





リスク管理の強化が市場の流動性低下に拍車



 **ダグラス・ピーブルズ(写真)**
アライアンス・バーンスタイン・エル・ピー
債券部門 最高投資責任者(CIO)兼ヘッド

 2015年11月11日

アシッシュ・シャー
アライアンス・バーンスタイン・エル・ピー
グローバル・クレジット運用責任者

投資家にとってボラティリティほど胸騒ぎを起こさせるものはない。だが通常、気持ちを落ち着かせるには深呼吸し、嵐が過ぎ去るのを待つのが最善の方法だ。残念ながら、最近ではそうした行動を取る大規模な投資家は少なくなっている。これは懸念すべき問題である。

その理由は、債券市場の流動性が干上がりつつあり(以前の記事『[需要と供給が作り出す流動性危機](#)』ご参照)、大規模な投資家の間では投資期間を短縮し、短期的なボラティリティの上昇に対処しようとする傾向が高まっているからだ。これによって状況が悪化する恐れがある。

年金基金から保険会社、そして富裕層の個人投資家にいたるまで、大規模な投資家の多くが「リスクを意識した」戦略を取り入れているのはそれが理由である。彼らはポートフォリオのリスク・レベルを測るため、ボラティリティを管理する指標、つまりバリュー・アット・リスク(VaR)を用いている。リスクのレベルが低下すれば、運用マネジャーはたいいてい資産を買い増す。リスクが上昇して一定レベルを上回れば、彼らはリスクを定められた水準に抑えるため資産を売却する。こうした行動は

危険であり、特に固定されたルールに基づく投資プロセスを利用する場合には危険度が高まる。

リスク管理にフォーカス

こうした戦略が一般的になったのは、世界金融危機の後である。その理由は簡単だ。2008年に壊滅的な損失を被った投資家は、そうしたパフォーマンスが繰り返されるのを避けようと固く決心したのだ。

しかし、VaR戦略とは、市場における流動性の需給バランスが均衡している時に最もうまく機能するものである。その理由は、リスク指標が変化した場合、運用マネジャーはポートフォリオ構成を修正できる必要があるからだ。流動性の需要が供給を大幅に上回っている場合には、不利な価格で注文が執行されることになる。

取引の集中

あまりに多くの投資家がそうした戦略を使用すれば、彼らによる売却そのものがボラティリティの急激な上昇を引き起こす可能性がある。それはボラティリティに起因

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.abglobal.com/post/en/2015/09/fill-in-the-blank-var-is-to-illiquidity-as-gasoline-is-to>

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、2015年9月29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。アライアンス・バーンスタインおよび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。

する売りをさらに誘い、すでにひっ迫している流動性の状況を悪化させかねない。別の言い方をすれば、リスクの抑制を試みる投資家の行動が、皮肉にも市場に新たなリスクを生み出すことになる。

ABの試算では、リスク管理を重視した保険商品に約3,000億米ドルの資金が投じられている。特定のリスク基準を目標とし、リスクの高い資産(株式やクレジットなど)と安全性の高い資産(国債など)で均等にリスクを配分するリスク・パリティ商品の運用資産は、最大で5,000億米ドルに達している可能性がある。しかし、多くのリスク・パリティ型ファンドが用いているレバレッジを考慮すれば、その数字は2兆米ドル近くに膨れ上がる。

これは膨大な額であり、取引は混雑を極める。リスクを管理する際、ボラティリティに目を光らせることは常に有意なことではあるが、他の投資家も同じ行動を取っていることに留意する必要がある。流動性が低い局面では、こうした群集心理が予想以上に大きな市場の変動を引き起こす可能性がある。

強制的な売り(その多くはリスク・パリティ戦略やその他のVaR関連戦略に起因する)は2013年のテーパリング(資産購入の段階的縮小)騒動の際に極めて大きな要因となったほか、2015年8月の株価急落の一因となった可能性もある(図表)。

分かりやすく言うと、今日の市場では、VaRに基づく戦略が流動性に与える影響は、ガソリンを火に注ぐのと同じ関係かもしれない。

高値で買い、安値で売る

近いうちにボラティリティが消えてなくなるとは考えにくい。新興国の成長が鈍化し、米連邦準備制度理事会

(FRB)によるほぼ10年ぶりの利上げのタイミングが依然として不透明な現状においては、ボラティリティが低下することはなさそうだ。

それは、短期的なボラティリティの変動に応じて資産配分を決定すれば、リターンが失望を招くものになりかねないことを意味している。ボラティリティが低下した場面で資産を買い入れ、ボラティリティが上昇した場面でそれを売却すれば、高値で買い、安値で売ることを意味することを覚えておく必要がある。そして、これは高いリターンを獲得する手段とはなり得ない。

投資期間の短縮がもたらす危機

大型の機関投資家にとっては、これはとりわけ疑問を抱える戦略だ。彼らは大規模なバランスシートと長い投資期間という2つの利点に恵まれているため、長期的な視点を持って短期的なボラティリティを乗り切ることが望ましい。

VaRに基づく戦略は、10年あるいは20年にわたる投資を念頭にポートフォリオを運用すべき投資家に対し、3-6カ月先に焦点を当てるよう強いることで、投資期間の長さという利点を奪い取っている。

これらの戦略の最大の欠点は、短期的なボラティリティの変動が生じた際に機械的に資産の購入や売却を強いることだ。この戦略を用いている運用マネジャーは、ボラティリティが急激に上昇した場合、すでに価格が下落している資産を売却することになる。

パッシブではなく、アクティブな運用を

では、代わりにどんな手法を取り入れればいいのか? 望ましいのは、自らの判断で運用するアクティブなアプローチだ。能力の高いアクティブ運用マネ

【図表】 リスク・パリティ型ファンドがボラティリティから受ける影響
典型的な資産ファンドに基づくリスク・パリティ戦略においてボラティリティが30%上昇した場合に想定される影響

	リスク配分	典型的な資産配分	想定元本* (億米ドル)	ボラティリティが30%上昇した場合の資産減少幅 (億米ドル)
株式	25%	35%	1,400	320
コモディティ	25	55	2,200	510
金利	25	145	5,800	1,340
クレジット	25	120	4,800	1,110
合計	100%	355%	14,200	3,280

過去の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。2015年5月31日現在
*リスク・パリティ型ファンドの運用資産を約4,000億米ドルと想定 出所: AB

ジャーは、資産価格が安い局面で購入し、高くなった局面で売却する戦略を構築することができる。これにより投資リターンが向上する可能性が高まる。

また、アクティブな運用マネジャーは流動性に起因する急激な市場の変動から資産を守るため、コール・オプションやプット・オプション(将来、事前に定められた価格で資産を購入(コール)あるいは売却(プット)する権利)を購入する選択肢も持つ。

大規模な投資家は今こそ基本に立ち返り、短期的な市場の変動ではなく、長期的な価値を測る指標に基づく意思決定を始めるべき時であるとABでは考える。そうした投資家、そしてその他の数少ない投資家(以前の記事『[流動性リスクを管理する最善のアプローチとは？](#)』ご参照)は、今日の低い流動性を追い風に変えることができるかもしれない。

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／一般社団法人第二種金融商品取引業協会
<http://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3.24%(税抜3.00%)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2.0304%(税抜1.8800%)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。