

低ボラティリティ戦略が もたらす長期的な価値

Juan Acevedo
Portfolio Manager

Emma Johnston
Portfolio Strategist

投資家が低ボラティリティ戦略に資産配分するのは通常、ポートフォリオのトータル・リスクを軽減し、ダウンサイド・プロテクション効果を楽しむためであり、それに伴う追加的なメリットとして長期にわたり競争力のあるリターンがもたらされます。当社のデータによると、低ボラティリティ戦略が想定通りに機能したかを判断する際には、短期的な四半期報告だけでなくより長期で検証することが重要です。というのも、歴史的に見ると、株式市場が堅調な局面において低ボラティリティ戦略は断続的に短期パフォーマンスが弱含む場面があるからです。本レポートでは、過去20年にわたる低ボラティリティ指数のパフォーマンスを検証します。

本レポートでは、低ボラティリティ戦略の使用事例としてMSCI最小ボラティリティ・ファミリーを使用します。MSCI最小ボラティリティ指数の構築コンセプトは次のとおりです。すなわち、時価総額加重の親指数の投資や複製可能性に関する特徴を維持しつつ、国やセクター、スタイルへの意図しないベットの回避しながらトータルリスクを最小化することで、優れたリスク調整後リターンを提供することです。

短期および長期間における低ボラティリティ戦略のパフォーマンスレビュー

2021年

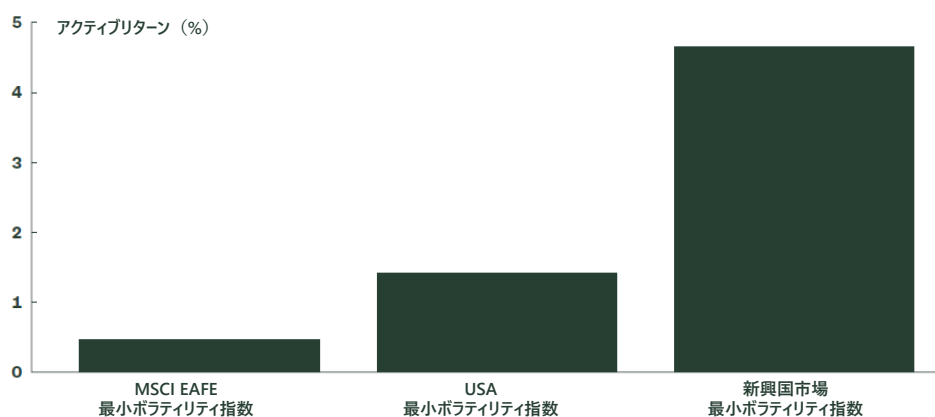
力強い経済回復を受けて市場はコロナウイルス感染症による混乱を乗り越え、先進国市場の株式¹は3年連続で2桁リターン（2019年27.67%、2020年15.90%、2021年21.82%）²という素晴らしいパフォーマンスで2021年を締めくくりました。先進国市場の力強さとは裏腹に、新興国市場のパフォーマンスは-2.54%となりました³。先進国市場では低ボラティリティ戦略が時価総額加重ベンチマークをアンダーパフォームしましたが、新興国市場では最小ボラティリティ指数が親指数をアウトパフォームし、2021年は+5.55%のリターンを計上しました。

2022年第1四半期

2月下旬のロシアによるウクライナ侵攻を受け、経済活動が落ち込み、インフレ圧力は増幅され、市場のボラティリティが高まりました。低ベータ株が高ベータ株をアウトパフォームしたことから、生活必需品や公益、ヘルスケア等ディフェンシブ・セクターが相対的によく持ちこたえました。低ボラティリティ戦略はダウンサイド・プロテクションの役割を果たし、図表1のアクティブ・リターン⁴のデータで確認できるとおり、各地域で時価総額加重指数をアウトパフォームしました。

図表1

最小ボラティリティ指数は2022年第1四半期の株式下落局面でアウトパフォーム



出所：MSCI、ステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズ（SSGA）、2022年3月末時点。

長期的な効用

実績データから、低ボラティリティ戦略は過去20年にわたり、次のようなメリットをもたらしたことが分かります。

- 実現ボラティリティの低下⁵
- 厳しい市場環境におけるダウンサイド・プロテクション
- 長期にわたる競争力のあるリターン

実現ボラティリティの低下

図表2では、時価総額指数と最小ボラティリティ指数について、様々な期間の実現ボラティリティが示されています。2001年1月以来、ここで取り上げた全ての最小ボラティリティ指数はいずれの期間でも対応する親指数に比べ低いボラティリティを実現しています。低ボラティリティ戦略で実現したリスクの削減度は各期間で2〜3割程度でした。

図表2

一貫したポートフォリオのリスク低減

	MSCI EAFE	MSCI EAFE 最小ボラ ティリティ	MSCI USA	MSCI USA 最小ボラ ティリティ	MSCI 新興国	MSCI 新興国 最小ボラ ティリティ
標準偏差						
3年	17.23	12.22	18.14	15.43	18.28	13.58
5年	15.03	10.79	16.05	13.40	16.62	12.25
10年	14.09	10.61	13.42	11.24	15.94	12.20
20年	16.57	11.85	14.87	11.81	20.96	16.30
リスク削減度 (%)						
3年	—	29.06	—	14.93	—	25.71
5年	—	28.17	—	16.52	—	26.29
10年	—	24.71	—	16.26	—	23.48
20年	—	28.47	—	20.59	—	22.22
平均リスク削減度 (%)	—	27.60	—	17.08	—	24.43

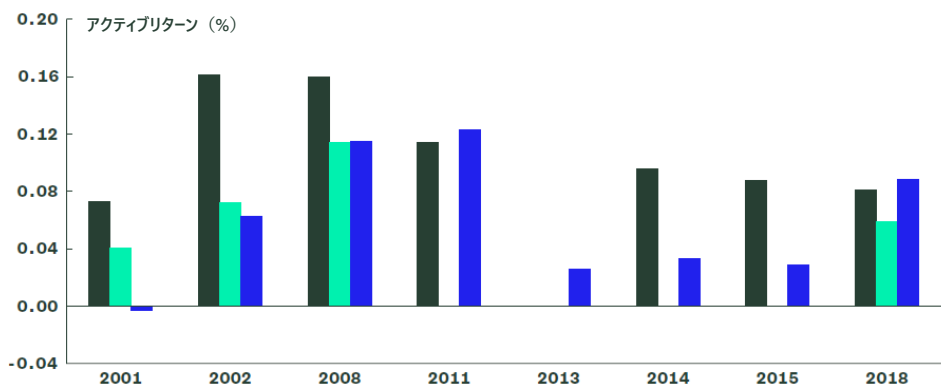
出所：MSCI、SSGA、2022年3月末時点。

厳しい市場環境におけるダウンサイド・プロテクション

図表3では、親指数と最小ボラティリティ指数の下落年のリターンが示されています。最小ボラティリティ指数はほとんど下落年において、対応する時価総額加重ベンチマークをアウトパフォームしています。図表4では下落月の大半で、低ボラティリティ戦略が付加価値を提供したことが示されています。

図表3

最小ボラティリティ指数は下落年でアウトパフォーム



出所：MSCI、SSGA、2022年3月末時点。

図表4

低ボラティリティ戦略は
2000年以来、下落月の
大半で付加価値を獲得

	親指数が下落した月数	最小ボラティリティ指数が アウトパフォームした月数	最小ボラティリティ指数が アウトパフォームした月の 割合 (%)
MSCI EAFE指数	108	93	86
MSCI USA指数	85	65	76
MSCI 新興国市場指数	106	92	87

出所：MSCI、SSGA。2000年12月から2022年3月の期間。

図表5は、最小ボラティリティ戦略は過去20年にわたりドロダウンを抑制してきたこと、つまり親指数に比べダウンサイド・リスクが小さいことを示しています。

図表5

過去20年にわたる
ドロダウンの抑制

	MSCI EAFE	MSCI EAFE 最小 ボラティリティ	MSCI USA	MSCI USA 最小 ボラティリティ	MSCI 新興国	MSCI 新興国 最小 ボラティリティ
実績ドロダウン	-27.30	-19.33	-24.01	-19.98	-36.15	-29.55

出所：MSCI、SSGA。2000年12月から2022年3月の期間。

競争力のあるリターン

図表6は、親指数と低ボラティリティ指数の短期および長期のリターンを示しています。低ボラティリティ戦略は長期的に競争力のあるリターンを実現してきました。

図表6

対ベンチマークで
競争力のあるリターン

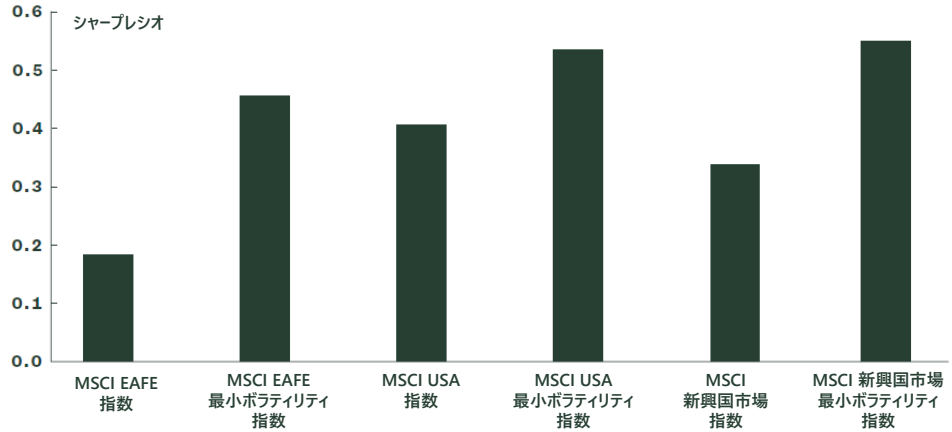
	MSCI EAFE	MSCI EAFE 最小 ボラティリティ	MSCI USA	MSCI USA 最小 ボラティリティ	MSCI 新興国	MSCI 新興国 最小 ボラティリティ
リターン						
1か月	0.64	0.72	3.48	5.44	-2.26	-0.73
3か月	-5.91	-5.45	-5.31	-3.87	-6.97	-2.29
年初末	-5.91	-5.45	-5.31	-3.87	-6.97	-2.29
1年	1.16	1.97	13.64	13.30	-11.37	0.30
3年	7.78	3.14	18.49	11.18	4.94	4.32
5年	3.81	2.14	12.60	9.57	1.36	2.19
10年	6.27	6.37	13.97	12.27	3.36	3.69
2001年1月以来	4.45	6.83	7.47	7.75	8.50	10.37

出所：MSCI、SSGA、2022年3月末時点。

各低ボラティリティ戦略に関して、2001年1月以来、プラスのアクティブ・リターンを獲得し、同期間の実現ボラティリティも親指数よりも低かったことから、リスク調整後リターンは各親指数を上回りました（図表7）。

図表7

相対的に高いシャープレシオを実現



出所：MSCI、SSGA。リスクフリーレートは、バンク・オブ・アメリカ・メリルリンチ 3 か月物 T-Bill 指数で代用しています。データは、2000年12月から2022年3月。

結論

実績データに基づけば、低ボラティリティ戦略と親ベンチマークの短期的なリターン格差に躊躇する投資家は、長期的なリターンのメリットだけでなく、短期、長期両方のボラティリティ低減とダウンサイド・プロテクション効果を逃している可能性があります。どの投資戦略についても言えることですが、成功したか否かの評価は適切な時間軸で実施されなければなりません。

過去20年にわたり、低ボラティリティ戦略は実際に、その目的であるダウンサイド・プロテクションとトータルボラティリティの削減、長期的に競争力あるリターンを実現してきたのです。

脚注

1. MSCIワールド指数。
2. 出所：MSCI、2022年3月末時点。過去のパフォーマンスは、将来のパフォーマンスを示す信頼できる指標ではありません。本情報は、特定セクターへの投資や有価証券の売買の推奨とみなされるべきものではありません。いかなるセクターや有価証券への投資も、将来的に利益をもたらすかどうかはわかりません。
3. MSCI新興市場指数。過去のパフォーマンスは、将来のパフォーマンスを示す信頼できる指標ではありません。本情報は、特定セクターへの投資や有価証券の売買の推奨とみなされるべきものではありません。いかなるセクターや有価証券への投資も、将来的に利益をもたらすかどうかはわかりません。
4. アクティブ・リターン：時価総額ベンチマークに対する超過リターン。
5. 実現ボラティリティは、指数の月次リターンの標準偏差で計測しています。

ステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズについて

当社は、世界各国の政府、機関投資家、金融アドバイザーを顧客とし、顧客の皆様が財務上の目標を達成する手助けを行うために、指針となる以下の原則を毎日実践しています。

- 厳格さが礎
- 幅広い選択肢からの構築
- スチュワード（受託者）として
- 将来への投資

過去40年にわたり、これらの原則のおかげで当社は激しく変動する投資の世界で翻弄されることなく、数百万もの人々の金融面の将来を守る手助けを行ってきました。これは、世界30拠点で活動する従業員の存在、そして、常に向上しようという全社共通の強い信念がなければ実現できなかったと確信しています。その結果、約4.02兆ドル²を運用する世界第4位¹の資産運用会社へと成長しています。

1. Pensions & Investments Research Center, 2020年12月末時点。
2. 2022年3月末時点、ステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズ・ファンズ・ディストリビューターズ・エルエルシー (SSGA FDJ) が取り扱うSPDRの残高約733.5億ドルを含みます。SSGA FDJはSSGAの関連会社です。

本書はステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズが作成したものをステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズ株式会社が和訳したものです。内容については原文が優先されることをご了承下さい。本書は、情報提供を目的として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。提供された情報は、投資助言に該当するものではなく、そのようなものとして依拠されるべきではありません。本情報は、有価証券の購入の勧誘または売却の申出とみなされるべきものではありません。本情報は、投資家の特定の投資目的、戦略、税務上の地位または投資期間を考慮したものではありません。ご自身の税務・財務アドバイザーにご相談ください。本書で述べられている見解は、2022年5月25日に終了した期間におけるJuan AcevedoとEmma Johnstonの見解であり、市場およびその他の状況によって変更となる可能性があります。本書には、将来予想に関する記述とみなされる可能性がある特定の記述が含まれます。このような記述は、将来のパフォーマンスを保証するものではなく、実際の結果または展開は、予測されたものとは大きく異なる可能性があることに留意してください。投資には、元本割れリスクを含むリスクが伴います。過去のパフォーマンスは、将来のパフォーマンスを示す信頼できる指標ではありません。ステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズの書面による明示的な同意なしに、本著作物の全部または一部を複製、複写もしくは送信、またはその内容を第三者に開示してはなりません。すべての情報は、別段の記載がない限り、ステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズによるものであり、信頼できると考えられる情報源から入手したものです。その正確性を保証するものではありません。これらの情報は、現在の正確性、信頼性もしくは完全性、またはこれらの情報に基づいた意思決定に対する責任についての表明や保証はなく、これらの情報はそのようなものとして依拠されるべきではありません。株式証券の価値は、個々の企業の活動や一般的な市場および経済状況によって変動し、大きく下落する可能性があります。外国有価証券への投資は、通貨価格の不利な変動、源泉徴収税、一般に公正妥当と認められる会計原則の差異、他国の経済不安定または政局不安によってキャピタルロスが発生するリスクを含む場合があります。新興国市場または発展途上国市場への投資は、先進国市場への投資よりも相対的にボラティリティが高く、流動性が低い場合があり、より発展が進んだ国々と比較すると、多様性と成熟度の面で概して劣後する経済構造や安定性に劣る政治制度に対するエクスポージャーを含む場合があります。ボラティリティ管理手法は一定期間の損失をもたらす可能性があり、アンダーパフォーマンスはファンドが上昇相場に参加する能力を制限し、取引コストを増加させることがあります。本資料に記載の各インデックスの著作権・知的所有権その他一切の権利は各インデックスを算出・公表している機関・会社に帰属します。

ステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズ株式会社

東京都港区虎ノ門1-23-1 虎ノ門ヒルズ森タワー25階
金融商品取引業者関東財務局長（金商）第345号

加入協会：一般社団法人日本投資顧問業協会、一般社団法人投資信託協会、日本証券業協会

ssga.com

Marketing Communication.

State Street Global Advisors Worldwide Entities

The information provided does not constitute investment advice and it should not be relied on as such. It should not be considered a solicitation to buy or an offer to sell a security. It does not take into account any investor's

particular investment objectives, strategies, tax status or investment horizon. You should consult your tax and financial advisor.

The views expressed in this material are the views of Juan Acevedo and Emma Johnston through the period May 25, 2022 and are subject to change based on market and other conditions. This document contains certain statements that may be deemed forward-looking statements. Please note that any such statements are not guarantees of any future performance and actual results or

developments may differ materially from those projected. Investing involves risk including the risk of loss of principal. Past performance is no guarantee of future results.

The whole or any part of this work may not be reproduced, copied or transmitted or any of its contents disclosed to third parties without SSGA's express written consent. All information is from SSGA unless otherwise noted and has been obtained from sources believed to be reliable, but its accuracy is not guaranteed.

There is no representation or warranty as to the current accuracy, reliability or completeness of, nor liability for, decisions based on such information and it should not be relied on as such.

© 2022 State Street Corporation. All Rights Reserved. Tracking #: 4794716.1.1.APAC.RTL, Exp. Date: 5/31/2023