

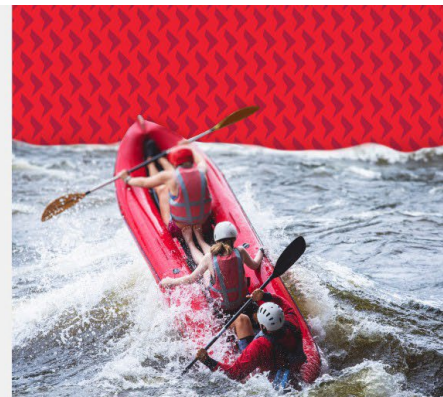
invested in insights.

eastspring
investments

A Prudential plc (UK) company



低ボラティリティ戦略： 過度な市場変動に備えて

**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（シンガポール）**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（シンガポール）

ポイント

- **最近の市場の急落**(例：8月の世界同時株安)は、ボラティリティの急上昇が今後も続く可能性が高く、株価の下落リスクに対する保護の必要性は低ボラティリティ戦略によって効果的に対処できることを投資家に強く想起させるものとなりました。
- 低ボラティリティ戦略のポートフォリオは、株式の規模や成長性よりも、値動きが安定している株式に焦点を当て、過大評価されている株式への投資を回避します。
- 低ボラティリティ戦略の投資アプローチを採用することで、より安定的なリターンの達成と市場の大幅下落のインパクトを緩和させることができ、今日の複雑な市場環境において、リスクを認識した投資手段を投資家に提供します。

今年の夏の世界株式市場はそれまで大幅高が期待されていましたが、実際は大きな変動に見舞われる結果となりました。8月に入ると世界の株式市場は、2020年のコロナ危機、2022年のロシア・ウクライナ紛争による市場の混乱以来の厳しい世界同時株安を記録しました(図表1参照)。特に日本では東証株価指数(TOPIX)が約40年ぶりの大幅な下落を記録し、米国では株価下落に伴い“恐怖指数”と呼ばれるVIX指数は歴史的な上昇を見せ、その後沈静化しました。

今回の世界同時株安は、8月2日に発表された米国の

7月の雇用統計が市場予想を上回る悪化となったことから投資家のリスク回避の動きが強まり、それが大きな引き金となったようです。またその直前の7月末に日本では日銀が予想外の利上げに踏み切ったため、円キャリートレード(低金利の円を調達し、日本株や世界のリスク資産に投資して運用)の解消が続き、日本株の売り圧力が高まり市場に不安が広がりました。今回の世界同時株安では、それまで今年の世界の株式市場の上昇の多くをけん引して来た大手テクノロジー企業の株価が激しい売りに直面し、大きく下落しました。ただし、これらの大手テクノロジー企業の決算はすでに苦戦しており、同セクターは投資家の高まる期待に恵られていませんでした。ハイテク株中心のナスダック総合株価指数は7月最終週に3.4%下落しました。同指数は7月10日に史上最高値を付けてから、8月5日の終値までに13%も下落するというボラティリティの高い値動きを見せました。

ボラティリティの高まりは今後も続く可能性が...

最近の市場の急落は、景気後退の可能性や米国経済指標の予想外の悪化といったマクロリスク、そして地政学的リスクの両方がニュースのヘッドラインを占めている時期においては特に、資産価格の急激な変動とそれに伴うボラティリティの急上昇が続く可能性が高いことを強く示唆しています。さらに不安定な状況が続く中東紛争の潜在的な市場への影響を含む地政学的リスクは、11月5日の米国大統領選挙に象徴される市場の不確実性をさらに高めています。

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。

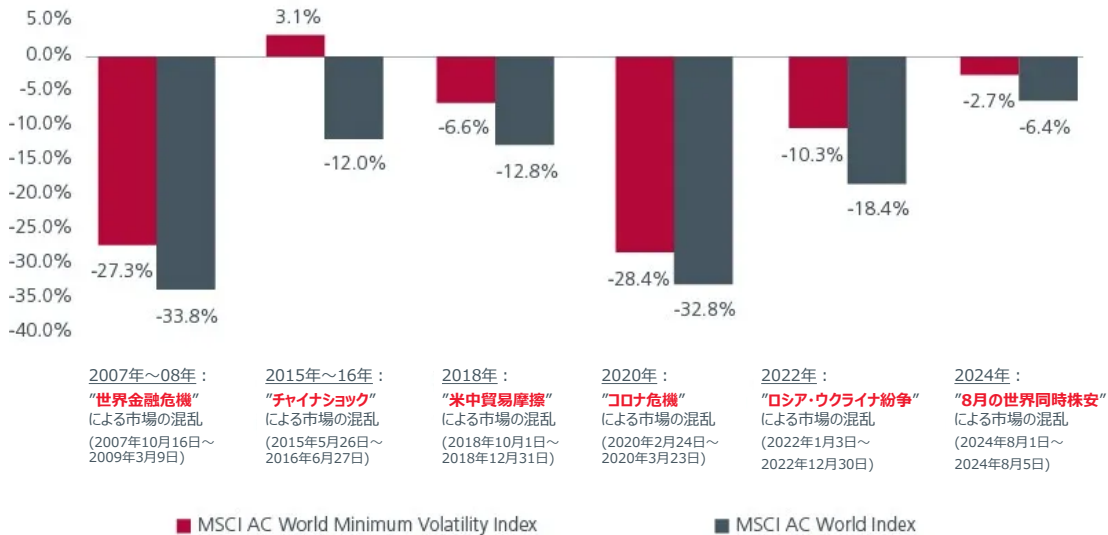
イーストスプリング・インベストメンツ株式会社

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

241022 (02)

invested in insights.

図表 1: 市場の混乱が株価指数に与える影響



出所: MSCI のデータ(2024年8月時点)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。

こうした最近の市場環境により、投資家の間では下落リスクからの保護に対する要求も継続的に高まっていますが、こうした要求は低ボラティリティ戦略の有用性を通じて満たすことが期待できます。

割高なバリュエーションは懸念事項

2024年6月の時点で、市場では将来の成長への期待が非常に高いレベルに達していました。図表2では代表的な全世界株指数『MSCI ACWI Index』の組入れ

上位10銘柄のうち5銘柄のバリュエーションが非常に高く、これらの銘柄については、“企業が会社の運営コストをゼロで運営し、現在の売上を毎年投資家に還元する”と仮定した場合、投資家が投資元本の回収に到達できる年は10年以上先(2034年以降)になる、というシミュレーション結果が出るほどです。また利益だけにフォーカスし“現在の利益を毎年投資家に還元する”と仮定した場合でみると、投資元本の回収に到達できる年はさらに先まで伸び、銘柄によっては22世紀(この場合は2113年)まで大幅に伸びています。

図表 2: 全世界株指数*の構成上位10銘柄の投資回収期間

*MSCI ACWI Index

～現在の売上、利益を全て投資家に還元すると仮定した場合のシミュレーション

銘柄名	企業が会社の運営コストをゼロで運営し、現在の売上を毎年投資家に還元すると仮定した場合、投資家が投資元本の回収に到達できる年	企業が現在の利益を毎年投資家に還元すると仮定した場合、投資家が投資元本の回収に到達できる年	利益のうち、配当金として企業から投資家へ支払われる金額の割合	指数に占める構成割合
MICROSOFT CORP	2038	2063	26%	4.3%
APPLE	2033	2057	15%	4.2%
NVIDIA	2062	2095	0.2%	4.2%
AMAZON.COM	2027	2080	0%	2.5%
META PLATFORMS A	2033	2050	10%	1.5%
ALPHABET A	2031	2051	12%	1.5%
ALPHABET C	2031	2051	12%	1.3%
TAIWAN SEMICONDUCTOR MFG	2035	2053	42%	1.0%
LILLY (ELI) & COMPANY	2047	2113	51%	1.0%
BROADCOM	2041	2085	79%	1.0%

出所: MSCI のデータ(2024年6月28日時点)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。
※銘柄名については英文のまま表記しています。

invested in insights.

これらの企業は今後も成長を続けるのでこうした高いバリュエーション水準は正当化できる、と主張する人もいますが、これらの企業の多くは競争環境が厳しく、多額の研究開発投資が必要となります。さらに、これらの企業は既に記録的な高い売上レベルに近づいているか、それを上回っているのです。高いバリュエーションを正当化させるために、世界の有力企業として今後さらに収益を2倍や3倍に伸ばすことは容易ではありません。

過度に高いバリュエーションは情報技術セクターで最も顕著ですが、図表3では他の産業セクターでも同様の現象がみられ、過去データと比較すると、計測期間の中央値(図表3の赤点線)を上回る銘柄が多く、こうした銘柄が『MSCI ACWI Index』に占める割合が高くなっていることがわかります。つまり投資家のポートフォリオ(この場合は『MSCI ACWI Index』)に占める割合の高い銘柄の割合が多くなっていることを意味します。

これは“20世紀の音楽の世界への投資”に例えてみると、投資家はジャズの時代(1920年代)に投資を行い、ロックンロールの時代(1950年代)、場合によってはディスコやグランジの時代、あるいはテイラー・スウィフトの時代に投資元本の回収に到達しようとしているのです。こうした例え話においても、投資元本を回収するまでに2つ仮定が起こることを前提としています。

- ▶ 仮定①：会社が利益の全てを配当として投資家に還元すること。
- ▶ 仮定②：会社の利益が変わらないか、増加すること。

しかし図表2を見ると、仮定①が間違っていることがわかります。10銘柄のうち、利益のすべてを投資家に還元している銘柄はなく、利益の半分以上を配当金として還元している銘柄はわずか2つのみです。したがって、投資家が期待できるのは仮定②です。配当金を得るのをやめて株式を売却して売却益を得ることもできますが、ドットコムバブル期の多くの投資家が気づいたように、売却したい時に買い付けた時と同じ価格で売却できず売却損を出してしまう可能性があります。

こうしたバリュエーション面の課題をさらに複雑にしているのは、パッシブ投資戦略の急激な増加です。株式をファンダメンタル面の評価ではなく時価総額に基づいて購入するパッシブ型の金融商品であるインデックス・ファンドとパッシブETFは、過去20年間でますます人気が高まっています。これらの戦略は投資家に低コストでの分散効果を提供する一方で、市場に新たな力学をもたらしました。パッシブ型の金融商品に流入する資金が増えるにつれて、投資対象のバリュエーションや成長見通しに関係なく、時価総額の大きな企業の株式が無差別的に購入されるようになったのです。

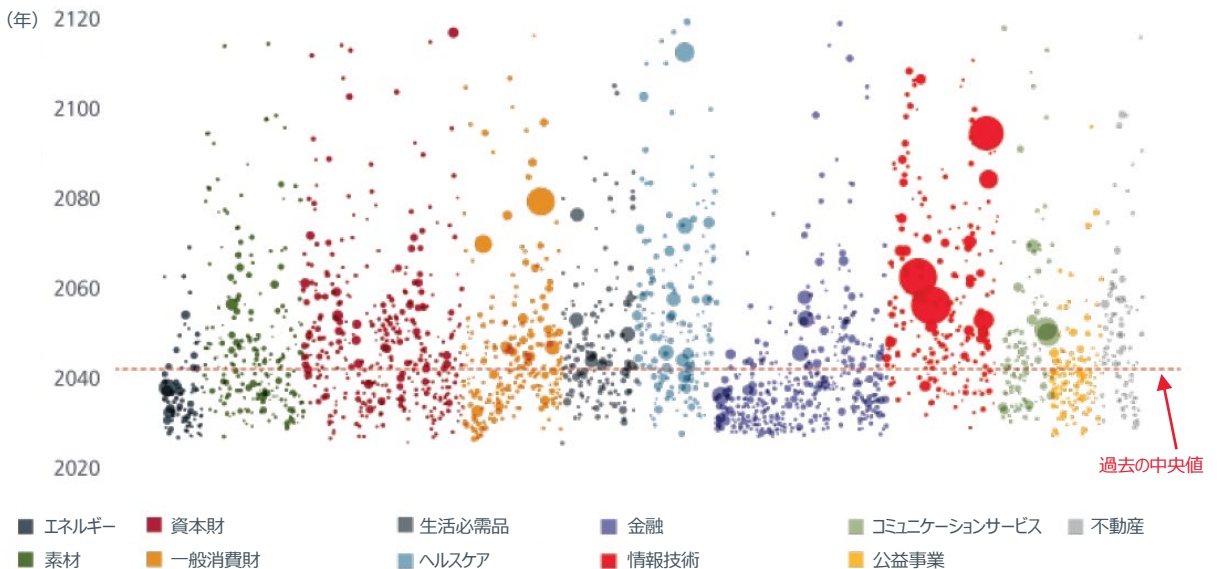
この“価格に関係なく購入する/バリュエーション等を考慮せず無差別的に時価総額の大きな銘柄に投資を行う”パッシブ投資戦略のアプローチは、特に時価総額の大きな銘柄については、過大評価の問題を引き起こします。

図表 3: 全世界株指数*のセクター別で見た投資回収期間

*MSCI ACWI Index

～各企業の現在の全利益を投資家が受け取ることができる、と仮定した場合の投資回収期間シミュレーション

※以下のURLをクリックすると、2016年3月末～2024年6月末の推移(月次ベース)がアニメーションで閲覧できます。
https://img.eastspring.com/images/librariesprovider6/eastspring-perspectives/market-insights/2024/low-volatility-a-remedy-for-the-extremes-fig3.gif?sfvrsn=af60c7f_2



出所：本シミュレーションは2024年6月28日時点のMSCIのPERデータを基に算出しています。円の大きさは、個々の企業の株式時価総額を表します。

invested in insights.

これにより、特定の銘柄がその時価総額の大きさだけでより多くの投資を引き付け続けるという自己強化サイクルを生み出し、評価額が従来の基準で正当化される範囲を超えて、無差別に膨らむ可能性があるのです。この傾向は、市場価値が少数の超大型株に過度に集中してしまう一因となり、市場全体の状況をさらに歪め、金融システム上のリスクを高めてしまう可能性があります。

低ボラティリティ戦略は市場の過度な市場変動に対する解決策となるか？

時価総額加重のパッシブ投資戦略とは異なり、低ボラティリティ戦略のポートフォリオは、株式の規模や成長の可能性ではなく、過去の価格安定性に基づいて構築されます。この手法は本質的に、過大評価され、誇大宣伝に駆り立てられたセクターから、より適正に評価された安定的な企業へと投資家を誘導します。低ボラティリティ戦略は、公益事業、生活必需品、ヘルスケアなど、現在のグロース偏重の市場では見過ごされがちなセクターに集中する傾向があります。これらのセクターは通常、より安定的な収益と配当を生み出し、一部の急騰するハイテク株に見られるような投機的な熱狂を相殺する役割を果たします。さらに、低ボラティリティ戦略のアプローチでは市場の熱狂を自ずと嫌うため、バブルの形成につながる事が多い不合理な熱狂に対する予防策として機能します。

代表的な全世界株指数『MSCI ACWI Index』の上位10銘柄(図表2)をその低ボラティリティ指数である『MSCI ACWI Minimum Volatility Index』の上位10銘柄(図表4)と比較すると、投資元本の回収に到達する年がはるかに早くなり、さらに上位10銘柄が指数に占める構成割合が低くなり、全体的にポートフォリオのバランスがとれ、過度に高いバリュエーションが抑えられていることがわかります。

今後に向けて

金融環境が劇的に変化していることは明らかです。優良株からハイリスクのテクノロジー系の新興企業の株式、そして伝統的な株式や債券から暗号通貨などの代替投資、さらに配当重視型からグロース型の株式まで、投資家はその価値を認識する投資対象、そして評価する方法は進化し続けています。

投資家が新しい領域を進むには、投資対象の潜在的な成長の魅力と実際のリターンの実現とのバランスを取ることが重要です。市場で注目を集めている人工知能(AI)や肥満症治療薬のイノベーションが革命的ではないと言っているわけではありませんが、ドットコムバブルで学んだように、技術の変化については正しく理解できても、どの企業がその変化から利益を得るのか、またはそれらの企業に対して投資家が支払うべき適正価格については評価が間違っている可能性があります。株式市場の注目が過去の配当重視型の投資スタイルに戻ることはないかもしれませんが、その動きが一様となることはありません。つまり、振り子が一方向にだけ振れることはないのです。

図表 4: 全世界株最小分散指数*の上位10銘柄の投資回収期間

*MSCI ACWI Minimum Volatility Index

～現在の売上、利益を全て投資家に還元すると仮定した場合のシミュレーション

銘柄名	企業が会社の運営コストをゼロで運営し、現在の売上を毎年投資家に還元すると仮定した場合、投資家が投資元本の回収に到達できる年	企業が現在の利益を毎年投資家に還元すると仮定した場合、投資家が投資元本の回収に到達できる年	利益のうち、配当金として企業から投資家へ支払われる金額の割合	指数に占める構成割合
T-MOBILE US	2027	2046	33%	1.6%
WALMART	2025	2053	12%	1.6%
MOTOROLA SOLUTIONS	2030	2057	34%	1.6%
ROPER TECHNOLOGIES	2033	2065	22%	1.4%
REPUBLIC SERVICES	2028	2057	37%	1.2%
CISCO SYSTEMS	2027	2039	49%	1.4%
WASTE MANAGEMENT	2028	2057	46%	1.5%
MERCK & CO	2029	2041	42%	1.4%
VERTEX PHARMACEUTICALS	2036	2054	0%	1.2%
MCKESSON CORP	2024	2049	11%	1.5%

出所：MSCI のデータ(2024年6月28日時点)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。
※銘柄名については英文のまま表記しています。

invested in insights.

本稿で指摘した“市場の歪み”を考慮すると、一部の資産を低ボラティリティ戦略の投資アプローチに移行することで、投資家に有用な代替手段を提供できます。価格変動の少ない株式に焦点を絞ることで、投資家は長期的に安定したリターンの享受を達成し、市場の急激な下落の影響を軽減できる可能性があります。パッシブ戦略が市場の非効率性を意図せず増幅させてしまう時代に、低ボラティリティ戦略のアプローチは、今日の金融環境の複雑さを乗り越えるのに適した、思慮深くリスクを意識した代替手段となるのです。

- ※ 東証株価指数(TOPIX)の指数値及び東証株価指数(TOPIX)に係る標章又は商標は、株式会社 J P X 総研又は株式会社 J P X 総研の関連会社の知的財産です。
- ※ 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。