ経済は、地域間で若干の差はあるものの、引き続き緩やかな改善基調にある。ワクチンへの期待や、主要国の財政・金融政策による支援もあり、過度な落ち込みは避けられよう。注目される長期金利上昇は、日欧では終息するも米国では継続し、米ドル高を誘発した。株式市場は長期金利上昇に反応薄となる反面、月末には米国株式市場で特定銘柄のブロック取引が話題になるなど、特定銘柄を中心に値動きが荒くなる局面もあった。米国の長期金利上昇は短期的には上昇余地を残すものの、中期的には終息する可能性が高いとみており、米ドル高にも限界があると予想している。株式市場を混乱させたブロック取引による影響も一時的かつ限定的とみている。
- **注目材料:** アルケゴス・キャピタル・マネジメントによるポジション解消（ブロック取引）が複数の金融機関が千億円規模の損失につながったことで、市場の注目を集めた。しかし、当事がポジション解消の「ドミノ」を誘発する可能性は低く、金融システムや金融機関の信用力に与える影響も軽微とみている。ただし、今後金融規制が一層強化される可能性は否定できず、その内容次第では株式市場にとってネガティブであるだけでなく、金融市場の流動性（金融市場機能）を低下させる可能性があり、留意を要する。

1. マクロ経済展望 ～ 緩やかな回復基調継続

グローバル・マクロ経済は、引き続き緩やかな成長過程にある。PMI でみる景況感は、引き続き製造業がサービス業を先行して回復している。製造業は、欧米主導での回復が続いており、とりわけ3月はユーロ圏の回復が著しかった（中国からの需要増やEV化進捗等を中心にした自動車輸出が主導）。一方、足もとでは中国の回復ペースが鈍化している（ただし、政府が意図的に安定成長ペースに移行していることが主因で懸念はない）。日本は回復途上ながら米欧比で回復が鈍い。サービス業は、米国の強さが際立っている、日本を含むその他地域も COVID-19 感染確認数拡大がみられる中でも下げ止まっているのが特徴であろう。



出所: Bloomberg



出所: Bloomberg

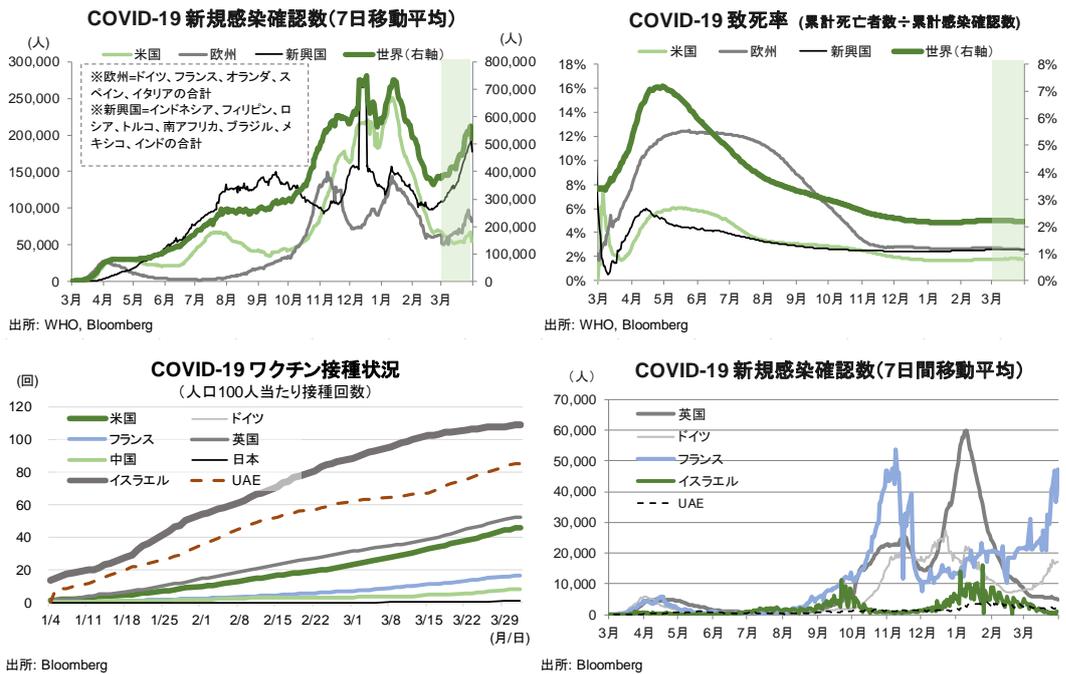
新型コロナウイルス感染症（COVID-19）の日次新規感染確認数は再び拡大基調に転じた。米国は過去のピーク時に比べると低位で安定しているが、欧州の一部（フランス）や新興国で再び感染確認数が急拡大している。一方、致死率はほぼ横ばいとなっている。

注目のワクチン接種だが、引き続きイスラエルが世界をリードしており、3月末時点で既にワクチン接種回数が人口100人当たり100回を超えている（2回目接種の割合が増加中）。米国は急速にキャッチアップしており同40回強。欧州ではイギリス（同50回強）が突出して多く、次点のドイツ、フランスが同程度（同20回弱）となっている。我が国は、3月末時点で同1回に満たない。

ワクチン接種によるCOVID-19発症予防に加え感染予防効果への期待も高い。事実、ワクチン接種が進むイスラエルやUAE（アラブ首長国連邦）のCOVID-19新規感染確認数は大

幅に減少している。フランスは、接種率が感染・発症を抑制する水準に至る前に感染再拡大に至ったと考えるべきであり、ワクチン接種が進むにつれ、新規感染確認数は減少するとみている。

一時期、ワクチンの副作用に関する過剰報道が見られたが、足もとではほぼ終息した。とりわけ、近年の遺伝子組み換え技術等に鑑みれば、mRNA ワクチンの安全性は高いと考えるべきであり、ワクチン接種率増加により、感染確認数が減少するとの期待は続くだろう。また前月のレポートでも指摘したが、変異種に対する mRNA ワクチンの効力は依然として高く、また、数か月程度で変異種対応のワクチンを開発することも可能であり、変異種によって経済活動再開が先送りされるとしても、その期間は短期間程度とみるべきであろう。



3月31日には、米バイデン政権がインフラ投資を含む巨額財政拡張策を発表した。企業に対する増税が織り込まれるなど、リスク資産に対する負の要素もあるが、中期的な経済下支え効果への期待は大きい。FRBによる超緩和的な金融政策へのコミットメントも強いいため、当面のマクロ経済環境は、緩やかな回復基調をたどるとみている。

2. 主要資産市場動向

① 債券市場～ 米長期金利の上昇が止まらない

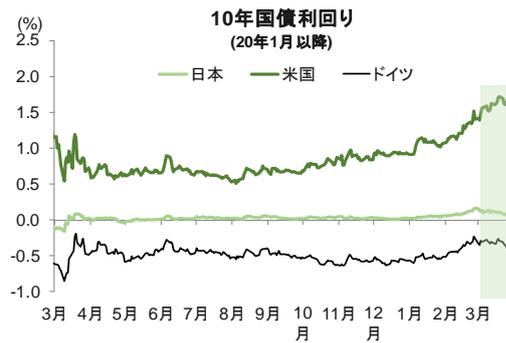
3月の債券市場は、2月までの世界的な長期金利上昇に対し、日欧の長期金利は安定化～低下に転じた反面、米国は更に上昇し月末には1.72%台後半に達した。市場で観測される重要なボラティリティ指標にも変化が生じており、VIX指数は月末には20ポイント割れまで低下した反面、債券市場のボラティリティ指標の一つであるMOVE指数は、月末に71ポイント台まで上昇した(20年末は40ポイント割れ)。なお、国債市場の変動に対し、引き続き社債市場は安定的に推移した(対国債スプレッドは安定的)。

米国長期金利の上昇は、①根強いインフレ懸念(景気過熱感)、②財政拡張策による需給懸念、③資産バブル懸念、といった複合的かつ相関性のある事象を背景にして、FRBが近い将来(早ければ今年6-7月)に金融政策の正常化に向けたアクション(テーパリングを開始する時期に関する市場との対話)を始めるのではないかと市場の期待を反映している。

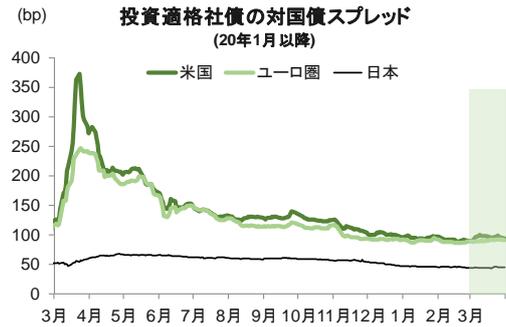
市場の注目を集めた3月のFOMCにおいて、FRBは景気や物価の見通しを大幅に上方修正

したほか、「ドット・チャート」では複数メンバーが 2023 年末以前の利上げ開始を予想するなど、一見すると「タカ」を連想させる内容となった。一方、FOMC 後の記者会見においてパウエル議長は、実質的には足元までの長期金利上昇を容認することに加え、テーパリングの条件についても、雇用やインフレに関する具体的な数値で判断すべきではないとの考えを示すとともに、「見通し」ではなく「実績」での確認が必要との考えを強調した。

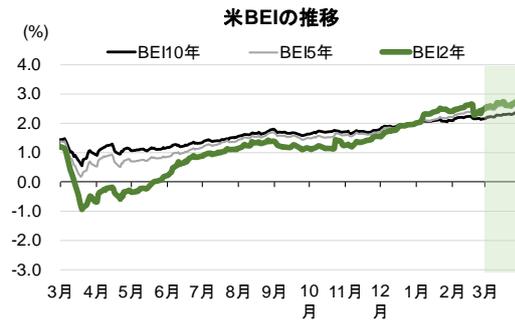
「実績」重視との姿勢が持つ意味は大きい。すなわち、一部の市場参加者が期待するような早期のテーパリングに向けた市場との対話や、2023 年までに利上げが開始される可能性は極めて低い。事実、BEI や OIS 先物を確認しても、2023 年までの政策金利上昇や 2% を大幅に上回る物価上昇を織り込んでいるわけではない。



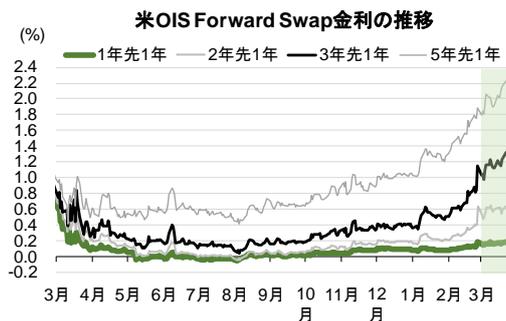
出所: Bloomberg



出所: Bloomberg



出所: Bloomberg



出所: Bloomberg

このように考えると、足元の 10 年金利は、短期的な需給バランスの悪化（例えばモーゲージ関連のヘッジ需要など）によって過度に上昇している可能性をめぐえない。FRB が大手銀行に対する資本面の優遇策である補完的レバレッジ比率（SLR）の条件緩和措置を 3 月 31 日で打ち切ったことも、国債相場の需給軟化に寄与している可能性がある。そこに追い打ちをかけているのが、バイデン政権によるインフラ投資を含む総額 2 兆ドルの追加財政政策（今後 8 年間）である。

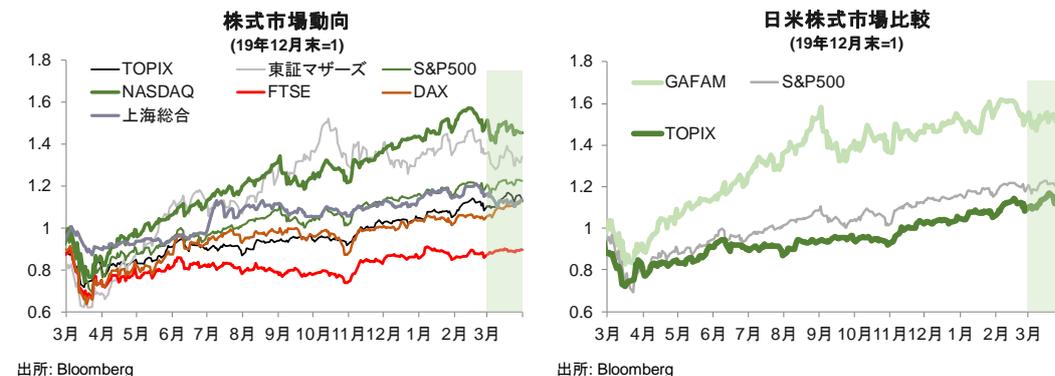
しかし、米ドルの信認が確保される限り、米国債市場が需給要因で軟化するのには、歴史的にも短期的な事象であり、中長期的には、長期金利水準はマクロ要因（経済成長率やインフレ率などを背景にした金融政策など）に依存する。今般発表された追加財政政策は、（実現するか否かは不明だが）法人税増税を織り込むなど、コロナ禍での強烈な財政拡張策も過渡期に差し掛かりつつある。対中強硬姿勢も示しつつあるなど、昨年 11 月初旬ごろに指摘されていた「トリプル・ブルー」のリスク要因も緩やかながら顕在化している。長期金利が低下する材料に乏しい数か月を経て、今後は長期金利が低下する材料を織り込みに行くのではないかと考えている。

② 株式市場～ 長期金利上昇からブロック取引に注目材料がシフト

3 月の世界の株式市場は、月間では概ね堅調だった。2 月末までは世界的な長期金利上昇に対して、株式市場はネガティブに反応した。一方 3 月は、日欧長期金利が落ち着くなか、日

欧株式市場が米国をアウトパフォームした。

日本の株式市場では、3月18-19日の金融政策決定会合における「点検」に注目が集まった。日銀は、ETFおよびREITの買入ペースの目安を撤廃することを発表し、ETF12兆円、J-REIT1,800億円のペース上限は据え置くとともに、TOPIX連動型のETFに限定して購入する方針を示した。既にある程度市場では予想されていたことではあるが、その結果、TOPIXが日経平均をアウトパフォームした。

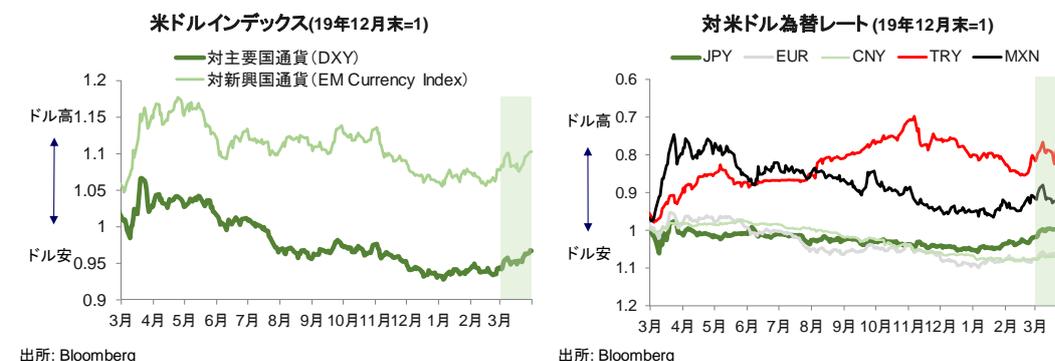


月末に向けては、米国株式市場における特定銘柄のブロック取引（大規模な売り）が注目された。Bloomberg等複数メディアによれば、この取引は、投資会社アルケゴス・キャピタル・マネジメントが絡むポジションの強制売却であるとのこと。世界の金融市場関係者が注目したのは、この取引自体ではなく、当該取引に関与した複数の金融機関から、巨額損失の可能性が公表されたことにある。特定ポジションの強制的な売買による巨額損失といえば、90年代後半のLTCMや、00年代後半のリーマンショックを彷彿させるが、当該取引をきっかけにしたポジション解約の「ドミノ倒し」が生じる可能性は低いとみている（詳細は後述）。当該取引の大半は3月26日に実施されたとみられているが、3月29日以降の株式市場は該当銘柄の値動きが短期的に荒くなる場面も見られたが、全体としては平静さを取り戻しつつある。

米バイデン政権による追加財政拡張策が発表され、今後の注目材料は、①金融緩和の継続、②中国をけん引役とした製造業主体の企業業績回復、③ワクチン接種率、などになる。いずれも継続可能性が高く、当面の間、株式市場は堅調に推移すると予想している。

③ 為替市場～ 今度は一転、米ドル高に

3月は、前月とは異なり米ドル高が顕著になった。日本円も、対米ドルでほぼ持続的に下落した。



米ドル高の背景には、①米長期金利の上昇などの米ドル側の要因に加え、②欧州におけるコロナ感染再拡大や、③トルコ情勢の急変（中銀総裁の更迭）などの相手通貨の減価要因もあ

る。このうち②は一時要因であり、③もトルコの外部流動性（カタルやドイツ等からの流動性（米ドル調達）支援）に鑑みると、中長期的な材料ではない。よって、米ドル高を左右する要因は①になる。ただし、前述および前月の当レポートにて指摘したとおり、米長期金利の上昇は、短期的（今後1～2か月程度）に過度な上昇をする可能性は否定しないものの、持続性が高いシナリオではない。

このように考えると、足もとの米ドル高には限界があり、短期的に米ドル高が終息する可能性が高いとみている。

今後の注目材料は、米長期金利（インフレ指標）、中国経済の安定性に加え、市場が認識する「アフターコロナ」の金融政策の行方などを挙げることができる。

3. 注目材料～ アルケゴス問題が金融市場にもたらす影響

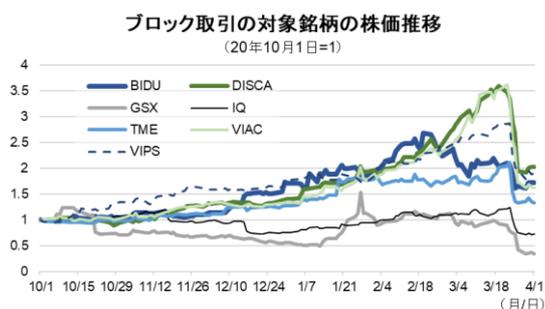
3月下旬に突如発生した、米国株式市場におけるメディア関連銘柄を中心にした大量の売り注文（相対で大量に売却する取引＝ブロック取引）に市場の注目が集まった。Bloomberg等の複数メディアによれば、当該取引は、投資会社アルケゴス・キャピタル・マネジメント（タイガー・マネジメントの元トレーダーであるビル・ファン氏の個人資産を運用するファミリー・オフィス。以下、アルケゴス）による持ち高解消であるとされている。26日にゴールドマン・サックスが百度（BIDU）やバイアコム（VIAC）などを合わせて105億ドル相当を相対で大量に売却するなど売買規模も然ることながら、市場の関心を集めたのは、29日に野村ホールディングスが、米顧客との取引で約20億米ドル（発表時点での概算値であり未確定）の損失が生じる可能性を発表し、その直後にはクレディ・スイス・グループも大幅な損失計上の可能性を明らかにしたことにある。巨大金融機関による相次ぐ巨額損失計上の可能性は、当該取引に関与したと思われる他の金融機関への懸念に波及するだけでなく、強制売却のドミノ倒しの歴史（90年代後半のLTCMや00年代後半のリーマンショック等）を彷彿させた。

4月1日時点では、既に多くのメディアが報じる事態となり、状況がある程度把握できるようになっているが、真相は依然として不明である。そこで、以下では、3月下旬に実行された複数のブロック取引がいずれもアルケゴスの持ち高解消によるものであり、複数の金融機関から発表された巨額損失もアルケゴスとの取引から生じたものであることを前提にして、①当該取引の実態、②金融機関の損失規模や信用力への影響、および③市場全体への影響や金融システムリスクへの波及の有無、についてコメントする。

① 当該取引の実態

複数のメディアによると、米メディア関連を中心とした特定銘柄のブロック取引は、アルケゴスがレバレッジ（CFDなどのデリバティブ取引等）を使って大量に保有（ロング・ポジション）していた銘柄に生じた価格急落により、マージンコール（追加証拠金）が発生したが、アルケゴスが応じることが出来なかったため、金融機関が最終

手段として担保資産を強制売却したことによるとされている。事実、今般のブロック取引の対象となった銘柄の足元の株価推移を確認すると、3月22日～24日辺りをピークにしてその後急落していることがわかる。3月22日～4月1日までの下落率は、大きい順にGSX▲61%、VIAC▲55%、DISCA▲41%、IQ▲40%、TME▲35%、VIPS▲33%、BIDU▲17%である。銘柄ごとの値動きを更に細かくみると、GSXは1月下旬に短期的な乱高下をしており、BIDUも2月上旬に急上昇後2月末に向けて急落するなど、直近にも荒い値動きをしていることがわかる。



仮にアルケゴスが CFD 等を利用して想定元本に 5~6 倍程度のレバレッジをかけて、複数の特定銘柄に集中投資をしていたならば、一銘柄の価格下落により担保余力が減少するなかで、別の銘柄の価格下落が続いたことで、担保不足に陥ったことは容易に想像できる。

② 金融機関の損失規模や信用力への影響

アルケゴスがマージンコールを求められている状態は、換言すれば、金融機関がアルケゴスに対して与信していることと同じである。当該与信は、担保資産によって保全されているものの、当該担保資産の価格が下落して与信相当額を回収できない場合、金融機関に損失が発生する。

従って、金融機関の損失規模は、①取引規模、②担保資産の内容、③担保掛目、④担保処分のタイミングなどに依存する。①は該当銘柄の保有状況（必ずしもアルケゴスなどのプライム・ブローカー事業に関するものだけではないが）から推察すると、モルガン・スタンレーやゴールドマン・サックスに加え、クレディ・スイス・グループや野村ホールディングスの規模が相対的に大きかった可能性がある。②は担保資産の流動性が高いほど処分しやすい反面、担保資産が非流動資産の場合は処分に時間を要するだけでなく過度な価格下落による損失規模拡大に直面する可能性もある。③は担保掛目が低いほど結果的に損失規模が小さくなる可能性がある。④は担保処分が大規模になれば担保資産の価格が下落することになるため担保処分のタイミングが遅くなると損失規模が拡大する可能性がある（一方でその後価格が戻れば想定以上に回収できることもある）。

金融機関毎に①~④を把握することは不可能であるが、巨額損失を計上する場合は、上記①~④のいずれかもしくは複数項目で、リスク管理上過大なエクスポージャーを抱えていた可能性は否定できない。

ただし、現在発表されている規模（例えば野村ホールディングスで約 20 億米ドル）であれば、金融機関の信用力に与える影響は軽微であろう。事実、S&P は 3 月 29 日に「約 20 億ドルの損失が生じても、野村ホールディングスはその影響を吸収可能」とのリリースを発表し、当該事象による信用力への影響は軽微であるとした。

クレディ・スイス・グループについては、当該事象に加え、英国のサプライ・チェーン・ファイナンスを手掛けるグリーンシル・キャピタルの関連ファンドに関与したことなどを理由に、複数の格付会社が同社の格付け見直しを引き下げたが、自己資本比率（損失吸収能力）への大きな影響は回避できるだろう（CET1 比率は最大で 1~1.5%程度の低下程度）。

③ 市場全体への影響や金融システムリスクへの波及の有無

前述のように、当件は金融市場の関心を集めたものの、株式市場を含む金融市場への影響はほとんど見られていない。代表的なボラティリティ指標である VIX 指数も足元は 20 ポイント割れで安定している。その背景には、当件が金融システムを揺るがすようなイベントに発展する可能性が低いことがある。

リーマンショック後の金融規制強化により、特定の取引先への与信集中は抑制されるとともに、レバレッジ比率規制の導入により過度なポジション集中も難しくなっている。レバレッジ 5 倍という数字は一種の驚きをもって受け止められたが、換言すれば、市場全体で見ればリーマンショック前のような高レバレッジ取引は抑制されていると言えよう。

また、リーマンショック時とは異なり、足元の世界の金融市場はコロナ禍から「ポスト・コロナ」を見据えつつ、各国政府による財政支援策や中銀による金融緩和継続もあり、良好な環境にある。企業業績も回復基調にあるため、特定銘柄の価格変動が他の銘柄に波及しにくい環境にある。マージンコールのドミノ倒しがマクロ的に生じる可能性は低く、当然に、金融システムリスクに波及する可能性も極めて低いといえよう。

一方、米バイデン政権は、トランプ政権下で進められた金融規制緩和に逆行して、再び金融規制強化にシフトしつつある。財政拡張策が続くなか、一部市場参加者の懸念を押し切って、補完的レバレッジ比率（SLR）の条件緩和を3月31日で打ち切ったことにも、現政権の方針を表している。なによりも、米証券取引委員会（SEC）委員長に就任したゲンスラー氏は、オバマ政権下でリーマンショック後の金融規制強化を主導した人物であり、金融規制強化の急先鋒である。アルケゴスとの取引によって金融機関が巨額損失を計上することになれば、規制当局がヘッジファンドやファミリー・オフィスなど急拡大する「ノンバンク」による過度な取引を抑制するような規制見直しに動く可能性は十分にある。

金融規制強化のインプリケーションは、一般的には株式市場にとってネガティブであるが、金融機関の信用力評価上は中立～若干ポジティブと捉えることが出来る（収益性低下要因となる反面、過度なリスクテイクも抑制されるため）。しかし、これらよりも重要なのは、規制強化による市場流動性の低下懸念である。ヘッジファンド等のいわゆるノンバンクは、金融機関に比べると全般的に規制は緩いが、市場に流動性を供給する重要な主体でもある。リーマンショック後の金融規制強化により、証券市場の仲介者のマーケット・メイク機能が低下するなか、世界の金融市場規模（時価総額）はリーマンショック後急速に拡大し続けている。市場規模が拡大する反面、マーケット・メイク機能が低下しているため、結果的に市場流動性は低下していると感じている市場参加者は多い。それに加えて、ノンバンクへの規制を強化すれば、市場流動性を更に悪化させることになりかねない。その結果、比較的軽いショックに対しても過度に市場価格が変動することになりかねず、却って金融市場機能を低下させたり、金融システムリスクを増長しかねないという「合成の誤謬」に陥るのではないか。

金融規制強化に対しては、必ず、市場機能の維持を意識して対応すべきであるが、規制当局がそのような姿勢を示さないならば、市場参加者は投資に際して一層高い流動性リスクプレミアムを要求すべきであることを忘れてはならない。

本資料は投資環境等に関する情報提供を目的として作成したものです。本資料は投資勧誘を目的とするものではありません。

本資料は金融専門業者に外部委託して作成しております。内容は執筆者の個人的見解であり、当社の公式見解を示すものではありません。

有価証券等の取引には、リスクが伴います。投資についての最終決定は、投資家ご自身の判断と責任においてなされるようお願いいたします。当社は、いかなる投資の妥当性についても保証するものではありません。

記載された意見や予測等は作成時点のものであり、正確性、完全性を保証するものではなく、今後予告なく変更されることがあります。

上田八木短資株式会社

登録金融機関 近畿財務局長（登金）第 243 号

東京本社 〒103-0022 東京都中央区日本橋室町 1 丁目 2 番 3 号 tel : 03-3270-1711
（代表）

大阪本社 〒541-0043 大阪府大阪市中央区高麗橋 2 丁目 4 番 2 号 tel : 06-6202-5551
（代表）

加入協会 日本証券業協会