



今こそキャッシュを再投資に活用しよう



2021年3月26日



スコット・クラウトハマー

アライアンス・バーンスタイン・エル・ピー

プロダクト・マネジメント&ストラテジー グローバル責任者



株価バリュエーションの高さとボラティリティを巡る懸念を背景に、投資家は記録的な額のキャッシュを手元に積み上げている。だが、目先の安全を重視する行動は犠牲を伴う。回復に向けた道のりが不透明であるにもかかわらず、長期的な目標を明確に定めることによって、投資家は自信をもって待機資金を再投資することができる。

2020年初めに市場が暴落した際、多くの投資家は保有資産を処分して現金化した。しかし、その後の回復局面では、比較的少額のキャッシュしか市場に戻っていない。モーニングスターのデータ(次ページの図表1)によると、世界のマネーマーケット・ファンドへの資金流入額は2020年にネットで9,780億米ドルを超え、過去10年で最高に達した。これは株式や債券のファンドへの流入額を上回る規模である。2020年下半期にはキャッシュ

から資金がやや流出したが、マネーマーケット資産の総額は2020年に過去最高の6兆2,400億米ドルに膨らんだ。

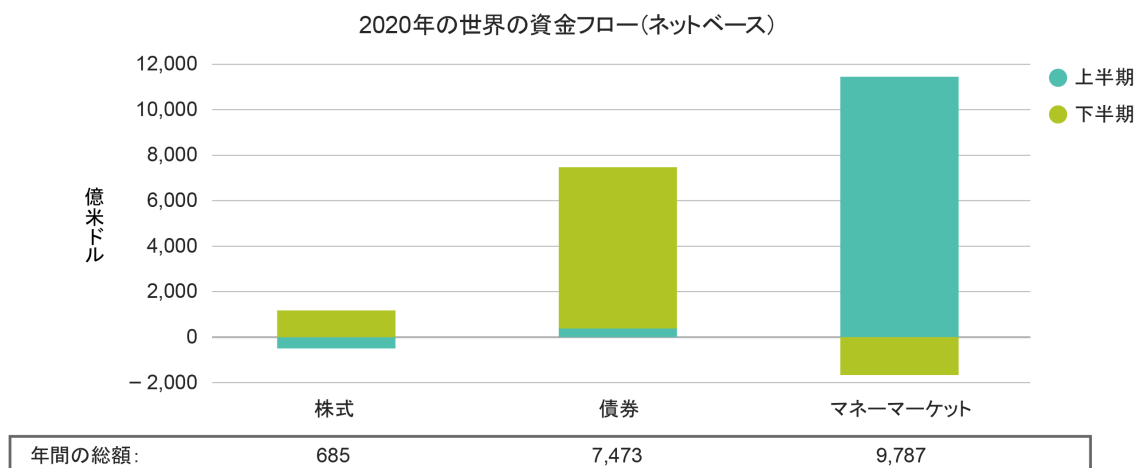
先行きが不透明な局面ではキャッシュは心の安らぎを与えてくれる。2020年の回復場面でも当たり前の現象となったボラティリティ上昇から資産を守る緩衝材にもなる(以前の記事『[When Markets Are Recovering, Don't Ignore Volatility](#)』(英語)ご参照)。しかし、金利が過去最低水準にあり、多くの先進国にマイナス金利が広がっている中では、キャッシュはほとんど何も生み出さない。そのため、投資家は市場から離れることによって大きな機会コストを支払っていることになる。一方、2021年2月初めに起こった米国国債イールドカーブのスティープ化は、経済成長が勢いを増し、企業利益が拡大に向かう兆しであると広く受け止められている。

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](#)。

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に関する過去の実績や分析は将来の成果等を示唆・保証するものではありません。

当資料は、2021年2月11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。当資料に掲載されている予測、見通し、見解のいずれも実現される保証はありません。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。

【図表1】 投資家は多額の資金をキャッシュにシフトした
 モーニングスター・グローバル・ファンド・フロー：2020年1月1日－2020年12月31日



過去の実績や分析は将来の成果等を示唆・保証するものではありません。
 世界のオープンエンド型マネーマーケット・ファンド及び上場投資信託に関するモーニングスターの四半期データに基づきます(フィーダー・ファンド及びファンズ・オブ・ファンズは除き、償還済みファンドは含みます)。
 2020年12月31日現在。出所：モーニングスター、AB

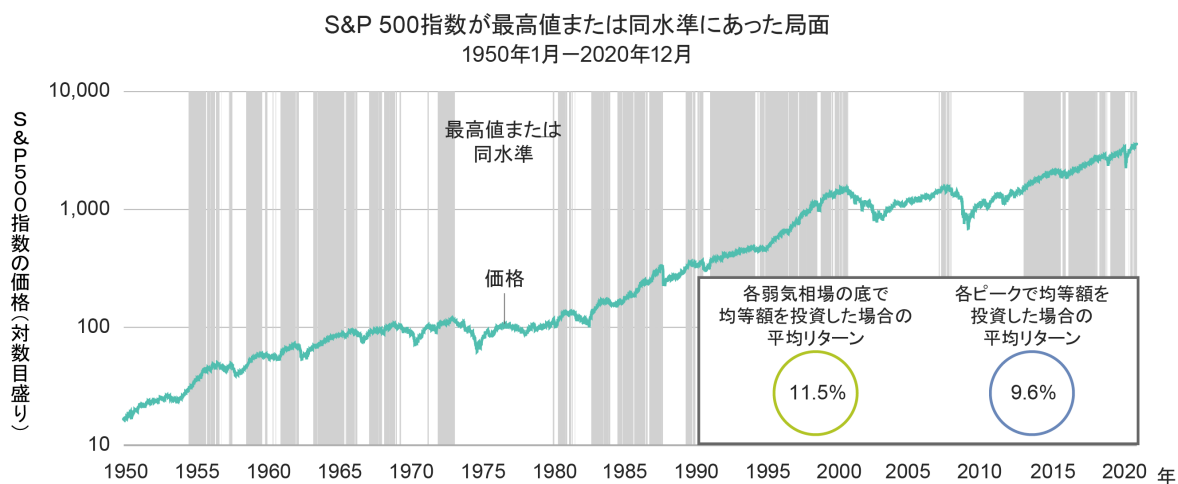
高バリュエーションがいつも悲惨な結果に終わるとは限らない

多くの投資家にとって、現在は上昇しているバリュエーションが資金を投じる上で障害となっており、特に2021年2月初めに最高値を更新した米国株についてはそう言える。しかしながら、アライアンス・バーンスタイン(以下、「AB」)のリサーチは、株価が比較的割高に見える場面で市場に参入した投資家にとっても、株式が長期に

わたり着実なリターンをもたらしてきたことを示している。

実際、1950年以降、S&P 500指数は全体の月の43%で過去最高値またはそれに近い水準にあった(図表2)。それぞれのピークで均等の額を米国株に投資したとすれば、平均で年間9.6%のリターンが得られたことになる。それは、それぞれの弱気相場の底で投資した場合に得られたリターンに比べ1.9%低い、それでもABの見方では、長期的に見て着実なリターンと言える。

【図表2】 いつ投資するか？市場は頻繁に最高値をつけている
 1950年以降、S&P 500指数が最高値または同水準にあった期間は全体の43%に達する



過去の実績や分析は将来の成果等を示唆・保証するものではありません。予想が実現する保証はありません。予想は今後変更される可能性があります。最高値または同水準とは、新しく最高値をつけた、または前回までの最高値の5%以内の水準にある局面。弱気相場とは、終値ベースで前回の高値から底までに20%以上下落した場合と定義。各弱気相場の底とは、市場が20%下落した後、回復に向かうまでの最低水準と定義。ピークとは、市場が20%下落する前の最高水準と定義。平均リターンはS&P 500指数に基づく年率換算した数値で、1945年9月2日以降における各弱気相場のピークと底で均等額を投資した場合を想定(最初の弱気相場は1946年5月29日に開始)。すべてのリターンは日次ベースで、配当及びプライス・リターンを含みます。2020年12月31日まで、平均リターンは2019年12月31日現在。出所：ブルームバーグ、S&P、AB

高水準のバリュエーションはいつも悲惨な結果に終わるわけではない。だが、現在のバリュエーションは市場の通常とは異なるトレンドが生んだもので、それが投資家の懸念に輪をかけている。米国株の株価収益率を押し上げている主因は大幅な株価上昇で、企業利益の伸びではない。別の言い方をすれば、世界全体で一斉に進む景気回復が企業利益の回復に拍車をかけるという投資家の期待が株価を押し上げている。

それは難しい注文である。各国が新型コロナウイルスのパンデミックから立ち直る過程や景気回復のペースを巡る不透明感や、多くの業界で企業が困難に直面していることを踏まえれば、全ての企業の利益が一斉に上向くとは考えにくい。そのため、パッシブ運用で市場に連動した低コストのエクスポージャーを構築するために上場投資信託(ETF)に投資するのは、今後予想される回復局面で利益を得るためにキャッシュを再投資する最善の方法とは言えない。

適切な投資を見つけ出すための3つの問い

経済は供給サイドよりも需要サイドの方で早期に回復する可能性がある動きだ。供給制約の問題は最終的には緩和されるであろうが、それでも過去数カ月の供給制約は今後数カ月のインフレ率に上昇圧力を与え続けるだろう。

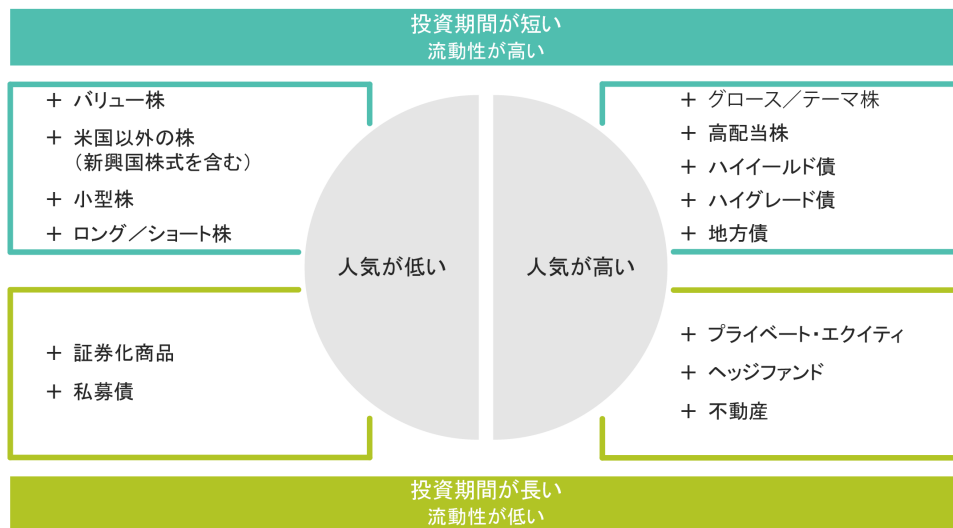
むしろ、投資家はそれぞれのニーズ、リスク許容度、市場に関する個人の見解に見合ったアクティブ運用の幅広い選択肢を検討すべきであるとABでは考える。投資に関する適切な選択肢を検討するには、次の3つの問いが役立つかもしれない(図表3)。

1. 投資期間は長期か、それとも短期か？
2. 資産は流動性があり、現金化しやすいものである必要があるか、それとも流動性が低くても構わないか？
3. 市場で多くの人が投資している銘柄を望むか、それとも人気がなくともバリュエーションが魅力的な資産を望むか？

投資期間が短期の場合は、流動性の高い株式や債券のファンドへの投資を検討すべきである。2020年はグロース株への投資がとりわけ成功し、人気も高かったが、このセクターはバリュエーションが最も強く懸念されている。ハイイールド債は株式との連動性が低いインカム収入を提供してくれる資産クラスで、ダウンサイド・リスクを抑える効果があるほか、幅広い債券市場に比べ高いリターンを得られる可能性がある。

市場の流れに逆らうことをいとわない投資家は、逆張りのポートフォリオを検討するのがいいかもしれない。例えば、アンダーパフォームしてきたバリュー株は2020年終盤に復活の兆しを見せており、景気回復ペースが加速すれば力強い反発を演じる可能性がある。グロース株に対するバリュー株のディスカウント幅は、20年前のITバブル以降の最高水準に達している。米国以外の株式(以前の記事『[Is It Time to Expand Allocations to International Stocks?](#)』(英語)ご参照)や小型株(以前の記事『[US Recovery Reveals Hidden Value in Smaller Stocks](#)』(英語)ご参照)も2020年終盤に好調なパフォーマンスを示しており、米国株に比べバリュエーション面の魅力が大きな銘柄が多い。

【図表3】 投資家のそれぞれのニーズに合った適切な戦略を見極める



当図表は例示のみを目的としています。出所:AB

長期的な視野で投資する投資家は、流動性の低い資産に投資する選択肢を探ろうとするかもしれない。そうした資産としては、ここ数年にオルタナティブ投資として一般的になったプライベートエクイティやヘッジファンドが挙げられる。または、証券化商品や私募債なども市場の逆を行く投資の対象となり得る。それぞれの資産は固有の明確なリターン源泉を持っているほか、ファンドが一定期間ロックアップされることで、公開市場における伝統的な投資に付き物の不安定な市場価格の変動にさらされずに済むことになる。

寝かせるより投資を

2021年はどこかの時点で市場が下落する局面があるだろうが、マクロ経済環境や待機資金が積み上がっているこ

とを踏まえれば、下落幅が大きくなるとは考えにくい。特に現在の金利水準を考えれば、大半の資産クラスはいずれキャッシュを上回るリターンを創出すると思われる。市場の転換点を正確に予想することはほとんど不可能であるため、市場環境がたとえ現在のように不安定であっても、資金を寝かせておくよりは市場に投資したほうがいいとABでは考えている。リスクに留意したアクティブな投資アプローチを用いれば、将来に対する懸念が解消されていなくても、投資家は信念をもって、さまざまなリターン源泉に選別的なスタンスでキャッシュを投入することができる。

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、元金及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。