



【AB IQ】

無相関の非伝統的リターンを求めて

 2021年9月6日

伝統的資産クラスとは無相関のリターン源泉を通じた分散効果の追求は果てしなく続く。気づかぬうちにリスクを増大させてしまったり、相場の下落局面において期待外れの結果となったりしないように適切な分散効果を得るために重要なのは、相関性という概念を多面的に掘り下げることである。

株価バリュエーションが高水準で推移しているうえ、国債投資に不利な金利上昇が視野に入ってくるなか、向こう数年にわたり伝統的な資産クラスが大きなリターンを生み出す見込みは低い。大半のポートフォリオにおいて株式(上場・非上場)が依然としてリスクの大部分を占めるため、投資家は株式と無相関で安定したリターンを模索する姿勢を強めている。

ポートフォリオの分散度を高めるために、多くの投資家が伝統的な株式リスク・プレミアムや債券の期間プレミアム、信用プレミアムの枠を超えて投資の範囲を広げている。もちろん、非伝統的なリスク・プレミアムを活用するという考えは決して新しいものではない。多くの運用機関が、コモディティやヘッジファンドなどのオルタナティブ資産・戦略への資産配分を通じて非伝統的なリスク・プレミアムを利用している。

「無相関」という言葉は、さまざまなヘッジファンドの戦略やスタイルを説明する際に使用されることが多いが、留意すべきなのは、このラベルの妥当性が実際には投資家によって異なるさまざまな目的や考慮すべき状況に幅広く関わっていることである。また、一部の非伝統的なリターン源泉は表面的には無相関に見えるが、真の意味で無相関なリターンを生み出すことは見掛け以上に複雑である。

時間軸は重要な要素

資産配分においては、リターン源泉を株式と無相関にさせたい期間を慎重に検討する必要がある。すなわち、相関度は日次ベースで計測するのか、週次なのか、四半期ベースなのか、あるいはそれよりも長い期間なのかといったことを検討する必要がある。相関性というのとはもとより動的なものであり、評価する期間によって結論は変わり得る。

主要なオルタナティブ戦略のうちでも、例えばマージャー・アービトラージなどでは、株式市場の下落時に株式との正の相関が生じて短期的に損失が発生するが、その後は相関度が平均回帰する傾向を示してき

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3月24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ABI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。

た。このような戦略を評価する際は、時間的要素が極めて重要である。

日次データに基づくと、株式市場に対するマージャー・アービトラージの長期ベータは0.20の水準にあり、またこの値は市場下落局面においては上昇し得る。しかし、これよりも長い時間軸である四半期ベースのリターンで測定すると、2007年以降の実績ベータはゼロと、まさに無相関のリターン源泉となっている。これはどのように説明できるだろうか。マージャー・アービトラージが投資するディールはいずれ合併成立でクローズされる可能性があるため、より長い時間軸で見ると株式市場と明確に異なるリターンを生み出し得るといふことである。

マージャー・アービトラージ戦略において株式市場への感応度を減らすために重要なのは、友好的かつ戦略的な性質の「より安全な」合併案件を重視するということである。株式市場のボラティリティの高低にかかわらず、マージャー・アービトラージ取引は今後も高い水準でクローズされるであろうことがアライアンス・バーンスタイン(以下、「AB」)のリサーチからもうかがえる。

無相関でもテール・リスクを伴うことも

無相関だと考えられるオルタナティブ投資のリターンは、何らかのプレミアムを捉え、リターンを生み出すために意図的に特定のリスクを引き受けている場合がある。株式市場の下落局面では、モメンタムやボラティリティ、低流動性など、そうした戦略の根底にあるリスクが浮き彫りになる場合がある。

これらのリスクが表面化したとき、運用者はポジションの縮小やヘッジを余儀なくされる。その結果、想定している時間軸にかかわらず損失が生じる場合がある。株式市場が下落するまでは目に見えない重大なテール・リスクだと言える。例えば、レバレッジ比率の高いレバティブ・バリュウ戦略などはこうしたリスクにさらされる可能性がある。というのも、レバレッジ比率が極めて高い市場参加者は、複数の資産クラスにまたがってレバレッジを効かせており、混乱時に同時にレバレッジ解消することで相関が高まるからである。

近年では、例えば2018年2月にこうした事態が発生した。より最近では、2020年3月にも生じた。債券のベース取引や株式指数先物の配当ロール&キャリーなど、高いレバレッジを用いた戦略が大きな打撃を受けた。2018年のときは、ショート・ボラティリティ戦略が大きな損失を被った。投資家の不安が高まると解約や追加証拠金要求が増加するが、そうした状況になるとレバレッジを効かせたエクスポージャーは手仕舞いを余儀なくされ、損失を確定させられる恐れがあるのだ。

オルタナティブなリターン源泉を介して株式との相関のないエクスポージャーを模索する投資家はそのリターンの根底にあるパフォーマンスの決定要因を理解するには、調査とデューデリジェンスが欠かせない。

無相関の「平均」は誤解を招くことも

平均は誤解を招く場合がある。これは投資のあらゆる要素について古くから言われていることであり、相関も例外ではない。

例えば、クオンツやファンダメンタルズ分析に基づき頻繁にポジションが変更されるディレクショナル・エクスポージャーは、長期的な時間軸で見た場合、株式市場と無相関に見え得る。しかし、そうしたエクスポージャーは、株式市場の大幅下落局面など、特定の時点で市場と大きく相関する結果になる場合がある。この問題が顕著なのは、コモディティ・トレーディング・アドバイザー(CTA)のエクスポージャーである。現在、グローバル株式のロング、米ドルのショート、コモディティのロング、グローバル債券のショートなどは、いずれも明らかに「リスク・オン」的なエクスポージャーであり、そうしたポジションを取っていれば株式市場と無相関ではない。

こうしたさまざまな動きを、投資家はどのように管理できるだろうか。例えば、幅広いマクロ資産クラスにわたるシステムチックなアプローチを導入すれば、シグナルや戦略において中立性をより適切に実現でき、相関の低いユニークな資産になり得ると考えられる。

テール・リスク・プロテクション

投資家によっては、ポートフォリオの中核部分における無相関を目指すことに伴う面倒を回避したいと考えるだろう。そうした投資家は、しばしばポジティブ・コンベクシティを用いることでポートフォリオの株式リスクを相殺することを選択している。つまり、テールリスク・プロテクションを利用することで全体のバランスを取ろうとするのである。

しかし、従来型のテール・ヘッジはコストが高くなる恐れがあり、タイミングによっては一段と高くなりかねない。場合によっては、実際のテール・イベントが発生しないうちに投資家のヘッジ予算が枯渇することもあり、ヘッジ・プログラムのベース・リスクとヘッジしたいリスクの間のギャップが許容できないほどに広がりかねない。

カスタマイズ性が年々強まってきているプロテクション用のエクスポージャーを適切に構築するためには、流動性、想定元本、仕組みの多様性、シグナルなどさまざまな要素を考慮に入れるべきである。また、このプロ

テクニオン自体の損益の考慮やリバランスのための綿密に練られたプロセスを策定することが不可欠である。

結論

多くの投資家が、ポートフォリオにおいて依然として大きな部分を占める株式と無相関のリターン源泉を模索し続けている。そして、伝統的資産のリターンの先細りが予想される現在の環境におけるリスク調整後リターンの管理には分散が不可欠であり、オルタナティブ投資への資産配分は必要性を増している。

投資の世界では、既成の誰にでもすぐに使えて思われているソリューションが無効になってしまうような微妙な違いや複雑性が表面下に数多く存在する。基準とす

る時間軸によって相関度は大きく変わる場合があるし、頻繁にポジションを反転させる戦略は平均の効果によって真の相関度が見えにくくなっているだけかもしれない。そして無相関のリターンの源泉は、個々のポートフォリオの設計に応じて適切なサイズに調整して組み入れる必要がある。

非伝統的なリターン源泉は、効果的に取り込み、利用し、管理すれば、株式に対するベータを分散させることでポートフォリオの体質改善に寄与できる。今後、伝統的資産のリターン低迷が予想される中で引き続き下振れリスクも抑制しなければならないことを考えると、こうした地道で手間のかかる努力も、十分苦勞の価値があるかもしれない。

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。