



金融市場の次のバブルは？

1980年代以降、金融市場はバブルの生成・崩壊を繰り返してきました。前回のバブル崩壊から既に10年が経過し、市場では次のバブルを懸念する声が高まっています。このレポートでは、足元でバブルの可能性があるとされる「国債」と「ユニコーン」の先行きを考えてみたいと思います。

バブルはどこに？

1980年代以降、金融市場はバブルの生成・崩壊を繰り返してきました。前回のバブル崩壊から既に10年が経過し、市場では次のバブルを懸念する声が高まっています。過去のバブルとしては、1980年代後半の日本の土地バブル、2000年のITバブル、2007年のクレジット（サブプライム）バブルが知られています。1980年代初頭に米連邦準備制度理事会のボルカー議長がインフレ退治に成功すると、中銀が景気拡大時に急速に金融引締めを行う必要性が薄れ、2000年以降は「バーナンキ・プット」と呼ばれたように中銀は資産価格の上昇に目をつぶるようになってきたことが背景にあったと思われます。これらのバブルの反省からリーマン危機直後に強化された金融規制にも直近、緩和圧力がかかり始めました。

次のバブルはどこで発生するのでしょうか。S&P 500はリーマン危機後の底から4倍以上に上昇しましたが、株式バブルを警戒する声は聞かれませんが、バリュエーション（株価収益率：PER）が過去のバブル時と比較すれば低水準にとどまっているからです。リーマン危機を招いたと言われる資産担保証券（CLO、CMBSなど*）にリスクがあるとの声も聞かれますが、クレジット市場を代表するハイイールド社債の対国債スプレッドは過去のバブル時ほど縮小していません（図表1）。足元で「国債」と「ユニコーン」にバブルの可能性があると考えています。

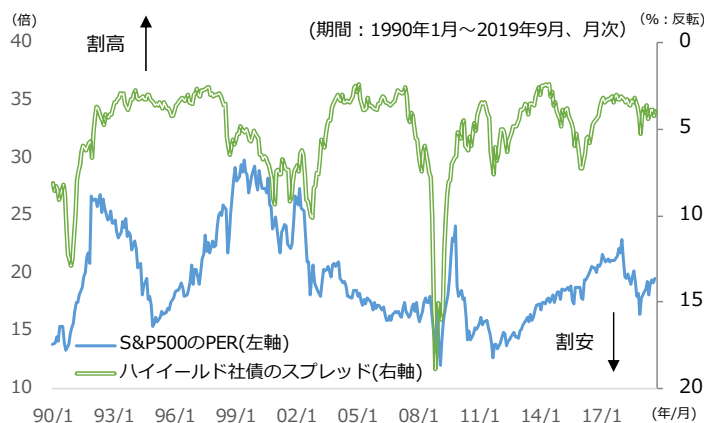
国債バブル

日本やドイツでは10年国債利回りがマイナスになっています（図表2）。両国政府はお金を借りて金利を稼ぐことができる状態です。世界中で取引されているマイナス金利の債券も2015年以降急速に拡大しています（図表3）。構造的な成長率の低下、各国中銀の量

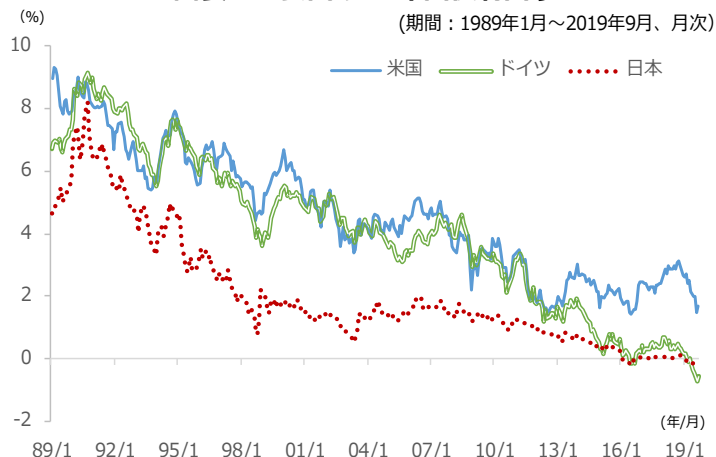
(*) CLO : ローン担保証券 (Collateralized Loan Obligation)

CMBS : 商業不動産担保証券 (Commercial Mortgage Backed Securities)

図表1 S&P500のPERとハイイールド社債のスプレッド



図表2 主要国の10年国債利回り



図表3 マイナス金利で取引される債券の時価総額



(図表1-3の出所) Bloombergのデータより岡三アセットマネジメント作成

＜本資料に関してご留意いただきたい事項＞

■本資料は、投資環境に関する情報提供を目的として岡三アセットマネジメント株式会社が作成したものであり、特定のファンドの投資勧誘を目的として作成したものではありません。■本資料に掲載されている市況見通し等は、本資料作成時点での当社の見解であり、将来予告なしに変更される場合があります。また、将来の運用成果を保証するものでもありません。■本資料は、当社が信頼できると判断した情報を基に作成しておりますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。■投資信託の取得の申込みには、投資信託説明書（交付目論見書）をお渡しますので必ず内容をご確認のうえ、投資判断はお客様ご自身で行っていただきますようお願いいたします。

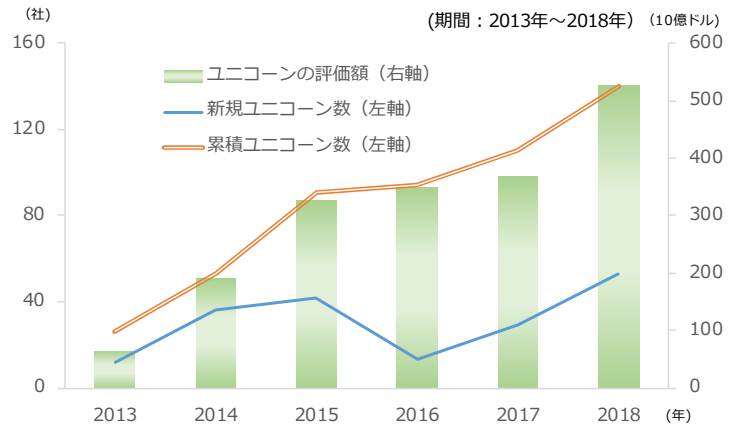
的緩和、世界的な金余りが背景にあると思われます。市場はこれらの政府に安く資金を調達させることを通じて財政を拡張し、成長率を高めるよう催促していると考えられます。しかし、いずれこのような変則的な現象は解消に向かうと考えています。

ユニコーン・バブル

「ユニコーン」とは企業の評価額が10億ドル（約1080億円）を超える未上場企業です。テクノロジーやビジネスモデルの発展・進化を受けて世界中でフィンテック、AI、IoT、バイオテクノロジー、ライドシェア、Eコマースなどのスタートアップが多数誕生しています。成熟した景気サイクル、低金利環境の下で投資家が上場株式よりも高いリターンが期待でき、景気や市場サイクルの影響を受けにくいとされる未上場企業へ資金を大量に振り向けた結果、これらの企業の評価額は大幅に膨らみました（図表4）。株式を公開せず、特定のプライベート投資家から資金を調達して企業規模の拡大を目指すユニコーンの経営上の優位性は、不特定多数の株主に利益を配分したり、情報開示やコーポレートガバナンスを上場規則等が求める水準まで引き上げる必要がないことです。

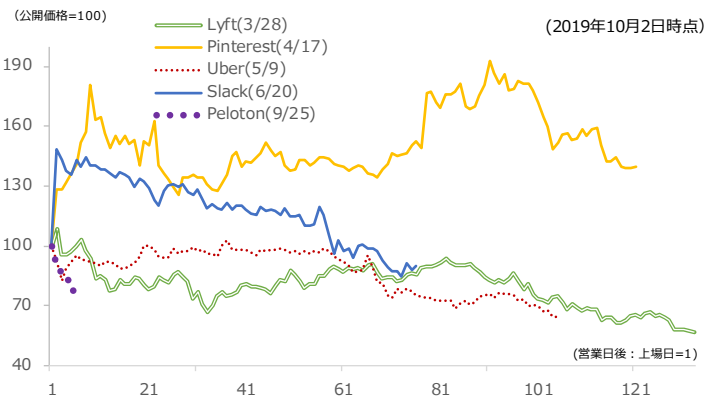
2019年はこのようなユニコーンが株式市場に上場するIPO（株式公開：Initial Public Offering）の当たり年と言われています。今年上場したユニコーンのほとんどは上場時点では赤字でしたが、将来の黒字化を見込んでIPOに踏み切りました。一方、上場後の株価が公開価格を上回っている例はごく一部です（図表5）。IPO企業で構成されるルネサンスIPO指数のパフォーマンスは年初来S&P500を上回ってきましたが、8月以降は減速が鮮明になってきました（図表6）。IPO後の株価推移はその時々の株式市場の地合いにも依存しますが、上場前の評価やIPO時の市場の期待が高すぎたことが背景にあると思われます。また、これらの企業は株式を公開して広く投資家から成長資金を集めるというIPO本来の目的よりも、既存のプライベート投資家に出口（売却して益出しする機会）を提供することを優先しているという批判的な論評も聞かれます。

図表4 ユニコーンの拡大（米国）



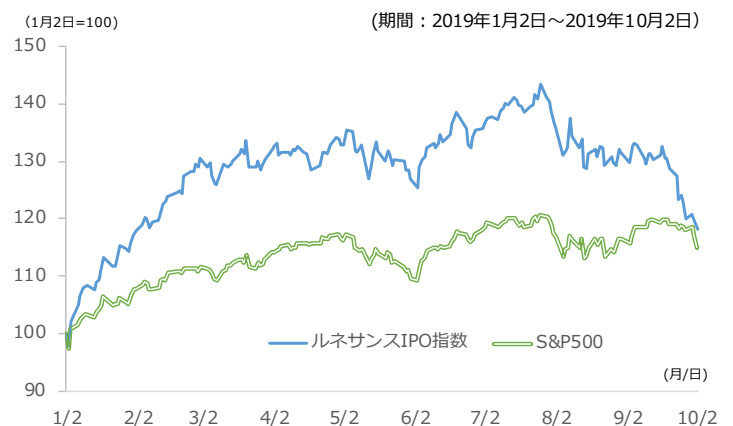
(出所) CBインサイツのデータより岡三アセットマネジメント作成

図表5 主要IPO銘柄の上場後の株価推移



- Lyft、Uberはライドシェア、Pinterestはソーシャルネットワーク、Slackは企業向けソフトウェア、Pelotonはフィットネス器具
- かっこ内は上場日

図表6 ルネサンスIPO指数とS&P500



(図表5-6の出所) Bloombergのデータより岡三アセットマネジメント作成

＜本資料に関してご留意いただきたい事項＞

■本資料は、投資環境に関する情報提供を目的として岡三アセットマネジメント株式会社が作成したものであり、特定のファンドの投資勧誘を目的として作成したものではありません。■本資料に掲載されている市況見通し等は、本資料作成時点での当社の見解であり、将来予告なしに変更される場合があります。また、将来の運用成果を保証するものでもありません。■本資料は、当社が信頼できると判断した情報を基に作成しておりますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。■投資信託の取得の申込みには、投資信託説明書（交付目論見書）をお渡しますので必ず内容をご確認のうえ、投資判断はお客様ご自身で行っていただきますようお願いいたします。



バブル、その後

一般的に「バブルかどうかは弾けてみないとわからない」と言われています。これまでにバブルが発生した際にも「今回は違う：This time is different!」とその状態を正当化する声が必ず聞こえてきました。しかし、我々が一般常識で考えて「おかしい」と思える現象には素直に警戒する必要があると考えています。

国債バブルについては、将来のどこかの時点で金利が急上昇すれば、国債を大量に保有している市中銀行、年金基金、保険会社は多額の評価損を抱えることになるでしょう。日本銀行が量的緩和によってマイナス金利で買入れた国債を満期まで保有すれば実現損を計上することになり、その額が大きければ、日銀から政府への国庫納付金が減少することにもつながります。また、国債で財政資金を調達する各国政府も金利が上昇すれば利払い負担が拡大することになります。このように国債バブルの崩壊は様々な経路を通して我々の生活に影響を及ぼすことになると思われます。

ユニコーンの過度に高い評価（バリュエーション）やユニコーンのIPO後の株価推移にも注目しています。世界経済が減速し、投資家が期待する利益をあげられなくなれば、上場前であれば評価額が下がり、上場後であれば株価は下落します。歴史を振り返れば、バブル崩壊の前触れとして必ず象徴的なIPOやM&A（合併・買収）が行われました。2000年のITバブルではAmerica OnlineのTime Warner（メディア）買収、2007年のクレジットバブルではBlackstone Group（プライベートエクイティ）のIPO、原油価格（WTI）が2011年に約114ドルでピークを付けた前後にはGlencore（エネルギー商社）のIPOがそれぞれ行われました。情報の非対称性が存在する株式市場では既存株主が自ら保有する株式を高値で売り抜けようとするインセンティブが常に働きます。

米国の調査会社であるCBインサイツ社によれば今年5月の時点で世界のユニコーンは346社を数えました（日本はプリファードネットワークスの1社）。鳴り物入りで行われたLyft、UberのIPO後の株価は振るわず、WeWork（シェアオフィス）はIPOの計画を取り下げました。株式市場に高値警戒感が漂うなか、これからもAirbnb（民泊）などの大型IPOが予定されています。

国債、ユニコーン市場が本当にバブルなのかどうかは弾けてみないと判断できません。しかし、中長期的にはこれらの市場、そしてユニコーンをIPOという形で受け入れる株式市場の先行きについてはやや警戒的に見る必要があると考えています。

以上（作成：投資情報部）

<本資料に関してご留意いただきたい事項>

■本資料は、投資環境に関する情報提供を目的として岡三アセットマネジメント株式会社が作成したものであり、特定のファンドの投資勧誘を目的として作成したものではありません。■本資料に掲載されている市況見通し等は、本資料作成時点での当社の見解であり、将来予告なしに変更される場合があります。また、将来の運用成果を保証するものではありません。■本資料は、当社が信頼できると判断した情報を基に作成しておりますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。■投資信託の取得の申込みに当たっては、投資信託説明書（交付目論見書）をお渡しますので必ず内容をご確認のうえ、投資判断はお客様ご自身で行っていただきますようお願いいたします。

ストラテジストの眼

皆様の投資判断に関する留意事項

【投資信託のリスク】

投資信託は、株式や公社債など値動きのある証券等(外貨建資産に投資する場合は為替リスクがあります。)に投資しますので、基準価額は変動します。従って、投資元本が保証されているものではなく、基準価額の下落により、損失を被り、投資元本を割り込むことがあります。

投資信託は預貯金と異なります。投資信託財産に生じた損益は、すべて投資者の皆様へ帰属します。

【留意事項】

- 投資信託のお取引に関しては、金融商品取引法第37条の6の規定(いわゆるクーリングオフ)の適用はありません。
- 投資信託は預金商品や保険商品ではなく、預金保険、保険契約者保護機構の保護の対象ではありません。また、登録金融機関が取扱う投資信託は、投資者保護基金の対象とはなりません。
- 投資信託の収益分配は、各ファンドの分配方針に基づいて行われますが、必ず分配を行うものではなく、また、分配金の金額も確定したものではありません。分配金は、預貯金の利息とは異なり、ファンドの純資産から支払われますので、分配金が支払われると、その金額相当分、基準価額は下がります。分配金は、計算期間中に発生した収益を超えて支払われる場合があるため、分配金の水準は、必ずしも計算期間におけるファンドの収益率を示すものではありません。また、投資者の購入価額によっては、分配金の一部または全部が、実質的には元本の一部払戻しに相当する場合があります。ファンド購入後の運用状況により、分配金額より基準価額の値上がり率が小さかった場合も同様です。

【お客様にご負担いただく費用】

- お客様が購入時に直接的に負担する費用
購入時手数料：購入価額×購入口数×上限3.85%(税抜3.5%)

- お客様が換金時に直接的に負担する費用
信託財産留保額：換金時に適用される基準価額×0.3%以内

- お客様が信託財産で間接的に負担する費用
運用管理費用(信託報酬)の実質的な負担
：純資産総額×実質上限年率2.09%(税抜1.90%)

※実質的な負担とは、ファンドの投資対象が投資信託証券の場合、その投資信託証券の信託報酬を含めた報酬のことをいいます。なお、実質的な運用管理費用(信託報酬)は目安であり、投資信託証券の実際の組入比率により変動します。

その他費用・手数料

監査費用：純資産総額×上限年率0.0132%(税抜0.012%)

※上記監査費用の他に、有価証券等の売買に係る売買委託手数料、投資信託財産に関する租税、信託事務の処理に要する諸費用、海外における資産の保管等に要する費用、受託会社の立替えた立替金の利息、借入金の利息等を投資信託財産から間接的にご負担いただく場合があります。

(監査費用を除くその他費用・手数料は、運用状況等により変動するため、事前に料率・上限額等を示すことはできません。)

- お客様にご負担いただく費用につきましては、運用状況等により変動する費用があることから、事前に合計金額若しくはその上限額又はこれらの計算方法を示すことはできません。

【岡三アセットマネジメント】

商号：岡三アセットマネジメント株式会社
事業内容：投資運用業、投資助言・代理業及び第二種金融商品取引業
登録：金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第370号
加入協会：一般社団法人 投資信託協会／一般社団法人 日本投資顧問業協会

上記のリスクや費用につきましては、一般的な投資信託を想定しております。各費用項目の料率は、委託会社である岡三アセットマネジメント株式会社が運用する公募投資信託のうち、最高の料率を記載しております。投資信託のリスクや費用は、個別の投資信託により異なりますので、ご投資をされる際には、事前に、個別の投資信託の「投資信託説明書(交付目論見書)」の【投資リスク、手続・手数料等】をご確認ください。

<本資料に関するお問い合わせ先>

フリーダイヤル 0120-048-214 (9:00~17:00 土・日・祝祭日・当社休業日を除く)