



## 進化と回帰；オルタナティブ戦略へのきっかけ

米国債利回りは1980年代初旬に上昇のピークとなり、つい最近まで低下トレンドが続きました。この期間はおおよそ40年に及び、アクティブ運用を行う専門家のほとんどは、これを超えるようなキャリアは持っていないでしょう。この間に、ユーロの誕生、エマージング危機、グローバル金融危機、異次元の量的緩和、銀行の金融システムにおける役割の変化など、様々な出来事がありました。量的緩和が量的引き締めになったことで米国債の利回りは反転し、これまでの変化が積み重なった結果、この利回り上昇が以前よりも複雑となった投資環境に大きな影響を与えています。

素速い投資アプローチとクリティカル・シンキング（様々な情報や状況に対して、批判的に分析をしながら、適切な解答を得ていく手法）に注力するといった性格を併せ持つオルタナティブ戦略は、リスク・フリー金利の低下といった追い風をもちや享受できない環境のなかで、アルファを得たいと考える投資家にとって解決策となる可能性があると考えています。

2018年9月

ナチョ・モライス  
コンサルタント



1984年の6月は大きな出来事が二つありました。エンターテインメントの世界では、「ゴーストバスターズ」、「グレムリン」、そして名うてのコメディである「トップ・シークレット」といった将来のカルト・ムービーとなる3作品が上映されました。投資の世界では、米国10年債利回りが13.95%というピークに達し、1980年2月の13.65%、1981年9月の15.84%に次ぐ、二桁利回りの最後の天井となりました。

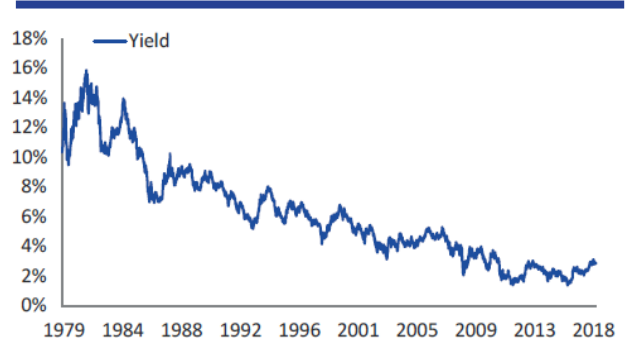
それから数十年の間、一時的な上昇はありましたが、米国債利回りは低下トレンドにありました。信用力に対する過度な緩みが招いたグローバル金融危機は、量的緩和 (QE) や公開市場での資産購入 (OMP) という形で、幅広く市場を麻痺させるような政策の引き金となりました。そして漸く、こうした緩和的な政策からの脱却がスタートしつつあります。

新たな投資環境を上手く乗り切るには、これまでとは異なる投資アプローチが求められます。虚心坦懐な姿勢、ダイナミックなポジション、市場の動きやミスプライスを捕らえるが出来るような投資ツールの使用、といったことが挙げられます。

そうした様々な投資ツールを持っているのが、オルタナティブ戦略と言うことができ、差別化が強まる市場でリターン獲得の可能性を引き出すことが出来る、最も注目できるものと考えています。

このレポートでは、投資環境の長期的な変化とごく足下の変化について考えてみます。この変化によって、数年越しの債券利回り低下とベータ取引による利益は終焉を迎え、アルファ獲得のためにオルタナティブ投資に向かう必要性が生まれてきました。

図1：米国10年債金利の推移（1979年－2018年）

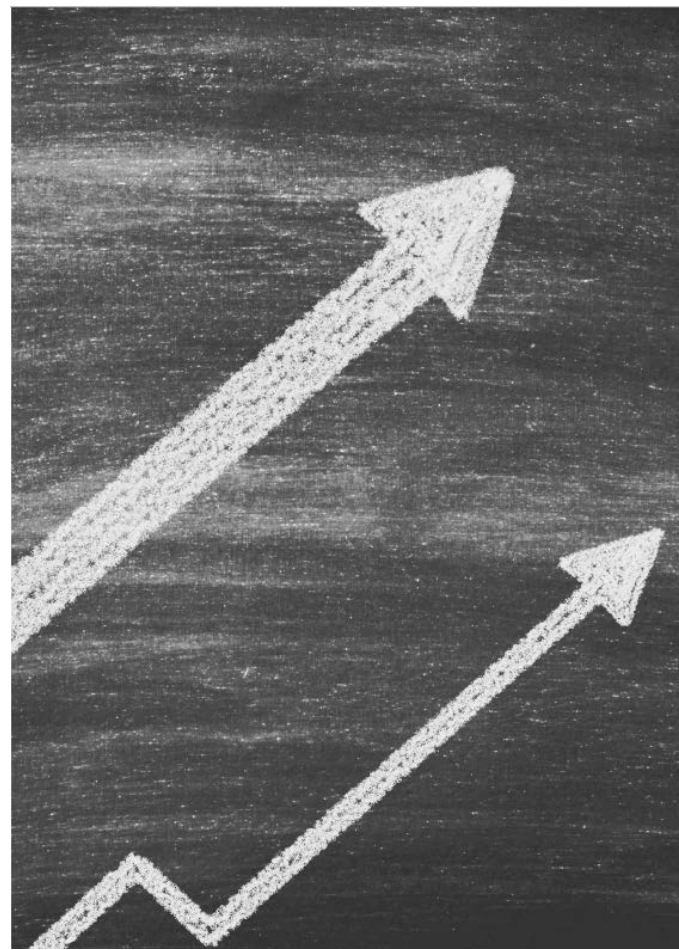


出所：Bloomberg 2018年6月29日

## 利回り上昇による影響；多数かつ広範

足元の投資環境は、投資力学の枠組みが変化していることを表しています。慣れ親しんだ利回りの低下トレンドとはかなり対照的に、金融政策の正常化によって債券利回りは上昇に向かっています。これは、ほとんどの運用者がそのキャリアにおいて成功してきたロング・オンリー戦略が苦戦するような投資環境です。

利回りとクレジット・スプレッドが正常化していくなかで、銘柄間の差異も広がっていくと考えられます。資金調達コストが上昇するにつれて、資産価格には追い風が向かい風になりつつあることが実感され、流動性枠と債務借り換えのコストが高まっていることによって、企業の収益に大きな制約となってきています。特に財務レバレッジの高い企業などにとっては、こうした制約下で、どのビジネスモデルが資金コストの上昇というハードルを乗り越えるのかというテストとなり（これが昔流行ったカルトムービー復興の背景かもしれません）、バランスシートが脆弱であれば、証券価格の下落という結果になる可能性が高いと言えます。この結果、クレジットによる差異が広がるとみており、今のばらつきが見られない状況からの大きな変化をもたらすと考えています。



## ボラティリティの復活

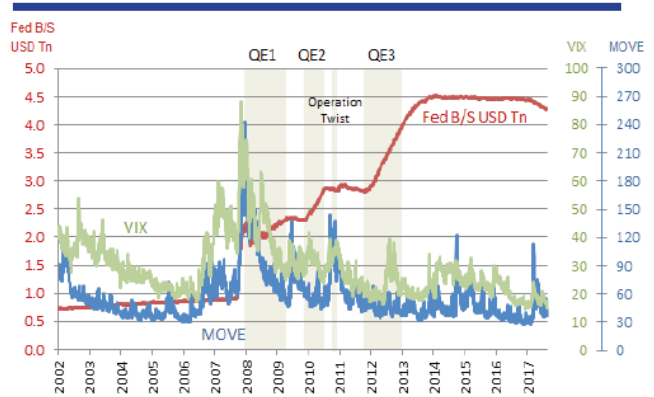
QE時代に失われたものには、ボラティリティもあります。銘柄間の差異がなかったことと共に、ボラティリティが低かったために、レバレッジを取ることで運用者がパフォーマンスを高めることはなかなか難しい状況でした。

こうした低ボラティリティは、S&P500ボラティリティ・インデックス（VIX）や米国債ボラティリティ・インデックス（MOVE）などのインプライド・ボラティリティを表す指数で確認することが出来ます。1990年からのデータを見ると、VIXが10以下であった86%、MOVEが50以下であった90%は2017年と2018年に起きています。1990年から2012年までの期間と、2013年から2018年までの期間というように、時期を二つに分けると、前期では平均20.5だったVIXは、後期では平均15に低下しました。MOVEでみると平均102から平均68に低下しました。こうしたリスク指標は、過去の金融政策によって抑制されていたもので、このことを踏まえ、つい先日まで通用したポートフォリオ運用を続けることは、非常に危険であると言えます。

今直面している状況としては、以下が挙げられるでしょう；

- 何十年にも亘って選好されてきたデフレ・ロングの戦略は、今後は構造的なポジションとして、それほど適さないでしょう。
- 銘柄間差異の拡大によって相対価値による投資機会は増えると考えられます。
- 素速く、機動的な運用を行う能力はかなり有効でしょう。

図2：QE時代の低ボラティリティ



出所：Bloomberg 2018年6月29日

## 概観

グローバル金融危機とそれに続くQEの試みは、ここ最近では最も影響力のあった出来事ですが、21世紀に入ってから、グローバル市場を形作った変化は数多くあります。これによってもたらされた投資環境の中では、ポートフォリオ分散の中で、オルタナティブ投資が最もアルファを獲得できる可能性の高い手法であるとみています。

ソブリン債市場に目を向けると、いくつかの変化によって市場は変貌を遂げてきました。

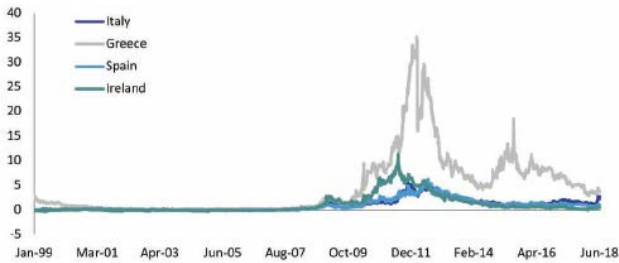
1999年1月のユーロ導入は、1970年代のブレトン・ウッズ体制の終焉以降、通貨システムにおける最大の変化でした。これを契機に、ユーロ圏のソブリン債は金利商品として取引されるようになり、発行体である各国の信用力ではなく、時間選好、金融政策やインフレ率の予想、金融政策とインフレ率との間の相互作用—反応関数—によって価格が変動するようになりました。

しかし、グローバル金融危機によって、適正水準を大きく下回る金利水準によって覆い隠されてきた不均衡が明るみに出ました。予算の膨張と適正水準以下の経済成長という状況が明るみになり、公的部門の赤字が大きく膨れ上がり、政府の資金調達に支障をきたしました。このために、地中海沿岸の国やアイルランドといった一部の国に、市場は指数関数的に高いリスク・プレミアムを上乗せしました。

こうしたリスク・プレミアムは現在では大幅に低下したものの、一部のユーロ圏国債は金利商品ではなくクレジット商品として再び見られるようになり、GDPに対する債務比率が高い間は続くと思われ、近い将来この状況が大きく変わる兆しはありません。

発行体が実際に持つリスクを適切に証券価格に反映できるような投資ツールの出現は、ポジティブな一歩でした。しかし時として、ショート・ポジションによってソブリン債市場の安定性が不正に歪められるとの懸念が生まれました。このため、欧州議会では2012年に安全策を講じ、ショート・ポジションとCDSの一部機能に関する規制を設けました。

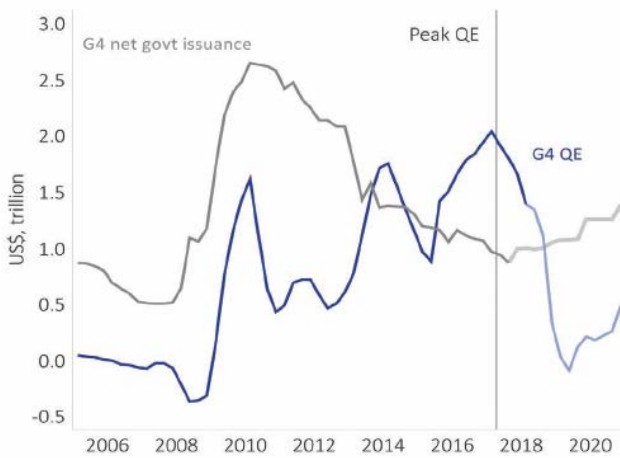
図3：欧州ソブリン債のスプレッド推移 (bps)



出所：Macrobond 2018年6月29日

先進国市場のGDPに対する債務比率は、平常時としては前代未間の水準にあると考えています。これには、QEという形態での金融政策がもたらしたもので、市場や経済はこれまで経験したことのない領域に至りました。素早さと柔軟さを備えた戦略は、次にやって来るシナリオにより順応できると考えています。

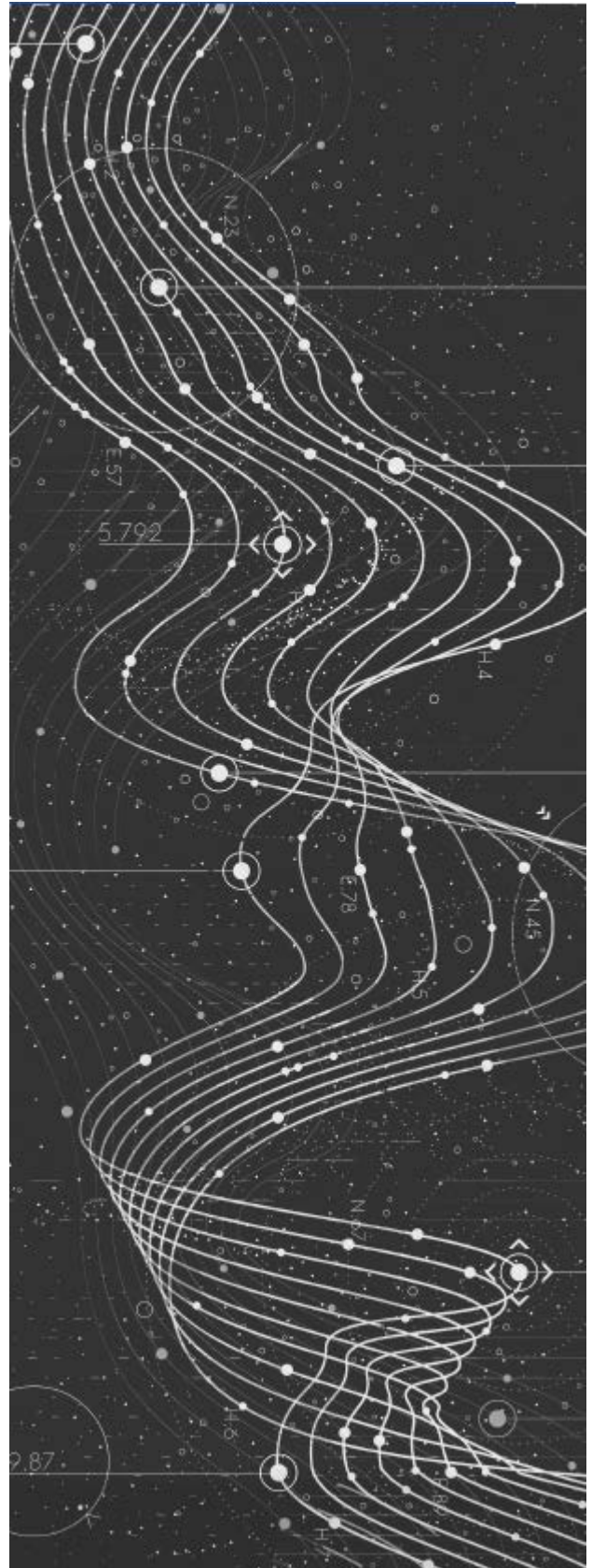
図4：G4の純債務残高と中央銀行による資産買入れ



出所：Macrobond; BlueBay calculations; latest monthly data for March 2018; note: annual flow of net borrowing by G4 - US, Eurozone, Japan and UK - governments and annual flow of G4 central bank asset purchases.

1997年のアジア通貨危機や1998年のロシア危機を経て、多くのエマージング国は国債資本市場に徐々に復活し、現在では**エマージング・ソブリン債の発行体の60%は投資適格の格付け**という状態になっています（2017年のS&Pのデータに基づく）。エマージング債市場においても重要な進展がありました。例えば、年限の長い銘柄の発行、社債の発行、長期イールドカーブまで整備された現地通貨建て債の発行、などが挙げられます。この結果、現地通貨建て債市場においては、運用者はイールドカーブを考慮した投資も可能となりました。

こうした状況は、グローバルの政治経済の主流にエマージング経済が組み込まれてきているということを意味していると考えています。



社債市場も大きな変化がありました。

最も顕著なのは**銀行の役割**の変化です。グローバル金融危機によって銀行セクターの企業統治の欠如と融資手続きの甘さが露呈され、破綻リスクの伝染や、ソブリン・リスクと銀行システム・リスクとの連鎖といった問題などが見られました。

2008年以降、銀行は統合が進み、一部の国では銀行セクター自体の構造的な変革に直面しました。例えば、スペインではカハと呼ばれる地方貯蓄銀行の再編などが行われました。

図5：スペイン銀行セクターの統合



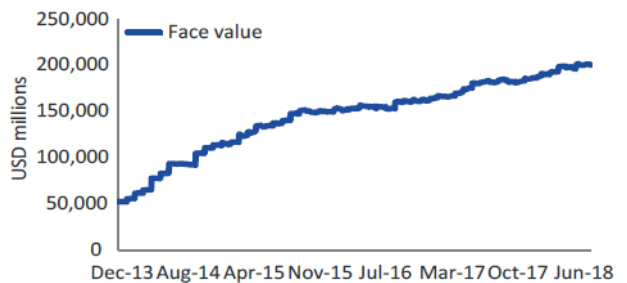
出所：El Confidencial.LAB, 2018年8月

監督当局からの規制強化によって、銀行の資本構造は変化し、破たん処理の方法も変わりました。これにより偶発的転換社債（Coco債）の発行が増えました。

規制上の圧力によって、銀行の融資手続きは厳格となったため、企業に直接の融資を行う新たなビジネスも拡大しました。

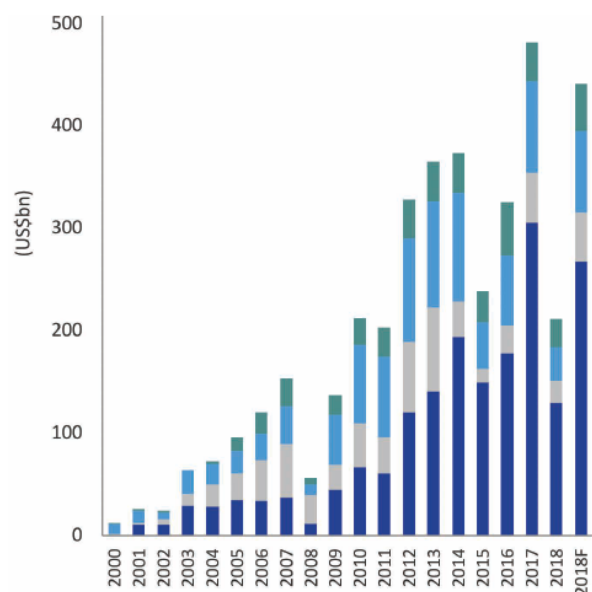
エマージング市場では、ソブリン債のトレンドを追う形で、企業は資金調達先として債券市場を活用することが出来るようになりました。海外投資家からの資金フローによって、国内の貸し手に加えて、さらなる貸し手を得ることが出来ることから、これはポジティブな進展であると考えています。

図6：Coco債の発行額推移（十億米ドル）



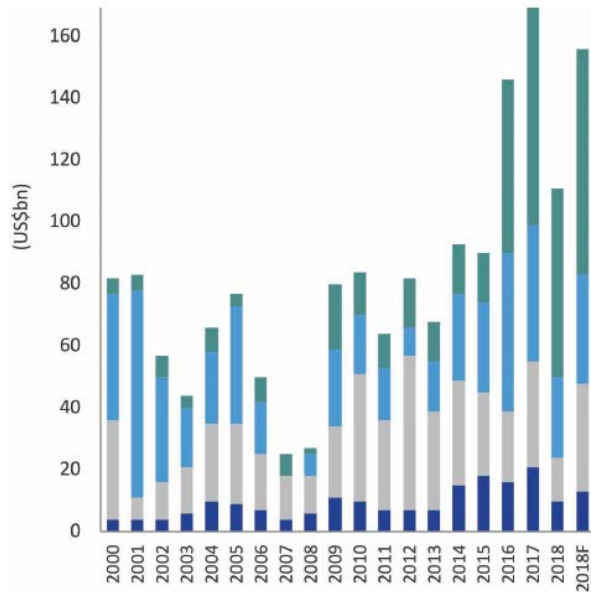
出所：Bloomberg 2018年6月29日

図7：エマージング社債の発行は続く（十億米ドル）



出所：JP Morgan 2018年6月6日

図8：エマージング・ソブリン債の発行は増加を続ける（十億米ドル）



## 市場のダイナミクス；ベータよりもアルファ

債券市場に目を向けると、株式に対するリターンの要素として2つ挙げることが出来ます。

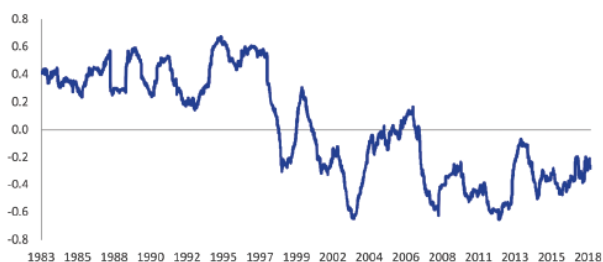
**要素1**：お金の時間価値の変化。これは全ての資産クラスにも同時に影響します。

**要素2**：リスクの再配分による変化；これは債券と株式とは異なる影響を与えます（例えば、債券から株式、あるいは株式から債券、といった資金の流れ）。

低金利によって投資家の時間選好はほとんど動かなかったことから、この10年間、要素2が主導する動きが見られました。しかし、金利とインフレ率が高かった1980年代から1990年代の投資環境に移行した場合、要素1の存在感が高まります。金利が上昇した場合、クレジット債の利回りに占める金利の割合が高まり、金利の変動幅も高まる可能性があります。時間選好に連動する利回りの振れ幅が大きくなれば、債券と株式はプラス相関の資産クラスになると考えられます。



図9：米国株式と米国債の相関（1982年5月－2018年6月）



出所：Bloomberg, S&P 500 TR, ML US 10-yr Treasury futures  
2018年6月29日

こうした投資環境では、ベータよりもアルファがリターンになる可能性が高いでしょう。ほとんどの資産クラスが「完璧な価格」（好材料を織り込み、高いバリュエーション）にあり、ボラティリティが高まり、差異が強まる一方で、中央銀行がポストQEとして距離を置く中で、ボラティリティを抑制してきた要素が緩められてきています。

運用の点からみれば、高い金利が得られ、ボラティリティが高まり、差異が強まる投資環境においては、レバレッジが低い投資家もリターンが得られるでしょう。良い銘柄と悪い銘柄の差異が拡大することによって、ボラティリティが高まる環境の中で価格の動きが急になれば、コストは高まりますが、レバレッジを大きくすることで得られる果実も大きくなるでしょう。

## 流動性

ここ数年で市場の流動性に影響を与えた変化はいくつかあります。

- パッシブ商品やアルゴリズムに基づく取引の台頭によって、特定のサインやモデル（クオンツ・ファンドにおける）が広く使用されることでポジションの混雑や、一部の取引にポジションが集中する状況が見られるようになりました。

## ニュース；即時性が必要

**市場の変化と共に、情報が金融市場に与える影響、そしてどのように消化されて、市場に反映されていくのか、という点でも変化が起こりました。**

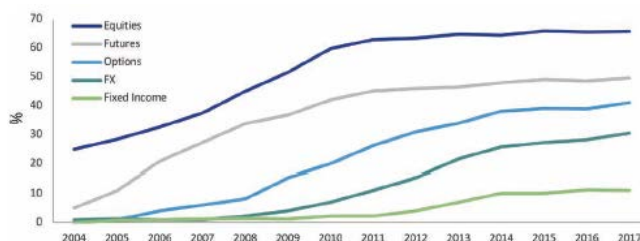
手に入る情報は明らかに増えましたが、視野は狭くなりました。テクノロジーの発展によって、個々のトピックに対する深く、多様な情報よりも、頻繁に更新される情報が手に入りやすくなりました。これによって、ニュースの寿命は日単位から時間単位、さらに分単位に変わり、発信される情報の質が低下するなかで、フェイクニュースというものも目になりました。

オンラインでの情報発信は参入障壁が低いと、伝統的なニュースのビジネス・モデルは問題を抱えるようになり、質の低いバイアスのあるニュースが急増しました。おそらく最も顕著なのは経済界と一般の間での仲介機能がなくなったことで、トランプ大統領のツイートが代表とするSNSが活用

- 規制上の制約によって、銀行が証券在庫を抱えることが出来なくなり、トレードを行う際には実際にカウンターパーティが必要となりました。
- 日次流動性商品やETFなどが溢れる中で、実際にその流動性を確保できない商品が増えました。
- 取引頻度の高い戦略の反射的な動きによって、市場状況次第で参加者の流動性が不均衡になっています。

こうした変化は、オルタナティブ戦略が活用できるリスクと投資機会の両方を作り出したと考えています。債券市場においては、アルゴリズムによる取引が株式市場と比較して少ない（債券は約10%であるのに対して、株式は60%を超える）ものの、買い手の行動に全く影響をしないわけではありません。大きな流動性危機は価格の大幅調整を短期的にもたらす傾向があり、力を残している市場参加者が利益を享受できると考えています。そのため、適切な資産負債管理（ALM）と資金調達条件が最重要であり、オルタナティブの投資家は他のプレーヤーが防戦を強いられている中で、攻撃側に回ることが出来ます。

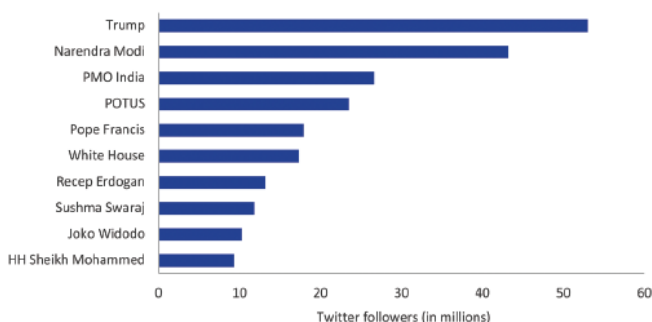
図10：アルゴリズムが資産クラスに占める割合（%）



出所：Aite Group, Goldman Sachs Global Investment Research  
2018年5月22日

されるようになりました。こうしたコミュニケーションは、文脈、発信者のバイアス、期待される一般の反応という点で、重要な情報になる場合があります。

図11：世界のリーダーのツイッターのフォロワー数



出所：Twitter 2018年6月28日

## 必要なスキル－クリティカル・シンキング

ニュースに疑問を持つことを学んだように、一般的な考えを精査し、確実なことに疑問を呈すことが出来るようになる必要があるでしょう。クリティカル・シンキングは不可欠です。

計画的で綿密なプロセスとは、クリティカル・シンキングの実践であると考えています。反復可能で実績のあるプロセスがあれば、計画を立てたり、突然のイベントに惑わされない、といったことが楽になります。特に社債やダイレクト・レンディングといった投資分野では細部に注意することが重要で、債務の契約書や担保があるかどうかといった差異が、良い投資と悪い投資の差になることもあります。市場にとって好ましくない風が吹く時は、やるべき事を行った者とそうでない者を見極めることが出来るものです。

発行体のビジネスや政治的なモデル、意志決定者のモチベーションを把握することも非常に重要です。企業の資本構造を徹底的に理解することで、資産価値をより正確に評価し、発行体と株主のインセンティブを理解することにつながります。

こうしたことと並んで、政治環境をしっかりと見据えることも不可欠となってきています。経済とは政治の子供のようなもので、経済界にいる登場人物は無数ですが、政治という舞台での登場人物の数は少ないものです。そのため、金融政策や予算を仕切る政府機関の主導者やインセンティブを理解することは不可欠です。

知的誠実性と論理的思考を持つことが、今後の投資家の成功を左右する要因になるかもしれません。危機の時には、想定される取引シナリオについて明確なロードマップを持つことが重要です。元々の投資テーマが有効でなくなった際に、心理的な動揺を避け、計画を立て直したり、損失を抱えているポジションを維持するように、新たな理由を探す、ということがなきようにすることが重要です。これらリスク管理や投資ビジネス全体にとって、体系的に文章化され管理される実施可能な手順は重要です。

しかし、巨大な市場にあっては自分たちが参加者の一人であることを忘れてはいけません。市場の構造を理解することは重要で、誰が売り手、あるいは買い手なのか、自分たちが保有する証券を誰が他に保有しているのか、他の投資家の資金繰りは問題ないのか、証券への需要について、リテール、機関投資家、投機筋のバランスなどを知ることが重要です。

緩和的な金融政策から脱却し、クレジット・サイクルが再び動き出すなかで、投資家はこれまで経験のない領域に足を踏み入れることとなります。基本原則が変わり、市場の特徴が、金利上昇、ボラティリティの高まり、差異の拡大になろうとする中で、過去に好まれてきたツールを使い続けることは新たな経済環境ではリスクが高い戦略だと思われます。

こうした投資環境においては、ロング・オンリーのベータ商品はアンダーパフォームする可能性が高いでしょう。考え方を換え、ベータに依存せず、アルファを獲得できる投資機会を活用することが最良のアプローチであると考えており、オルタナティブ戦略で取られる投資アプローチが、ここに当てはまると考えています。





## ディスクレーム

ブルーベイ・アセット・マネジメント・インターナショナル・リミテッド  
金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第1029号

一般社団法人 日本投資顧問業協会会員、一般社団法人 投資信託協会会員、一般社団法人 第二種金融商品取引業協会会員

### ■手数料等

当社の提供する投資一任業に関してご負担いただく手数料や費用等は、お客様に委託された運用金額や運用戦略ごとに、あるいは運用状況等により変動いたします。最終的な料率・計算方法等はお客様との個別協議により別途定めることとなりますが、主な運用戦略ごとの手数料の上限は以下のようになります。

エマーシングソブリン債戦略：年率 0.80%（税抜） / エマーシング社債戦略：年率 1.05%（税抜） / エマーシング債絶対リターン戦略：年率 0.85%（税抜） / ハイ・イールド債/ローン戦略：年率 0.70%（税抜） / 投資適格債戦略：年率 0.45%（税抜） / 投資適格債絶対リターン戦略：年率 0.90%（税抜） / グローバル・ソブリン・オポチュニティ戦略：年率1.10%（税抜） 成功報酬 15%（税抜） / 金融ハイブリッド債戦略：年率0.80%（税抜） / 転換社債戦略：年率 0.75%（税抜） / オルタナティブ戦略：年率 2.20%（税抜） 成功報酬 20%（税抜） / マルチクレジット戦略：年率 0.75%（税抜） / ダイレクト・レンディング戦略：年率 1.7%（税抜） 成功報酬 20%

なお、当社との投資一任契約は、原則、運用戦略に応じた外国籍投資信託を投資対象とします。上記手数料には、お客様から直接当社にお支払いいただく投資顧問報酬、外国籍投資信託に対して投資した資産から控除される運用報酬が含まれます。

この他、管理報酬その他信託事務に関する費用等が投資先外国籍投資信託において発生しますが、お客様に委託された運用金額や運用戦略ごとに、あるいは運用状況等により変動いたしますので、その料率ならびに上限を表示することができません。手数料や費用等について詳しくは、弊社担当者にお問い合わせをいただくか、契約締結前交付書面をご覧ください。

### ■投資一任契約に関するリスク

投資一任契約に基づく契約資産の運用は、原則、戦略に応じた外国籍投資信託を通じて、実質的に海外の公社債、株式等の有価証券や通貨などの価格変動性のある資産に投資を行います。これら有価証券等には主に以下のリスクがあり、株式相場、金利、為替等の変動による価格変動、及び有価証券の発行会社の財務状況の悪化等による価格の下落により、外国籍投資信託等の基準価額が下落し、損失を被ることがあります。従って契約資産は保証されるものではなく、お客様の投資された元本を割り込むことがあります。また、デリバティブ取引等が用いられる場合においては、上記の価格変動等により、元本超過損が生じる可能性があります。運用による損益は全てお客様に帰属いたします。

- ・ 価格変動リスク：有価証券の価格変動に伴って損失が発生するリスク
- ・ 為替変動リスク：外国為替相場の変動に伴って損失が発生するリスク
- ・ 信用リスク：発行者の経営・財務状況の変化及びそれらに対する外部評価の変化等により損失が発生するリスク
- ・ 流動性リスク：市場の混乱等により取引ができず、通常よりも不利な価格での取引を余儀なくされることにより損失が発生するリスク
- ・ カントリーリスク：投資対象国/地域の政治・経済、投資規制、通貨規制等の変化により損失が発生するリスク

なお、契約資産が持つリスクは上記に限定されるものではありませんのでご注意ください。リスクに関する詳細につきましては契約締結前交付書面等の書面の内容を十分にお読み下さい。

本資料は受領者への情報提供のみを目的としており、特定の運用商品やサービスの提供、勧誘、推奨を目的としたものではありません。また、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。

本資料は、信頼できると判断した情報に基づき作成しておりますが、当社がその正確性、完全性、妥当性を保証するものではありません。記載された内容は、資料作成時点のものであり、今後予告なく変更される可能性があります。過去の実績及びシミュレーション結果は、将来の運用成果等を示唆・保証するものではありません。なお、当社による書面による事前の許可なく、本資料およびその一部を複製・転用・ならびに配布することはご遠慮下さい。当社と金融商品取引契約の締結に至る場合には、別途契約締結前交付書面等をお渡ししますので、当該書面等の内容を十分にお読みいただき、必要に応じて専門家にご相談の上、お客様ご自身のご判断でなさるようお願いいたします。