

子供と一緒に旅をしたことのある人なら、長距離の旅で、「まだ着かないの？」と聞かれることがあるでしょう。私の7歳になる娘も、よくこの質問をします。そして、ふと足元の市場環境で様々な投資判断をする中で、私自身の問いが娘に似ているということに気づかされました。つまり、これまで株価が下落したり、債券金利が上昇してきたことから、ポートフォリオで今からリスクを取るのに十分に割安になったかどうかを考える際に、先ほどの問いを自らに問うているのです。そしてその問いに対する、現時点での私の答えは「まだ」です。



ヨハナ・カークランド
グループCIO
マルチアセット運用・グローバルヘッド

ゲームの流れが変わった

足元、金利が上昇している市場環境は、これまで長い間、量的緩和を継続してきた環境からの「局面変化」を意味しています。

これまでの量的緩和は、米国の連邦準備制度理事会（FRB）などの各国中央銀行が、大規模に債券を購入することで、金利を低位に維持し、企業の借り入れ需要を喚起したり、市場を下支えする政策でした。

従って、利回りやリターンを求める投資家が、よりリスクの高い資産に投資する結果になったと考えられます。

以前、私はこの現象を「もぐらたたき」に例えて表現しました。この「もぐらたたき」はご存じのように、一か所でもぐらを叩くと、そのもぐらは消えますが、別の場所に別のもぐらが出現する、というゲームです。

市場に置き換えていえば、利回りが得られそうな気配がすると、マイナス金利から逃れようと投資家の資金が大挙して流入してくるようなものです。そして、ある市場への資金流入が大きくなり、行き過ぎると、投資家は、次の投資機会を探し始めるという流れになっていたと考えられます。

こうした所以から、市場のボラティリティはある程度抑制され、伝統的なバリュエーションの概念に基づいた価格形成ではなくなってきた、と考えられます。しかし、今回は、中央銀行は高水準のインフレに対処するために金融引き締めで政策の舵をきったことから、ゲームの流れが変わったと考えられます。例えるならば、我々は、もぐら叩きゲームからチェスゲームに移行したといえるのではないかと思います。つまり投資家は、より戦略が必要な局面に接していると考えられるのです。

バリュエーション水準は？

現時点において、中央銀行の政策における優先課題は市場を支えることではなく、人々が影響を最も受けていると考えられる「インフレ」を沈静化することにあります。つまり、投資という観点から言えば、過去は機能してきた「ディスインフレ」下での魅力的な投資対象は、将来も機能し続けるとは限らないということを背景に、新しい均衡点を見つけ出す必要があると考えます。

ここにおいて、一つ良いニュースとしては、様々な資産のバリュエーション（割安度）が改善していることが挙げられます。特に債券については、金利が上昇してきたことから、債券利回りには投資価値が復活してきた、といえることです。

マルチアセット運用チーム（以下、「当チーム」）においては、これは「レティブ・トレード」としても、アイデアを創出することが出来ます。確かに、債券は株式よりも景気後退リスクに対する効果があると考えられます。

そして、足元の景気の局面を当チームが作成した景気サイクルの「定量モデル（景気循環（回復、拡大、減速、後退の4段階）を評価するモデル）」によると、足元景気は「減速」局面へ移行していることが示されています。この環境は一般的には、株式にとっては最もリターンをあげにくい局面であるため、当チームで引き続きウェイトは低位としています。

景気の成長鈍化リスクが高まっていることを認識し、当チームではエネルギーセクターの需要減退懸念から、コモディティに対する強気の見方を引き下げました。また、当チームでは、株式の中で、スタイルとしてバリューを選好するとの見方を取っています。

過去の下落相場からの教訓

最後に、ロリー・ベイトマン（私と共に当社で運用部門を率いており、当社の株式部門のグローバル・ヘッドを勤める）と私は、過去の下落市場から何を学んできたかについて、話し合いました。

その結果、まず第一に、様々な資産のバリュエーションが大きく調整されてくると、ベアマーケットラリー（弱気相場にはあるものの、その中で反転上昇するような動き）に遭遇するということを認識しておく必要があるでしょう。従って、そのような環境にも対応できるよう、投資家は、迅速に意思決定を変更できるようなプロセスになっているかを今一度確認する必要があります。また、ポートフォリオのリスクを分散させることで、ベアマーケットラリーでよく見られる変動性の高い市場環境のなかで、ポートフォリオの損益が振り回されるのを避ける必要も出てきます。

そして第二に、最も魅力的な投資タイミングは、「景気回復」局面ではなく、「景気後退」局面に往々にして出現する傾向があります。したがって、今後数カ月で成長見通しが暗くなったとしても、弱気になり過ぎないようにする必要があります。

最後に、不安定な市場では、慌てて投資行動をするのではなく、より長期的な戦略の立案を沈黙考し、チームで投資を行っている場合には、チームの英気を養う必要があると考えます。

そして、私が次のレポートを執筆する頃には、「もうそろそろ（底に）到達したのか？」という問いではなく、「次（の目的地）はどこか？」という問いを始められる市場環境になってほしいと思います。

【本資料に関するご留意事項】

- 本資料は、情報提供を目的として、シュローダー・インベストメント・マネージメント・リミテッド（以下、「作成者」といいます。）が作成した資料を、シュローダー・インベストメント・マネージメント株式会社（以下「弊社」といいます。）が和訳および編集したものであり、いかなる有価証券の売買の申し込み、その他勧誘を目的とするものではありません。英語原文と本資料の内容に相違がある場合には、原文が優先します。
- 本資料に示されている運用実績、データ等は過去のものであり、将来の投資成果等を示唆あるいは保証するものではありません。投資資産および投資によりもたらされる収益の価値は上方にも下方にも変動し、投資元本を毀損する場合があります。また外貨建て資産の場合は、為替レートの変動により投資価値が変動します。
- 本資料は、作成時点において弊社が信頼できると判断した情報に基づいて作成されておりますが、弊社はその内容の正確性あるいは完全性について、これを保証するものではありません。
- 本資料中に記載されたシュローダーの見解は、策定時点で知りうる範囲内の妥当な前提に基づく所見や展望を示すものであり、将来の動向や予測の実現を保証するものではありません。市場環境やその他の状況等によって将来予告なく変更する場合があります。
- 本資料中に個別銘柄についての言及がある場合は例示を目的とするものであり、当該個別銘柄等の購入、売却などいかなる投資推奨を目的とするものではありません。また当該銘柄の株価の上昇または下落等を示唆するものでもありません。
- 本資料に記載された予測値は、様々な仮定を元にした統計モデルにより導出された結果です。予測値は将来の経済や市場の要因に関する高い不確実性により変動し、将来の投資成果に影響を与える可能性があります。これらの予測値は、本資料使用時点における情報提供を目的とするものです。今後、経済や市場の状況が変化するに伴い、予測値の前提となっている仮定が変わり、その結果予測値が大きく変動する場合があります。シュローダーは予測値、前提となる仮定、経済および市場状況の変化、予測モデルその他に関する変更や更新について情報提供を行う義務を有しません。
- 本資料中に含まれる第三者機関提供のデータは、データ提供者の同意なく複製、抽出、あるいは使用することが禁じられている場合があります。第三者機関提供データはいかなる保証も提供いたしません。第三者提供データに関して、本資料の作成者あるいは提供者はいかなる責任を負うものではありません。
- シュローダー/Schrodersとは、シュローダー plcおよびシュローダー・グループに属する同社の子会社および関連会社等を意味します。
- 本資料を弊社の許諾なく複製、転用、配布することを禁じます。