

invested in insights.

eastspring
investmentsA Prudential plc (UK) company 

リスク管理の新時代： マルチアセット・ポートフォリオの スマートオーバーレイ

**Regis Lelong**

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

**Tushar Mandal**

ポートフォリオ・マネジャー
マルチアセット・ポートフォリオ・ソリューション・チーム
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

- ▶ 伝統的な株式と債券の分散投資が市場のストレス時に信頼性を欠くことが増えている中で、投資家はポートフォリオのドロウダウンを抑制するためにリスク管理オーバーレイ（RMO）をますます使用しています。
- ▶ RMOの3つの柱であるアプローチ、すなわちダイレクト・ヘッジ、プロキシ・ヘッジ、およびキャリー戦略は補完的であり、長期的なリターンを大幅に損なうことなくリスクを軽減するのに役立ちます。
- ▶ RMOは、特にマクロ経済の相関関係が変動し、テールリスクが増加する環境において、従来のポートフォリオ構築に対する実用的かつ堅牢な強化策を提供します。

投資家は長い間、将来のリターン、ボラティリティ、および相関関係の期待に基づいて投資資金を配分してきました。この原則は、相関のない資産に分散投資することでポートフォリオの安定性を高め、リスクを軽減するという考えに基づいています。この概念は、通常、株式と債券で構成されるマルチアセット・ポートフォリオの構築の基盤となっています。

これらの2つの資産クラスは歴史的に逆方向に動くことが多く、自然なヘッジを提供し、伝統的な60/40ポートフォリオ（株式60%と債券40%の組み合わせ）の長期的なレジリエンスを支えてきました。しかし、2022年の市場の混乱のような最近の出来事では、中央銀行の積極的な利上げの中で株式と債券が同時に下落し、この負の相関関係が崩れることが明らかになりました。

このような崩壊は、より堅牢なリスク管理フレームワークの必要性を浮き彫りにし、投資家はドロウダウン（高値からの最大下落）を防ぐためのヘッジ戦略にますます依存するようになっていきます。

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

250623(01)

invested in insights.

市場のドロウダウンの理解と評価

堅牢なリスク管理フレームワークは、市場の崩壊の性質とダイナミクスを考慮し、それがどのように発生し、時間とともに進化するかを認識する必要があります。

主要なドロウダウン指標には以下が含まれます。

- **最大ドロウダウン：**
ポートフォリオ評価の高値から底値までの最大下落幅。
- **ドロウダウン期間：**
高値から底値までの時間。
- **回復期間：**
ドロウダウンから以前の高値に戻るまでの時間。
ドロウダウンは形態によって大きく異なることがあります。
- **急激なドロウダウン：**
2020年初頭の新型コロナウイルス感染拡大時の市場急落のように、突然かつ深刻なもの。
- **緩やかなドロウダウン：**
2022年の利上げサイクルのように、時間をかけて展開し、より持続的なもの。

ドロウダウンとその特性を理解することは、異なる市場ストレスシナリオに対する効果的なリスク管理オーバーレイ（RMO）を設計する上で不可欠です。

テールリスクのヘッジ： リスク管理オーバーレイを活用して

ヘッジは損失を防ぐことができますが、多くの場合、長期的なパフォーマンスを損なうコストを伴います。しかし、多くの投資家、特にドロウダウン制約のある機関投資家にとって、ヘッジを行わない選択肢は現実的ではありません。ここでリスク管理オーバーレイ（RMO）が重要な役割を果たします。

RMOは、ポートフォリオの長期的なリターンを損なうことなくテールリスクをヘッジするためのリスク軽減ヘッジ戦略です。単一のヘッジに依存するのではなく、RMOは異なる種類のドロウダウンに対応し、戦略間でコストを分担し、投資資金を最も効果的な対象に選択的に配分するための構造化されたヘッジアプローチです。

RMOの構築には、以下の3つの柱があります。

1. ダイレクト・ヘッジ

この柱には、急激な市場調整時に機能するプットオプションなどの手段が含まれます。これらの戦略はポートフォリオ資産と強い負の相関を持ち、ボラティリティの急上昇からリターンを得ることが期待できますが、ヘッジのためのコストが一貫してかかります。

2. プロキシ・ヘッジ

これには、より緩やかなドロウダウン時に機能する戦略が含まれます。例としては、トレンドフォロー戦略やダウンサイドに強いハイ・クオリティ株式への配分が挙げられます。

3. キャリー戦略

キャリー戦略は、ダイレクト・ヘッジのコストを相殺するためのリターンを生成する戦略です。この戦略は、ネガティブな市場環境下でのパフォーマンスが期待されないものを除外します。

invested in insights.

ケーススタディ :

RMOを用いた60/40ポートフォリオ

RMOの利点を示すために、米国ベースの60/40ポートフォリオ（60% S&P 500指数、40% 米国債券）にRMOの3つの柱のアプローチを適用し、2012年7月から2025年4月までの期間でバックテストを行いました。RMOヘッジしたポートフォリオは、50%をダイレクト・ヘッジ、20%をプロキシ・ヘッジ、10%をキャリアに配分して構築しました。

長期的には力強いパフォーマンスではあったものの、ヘッジされていないポートフォリオは期間中に幾度かの著しいドロウダウンを経験しました。例えば、2020年第1四半期（新型コロナウイルス感染拡大）や2022年（インフレ懸念による市場下落）などです。

図表1 : ポートフォリオのパフォーマンス比較（ヘッジなし対ヘッジあり）



出所 : Bloomberg L.P. (2025年4月30日時点) のデータに基づき、イーストスプリング・インベストメンツ (シンガポール) 作成。

ヘッジされたポートフォリオは、市場が力強い上昇を見せた年には若干のアンダーパフォーマンス（年間0.5%～2%程度）を示しましたが、テールリスクイベント時には

大幅にアウトパフォーマンスし、ドロウダウンを減少させ、回復を加速させました。これにより、長期的にはリスク調整後のリターンが向上しました。

図表2 : 主要ドロウダウンの比較

| ドロウダウン開始日 | 最大ドロウダウン | | 回復期間 | |
|------------|----------|---------|-------|-------|
| | ヘッジなし | ヘッジあり | ヘッジなし | ヘッジあり |
| 2021/12/28 | -21.94% | -17.20% | 343日 | 285日 |
| 2020/2/20 | -22.96% | -15.00% | 79日 | 13日 |
| 2019/9/24 | -11.93% | -10.10% | 60日 | 41日 |

出所 : Bloomberg L.P. (2025年4月30日時点) のデータに基づき、イーストスプリング・インベストメンツ (シンガポール) 作成。

invested in insights.

パフォーマンス指標を比較すると、ヘッジされていないポートフォリオよりもヘッジされたポートフォリオの方がリタ

ーンが高く、リスクを示すボラティリティが低く、ドロウダウンが浅いため、優れた結果であったと言えるでしょう。

図表3：パフォーマンス指標の比較

| | ヘッジなしポートフォリオ | ヘッジありポートフォリオ |
|--------------|--------------|--------------|
| リターン（年率） | 9.4% | 10.8% |
| ボラティリティ（年率） | 10.6% | 9.3% |
| 最大ドロウダウン | -23.0% | -17.2% |
| 平均ドロウダウン（5回） | -15.4% | -11.8% |

出所：Bloomberg L.P.（2025年4月30日時点）のデータに基づき、イーストスプリング・インベストメンツ（シンガポール）作成。

リスクとリターンのバランス：RMOを活用して

RMOの3つの柱であるフレームワークは、マルチアセット・ポートフォリオのドロウダウンを軽減するための洗練されたアプローチを提供します。RMOは、長期的なブル（強気）マーケット期間中にはヘッジされていないポートフォリオに対してアンダーパフォームすることがあり、プロキシ・ヘッジやキャリーからの負の寄与を経験することがありますが、これらのリスクは戦略的な分散投資と継続的なパフォーマンス監視によってコントロールすることができます。

従来のオプションベースのヘッジ方法と比較して、この分散フレームワークはテールリスクに対処する効果を高めながら、パフォーマンスの低下を最小限に抑えることを目指しています。市場が進化する中で、RMOは現代のポートフォリオ構築における価値ある強化策となるでしょう。

<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を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／債券や業種・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、当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。