

ブラックマンデー型暴落の金融市場

VIXと

リスクパリティ戦略犯人説

経済ジャーナリスト

八雲豊彦

金融市場はいまだ動揺が続いている。米中貿易摩擦に北朝鮮問題、ブレグジットとゴールドロックス相場の後の揺り戻しと、悪材料にはこと欠かない。年明けの株式市場の暴落から荒れた前年度第4四半期を振り返り、新年度相場を展望した。

リーマンショックかブラックマンデーの再来か、と震え上がらせたのは2018年2月6日の日経平均株価の大暴落だった。前日比4.7%（1071円）安の2万1610円まで落ち込んだ。

震源はやはり米国だった。米国の金利引き上げ観測などが報道されるなかで、2日に米ダウ工業株30種平均（NYダウ）が前日比665ドル安と急落して引けると週明けの2月5日に日経平均は前週末比2.5%（592円）安の2万2682円と連動下落。日本時間の夜に

始まったNYダウにも引き継がれ1175・21ドル（4.6%）下げた2万4345・75ドルに。S&P500種株価指数も前週末比4.1%安の2648・94に急落し、日経平均の6日の大暴落をみた。

正月4日の大発会。終値が2万3506円を記録し、前年の大納会に比べ741円高と、大発会の上昇率としては1996年以来の大ききとなった。戦後最長の好景気達成を前に兜町は沸き、相場格言「戌笑う」と期待が高まった。しかし、以後、乱高下を繰り返して、1月末以降、2017年度第4四半期は本格的な調整局面にうつてかわった。

国内外とも、景気や業績などのファンダメンタルズは良好で経済指標も極端には悪化していなかった。大暴落の犯人捜しが始まり、やり玉にあげられたのが「VIX」だった。

別名「恐怖指数」。変動率を示すボラティリティが高まると上昇する指数で、米シカゴオプション取引所が、S&P500株価指数オプションをベースに算出している。指数が高まりは投資家の先行き不透明感を表している。

この「恐怖」が金融商品として売買され、相場の急変動を増幅させ大暴落を現出したといわれている。17年は心地よいゴールドロックスという

「適温相場」が続ぎ、VIXは低位安定していた。この際にヘッジファンドなどは「VIX先物インバース」関連商品の資産を積み上げていたという。「インバース」とは反対を意味し、VIXが上がると「インバース」商品は下がる値動きを示す。ゴールドロックスによる相場の安定は高い利回りを生み、ヘッジファンドや機関投資家は、ポジションをなぎ態で利幅を獲れない株価指数先物から、V



IXインバース関連商品に移していた。

こうしたVIXインバース関連商品は主に欧米で上場。米プロシエアーズ・トラストの指数連動型上場投資信託「プロシエアーズ・ショートVIX短期先物ETF」などが知られる。金融工学によって「恐怖」を指数化し、あらかじめ決められた日に定めた価格で売買する権利であるオプション取引商品にして、さらにその反対の値動きの指数化で利益を採る極めて複雑な構造となっている。また、クレディスイスグループの「ベロシテシエアーズ・デリー・インバースVIX短期ETF」は、実在する指数の裏付けがあるETFとは違うETF商品で、発行する金融機関の信用力が担保するだけで現物資産は存在しないため価格ほど純資産価値がないことがある。ETFもトラッキングエラーと呼ばれる指数と価格の乖離が発生することがあり、いずれにしてもリスクは高い。ゴールデンロックス相場で、株よりも利回りの高さをみて、価格形成を理解せずに運用商品に組み込んでいる機関投資家のファンドマネージャーは

少なくないという。

実は、東京証券取引場にも金融工学の権化といつてもいいハイリリスクで難解なVIXインバース関連のETFが上場されている。野村ホールディングスの欧州子会社が発行母体の「NEXT NOTES S&P 500 VIX インバース ETN」で、2月の日経平均の大暴落の一因になったといわれている。

初回発行時の基準価格1万円円で2015年3月16日に東証に上場したが、18年1月5日には3万9890円まで上昇。その後も3万円台を推移し、米株の変調が始まった2月2日に2万9416円まで下落。土日を挟み5日に1144円と、前日終値から96・11%も暴落した。VIX指数は2倍を超える急騰で、反対の値動きを示すVIXインバース関連商品は価格が半減よりもさらに下がった。さらに、このETNは6日朝に前日比96%も下落。前日終値の20%に相当するか、これを下回った場合、35年2月とされた満期を前に早期償還となる規定の適用で整理銘柄に指定され、16日に上場廃止となった。



償還価額は1144円から手数料などを引いた金額で、適温相場から今年も徐々に上昇基調に乗るとみて年初に100万円分を買った投資家がいたとすれば、どうなったか。償還日の4月2日に還つて来たのは約3万円で、ハイリリスク商品であることが証明された。

同様のETNは日本で11年8月に東証で上場され、現時点で23銘柄が上場。欧米のVIX関連商品を含め世界的に数兆円規模ともいわれる資産が半減か早期償還を迎えたことが現物市場に衝撃を与えたことは容易に察せられた。

一方、VIXインバース関連商品が相場に対する直撃弾とすれば、陽動兵器として効いたのが、投資ファンド

による「リスク・パリティ戦略」といわれている。株、債券、商品、通貨などのボラティリティに伴うリスクを一定に保つ運用で、例えば株が下がれば買い増し、同時に債券が上がっていれば売り増して資産配分を減らすシステムを自動的に瞬時に作動させる。この戦略による運用規模はVIXインバース商品と同様に、ゴールデンロックスの株高安定で積み上がり、資産規模は17年に最大20兆円近くに達し、株式比率は2割にもなったといわれる。

これが1月下旬からの本格的な株価調整でボラティリティが跳ね上がり、売りが売りを呼ぶスパイラルとなり、ボディブローのように効いたとみられる。



VIX関連商品もリスク・パリテイ戦略も金融工学を駆使したコンピュータによる24時間取引で自動売買されるため、株や債券などいずれのボラティリティが跳ねると、人間の意志が入る前に、すべての資産と世界の市場に影響を与えてしまう。リスク・パリテイ戦略の巻き戻しで弱った身体にVIX関連のインバース商品のパンチが入ったのが17年度第4四半期だった。

とすれば、伏線は17年のゴールドロックス時の資産過剰とみることで、逆と言えば、ファンダメンタルズに衰えが見られない中、調整に過ぎないという見方もできる。

過去を振り返れば同様の調整は1987年10月のブラックマンデーでもみられた。それまでの低金利による景気の過熱で、株、債券、通貨商品など投資先を多様化しリスクを分散する「ポートフォリオ・インシュアランス」による運用が流行し、その巻き戻しが暴落の引き金を引いた。株価が下がれば自動的に持ち高を減らすプログラム売買によって1日で20%も株価を減価させ、「ポートフォリオ・インシュアランス」による持ち高調整は、株下落、債券上昇、金利上昇で株のさらなる下落を呼ぶスパイラル状態を招いた。

しかし、今回、逆回転した「リスク・パリテイ戦略」はより高い利益率の市場を追い求めることに重点が置かれ、リスク分散を主目的にした「ポートフォリオ・インシュアランス」より先鋭的だ。さらに、当時より金融商品はVIX関連のETNをはじめ連動する指数は多岐にわたり、先物、オプションが加わることで複雑性は格段に増している。また、あらゆる市場が密接に結びつき超高速取引も商品を選ばず24時間動いているため、巻き返しの際に市場に

与える打撃は予測不能ともいわれている。

景気の上昇時にある利上げ局面での調整という点や戦略などが似通っていることから、今回をブラックマンデー型と分類して、比べてみれば、その規模は、長期的に影響する大暴落とまでは言えないという見方もできる。ブラックマンデーではNYダウは40%減だったことに比べ、金融商品の多様化や複雑化、連動速度が格段に増しているにもかかわらずS&P500で11%減だった。

ブラックマンデー以降の金融市場の節目で起きた暴落は日本のバブル崩壊、メキシコ危機、ITバブル崩壊、リーマンショックと続き、いずれも株高の後に長期金利を引きしめる過程で発生している。今回は、加熱調整に加え、政治、経済、軍事で覇権を握るトランプ大統領の大型減税と大規模投資などにみられる派手な人気取り政策への疑念も影響しているようだ。株価を覚ます長期金利の上昇は、トランプ政権下での財政悪化懸念で米国債が下落したことも背景になっているとみられる。金利上昇への不安がピークに達し、

株価の背中を突きVIXインバース商品を含めた高度な金融工学で編み出された商品と高い利益を、目を皿のように探すリスク・パリテイ戦略の巻き戻しが足下をふらつかせたとも言えそうだ。

ただ、2008年のリーマンショックのように銀行や証券会社で形成される金融システムに影響していないことで安心は出来そうだが、ブラックマンデーの時と同じように市場が安定するまではやはり1年以上かかると思われる。過去を振り返れば、その後に大型戻り相場が訪れることになるが、その時には再び資産過剰となり、バブルが醸成されるという。環境的には、予測がつかずとらえどころのない覇権国家、米国トップの政策決断手法と、経済大国となった中国の動向など前例がない要素も多く不安定さはぬぐいきれない。新年度から長期的な展望を描く際には、もう再び金融市場が活力を取り戻すことに期待はもてるが、いつかは、ちよつとしたつんのめりが景気を腰折れさせ、実体経済の崩壊につながることも少し気に留めておいた方が良いでしょう。