

## 遠い過去のパラダイムがこれからの序章に

### 執筆者



Robert M. Almeida, Jr.  
ポートフォリオ・マネジャー  
兼グローバル・インベストメント・  
ストラテジスト

### 概要

- 2022年に始まった株式と債券の順相関はアノマリーではなく、1998年から2019年までに見られた逆相関がアノマリーであると言えます。
- 今後は、分散効果を高める上で、銘柄選択とマネージャー選択がますます重要になると予想されます。

魚は自分が水の中を泳いでいることを知っているのでしょうか？おそらく、水中にいる限り、その事実を知ることはないでしょう。つまり、状況が突然変化しない限り、自分が生きているパラダイムについて理解することはもちろん、その存在を知ることすら困難かもしれません。

### 私たちが当たり前のように泳いでいた「水」

金利とは、目先の消費を控え、その分を貯蓄に回すことに対する報酬です。すべての経済・金融活動は時間を超えて行われるため、この世界ではプラスの金利が要求されます。金利がプラスでなければ、経済と金融市場のシグナルに歪みが生じ、あらゆるプロジェクトに資金が供給されたり、資産価値が膨張したり、誤った資本配分が行われるといった状況になりかねません。

2010年代には、経済と金融市場の「水」(すなわち、パラダイム)は抑制された金利で構成され、金利がゼロ近辺に達してマイナス圏に突入することもありました。金融市場は、異常なリターン、通常の水準を下回るボラティリティ、平均よりも低い相関性(したがって歴史的に良好なシャープ・レシオ)で構成されている「水」の中にありました。

ところが、2022年になると、この「水」が変化するというパラダイム・シフトが起きました。

### 過去30年と過去300年を比較

2022年の金利ショックの動揺からまだ立ち直っていない投資家は、株式と債券の順相関というアノマリーに見える現象に直面しています。

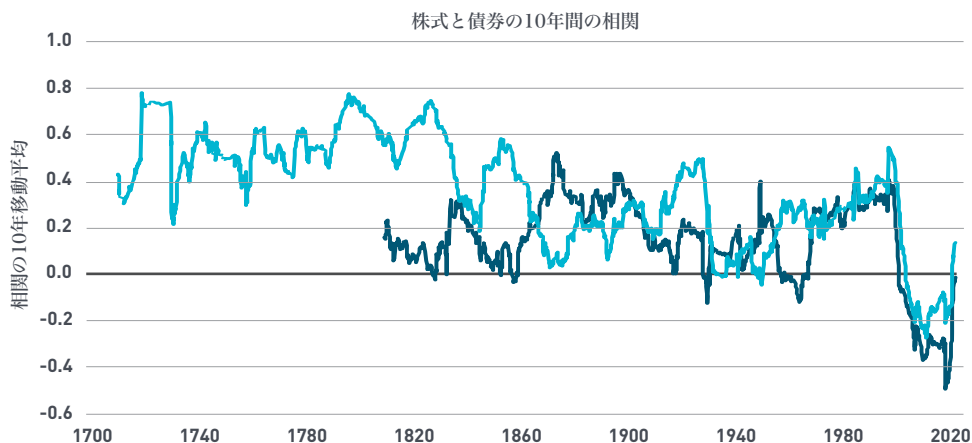
しかし、長期的な視点で見ると、2022年にはそれほどアノマリー的な動きが見られたわけではありません。これは、ここ数年の状況によって長期的な歴史のパターンが覆い隠されてしまう危険があることを示す1つの例です。現在は、すべての投資のハードル・レートである金利の正常化プロセスが始まり、「水」(すなわち、パラダイム)が本来の形に戻りつつあるに過ぎません。

2021年11月に発表したレポート「300年間の相関について」で指摘した通り、株式と債券の名目リターンは長期的に順相関の関係にあり、ここ数十年の逆相関は持続不可能であると考えています。以下の図表は株式と債券の歴史的な相関を示したものであり、英国については300年、米国については200年遡ったデータを分析しています。



図表1:近年まで株式と債券のリターンは全般的に順相関の関係にあった

■ 米国 ■ 英国



出所: Datastream、Goldman Sachs Global Investment Research。1711年から2023年9月までの月次データ。

### 長期的な順相関が明らかに

上述の魚のケースと同様に、この結果は多くの投資家にとって驚きかと思えます。これまでの経験から学んだこととも、ビジネススクールで教わったこととも異なっているのですから(ビジネススクールでは事実を教えるべきでしょう)。

一步下がって見てみると、投資家は、株式と債券、パブリック債券とプライベート・デット、グロス株とバリュー株など、様々な切り口で分散投資を行っています。こうした分類は重要かつ重大で価値がありますが、最終的にこれらの資産がいずれも将来的なキャッシュフローへの期待や見通しに依存していることは忘れられがちです。

どの投資も貯蓄からの資金拠出を伴い、将来のリターンを期待して行われます。将来のリターンは、時間的なコミットメントやプロジェクトが頓挫するリスクの対価として得られるものです。こうした観点で資産クラスを見てみると、すべてはキャッシュフローに帰着します。将来のキャッシュフローの予測可能性や安定性が高い資産ほど、時間的なコミットメントやキャッシュフローのリスクが大きい資産と比較して、低いボラティリティを示す可能性があります。通常、分散投資のメリットが生じる原動力はここにあり、ポートフォリオの収益源(すなわち、将来のキャッシュフロー)が時間軸やリスクの異なる様々な形に多様化されることで、分散効果が得られます。

株式と債券を組み合わせることで分散効果が期待できるというこれまでの状況は今後も続くと思われませんが、ここ数十年にわたる低インフレと人為的な低金利の環境下で、この2つの資産に分散するメリットは過大評価されてきました。株式と債券に分散投資した投資家は、異常に低いボラティリティによって並外れたリターンを享受しただけでなく、この負の(ただし持続不可能な)共分散が一因となって比類ないリスク調整後リターンも獲得しました。

### なぜこれが重要なのか？

ところが、2022年にインフレ・金利ショックが発生すると、パラダイムは一変しました。

実質金利の最終到達点を予測するのは困難ですが、以前よりも正常な金利環境に近づいていることは確かであり、株式と債券の長期的な関係の正常化が示唆されている可能性があります。そのため、近年の状況に基づいて将来的なシャープ・レシオやインフォメーション・レシオの達成を目標にしている投資家は、アンダーパフォームする可能性があります。



## どうすればよいのか？

今後、時間が経つにつれて資本の配分が間違っている分野が顕在化するでしょう。例えば、財務レバレッジに支えられているプロジェクトやキャッシュフローは、高い債務負担に耐え切れずに崩壊したり、採算の見込めないプロジェクトが資本構成の見直しを迫られたりするといった状況が考えられます。

株式と債券といった資産クラス間の相関が正常化する中、銘柄選択とマネージャー選択の重要性が大いに高まることが予想されます。これらはリターン獲得の原動力となるだけでなく、共分散とポートフォリオの分散効果を高める大きな原動力にもなると考えます。

## 結論

かつて有名な投資家が言ったように、価格とは自分が支払うものですが、価値とは自分が得るものです。

現在、価格は上昇していますが、一部の金融資産の価値は価格よりもかなり低いと思われれます。抑制された資本コストと低い労働コストというパラダイムが変化の時期を迎えた中、今後、こうした金融資産はせいぜい低水準の価格で推移する程度であり、最悪の場合、淘汰されるかもしれません。一方、これまでの経済環境にあまり依存していないキャッシュフローを投資家にもたらすことができる金融資産は、希少な資産になる可能性があります。この新たな「昔のパラダイム」では、明確な根拠に基づいてポートフォリオに組み入れる資産を選定することが重要になると考えます。▲

---

当レポートの中の意見は執筆者個人のものであり、予告なく変更されることがあります。また意見は情報提供のみを目的としたもので、特定証券の購入、勧誘、投資助言を意図したものではありません。予想は将来の成果を保証するものではありません。

特に記載のない限り、ロゴ、商品名、サービス名はMFS®およびその関連会社の商標であり、一部の国においては登録されています。

当社の事前の許可なく、当レポートの複製、引用、転載、再配布を行うことを禁じます。

当レポートは、情報提供を目的としてマサチューセッツ・ファイナンシャル・サービスズ・カンパニー (MFS) および当社が作成したものであり、金融商品取引法に基づく開示資料ではありません。当レポートは、MFSもしくは当社が信頼できると判断したデータ等に基づき作成しましたが、その正確性および完全性を保証するものではありません。当レポートは作成日時時点のものであり、市場環境やその他の状況によって予告なく変更することがあります。当レポートのデータ・分析等は過去の一定期間の実績に基づくものであり、将来の投資成果および市場環境の変動等を保証もしくは予想するものではありません。特定の銘柄・有価証券や業種等への言及がある場合は例示目的であり、それらを推奨するものではなく、また、必ずしもMFSの現在の見方を反映しているとは限りません。当レポートは特定の金融商品もしくはファンドの勧誘を目的とするものではありません。当社が提供する金融商品は、市場における価格の変動等により、元本欠損が生じる場合があります。また、お客様にご負担いただく手数料等は、各商品、サービスにより異なり、運用状況等により変動する場合がありますため、予め金額または計算方法等を表示することはできません。当レポートに基づいてとられた投資家の皆様の投資行動の結果については、MFSおよび当社は一切責任を負いません。詳しくは契約締結前交付書面その他の開示資料等をお読みください。

## MFSインベストメント・マネジメント株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第312号

加入協会：一般社団法人 投資信託協会/一般社団法人 日本投資顧問業協会