

markt:aktuell

~Investment Strategies~

近時の市場環境と株式運用への考察

2020年8月11日

重要な財務指標を超えて

危機の時期にアクティブな裁量によるサステナブル投資は有効

ポートフォリオ運用において、必ずしも機械が人間より優れているとは限らないと思われます。この理由は、人間の運用者が、例えばトレンドフォロー型のアルゴリズムとは対照的に、新たに出現した急騰と急落を繰り返す相場展開を早い段階で察知し解釈することができるからです。最近起こった金融市場の危機は、投資に際して人間がいかにも有用であるかを示してくれました。定量戦略と定性戦略を相互補完的に考慮する投資アプローチは、市場の大変動と構造変化の時期にはとりわけ優れていると考えられます。

コンピュータ制御による運用システムの発達

2008~2009年の世界的な金融危機以来、資産運用業界は変革し、古典的な裁量によるアクティブな投資アプローチは重要性を失い、代わってアルゴリズムやリスク・マネジャーなどの台頭が見られるようになりました。これは企業収益予測の結果が往々にして想定通りに株価に反映しないという事実によってもたらされた面が大きいと考えられます。加えて、市場が不安定な局面におけるボラティリティ水準が高まったことが長期投資家の間でも問題視されるようになりました。

2000~2001年や2008~2009年の時期を経験して、それまで何年も積み上げたリターンが極めて短期間で失われる「パフォーマンス・ドローダウン」を最小化することの重要性が機関投資家の間で認識されるようになりました。その後、著名なファンドマネジャーによる大々的な失敗がいくつか明るみに出たこともあり、業界そのものが事実上見直しを迫られることになったと言えます。そして、過去10年間で、ETF、スマート・ベータ、ヘッジファンド、HFT（高速取引）、「システムティック・トレーダー」など様々な新タイプの運用プロダクトや市場参加者が次々に登場してきました。

こうしたトレンドは、困難な市場局面におけるリスクベース・アプローチによる優れた絶対パフォーマンス、グローバルに利用可能な投資ツールの発達、また電子取引プラットフォームの導入による売買執行コストの著しい低下などにより、強化されたと言えます。

システムティック・トレーダーの売買取引シェアと運用資産残高は著しく増加しましたが、そのようなコンピュータ化された投資アプローチは、投資判断と売買取引のコントロールにアルゴリズムを利用しています。これらには、トレンドフォロー戦略、オルタナティブ・ベータ戦略などの他、多種多様な類型があり、それらは長期に亘る金融市場の動向を観察することで、投資判断の為のアルゴリズムを導出しています。

それらの戦略が台頭することにより、マーケット・イベントがどの程度影響を受けるかは、過去2年程度の市場展開とボラティリティの高まりを見れば明らかと言えます。実際に、トレンドフォロー・システムは急速に発達し、あらゆる種類のシステムティック投資を合わせた時価残高は1兆ユーロを超えている為、金融市場で自らトレンドを後押しする結果になっています。ますます複

雑化するシステムが使用されることで、マーケットは、とりわけトレンドの転換時に、より速く激しい動きを見せるようになっていきます。これとは別に、ヒストリカル・データに基づくアルゴリズムでは、未曾有の相場展開に直面して、それがコロナ禍の影響によるものか、或いは産業構造の変化によるものかを的確に見極めるなど、人間の様に洞察力に基づく合理的な投資判断を行うことが困難です。

実際に、今日の株式市場における超大型銘柄は、10年前、20年前のそれとは異なっています。賢明かつ先駆的な投資戦略が奏功するにつれ、より小規模な企業が持続的に成長して時価総額が大型化しているのに対し、戦略的ビジョンや新たなものを受け入れる開放性が欠如した伝統的な大手企業が生き残りに苦慮する状況が出現しました。

市場ストレスは投資機会になる

コロナ危機のような展開はアルゴリズムによる投資は難しいという事実は長期的にファンダメンタルな投資判断を行う投資家に明確に投資機会をもたらしました。僅か4週間の間に、主としてデリバティブ取引を通じたシステムティックで迅速な投資家の売却行動により、株式市場は史上最速の急落を経験しました。市場参加者によるリスク削減行動、即ちリスクのシステムティックな削減は、そのスピードと規模の両面で、2月中旬から3月中旬に株式市場に壊滅的な影響を及ぼしました。

そのような市場局面で、金融市場では株式のような伝統的な市場から大規模な資金シフトが起こり、デリバティブ市場の流動性が高まりました。同様の現象は2018年の第4四半期にも観察されました。

このように市場の極端なストレス局面は、ファンダメンタルな思考に基づき定性判断による銘柄選択を行うポートフォリオマネージャーや投資家に、千載一遇の投資機会をもたらします。

財務指標を超えた定性的リスク評価が付加価値を創出

熟練したポートフォリオマネージャーは、危機シナリオに際して、急速に妥当性を失う通常のバリュエーションやレバレッジ比率などを超えて、定性的に投資機会とリスクを比較考量することが可能だと考えられます。市場予測の不確実性が増し、データベースに蓄積された主要指標が急速に時宜性を失う一方、事態を公平に見極めるシナリオ分析がより重要性を帯びてきたと思われま

す。これ以外に、財務指標などの分析では、投資家にとっての重要性の基準が短期的に変化する可能性があります。例えば、投資家はコロナ禍においては、厳しいリセッションを見越して平常時に比べ負債比率により重きを置いた銘柄評価を行うといったようなことです。

株式投資では定期的な企業とのコンタクトが大切

ポートフォリオマネージャーは、企業の経営陣と直接面接することで、財務諸表上の主要指標を分析するより多くの有益な情報を得ることができます。この中には、経営戦略ダイナミクスへの深い洞察、緊急時に剰余金を活用する能力、設備投資を延期や事業コストを調整する余裕の有無などの情報が含まれます。更には、危機時において価値創出の為の買収をどうするかなど。このように、経営の質は、企業価値創造において決定的な違いおよび重大な影響をもたらすのです。

総合的な分析は数値分析より遥かに重要

目下、ビジネスモデルの総合的な分析が付加価値をもたらすことは、企業の配当方針に対する見方において顕著に表れています。例えば、2020年は企業の配当支払いが20%以上減少することが見込まれていますが、それらの多くは経済（財務）的に動機づけられたものではなく、株主や政治家の、或いは社会的な要請を反映した「道徳的強制」によるものです。従って、配当予想と配当実績との間に著しい差異が発生し得ると見えています。

パッシブ運用等の競合相手とは対照的に、アクティブ運用のファンドマネージャーはファンダメンタル分析の早い段階で配当予想と現実との相違を発見することができます。それゆえ、過年度における実績配当利回りの方が将来の予想配当利回りよりも、銘柄毎のパフォーマンスの差異を押し量る指標になり得ます。平均以上の予想配当利回りも又、高いリスク・プレミアムの兆候になり得ると思われれます。もし株式を購入する判断をルールベースのアプローチに基づいて行い、そこで示唆される配当利回りが人為的に高すぎるものであったら、追加的なリスクがポートフォリオにもたらされることになり得ます。

こうした観点から、裁量によるアクティブなファンドマネージャーが明確に優位な立場にあると言えます。

ストレス時にはサステナビリティが安定化に寄与

最近では、定性的でファンダメンタル志向な ESG 基準を企業分析の補完的な要素として加味することでポートフォリオがより安定的且つ高クオリティになるケースが多くなっています。持続可能な経営が行われている企業では、多くの場合バランスシートが強固でフリーキャッシュフローや配当方針の面で優れている傾向が見られます。これらの企業は、構造的な成長見通しが高く、ビジネスモデルにおける景気循環性が低い為、株式市場の激しい下落局面でダウンサイドに対する耐性をもっていると考えています。

例えば、MSCI ヨーロッパ ESG リーダーズ指数は、2月21日から3月23日迄の期間において、広汎な MSCI ヨーロッパ指数と比較して非常に安定していました。

このことから、投資判断に際し、サステナビリティを定性的に考慮に入れることは、株式市場のストレス局面で付加価値を提供することが可能になると言えます。

危機からの教訓：より選別的な投資が有効

コロナ禍を引き金とする危機は、いくつかのビジネスモデルの脆弱性を露呈することとなり、見方によっては過去何年にも亘って懸案となってきた構造変化を加速させたとも言えます。即ち、グローバル競争の中で、デジタル化、モビリティ、エネルギー効率化、サステナビリティ、気候変動対策、オンライン化などへの対応が適切に進められて来なかった企業は劣後することとなり、このようなトレンドに対しては、益々追い風が発生しています。

結果として、良好なビジネスモデルをもつ企業のユニバースは今後さらに狭まっていくと見られます。売上高成長率と利益成長率が4%以上となる企業のシェアは、コロナ前は12%ありましたが、今後そのシェアは縮小していくと思われれます。このような環境下では、急激な収益見通しの変化などを、より早い段階で予想することが可能な裁量判断によるアクティブ運用マネージャーには戦略上の優位性があると思われれます。

以上

今週は、メツラー・アセット・マネジメント GmbH の定期刊行物 'Portfolio Insight' から抜粋記事につき翻訳内容を提供いたします。

- 本資料は、投資一任契約を踏まえた上で、メッツラーグループが提供する情報をメッツラー・アセット・マネジメント株式会社が翻訳・作成したものです。
- 本資料は、特定の年金基金及び機関投資家向けに作成したものです。
- 本資料は、当社が金融市場に関する情報提供のために作成した資料であり法令に基づく開示資料ではありません。
- 実際の投資には、有価証券の価格変動、流動性、信用、カンントリー、為替変動等の諸リスクが発生し、損失が生じる場合があります、投資元本を割り込むこともあります。
- 手数料・費用等の投資家の負担は、個別の投資一任契約により異なりますので、その合計額や上限額をあらかじめ表示することはできません。
- 契約の際には事前に契約締結前交付書面等を必ずお読みください。
- 本資料に掲載された内容、意見、予測は今後予告なしに変更される場合があります、当社はその変更等に起因する損害について一切責任を負いません。
- 本資料は信頼できると判断される情報に基づき作成していますが、当社はこれら情報の正確性や信頼性、完全性を保証するものではありません。
- 本資料で紹介している運用実績等は、過去の実績によるものであり、将来の運用成果の獲得を示唆あるいは保証するものではありません。
- 本資料の全部又は一部を、当社の事前承諾なしに複写、複製若しくは配布することを禁じます。
- 本資料に引用した各インデックス（指数）の商標、著作権、知的財産権その他一切の権利は、各算出元に帰属します。また、各インデックスの算出元は、インデックスの内容を変更する権利および発表を停止する権利を有しています。

W20-015

メッツラー・アセット・マネジメント株式会社
〒100-0011
東京都千代田区内幸町2-2-2 富国生命ビル23階
Tel : 03-3502-6610 (代表) Fax : 03-3502-6616
金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第467号
加入協会 一般社団法人 日本投資顧問業協会