
CARON'S CORNER

スクリプト要約

マルチアセット運用を担当するポートフォリオ・ソリューションズ・グループの市場に対する見方を紹介するものであり、モルガン・スタンレー・インベストメント・マネジメントの会社としての見解ではありません。

2024年4月23日

デュレーション：敵か味方か？

- 困難な状況に直面したときには、味方に助けを求めるものである。これを市場に当てはめると、何かのイベントをきっかけに株価が急落した際には、債券、つまりデュレーションを買ってヘッジすることになる。
- **以前には、そのような手法が機能していた。**債券を買う場合、満期までの期間が長いほど、つまりデュレーションが長いほど良いとされていた。これは、債券が40年間にわたって強気相場だった1981年から2021年までのプレーブックに載っている作戦である。
- しかし、**ゲームが変われば**、このような古いプレーブックは役に立たなくなる。何がゲームを変えたのだろうか？ もちろん、債券の強気相場を終わらせたインフレリスクである。
- それが事実ならば、株式に対する手軽なヘッジ手段として債券を利用できない**新しい時代に入った**と言える。
- 当運用チームは、その可能性が高いと考えている。**株式のボラティリティに対して、デュレーションは信頼できる伝統的なヘッジ手段であり続けられるのであろうか？**
- 言い換えると、デュレーションは敵か味方かという疑問を抱いているのである。
- 詳しく検討していこう。

逃げ場はない：因果関係とコンディショナリティ（条件）

- デュレーションは敵か味方か？答えは、「どちらにもなり得る」であり、これが以前とは違う点である。上記の40年間、債券は常に味方だった。しかし、今では投資家を助けることも、害することもあり得る。
- 敵か味方かをどう判断すればよいのだろうか？ 因果関係とコンディショナリティ（条件）を検討すれば判断できるだろう。具体的に説明しよう。
 - **因果関係**：現在、インフレリスクと緩和期待の後退が債券利回りを押し上げ、株価急落を引き起こしている。
 - そのため、ヘッジとしてデュレーションを保有しても役には立たない。
 - **コンディショナリティ（条件）**：ただし、システムミックショック、ハードランディング、または同じように深刻な条件となるイベントに見舞われた場合、債券利回りは低下するため、ヘッジとして有効になる。しかし、それはまた、イベントの条件次第である。債券利回りが安定して低下トレンドにあった時代とは異なり、当たり前のことではない。
- 数学的に見ると、**債券と株式のリターンの相関が上昇しており、新たな高相関の時代に入った**と言える。相関が高ければ、株式に対する債券のヘッジ機能は低下する。
- このような高い相関の原因は何だろうか？前出の通り、その原因は**インフレリスクの高まり**である。
- 金融政策のスタンスが金利を低下させる状況にない、つまり低インフレ環境ではないため、高水準の相関が債券と株式のリターン間における自然な関係となりつつある。
- 高い相関は、債券／デュレーションが以前のように株式の信頼できるヘッジ手段ではないことを意味する。

有効なヘッジ手段とは：デュレーションを単に保有するのではなく管理する

-
- デュレーションは敵か味方かという問いに答えるには、それが**市場における支配的な因果関係／条件**に依存していることをまず理解する必要がある。
 - インフレリスクがあるため、政策金利は高くなっている。
 - イールドカーブが逆転しており、それは低水準の長期債券利回りの初期条件である。つまり、デュレーションはすでに高い価格で取引されている。
 - しかし、政策金利が高止まりし、インフレリスクが存在するのは、経済がより堅調になり、需要が強くなっているからである。**このような経済にとってプラスの要因はいずれも、最適なヘッジ手段としてのデュレーションの価値を減少させている。**
 - そのため、ベンチマークを重視する投資家は引き続きデュレーションを保有する可能性があるが、指数／ベンチマークを下回る水準での保有になるだろう。それは、**デュレーションのヘッジ能力の低下を反映できているため、より良いヘッジ**といえるかもしれない。
 - 実務的には、指数／ベンチマークのデュレーションは約 6.5 年である。したがって、6.5 年のデュレーションを保有する代わりに、5～5.5 年のデュレーションを保有する方が適している可能性がある。**このヘッジは、ネガティブキャリーの発生が小さく、金利上昇局面で相対的なアウトパフォーマンスの機会を提供する。**
 - もちろん、深刻な景気後退が早期に発生すると考えるならば、より長いデュレーションを保有する方がベターだろう。
 - ここでのポイントは 2 つある。
 - 最適なデュレーション・ヘッジを**正確に特定することはできない。**
 - 投資家は、**好ましくないロングデュレーション・ポジション**から救い出してくれる、40 年間に及ぶ債券の強気トレンドに頼ることはもはやできない。

今後おそらく、1981～2021 年の債券強気相場のような良い時代は二度と来ないと認めざるを得なくなるだろう。**株式に対する債券のヘッジ機能が低下すれば、リターン**のボラティリティは高まり、**安定した複利リターンを生み出せる機会**は減る可能性がある。

ただし、当運用チームは現在の状況変化を認識しており、このような分析をマルチアセット・ポートフォリオのアクティブ運用に組み込んでいる。この点については、継続的に議論していく予定である。

当資料の複製、公衆への提示・引用および販売用資料への利用はご遠慮ください。添付資料はモルガン・スタンレー・インベストメント・マネジメントが海外で作成した音声メッセージの内容の要約（以下、原書）を邦訳したものです。邦訳に際してその解釈や表現に細心の注意を払っておりますが、邦訳による解釈や表現の違いが生じる場合は英文が優先し、当社は一切の責任を負いません。当資料に含まれる情報等の著作権その他のあらゆる知的財産権は当社に帰属します。当社からの事前の書面による承諾なしに、当該情報を商業目的に利用することを禁止します。

当資料の予想や見解は、必ずしもモルガン・スタンレー・インベストメント・マネジメントの会社としての予想や見解ではありません。また予想や見解が実際に実現するとは限らず、将来のパフォーマンスを示唆するものではないことにご留意ください。当資料の情報はモルガン・スタンレーの金融商品にかかわるものではなく、また商品を推奨するものでもありません。当資料で表明された見解は原書執筆時点の筆者の見解であり、市場や経済、その他の状況による変化を免れません。

これらの見解は推奨意見ではなく、広範な経済テーマの説明としてご理解ください。

当資料は情報提供のみを目的としたものであり、金融商品取引法、投資信託及び投資法人に関する法律に基づく開示資料ではありません。また、商品の売買の助言もしくは勧誘または当社が提供するサービスに関する勧誘を意図するものではありません。当資料に含まれる情報は信頼できる公開情報に基づいて作成されたものですが、その情報の正確性あるいは完全性を保証するものではありません。当資料で表示している過去の実績は、必ずしも将来の結果を保証するものではありません。当資料に掲載されている数値、図表等は、特に断りのない限り原書執筆時点現在のものです。また、当資料に示す意見は、特に断りのない限り原書執筆時点の見解を示すものです。当資料で表示した分析は、一定の仮定に基づくものであり、その結果の確実性を表明するものではありません。分析の際の仮定は変更されることもあり、それに伴い当初の分析の結果と重要な差異が生じる可能性があります。

当社およびモルガン・スタンレーは、当資料に含まれる情報を利用し、信頼しまたは利用できなかったことに起因する一切の直接および間接の損害に対する責任を負いません。

モルガン・スタンレー・インベストメント・マネジメント株式会社

www.morganstanley.com/im/jp

金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第 410 号

加入協会：日本証券業協会、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、一般社団法人第二種金融商品取引業協会

CRC 5460322, Exp. 04/23/2025