



分散効果が効かなかった2022年の金融市場、 将来を乗り切るヒントを探る



2022年10月18日



荒磯 亘

アライアンス・バーンスタイン株式会社
AB未来総研 主任研究員
運用戦略部長 兼 ポートフォリオ戦略室長

2022年の金融市場は、容赦のない軟調相場だ。最も難局に強くあるべき国債が金利上昇(価格下落)に見舞われ、先進国の金利上昇は天井を知らないかのようだ。かつ、株式などのリスク資産やクレジット資産も併せて価格下落するなど、市場の見通しが不透明なときに期待されるべき分散投資効果がうまく働いていない。

本稿では、足元の金融市場の環境がパンデミック前の平穏で効率的な市場環境からどう変わったかを読み解き、金融市場においてボラティリティが高止まりし、分散効果が低減している現状について理解を深めたい。

分散効果が効きにくい環境をもたらすのは「不確実性」

政治はグローバル化の進展に背を向け、金融市場では経済成長よりもインフレ対策を優先する。この大転換が、資産価格の水準調整をもたらしている(次ページの図表1)。

加えて、足元は資産間の相関が非常に高く、分散効果が効きにくい状況が発生している。次ページの図表2は、株式市場と債券市場のリターンの相関が高くなっていることを示しており、投資家としては極めて対処しにくい相場展開といえる。

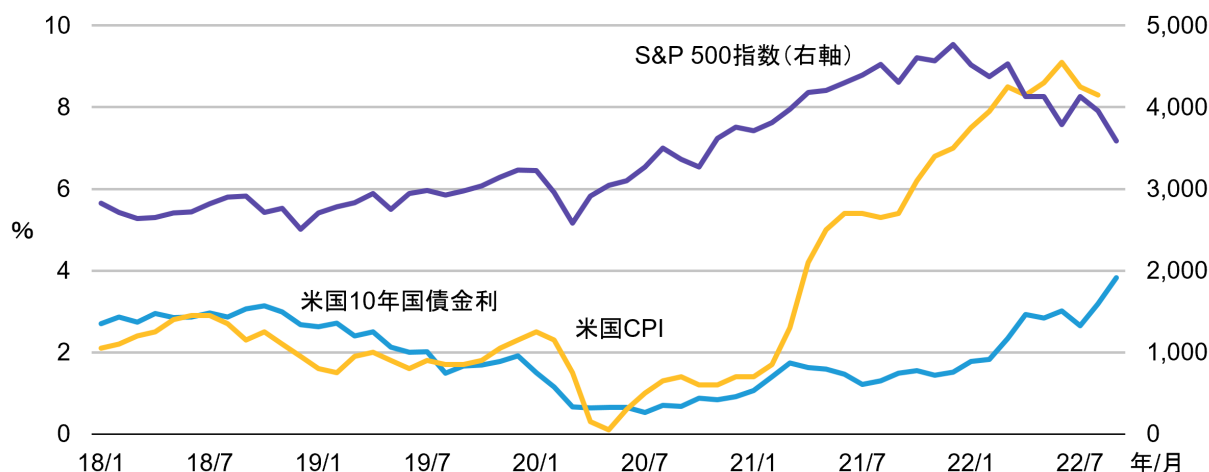
このように資産価格がこれまでの常識から外れるような動きを始めると、『資産価格の適正水準をいかにして分析し解きほぐすか?』という基本があらためて問われる。ここ数年、金融市場は多くの材料を消化し、ボラティリティの高い展開が続いてきた。これは金融市場の分析がその時々材料に大きく依拠し、「適正水準」なるもののコンセンサスは薄氷に立つものに過ぎないことを端的に示していると考えられる。

ではその基本に立ち帰ろう。

資産運用業に長年携わる中で、多くの人が教わる鉄則は、「市場は効率的ではないと認めつつ、効率的な行動を前提として分析するもの」というものだ。もう少し具体的にいうと、他の投資家がどういった売買行動を取るか

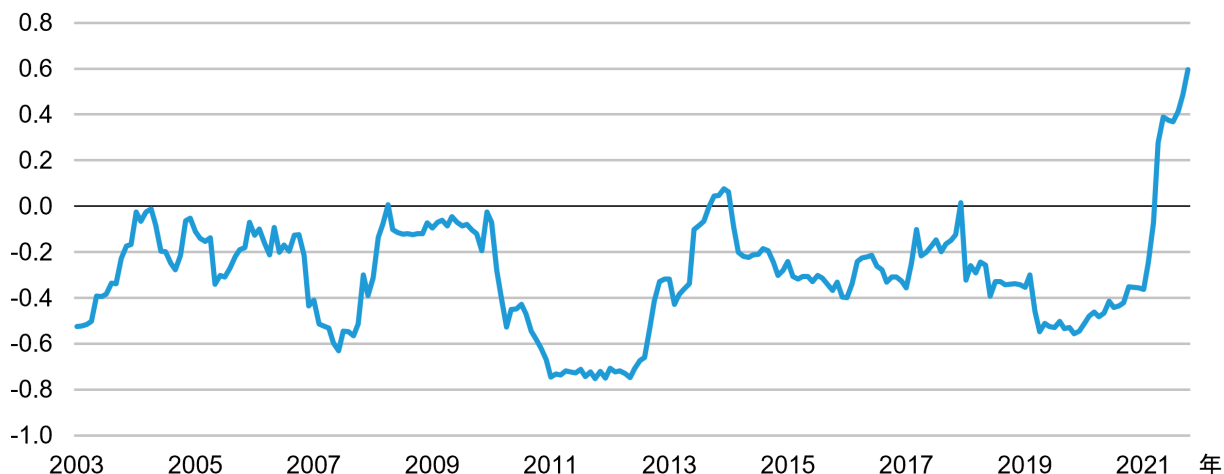
当資料は、2022年10月5日現在の情報を基にアライアンス・バーンスタイン株式会社が作成した資料であり、いかなる場合も当資料に記載されている情報は、投資助言とみなされません。当資料は信用できると判断した情報をもとに作成しておりますが、その正確性、完全性を保証するものではありません。また当資料の記載内容、データ等は今後予告なしに変更することがあります。当資料で使用している指数等に係る著作権等の知的財産権、その他一切の権利は、当該指数等の開発元または公表元に帰属します。アライアンス・バーンスタイン及びABはアライアンス・バーンスタイン・エル・ピーとその傘下の関連会社を含みます。アライアンス・バーンスタイン株式会社は、ABの日本拠点です。

【図表1】 資産価格の水準調整が進む
 米国の10年国債金利、消費者物価指数(CPI)、株価指数



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。
 2022年9月30日まで。出所:ブルームバーグ

【図表2】 米国株と米国国債のリターンの相関



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。
 月次データ、24カ月の相関
 2022年9月30日まで。出所:ブルームバーグ、AB

は、(頭の中を見ることはできないので) 確信を持って理解することはできない。そのため、「合理的に考えればこうするはずだ」という仮説を積み重ねて我々は市場の考えを探るということだ。猫の考えはわからないまでも、前回食事をしてから時間が経てば、腹を空かせて姿を見せる確率が高くなるだろう、ということだ。

足元の不安定な債券や株式の価格形成は、まさにこのような金融の真実に根ざすものだと思う。つまり、「合理的に行動したらこうなる」という類推がしにくい状況が続いたのではないか。記憶の中に合理性を見出す前例がない場合、リスクを取ってはいけないと本

能が叫び、「全部売り」が発生する。すると、資産間の相関関係が高まり、分散効果が薄れる。このことを経済学者フランク・ナイトは「不確実性」と呼び、いわゆる確率で計算できる「リスク」とは区別し、別物として定義している。我々も実体験として共感できる考え方ではないだろうか。

金融市場はランダム・ウォークしていない

金融市場で幅広く知られる「ランダム・ウォーク」という考え方がある。これは、市場の動きは全く予想不可能であり、今日起きた出来事は「市場に織り込まれ」て、

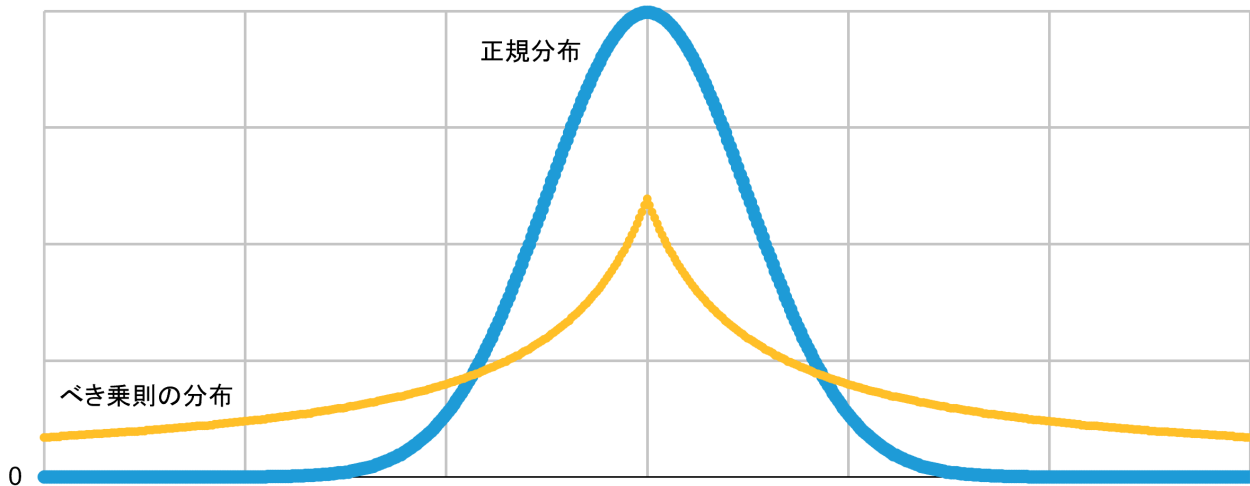
明日以降に起きる出来事には影響を与えないというものだ。この場合、価格変化は正規分布を描き(図表3)、この特徴は複雑な商品をプライシングする際にも非常に便利な概念となる。

しかして、今日の市場の混乱は「ランダム・ウォーク」しにくい局面にある。とりわけ債券市場では、数十年ぶりに市場を襲うインフレという事態が、いったいどうなった

ら「織り込み済み」になるのかを暗中模索している。これが不確実な事象のもう1つの怖さだ。

事故や災害のリスク管理には、「べき乗測」と呼ばれるすそ野の広い分布が使われることがある。これは、人間社会には極端な事態が発生する可能性が意外にあることを示唆しており、いまの金融市場もその例に漏れない状態ではないだろうか。

【図表3】 正規分布とべき乗測の分布の形状の違い



上図は例示のみを目的としています。横軸はリターンの大きさ、縦軸はその発生確率。べき乗測の分布はジップの法則の分布。生頻度＝定数／発生頻度の順位、発生頻度の合計が100%になるように定数を設定
出所:AB

金融市場のボラティリティが高止まりするもう一つの理由

いま金融市場の最大の関心事はインフレだ。これは単なるひとつの材料ではない。過去20年ほど、先進国の中央銀行は必ずしも物価抑制に取り組んでいたわけではなく、日本や欧州では逆に物価上昇の達成に腐心してきた。この物価の上昇と下落は非対称性の影響を持ち、市場が均衡を取り戻したとしてもほころびを残す可能性がある。つまり、中央銀行は物価下落の環境においては、緊急利下げや量的緩和を活用して、金融市場のボラティリティ引き下げに貢献することができた。しかし、物価上昇のリスクが高い環境においては、これらは積極活用が難しい政策手段となってしまう。これも、資産間の相関関係に大きな影響を与えている。

「不確実性」への対処方法

本稿では、資産間の相関関係の変化は、構造的なものを含むさまざまな環境変化によるものではないかとの考えを示した。足元の債券市場では国債市場でさえ流動性に欠ける局面が散見されるなど、依然として金融市場の価格形成は不安定であり、今後もし量的引き締めが進めば状況はさらに悪化する。

正常な価格形成のためには、適正な価格水準を分析しポジションを取る多数の投資家の存在が必要不可欠である。資産運用者は、いまこそアクティブな投資行動が必要とされ、また、それが報われることが多い局面と肝に銘じ市場に向かい合うべきと思量する。

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、全て投資者の皆様へ帰属します。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。