

# 現在の針路を保つ - 足元の市場環境について

2022 年 5 月 25 日

## 2022 年の小惑星帯

この 2 年間、我々は神経をすり減らすような航海を続けてきました。2022 年を迎え、順調な滑り出しを期待しましたが、高止まりするインフレ、タカ派的な中央銀行、地政学的混乱、長引く COVID-19 関連のサプライチェーン問題など、またしても航海が難しい小惑星帯（小惑星が多く存在し航海が困難な地帯）に身を置いていることに気付かされました。このため、市場は大幅に調整し、今後もう一段の下げがあるのかどうか問われています。

しかし、本稿では、市場が今後も下落し続けるかどうかを論じることとはしません。この激動の時代、我々は市場の短期的な方向性を知っているかのように振舞うべきではありません。ただし、自分が何を知っていて、何を知らないかを認識することは、強固なポートフォリオを構築する上で重要であることは確かでしょう。

弊社は、ファンダメンタルズを重視した思慮深い意思決定により、ポートフォリオが長期的に良いパフォーマンスを示すと信じています。本稿では、弊社が中長期的な視点に立つ理由、および、目先の相場を判断することの危険性について述べたいと思います。

## ミスター・スポックとドクター・マッコイ

マーケットは、スタートレック（世界的な SF テレビドラマ）を象徴する 2 人のキャラクターである、超理性的なミスター・スポックと非常に感情的なドクター・マッコイが組み合わせられたようなものと言えるでしょう<sup>1</sup>。スポックのように、市場は「ワープ・スピード（凄まじい速さ）」で新しい情報を取り入れる傾向があります。しかし、残念なことに、少なくとも当初は、マッコイのような感情的な方法でこの情報を処理することが多いと言えます。

1. 市場は通常、新しい情報を瞬間に処理します。米連邦準備制度理事会（FRB）による 50 ベーシスポイントの利上げ計画や中国での新たなロックダウンの可能性についてのニュースを目にした時には、資産価格はすでにそのニュースを概ね織り込んでいる可能性が高いでしょう。これは、「噂で買って、事実で売れ」という古い格言に合致します。

---

<sup>1</sup> スポックとマッコイは、『スタートレック オリジナル・シリーズ』に登場するキャラクターです。前者は無感情で極めて理性的な宇宙人と人間のハーフ、後者は極めて感情的で興奮しやすい人間です。

- 市場は突発的な反応をする傾向があります。短期的には、激しく揺れ動く振り子のように見えるかもしれませんが、不確実性が解消されると徐々に中心に戻っていきます。地政学的なイベントや中央銀行の利上げサイクルに対する初期反応が良い例で、最初に売られた分が、わずか 6 ヶ月で元に戻ることはよく見られます。

## 急がば回れ

弊社は長期投資を支持しています。そのため、ポートフォリオ内のアロケーションについては、ファンダメンタルズを重視した意思決定を行いたいと考えています。政策的な資産配分に対して、戦術的な配分（ダイナミック・アセット・アロケーション）を加味する場合には、ニュースに関連する恐怖や不確実性よりも、ファンダメンタルズと比較して魅力的なバリュエーションかどうかといった観点に基づいて推奨を行います。

過去 30 年間における株式市場の下落を振り返ることは、現在の事象を整理するのに役立ちます。これらの下落は、短期間の調整から長期の弱気相場まで様々でした。

図 1：過去の主要なイベントに対する市場の反応

イベント	ピーク	原因	ピークから 谷底までの 期間	最大ドロ ダウン	谷底から前回 のピーク回復 までの期間
2022 年調整局面	2022 年 1 月	FRB による金融引き締め、ウクライナ紛争、中国のロックダウン	129 日 <sup>2</sup>	-17.6%	?
COVID-19	2020 年 2 月	世界的なロックダウン	33 日	-33.8%	140 日
テーパータントラム 2.0	2018 年 9 月	FRB による金融引き締め	95 日	-19.4%	109 日
ユーロゾリン危機	2011 年 4 月	ユーロ圏崩壊のリスク	157 日	-18.6%	123 日
世界金融危機	2007 年 10 月	世界的な金融破綻のリスク	517 日	-55.3%	1120 日
ドットコムバブルと 9.11	2000 年 9 月	IT バブルと中東の地政学リスク	765 日	-47.4%	1475 日

<sup>2</sup> これは 2022 年 5 月 12 日に到達した谷を指しているが、本稿発表時にはまだ市場の調整が続いていました。

イベント	ピーク	原因	ピークから 谷底までの 期間	最大ドロー ダウン	谷底から前回 のピーク回復 までの期間
アジア金融危機	1998 年 7 月	アジア市場からの投資家の逃避	45 日	-19.2%	84 日
90 年代前半の不況	1990 年 7 月	中東の地政学リスク、原油価格の高騰	87 日	-19.2%	123 日

出所：Refinitiv、2022 年 5 月 17 日時点

市場が調整局面を迎えると、我々はリスクを回避し、さらなる混乱を避けたいという気持ちに陥がちです。しかし、歴史は、調整局面が数カ月で終わることもあれば、その後の回復局面もあることを教えてくれています。一度削減したリスクを再び高めるタイミングを見極めるのは非常に難しく、このポイントを逃すと、より高い価格で資産を買い戻す必要が出てくるかもしれません。

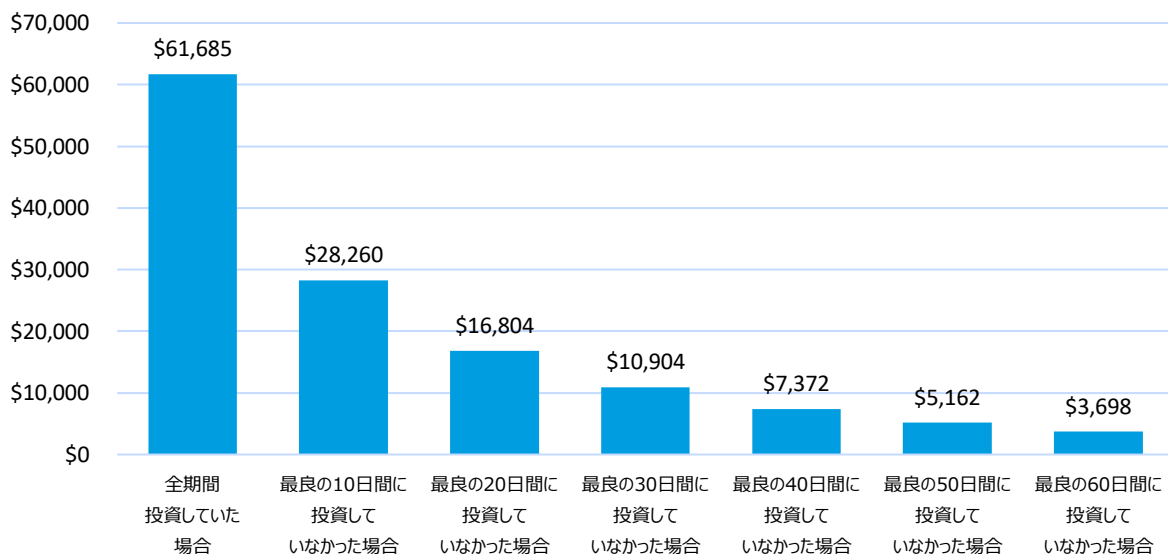
2020 年 4 月のロックダウンの最盛期、我々は政策対応が魔法のように機能すると知っていたでしょうか？ ロックダウンが数週間以内に緩和されると知っていたでしょうか？ その後 4 ヶ月の間に市場がこれほど強く、これほど早く立ち直ると想像していた人はほとんどいなかったのではないのでしょうか。もしそれらを予想していなければ、市場が実体経済よりはるかに早く反発したため、再投資のタイミングを逃していたであろうことは想像に難くありません。

過去を振り返ると、市場リターンの分布はほんの一握りの営業日に大きく偏っており、それがポートフォリオの長期的なパフォーマンスの大部分を占めています。過去 20 年間に於いて、最良の 10 日間に投資していなかった場合、ポートフォリオの累積パフォーマンスは半分になっていた可能性があります<sup>3</sup>。

<sup>3</sup> JP Morgan “Guide to Retirement 2022”

最悪の 10 日間を避けることが長期的なパフォーマンスにどのような影響を与えたか、という有効な反論があるかもしれません。しかし、最悪の日を避けるためには、投資家は積極的に市場のタイミングを計る必要がありますが、最高の日にポジションを持つことは単に長期の資産配分に沿って投資を継続するだけで実現可能です。マーケットタイミングを誤ると、ドローダウンの直後に売却し、リバウンドのタイミングまでに戻れないという最悪の事態に陥ります。最良の 10 日間は最悪の 10 日間の直後に発生することが多いため、最悪の日に市場にいて最高の日にいないことになる可能性が高いでしょう。

図 2 : 2002 年 1 月 1 日に投資した 1 万米ドルの 2021 年 12 月 31 日における価値



出所 : JP Morgan

下落相場の始まりも終わりも、その時点でははっきりとはしません<sup>4</sup>。市場がいつ崩れるかを知ることが難しいのと同様、市場がいつ回復するかを予想することも困難です。したがって、市場の調整局面でポートフォリオを大幅に変更することは非常に危険です。堅牢な分散ポートフォリオを構築し、ニュースよりもファンダメンタルズに対するバリュエーションを考慮することが、運用に対する弊社の考え方の根底にあるものです。

## カーク船長が宇宙船エンタープライズ号のメンバーを率いるように、ポートフォリオを管理する

スタートレックのカーク船長が偉大なリーダーであった理由は何でしょうか？彼は、スポックとマッコイの間でバランスをとっていました。我々もカークと同じように、長期と短期のバランスをとることを心がけています。これは、ポートフォリオ・マネジメントにおける理にかなったアプローチだと考えています。

<sup>4</sup> 歴史的なイベントも同様です。歴史は後知恵で書かれることが多いため、出来事の成り行きが当時の人々にとって明らかであったかのように見えます。事実、2つの世界大戦の前兆となった出来事が、実際に大きな戦争に発展すると当時予想していた人はほとんどいませんでした。事件が起きていた当時の編集されていない日記を読むことで、これらの出来事が実際にどのように認識され、当時何が予想されていたのか、偏りのない見方をすることが可能になります。

長期的で堅牢なポートフォリオは、すべてが同時に一方向に変化することのない、多様なリターン源泉から利益を得られるように設計されています。これは、足元の出来事を無視すべきだという意味ではありません。しかし、フォワード・ルッキングな視点からの影響、特に、現時点におけるポートフォリオの長期的な前提条件を覆す可能性のあるレジーム・チェンジの前兆に、焦点を当てる必要があります。

市場の混乱期には、ニュースのヘッドラインに左右される市場変動によって、長期的なファンダメンタルズでは到底正当化できないようなバリュエーションの変化が生じ、それがチャンスを生み出すこともあります。その場しのぎで積極的にリスクを回避するのではなく、嵐の初期段階を見極め、市場がいつ好転するかにかかわらず、ファンダメンタルズ上は健全な資産が割安になっているタイミングを利用して、資金を投入することができるのです。今日、投資家が最も確信を持って予想できることは、おそらく、ボラティリティの上昇でしょう。このような環境下では、ヘッジファンドが有するスキルセットと制約の少ない運用プロセスを活用するため、ヘッジファンドへの戦略的配分を行うことも重要でしょう。

2022 年春の市場の混乱が、史上最長の強気相場のうちの一過性のものなのか、それとも弱気相場の始まりなのか、正確な判断を下すのは困難です。それよりも、いま我々を取り巻く小惑星帯や今後遭遇するかもしれない他の小惑星帯の間を上手く航海するために、地に足を付けることが重要です。

- **分散されたポートフォリオを維持し、リバランスの方針に従う**
- **長期的な投資戦略を堅持し<sup>5</sup>、パニック売りに陥らない**
- **ヘッジファンドをポートフォリオに組み込むことを検討する**
- **機会があれば、待機資金を投入できるように準備する**
- **レジーム・チェンジの前兆となるような出来事かどうかを評価する**
- **レジーム・チェンジの前兆を見つけた場合は、適切な価格で、時間をかけて、ポートフォリオを再調整する**

---

<sup>5</sup> ダイナミック・アセット・アロケーション（戦術的な資産配分比率の調整）は、長期的な投資戦略の一部となり得ます。ダイナミック・アセット・アロケーションは、長期的なストラテジック・アセット・アロケーション（戦略的資産配分）に付加されるものであり、短期的な市場タイミングを計るのではなく、ファンダメンタルズに対する割安感・割高感をポートフォリオに反映させるものです。



**Chris Canstein, CFA, CAIA**

ストラテジック・リサーチ・スペシャリスト  
グローバル・ストラテジック・リサーチ・チーム



## 重要事項

商号：マーサー・インベストメンツ株式会社

住所：107-6216 東京都港区赤坂9-7-1 ミッドタウン・タワー

電話：03-6775-6700

金融商品取引業者 登録番号 関東財務局長（金商）第454号

加入協会：一般社団法人日本投資顧問業協会

### ご注意事項

- マーサーとは、当社、MercerLLC、及び（又は）その関係会社を含むものとします。
- 本資料は、情報提供を目的として作成されたものであり、有価証券や金融商品の売買の申込みもしくは売買の申込みの勧誘を行うものではありません。本資料ではお客様の個別の状況を考慮した投資助言のご提案は記載されていません。お客様ご自身の投資目的及び財務状況を考慮し、当該投資戦略のリスクや妥当性と十分にご検討ください。
- 本資料にはマーサーの秘密情報及び専有情報が記載されており、マーサーが定めた当事者以外には使用することはできません。本資料の内容の全部又は一部を、マーサーの書面による事前許可を得ることなく修正したり、販売したり、又は他の個人若しくは組織に提供したりすることはできません。
- 本資料で明示される所見、評価、及び（又は）意見は、マーサーの知的財産であり、予告なく変更される場合があります。これらは、検討対象の投資商品、資産クラス、又は資本市場の今後の運用実績に関し、何らかの保証を付与することを意図するものではありません。
- 過去の運用実績は、将来の運用成果を約束するものではありません。
- 本資料は信頼できると判断される情報に基づいて作成されていますが、マーサーがその情報の正確性、信頼性を保証するものではありません。
- 本資料に掲載されている内容は全て資料作成日以前のものであり、今後予告無しに変更される可能性があります。
- マーサーの利益相反に関する開示については、当社担当者にお尋ねいただくか、又は [Report\(Vertical\)\(mercer.com\)](https://www.mercer.com/Report(Vertical))をご覧ください。
- 本資料に掲載されている情報は法律、会計、税務、経営、投資その他にかかる助言を含むものではありません。
- 弊社はお客様との投資一任契約に基づき、お客様の口座に外国投資証券等を組み入れることにより運用戦略の提供を行います。組入対象となる外国投資証券等は金利、通貨、金融商品市場における相場その他の指標に係る変動を原因として価値が変動するため、投資一任契約に基づく投資の運用成果も変動します。投資一任契約に基づく投資は投資元本が保証されているものではなく、係る投資において生じた利益及び損失は全てお客様に帰属します。
- 投資一任契約に基づく投資顧問報酬として、原則として契約資産額及び契約期間に応じ定率の報酬をご負担いただきます。更に投資顧問報酬に加え、外国投資証券等に係る運用報酬及びアンダーライティング・マネジャーへの運用報酬その他の手数料等が外国投資証券等の資産から控除されます。これらの報酬や手数料等は、外国投資証券等により異なるため、その料率や上限額、合計額等を表示することはできません。