

金融市場の不安定性と分散投資の効果再々考

2011年12月13日

アセットマネジメント部

チーフ・マーケット・ストラテジスト 黒瀬浩一

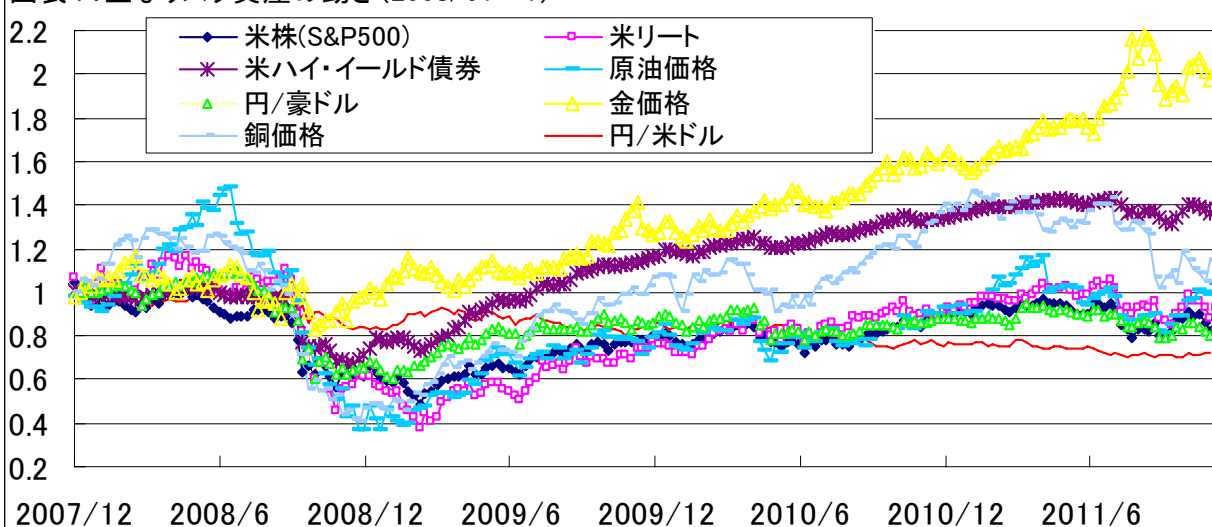
金融市場の不安定な状態が続いている。不安定性は、相場の高い変動性（乱高下）とリスク資産の相場変動の高い相関（図表1）に観測される。特にこの高い相関は、分散投資にとって大きな脅威だ。

筆者は2009年10月に同シリーズのレポート「分散投資の効果再考（注1）」を出した。今回は、その後の金融市場の不安定性の増大を考察した上で、分散投資の効果を再々考する。

1. フラッシュ・クラッシュと超高速取引（High Frequency Trade）

相場の高い変動性で有名になったのは昨年5月6日のニューヨーク株式相場の急落、通称フラッシュ・クラッシュ（一瞬の電光掲示の間に相場が大崩れの意）だ。ニューヨークダウ平均株価が約20分の間に9%（約1000ドル）急落、その後は急激に戻して前日比約4%安で引けた。この乱高下という事態を深刻に受け止めた当局は調査委員会を設立して原因究明に当たり、調査報告書を公表した（注2）。調査の結果、相場乱高下の原因が、証券取引所での価格形成ルールとアルゴリズムを用いた超高速取引にあることが判明した。証券取引所の価格形成ルールでは、一種の値幅制限であるサーキット・ブレーカ制度の導入や約定取り消しルールの明確化などいくつかの改善が実施された。しかしアルゴリズムを用いた超高速取引は、特に規制されることなく現在に至っている（注3）。こうしたことも背景として、相場の高い変動性は今も続いている。アルゴリズムを用いた超高速取引には、ニュース報道のヘッドライン（見出し）をコンピューターで自動解析して売り買いどちらの材料かを自動判別し、自動執行するプログラムが組まれるケースが多い。10月のデクシア銀行の破綻では、報道が「デクシア破綻」ではなく「デクシア救済」だったため、超高速取引から大量の買い注文が入って相場を押し上げたと見られている。これは、もしヘッドラインが「デクシア破綻」だったら、超高速取引は売り材料と自動判別、大量の売り注文で相場が押し下げられた可能性があったことを意味する。こうした部分的なヘッドラインが引き起こす相場の乱高下は、「ヘッドライン（見出し）リスク」と呼ばれる。

図表1：主なリスク資産の動き（2008/01=1）



[出所]データストリームより、リそな銀行作成

リスク資産間の相場変動の相関は、2007年頃から高まっていた（図表1）。株式、為替、商品、クレジットなど様々なリスク資産の売買にコンピューターを使ったシステム売買による裁定取引を導入したのはCTA（商品先物業者）と言われているが、CTAと超高速取引がリンクしたことで、元々高かったリスク資産の相関に高い相場の変動性が加わったと考えられる。そしてこのことは、分散投資の効果を低減する要因になっていると考えられる。

2. 分散投資への影響

分散投資の基本的な考え方は、値動き（相関）の異なる資産を組み合わせてポートフォリオ全体での値動きを安定させ、リスク・リターンを改善することだ。リーマン・ショック後の局面で分散投資の効果を引き出すための手法は2009年10月に同シリーズのレポート「分散投資の効果再考（注1）」で取り上げた。しかしその後2年の間に、相場の高い変動性とリスク資産の高い相関は、より分散投資の効果が得にくい状況をもたらした。こうした変化も勘案して手法の有効性を再確認する。

（1）投資する資産の分散を徹底

分散投資の徹底は、貴金属、穀物、木材、畜産物、CO2排出権、など相場変動の相関が異なる資産へ投資対象を拡大する手法だ。図表1にある通り、金価格はリーマン・ショック後から続く他のリスク資産とは異なる値動きが続いている。一方、原油は株式と類似の値動きとなっている。金など一部の貴金属に限れば、分散投資の対象として有効だったとみて良いだろう。

（2）投資タイミングの分散を徹底

長期投資を前提に、投資タイミングとリスクの時間分散効果を活かそうとする考え方だ。超高速取引で相場変動が高い局面では、投資タイミングの分散は一層有効と考えて良いだろう。平たく言えば、売買を出来るだけ多くの回数に分割すれば平準化されるため、得策ということだ。

（3）リスクの低減

リーマン・ショックの後、リスク許容度の低い投資家の間ではポートフォリオに占めるリスク資産の圧縮などリスクを低減する動きが出ていた。この動きは有効であったし、今も続いている。

たとえば一般的な米リーートのリスク・リターン特性は、債券と株式の中間とされている。しかし、図表1にある通り、ここ3年ほど両資産はほぼ類似の値動きとなっている。リートと株式に分散投資する投資家なら、エクスポージャーを減らすのが得策であろう。

（4）ショート・ポジションを取り入れたマーケット・ニュートラル戦略

概念的にマーケット・ニュートラル戦略は、リスク資産と値動きの相関が異なる投資を実現しようとするものだ。リスク資産が類似の値動きをする今の状況では、引き続き分散投資の対象として有効だ。但し、本当にリスク資産と値動きの相関が異なるかどうかについては、検証が必要な例も少なからずある。概念通りとは行かず、どうしてもリスク資産の価格に引っ張られやすい傾向があるようだ。

（5）円高を想定して資産配分を見直す

総じて言えば、世界のリスク資産の上昇局面では円安、同資産の下落局面では円高をもたらす構造は、全く変わっていない。この傾向は特に豪ドルで顕著だ。図表1からは、豪ドルの対米ドル相場が米株や米リートと極めて高い相関だったことが確認できる。対円でもこの傾向は変わらない。この背景には、CTA(商品先物業者)による銅や原油などの資源と株式などリスク資産の裁定取引があり、資源国通貨の価値が資源価格に影響されやすくなった事だと考えられる。既に多くの投資家が外貨エクスポージャー

を減らす方向で資産配分を見直したようだが、この動きはもうしばらく続く可能性があるだろう。

但し、対ドルの円相場に関しては、世界のリスク資産の上昇局面では円安、同資産の下落局面では円高とは言い切れない面があった。というのも、これまで実施した米国の量的緩和（QE1、QE2）が、米株や日本株の上昇要因であると同時にドル安・円高要因であるからだ。今後のポイントは、QE3に続きQE4、QE5と続くかどうかだ。量的緩和は、米国内の金融緩和だけにとどまらず世界的規模で影響を及ぼす。その代表例が国際商品市況の押し上げで、インフレ体質の国々にとっては迷惑千万であるため、中国やブラジルはQE3に反対の意思を明確にした。このようにQEは国際的摩擦を引き起こすため、米国としてもQE3、QE4、QE5と次々に簡単に打ち出せるものではない。これまでの量的緩和による米株上昇と円高・ドル安の組み合わせは、やや例外的な特殊事例だったと見るべきだろう。

また、米国など低金利政策を実施する国と日本では金利差が非常に小さいため、ヘッジコストが大きく下がっている。米ドルなど低金利採用国に対しては、為替ヘッジを利用するのも有効な手立てだろう。

（6）転換社債など分散投資の理論から排除された資産を取り入れる

転換社債は、リーマン・ショック後の株価下落局面ではリテールの投資家に選好され、投信も多く組成された。しかし、その後の株価の上昇局面では、転換社債よりもハイ・イールド社債の発行がブームとなったこともありやや敬遠された。だが足元では、転換社債の投信を新規に売り出す動きなどが出始めている。株価下落局面が続けば、選好され易くなるのではないかと。尚、米国ハイ・イールド債券の価格指数は図表1にあるが、株式やリートと類似であり、分散投資の対象として適切とは言えないだろう。

3. 長期的には超高速取引は規制強化の方向性

今後は超高速取引に対し規制が強化される方向だ（注3）。報道によると、来年夏までに監視強化の提言がG20に提示される予定だ。ただその具体策となると、フラッシュ・クラッシュの後にも特に規制されなかったのと同様に、有効な手立てが見当たらないのが実情だ。

金融取引規制は、リーマン・ショックの反省も踏まえた大きな金融制度改革の中に位置づけられるべきものだが、その全容はまだ明らかではない。当面は市場の不安定性が続くことを想定して、投資戦略を組むのが得策だろう。

以上

（注1）<http://www.resona-gr.co.jp/resonabank/nenkin/info/economist/pdf/091001.pdf>

（注2）<http://www.sec.gov/news/studies/2010/marketevents-report.pdf>

（注3）11/16の日経新聞「株高速取引に国際規制 乱高下の連防ぐ」

<http://www.nikkei.com/news/category/article/g=96958A9C93819591E3E2E2E2958DE3E7E3E3E0E2E3E39797E0E2E2E2;at=ALL>

- ・本資料は、お客さまへの情報提供を目的としたものであり、特定のお取引の勧誘を目的としたものではありません。
- ・本資料は、作成時点において信頼できるとされる各種データ等に基づいて作成されていますが、弊社はその正確性または完全性を保証するものではありません。
- ・また、本資料に記載された情報、意見および予想等は、弊社が本資料を作成した時点の判断を反映しており、今後の金融情勢、社会情勢等の変化により、予告なしに内容が変更されることがありますのであらかじめご了承下さい。
- ・本資料に関わる一切の権利はリそな銀行に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを固くお断りします。