



# 債券の流動性危機に 対処する

あなたのポートフォリオは市場の流動性危機を  
乗り切ることができるか？



英国で発生したLDI（負債対応投資）危機は、流動性に限りがある市場でレバレッジのあるポジションを保有することの危険性を浮き彫りにし、債券投資家の間では流動性というキーワードが英国のみならずグローバルに再注目されることとなった。これに続いて米国と欧州で銀行危機が発生したことで、懸念はさらに強まったといえる。

アライアンス・バーンスタイン（以下、「AB」）は、債券ポートフォリオを運用する上で、流動性は常に中心的な検討事項であり続けるものだと考えている。このため、運用担当者が一定の流動性をポートフォリオに確保し、市場がストレスにさらされても取引執行への備えが出来ていることを目指し、革新的なシステムを開発している。

## 債券の流動性を評価

ABの債券リサーチと債券トレーディングは、中心的なプロセスを自動化・デジタル化することで恩恵を受けており、重要な情報をほぼ瞬時に提供できるテクノロジー・ツールを活用している。ABは2016年、AB ALFA (Automated Liquidity and Filtering Analytics) を開発した。これは、アクセス可能な社外取引プラットフォームにある取引データを精査し、市場で流動性がある債券を特定するものだ。ALFAは、異なる取引プラットフォームに散在する市場データを単一のユーザー・インターフェイスに集約し、トレーダーが証券コードや債券の特性によって情報を抽出できるようにする。この機能により、トレーダーが流動性の低い債券についても執行可能な価格を提示するにあたり、市場実勢に基づいた意思決定を行うことができる。このツールは、顧客のポートフォリオにて債券を最安値で購入し、最高値で売却できることを目標としている。また、流動性が非常に高く売買が活況な市場であっても、市場に大きな変化が生じた際には流動性が急激に変化することがあり、このような場合にALFAはABのトレーダーに警告を発することができる。

ALFAの債券取引プラットフォームは、幾つかの債券セクターの個別債券に対して、流動性評価(「フィジビリティ・スコア」)を提供する。このスコアは、各債券の売りと買いのそれぞれについて、また50万米ドルまでとそれ以上の取引サイズについて、それぞれ評価を付ける。スコアは二進法としており、50万米ドルの債券の売りスコアが「0」であれば、このサイズでの迅速な取引執行は不可能であることを示し、「1」であれば、そのサイズでの即時取引執行が可能であることを示す。このスコア付けにより、トレーダーは各債券の真の流動性をシンプルかつ効果的に知ることができる。

ABでは、この流動性に関する情報を、運用プロセスのバーチャル・アシスタントである「Abbie」にも統合させている。Abbieは、ABのアナリストによる計量分析、ファンダメンタルズ分析、流動性分析のそれぞれのアウトプットを自動的に統合して、その時の市場環境で実行可能な取引案を作成することができ、運用担当者による検証を経てスムーズに取引執行へ移すことが可能となっている。

## フィジビリティ・スコアの効果

フィジビリティ・スコアを意思決定プロセスに組み込むことで、ABの債券取引執行は大きく変貌した。以前は、債券の売買は反復的なプロセスであり、注文は時間をかけ時には少額に分け執行されていた。このアプローチは、特に市場の金利水準が魅力的で迅速に投資を実行することが最優先の場合、大きな機会コストが発生する可能性がある。

フィジビリティ・スコアを活用することは、資金を投資したり、もしくは資金の回収が必要な時に、それらを非常に迅速に実行できることを意味する。以前とは違い、プラスのフィジビリティ・スコアを持つ取引を選択することで、市場にある流動性を生かして目標の規模の取引を迅速に執行する可能性が高いとABは考えている。

2022年秋のような金融市場にストレスがかかった場面でも、フィジビリティ・スコアを活用することで、以前なら不可能だったスピードと効率でファンドの資金流出入に対処することができた。この期間には、複雑な投資目標を設定したマニフェストで運用する顧客向けにも、迅速かつ競争力の高い条件で資金をポートフォリオ運用に充当したり、流動性を調達することができた。

流動性や価格動向のデータを含むあらゆるインハウスの分析結果を即座に活用することで、日々の取引においてABはプライス・テイカーではなくプライス・メーカーの立場に立つことができる。例えば、魅力的なミスプライシングを把握することで、市場に流動性を供給することも可能だ。



ABのALFAは1日当たり1,000万件のマーケット・データを処理し、アルゴリズム取引やポートフォリオ・オプティマイザーのプライシングに活用する。ABがこのツールを実装してから既に7年間の実績がある。



ALFAは、ブック上のディーラー在庫、日々の取引、各債券の残存時価総額など、独自の基準を組み合わせて流動性を評価している。しかし、ALFAの最大の利点は、市場からのライブのビッドとアスク情報を統合できる点にある。

## ポートフォリオの流動性管理

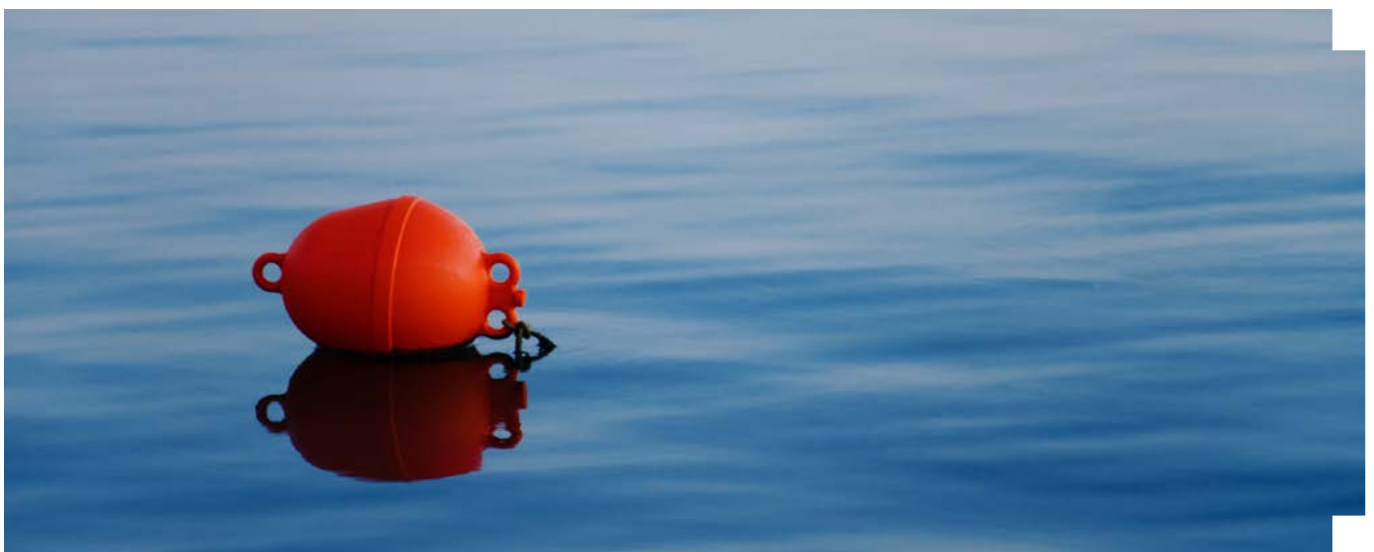
フィージビリティ・スコアがゼロの債券でも、バスケット売買の一部に組み込むことなどで取引は可能である。異なるのは、こうした債券の個別注文は必ずしもすぐに成立するわけではなく、市場に買い意欲が現れるまで時間がかかる場合があるということだ。こうした事実を踏まえ、以下の点に留意が必要だ。

- **プラスのフィージビリティ・スコアに注目する**：トレーダーが迅速な資金投資や資金回収を望む場合、フィージビリティ・スコアがプラスの債券に注目する必要がある。同時に、トレーダーはリスクのバランスの取れたポートフォリオの状態を維持しなければならず、そのためには流動性の低い債券を売却する機会を見つける努力をしなければならない。
- **流動性が低い銘柄の保有を制限する**：ABのポートフォリオにはフィージビリティ・スコアがゼロの銘柄も含まれているが、その割合を制限し、日常的にモニターしている。このようにして、ABのポートフォリオは常に比較的流動性が高く、流動性危機が発生しても、取引能力や執行価格に深刻な影響を与えることなく乗り切ることができるようにしている。
- **ポートフォリオのエクスポージャーを常に管理する**：市場の流動性は予測不可能であり、有価証券のフィージビリティ・スコアは常に変化しているため、ポートフォリオの流動性プロファイルを常にモニターし、時間の経過に伴う流動性の変化に応じて保有銘柄の組み合わせを管理しなければならない。運用担当者は、現物債券ではなく、複数銘柄バスケットのデリバティブやクレジット・デフォルト・スワップを通じての個別銘柄エクスポージャーの管理を選択することができる。これらのデリバティブは流動性プロファイルが異なり、市場のストレス時に迅速かつ容易に取引できる可能性があるからだ。
- **ポートフォリオ全体の制約の中で運用する**：利回りや銘柄集中リスクの問題など、流動性以外の制約も考慮しつつ、ポートフォリオの流動性部分を最大化すべきだ。



ABの債券運用システムの新たな拡張機能として登場したAbbieXは、外部のディーラーに直接接続し、特定の市場でより高速な取引を可能にする。

AbbieXは、データ集約、執行管理、フィージビリティ・スコア、アルゴリズムによる制御を組み合わせ、収益性の高い取引アイデアを生成している。例えば米国地方債市場では、AbbieXの展開により、2019年にはわずか17,000件だった取引件数が、2022年には225,000件もの取引が可能になった。



## 流動性のトレードオフ

そもそもなぜ流動性の低い債券を保有するのか？流動性の低い債券へのエクスポージャーには、いくつかの要因がある。例えば、投資機会発掘の観点からは、個々の債券が投資時点で魅力的なスプレッドや利回りを提供している可能性がある。また、ポートフォリオ構築の観点からは、一部の市場セクターは重要な分散要因であるが、流動性の低い債券の割合が高い可能性がある。運用担当者の役割は、流動性の低いエクスポージャーを保有するメリットと、ポートフォリオ全体を容易に取引可能な状態に保つ必要性とのバランスを取ることである。

流動性の高い債券は、取引しやすいだけでなく、時に安い価格で取引される可能性がある。というのも、ディーラーはすでに所有している債券を、市場調達する必要がある債券よりも若干安い価格で売却する用意があるからだ。また、ディーラーが債券を所有していない場合、その取得に時間がかかることもある。一方、ディーラーのバランスシートは金利コストを負担することで取引に必要な資金を調達している。その結果、ディーラーは在庫に無い債券には流動性プレミアムを課す可能性が高い。

新発債市場での債券購入は、魅力的な価格の債券を大量に取得する最も効果的な方法である。また、新発債は発行直後の期間には市場全体をアウトパフォームする傾向がある。しかし、新発債市場への参加にはオペレーション上の課題がある。同時に大量の債券発行が発生し、その評価分析に十分な時間が確保しにくいことなどが挙げられる。

例えば、2022年の米国投資適格債市場では、1日に21件の新発債債券、44ものトランシェが発行されたことがあった。トランシェが多いということは分析も複雑である。こうした事情を踏まえ、ABではこれまでの反復的なアプローチに代わり、より体系的で透明性の高い新発債の評価プロセスを構築するために、テクノロジーを活用することにした。これにより、複数の銘柄を同時に評価し、以前よりも多くの魅力的な新発債に応募できるようになった。複数の取引注文書を迅速に構築することに加え、ABのシステムは、どの銘柄が魅力的でないか評価されたか、その理由は発行価格であるのか、それともポートフォリオの特性や制約を考慮すると不適格であったかといった分析なども示す。



英国LDI危機の期間中、MSCIグローバル社債インデックスのユーロ建て債、英ポンド建て債、米ドル建て債について、ABのシステムは平均して約50%が売却可能な流動性を備えると評価した。英ポンド建て債は最も低く流動性の十分な債券は約30%だった。対照的に、ABのグローバル社債ポートフォリオは約80%が売却可能な流動性を確保した。

## さらなる拡張を計画する

ABのインハウス・リサーチ、流動性のソーシング、ディーラーへのアクセスと執行を統合するデジタル・システムの構築に加え、ABIはAbbieXと呼ばれる債券執行管理システム(EMS)を開発した。EMSは株式市場では広く普及しているが、債券市場ではまだ対応が難しく、あまり使われていない。よって、当システムの開発は、大きな競争優位性を生み出すものと考えている。

EMSといえば、マーケット・データを表示し、取引先にシームレスかつ迅速にアクセスして注文を執行するトレーディング・アプリケーションを指すと、多くの人は理解している。しかし、ABのシステムは、近年市場に流入するあらゆるデータを収集・集約するツールにより、それ以上の機能を備えている。この統合されたデータによって、以前には不可能だった方法で、資産クラスやファクターにまたがる価格動向を分析し、モデル化することができる。

無論、将来の危機を予見する魔法の水晶玉があるわけではない。しかし、先進的なシステムと分析手法を開発し、規律あるトレーディングとポートフォリオ管理プロセスと組み合わせることで、将来の流動性危機を乗り切る可能性を最大限に高めたいと確信する。

当資料は、2023年6月現在の情報を基にAB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。アライアンス・バーンスタイン及びABには、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。

## 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。
- ・ 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。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。上記の個別の銘柄・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

