



Part 6 of 8

A Prudential plc (UK) company



# アジアのクオンツ投資: 低ボラティリティ戦略の考察

Ben Dunn

クオンツ戦略ヘッド、イーストスプリング・インベストメンツ（シンガポール）



近年、市場のボラティリティ（変動）が高まる局面が頻発しており、急激かつ大幅な価格調整が何度も発生しています。しかし、こうした市場環境下においても投資家は低ボラティリティ戦略によって、ポートフォリオのボラティリティを最小化しながら投資を継続することが期待できます。これにより、投資家はポートフォリオのリターンを大幅に引き下げてしまうことにつながる“最悪のタイミングで市場から退出してしまうリスク”、“市場の最良のタイミングを逃してしまうリスク”を減らすことが期待できます。

定量的な分析を基に投資先を選ぶクオンツ戦略は、構造化された体系的で再現性の高い投資手法にその魅力があります。投資家の行動バイアスを排し、膨大なデータから得られる実証的なエビデンスに依存することで、クオンツ投資は人間の偏見や個人的な嗜好によってその投資方針が曇ることはありません。

しかし、クオンツ投資の専門家以外からは、こうした戦略は過去のデータに大きく依存しているため、クオンツ投資の運用モデルが将来の市場イベントを予測し適応するための十分な機敏性を備えていない可能性がある、という指摘がなされています。新型コロナウイルスのパンデミック（世界的大流行）による市場変動は、こうした象徴的な例として挙げられています。しかし、低ボラティリティ・クオンツ戦略は、新型コロナウイルスの影響による大きなドロウダウン（最高値からの下落率）、そして反発の期間において、市場平均よりも相対的に安定したリターンを提供していることがデータによって示されています。

実際、アジアで新型コロナウイルスの変異株が急拡大した2021年、MSCI ACアジア（除く日本）指数は3月18日から8月20日の期間で約11%の下落となったのに対して、価格変動リスクを抑えて中長期的に市場平均を上回ることを目指すMSCI ACアジア（除く日本）最小分散指数は約5%の下落にとどまりました<sup>1</sup>。こうした傾向は、1年間を通じて断続的に発生した市場のドロウダウン期間で繰り返し確認することができました。

## 市場ボラティリティの上昇

近年、市場のボラティリティが上昇する局面が頻発し、急激かつ大幅な調整局面が生じています。こうした市場局面は、あまり前触れもなく迎えることがあります。米国を例にとると、S&P500種株価指数の予想変動率である「VIX指数（恐怖指数）」は、新型コロナウイルスからの回復の不確実性に端を発して2020年3月に急上昇し、その後も過去10年間でほとんど見られなかった高い水準で推移しています。（図表1参照）

その他にも、世界的なサプライチェーンの混乱、中国の不動産市場の低迷、米国連邦準備制度理事会（FRB）による利上げと量的引き締め、商品・食料・エネルギー価格の高騰、直近ではロシアによるウクライナ侵攻などが、最近の市場変動の要因として挙げられます。

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。

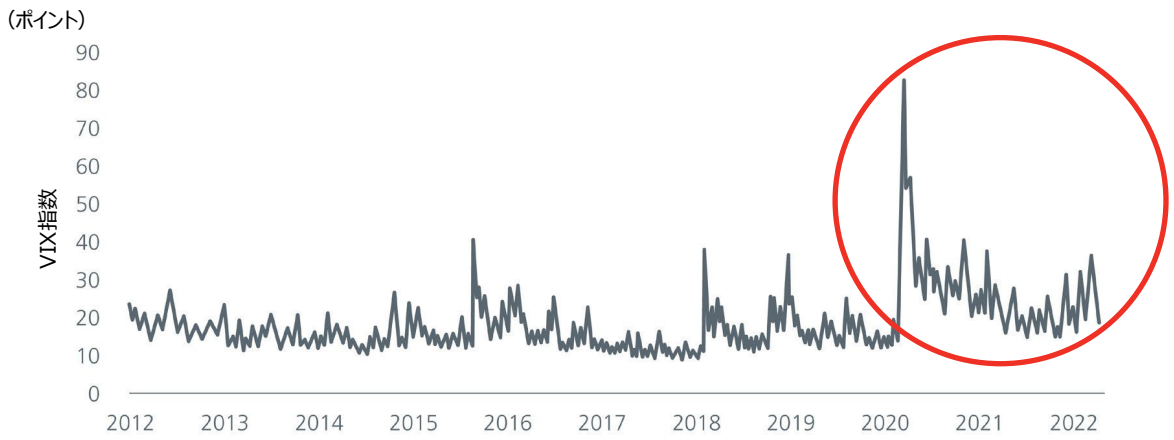
イーストスプリング・インベストメンツ株式会社

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

220614(02)

1

図表 1: 米国株式市場のボラティリティは2020年3月以降、急上昇へ



出所：Bloomberg L.P.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。（2022年3月）  
VIX指数：CBOE Volatility Index。

2019年、MSCI ACアジア太平洋（除く日本）指数が1%以上の変動を記録した日は42日ありました。2020年には2倍以上の86日、2022年第1四半期（1～3月）には、すでに25日の変動がありました<sup>2</sup>。

このような乱高下が起こると、市場の調整局面の痛みには耐えられない投資家は、まさに最悪のタイミングで市場から撤退することを決断し、市場の急反発による株価上昇の機会を逃してしまい最良のタイミングをとらえることができない可能性があります。低ボラティリティ・クオンツ戦略は、市場が乱高下する期間に下落幅を小さくすることで、損失を最小限に抑えることが期待できます。

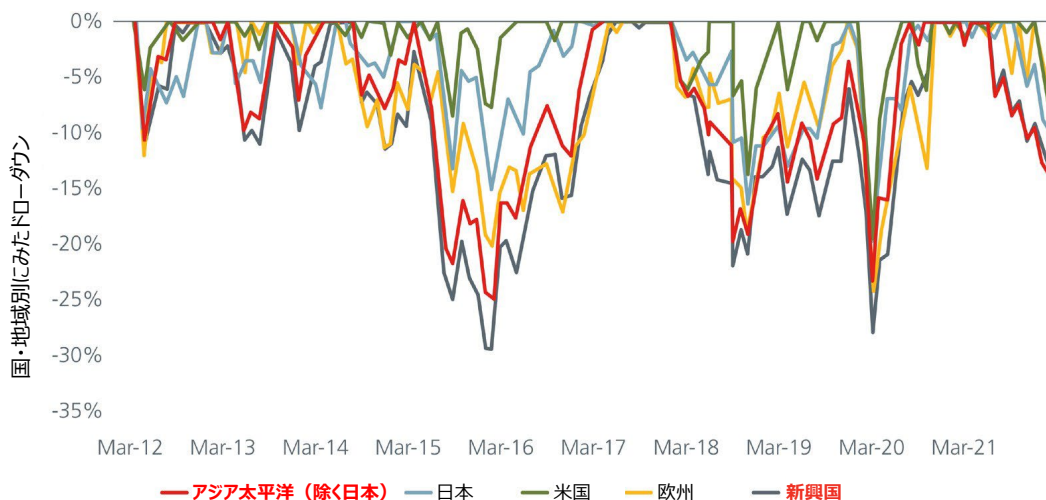
同様に、この戦略は下落前の価格水準に戻るために必要な上昇幅が、そもそもの下落幅が小幅なため小さくて済むこととなります。こうした利点は時間が経つにつれて増していきます。

### アジアにおける低ボラティリティ戦略の魅力的な事例

株式投資において新興国やアジア市場は、先進国市場よりも市場変動が大きい場合が一般的です。（図表2参照）過去10年間、新興国市場とアジア市場は、市場ボラティリティが高まった期間に、米国や欧州よりも大きなドロウダウン（最高値からの下落率）を記録しています。

図表 2: アジア\*や新興国は相対的に大きなドロウダウンを記録

\*アジア太平洋（除く日本）



出所：Bloomberg L.P.、MSCIの各当該インデックス・データ（米ドル建て、グロス）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。（2022年3月31日時点）

これらのドローダウンからの回復に要する期間も同様に重要です。同期間において、大幅下落からの回復に要した日数は、米国が4日間、欧州が8日間であるのに対し、アジアは平均14日間となっています<sup>3</sup>。アジア株式市場はドローダウンに見舞われるリスクが高く、またその回復に時間がかかることを考えると、アジアの低ボラティリティ・クオンツ戦略は、投資家が市場変動に対して巧みに対応し、長期的な投資を継続するための投資戦略として、特に魅力的なものであると思われます。

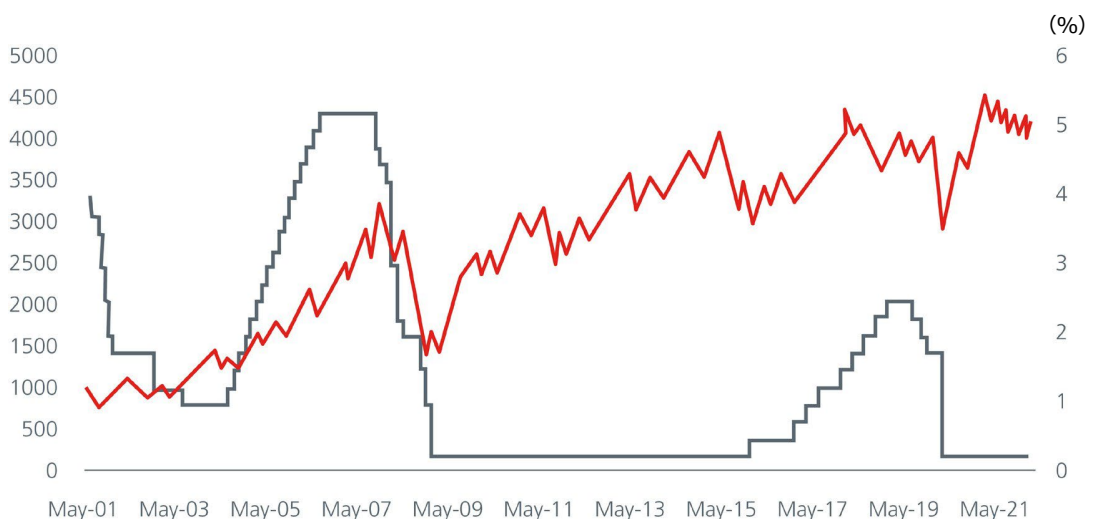
なお、新型コロナウイルスはアジア新興国の経済に傷跡を残しています。アジア新興国の経済は内需の継続的な回復と堅調な輸出により、2022年には5.2%、2023年には5.3%の経済成長が見込まれていますが<sup>4</sup>、域内の経済の特性が国によって異なるため、経済回復のペースは均等ではありません。今後アジア経済が発展し成熟していく中で、市場の変動を引き起こす可能性のある経済のリバランス（再均衡）が断続的に起きることが想定されます。2021年に見られた中国の当局による不動産やその他のセクターに対する規制強化の動きはその一例です。より広範なアジア株式へのエクスポージャーを望む投資家は、アジアの低ボラティリティ・クオンツ戦略によってポートフォリオを補完することが検討できます。

## 利上げの影響に対する耐性

米国の金利が急速に上昇したことに対する懸念が、ここ数か月、アジアの株式市場を動揺させています。FRBは米国のインフレを抑制するために、当初考えていたよりも積極的に金利を引き上げる必要がある可能性を示唆しています。投資家が金利上昇による経済成長への下押し圧力を懸念するのは当然と言えます。

FRBが最後に金利引き上げに積極的な姿勢を示したのは2004年6月30日から2006年6月29日の間でしたが、この間、金利は1%から5.25%へと4.25%引き上げられました。しかし同期間中、MSCI ACアジア（除く日本）最小分散指数は26%の上昇を記録しています。（図表3参照）

図表 3: 過去の米国利上げ局面において耐性を示したアジア株式市場\*



— MSCI ACアジア（除く日本）最小分散指数、左軸 — フェデラルファンド（FF）金利の誘導目標、右軸  
※2001年5月末を1,000として指数化。

出所：\*MSCI ACアジア（除く日本）最小分散指数を使用。フェデラルファンド（FF）金利の誘導目標はRefinitiv Datastreamのデータより（2022年2月9日）。



## インフレに対する緩衝材となり得る低ボラティリティ銘柄

低ボラティリティ銘柄は通常、ディフェンシブ・セクターに含まれ、安定した収益、予測可能なキャッシュフロー、高配当といった特性を持つ成熟企業が多いという特徴があります。投資家にとって配当金を支払う企業は、インフレ環境下での緩衝材となります。株価の値上がり益を待つのと異なって、配当金を受け取った時点で確実に投資による収入を享受できるからです。そして配当金を支払う企業は、配当金を支払うための盤石なキャッシュフローを有しているともいえます。

また、配当収入はアジアの長期的な株式リターンの源泉にもなっています。（定期的な配当の始まりは株価の上昇、つまりキャピタルゲインを伴っているケースが多いことが一部で指摘されており、結果的にトータルリターンの底上げにつながります。）さらに、アジア企業（日本を除く）のフリーキャッシュフロー・カバー率（フリーキャッシュフロー÷（配当＋自社株買い））は相対的に高い水準にあり、配当が強固なバランスシートに支えられていることが示唆されています。（図表4参照）

私たちが2022年5月のレポート「[アジアのインカム投資：アジアのREITと高配当株式への投資](#)」で指摘したように、アジア太平洋地域（除く日本）の株式で配当利回りが3%を超える銘柄数は、欧州の約2倍、米国の3倍以上となっています<sup>5</sup>。したがって、クオリティが高く魅力的な配当利回りの低ボラティリティ銘柄を慎重に選択すれば、インフレ上昇に対する緩衝材となるのです。

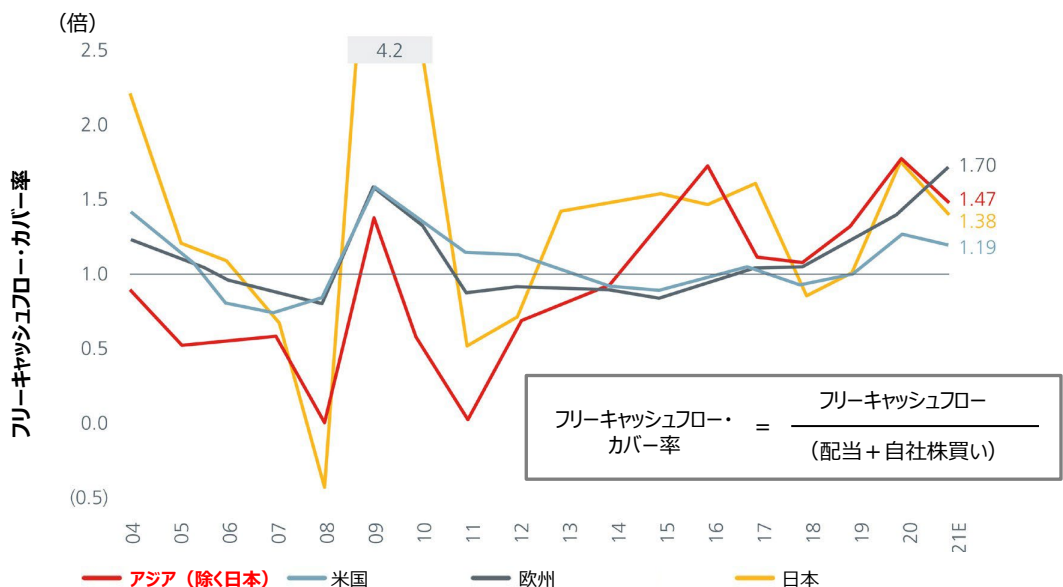
## 低ボラティリティのポートフォリオ構築≠低ボラティリティの銘柄を集めた単純なポートフォリオ

アジアの低ボラティリティ・クオンツ戦略のメリットはこれまで述べてきた通りですが、一方でデメリットとして、市場が急騰したときに出遅れがちであることが挙げられます。新型コロナウイルスの発生は、多くの投資家が望む、より低いドロウダウンであると同時により幅広い市場へのカバレッジという運用目標を達成するためには、単一の投資ファクターのアプローチ、すなわち低ボラティリティ型の運用スタイルのみに依存することは必ずしも効果的ではないかもしれないという点を浮き彫りにしました。

そのため、低ボラティリティの銘柄にのみフォーカスするのではなく、より多くの銘柄からなる大きな投資対象ユニバースを考慮するアプローチが望ましいとされています。その結果、魅力的なファンダメンタルズ特性を持つ銘柄への投資を通じてポートフォリオにアルファ（超過収益）を追加する機会が増え、さらに高度なポートフォリオ構築アプローチを活用することで低ボラティリティ型のポートフォリオを実現することができます。

この運用プロセスは、最終的に国・地域、セクター、産業において十分に分散されたエクスポージャーを実現し、単純に低ボラティリティ銘柄を集めたポートフォリオではなく、低ボラティリティ型のポートフォリオを極めることが可能となります。

図表 4: アジア（除く日本）企業のフリーキャッシュフロー・カバー率は2013年以降1倍以上で推移



出所：Bloomberg L.P.、Jefferies Researchのデータ（2022年3月17日）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  
集計は、直近のユニバースを対象にした浮動株調整済のデータで算出。国・地域のデータはMSCIデータ（除く金融）による。

ボラティリティが上昇する期間においても現金比率はできるだけ抑えてアジアへのフルインベストメントを継続したい長期投資家は、低ボラティリティ戦略を用いることによってアセットアロケーション全体を適切に補完し、不安定な市場環境におけるドロウダウンのリスクを管理することが期待できます。

本レポートは、**2022年アジアエキスパート**（計8回発行予定）の第6回目の記事になります。

**2022年アジアエキスパート**ではアジアで生まれつつある投資機会を捉えるべく、投資家が活用できるさまざまな投資戦略について考察し皆様にご紹介しています。

次号以降も引き続きよろしくお願いたします。

#### データ出所

1. Refinitiv Datastream、MSCIの各データ（2021年12月31日）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。
2. Bloomberg L.P.、MSCI ACアジア太平洋（除く日本）指数のデータ（2022年3月31日）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。
3. eVestmentのデータ（2022年4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）作成。
4. Asian Development Bank（2022年4月）。
5. 集計対象の銘柄はMSCI World Indexの構成銘柄（2022年3月）。これらを地域・国別に集計したものを。

※ 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。