

レバレッジ解消が進む世界におけるリスク/リターンの考察

ニュートン*

エグゼクティブ・サマリー

私達は今、歴史的にもまれに見るレバレッジ解消および低金利の環境にあります。これは投資家にとっての試練であり、リスクへの新たな対応が求められます。投資マネジャーは、絶対リターン、収益創出、制約されない戦略に焦点を当てた、アクティブかつ柔軟な投資アプローチを取ることが必要とされます。国家が金利市場に介入している現在のような状況においては、リスクフリー資産の価格が著しく歪められており、その結果世界的に多くの金融資産でミスプライシングが発生しているほか、資本配分は不適切な状況となり、投資で損失を被る絶対的なリスクが高まっています。そのため、元本の保全を目指した投資戦略が、相対的に高いリターンを生み出す可能性があります。

債務の少ない世界への移行

多くの先進国ではレバレッジ縮小（債務返済）プロセスが続いている、これが投資家に著しく重大な影響を及ぼす可能性があると我々は考えます。本稿では、債務の少ない世界への移行について探ると同時に、「リスク」の概念がどのように変化してきたかを検証し、投資家はこうした課題にどうすれば対応できるかを考察します。

複雑で急速に変化する世界では、金融市場に影響を及ぼす「ノイズ」を排除し、真の投資リスクや投資機会に関する情報を見極めることが重要です。投機的または短期的なアイデアよりも、ファンダメンタルな、そして目に見えるトレンドに基づくテーマが、リスクや投資機会を評価する上で役立つと思われます。そうしたテーマには、ヘルスケアから人口高齢化、新テクノロジーなど、幅広いトピックが含まれます。

過去10年間は、信用の「スーパーサイクル」のダイナミクスに常に注目し、そのサイクルが投資家に及ぼす影響を分析することが、このテーマに関する作業の重要な部分を占めてきました。2008年に信用危機が始まって以来、それまでの30年間とは世界が全く異ってきているということがより明確になってきました。しかしながら、これまで何十年にも渡り蓄積されてきた見方が変化するには、何年もかかります。実際、現代の投資運用を支える理論の大半（経済理論（市場効率性や投資家の「合理的期待」など）を重視する考え方や、指数化や「量的最適化」モデル）は、信用危機以前の「大いなる安定」または「大いなる強気相場」時代の大きな影響を受けていると考えられます。この時代は、資産価格が上昇する一方で金利が低水準にあり、債務の蓄積が後押しされていました。

* The Newton Group refers to the following group of companies: Newton Investment Management Limited, Newton Capital Management Limited, Newton International Investment Management Limited, Newton Capital Management LLC, and Newton Fund Managers (CI) Limited. Except for Newton Capital Management LLC and Newton Capital Management Limited, none of the other Newton companies offers services in the U.S.

Not FDIC-Insured. Not Bank-Guaranteed. May Lose Value.

February 2012



BNY MELLON
ASSET MANAGEMENT

Investors are experiencing a transition to a different (but probably more “normal”) investment environment, characterized by lower returns and greater volatility.

弊社は何年も前から、投資家を取り巻く投資環境が、これまでと異なる、恐らくより「正常」な環境へと変化してきていると指摘してきました。この環境の特長は、低リターンと高ボラティリティです。「金融の悪化」（基本的に、マネー流通量の増大）が定着した場合に上昇するとみられる名目リターンを予測しているわけではありませんが、弊社のこの見解は、投資家にとって、予測可能な将来における投資判断材料となるものと考えます。

こうした見方は、弊社の予想通りに投資環境の変化が続いた場合、ベンチマークとの対比でリターン目標を設定するのではなく、絶対リターンを重視すべきだという考え方の妥当性を裏付けるものです。実際、弊社の見方が正しければ、我々は大きな変化の初期段階にあると考えられます。この変化は、1980年代前半から2000年代前半まで続いた金融資産の強気相場において奨励された、狭い範囲に特化した戦略や指数化を重視する傾向から、より伝統的で、複合的な投資スタイルへの移行を意味するものです。

「大いなる安定期」から困難な市場環境へ

1980年代前半から2000年代半ばまでは「大いなる安定期」と呼ばれます。¹ 図表1は、この期間の特徴を示しています。極めて単純に言えば、この時期は経済や資本市場のボラティリティが比較的落ち着いていた時期と言えます（少なくとも1960年代や1970年代と比較すれば）。

Exhibit 1 - The ‘Great Moderation’ is Over

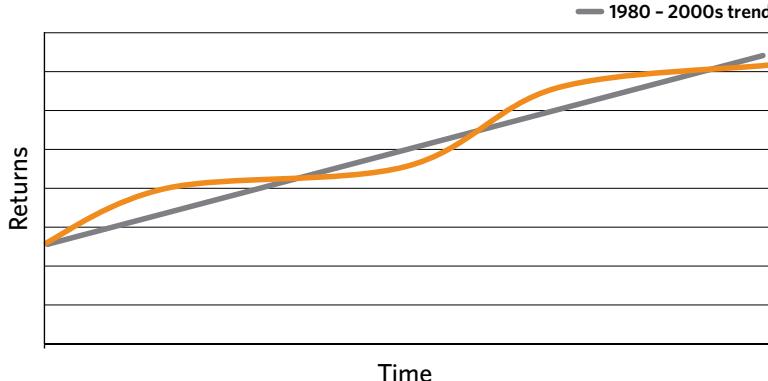


Chart for illustrative purposes only.
Source: Census, Bloomberg, Thomson Reuters Datastream, Newton.

Then and now... it's a different world

| United States | 1982 | 2011† |
|---|------------------|------------------|
| Fed funds rate | 12% | 0.25% |
| 10-year bond yield | 14% | 2% |
| Monetary base | \$149 billion | \$2.6 trillion |
| Budget deficit as % of GDP | -2.2% | -10.1% |
| Household debt-to-GDP ratio | 47.1% | 88.3% |
| Inflation rate, % yoy | 8.9% | 3.8% |
| Savings rate | 11.9% | 4.5% |
| Unemployment rate | 8.5% | 9.1% |
| Profit margins (national accounts) [‡] | 9.6% | 17.5% |
| S&P 500 P/E ratio (1 year trailing) | 8.0x | 14.0x |
| S&P 500 cycle adjusted PE [§] | 7.8x | 20.3x |
| S&P 500 dividend yield | 5.7% | 2.3% |
| Demographics - average age of baby boomer | Median age is 27 | Median age is 56 |

† September 2011.

‡ Calculated by the Bureau of Economic Analysis in the U.S. in calculating the national accounts.

§ Used 10 years of earnings to remove the effect of the economic cycle from the PE calculation.

¹ <http://www.gailfisler.com/commentary/chart-of-the-week/the-return-of-the-%E2%80%9Cold-normal%E2%80%9D>

Despite poor returns for investors in risk assets in recent years, we are highly unlikely to be standing on the cusp of a new secular bull phase for financial assets.

この期間の大きな特徴は、消費者物価インフレ率の低下と債券利回りが一貫して低いことで、これにより将来のキャッシュフローを見越した段階的な公定歩合引き下げが行われ、ほぼすべての金融資産価格が押し上げられました。弊社のリサーチによれば、経済成長を阻害する要因が生じても、この過去に例のないほど緩い金融政策による対処が可能であると考えられ、実際に対応されてきました。今にして思えば、グローバリゼーション、インフレ目標の設定、規制緩和、金融イノベーションなど様々なトレンドは、資産価格に対して極端にポジティブな「パーフェクト・ストーム」をもたらしてきました。その結果、金融資産市場にはそれまで経験したことのないほど大きな強気相場が訪れたのです。

数学的には、投資リターンはその出発点の価格に左右されます。図表1は、米国を西側諸国の代表とした場合、1982年は様々な基準（経済、金融、市場バリュエーション、需要、人口構成など）に照らし、投資家にとって特に幸運の良い出発点だったことを示しています。それに対し、2011年は全く対照的です。2011年は金利がすでに低水準にあり、バリュエーションや企業の利益率は平均を上回っているばかりか、世界最大の消費国である米国の人口構成も好ましくない状態にありました。²

図表1のデータは、リスク資産の投資リターンが過去数年間低迷しているにもかかわらず、金融資産市場が新たに持続的な強気相場入りする可能性はかなり低いことを示しています。むしろ、我々は図表2に示されているような状況に直面しているのです。つまり、リターンを示すグラフの傾きははるかに緩やかで、ボラティリティは高くなっている状況です（市場の方向性、全般的なボラティリティを示す指標の双方に引き続き大きな振幅が見られる）。

Exhibit 2 - A More Volatile World

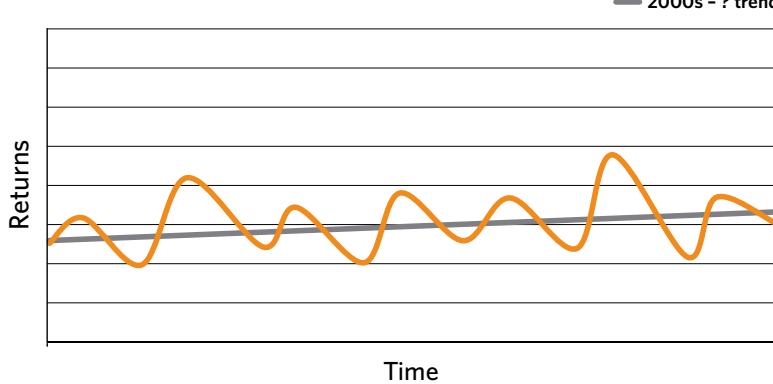


Chart for illustrative purposes only.
Source: Newton

- Debt drag on growth, variable pace and nature of deleveraging
- State intervention: we believe policy settings create distortions and encourage speculative capital flows
- We observe that structural market developments and 'innovations' exacerbate volatility



DE-LEVERAGE

² Census, Bloomberg, Thomson Reuters Datastream, September 2011.

In a normal functioning economy, in which price signals are set by market forces, we suggest that the financial system exists as an intermediary between those with sources of (often limited) capital and those with projects for deploying it. In our view the current environment looks profoundly different.

ここにきて、金融市場のリターンが低下するとの見方は、少なくとも常に高いリターンが得られる可能性を売り込むセルサイドのアナリスト以外の人たちに比較的幅広く浸透してきています。つまり、西側諸国や当局は、異例なほど高水準の債務を支えるバブル時代の投資活動や資産価格を維持するため懸命な努力を続けています。その結果、リスクフリーレートが低下することは避けられず、リターンも低下することになります。

レバレッジ縮小に向けたプロセス

現在は長期に渡るレバレッジ縮小（債務返済）期間の真っただ中にあると我々は考えます。ただしそのプロセスはスムーズには進まないと思われます。債務は株式と異なり、ストレスを受けても簡単に消えることはない負債です。西側諸国が抱える債務問題の規模や経済成長力の弱さを考えれば、レバレッジ縮小プロセスは加速的な債務返済や健全な財政に支えられた秩序あるプロセスを辿るよりも、債務再編、デフォルト、金融の悪化などが入り混じった形で進行する可能性が高いように思われます。

西側諸国は事実上、罠にはまって身動きが取れず、債務を削減することも、債務問題解決につながる成長を遂げることもできなくなっています。その結果、政策は問題の原因を解決する（それは生活水準の著しい低下を引き起こす可能性がある）よりも、引き続き過剰債務の「症状」を手当てすることに焦点を当てたものとなりそうです。

弊社は、それは金利が今後も低水準にとどまり、金融当局は流動性供給策や「紙幣増刷」を続けざるを得ないことを意味すると考えます。こうした政策は、すでに金融システムに現れている歪みを拡大するという、重大かつ多くの意図せぬ結果をもたらす可能性があります。

市場原理に基づいて価格シグナルが発せられる、正常に機能している経済では、金融システムは資本ソース（多くの場合、限定されている）を持つ人々と、資本を必要とするプロジェクトを抱える人々の仲介役としての役割を果たします。現在の環境はこうした状況とは著しく異なっていると言えます。西側諸国の中央銀行はゼロ同然のコストで事実上無制限に資金を金融システムに供給していますが³、過度の負債を抱えている実体経済からの資本需要は限られています。小規模企業や個人は信用逼迫に苦しんでいると指摘した有名なリポートがあります⁴、その理由は融資が不足しているというよりも、銀行のリスク志向が後退しているためだと思われます。現時点では、信用環境が最も好ましいのは、借り入れの必要がない人だとみられます。

3 <http://www.economist.com/blogs/freeexchange/2011/09/euro-crisis>

4 <http://www.telegraph.co.uk/finance/yourbusiness/8860877/Smallbusinesses-starved-of-credit-Bank-of-England-figures-show.html>

With cash interest rates being held at close to zero, and longer-term risk-free interest rates on government bonds also artificially low, we believe that risk is being systematically mispriced.

こうした歪んだ世界では、金融システムは徐々に経済の「代理人」から取引の主役に変身することになります。英国など一部の国では、銀行や金融機関はそれ自身が利益を稼ぐ重要なプロフィットセンターとなり、しかもますますリスクを伴うものとなっています。大手金融機関が追求する利益は本質的に一段と投機的な色彩を帯び、一部の人に言わせれば、社会的に無意味なものとなっています。それはとりたてて意外なことではありません。現在の西側の銀行システムが「モンスター」となったのは、信用の「スーパーサイクル」をもたらした政策が生み落とした、もう一つの意図せぬ産物なのです。

残念なことに、防ぐことができなかつた金融危機の第1幕が終わつた後、当局はまたしても銀行業界を抜本的に再編する機会を逸してしまいました。弊社の見方では、金融危機から3年が過ぎた今も、多くの銀行は依然として過大な負債を抱え、「大きすぎて潰せない」状況にあり、引き続き重大なシステムリスクをもたらしています（弊社の「金融集中」に関するテーマの対象となっている現象である）。こうした銀行セクターのリスクは、世界で最も多額の負債を抱えた金融機関が拠点を置く欧州大陸で特に顕著に見られます。

我々の目から見れば、無制限の低成本資金供給や銀行が負債の規模を覆い隠せるような規制の結果、世界の金融システムは巨大なキャリートレード（高リターンが期待できる資産に投資するため、投資家が低い金利で資金を借り入れる戦略）に翻弄されています。キャッシュの金利がゼロ%に近く、政府債に基づく長期のリスクフリーレートも意図的に低く抑えられている結果、金融システム全体に渡ってリスクのプライシングが歪められています。弊社の見方では、このこと自体がボラティリティを高める要因となっていると考えますが、数多くの金融「イノベーション」（ますます複雑化するデリバティブ、ストラクチャード商品、上場投資信託、アグロリズムを用いたコンピューター取引、高速取引など）もそれに拍車をかけており、金融機関によるトレーディングや裁定取引、ヘッジ取引の拡大をもたらしています。日々の金融取引のうちかなりの割合が、ファンダメンタルズを重視する投資家による売買ではなく、こうした取引で構成されると言っても、おそらく過言ではないでしょう。

5 <http://htf.thomsonreuters.com/2009/11/20/high-frequency-tradingon-the-near-horizon/>

If our perspective is correct, investors' idea of risk should, we believe, return to more traditional concerns about losing money, rather than missing out on gains.

リスクの概念の変化

現在の投資環境は大半の投資家にとって、これまでとは著しく異なるものになっているというのが弊社が強調したいメッセージです。そうした違いの多くは、リスクに対する姿勢に起因するものです。資産価格が一貫して上昇し、将来も上昇が続くと見込まれる大いなる強気相場の局面では、「市場から離れる」こと、つまり、株式や住宅用不動産といった資産を保有していないことがリスクと考えられるようになりました。

パッシブ投資はそうした時期に生まれました。アクティブ運用の投資マネジャーの多くが「トレンド」を上回るリターンを上げるのに苦しんでいる場面では、インデックスに基づく運用への資金シフトが加速するのは極めて合理的な現象です。「上げ潮がすべての船を持ち上げる」時に、幅広い資産の価格が長期に渡って上昇しました⁶。それにともない、数多くの専門的な投資分野が生まれ、こうした分野に基づくデリバティブ市場が急速に発展しました。また、プロフェッショナルな投資家が増えるのにともない、スペシャリストと顧客の橋渡しをするためのアナリスト、コンサルタント、資産配分専門家、販売会社なども増加しました。

金融エコシステムがかつてないほど複雑になったことから、一部の学者やコンサルタントは、大いなる強気相場の時代に見られた相関に従って構築されたマルチ・スペシャリスト・アプローチ（エール大学などの大規模で有名な米国の基金が追求したアプローチ）が、投資ポートフォリオを構築する上で最適であると結論付けました。⁷

弊社の見方が正しく、現在は構造的にリターンが低くボラティリティが高い環境であるとすれば、投資家はリスクについて全く異なる考え方をする必要があります。図表3は、投資家はリスクについて、儲け損なうことよりも、損失に対する備えをすべきであるという伝統的な考え方に戻るべきであることを、最も端的な形で示しています。

6 Thomson Reuters Datastream, 12.31.11.

7 The Benefits, Misperceptions and Rationale for the Multi-Manager Approach, Tony Earnshaw, Northern Trust Global Investments, 2006.

Exhibit 3 – Characteristics for a Lower Return, Volatile Market

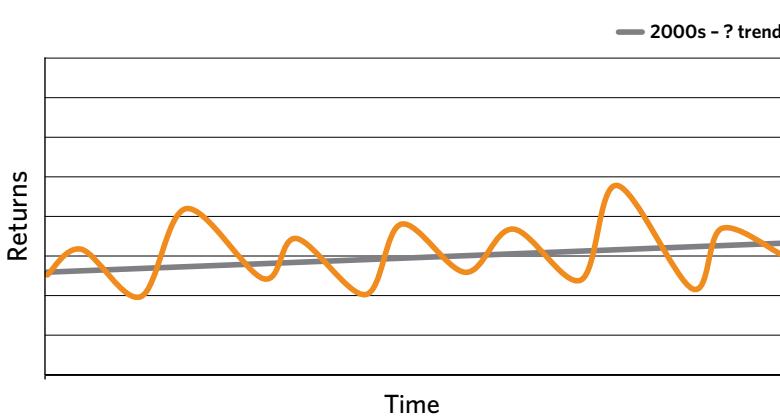


Chart for illustrative purposes only.

Source: Newton

We believe relative risk is increasingly likely to be synonymous with absolute risk, which implies, in turn, that a strategy designed to preserve capital may also be likely to produce strong relative returns.

- Active, flexible approaches
- Emphasis on income
- Strategies that seek to reduce volatility, protect capital and aim for asymmetry of return
- 'Return based' objectives

弊社が考えるよう、金融資産の大半がミスプライシングされることとなるほど国家による介入により（特に金利市場で）リスクフリー資産の価格が全般的に歪められ、また資本配分も世界的に大きく歪められているとすれば、損失を被る絶対的なリスクは著しく高まっていると言えるでしょう。一方、数多くの企業や組織が存続できるのは、政策によって金利や資産価格または需要が人為的に一定の水準に維持されているために過ぎないことを考えれば、株価や債券指数の絶対的なリスクも高まっているものと考えられます。結果として、相対的なリスクはますます絶対的なリスクに近づいていく見込みです。このことは、元本の保全を目指した投資戦略も高い相対リターンを達成できる可能性があることを意味しています。

投資への影響

これは要するに、賢明で伝統的な投資スタイルとみなされる戦略の方が、パッシブな投資手法よりも、再び主流となってゆくであろうことを示しています。強気相場という追い風がない中で、ファンダメンタル要因を顧みずに株価指数におけるウェートを株式のベンチマークとすることは、明らかに非論理的であると弊社は考えます。構造的に（循環的にではなく）債務が過剰で、ソブリン債のファイナンスが持続不可能な環境においては、政府債指数をベンチマークとすることは、それ以上に不適切な方法だと思われます。

Strategies need to be flexible enough, in our opinion, both to accommodate very significant variations in asset allocation and also, more importantly, to focus on very specific characteristics (such as particular regions, sectors and industries) within asset classes.

アクティブかつ柔軟に対応する必要性は、資産配分にも当てはまります。今後予想される投資環境においては、比較的パッシブなポリシー・ポートフォリオ（過去のリターン、ボラティリティの関係、相関の最適化に基づくもの）は、不適切かもしれません。投資分散は概ね望ましいでしょうが、資産クラス間の相関関係は時間の経過と共に大きく変化する可能性があるため、予想や過去のモデルに基づくアプローチは、困難に直面するでしょう。戦略を構築する上では、資産配分において非常に幅広いバリエーションを取り入れることや、それ以上に、資産クラス内で極めて具体的な各特徴（特定の地域、セクター、業界など）に焦点を当てるなど、高い柔軟性が必要となるでしょう。トータルリターンを高めるためには、明らかに収入も重要な役割を果たします。実際、債券や株式市場における長期的な投資リターンを計算する上では、収入を再投資した複利計算が重要です。⁸

1980年代前半から2000年代前半までの強気相場では株式のバリュエーションが大幅に修正されました。より「正常な」投資環境にある時期に比べて資本リターンによる大きな影響を受けた結果、「正常なトータルリターン」が極めて高い水準に達しました（例えば、英國株のリターンは2000年までの20年間で年間17.2%に達した）⁹。それに加え、株式投資家は収入とキャピタルゲインの区別に無関心だとの見方から、配当を重視しない風潮が広まったものと思われます。しかし、これほど事実からかけ離れた見方はありません。現在のような低成長、高ボラティリティの時代には、高水準で持続可能な収入構造を持つことがかつてないほど重要になるでしょう。

図表3は、リターンが低くボラティリティが高い環境では、「the trend was your friend（トレンドに乗れば儲かる）」となる大いなる強気相場の時期に比べ、ある時期に行った投資の価値が出発点に逆戻りしたり、当初の価値を割り込んだりする可能性が著しく高まるこれを示しています。実際、過去10年間は株式投資家にとってそうした環境が続いてきました。¹⁰

8 Credit Suisse, Global Investment Returns Yearbook, (2011) and Elroy Dimson, Paul Marsh and Mike Staunton, Triumph of the optimists: 101 Years of Global Investment Returns, (Princeton University Press, 2002); Copyright © 2011 Elroy Dimson, Paul Marsh and Mike Staunton.

9 Thomson Reuters Datastream, 01.02.12; total return of FTSE All Share Index, 12.31.80 – 12.31.00.

10 Thomson Reuters Datastream, 12.31.11.

Although, in our opinion, volatility is clearly an important element of risk, we believe it is only one of the many risks facing investors. Indeed, in our view, an over-emphasis on volatility as the major risk can be dangerous.

その結果、戦略としてボラティリティの抑制、特に下げを抑えることを重視する必要性が高まっています。リターンを追及することが、意図的な低金利によって歪められているこの時代において、投資の質という点で意味するところを考えると、リターンを追求するよりも、資本の保護や保全を重視し、資産価格が頻繁に下落する環境で損失を抑えることの方が、大きな利益をもたらす可能性があると言えるでしょう。このような投資環境において戦略がそうした非対称性（資産価格が上昇する場面で利益を獲得する一方、資産価格が下落しても損失を少なく抑える）を実現できれば、その戦略の一般的なリターン動向は魅力的なものとなるでしょう。

確かに、「言うは易く、行うは難し」です。しかし、投資運用チームがリターンを上げるための努力と同じくらい損失を抑えるための努力をするよう促すための比較的簡単な方法は、彼らに上方向だけの目標、つまり、相対的または指数に基づくベンチマークではなく、絶対ベースの、リターンに基づく目標を与えることです。

注目すべきことは、最近まで、投資マネジャーに対して絶対リターン目標を設定するという考え方が採用されたのは主にヘッジファンドの世界だけだったということです。¹¹ その理由は、前述したように、今日の投資業界を支えている組織構造（スペシャリスト投資や相対的な指標ベースのベンチマークに引き続き重点が置かれている）が大いなる強気相場時代に構築され、市場環境に順応するのが遅れたためかもしれません。弊社の見通しが正しければ、我々は投資スタンスが大きく変化する初期段階にあります。一方、弊社の見方が間違っており、再び構造的な強気相場が始まろうとしているとすれば、投資マネジャーに対して単に「儲け」を求める考え方には、説得力を失う可能性があります。弊社はこれまで、ボラティリティがより高い市場環境においては、投資戦略はボラティリティ、特に下方向のボラティリティを低く抑えた上でリターン創出を目指すべきだと指摘してきました。しかし、弊社はボラティリティについて、明らかにリスクの重要な要素ではあるものの、投資家が直面する多くのリスクの一つに過ぎないと考えています。実際、ボラティリティを主なリスクとして過度に重視することは、危険を伴う可能性があります。特に、バリュー・アット・リスク（VAR）（歴史的な価格トレンドやボラティリティの統計的分析に基づいてポートフォリオが被る可能性のある損失を予測するために用いられるテクニックのこと）など、当初は銀行のトレーディング勘定をモニターするために構築されたモデルが長期的な投資戦略に取り入れられている場合はなおさらです。例えば、株式市場でテクノロジー、メディア、通信バブルが最高潮に達した1990年代終盤に、VARベースのモデルでは、極端に株価のボラティリティが低い状態が（誤って）投資家にとってリスクが低い状態と同一視されていたことが弊社のリサーチにより分かっています。また対照的に、株式市場が底をつけた2009年3月にはボラティリティが急上昇しましたが、VARベースのアプローチではリスクを一段と低下させることが提案されていました。

¹¹ www.asx.com.au/products/absolute_return_funds.htm, accessed 01.11.12.

The current debt crises in the western world are so intractable that it is highly likely that "financial repression" (in the form of both long- and short-term interest rates set by the authorities at below the rate of inflation) should continue to be a preferred policy for some time to come.

現在の投資環境においては、投資家が適度な実質（インフレ調整後）リターンを求める場合、ボラティリティの面でより大きなリスクを受け入れる準備を整えることが必要です。弊社がそう主張するのにはいくつかの明確な理由がありますが、特に大きな理由としては、図表4が示すように、大半の先進国において、投資家がキャッシュや政府債などいわゆるリスクフリー資産から実質リターンを得られていないという事実があります。西側諸国における現在の債務危機は非常に執拗なものであるため、政策当局はしばらくの間、「金融の抑圧」（長期金利、短期金利の双方をインフレ率を下回る水準に設定する形で）政策を続けることが望ましいと考える可能性がかなり高いと思われます。

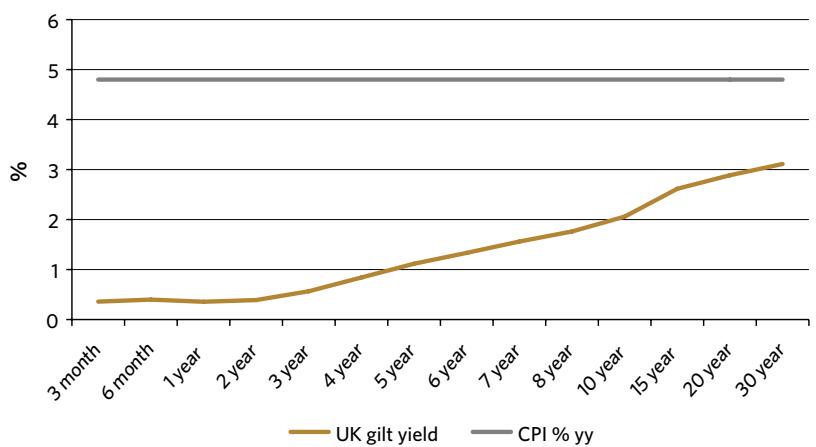
Exhibit 4 - Bond Markets

Real 10-year government bond yields (yield less headline CPI)



Source: Thomson Reuters Datastream, Newton as of December 31, 2011. Past performance does not guarantee future results. Yields fluctuate.

Sovereign (UK) yield curve



Source: Bloomberg, Newton as of December 31, 2011. Past performance does not guarantee future results. Yields fluctuate.

Investors can no longer rely on historic relationships to provide indirect hedging or diversification benefits.

ボラティリティが高騰し、（しばしば不合理な）国家による介入が不透明感の強い経済見通しを左右している現状では、リスクヘッジのためにデリバティブを用いればコストが高くなります。オプションを用いたパッシブなヘッジ戦略は、リスク資産への投資で得られるとみられる低水準のリターンをさらに押し下げる可能性があります。しかも、一部のヘッジ戦略は規制当局の「気まぐれ」な政策に依存しており、極端な市場環境においては有効に機能しないおそれがあります。最近の例では、ギリシャのソブリン債について大幅なヘアカット（債務元本の削減）が実施される見通しになんでもテクニカルな意味でデフォルトとみなされず、クレジット・デフォルト・スワップ契約を通じた保険は機能しませんでした。¹²

投資家にとってそれ以上に重要な点は、ボラティリティや不透明感の高まりにともない、資産タイプ間の相関も不安定な動きとなる可能性があることです。投資家は、間接的なヘッジ手段や分散投資の恩恵を受けるためには、もはやこれまでと同様の相関関係に依拠することはできないでしょう。

投資アプローチ

しかしながら、ボラティリティの面で大きなリスクをとるということは、価値の恒久的な減少（これは投資家にとって第一のリスクであると我々は考えます）という点で伝統的によりリスクが高いとされるポートフォリオを保有することを意味するものでは必ずしもありません。そのため、弊社はリスクを広い意味で捉えています。投資家は、異なる経済環境のほとんどにおいて魅力的なトータルリターンの獲得を目指す、伝統的な資産によるコアポートフォリオの構築と、様々なシナリオにおけるリスクヘッジやボラティリティの抑制および資産保全のために異なる資産や通貨および単純なオプション戦略を組み合わせるという、2つの戦略のバランスを追求することができます。同様に、グローバルなダイナミック債券戦略では、魅力的な絶対リターンの追求を目指し、幅広い債券や通貨に投資することができます。

弊社は上記の理由から、株式から得られるインカム・ゲインに焦点を当てた戦略にも大きな利点があると考えています。株式投資においては伝統的に、インカム・ゲインに焦点を当てた戦略が成長重視型のアプローチに比べ安定したパフォーマンスを示しており、市場全体が下落する局面でも下げが抑えられるという特性を持っています。¹³このことは、投資家にとって、配当が株式から得られるトータルリターンの重要な要素になっているという事実と合致するものです。低リターン、高ボラティリティの環境においては伝統的な投資スタイルが再びパッシブな投資手法に勝り始めるという弊社の考えに基づけば、制約されない投資手法も検討に値すると思われます。何よりも、大いなる強気相場の時代から、リターンやボラティリティをめぐる環境がより困難な時代への移行が続いていることを考えれば、投資マネジャーに求められる重要な資質は、アクティブかつ柔軟に行動する能力であると考えられます。

12 <http://www.telegraph.co.uk/finance/financialcrisis/8854125/French-and-German-relief-as-Greek-haircut-not-expected-to-trigger-CDS.html>

13 Thomson Reuters Datastream, Newton, January 2012; **past performance is not a guide to future performance.**

本情報提供資料は、BNY メロン・グループ（BNY メロンを最終親会社とするグループの総称です）の資産運用会社が提供する情報について、BNY メロン・アセット・マネジメント・ジャパン株式会社が審査の上、掲載したものです。当資料は情報の提供を目的としたもので、勧誘を目的としたものではありません。当資料は信頼できると思われる情報に基づき作成されていますが、その正確性、完全性を保証するものではありません。ここに示された意見などは、作成時点での見解であり、事前の連絡無しに変更される事もあります。

BNY メロン・アセット・マネジメント・ジャパン株式会社
BNY Mellon Asset Management Japan Limited

金融商品取引業者：関東財務局長（金商）第 406 号
〔加入協会〕 社団法人 投資信託協会
社団法人 日本証券投資顧問業協会