

## グレート・モデレーション時代の終焉が生む緊張感とアルファの出現



デビッド・ライリー

チーフ・インベストメント・  
ストラテジスト

2022年11月16日

30年間にわたって低インフレと低金利が続いた後、グレート・モデレーション時代は終わりました。デビッド・ライリーが、マクロ経済の不確実性と市場のボラティリティが高まる新しい世界において、新たに出現した脆弱性、アルファの機会、そして何を期待すべきかを探っていきます。

「リーマン・ブラザーズが破綻し、欧州ではいくつかの国が救済に追い込まれた世界金融危機よりも、新型コロナとウクライナ戦争は大きな経済的ショックを引き起こしたかどうか」と先日、質問されました。

私の答えは「今回はまったく違う」というものでした。前回は銀行危機が大きな経済的ショックとなりましたが、1980年代から始まったグレート・モデレーション時代を根本的に変えることはありませんでした。グローバリゼーションは、マクロ経済の低ボラティリティ、低インフレ、低金利の30年間をもたらしました。

各国中央銀行は市場を支援する金融政策を継続し、市場が抑制されたより混乱した時期には紙幣を印刷して資金を大量供給しました。

その時代は終わりました。新型コロナは、グレート・モデレーション時代を終焉させるとどめとなったでしょう。投資家にとっては、インフレの復活と長期に亘る金利上昇、マクロ面のボラティリティの高まり、そして重要な点として、中央銀行が資産のボラティリティとリスクプレミアムを抑制するという市場の「プット」機能が終了しました。

悪いニュースは、新しい投資の枠組みへの移行の特徴となったのは、株式と債券の負の相関が崩れたこと、投資家が大きなドローダウンに直面したことでしょう。良いニュースは、この新しい世界では、アクティブなアンコンストレインド投資アプローチによってアルファ創出の機会が生まれたことであると考えています。

### グレート・モデレーション時代の終焉

新型コロナにより、グローバル・サプライチェーンの脆弱性が露呈したことで、脱グローバリゼーションが加速し、各国政府は国内での生産や「リショアリング」を促すことにつながったと考えています。

これは人口動態の変化と相まって、労働力をより高価にし、費用と価格を押し上げ、各国中央銀行は政策金利の引き上げを余儀なくされています。

インフレ期待を安定させるため、中央銀行はインフレ対策に注力し、大規模な資産購入を停止しており、市場や投資家への支援が低下しています。

英国のミニ予算はこの枠組みの変化における最初の犠牲者となったと言えます。3、4年前のインフレ率が低く、金利がゼロに近く、英国中央銀行が国債を購入していた時期であれば、財政負担のない減税と財政出動を行う戦略は、これほど極端に市場を怯ませることはなかったはずで、政府を含む浪費家の借り手を中央銀行が支援できず、また支援する気もない中で、英国は持続不可能でつじつまの合わないポリシー・ミックスによって、厳しい批判を受けました。



### 新たな脆弱性はどこにあるのか？

このような変化が起こる中、新たな脆弱性がどこに現れるかを正確に予測することは困難ですが、予想外の場所やあまり精査されていない場所に現れる可能性が高いでしょう。

前回の世界金融危機が銀行セクターで始まった後、自己資本比率の広範な変更と、より厳しい規制のアプローチが取られました。そのため、今回はこのエリアで大きな調整が見られる余地は限られているとみています。

しかし、金融の安定性を重視するあまり、シャドー金融機関に多くの資金が流れ、レバレッジがかかり、債務不履行が増加するリスクもあります。

さらに、化石燃料からクリーンエネルギーへの移行も脆弱性の一因となるかもしれません。国際的に、化石燃料への投資は事実上停止していますが、再生可能エネルギーやクリーンエネルギーによる十分な生産能力に置き換えるにはまだ至っていません。ネット・ゼロ・カーボン経済への移行は、長期的にはエネルギー価格の低下をもたらすものの、中期的にはインフレとマクロ経済の不確実性の源泉となるでしょう。

### アルファはどこに？

各国中央銀行がもはや投資家の後ろ盾とされないこの新しい世界では、ボラティリティ、差別化、分散を活用するために、アクティブな銘柄選択が不可欠になると考えています。

資産選択はファンダメンタルズによってより左右されることになることから、ボトムアップによるリサーチ主導のアプローチが有効となります。そのことによって、アルファを創出できるようになると考えられます。

グローバルで絶対リターンに焦点を当てたオルタナティブ且つアンコンストレインド戦略は、伝統的な債券やベンチマークに追随したアプローチよりも大きな分散効果をもたらすと考えています。また、ディストレスト債や一部の新興国資産にも投資機会があると見ています。

### 躍動する新しい世界

「グレート・モデレーション」時代の2つの主因であったグローバル化と人口動態は衰退し、インフレの上昇によって、アクティブよりもパッシブ投資に有利となった、低またはマイナス金利及び「無限の量的緩和」の時代は終わりました。

地球温暖化や気候変動に伴う異常気象の頻発は、マクロ経済の不確実性を高め、市場のボラティリティを高める要因になります。

投資家は、グローバルな視点を持ち、分散とリターン獲得の代替手段を探すことで対応する必要があるでしょう。

## 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