



## ベータという巡航の終わり

2018年1月

量的緩和（QE）時代が終焉するにつれ、資産価格の差が抑制されてきた状況も終わりつつあります。ベータ・トレードから投資環境が変わるなかで、どのようにアルファを獲得していくかを考えたいと思います。



デビット・ライリー  
パートナー兼  
クレジット戦略ヘッド

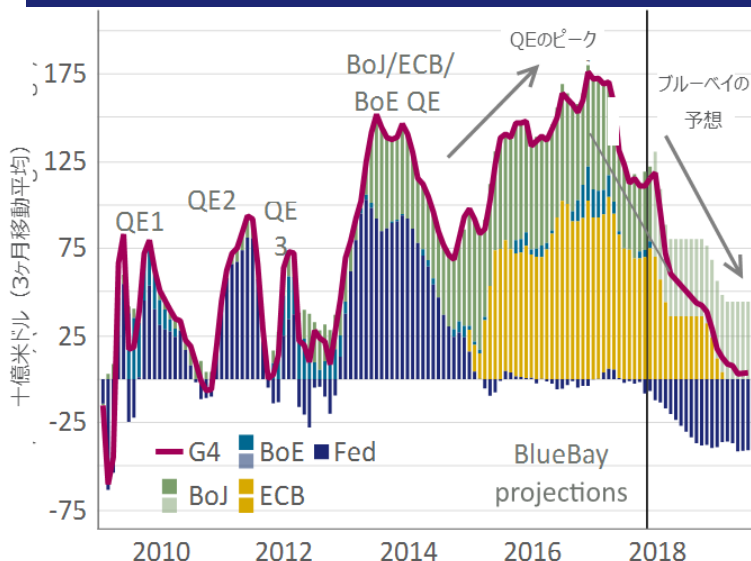
2017年9月20日にグローバル金融市場の潮目が変わりました。それは、量的緩和（QE）の終わりの始まりです。世界で最も影響力を持つ中央銀行である米連邦準備制度理事会（FRB）は、不況を防ぎ経済回復を刺激するために2007年から2008年の金融危機以降、4.2兆米ドルの米国債及び住宅ローン担保証券（MBS）によって積み上げられてきたバランス・シートの縮小を10月より開始することを発表しました。

FRBは、バランス・シートの縮小によってQEを解消し、量的引き締め（QT）に向い始めた最初で最も重要な中央銀行となりました。欧州中央銀行（ECB）と日本銀行（日銀）も資産の買入額を徐々に減額し始めました。QEのピークが過ぎ去ることで、今後の資産市場と投資戦略は大きな影響を受けると考えています。

# QEと投資の枠組み

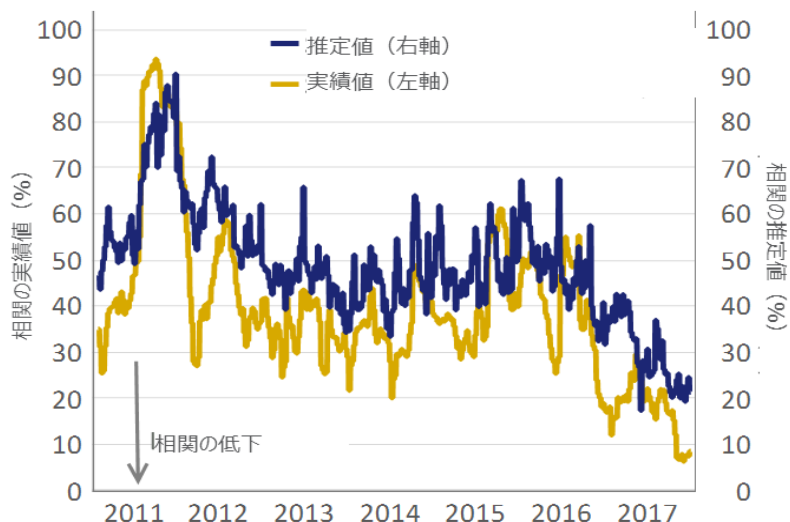
2007年以降、景気を刺激するために市場に溢れた流動性によって、資産価格の差は縮小し資産間の相関は高まりました。中央銀行による流動性供与という潮の干満はグローバルな資産価格を過度に左右するマクロ要因となりました。資産クラス内のセクター間や個々の資産クラス間の相関は高まり、市場は概ね平行して上昇しました。利回りは人為的に下げられ、価格水準は上昇し、従来の債券と株式間の負の相関は失われました。こうした環境においては、資産や銘柄選択による見返りはかなり限られており、QEがもたらしたベータの上昇は、アクティブ運用よりもベンチマークにトラックするパッシブ運用にお恩恵をもたらしました。

## QEのピーク



出所: Macrobond; BlueBay calculations; 2017年11月

## S&P500インデックスの構成銘柄間の株価相関



出所: Bloomberg; 2018年1月8日

しかし、QE時代の投資の枠組みが解体されるなかで、投資環境の変化の最初の兆しがみられ始めています。米国市場はその先駆者となっています。S&P500インデックスの構成銘柄の相関は2017年から低下してきており、株価の差異は強まっており、株式運用においてはパッシブ運用よりもアクティブ運用のパフォーマンスの方が上回ってきています。同様にクレジット債（特にハイ・イールド債）の差異も強まっており、借り手の信用力の違いを投資家は認識し始めているようです。



# QE後の3つの変化

新たな投資の枠組みにおいては次のような3つの変化がみられると考えています。

1. 資産間の相関の低下
2. 資産パフォーマンスの差異拡大
3. ベータ（市場）リターン の低下

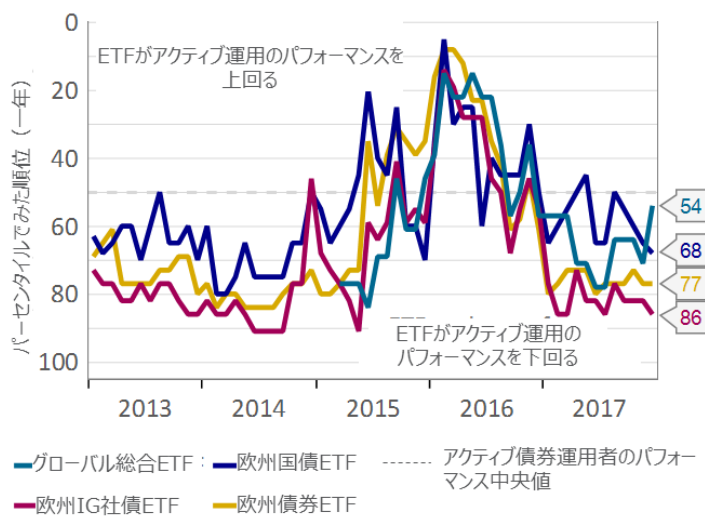
## 1. 資産間の相関の低下

資産間の相関は、投資が相互にどのように動くかを示します。金融危機以降のほとんどの期間、市場は横並びに動き、高い相関となりました。これは、株式市場が上昇する時は債券市場は下落し、その逆も然り、という伝統的な金融市場のセオリーを覆すこととなりました。QE時代にはこの二つの資産は正相関を示しました。債券市場で見ると、国債や社債の地域間の差は狭まり、中央銀行による流動性供与という潮の干満によって、経済やクレジットのファンダメンタルズの差は覆い隠されました。満ち潮によってあらゆる船が押し上げられ、インデックスに追随するパッシブ運用はその恩恵を受けました。一方アクティブ運用は、ファンダメンタルズが良くない企業も市場の上昇に追随して上昇がみられたことから、上手く機能しませんでした。しかし、相関が低下しつつある兆しが見られ始めており、2017年は2008年以前の水準に近づいています。この傾向はQEが終焉に向かうなかで続くと考えています。



各地域と株式、クレジット債、金利、為替の資産クラスの毎日のリターンに基づく6ヶ月間の相関  
出所：Morgan Stanley 2018年1月8日

## ETFと中央値にあるアクティブ運用のパフォーマンス比較



出所：Morningstar; BlueBay calculations; 2017年12月

## 2. 資産パフォーマンスの差異拡大

相関の低下は差異の高まり、同じ資産クラス内で最も良いパフォーマンスと悪いパフォーマンスの差が広がっていることを表しているともみることが出来ます。この数年、先進国国債の利回りがほぼ皆無となっていたことから、投資適格未満のハイ・イールド債が堅調に推移しました。投資家は、債券市場でよりリスクの高い資産で利回りを追い求め、より高いリターンを得るためにデフォルト率の高さを許容しました。この資産クラスにおいても投資妙味がある銘柄はあると思いますが、投資適格未満のハイ・イールド債への投資は増加しており、発行企業のバリュエーションがインフレを起こして押し上げられたことが影響していると考えています。

幸いにも相関の低下と共に、セクター間の差異も拡大しています。このことから、アクティブ運用による銘柄選択が機能するようになって考えています。大きく上昇した株価とQEによる流動性によって、無差別的にあらゆる企業が支えられているという状況によって、すべての発行体が堅調に推移するという状況から、ファンダメンタルズ分析によって最も信用力があると考えられるポジションを構築することが奏功する状態になると考えています。



マリオ・ドラギ総裁の言葉を借りれば、中央銀行は市場を押し上げるために「あらゆる手段」を投じました。その結果のひとつが差異の縮小です。しかし、この支援がなくなっていくなかで、差異は広まっていくと考えています。

### 3. ベータ（市場）リターンの低下

QEによる流動性供与によって市場は下支えられ、お伝えした2つの要素を通じてパフォーマンスは押し上げられました。グローバルに多額の債券を買い入れようというキャンペーンが終了に向かう中、市場全体のパフォーマンス（ベータ）は低下する可能性が高く、金融危機以降のリターンは人為的に高くなっていたことが明らかとなると考えています。市場価値の低下は、幅広くあらゆる銘柄に投資を行うパッシブ・アプローチを取る投資家に警鐘を鳴らすことになるでしょう。なぜなら、インデックスを構成する銘柄を無差別に保有することで、全ての下落に晒されることになるからです。一方で、適切なアクティブ運用では、投資ユニバースのなかで、良いものだけを選び、下落リスクを最小化することが出来るでしょう。ベータ・リターンの低下によって真のアルファ創出への道が開かれ、賢明なる銘柄選択が出来れば、市場パフォーマンスを上回る運用成績を残すことが出来るでしょう。

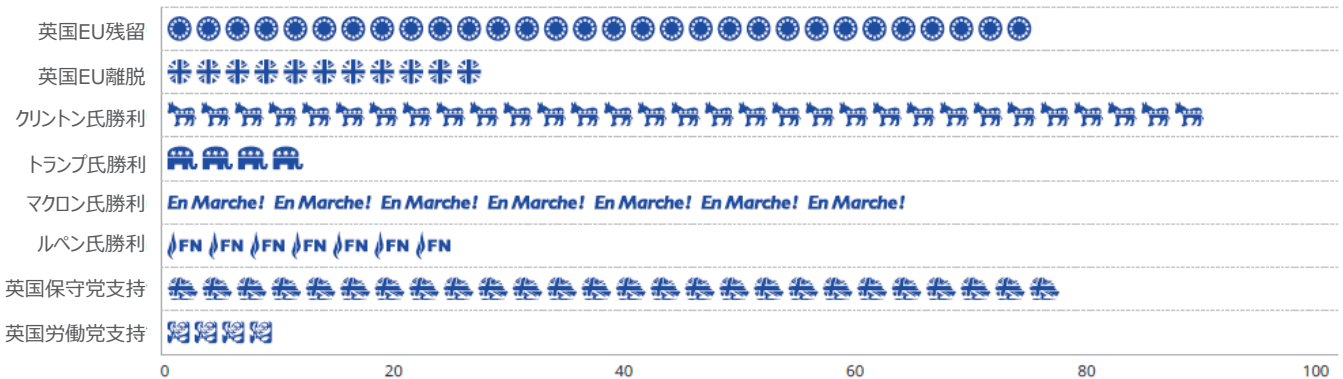
## 最終的には差異がカギ

債券のアクティブ運用者は、パッシブ型運用のパフォーマンスを上回るために、高いボラティリティを要するわけではありません。必要となるのは差異の拡大です。市場では、セクターと発行体間の差異が拡大するはずで、そこでは賢明な銘柄選択が報われると考えています。興味深いことに、差異の拡大と相関の低下がみられると、ボラティリティの水準は高まるのではなく、低くなる傾向があります。

## 政治ノイズとアクティビストな政治

差異の拡大をもたらしているひとつの要因は、中央銀行がQEの解消に向かうなかで、政治のポピュリスト色が強まり、介入的な政府が増えていることであると考えています。有権者の支持は流動的になり、伝統的なソースから得られる政治情勢の信頼感は低下しています。英国のEU離脱を問う国民投票は残留となるだろう、米大統領選においてはクリントン氏が勝利するだろう、フランス大統領選ではルペン氏が勝利するだろう、という可能性を市場が過度に織り込んでいたことが、このことを証明しています。予見性の低下と非伝統的な政党の人気の高まっていること、物議を醸すリーダー、政治の変化を求める声、といったことによって政治リスクの織り込みについて、非効率さが増幅しています。

### 市場が織り込む選挙結果の可能性



出所: Bloomberg, Macrobond, BlueBay calculations 2017年6月6日  
 英国のEU利残留/離脱 - 2016/6/22、米大統領選挙 - 2016/11/8、フランス大統領選挙 - 2017/5/2、英国議会選挙 - 2017/6/8のブルームバーグのオッズに基づく

政治と政策のボラティリティの高まりと不透明感によって、投資家は政治見直しを検討する際に多くの情報源にアクセスする必要があるでしょう。これには、政治や政策の要を担う人物との直接の対話や説明、ニュースのバイアスを読み解くこと、SNSの有効活用などがあります。信憑性の低いニュースとフェイク・ニュースの増加から、投資家は賢く情報を取捨選択しなくてはなりません。

政治の不透明感を受け入れることが先進国市場の投資家に不可欠となっていますが、エマージング市場で既に経験している投資家は、政治がどのように投資判断に影響するかを熟知しているでしょう。市場による政治とイベント・リスクのミスプライスは、アクティブ運用を行う投資家にとって元本毀損を防ぐとともにリターンを獲得する投資機会となります。例えば、オプションなどのデリバティブを使って、「保険」を買っておく、などといった備えをすることが出来ます。

## もはや安全とは言えない

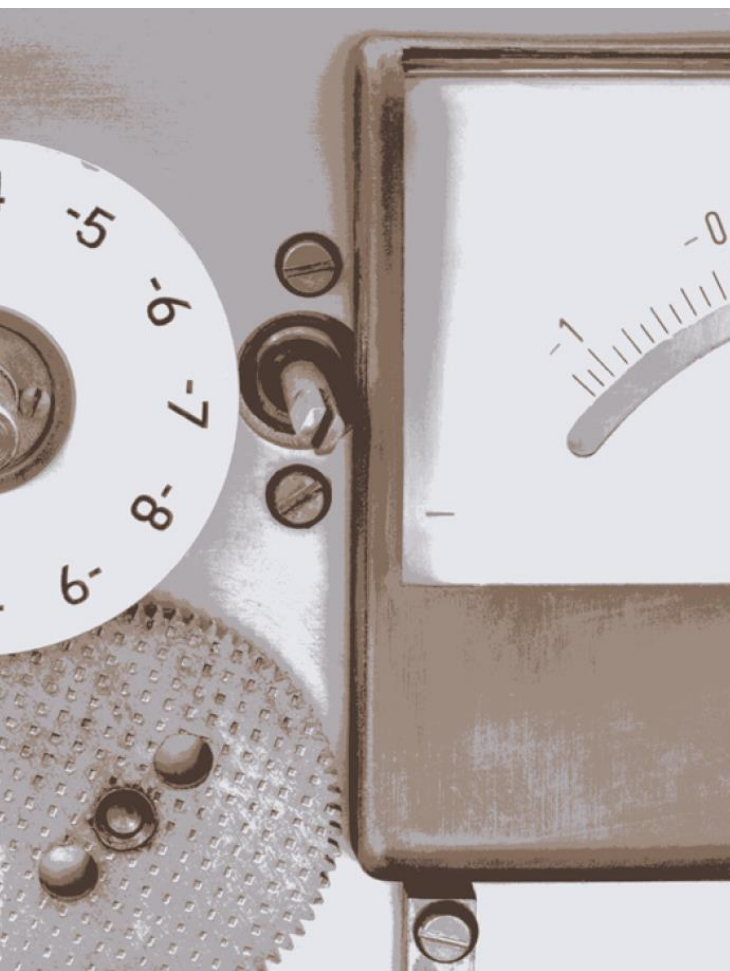
伝統的なコア債券、つまり投資適格債及び国債への投資は、多くの投資家にとって予見可能なインカムと安全性（資産価格のボラティリティの低さを含む）を得る目的がありました。QEと超低金利政策は、伝統的な債券がほぼインカムを提供せず、市場のボラティリティに対して傷付き易いという遺産を残しました。債券ベンチマークの金利への感応度、つまりデュレーションはQE時代に大幅に長くなりました。

デュレーションが過去最長の水準にある中、伝統的債券の保有はポートフォリオの重荷となっています。ドイツ、スイス、日本の一部の債券はマイナス利回りとなり、金利とボラティリティの高まりによって、大きく傷つく可能性があります。2015年4月末からのわずか6週間の間に、ドイツ国債は50bps程度利回りが上昇し、ドイツ国債をパッシブに保有する投資家は6%のマイナス・リターンとなりました。

## 債券のパッシブ運用はリスクが高い



出所: Barclays Global Agg index, Bloomberg 2018年1月8日



## オルタナティブ・アプローチ

これまで好まれてきた伝統的資産から許容できる利回りを得られない中、投資家はインカムとリターンのターゲットを達成するために代替の解決策を模索しています。流動性のある代替商品は、通常ベンチマークによる制約を受けないものですが、伝統的資産からの分散が得られるように設計された戦略は多くあります。伝統的資産を非伝統的な手法で投資したり、非伝統的な新しい資産クラスに投資をしたりします。

両者のアプローチは共に伝統的なポートフォリオ内の相関を低くし、分散を高め、伝統的な資産配分が悪化した際にダウンサイド・プロテクションを提供し、最終的に優れたリスク・リターンを得ることにつながると考えています。

*QE後の世界において、パフォーマンスを得るのに適当な債券への配分を行うには、規律ある投資姿勢と専門性が必要でしょう*

QE後の世界において、パフォーマンスを得るのに適当な債券への配分を行うには規律ある投資姿勢と、金利、通貨、クレジット・リスクに対する専門性が重要です。運用者のスキル、グローバルな投資機会、アクティブ運用に対するコミットメントが、成否を分ける要素になると考えています。

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

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（2018年1月19日）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ます。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れるようお願いいたします。