



## 2020年のマルチアセット戦略： 困難な環境に対処する5つのポイント



2020年3月19日



ダン・ローウィー

アライアンス・バーンスタイン・エル・ピー  
マルチアセット・ソリューション部門 最高投資責任者 兼 責任者



カレン・ワトキン

アライアンス・バーンスタイン・リミテッド  
マルチアセット・ソリューション部門 ポートフォリオ・マネジャー



過去10年間は大半の資産クラスが優れたパフォーマンスを達成した。しかし、2020年は投資リターンが低下し、リスク管理も困難になると予想される。今後については、投資機会を発掘し、市場の下落による悪影響を和らげるためには、規律あるマルチアセット型のアプローチがとりわけ貴重になりそうだ。

2019年はリターンが良好だったため、投資家にとって戦略的なアロケーションはそれほど重要ではなかった。株式が最高値を更新してパフォーマンスをけん引したが(以前の記事『[2020年の株式市場の見通し: 楽観と困難のはざまに](#)』ご参照)、株式から債券、不動

産、他の分散投資商品まで、幅広い資産クラスや分野が好調に推移した。このトレンドは過去10年間の大半にわたって持続した。

だが、良い時期は終わりを迎えつつあるかもしれない。アライアンス・バーンスタイン(以下、「AB」)では、今後10年間は市場が大きな変化に直面すると考えている。根底にある問題としては、先進国や中国における労働力人口の減少、生産性の低い伸び、今までにない水準に膨らんでいる債務が消費や投資に与える悪影響などが挙げられる。さらに、割高なバリュエーション(過

当資料は、アライアンス・バーンスタイン・エル・ピーのCONTEXTブログを日本語訳したものです。オリジナルの英語版はこちら。  
<https://blog.alliancebernstein.com/library/five-multi-asset-strategies-for-2020s-challenges-usd.htm>

本文中の見解はリサーチ、投資助言、売買推奨ではなく、必ずしもABポートフォリオ運用チームの見解とは限りません。本文中で言及した資産クラスの過去のパフォーマンスは将来の運用成果等を示唆・保証するものではありません。

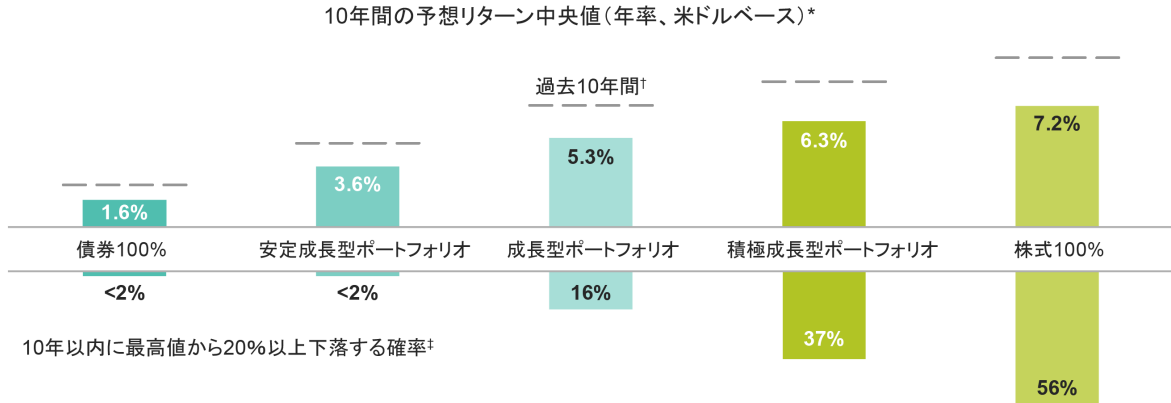
当資料は、2020年1月20日現在の情報を基にアライアンス・バーンスタイン・エル・ピーが作成したものをアライアンス・バーンスタイン株式会社が翻訳した資料であり、いかなる場合も当資料に記載されている情報は、投資助言としてみなされません。当資料は信用できると判断した情報をもとに作成しておりますが、その正確性、完全性を保証するものではありません。また当資料の記載内容、データ等は作成時点のものであり、今後予告なしに変更することがあります。当資料で使用している指数等に係る著作権等の知的財産権、その他一切の権利は、当該指数等の開発元または公表元に帰属します。当資料中の個別の銘柄・企業については、あくまで説明のための例示であり、いかなる個別銘柄の売買等を推奨するものではありません。アライアンス・バーンスタイン及びABはアライアンス・バーンスタイン・エル・ピーとその傘下の関連会社を含みます。アライアンス・バーンスタイン株式会社は、ABの日本拠点です。

去10年に及ぶ金融緩和や信用の拡大が原因)、ポピュリズムの台頭、地政学的リスクなどが挙げられる。

それは長期にわたる市場の大幅な下落が迫っていることを意味するわけではないが、今後10年間は多くの資

産クラスでリターンが低下すると予想される(図表1)。一方、政策当局者はそれらの困難な問題に対する効果的な対策を見つけ出せずにいるため、ダウンサイド・リスクが広がり、その度合いも強まる可能性がある。

【図表1】 リスクが高まり、リターンが低下？



過去の運用実績は将来の運用成果等を示唆・保証するものではありません。いかなる推測あるいは予測も、それが実現することを保証するものではありません。

\*2019年6月30日時点における向こう10年間の当該資本市場のリターンに関するバーンスタインの予想レンジに基づきます。

10年間にわたる税引き前の年平均利益成長率見通し。安定成長型ポートフォリオは株式30%/債券70%、成長型ポートフォリオは株式60%/債券40%、積極成長型ポートフォリオは株式80%/債券20%。アロケーションに関する更なる詳細についてはお問い合わせください。

†2009年7月1日から2019年6月30日までの年平均成長率。株式はラッセル3000指数60%/MSCI ACWI(除く米国)指数40%、債券はリッパ短・中期地方債カテゴリーに属するファンドの平均。

‡今後10年以内に税引き前・キャッシュフロー控除前の累積リターンがピークから底まで20%下落する確率。当計算で用いているウェルス・フォーキャストシステムは年間の資本市場リターンを用いており、より頻繁に(日次あるいは月次ベース)測定したピークから底までの下落の確率は過小評価されている可能性があります。上記の確率の計算においては、高値から底までの間(年数)の端数は切り上げて整数化しています。

出所:リッパ、MSCI、ラッセル、S&P、AB

マルチアセット戦略を活用すれば、投資家は、伝統的な資産クラスだけでなく、ベータを分散する投資商品やオルタナティブ資産、タイミング戦略、オプションなどの幅広いツールを用いてポートフォリオを構築することで、この難しい市場環境を乗り越えることができるだろう。マルチアセット戦略はさらに、十分なリスク管理を行いながら利回りを獲得する機会を投資家に提供できる可能性がある。ABでは、変化する2020年の投資環境に立ち向かうために、次の5つポイントに注目したいと考える。

### 1. 株式には警戒が必要:

#### 欧州や新興国市場に目を向けよう

世界の企業業績成長は減速する可能性があり、2020年は、増益率が1桁前半から半ばに落ち込む場合も想定される。しかも、低いながらも利益の伸びを支えると思われるのは自社株買いや資金調達活動で、売上高の伸びではない。企業は単位労働コストの上昇を受けて雇用や支出に対して慎重な姿勢を強めざるを得なくなっており、利益率は特に米国でピークを打った可能性がある。一方欧州に目を向けると、株式のバリュ

エーションの魅力が高まっており、ユーロ圏の多くの輸出企業にとっては軟調なユーロ相場が追い風となりそうだ。新興国市場の株式についても、業績見通しの引上げや企業を取り巻く見通しの改善を受け、中国A株を含む一部の銘柄で選別的なエクスポージャーを取ることが望ましい。

### 2. デュレーションを維持しよう

金利へのエクスポージャーはかつて、ダウンサイド・リスクを和らげる中心的な役割を果たすとみられていた。しかしながら、国債の利回りは世界的に極めて低い水準あるいはマイナス圏にあるため、リスク・オフのシナリオにおいてデュレーションがどれほど大きな資産保護効果を提供できるか、疑問が持ち上がっている。それでも、成長やリスク資産のリターンを巡る見通しが不透明である環境では、金利エクスポージャーを通じて株式エクスポージャーをやや相殺するリスク管理型アプローチの妥当性が高まる。利回りが低い欧州ですら、デュレーションは役立つ可能性がある。その一因は、イーールドカーブが米国よりもスティーブな状態にあり、潜在的なリターンを押し上げているからである。

### 3. オルタナティブ戦略を選別的に取り入れよう

一部のオルタナティブ戦略はベータの分散や魅力的なリスク/リターン特性をもたらしてくれる。例えば、流動性の高いオルタナティブ戦略はここ数年パフォーマンスが低迷していたが、今後は真価を発揮する可能性がある。2020年の市場見通しが不透明なものであるため、リスク上昇時に資産保護効果を持つボラティリティ抑制型戦略を積極的に取り入れる投資家は、魅力的なリスク・プレミアムを享受し、全体のリターンを押し上げることができるかもしれない。マージャー・アービトラージ戦略も検討する価値があろう。企業は自力で成長する機会を見つけ出すのに苦労している。そのような環境では、低い借入れコストは、成長力の増大を目指した戦略的な買収の魅力を高める可能性がある。

### 4. トレンドを追いかけるのは止めよう

成長や地政学的問題を巡るリスクにより、市場は持続的なトレンドを形成するのが難しくなる可能性がある。そのため、投資家はボラティリティやモメンタムなどトレンドに追随したシグナルを重視しすぎることを避け、リスク管理戦略を頻繁に見直す必要がある。ABでは、今後はリスク・オンとリスク・オフが度々入れ替わる困難な時期が訪れる可能性が最も高いとみている。こうした環境においては、基本的な市場のファンダメンタルズを

把握するシグナルを重視することが賢明である。そのようなシグナルには、バリュエーション、企業のバランスシートの質、景気刺激策、インフレ率などがある。

### 5. インカム創出源を広げよう

12兆米ドルを超える高格付債券の利回りがマイナスとなっているため、利回りを獲得するのも大きな難題である。過度のリスクを避けるためには、投資家は投資対象を広げる必要がある。債券に関しては、それはグローバルなマルチセクター・アプローチを取り入れることを意味する。例えば、米国のハイイールド債はファンダメンタルズが堅実で、利回りの源泉を分散する上で役立つ投資対象である。しかし同時に、債券以外にも目を向け、不動産投資信託(REIT)、マスター・リミテッド・パートナーシップ(MLP)、証券化資産、そしてグローバル株式への投資機会につながるマルチアセット戦略を取り入れることも意味している。

規律あるマルチアセット戦略にこれら5つのポイントを取り入れれば、新たな10年を迎える準備が整ったことになる。投資家は資本市場におけるさまざまな分野を利用することで、2020年に直面するであろう新しく手強いリスクを引き下げながら、着実なリターン源泉を確保できる可能性がある。

## アライアンス・バーンスタイン株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第303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／日本証券業協会／  
一般社団法人第二種金融商品取引業協会

<https://www.alliancebernstein.co.jp>

### 当資料についての重要情報

当資料は、投資判断のご参考となる情報提供を目的としており勧誘を目的としたものではありません。特定の投資信託の取得をご希望の場合には、販売会社において投資信託説明書(交付目論見書)をお渡ししますので、必ず詳細をご確認のうえ、投資に関する最終決定はご自身で判断なさるようお願いいたします。以下の内容は、投資信託をお申込みされる際に、投資家の皆様に、ご確認いただきたい事項としてお知らせするものです。

#### + 投資信託のリスクについて

アライアンス・バーンスタイン株式会社の設定・運用する投資信託は、株式・債券等の値動きのある金融商品等に投資します(外貨建資産には為替変動リスクもあります。)ので、基準価額は変動し、投資元本を割り込むことがあります。したがって、元金が保証されているものではありません。投資信託の運用による損益は、全て投資者の皆様に帰属します。投資信託は預貯金と異なります。リスクの要因については、各投資信託が投資する金融商品等により異なりますので、お申込みにあたっては、各投資信託の投資信託説明書(交付目論見書)、契約締結前交付書面等をご覧ください。

#### + お客様にご負担いただく費用:投資信託のご購入時や運用期間中には以下の費用がかかります

- + 申込時に直接ご負担いただく費用…申込手数料 上限3.3%(税抜3.0%)です。
- + 換金時に直接ご負担いただく費用…信託財産留保金 上限0.5%です。
- + 保有期間に間接的にご負担いただく費用…信託報酬 上限2.068%(税抜1.880%)です。

その他費用…上記以外に保有期間に応じてご負担いただく費用があります。投資信託説明書(交付目論見書)、契約締結前交付書面等でご確認ください。

上記に記載しているリスクや費用項目につきましては、一般的な投資信託を想定しております。費用の料率につきましては、アライアンス・バーンスタイン株式会社が運用する全ての投資信託のうち、徴収するそれぞれの費用における最高の料率を記載しております。

### ご注意

アライアンス・バーンスタイン株式会社の運用戦略や商品は、値動きのある金融商品等を投資対象として運用を行いますので、運用ポートフォリオの運用実績は、組入れられた金融商品等の値動きの変化による影響を受けます。また、金融商品取引業者等と取引を行うため、その業務または財産の状況の変化による影響も受けます。デリバティブ取引を行う場合は、これらの影響により保証金を超過する損失が発生する可能性があります。資産の価値の減少を含むリスクはお客様に帰属します。したがって、元金および利回りのいずれも保証されているものではありません。運用戦略や商品によって投資対象資産の種類や投資制限、取引市場、投資対象国等が異なることから、リスクの内容や性質が異なります。また、ご投資に伴う運用報酬や保有期間中に間接的にご負担いただく費用、その他費用等及びその合計額も異なりますので、その金額をあらかじめ表示することができません。