

低ボラティリティ戦略の下落相場におけるパフォーマンス

執筆者



James C. Fallon
ポートフォリオ・マネジャー



Christopher Zani, CFA
インスティテューショナル・
ポートフォリオ・マネジャー

2020年新型コロナ発生時の株式市場の下落局面では、下落の速さ、深刻さ、無差別性のため、低ボラティリティ戦略が期待されていたダウンサイド・プロテクション効果を発揮できなかった、と考える投資家もいるかもしれません。長期的にみると、株式市場は低金利と緩和的な金融政策に支えられ、好調なリターンを上げています。MSCI ACWI指数とS&P500指数は過去20年間のうち15年でプラスリターンとなり、その半数の年で15%以上のリターンを記録しました。TINA(「株式の他に選択肢はない」の意)などの言葉が使われていた時代に、ディフェンシブなポジションをとる戦略のパフォーマンスが後れをとっていたであろうと考えるのは当然です。本稿では、20年間にわたる長いリスク・オンの環境下で低リスク指数がどのように推移したかを理解するため、いくつかの下落局面でMSCI ACWI指数やS&P500指数を比較可能な最小分散指数または低ボラティリティ指数と比べて考察します。

図表1と図表2は、上記2つの時価総額加重平均株価指数とそれぞれの最小分散指数の20年間の累積リターンを示しています。過去20年間の株式市場の好調なリターンを踏まえると、最小分散指数が低リスクの特性があるにも関わらず、時価総額加重平均株価指数とほぼ同じパフォーマンスを示していることは驚きです。

図表1: グローバル株価指数と最小分散指数の累積パフォーマンス

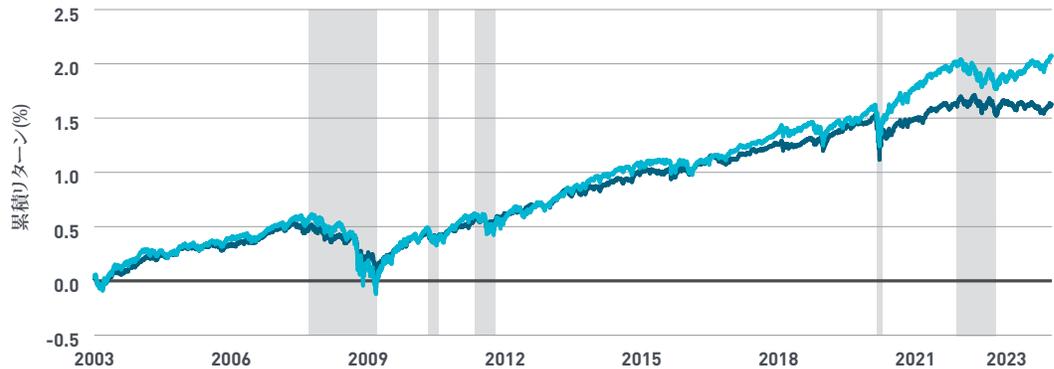
■ MSCI ACWI ■ MSCI ACWI Min Vol ■ 下落局面



出所: Bloomberg。MSCI All Country World IndexとMSCI All Country World Minimum Volatility Indexの2003/1/2から2023/12/31までの累積リターン。MSCI ACWI Min Vol Indexは、その親指数のMSCI ACWI IMI Indexを(特定の制約条件の下で)絶対リスクが米ドル・ベースで最小となるよう最適化して算出。指数に直接投資することはできません。

図表2: 米国株価指数と低ボラティリティ指数の累積パフォーマンス

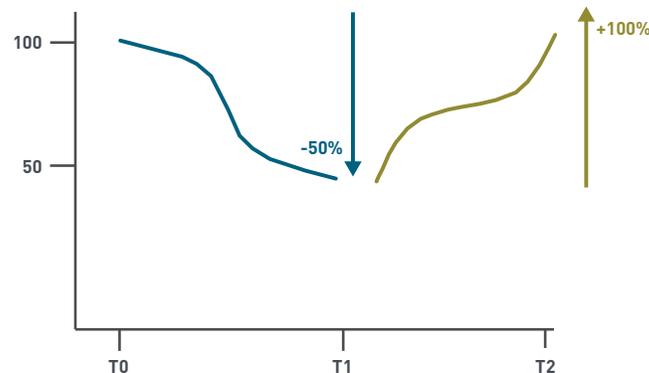
■ S&P500指数 ■ S&P500低ボラティリティ指数 ■ 下落局面



出所: Bloomberg。S&P500指数とS&P500低ボラティリティ指数の2003/1/2から2023/12/31までの累積リターン。S&P500低ボラティリティ指数は、S&P500指数の中で最も変動の少ない100銘柄のパフォーマンスから算出。指数に直接投資することはできません。

低ボラティリティ銘柄が市場全体に遅れずについていけるのは、ダウンサイド・プロテクションに重きが置かれている、つまり、下落局面でそれほど大きく下落しないためです。例えば、図表3の例で見ると、第0期では資産価値は100米ドルですが、第1期にこの資産価値の50%が失われるとすると、資産価値は50米ドルになります。元の価値に戻すには、どれくらい増やす必要があるでしょうか。答えは2倍の100%です。ディフェンシブな戦略は、下落局面で資産価値を守ること、市場サイクルを通じた資産価値の増大を図ります。

図表3: 損失の非対称性



上記は例示のみを目的としています。

様々な市場環境において、累積リターンベースで広範な指数に遅れないでいられることは低ボラティリティ銘柄の重要な特性ですが、下落局面でこれらの銘柄がダウサイド・プロテクション効果をどの程度発揮しているのか疑問に思う投資家がいるかもしれません。図表4は、2007年10月以降にグローバル株式市場が15%超下落した時期をすべて示しています。最小分散戦略は下落局面で常に期待どおりに持ち堪えたでしょうか。必ずしもそうとは限りません。しかし、絶対リターンベースでみると、7つの事例すべてで時価総額加重平均株価指数よりも下落幅は小さくなっています。長期的に、特に極端な下落局面における低ボラティリティ戦略への合理的な期待値として、ダウサイド・キャプチャー（下落局面の追随率）を75%以下に設定したとすると、最小分散指数は非常に良いパフォーマンスを示しています。ただし、例外は2020年初頭の新型コロナ発生時の下落です。こういったタイプの異常な下落は例外的であり、通常起こるものではないと考えられます。他の6回の期間では、平均下落率は時価総額加重平均株価指数の52%でした。

図表4: 最小分散指数は、大幅な下落相場で投資家の損失を軽減

下落局面		MSCI ACWI	MSCI ACWI Min Vol	ダウサイド・キャプチャー
開始日	終了日			
07/10/31	09/3/9	-59.6%	-44.7%	75%
10/4/15	10/7/1	-16.1%	-7.2%	44%
11/5/2	11/10/4	-23.9%	-9.2%	38%
15/5/21	16/2/11	-20.2%	-8.1%	40%
18/1/26	18/12/24	-20.5%	-10.2%	49%
20/2/12	20/3/23	-33.9%	-28.7%	84%
21/11/16	22/10/12	-27.5%	-18.2%	66%

図表5は米国の低ボラティリティ指数を同様に分析したもので、時価総額加重平均株価指数と比較して、また割合としてどの程度下落したかを示しています。米国でも同様の状況であり、5つの期間のうち4つの期間で、低ボラティリティ指数は時価総額加重平均株価指数よりも小幅な下落に止まりました。ただし、新型コロナ発生時の下落は例外です。この短い期間に、通常はボラティリティの低いセクターのボラティリティが大幅に上昇した一方、リモートワークという新たな現実の中で、テクノロジーのように従来はボラティリティが高いと考えられていたセクターが、投資家の間でディフェンシブとみなされました。2020年初頭の市場環境は歴史的にみても極めて異例であり、当時私たちが置かれていた独特な経済状況によって支配されていたと考えています。

図表5: 過去の下落局面における米国低ボラティリティ指数

下落局面		S&P500指数	S&P500 低ボラティリティ指数	ダウサイド・キャプチャー
開始日	終了日			
07/10/9	09/3/9	-56.8%	-41.7%	73%
10/4/23	10/7/2	-16.0%	-8.1%	50%
11/4/29	11/10/3	-19.4%	-7.0%	36%
20/2/19	20/3/23	-33.9%	-36.3%	106%
22/1/3	22/10/12	-25.4%	-17.2%	67%

出所: Bloomberg。表示期間内の累積リターン。ダウサイド・キャプチャーは、下落局面におけるパフォーマンスを示す統計的な指標です。市場下落時のS&P500低ボラティリティ指数のリターンを同時期のS&P500指数のリターンで割った値に100を掛けたものです。指数に直接投資することはできません。

結論として、最小分散指数や低ボラティリティ指数などの低リスク戦略のリターンは、これに対応する時価総額加重平均株価指数と同程度となる一方で、最も深刻な下落局面(2020年初頭の下落を除く)でダウンサイド・プロテクション効果を発揮するという期待にも応えていると考えています。低ボラティリティ投資のアプローチは、堅実なリスク調整後リターンを生み出し、加えて、よりスムーズに長期的な資本の増加を叶えることができると考えています。浮き沈みのある市場サイクル全体を通して、低ボラティリティ・ポートフォリオは、大きな損失を回避することで複利効果を高めることができると見込まれ、結果として「負けないことにより勝つ」ことができると考えます。▲

巻末脚注

¹ 出所: FactSet, 2023年12月31日現在

Bloomberg Index Services Limited. BLOOMBERG®は、Bloomberg Finance L.P.およびその関連会社(以下、総称して「ブルームバーグ」)の商標およびサービスマークです。BloombergまたはBloombergのライセンサーは、Bloomberg Indexのすべての所有権を有します。Bloombergは、当レポートを承認もしくは保証するものではなく、当レポートに記載された情報の正確性または完全性を保証するものでもありません。また、当レポートから得られる結果について、明示または黙示を問わず一切の保証を行わず、法律で認められている最大限の範囲において、一切の責任を負わないものとします。

MSCIは、当レポートに含まれるMSCIデータに関して、明示または非明示を問わずいかなる保証も行っておらず、責任を一切負わないものとします。MSCIデータは、他の指数や有価証券、金融商品のために再利用することは出来ません。当レポートはMSCIによって承認、審査または作成されたものではありません。「Standard & Poor's」およびS&P「S&P」はStandard & Poor's Financial Services LLC(以下、「S&P」といいます)の登録商標であり、Dow JonesはDow Jones Trademark Holdings LLC(以下、「Dow Jones」といいます)の登録商標です。S&P Dow Jones Indices LLCはこれら登録商標の使用許諾を受け、MFSは特定の目的のためにサブライセンスを受けています。S&P 500®はS&P Dow Jones Indices LLCの商品であり、MFSはこの使用許諾を受けています。MFSの商品は、S&P Dow Jones Indices LLC、Dow Jones、S&P、またはそれぞれの関連会社によって出資、保証、販売、または販売促進されておらず、また、S&P Dow Jones Indices LLC、Dow Jones、S&P、それぞれの関連会社は、かかる商品への投資の妥当性についていかなる表明も行っておりません。

当レポートの中の意見は執筆者個人のものであり、予告なく変更されることがあります。また意見は情報提供のみを目的としたもので、特定証券の購入、勧誘、投資助言を意図したものではありません。予想は将来の成果を保証するものではありません。

特に記載のない限り、ロゴ、商品名、サービス名はMFS®およびその関連会社の商標であり、一部の国においては登録されています。

当社の事前の許可なく、当レポートの複製、引用、転載、再配布を行うことを禁じます。

当レポートは、情報提供を目的としてマサチューセッツ・ファイナンシャル・サービスズ・カンパニー(MFS)および当社が作成したものであり、金融商品取引法に基づく開示資料ではありません。当レポートは、MFSもしくは当社が信頼できると判断したデータ等に基づき作成しましたが、その正確性および完全性を保証するものではありません。当レポートは作成日時点のものであり、市場環境やその他の状況によって予告なく変更することがあります。当レポートのデータ・分析等は過去の一定期間の実績に基づくものであり、将来の投資成果および市場環境の変動等を保証もしくは予想するものではありません。特定の銘柄・有価証券や業種等への言及がある場合は例示目的であり、それらを推奨するものではなく、また、必ずしもMFSの現在の見方を反映しているとは限りません。当レポートは特定の金融商品もしくはファンドの勧誘を目的とするものではありません。当社が提供する金融商品は、市場における価格の変動等により、元本欠損が生じる場合があります。また、お客様にご負担いただく手数料等は、各商品、サービスにより異なり、運用状況等により変動する場合がありますため、予め金額または計算方法等を表示することはできません。当レポートに基づいてとられた投資家の皆様の投資行動の結果については、MFSおよび当社は一切責任を負いません。詳しくは契約締結前交付書面その他の開示資料等をお読みください。

MFSインベストメント・マネジメント株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第312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