



バランス型ポートフォリオ の魅力



Craig Bell

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

私たちの分析によれば、バランス型ポートフォリオは、長期的にマーケット・タイミング戦略に勝る確率が著しく高いことが判明しています。これは、たとえマーケット・タイミング戦略の投資マネジャーが高いスキルを有していたとしても同様です。バランス型ポートフォリオにとって2022年は厳しい1年でしたが、株式と債券の長期的な関係性は再び正常化に向かうものと思われま。結局のところ、株式と債券の両方が合理的に市場で評価されているときこそ、最も高い分散効果が得られるのです。

バランス型ポートフォリオの魅力は、通常、ポートフォリオの資産構成割合のうち株式を50～70%、残りを債券とすることで投資家の皆様にある意味で“暑すぎず、寒すぎず、ボラティリティが大きすぎない”「適度なリターン」が提供できることです。しかし、2022年に世界の株式と債券が共に下落したことを受け、バランス型ポートフォリオのあり方、そしてその分散効果に大きな注目が集まっています。

私たちは“バランス型ポートフォリオの優位性は揺るがない。しかし、投資期間である時間軸がカギとなる”とみています。歴史上、株式と債券の両方が売られた市場局面はこれまでもありましたが、本稿の分析では、バランス型ポートフォリオは長期的にマーケティング・タイミング戦略に勝ることが示されています。

同時に、直近12か月で株式と債券の両市場が急激に調整されたことで、アセットクラス間での本来あるべき関係性（例：株式と債券の負の相関）が再び正常化に向かいつつあります。本稿執筆時点で、米国10年債の利回りは163bp上昇し（価格は低下）¹、先進国と新興国を合わせた代表的な株価指数であるMSCI ACWI指数の12か月先ベースの株価収益率は18%低下しました²。歴史的にみると、債券と株式の相関性は両資産クラスのバリュエーション水準が割高でない場合、ほぼマイナスとなります（従って最も高い分散効果が期待できます）。

ゴールドロック（適温）型のポートフォリオ

バランス型ポートフォリオの起源は、1960年代の株式に特化した研究プロジェクトにあるといわれています。シカゴ大学傘下の証券価格リサーチセンター（CRSP：The Centre for Research in Security Prices）は、ニューヨーク証券取引所（NYSE）で取引されている全銘柄のデータベースを構築し、株価の動きを研究者が理解できるようにするために1960年に設立されました。CRSPはまず1926～1962年までの同全銘柄について、配当、発行済み株式、資本異動、上場廃止情報などを含んだ月次株価データで検証しました。当時、ある銘柄が非常に高いパフォーマンスを上げる一方、他方では低迷する銘柄が散見されましたが、銘柄全体の平均的なパフォーマンスのメカニズムの解明はまだ謎でした。

英国ブルーデンシャル社は、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ブルーデンシャル・ファイナンシャル社、および英国のM&G社の子会社であるブルーデンシャル・アシユ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。

CRSPのデータベースはその疑問に答えるのに役立ちました。その結果は、米国株式の全銘柄を購入すれば、年率8%程度のリターンが得られるというものでした。CRSPのデータベースが作成されて以来、この数値は驚くほど安定しています。世界のアナリストたちは米国で行われたこの研究を拡張し、今では世界中の多くの国々の100年以上にわたる株式データを手に入れることができるようになりました。その分析によると、投資家が特定国の株式を1銘柄だけでなく、その全ての銘柄を購入した場合、長期的なリターンは年率平均6~8%になる、としています。またアナリストたちは、特定国の債券を全銘柄購入した場合、その長期的なリターンを予測できることを発見しました。そして、株式と債券の構成比率を変えることで、投資家のリスクとリターンに見合った「ちょうど良い“適温な”」ポートフォリオが構築できることを発見したのです。

バランス型は、マーケット・タイミング型に勝る

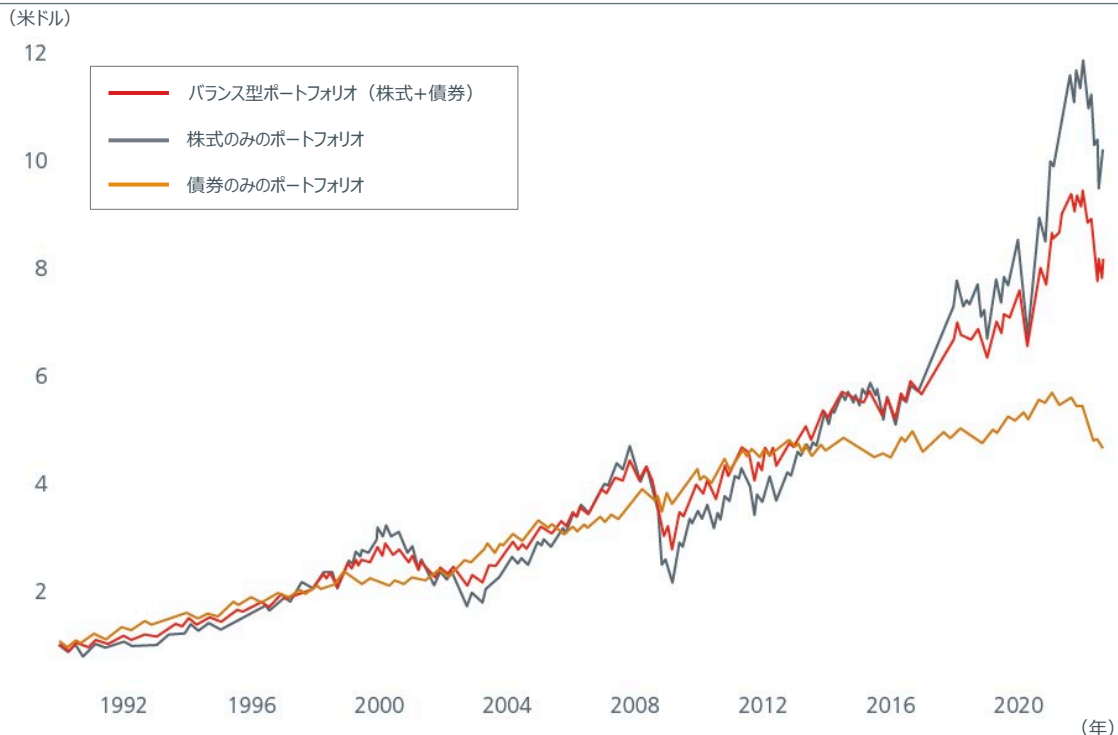
バランス型ポートフォリオへのネガティブな声としてよく聞かれるのが、株式と債券の構成割合がそれぞれのパフォーマンスを問わず一定に固定されているため、ある種の「機会損失」が生じるのでは、というものです。それよりも、各

アセットクラスの構成比を可変的に変動させて、市場のタイミングを見極める方が合理的ではないか？との声がよくあります。

以下、世界株式に60%、世界債券に40%投資したバランス型ポートフォリオを考察してみましょう³。図表1では、1990年1月に投資した各1米ドル（バランス型ポートフォリオ、株式のみのポートフォリオ、債券のみのポートフォリオの3パターン）の2022年8月までの値動きの推移を示しています。株式のみに投資したポートフォリオの終値は1990年1月の投資開始時の約10倍近くになっているのに対し、債券のみに投資した債券ポートフォリオは約5倍に上昇しています。一方でバランス型ポートフォリオ（株式：60%、債券：40%）は約9倍で、株式のみ、と債券のみ、の中間に位置しています。

このチャートから明らかなように、株式のみに投資し続けることが賢明でない理由の一つは、ゴルディロックスの主旨から外れてしまう（適温では無くなってしまふ）からです。つまり、長期的に見ればリターンは優れていますが、投資家によっては“ボラティリティが高すぎる”可能性があるのです。特に、長期負債を抱え、定期的かつ安定的な配当収入が必要な投資家にとっては明らかでしょう。

図表 1: 1990年1月に1米ドル投資した場合のアセットクラス別推移 (1990年1月~2022年8月)



出所：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。（2022年8月）
 ※株式はMSCI ACWI Index、債券はBloomberg Global Aggregate Indexを使用。

したがって、バランス型ポートフォリオは、“高いリターンを狙う株式”と“安定的すぎる債券”の間の許容できる妥協点のように思われます。しかし、バランス型ポートフォリオにおいて株式と債券のマーケット・タイミングを見極めることでポートフォリオのパフォーマンスは更に向上するのでしょうか？

マーケット・タイミングを図るのは難しいので、資産構成割合をずっと一定に固定し、投資し続けるという選択肢もあります。そこで、ある投資家が1992～2022年の間、毎月、株式と債券を完全に入れ替えながら、マーケット・タイミングを図ろうとしたらどのようなパフォーマンスになるかを算出し図表2に表示してみました。図表2の灰色の線は、同期間中にマーケット・タイミング戦略が取り得る1,000パターンのパフォーマンス推移です。赤い線は“60/40型ポートフォリオ（株式：60%、債券：40%）”の過去30年間のパフォーマンス推移です。30年後の時点では、マーケット・タイミング戦略は58%の確率で“60/40ポートフォリオ”を下回っていたこととなります。

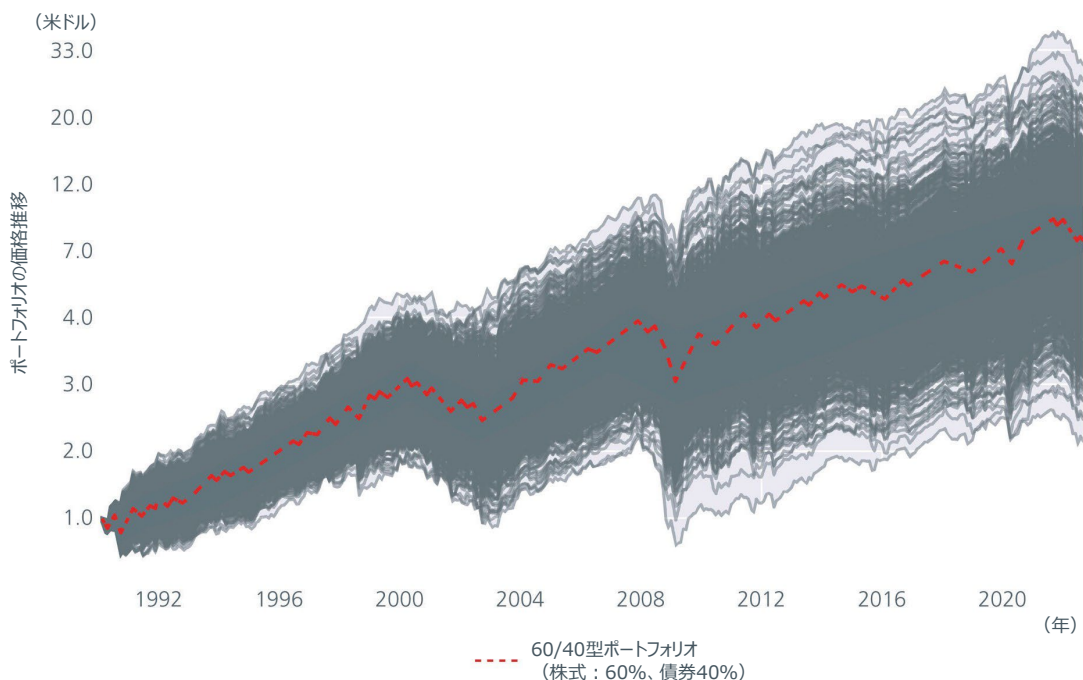
この58%というのは、マーケット・タイミング型のポートフォリオにおいて本来必要とされる取引費用は考慮しておらず、ある意味で“緩めの条件設定”に基づいています。実際には、株式と債券を定期的に入れ替えれば、多額の取引費用が発生します。

仮に各取引の金額の0.1%という取引費用を仮定にシミュレーションしてみると、“60/40型ポートフォリオ”は30年間で90%の確率でマーケット・タイミング戦略に勝てることとなります。

バランス型ポートフォリオの魅力

上述の通り、長期的にバランス型ポートフォリオは、株式と債券の構成割合を変動させるマーケット・タイミング型ポートフォリオを上回るパフォーマンスを残す可能性が高いこと私たちは説明しました。2022年の市場の調整局面を受けて、債券と株式の歴史的な関係性が再び正常化に向かっていることが確認されつつあり、バランス型ポートフォリオが、投資家が望む長期的なリターンを投資家が許容する変動幅で提供するための舞台が整いつつあるのです。一部で言われているようにバランス型ポートフォリオの終焉を告げるのは時期尚早であると私たちは考えています。

図表 2: 60/40型ポートフォリオとマーケット・タイミング戦略の比較 (1990年1月～2022年8月)



出所：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。（2022年8月）
 ※株式はMSCI ACWI Index、債券はBloomberg Global Aggregate Indexを使用。

(データ出所)

1. Refinitiv Datastream (2022年8月31日時点)
2. Refinitiv Datastream (2022年8月31日時点)
3. 世界株式はMSCI ACWI Index、グローバル債券はBloomberg Global Aggregate Indexを使用。

※ 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。

<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。