



高ボラティリティ環境におけるオルタナティブ投資



デビッド・ホースバーグ
クライアント・ソリューション・ヘッド

2023年8月

ポートフォリオのボラティリティ管理においてオルタナティブ投資が果たしている役割を検証していきます。クレジットや債券オルタナティブ資産の特性や、それらがアルファを生み出すことに関して伝統的な投資とどのように異なるかを詳しくみていきます。

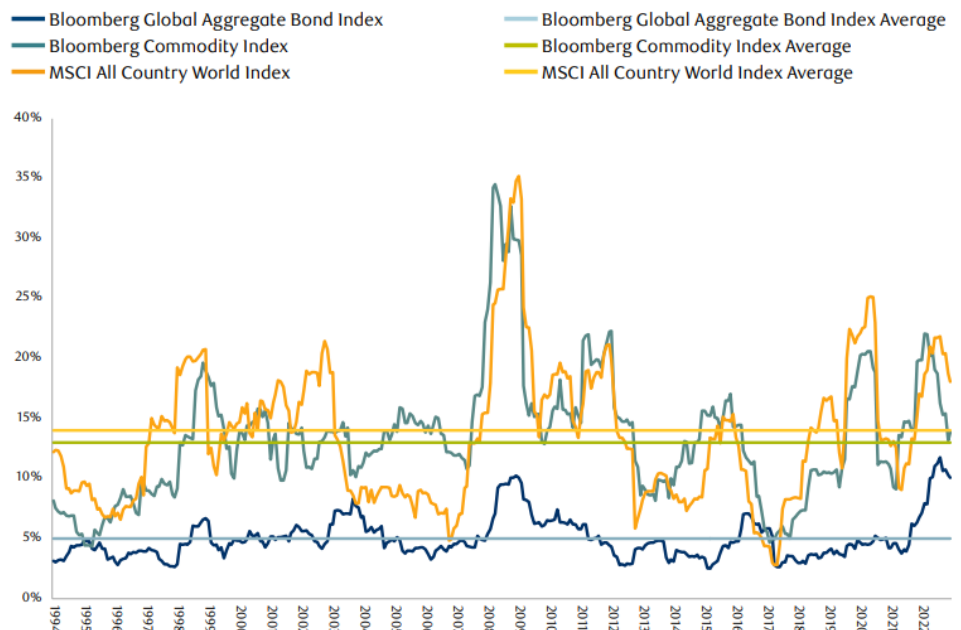
あらゆる資産クラスにおいて、ボラティリティの上昇と資産クラス間の相関の高まりがポートフォリオの分散をより困難にしています。高インフレや金利上昇、地政学的緊張などの特定のマクロ要因が、リスク調整後リターンの最大化を目指す資産配分者の逆風となっています。

現代ポートフォリオ理論の根底には、資産を組み合わせる（分散する）ことで、リターンにかかるボラティリティの「コスト」（次ページの説明を参照）を減らし、ポートフォリオが継続的にリターンを得る可能性を高めるという考え方があります。歴史的に、投資家は株式と債券を組み合わせることでこれを実現してきましたが、最近是非伝統的資産を含むオルタナティブ資産がアロケーションの一部を占めるようになってきています。

体制のシフト

ゼロ金利政策や大規模な量的緩和からのシフトが進むなか、ボラティリティは上昇傾向にあります。また資産クラス間の相関の高まりも相まって、ポートフォリオのボラティリティは大幅に上昇しています。下図はボラティリティの推移を示していますが、2022年3月の米連邦準備制度理事会（FRB）による利上げサイクルの開始以来、債券のボラティリティが2倍近く上昇しています（図1）。

図1：月次ボラティリティの年率換算(3年ローリング・ベース)



出所：Bloomberg, 2023年7月31日

過去10年間、ストレスが生じた場合には中央銀行が景気支援を行うとの見方がリスク資産を支える根底にありました。このような見方はダウンサイドのボラティリティ・リスクを限定し、リスク資産を押し上げたことで、債券利回りは魅力の感じられないほどの低水準まで低下し、「(株式に)代わる投資先がない (there is no alternative : TINA)」という表現がよく聞かれるようになりました。減税などの財政支援策、もしくはゼロ及びマイナス金利などの金融支援策のように、市場には無限の支援手段が存在するかのように見えました。また、膨張したバランスシートによりシステム内の流動性も確保されました。この環境において、ロング・オンリー戦略やレバレッジを通じてリスク・エクスポージャーを高めた戦略は恩恵を受けました。その一方で、資産のボラティリティに対してどれほどの超過リターンを獲得できたかを測る、シャープ・レシオの最大化（数値が大きいほど、リターン効率が良い）を目指す戦略は相対的に苦戦しました。しかし、2022年に政策支援の引き揚げが急速に進みました。足元のマクロ・ボラティリティの上昇は、まさにこの直接的な結果であり、資本コストの変化や、システム内のレバレッジ解消の動きがこれにつながりました。リスク資産にこれまでと同様の支援がなければ、今後ポートフォリオにおいてボラティリティが高止まりし、より頻繁に変動や調整が起きるだろうと予想されています（図2）。

ボラティリティの上昇

ポートフォリオにおけるボラティリティの上昇は長期的な投資目標を達成する上で課題となる一方で、資産クラス内で見られるボラティリティの上昇はリターン最大化を目指すアクティブ戦略にとって追い風要因となるでしょう。

利上げサイクルの開始以来、債券資産の期待リターンとボラティリティは一緒に上昇しています。この間、アクティブな債券運用はパフォーマンス向上に貢献し、オルタナティブ債券及びクレジット戦略にとっては、リスクを配分する投資機会が増加しました。これらのオルタナティブ戦略は、流動性や資産クラス特有のリスク、運用者スキルへの依存といった多くの要因により、伝統的な債券アプローチを完全に置き換えることはできないものの、上手く活用すれば、補完的な役割を發揮すると考えています。低相関や無相関であることや、特に市場の調整時のドローダウン幅を縮小させるなどのポートフォリオへのダウンサイド・プロテクションは有用なツールになるとみています。

適切な債券資産とクレジットのオルタナティブ資産を選ぶことが、ポートフォリオの成果を上げる鍵となることから、投資家は極めて慎重に選択をする必要があります。

図2：60/40のポートフォリオのボラティリティ

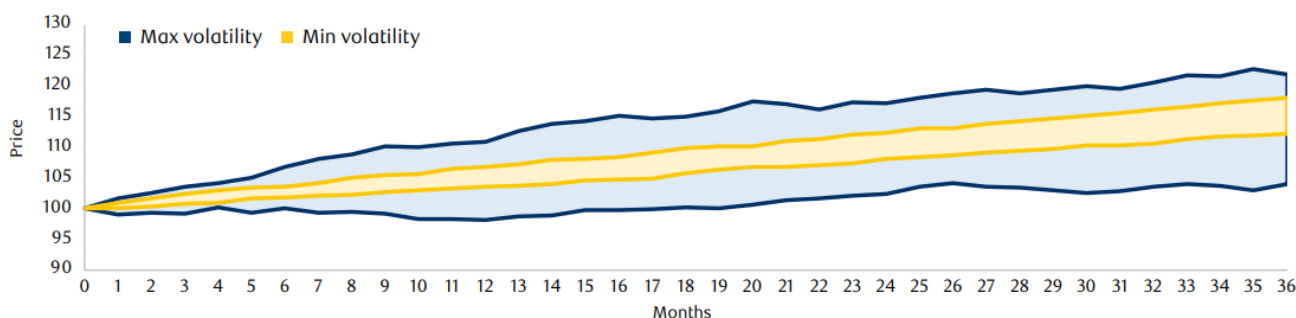


出所：Bloomberg、60/40 = MSCI All Country World Index, Bloomberg Global Aggregate Index; 日次の1年ローリング・ボラティリティ、2023年6月30日

ボラティリティにかかる隠れたコスト

ボラティリティはリターン獲得のために必要なツールですが、フリーランチのようなものは存在せず、コストがかかります。ポートフォリオのリターン目標を同じ5%とする一方で、ボラティリティを10%か3%のいずれかに設定したポートフォリオの3年リターンをみると、当然ですが、ボラティリティの高さがスプレッドのさらなる拡大をもたらすという結果になりました。下の図3の例をみると、高いリターンが期待できるケースもあれば、著しく低いケースもあることが示されています。ここではドローダウンがポートフォリオにもたらす影響が明確ではないものの、ボラティリティの高いポートフォリオはより頻繁に深刻なドローダウンに直面する傾向があります。(ドローダウンによって)複利されていくべき投資金額のサイズが縮小することは、リターン目標達成のハードルとなります。典型的な例として、50%の損失を取り戻すには100%のリターンを獲得する必要があります。ボラティリティの高いポートフォリオでは、パフォーマンスの変動が増えることでマイナスの結果が生じる可能性が高まります。

図3：期待リターン5%としたポートフォリオの3年間のパフォーマンス推移レンジ予想



出所：リターン目標を5%とし、ボラティリティを10%（青線）か3%（黄線）のいずれかに設定したポートフォリオのシミュレーション結果。このシミュレーションでは、ランダムに調整された正規分布に沿って、ボラティリティを調整したポートフォリオのリターン目標を5%とします。

オルタナティブ戦略にアロケートする

クレジットや債券オルタナティブあるいはヘッジファンド戦略は多岐にわたります。オルタナティブ資産を1つの資産クラスとしてみなすことが多いものの、投資資産が広範にわたることから、一般化するには適していないと考えています。

オルタナティブ資産の検討するときに、次の2つのことを考慮すると良いでしょう。

- ボラティリティやリターンの目標水準
- オポチュニティセット、投資資産の種類やその典型的な動き

戦略のスタイルやゴールによりますが、主要なアプローチは2つあります。

スペシャリスト・アプローチ：投資可能な市場でボトムアップに焦点をあてた個別銘柄のリスクをとります。高いリターンを得ることを目標とし、主要資産クラスと高相関となる場合があります。これらの戦略ではレバレッジを採用し、強いパフォーマンスを目指す選択肢もあります。ヘッジは、通常直接的なリスク・エクスポージャーに対して行います。

絶対リターン：グローバル・マクロとトップ・ダウンのテーマ型アプローチ、もしくはペア取引を用いてエクスポージャーを抑えることで、「絶対リターン」的な低相関かつ安定的なリターン創出を目指します。よりニュートラルなアプローチによって方向感を抑え、高リターンを目指しますが、ボラティリティも管理します。

クレジット及び債券の オルタナティブ戦略	ポートフォリオの目的		
	エクスポージャーの分散	ボラティリティの最小化	リターン最大化
スペシャリスト・アプローチ			
非流動性クレジット			✓
資産担保証券（ABS）	✓		✓
オポチュニスティック・クレジット	✓		✓
絶対リターン			
アンコンストレインド	✓	✓	
グローバル・マクロ	✓		✓
分散化マルチ・ストラテジー	✓	✓	
ロング/ショート・クレジット	✓	✓	✓

債券オルタナティブ戦略の導入は、効率的フロンティアの形状を変えられることがありますが、どんな場合も上手く行くとは限らないため、その影響を理解するには、戦略の特性やその着目点を理解することが重要です。戦略次第では、相関を低くすることで、**リターン最大化**や**ボラティリティの最小化**、**エクスポージャーの分散**を実現することができます。これら全てが、リスク・リターン特性の向上に貢献する可能性があるでしょう。



特定の投資機会またはスタイル以外でも、オルタナティブ投資家がアルファ創出のために使用できる手段は多くあります。

ショート：ショート・ポジション、あるいはデリバティブを通じてネガティブな方向感をもつエクスポージャーを保有することで資産価値の下落から利益を得ることができます。個別銘柄あるいは資産クラスレベルでダウンサイド・ボラティリティを活用できる主要な取引手法です。

個別材料 vs テーマ：個別材料に基づく投資は「ボトムアップ」の言い換えと考えることができ、その逆はトップダウンまたは「テーマ型投資」であると言えます。トップダウンとボトムアップ・アプローチは、投資先の分析と選択に用いられる手法です。トップダウンの投資戦略は通常、市場サイクルに沿った投資機会に焦点を当てる一方で、ボトムアップ・アプローチは、地域または企業特有の変数から分析範囲を拡大します。

トレーディング及びターンオーバー：とりわけ債券投資において、取引執行によりアルファを獲得することは非常に重要です。売買価格の差であるスプレッドは大きく開いており、適切な価格でポジションを構築することが求められます。オルタナティブ戦略はターンオーバーが高く、平均保有期間は数週間や数ヶ月ではなく、数日や数時間となることもあります。優れた執行により、ファンド・パフォーマンスの足かせを減らすことができます。

ビークルと資産流動性：伝統的な投資信託や上場投資信託（ETF）では、日次または即時解約が可能という構造から、非流動性資産へのエクスポージャーが限定されることがあります。対照的に、オルタナティブ投資はビークルの構造を保有資産に合わせることができます。これは、デリバティブやその他流動資産を利用するための日次から、債務整理や満期まで保有するローンのための複数年のロックアップまで多岐にわたります。資産の流動性低下に伴い、投資家は非流動性プレミアムを得られることから、優位なタイミングで投資することはとりわけ取引頻度の低い資産にとって重要になります。

分散化とオポチュニティセット：規模が小さい資産クラスまたは商品に焦点を絞る戦略もあれば、環境の変化に応じてより有利な市場に制約なく移行できるような幅広いアプローチがとれる戦略もあります。

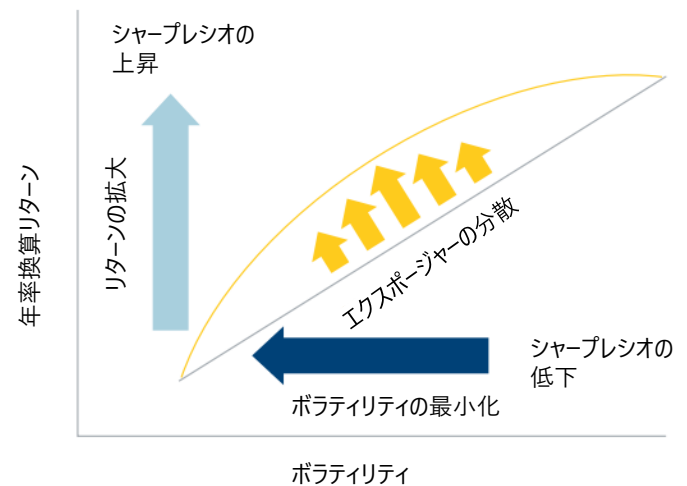
ヘッジまたペアトレード：オルタナティブ戦略はリスクを分離させる、またはダウンサイドを抑えるエクスポージャーを合わせることで、アウトライートのリスクを取り除くことができます。時として市場の方向性に対するヘッジをとることもあれば、為替や金利リスクといったエクスポージャーの一部をヘッジするような細かい場合もあります。ここでは、投資アイデアをよりシンプルに表現することを目標としています。

リスク調整とアセット・アロケーション

ポートフォリオ効率性は常に考慮すべき問題であるものの、我々はマクロ経済のボラティリティの高まりといった、より大きな課題に直面しています。このような不確実性は困難をもたらす可能性があるものの、解決策が唯一の方法である必要はありません。オルタナティブ投資家は、自由に使えるツールを活用することで、ボラティリティをポートフォリオのリターンに反映させ、分散されたポートフォリオの中で力を発揮するでしょう。

残念なことに、注意深く選択した戦略がどんな場合も上手く行くとは限りません。そのため、何を解決したいのかを知ることから始め、その目的を満たすソリューションを探すことが重要です。ポートフォリオにどのように組み入れるか、また既存の投資とどのような相関があるかを理解することが、分散型アプローチにおいて貢献度を高める鍵となります。

図4：戦略はどのように効率的フロンティアに影響をもたらすのか



出所：RBCブルーベ

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主な手数料や費用等は以下ようになります。手数料・費用等はお客様の特性、委託された運用金額や運用戦略、運用状況、あるいは当社に係る業務負担等により、下記料率を上回る、又は下回る場合があります。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。

ロング・オンリー戦略					オルタナティブ戦略		
(年率、税抜き)					(年率、税抜き)		
投資対象	投資適格債	エマージング債	レバレッジド・ファイナンス	転換社債	運用戦略	トータル・リターン	絶対リターン
運用管理報酬 (上限)	0.40%	0.70%	0.70%	0.65%	運用管理報酬 (料率範囲)	0.50% - 1.10%	0.90% - 1.35%
					成功報酬 (料率範囲)	0.00% - 20.0%	0.00% - 20.0%

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又は目論見書等の内容を十分にご確認ください。

■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又は目論見書等の内容を十分にご確認ください。

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、別途記載のない限り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、当社の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。

以上



RBC BlueBay
Asset Management