

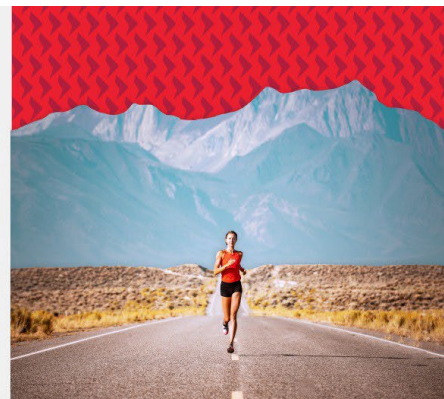
invested in insights.

eastspring
investments

A Prudential plc (UK) company



「ウサギとカメ」の寓話にみるカメの力： 低ボラティリティ戦略の考察

**Michael (Xiaochen) Sun**ディレクター、計量株式戦略
イーストスプリング・インベストメンツ**Chris Hughes**ポートフォリオ・マネジャー、計量株式戦略
イーストスプリング・インベストメンツ

ポイント

- 潜在的な損失リスクと集中リスクを軽減する低ボラティリティ戦略によって、投資家は不確実な市場環境下においても投資を継続することが可能となります。
- 全市場サイクルにおいて、低ボラティリティかつ低相関の銘柄は、より広範な株式市場と同等のリターンを投資家に提供する傾向があります。
- 低ボラティリティ戦略は、市場の上昇局面で相場の上昇に追従しながらも、下落局面では損失を抑えることで、その優位性を発揮します。

『ウサギとカメ』の寓話は、世界中で子どもたちに愛されています。この寓話では、粘り強く決断力のあるカメが、足は速いが自信過剰なウサギとの競争に大方の予想に反して勝利します。この寓話は一見無関係にみえますが、投資家に対して、特に今日の不安定な市場において貴重な教訓を与えてくれます。

多くの投資家は、ニュースやソーシャル・メディアを賑わす新しい「ウサギのような」銘柄にまつわる話題に引き寄せられています。しかし、そのような銘柄は予測可能性が低くリスクが高いといえます。一部の調査によれば、長期的には、安定的な(そしてより予測可能性の高い)成長を示す、あまりエキサイティングではない「カメのような」銘柄に投資する方がより効果的な投資結果をもたらす、との指摘がされています。

こうした、より安定的な老舗的企業にポートフォリオを集中させることは低ボラティリティ戦略として知られています。

カメ型の投資：乱高下する市場で、損失を抑え利益獲得を狙う

低ボラティリティ戦略は、市場下落局面での損失を抑えつつ、市場の上昇局面でも上昇に追従することで、長期的なパフォーマンスのバランスを取るのに役立ちます。下落局面での損失を抑えつつ上昇にも追従するというこのアプローチが低ボラティリティ戦略の優位性を生み出しているのです。ある意味で「カメのような」低ボラティリティ戦略のポートフォリオは「ウサギのような」戦略とは異なり、スピードでは劣るかもしれませんが、最終的には競争に勝つことが期待できるのです。

図表1は、低ボラティリティ戦略によるその効果が主要株式市場において有効であることを示しています。低ボラティリティ戦略は過去のデータを見る限り、上昇局面では市場に対して高い追従率を示し、下降局面では低い追従率を示すことで、優れたリスク調整後リターンをもたらしてきました。

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。

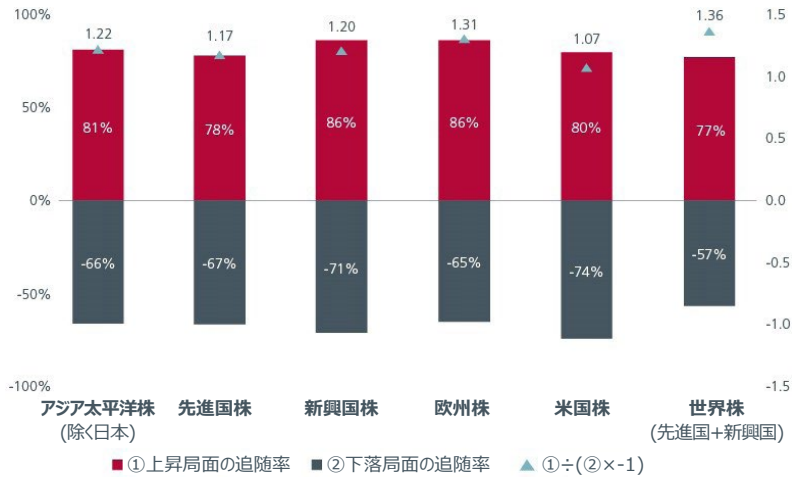
イーストスプリング・インベストメンツ株式会社

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

240126 (01)

invested in insights.

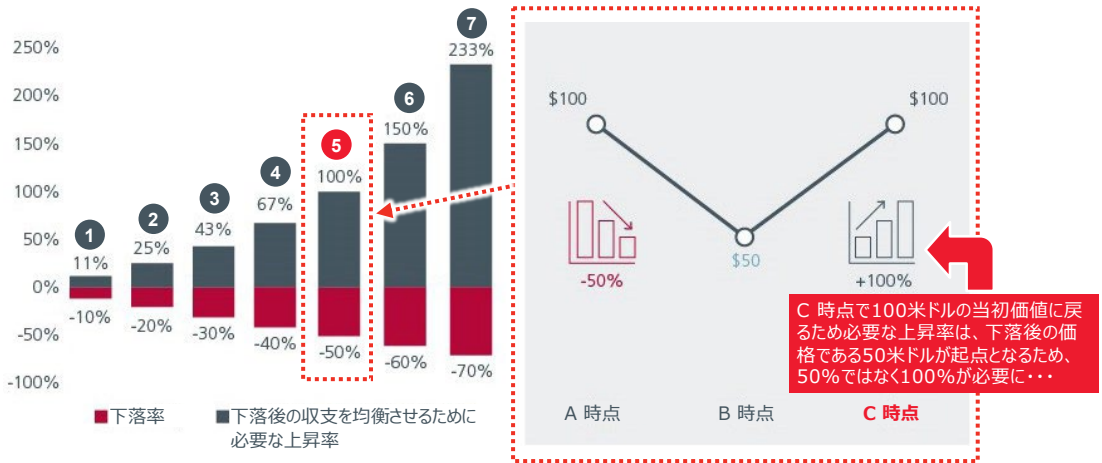
図表 1: 低ボラティリティ戦略の市場追随率～上昇局面では高く、下降局面では低い



出所：MSCI、Bloomberg L.P. のデータなど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)が作成。
各市場とそれぞれの低ボラティリティ戦略のデータ算出に際しては以下のインデックスを使用。

●アジア太平洋株(除く日本)：『MSCI AC Asia Pacific ex Japan Index』と『MSCI AC Asia Pacific ex Japan Minimum Volatility Index』、●先進国株：『MSCI World Index』と『MSCI World Minimum Volatility Index』、●新興国株：『MSCI EM Index』と『MSCI EM Minimum Volatility Index』、●欧州株：『MSCI Europe Index』と『MSCI Europe Minimum Volatility Index』、●米国株：『MSCI USA Index』と『MSCI USA Minimum Volatility Index』、●世界株(先進国+新興国)：『MSCI ACWI Index』と『MSCI ACWI Minimum Volatility Index』 ※全て米ドルベース、期間は2002年1月31日～2023年12月29日。

図表 2: 下落後の収支を均衡させるために必要な上昇率 (計7パターンのイメージ)



C 時点で100米ドルの当初価値に戻るため必要な上昇率は、下落後の価格である50米ドルが起点となるため、50%ではなく100%が必要に...

出所：各種データ(2024年1月)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)が作成。

カメ型投資の効用：低ボラティリティ戦略の恩恵を狙う

ここまで、低ボラティリティ戦略のポートフォリオにおける上昇局面と下落局面の追随の非対称性(上昇局面では市場に対して高い追随率を示す一方で、下降局面では低い追随率を示すこと)について述べてきましたが、“複利の力”が真価を発揮するダウンサイド・プロテクション面で別の重要な側面があります(図表2参照)。

A時点で100米ドルの株式があるとします。市場が暴落して50%の価値を失った結果、B時点で50米ドルに下落したとします。C時点で100米ドルの当初価値に戻るために必要な上昇率は、下落後の価格である50米ドル

が起点となるため、50%ではなく100%が必要となります。この単純な計算は、景気後退時の損失を最小限に抑えることの重要性を浮き彫りにしています。

例えば高成長株式は50%の下落から回復する可能性はありますが、100%の上昇には大きな業績面での材料が必要となり(ある意味で大きな圧力を受け)、業績回復がつかずとさらなるリスクにさらされます。これとは対照的に、低ボラティリティ銘柄(例えば、図表2の左図の左から3番目の30%下落した銘柄)は、43%上昇するだけで当初価値の100米ドルに戻るのです。これにより、さらなる暴落の影響に耐性を発揮し、長期的には市場全体に歩調を合わせやすくなります。

invested in insights.

負担の軽減：ボラティリティを考慮したウェイト付けがバリュエーション(時価総額加重平均)に勝る理由

近年、その構成企業の市場価値(時価総額など)でウェイト付けしたポートフォリオ(=パッシブ戦略)に投資する投資家が急増しています。この考え方は、バリュエーション評価という大変な作業は自らには行わず、他の投資家がやってくれた結果を真似るだけで“市場は利用可能な全ての情報を効率的に偏りなく織り込んでいる”という暗黙の前提のもと利益を得ることができる、というものです。しかし、ある意味で生徒が学校の宿題をコピーする戦略は、他のコピー戦略と同様にコピーしている生徒がどれだけ優秀か、という点が問われます。このような戦略を採用する投資家が増えれば増えるほど、市場に歪みが生じ、市場の価格が企業の合理的な評価水準から、かけ離れてしまうと危惧するのは当然と言えます。これは『店=株式市場』に例えると、買い物客(=投資家)が店に入って(市場に参加して)、店主の付けた値段(他の投資家が付けた株価)には何でも支払うと宣言するようなものと言えるのです。

しかし低ボラティリティ戦略のポートフォリオではバリュエーション(時価総額加重平均)ではなくボラティリティに基づいて銘柄のウェイト付けを行うため、こうした問題に悩まされることはありません。

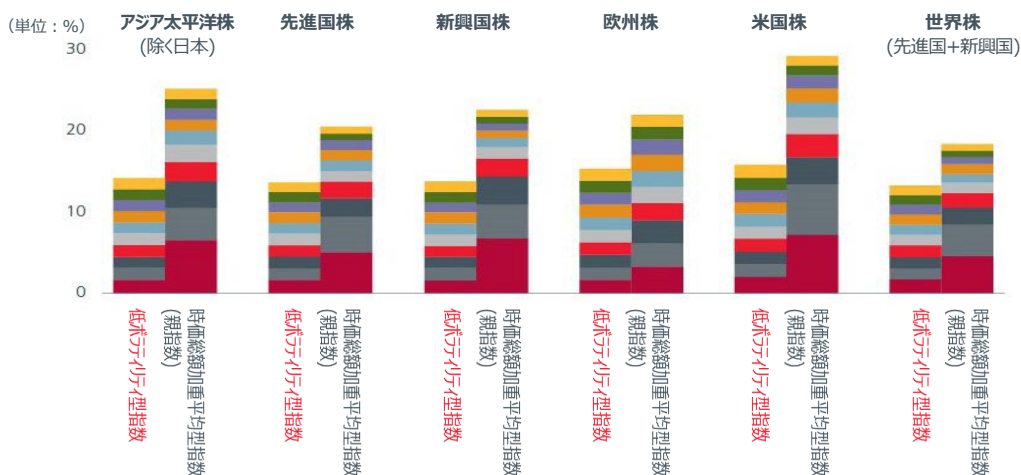
このアプローチは、セクター、国・地域、銘柄レベルでの分散によって補完され、ポートフォリオの総合的なリスク管理戦略に貢献します。低ボラティリティ戦略の株式ポートフォリオは一般的に、投資家が景気サイクルをスムーズに乗り越えることができるため、株式へのエクスポージャーを維持しやすく、市場の警報が響いた場合にはその耐性を発揮するという特徴があります。

カメ型投資の知恵：長期かつ低リスクの戦略のススメ

新型コロナウイルスのパンデミック(世界的大流行)、ロシアによるウクライナ侵攻のような地政学的緊張、シリコンバレー銀行の破綻やクレディ・スイスの経営危機といった金融不安など、世界の金融市場はここ数年で一連の大きな衝撃を乗り越えてきました。これらの出来事は、特に中国における経済成長全体の鈍化の一因ともなり、急激なインフレ上昇圧力と金利引き上げにつながりました。加えて新たなAI技術の台頭が市場を席卷しはじめ、投資家は“AIは新時代を支配するのでは”と期待し関連する銘柄に資金を投じるようになりました。こうした動きを背景として、以前のレポート(『[ユーフォリアからボラティリティへ：不確実な世界でレジリエンスを高める](#)』:2023年10月)で取り上げたように、時価総額加重平均型指数においては当該指数内で特定銘柄の集中度が極端に高まっています。

2024年を迎えるにあたり、不吉な見出しが世界のニュースを賑わし、投資家は高い不確実性に直面しています。ロシアによるウクライナ侵攻、イスラエルとガザの紛争は、ブレントやWTIといった原油価格の乱高下を引き起こしています。さらに、中国経済の成長率の低下と中国資産におけるリスク・プレミアムの上昇は、資産評価額の全体的な低下と資本流入の減少につながる可能性があります。さらに、先進国市場は、迫り来る赤字、需要減退、景気後退の可能性に直面しており、さらに米国と英国で予定されている選挙によって全体的な不透明感が高まっています。

(参考) 上位10銘柄の占める割合 ~ 各市場の時価総額加重平均型指数(親指数)と低ボラティリティ型指数との比較



出所：MSCI のデータなど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)が作成。
 各市場それぞれの時価総額加重平均型指数(親指数)と低ボラティリティ型指数については以下のインデックスを使用。
 ●アジア太平洋株(除く日本)：『MSCI AC Asia Pacific ex Japan Index』と『MSCI AC Asia Pacific ex Japan Minimum Volatility Index』、●先進国株：『MSCI World Index』と『MSCI World Minimum Volatility Index』、●新興国株：『MSCI EM Index』と『MSCI EM Minimum Volatility Index』、●欧州株：『MSCI Europe Index』と『MSCI Europe Minimum Volatility Index』、●米国株：『MSCI USA Index』と『MSCI USA Minimum Volatility Index』、●世界株(先進国+新興国)：『MSCI ACWI Index』と『MSCI ACWI Minimum Volatility Index』
 ※全てドルベース、2023年12月29日時点。

invested in insights.

株式投資はある意味で“スプリント(短距離走)ではなくマラソン(長距離走)である”ことを忘れてはなりません。低ボラティリティ戦略は投資家に安定性と損失回避の提供機会を優先し、市場が大きく変動する中でも投資目標に向かってより安定したパフォーマンスを提供します。

私たちは“長期投資家は低ボラティリティ戦略へのエクスポージャーを検討すべきである”と考えています。そうすることで、投資家は株式へのエクスポージャーを維持し、長期的な株式プレミアムを活用すると同時に、潜在的な損失を軽減し、集中リスクを軽減し、不確実な時代にパフォーマンス創出の源泉を多様化することが期待できるのです。過去の経験によれば、そうすることで、市場サイクルの中で見られるバリュエーションの乱高下による影響をある程度回避し、より高いリスク調整後リターンにつながることを示唆されています。

※ 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。