

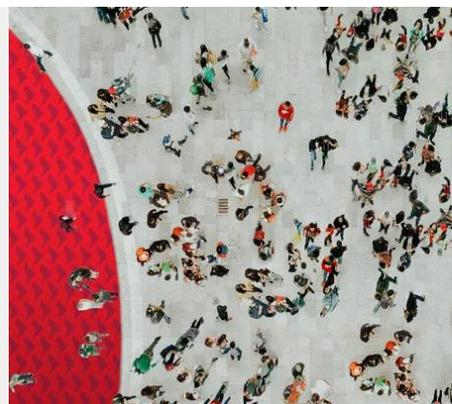
invested in insights.

eastspring  
investments

A Prudential plc (UK) company



# トランプ2.0時代を乗り切る： トータルリターン戦略の羅針盤

**Nupur Gupta**

ポートフォリオ・マネジャー、マルチアセット・ポートフォリオ・ソリューションズ  
イーストスプリング・インベストメンツ（シンガポール）

## ポイント

- ▶ 米国の政策運営の不確実性が高まる中、将来の市場動向を確信をもって予測することがますます困難になっています。
- ▶ このような環境下では、複数の戦略を組み合わせた柔軟な運用アプローチと、ポートフォリオ全体のリスク管理を最優先に据える姿勢が不可欠です。
- ▶ また、機動的に利益を確保し、資金を新たな投資機会へと再配分する能力が、リスクの軽減とリターンの最大化において重要な役割を果たします。

マルチアセット・ポートフォリオ・マネジャーにとって、今年 はまさに試練の年となりました。

米国政府による政策発表とその後の方針転換が相次ぎ、将来の市場動向を確信をもって予測することが極めて困難な状況が続いています。加えて、あらゆる資産クラスにおいてボラティリティが高まり、相関関係や市場の主導性が変化する中で、投資家は戦略的資産配分やリスク管理手法の見直しを迫られています。

こうした環境下では、絶対収益型ファンドの運用者にとって、冷静な判断力がこれまで以上に重要です。数日後には撤回されるような政策発表やニュースヘッドラインに過剰反応することなく、長期的な視点を持って投資判断を下す姿勢が求められます。

また、「買い（ロング）」だけを行い、「売り（ショート）」を行わないロングオリーの投資家にとっても、ファンダメンタルズに基づく見通しが、ニュースフローや市場センチメントにかき消される可能性を踏まえ、投資の時間軸そのものを再考する必要性が出てきています。

本稿では、トランプ2.0時代におけるEastspringのマルチアセット運用チーム「マルチアセット・ポートフォリオ・ソリューションズ」の投資アプローチについて、詳しく紹介します。

## アルファ創出の新常態：単一戦略では通用しない時代

通常の経済・市場サイクルにおいては、データドリブンなアプローチが、ノイズとトレンドを見極める上で有効です。私たちマルチアセット・ポートフォリオ・ソリューションズでは、日々膨大な量のデータが投資家に押し寄せる中、1万件以上のデータポイントを活用する独自モデルを用いて、マクロ経済の変化を抽出し、体系的にアルファ（超過収益）の機会を特定してきました。

しかし、トランプ2.0の始動以降、このアプローチにも変化が生じています。短期的なアルファは、もはや過去のデータや経済サイクル上の位置づけからではなく、政策アクションとその影響によって左右されるようになってきました。

英国プルデンシャル社は、イーストスプリング・インベストメンツ株式会社の最終親会社です。最終親会社およびそのグループ会社は主に米国で事業を展開しているプルデンシャル・ファイナンシャル社、および英国のM&G社の子会社であるプルデンシャル・アシュアランス社とは関係がありません。

※ご留意いただきたい事項を最終ページに記載しております。

イーストスプリング・インベストメンツ株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第379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

250512(04)

invested in insights.

実際、投資家は高頻度に発表される経済指標でさえも「鮮度の落ちた情報」として割り引いて見るようになり、政策発表の方に注目を移しています。たとえ米国の消費が堅調で、失業率が低く、企業業績が予想を上回っていたとしても、リスク資産はそれに反応しません。市場は過去のデータではなく、政策が将来のデータに与える影響に焦点を当てているのです。

たとえば、2025年1月10日発表の米雇用統計が予想を大きく上回った際には、米10年債利回りが17ベースポイント（0.17%）上昇しましたが、4月4日に同様に強い雇用統計が発表された際にはまったく反応が見られませんでした。

このような環境下において、私たちは複数の投資哲学と投資手法（システムティック、ファンダメンタル、キャリー、コンベクシティ）を組み合わせたマルチストラテジー・アプローチこそが、ポートフォリオを不確実性に備え、強化する鍵であると考えています。

特に、現在の市場のボラティリティは、オプションを活用することで収益機会となる市場の歪みを生み出してい

ます。オプション価格は大きく上昇していますが、下方リスクを限定しつつ見通しを反映できる点で、トータルリターン戦略において魅力的な「コンベクシティ・プロフィール\*」を提供します。

\*主に債券投資や金利リスク管理において、債券やポートフォリオの価格変動に対する感応度をより詳細に分析するための指標

たとえば、株式に強気な見通しを持っていたとしても、米国が主要貿易相手国と合意に至らなかったり、報復関税が再発動されたりした場合には、株式のオーバーウェイトは大きな損失リスクを伴います。こうした局面では、コール、コールスプレッド、コールレシオ、リスクリバーサルといったオプション構造を活用することで、よりリスクを意識した形で見通しを表現することが可能です。

また、ボラティリティカーブが「ある事象の発生確率が極めて低い」と示している一方で、私たちの予測ではそれが現実的であると判断される場合、スポット市場の急変動が収束する過程で、限定的なリスクで収益機会を得ることも可能です。

図表1：トータルリターン・ポートフォリオのドローダウン（高値からの下落幅）



高値時点	安値時点	回復時点	最大下落幅 (ドローダウン)	高値から回復までの期間
2007年10月	2009年3月	2011年4月	-34%	42ヵ月
2020年2月	2020年3月	2020年8月	-24%	5ヵ月
2021年12月	2022年10月	2024年1月	-23%	25ヵ月
2001年2月	2002年10月	2003年12月	-20%	35ヵ月
2018年1月	2018年12月	2019年4月	-12%	14ヵ月

出所：LSEG Datastream（2025年4月14日時点）のデータに基づき、イーストスプリング・インベストメンツ（シンガポール）作成。  
 ポートフォリオ構成：MSCI ACWI Index 60% + Bloomberg Global Aggregate Index 40%、2001年末を100として指数化。

## invested in insights.

### リスク管理を優先するという選択

トランプ政権下における政策の予測不可能性が高まる中、たとえ資産配分の判断が的確であっても、トータルリターン・ポートフォリオにおけるベータ（市場全体の値動きに対する感応度）の管理を怠ることは大きなリスクとなり得ます。

今年は特に、アルファの追求よりもリスク管理を優先する姿勢が不可欠です。適切なリスク管理フレームワークは、リターンを守るだけでなく、機会が訪れた際に積極的にリスクを取り、アルファを獲得するための土台にもなります。

たとえば3月初旬、米国の代表的な株価指数「S&P 500」に連動する上場投資信託（ETF）に対して、過去に信頼性の高かった複数のテクニカル指標が短期的な反発の可能性を示していました。リベレーション・デー（解放記念日）を前にしても、多くの悪材料がすでに織り込まれており、反発が期待されていたにも関わらず、市場は短期間で大きく下落し、投資家にとって反応の余地はほとんどありませんでした。

このような環境は今後も続くと考えられます。米国の経済見通しが政策発表に大きく左右される構造が続くためです。したがって、私たちは市場サイクルを通じてポートフォリオにヘッジを組み込むことを基本方針としていま

す。リスクオフ局面のタイミングを正確に捉えるのは極めて困難であるためです。

私たちの経験上、大きなドロウダウンからの回復はトータルリターン戦略にとって非常に困難であり、プロアクティブなリスク管理こそが、1～3年の投資期間において目標リターンの達成確率を高める鍵となります。

実際、2001年以降のデータによれば、60/40のバランス型ポートフォリオは、ピークからボトムまでのドロウダウンを回復するのに平均24カ月を要しています。（前頁、図表1）システムティックなリスク管理は、キャリアコストを伴う場合もありますが、大幅な下落局面における絶対的な損失を緩和する効果があります。

同様に重要なのが、リスクモデルの前提条件です。今年、株式と債券の相関関係は2022年7月以来の正から負への転換を見せました。過去2年のデータを用いるモデルと、20年のデータを用いるモデルでは、ポートフォリオのリスクプロファイルが大きく異なる結果となります。（図表2）

つまり、リスク管理とは単にポジションを調整するだけでなく、相関行列そのものをどう捉えるかという高度な判断が求められるのです。異なる前提条件や期間に基づいてポートフォリオを評価し、リスク許容度の範囲内に収まっているかを常に確認することが極めて重要です。

図表2：米国債利回りの変動に対する株式の感応度

参照期間	米国債利回りが1%上昇した際の株式への影響度
2年間	-477ベースポイント（-4.77%）
10年間	-200ベースポイント（-2.00%）
20年間	+27.6ベースポイント（+0.276%）

出所：Aladdin（2025年4月14日時点）のデータに基づき、イーストスプリング・インベストメンツ（シンガポール）作成。  
ポートフォリオ構成：MSCI ACWI Index 60% + Bloomberg Global Aggregate Index 40%

### 市場の不確実性に備える運用戦略の再構築

米国の経済成長見通しや米連邦準備制度理事会（FRB）の利下げ予測は依然として不透明であり、政策当局の一挙手一投足に大きく左右される状況が続いています。このような環境下において、ロングオンリー戦略を採用する運用者は、従来の「買って保有し続ける」姿勢から脱却し、より機動的な運用スタイルへの転換が求められています。

市場のボラティリティを受け入れ、特定のファンダメンタルズに対する確信に長期間執着しないことのできる柔軟性が、今後の運用において極めて重要です。政策変更によって市場の前提が一夜にして覆される可能性があるため、「勝ちを確定させる（Banking your wins）」という姿勢が、ポートフォリオの長期的な安定性を確保するうえで鍵となります。

invested in insights.

実際、私たちが最近実行した中国株式へのロング（買い）ポジションは、その好例です。中国当局が経済成長を加速させる意図を示したタイミングで、米国株式に対して中国株式をロングするポジションを構築しました。このトレードは短期間で大きく利益を上げましたが、ポジションングやテクニカル指標が過熱感を示し始めたため、利益を確定し、損益を継続的に管理する判断を下しました。

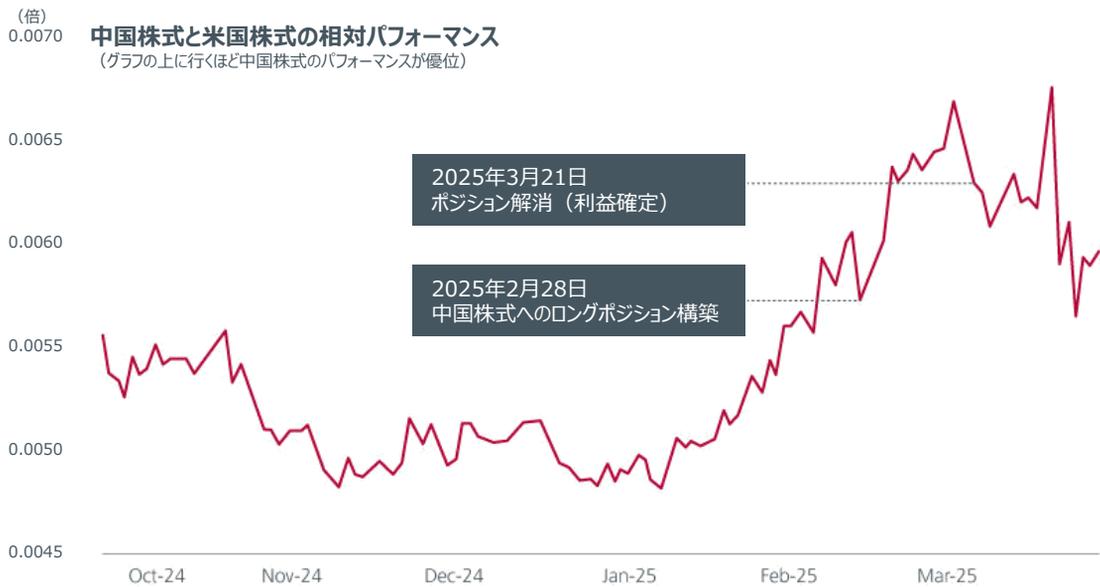
結果として、この判断は正解でした。市場の急激な変動により、13日後にはそれまでの利益がすべて帳消しになる局面が訪れたからです。こうした事例は、「利益確定のタイミングを見極めることの重要性」を如実に物語っています。

CBOEボラティリティ指数（VIX）は、年初には比較的穏やかな水準である16近辺でスタートしましたが、その後急騰し、1990年代後半以降で3番目に高い水準を記録しました。

今後、いわゆる「トランプ2.0」が現実味を帯びる中で、市場は一層の興奮と混乱に包まれ、資産配分を担う運用者にとっては極めて困難な局面が予想されます。このような環境において、当チームは以下の3つの柱を軸に、市場の波を乗り越える戦略を構築しています：

- マルチストラテジーによるアルファ機会の追求
  - システムティックなリスク管理の優先
  - 利益が出たタイミングでの確実な利益確定
- これらのアプローチを通じて、急変する市場環境においても持続的なリターン確保と資産の保全を目指しています。

図表3：中国株式と米国株式における戦術的ポジションング



出所：SEG Datastream（2025年4月15日時点）のデータに基づき、イーストスプリング・インベストメンツ（シンガポール）作成。  
中国株式：MSCI China Index、米国株式：MSCI USA Index

MSCI 指数はMSCI Inc が算出している指数です。同指数に関する著作権、知的財産権その他の一切の権利はMSCI Inc に帰属します。またMSCI Inc は、同指数の内容を変更する権利および公表を停止する権利を有しています。  
「Bloomberg®」及びブルームバーグの指数は、ブルームバーグ・ファイナンス・エル・ピーおよびその関連会社（インデックスの管理会社であるBloomberg Index Services Limitedを含みます）の商標およびサービスマークです。

<当資料に関してご留意いただきたい事項>

○当資料は、イーストスプリング・インベストメンツ（シンガポール）が作成した資料をもとに、イーストスプリング・インベストメンツ株式会社が、情報提供を目的として作成した資料であり、金融商品取引法に基づく開示資料ではありません。また、特定の金融商品の勧誘・販売等を目的とした販売用資料ではありません。○当資料は、信頼できると判断された情報等をもとに作成していますが、必ずしもその正確性、完全性を保証するものではありません。○当資料の内容は作成日時点のものであり、当社の見解および予想に基づく将来の見通しが含まれることがありますが、将来予告なく変更されることがあります。また、将来の市場環境の変動等を保証するものではありません。○当資料で使用しているグラフ、パフォーマンス等は参考データをご提供する目的で作成したものです。数値等の内容は過去の実績や将来の予測を示したものであり、将来の運用成果を保証するものではありません。○当資料では、個別企業や業種・テーマに言及することがありますが、当該企業の株式や業種・テーマについて組入の保証や売買の推奨をするものではありません。○当社による事前の書面による同意無く、本資料の全部またはその一部を複製・転用並びに配布することはご遠慮ください。○抄訳には正確性を期していますが、必ずしもその完全性を担保するものではありません。また、必ずしも原資料の趣旨をすべて反映した内容になっていない場合があります。