



マルチアセット投資家は今、ディフェンス資産を分散させる時



2020年10月8日



ダン・ローウィー(写真)

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



ヴィノッド・チャスラニ

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 ポートフォリオ・マネジャー



ジェス・ガスパー

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 リサーチ・ディレクター

国債は長い間、マルチアセット・ポートフォリオにおいてディフェンス資産として守りの役割を果たしてきた。しかし、今日の極端な市場環境では、投資家は他のディフェンス資産まで含めて、より広範囲に活用すべきではないか？

マルチアセット投資家は、ダウンサイド・リスクを軽減するためにさまざまな投資戦略をフルに活用することができる。しかし、過去40年間は、先進国の国債以外に目を向ける必要はなかった。これらの国債は、信頼性の高いプロテクションと豊富な流動性、そして相応のイン

カムを提供し、ポートフォリオの分散化にとって理想的な資産となっている。過去10年間の低利回りの時代を経ても、国債のディフェンス力には目を見張るものがある。マルチアセット投資家にとって、国債を利用することは、ポートフォリオのために保険を買うようなものだったが、そのために保険料を払うことはなかった。

しかし、今後は国債からの恩恵がこれほど大きくなることはないだろう。マルチアセット投資家は、これまで以上に柔軟かつ包括的にディフェンス資産を活用しなければならない。

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/for-multi-asset-investors-defense-is-now-a-team-effort.htm>

本文中の見解はリサーチ、投資助言、売買推奨ではなく、必ずしもアライアンス・バーンスタイン(以下、「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9月10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。

国債のリターンは、政策余地が限定的な時代には鈍化する可能性がある

いくつかの要因によって、国債への投資のリターンは低下しており、将来的にはそのディフェンシブな特性が弱まる可能性がある。

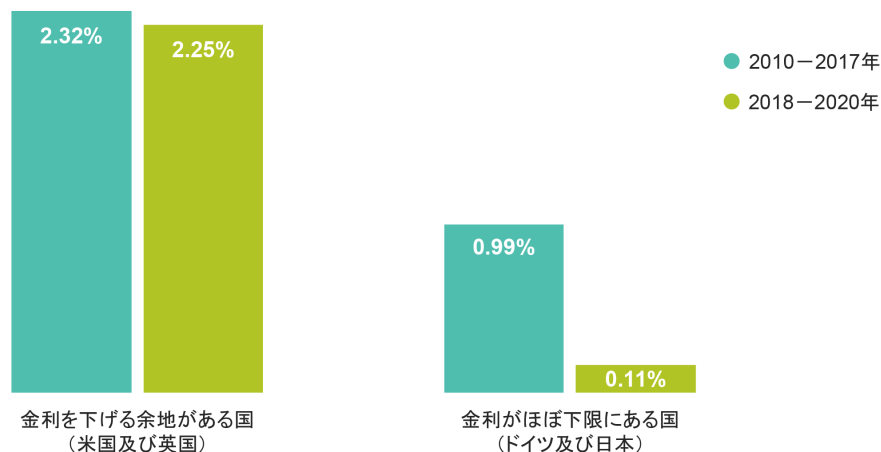
第一に、記録的な低利回りやマイナス利回りでは、インカムの可能性は限られる。イールドカーブの傾きももはや急ではない(スティープではない)ため、より長期の国債に投資しても、インカムはさほど改善しないかもしれない。今後、先進国政府の債務が増加すれば、借入コストを抑制するためにイールドカーブ・コントロール戦略に頼ることが多くなるかもしれない、投資家がロール

ダウン戦略を利用してリターンを得る機会は、より限定的になるだろう。

利回りがすでに低水準にあり、かつ政策決定者がさらなる利下げを行うことが難しい時には、株式市場の下落に対して国債はそれほど強力にはポートフォリオを守るができないと考えられる。確かにマルチアセット・ポートフォリオの分散化には資するかもしれないが、株式市場が低迷している間のリターンはかなり控えめなものになるだろう。

実際、この流れはすでに始まっている(図表1)。新型コロナウイルスを原因とする市場下落に際して、利回りがゼロに近い国債や、政策に制約のある発行体の国債からは、以前ほどの分散効果は得られなかった。

【図表1】 金利の下限がゼロの債券は、分散効果が限定的
世界金融危機後に、株式が10%以上下落した時のピークから底までの期間の国債の平均的なパフォーマンス



分析は情報提供の目的でのみ使用しており、今後変更される可能性があります。過去のパフォーマンスは将来の成果等を示唆・保証するものではありません。

株式が10%以上下落した際のデータは米ドルヘッジ後の先進国株式のパフォーマンスに基づきます。

金利を下げ余地がある国のデータは、10年利回りが市場で認識されている2018-2019年の政策金利のフロア(下限)を大幅に上回っている米国と英国の平均(50%ずつのウェイト)。金利がほぼ下限にある国のデータは、10年利回りが市場で認識されている2018-2019年の政策金利のフロア(下限)と同水準であるドイツと日本の平均(50%ずつのウェイト)。英ポンド/ユーロ/円ベースの国債のリターンは全て米ドルヘッジ後。

2010年1月から2020年3月まで

出所: パークレイズ、ブルームバーグ、MSCI、S&P、WFD、AB

コロナ危機に対処するための緊急支援策を受けて、大幅な金利引き下げや大規模な追加金融刺激策の実行余地が残されている国は少なくなっている。そのため、国債のパフォーマンスを取り巻く環境は、今後さらに厳しくなる可能性がある。このことは、国債のリターンと分散効果の両方の特性が、過去40年と比べて低下している可能性が高いのではないかと、というアライアンス・バーンスタイン(以下、「AB」)の確信をより確実なものにしている。

しかし、それだけではない。反グローバル化の兆候と、中央銀行による国債のさらなる買い入れの可能性は、長期的なデフインフレの終焉を示唆している。もしイ

ンフレ局面に回帰する可能性があるならば、長期的な視点からのディフェンス戦略を多様化する必要性がますます高まっている。

多様な分散投資が役立つ

投資家が将来にわたって強固なディフェンス戦略を取り続けるにはどうすればよいのだろうか? ABは、柔軟、かつ意図しないリスクを管理するためのさまざまなツールを用いることで幅広いディフェンス戦略を活用できるマルチセクターやマルチアセットのアプローチを実践するのが望ましいと考えている。

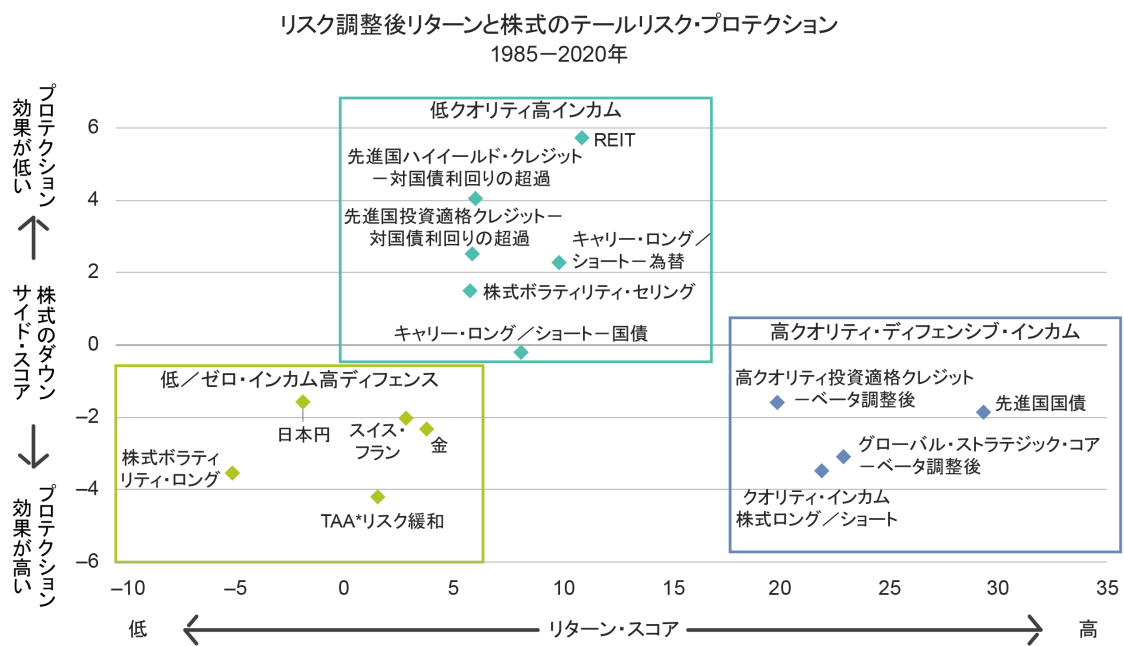
国債の直接的な代替は存在しないが、幸いなことに、同様の特徴を持つ分散投資に適した資産は存在する。投資家が国債の基本的な特性を見極めることができれば、他の投資戦略にその特性を求め、その代替が実際に同様のディフェンシブな役割を担うかを検証することができる。

国債は、金利リスクやインフレ・リスクの代償として、質の高い発行体が引き受けた安定したキャッシュフローが受け取れることを意味する(つまり、株式市場が売られるようなマイナス成長やインフレ・ショックの時に最大のリターンを提供する)。

高クオリティの企業は、分散投資の観点から効果的な選択肢となりうる(図表2)。安定したキャッシュフローを

持つ優良企業の株式や債券は、多くの場合、マルチアセット・ポートフォリオに類似した特性を提供する。これらの企業の株式は、強力な配当を株主に提供し、株式市場が下落する局面では確実にディフェンシブな性質を持つ傾向がある一方、相応のインカムを伴う大きな長期リターンも生み出す。高クオリティの社債もまた、低クオリティの企業と比較して、このような特徴を示す傾向がある。政府や中央銀行が金利を低水準に維持していることから、このような目に見える安定したキャッシュフローは、ほとんどのシナリオで魅力的なものであり続けるだろう。したがって、魅力的なインカムを生み出す高クオリティの資産は、将来的に最も効果的な分散投資の1つとなる可能性が高いとみている。

【図表2】 国債の代わりに効果的な分散効果が得られる資産はどこにあるのか？
高クオリティなディフェンス資産は1つだけではない



分析は情報提供の目的でのみ使用しており、今後変更される可能性があります。過去のパフォーマンスは将来の成果等を示唆・保証するものではありません。

*タクティカル・アセット・アロケーション(戦術的資産配分)

リターン及びダウンサイド・キャプチャ・スコアは、特定のリターン・ストリームの幅、一貫性、期間を測定するためのAB独自の方法で算出したリスク調整後リターン及び株式のテール・イベントにおけるパフォーマンス。高クオリティ投資適格クレジット戦略は、AB独自の方法で高クオリティ投資適格クレジットと定義し、そのクレジット・ベータについてはハイイールド・クレジットを用いてヘッジした戦略の2008年からのシミュレーション。クオリティ・インカム株式ロング/ショートは、総金利回りが平均を上回り、収益性、アクルアール(会計上の利益と現金収益の差)、レバレッジ、需給の要素を組み合わせ評価し高クオリティと定義された銘柄で構成された株式ロング/ショート戦略の1985年からのシミュレーション。グローバル・ストラテジック・コアは、低ボラティリティかつ高クオリティの株式で構成される実在する戦略(1990年から2011年11月まではシミュレーション)、図表内のものは市場ベータ調整後。

1985年1月から2020年3月まで

出所: パークレイズ、ブルームバーグ、MSCI、S&P、WFD、AB

制約のないマルチアセット・アプローチは、多様化するあらゆる資産や戦略からリターンを得ることを容易にする。そして、ABのリサーチでは、強力なディフェンシブ特性を持つリターン・ストリームとインカムを提供するリ

ターン・ストリームのバランスをとることで、ポートフォリオ全体の特性をさらに向上させることができることが示されている。

国債の今後の位置づけ

国債は、マルチアセット投資家にとって今なお重要な役割を果たしていることを忘れてはならない。ほとんどの場合、キャリーは依然としてプラスのリターンを提供している。また中央銀行は政策金利の下限を引き下げれば、危機時には国債の金利の引き下げや価格上昇が可能になる。また、先進国国債の流動性は他の追随を許さないだろう。しかし、今後はリターン創出効果や分散効果は低くなると思われる。これらを理解した上で、投資家は、可能な限りインカムとディフェンスのメ

リットを保つために、国債のエクスポージャーを排除するのではなく、分散させることを検討すべきである。

つまり、マルチアセット投資家は、国債への戦略的エクスポージャーを減らし、株式とクレジットにまたがるクオリティの高い安定したキャッシュフローに配分して、ポートフォリオの中のディフェンス資産を分散させることを検討すべきであると考えます。また、可能であれば、より柔軟性を高め、より強固なポートフォリオ特性を構築するために、制約がより少ないマルチアセット・アプローチを採用すべきだと考える。

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。