

さあ、保険の新次元へ。

T&D 保険グループ

T&D EYES

2022.春
Vol.42

TOPIC

低リスク米国株式ロング・ショート戦略

目次

- ◎TOPIC
 - >低リスク米国株式ロング・ショート戦略
- ◎ちょっと一息
 - >My favorite Sport

今回は絶対収益を目指す戦略の一つとして、米国ボストンを拠点とするマーチンゲールアセットマネジメント社(以下、マーチンゲール社)が運用する、低リスク米国株式ロング・ショート戦略をご紹介します。

紹介に続いて、新型コロナウイルスによる投資環境の激変から20%のドロウダウンを強いられた後に大きくパフォーマンスが改善した背景についてご説明します。

■戦略の概要■

宝くじは期待値がマイナスでも魅力があるように、株式市場では投資家はリスクの高い銘柄をより好む心理的な特性が見られます。この合理的とは言えない行動の歪み(行動バイアス)によって、高リスク銘柄は割高な水準まで株価が買い上げられることが多く、その結果、高リスク銘柄は低リスク銘柄を長期的にアンダーパフォームする傾向が見られます。このことはリスクアノミーと呼ばれることがあります。投資家の行動バイアスが株価に与える影響を研究する学問を行動ファイナンス(行動経済学)と呼びますが、マーチンゲール社は行動ファイナンスを実務に応用する先駆者として定評があり、リスクアノミーの実践と研究を積み重ねています。

当戦略ではこうしたリスクアノミーを利用すると同時に、割安・割高といったファンダメンタルズに注目したモデルによって、低リスク・割安銘柄をロングポジションとし、高リスク・割高銘柄をショートポジションとすることで絶対リターンを確保を目指します。割安・割高といったバリュエーションは低リスク銘柄に大きく影響を与える要素であることから、低リスクでも割高な銘柄はロングしないよう(その逆についても同様)配慮します。またベータは0~0.3に維持し、低リスク銘柄が出遅れがちな市場急騰時でも安定的なパフォーマンスが期待できるように設計されています。

- ・目標リターン: 米国短期金利+4%程度
- ・目標リスク: 6%~10%程度
- ・ロングポジション(低リスク・割安銘柄): 120%程度
- ・ショートポジション(高リスク・割高銘柄): 60%程度
- ・ネット: 60%程度
- ・ベータ値: 0~0.3
- ・リターンの源泉: 低リスクアノミー、ファンダメンタルズ・アノミー

T&Dアセットマネジメント(株)
☎03-6722-4801(代)
<https://www.tdasst.co.jp/>

■コロナ禍での大幅なドロウダウンとその後のパフォーマンス回復の背景■

新型コロナウイルスによるパンデミック発生後の期間を、①2020年2月から2021年2月末まで、②2021年3月以降の2つの期間に分けて考えてみたいと思います。

①2020年2月から2021年2月末まで

新型コロナウイルス感染症の拡大により株式市場は大幅な下落を演じた後、2020年4月以降は長期間にわたり大幅に反発する局面となりました。きっかけは、米国政府とFRB(米連邦準備理事会)による膨大な財政・金融政策であり、それによって景気の早期回復への期待が強まり、高リスク・割高銘柄に投資家が注目したことが背景としてあげられます。当戦略ではこうした銘柄はショートしており、これらのショートポジションが足かせとなり、パフォーマンスは一時的に大きく下落しました。当戦略の基準価額(注)は、2020年2月14日から2021年2月末まで20.5%の下落となりました。一方でまた、こうしたファンダメンタルズを無視して高リスクを選好するという近視眼的な行動は、上述した通り、投資家の行動バイアスが存在していることを裏付ける結果となりました。

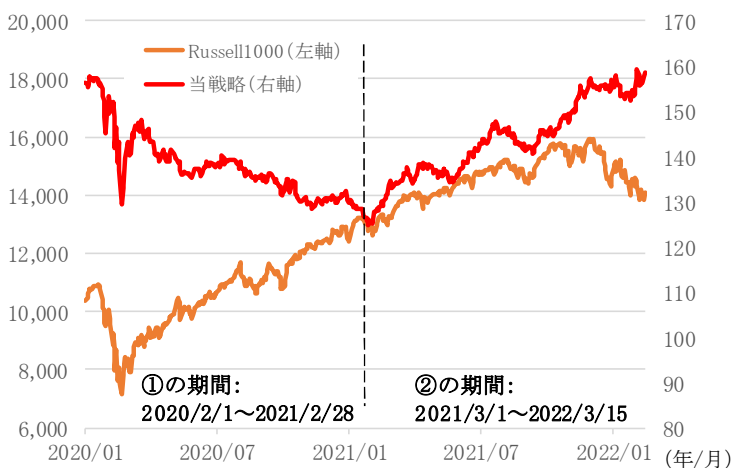
②2021年3月以降

米国政府の財政支出や新型コロナワクチン接種率の進展による景気回復期待から市場は引き続き上昇を続けましたが、水面下では市場の物色・けん引役が変化し始めました。きっかけは、経済正常化期待からインフレ懸念が高まり債券利回りが上昇したことです。金利の上昇によって将来の利益が大きく割引かれ現在価値が低下しますが、最も大きな影響を受けたのはテクノロジーをはじめ成長株でした。成長株に代わって割安でファンダメンタルズが良好な銘柄が買われました。

もう一つのきっかけは、米国政府による財政支援が一段落したことです。これまで政府による財政支援に支えられ高リスク銘柄に資金が流入していたのが、投資家のリスク選好度が低下し、低リスク銘柄やファンダメンタルズの良好な銘柄へと回帰しました。経済再開の兆しが見えてきたことで、市場の正常化期待が高まったと言えます。こうした経済・市場の正常化により当戦略の基準価額は2021年2月末を底に2022年3月15日現在まで26.7%の上昇を示し、下落幅をほぼ取り戻しました。

(注) ルクセンブルク籍ファンド(ドルベース、信託報酬控除後)

【当戦略の基準価額とRussell 1000インデックス】



期間①: 2020年2月1日～2021年2月28日

	エクスポージャー	上昇率	寄与度
ロング(低リスク・割安銘柄)	118.6%	7.4%	11.5%
ショート(高リスク・割高銘柄)	-68.0%	45.2%	-29.5%
ネット	50.7%	-18.0%	-18.0%

➡ ショート銘柄の上昇率がロング銘柄より大きく全体でマイナス

期間②: 2021年3月1日～2022年3月15日

	エクスポージャー	上昇率	寄与度
ロング(低リスク・割安銘柄)	115.2%	19.9%	24.5%
ショート(高リスク・割高銘柄)	-60.4%	-9.9%	5.1%
ネット	54.8%	29.6%	29.6%

➡ ロング銘柄、ショート銘柄共にプラスに寄与

※上記はBloombergによる信託報酬控除前のリターンのため、基準価額のリターンと異なります。

(出所) ラッセル・インベストメント、マーチンゲール社、Bloombergより当社作成

期間①: 市場の上昇に反して基準価額は下落

期間②: 基準価額は反発し上昇トレンドへ

当戦略: ルクセンブルク籍ファンド(ドルベース、信託報酬控除後)

【使用インデックスについて】

- ・ラッセル・インデックスは米国、及び米国外の国におけるラッセル・インベストメントの登録商標です。ラッセル・インデックスに関する商標・著作権等の知的財産権、指数値の算出、利用その他一切の権利はラッセル・インベストメントに帰属します。
- ・本資料中に引用した各インデックス(指数)の商標、著作権、知的財産権およびその他一切の権利は各インデックスの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。

以上まとめますと、パフォーマンス改善の背景として、

1. 行動バイアスは引き続き存在

パンデミックの環境下、投資家の行動バイアスが異常なほど大きく現れ、高リスク銘柄に資金が集中したこと。それによって高リスク銘柄が割高になる一方、低リスク銘柄の割安感が増大、ファンダメンタルズにおいても低リスク銘柄の魅力が増加したこと

2. 経済・市場の正常化

経済・市場の正常化期待による債券利回りの上昇、米国政府による財政支援の終焉から、投資家のリスク選好度が低下し、投資に対して慎重になったことで低リスク・高ファンダメンタルズ銘柄が見直されたこと

3. 投資アプローチの一貫性

市場の転換点を予測することは困難です。上記1~2に加えて、低リスクというファクターの循環性に期待しながら投資アプローチの一貫性を保ち、継続的にモデルの改善に努めたことも重要な要素と言えます。

米FRBはほぼ3年ぶりに利上げを決断しました。また、イングランド銀行も3会合連続で利上げを実施しパンデミック前の水準に戻りました。経済と市場の正常化が現実的なものとなる中、当戦略の今後の有効性に期待したいと思います。

株式運用部 兼 株式運用部 責任投資推進室
ファンドマネージャー 青木 利久

ちょっと一息



My favorite Sport

新型コロナウイルスの流行が収まらず生活に制約が多い中ではありますが、休日にはいろいろな趣味や娯楽でお過ごしのことと思います。私の休日の楽しみはテニスです。テニスを始めるきっかけは中学の部活(軟式)、大学のテニスサークル(硬式)です。それ以来、社会人になっても続けています。

テニスは観戦するのも楽しみの一つです。国内で開催される国際大会を観戦したり、テレビ観戦したりしています。四大大会で最も歴史のあるのは全英で第一回大会は1877年に開催されました。シングルスでは、長らく日本人選手が四大大会で優勝しませんでした。2018年に大坂なおみ選手が全米で優勝しました。大坂選手はその後も全豪等で優勝しています。今後更なる活躍を期待しています。

英国で始まったテニスですが、日本にもほぼ同時期に横浜に伝わったとされています。横浜の山手公園には、横浜山手・テニス発祥記念館があり、テニスウェアやラケットの変遷など、テニスの歴史を展示公開しています。横浜山手は横浜開港時に外交官等が居住していたエリアで、現在建物は横浜山手西洋館として公開されています。見どころ一杯ですので一度足を運んでみては如何でしょうか。

健康面からも続けているテニスですが、基礎代謝量が年々落ちていることもあってでしょうか、最近ではテニスをしてもお腹周りが気になる場所です。スポーツの後には冷えたビールが美味しい季節となりますが、皆様におかれましては



投資顧問事業部 西岡 慶太

【ご留意事項】

本資料は、T&Dアセットマネジメントが情報提供を目的として作成した参考資料であり、投資勧誘を目的としたものではありません。したがって、個別銘柄に言及した場合でも、関連する銘柄の当社ファンドへの組入れを約束するものでも、売買を推奨するものでもありません。本資料は、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。本資料は、当社が信頼性が高いと判断した情報等により作成したものです。その正確性・完全性を保証するものではありません。本資料中の数値・グラフ等の内容は、過去の状況であり、将来の市場環境等を示唆・保証するものではありません。



リスク情報

(1) 国内株式

発行者の経営・財務状況の変化及びそれらに関する外部評価の変化等により、株価が変動して、投資元本を割込むことがあります。流動性の低い銘柄においては、流動性の高い銘柄に比べて株価の変動率が大きく、売買に支障をきたす可能性があります。発行者が民事再生手続や破産等になった場合、投資元本を大幅に下回り、全額を回収できなくなることがあります。

(2) 外国株式

前述した国内株式に関するリスクに加えて、外国為替市場の変動により、投資元本を割込むことがあります。発行者が主に外国で企業活動を行っており、外国の証券取引所(または店頭市場)に上場されていることから、各国における政治・経済・社会情勢の変動等により、企業業績の悪化、株式の売買が制限される等、売買や受渡等が不能になる場合があります。また、通貨不安の発生により、大幅な為替変動が起こり、円への交換が制限される、あるいはできなくなる場合があります。そのほか外貨建株式の取扱い、それぞれの外国の売買制度や課税制度等に準じますが、これら制度等の変更が行われる場合があります。

(3) 国内債券

債券の価格は金利の変動等により上下しますので、償還前に売却する場合には、投資元本を割込むことがあります。また発行者の経営・財務状況の変化及びそれらに関する外部評価の変化等により、投資元本を割込むことがあります。

(4) 外貨建債券

前述した国内債券に関するリスクに加えて、外国為替市場の変動により投資元本を日本円で受取る場合、投資元本を割込むことがあります。外国の政府や企業が発行者となる場合、国内債券と同様に信用リスクがあります。外国における政治・経済・社会情勢の変動等により、売買が制限される等、売買や受渡等が不能になる場合があります。また通貨不安が発生して、大幅な為替変動が起こり、円への交換が制限される、あるいはできなくなる場合があります。そのほか外貨建債券の取扱い、それぞれの外国の売買制度や課税制度等に準じますが、これら制度等の変更が行われる場合があります。

(5) 国内新株予約権付社債

国内新株予約権付社債の価格は、発行会社等の株式の価格変動や金利変動の影響、あるいは発行会社等の経営・財務状況の変化及びそれらに関する外部評価の変化等により上下しますので、投資元本を割込むことがあります。流動性の低い銘柄においては、流動性の高い銘柄に比べて価格の変動率が大きく、売買に支障をきたす可能性があります。

発行会社等が民事再生手続や破産、あるいは債務不履行等になった場合、利払いが行われなくなる・全額が償還されなくなることがあります。また、投資元本を大幅に下回り、全額を回収できなくなることがあります。新株予約権の行使期間には制限があります。

(6) 投資信託

組入れた有価証券の価格変動により基準価額が変化し、投資元本を割込むことがあります。また組入れた有価証券の発行者の経営・財務状況の変化及びそれらに関する外部評価の変化等により投資元本を割込むことがあります。外貨建の有価証券を組入れる場合には、これらのリスクに加え外国為替市場の変動により、投資元本を割込むことがあります。なおクローズド期間中は換金ができないよう設定されています。

(7) 先物・オプション取引

対象とする原資産等の変動により価格が上下しますので、これにより差損が生じることがあります。またオプション取引の場合、オプションを行使できる期間が限定されています。

(8) 保険を投資対象とする証券等

再保険契約などの保険を投資対象とする証券、デリバティブ等の価格は、自然災害に関わる損害などの損害保険の契約対象の状況等により上下しますので、投資元本を割込むことがあります。

お客様にご負担いただく費用等について

投資信託に係る費用等について

- ◆ 投資者が直接的に負担する費用: 購入時手数料・・・上限 4.40%(税込)
信託財産留保額・・・上限 解約金額・償還金額の0.550%または1口(設定時1口1万円)あたり250円
- ◆ 投資者が信託財産で間接的に負担する費用: 運用管理費用(信託報酬)・・・上限 年2.035%(税込)
- ◆ その他費用・手数料: 上記以外に保有期間に応じてご負担いただく費用があります。
投資信託証券を組み入れる場合には、間接的にご負担いただく費用として、当該投資信託の資産から支払われる運用報酬、投資資産の取引費用等が発生します。これらの間接的な費用のご負担額に関しましては、その時々各投資信託証券の組入比率や取引内容等により金額が変動しますので、予めその料率、上限額等を具体的に示すことができません。
- ※ 当該手数料等の合計額については、投資者がファンドを保有される期間等に応じて異なりますので、表示することができません。
- ※ 上記に記載しているリスクや費用項目につきましては、一般的な投資信託を想定しております。費用の料率につきましては、T&Dアセットマネジメントが運用するすべての投資信託のうち、徴収するそれぞれの費用における最高の料率を記載しております。投資信託に係るリスクや費用は、それぞれの投資信託により異なります。詳しくは投資信託説明書(交付目論見書)でご確認ください。

投資一任契約、投資顧問契約に係る報酬等について

(1) 投資一任契約、投資顧問契約に係る報酬額は、下記①または①と②の組合せにより、お客様との協議に基づいて決定させていただきます。

① 定率報酬型

お客様の契約資産額に、一定の料率を乗じて算出します。料率は2.0%(年率、税抜)を上限とし、契約資産額や運用手法、サービス内容等の事情に鑑み、個別協議により報酬額を決定させていただきます。

② 成功報酬型

成功報酬の割合については、予め取り決めたベンチマーク等を超過した収益部分の20%(年率、税抜)を上限とし、お客様の契約資産額や運用手法、サービス内容等の事情に鑑み、個別協議により決定させていただきます。

(2) 報酬額には消費税相当額が上乘せされます。

(3) その他証券取引に伴う手数料、有価証券売買時に売買委託手数料、外貨建資産の保管等に要する費用、等。(その他の費用については、運用状況等により変動するものであり、事前に料率、上限額等を示すことができません。)

(4) その他契約資産において株式等を保有している場合には、配当金等に対して、源泉税等がかかります。

※ 投資一任契約締結後、運用資産に投資信託受益証券等を組入れる場合には、当該投資信託受益証券等の購入・保持にかかる信託報酬・手数料・管理費用・税金等はお客様のご負担となります。

※ 上記で組入れた受益証券等に係る財産が他の投資信託受益権等に出資され、または拠出される場合にかかる費用については、投資対象が多岐にわたり、条件等も異なること、また随時投資対象が変更されることから、購入・保持にかかる信託報酬・手数料・管理費用・税金等については、予め明示できません。