

低リスク高リターン株式投資!?

(株式投資に死角はないか②)

株式投資再考シリーズ 第2回

遠藤 勝利

アライアンス・バーンスタイン未来総研 所長



【本稿のポイント】

- 株式投資を考える場合、リターンの下振れなしに上振れだけを楽しむことは困難であることから、現実的にはプラス・リターンを極大化する一方で、マイナス・リターンの極小化を図ることになる。
- 株式市場には「低リスク・高リターン」もたらす現象が観測されており、「低ボラティリティ・パズル」といわれる。一般に投資は「高リスク・高リターン」といわれる中で、これは投資家にとって願ってもないことだ。

株価上昇だけ享受したいが…

前稿(株式投資に死角はないか①)では、株式が改めて収益追求資産として注目されている中で、どのようにそのリスクと向き合うかが課題であることを確認した。ファイナンス理論では、投資収益率(以下「リターン」)が変動すること自体を「リスク」と考えるが、株式投資家にとっては、株式リターンの主たる要素である株価下落等によるリターンの下振れは回避したいものの、株価上昇等によるリターンの上振れは歓迎だ。

とはいえ、残念ながらリターンの上振れだけを確保するのは困難であることから、現実的には、プラス・リターンを極大化する一方で、マイナス・リターンの極小化を図ることになる。この方策としては、(1)株式以外の資産クラスを含めた複数資産での対応、(2)株式のみでの対応、に大別できよう。

株式以外の資産クラスを含めた複数資産に投資する場合、①中長期的には、「政策アセットミックス (Policy Asset Mix)」を策定し、一定のリバランス・ルールに基づいてリバランスを行うことが代表的な対応例といえる。こ

*リスク無しでリターンを得ること。

うすることで、中長期的に株価が右肩下がりであれば、割安時に株式により投資し、割高時に一定の利益確定売りを行うといったリバランス効果が得られることが知られている。また、②短期的には、「戦術的資産配分 (Tactical Asset Allocation)」により、時々の市場環境に応じて一定のルールにより資産配分を変更することでリターンの上乘せを狙うというのが教科書の対応だ。

ただし、いずれの場合も各資産クラスの相対魅力度に依って資産配分を判断することになるが、例えば、株式を減額して債券に投資した場合、金利上昇懸念もある。また、特に短期の資産配分変更は市場の後追いになり、かえってリターンを押し下げてしまうリスクもつきまとうことから実際に適用しようとする点が多い。株式投資再考シリーズとしての本稿は、複数資産に関する言及はこれらの問題点の指摘にとどめる。

複利効果とボラティリティ・パズル

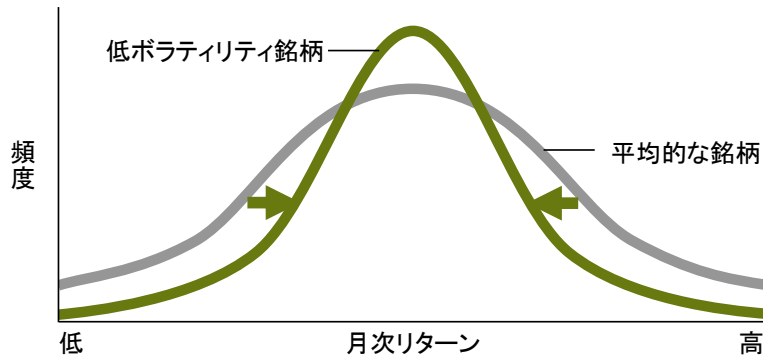
株式資産内での対応を考えた場合はどうか。一般的に、「フリー・ランチ*はない」ことから、株式リターンの下振れを抑制するには、リターンの上振れも一定程度放棄せ

当資料は、2014年9月22日現在の情報を基にアライアンス・バーンスタイン株式会社が作成した資料であり、いかなる場合も当資料に記載されている情報は、投資助言としてみなされません。当資料は信用できると判断した情報をもとに作成しておりますが、その正確性、完全性を保証するものではありません。また当資料の記載内容、データ等は今後予告なしに変更することがあります。アライアンス・バーンスタインはアライアンス・バーンスタイン・エル・ピーとその傘下の関連会社を含みます。当資料で使用している指数等に係る著作権等の知的財産権、その他一切の権利は、当該指数等の開発元または公表元に帰属します。

ざるを得ない。このイメージを図示したものが 図表1 である。図表1は、同一株式市場内における平均的な銘柄と、平均よりも低いボラティリティ(リターンの変動性が低い=リスクが低い)銘柄について、横軸は月次リター

ン、縦軸はその出現頻度をプロットしたものである。低ボラティリティ銘柄は、(マイナスを含む)低いリターンが発生する確率が低いかわりに、高いリターンの出現確率も低いというわけだ。これを簡単な設例で考察する。

【図表1】 株式市場の平均的な銘柄と低ボラティリティ銘柄



上記は説明のみを目的としています。出所:アライアンス・バーンスタイン

【図表2】 銘柄A・B・Cに当初各100万円を投資した場合

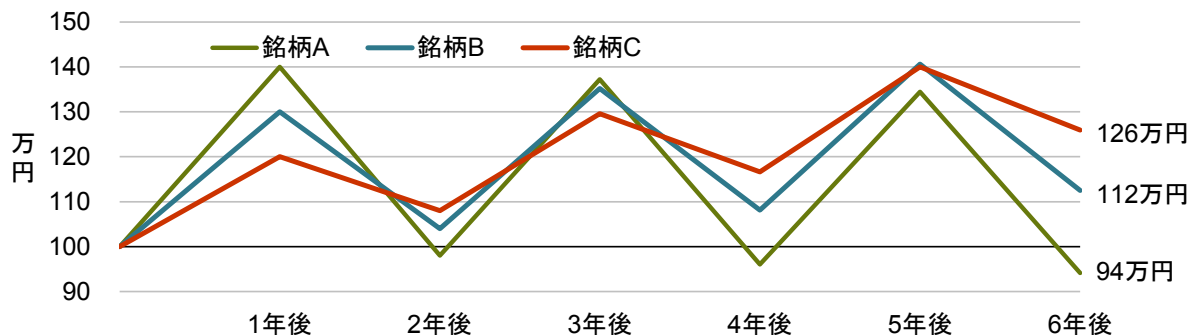
		リターン(年率)						リスク		投資効率(B/C)		
		1年目	2年目	3年目	4年目	5年目	6年目	算術平均(A)	幾何平均(B)		複利効果(B-A)	(標準偏差、年率)(C)
年別リターン	銘柄A	40%	-30%	40%	-30%	40%	-30%	5.0%	-1.0%	-6.0%	35.0%	-0.03
	銘柄B	30%	-20%	30%	-20%	30%	-20%	5.0%	2.0%	-3.0%	25.0%	0.08
	銘柄C	20%	-10%	20%	-10%	20%	-10%	5.0%	3.9%	-1.1%	15.0%	0.26
累積リターン	銘柄A	40%	-2%	37%	-4%	34%	-6%					
	銘柄B	30%	4%	35%	8%	41%	12%					
	銘柄C	20%	8%	30%	17%	40%	26%					

上記は説明のみを目的としています。出所:アライアンス・バーンスタイン

図表2・3は、銘柄A、B、Cの順にボラティリティが小さい3つの銘柄に各100万円を6年間投資した例である。6年間の年率リターンは、算術平均ベースで3銘柄共に5.0%である一方、幾何平均ベースでは銘柄A = ▲

1.0%、銘柄B=2.0%、銘柄C=3.9%となっており、6年後の資産額は、銘柄A=94万円、銘柄B=112万円、銘柄C=126万円といったバラツキがでた(図表2・3)。これは何故か？

【図表3】 銘柄A・B・Cに当初各100万円を投資した資産の推移



上記は説明のみを目的としています。出所:アライアンス・バーンスタイン

理由は、リターンがリターンを生む「複利効果」(=幾何平均-算術平均)が、ボラティリティが大きいほどマイナス効果が大きいためである。一般に「複利効果」というと、「複利」は投資期間中に発生する利息が元本に加えられ再投資されるため「利息が利息を生む」分、「単利」に比してプラス効果のイメージがあるが、ボラティリティについては大きいほどマイナス効果が大きい。

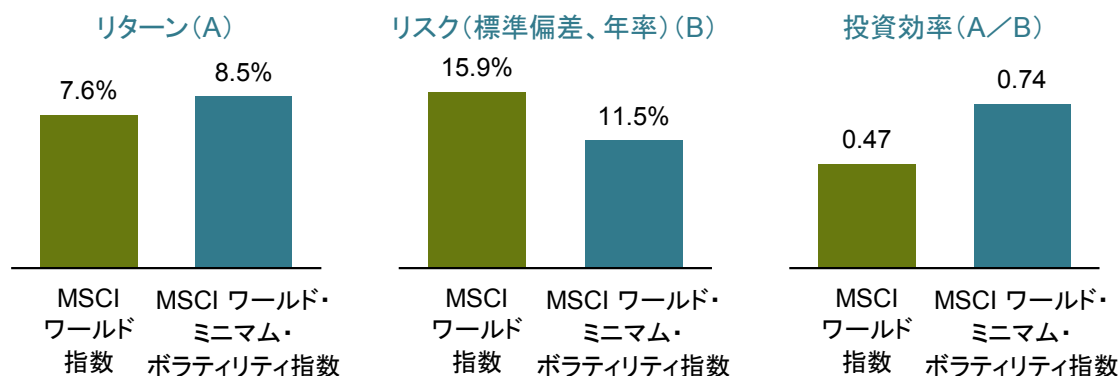
これは、分かりやすくするために極端に単純化した例であるが、こういった効果があることは自明であることから、市場が効率的であればボラティリティの大きい銘柄ほど、リスク・プレミアムとして投資家はより高いリターンを要求する形で株価に織り込まれる(=株価はディスカウント)はずである。しかしながら、実際の株式市場においても、一般にいわれる「高リスク・高リターン」に反する同様の現象が観測されている(図表4)。ボラティリティ

が高い銘柄の将来リターンが低い現象は「ボラティリティ・パズル」や「ボラティリティ効果」等と呼ばれる。

ボラティリティ・パズルの主な存在理由として、「短期の株価ボラティリティの大きい企業では予想利益が実績利益よりも過大な傾向があり、この過大評価が低リターンをもたらす」**、「機関投資家のベンチマーク運用においてベンチマークを上回るために高ベータ銘柄選好が強い」***、「ごく少ない確率で発生する多額の利益に対するリスク愛好的な傾向を示す個人投資家の存在」*** 等、行動ファイナンス的な説明が多く試みられている。

理由はどうであれ低リスク・高リターンが得られるなら株式投資家としては歓迎だ。今回は、こういった低リスク・高リターン株式投資動向について考察する。(第3回に続く)

【図表4】 グローバル株式: 低ボラティリティ株式のパフォーマンス



2002年3月から2014年8月のデータ。過去の実績は将来の成果を示唆・保証するものではありません。 出所: MSCI、アライアンス・パースタイン

**「投資家の期待とボラティリティ・パズル」(山田徹、永渡学、証券アナリストジャーナル2010.12)

***『ボラティリティ・アノマリー』の行動経済学的探究(岩澤誠一郎、内山朋規、財務省財務総合政策研究所 2013.3)

アライアンス・バーンスタイン株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第303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

<http://www.alliancebernstein.co.jp>

当資料についての重要情報

当資料は、投資判断のご参考となる情報提供を目的としており勧誘を目的としたものではありません。特定投資信託の取得をご希望の場合には、販売会社において投資信託説明書(交付目論見書)をお渡ししますので、必ず詳細をご確認のうえ、投資に関する最終決定はご自身で判断なさるようお願いいたします。以下の内容は、投資信託をお申込みされる際に、投資家の皆様に、ご確認いただきたい事項としてお知らせするものです。

■ 投資信託のリスクについて

アライアンス・バーンスタイン株式会社の設定・運用する投資信託は、株式・債券等の値動きのある金融商品等に投資します(外貨建資産には為替変動リスクもあります。)ので、基準価額は変動し、投資元本を割り込むことがあります。したがって、元金が保証されているものではありません。投資信託の運用による損益は、全て投資者の皆様に帰属します。投資信託は預貯金と異なります。リスクの要因については、各投資信託が投資する金融商品等により異なりますので、お申込みにあたっては、各投資信託の投資信託説明書(交付目論見書)、契約締結前交付書面等をご覧ください。

■ お客様にご負担いただく費用:投資信託のご購入時や運用期間中には以下の費用がかかります

- 申込時に直接ご負担いただく費用…申込手数料 上限3.24%(税抜3.00%)です。
- 換金時に直接ご負担いただく費用…信託財産留保金 上限0.5%です。
- 保有期間に間接的にご負担いただく費用…信託報酬 上限2.0304%(税抜1.8800%)です。

その他費用…上記以外に保有期間に応じてご負担いただく費用があります。投資信託説明書(交付目論見書)、契約締結前交付書面等でご確認ください。

上記に記載しているリスクや費用項目につきましては、一般的な投資信託を想定しております。費用の料率につきましては、アライアンス・バーンスタイン株式会社が運用する全ての投資信託のうち、徴収するそれぞれの費用における最高の料率を記載しております。

ご注意

アライアンス・バーンスタイン株式会社の運用戦略や商品は、値動きのある金融商品等を投資対象として運用を行いますので、運用ポートフォリオの運用実績は、組入れられた金融商品等の値動きの変化による影響を受けます。また、金融商品取引業者等と取引を行うため、その業務または財産の状況の変化による影響も受けます。デリバティブ取引を行う場合は、これらの影響により保証金を超過する損失が発生する可能性があります。資産の価値の減少を含むリスクはお客様に帰属します。したがって、元金および利回りのいずれも保証されているものではありません。運用戦略や商品によって投資対象資産の種類や投資制限、取引市場、投資対象国等が異なることから、リスクの内容や性質が異なります。また、ご投資に伴う運用報酬や保有期間中に間接的にご負担いただく費用、その他費用等及びその合計額も異なりますので、その金額をあらかじめ表示することができません。