

戦略的アロケーションにおける 低ボラティリティ銘柄の優位性

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

米国株式市場が高いリスク調整後リターン(年率換算)を享受したTINA(「株式の他に選択肢はない」の意)の黄金期をさらに超えるには、2024年、あるいはそれ以降も高水準のボラティリティが続く可能性があるかについて考える必要があります。

2022年のような、経済が多くの逆風に直面する市場では、戦略的に低ボラティリティ銘柄で一定のポジションを取ることが、資産ポートフォリオ全体のリスクを抑制しつつ株式へのエクスポージャーを維持するのに役立つ可能性があります。「今が好機—低ボラティリティ投資の優位性は健全」と題した別のレポートでは、グローバルに低ボラティリティ銘柄が市場の下落局面で優れたパフォーマンスを取めたことをお伝えしました。図表1は、1991年以降の上昇相場と下落相場におけるリターンを比較したものです。各下落相場(図の上段)において、低ボラティリティ銘柄が高ボラティリティ銘柄をアウトパフォームしています。反対に、上昇相場(図の下段)では、通常、高ボラティリティ銘柄がアウトパフォームしており、時には大幅にアウトパフォームしています。

過去のデータによると、低ボラティリティ銘柄は、上昇相場では時価総額加重平均株価指数と比較してアンダーパフォームする傾向がありますが、長期的には同指数と同等かそれを上回るリターンを生んでいます。さらに重要なことは、戦略的に低ボラティリティ銘柄へ資産配分することで、投資家に魅力的なリスク・リターンを提供する可能性があるということです。

図表1: ACWIの上昇・下落相場における低ボラティリティ銘柄と
高ボラティリティ銘柄のパフォーマンス差

■ ACWI ■ 「低ボラティリティ銘柄群のリターン」-「高ボラティリティ銘柄群のリターン」



出所: FactSet。ボラティリティは、過去24ヵ月間のリターンの平均月次標準偏差に基づいて算出。高ボラティリティ銘柄群は、ユニバース内でボラティリティの高い上位40%の銘柄です。低ボラティリティ銘柄群は、ユニバース内でボラティリティの低い下位60%の銘柄です。低ボラティリティから高ボラティリティを引いたデータは、グローバル市場約2,700銘柄のユニバースを用いて均等加重し、期間が12ヵ月未満の場合を除き年率換算しています。

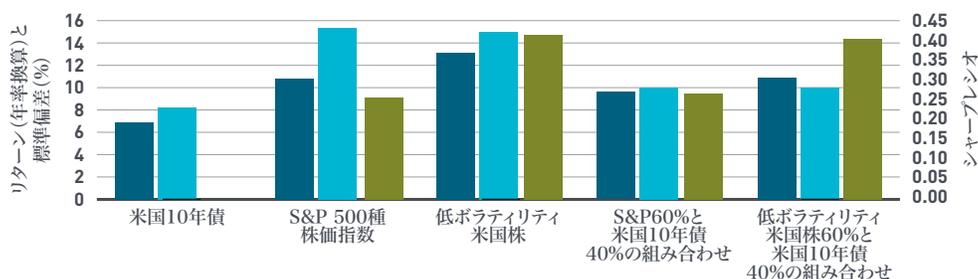


図表2は、低ボラティリティ銘柄(中央)の長期的なパフォーマンスを、米国の債券市場および株式市場(左側)と比較したものです。1971年1月～2023年12月において、低ボラティリティ銘柄の投資ユニバース(この場合、米国大型株1,000銘柄のうち、最もボラティリティの低い60%)は、S&P 500種株価指数を2.26%アウトパフォームするとともに、数値の大きい方が運用の効率性が高いとされるシャープレシオ¹(S&P 500種株価指数の0.26に対し0.42)でも上回りました。

また、伝統的な投資手法である60/40ポートフォリオ(右側)を通じて、ポートフォリオに低ボラティリティ銘柄を組み入れるメリットについても踏み込んで考えてみます。60/40ポートフォリオは、60%を株式、40%を債券に資金を配分して投資するもので、多くの投資家がバランス型ポートフォリオの基準とし、その株式と債券の組み合わせは、長年にわたり分散されたポートフォリオの中核をなすものと考えられてきました。株式部分に低ボラティリティ米国株を使った60/40ポートフォリオ(右端)は、S&P 500種株価指数を利用した60/40ポートフォリオに比べて、小さなリスクでより高いリターンを生む結果となりました。

図表2：低ボラティリティ銘柄への投資がリスク・リターンを改善

■ リターン(年率換算) ■ ボラティリティ(年率換算) ■ シャープレシオ



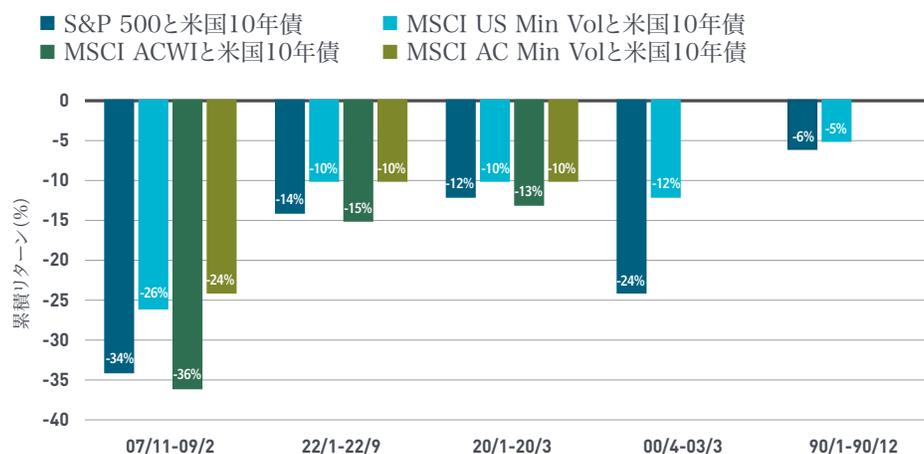
出所:FactSet。トータルリターンは1971年1月～2023年12月の、米国10年債、S&P 500種株価指数、低ボラティリティ米国株(米国株の時価総額上位1,000銘柄のうち、最もボラティリティの低い60%。月次でリバランス)の数値。なお、60/40ポートフォリオは、S&P 500種株価指数、低ボラティリティ米国株、および米国10年債の数値を用いて固定の比率で算出。ボラティリティは過去24カ月間のリターンの平均月次標準偏差に基づきます。

上記の分析は、長期的なパフォーマンスに関する見方からは有用ですが、低ボラティリティ銘柄への資金配分を用いた60/40ポートフォリオが下落相場でどのようなパフォーマンスとなるかを明らかにしていません。この点を分析するために、図表3では、4つの60/40ポートフォリオ(米国とグローバル市場をカバーするS&P 500種株価指数とMSCI All Country World Index(ACWI)を利用したもの、同様に低ボラティリティ指数であるMSCI US Minimum Volatility IndexとMSCI ACWI Minimum Volatility Indexを利用したもの)のパフォーマンスを、図表1で特定した5回のグローバル株式市場の大きな下落相場において比較しています。

その結果、低ボラティリティ指数へ配分したポートフォリオは、すべての期間において、市場全体をカバーする指数へ配分したポートフォリオよりも下落幅が小さかったことが示されました(データが入手できなかった、最も古い2つの期間はMSCI ACWI Minimum Volatility Indexを除外)。米国株ポートフォリオでの比較では、低ボラティリティ指数を使用したポートフォリオのアウトパフォームの幅は、1990年の下落相場時の1%から、2000年代初めのドットコム・バブル崩壊時の12%でした。一方、グローバル株ポートフォリオで比較したところ、低ボラティリティ指数を使用したポートフォリオのアウトパフォームの幅は、コロナ禍の初期で3%、2007～2009年の世界金融危機時で12%でした。



図表3: 大幅な市場下落時における60/40ポートフォリオのパフォーマンス比較



出所: FactSet。累積リターンは、最近5回のMSCI ACWIの大幅な下落局面において、株式(S&P 500種株価指数、MSCI ACWI、MSCI US Minimum Volatility Index、MSCI AC Minimum Volatility Index)と債券(米国10年債)を60/40の割合で配分するポートフォリオの数値。

アセットマネジャーの目標は、大きな損失を防ぎ、リスクを抑制しながら、魅力的なリターンを生む可能性が最も高く、分散されたポートフォリオを構築することです。今後数年間の株式市場を展望すると、2021年12月までの10年間に見られたような力強いリターンを享受できるかどうか、あるいは、世界の経済環境がその間に経験したような比較的安定した状態に戻るのはいつになるのか、はっきりしたことは云えません。しかし、このような不確実性を踏まえると、低ボラティリティ戦略へ適切な規模で資産配分することで、投資家は市場下落時の損失を抑え、極端な変動を避けながら、長期的に競争力あるリターンを実現できる可能性があると考えます。▲



巻末脚注

¹ シャープレシオはリスク調整後のリターンを示す指標です。リスク資産を保有することに伴うボラティリティ（価格変動の度合い）に対して、どれだけの超過リターンを得たのかを表しています。

「Standard & Poor's[®]」および「S&P 500[®]」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。

MSCIは、本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り、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。本レポートは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。

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。過去の運用実績は将来の運用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