

# 金利の低下局面はグローバル株式低ボラティリティ戦略のアウトパフォーマンスを示唆

## 執筆者



James C. Fallon  
株式ポートフォリオ・マネジャー



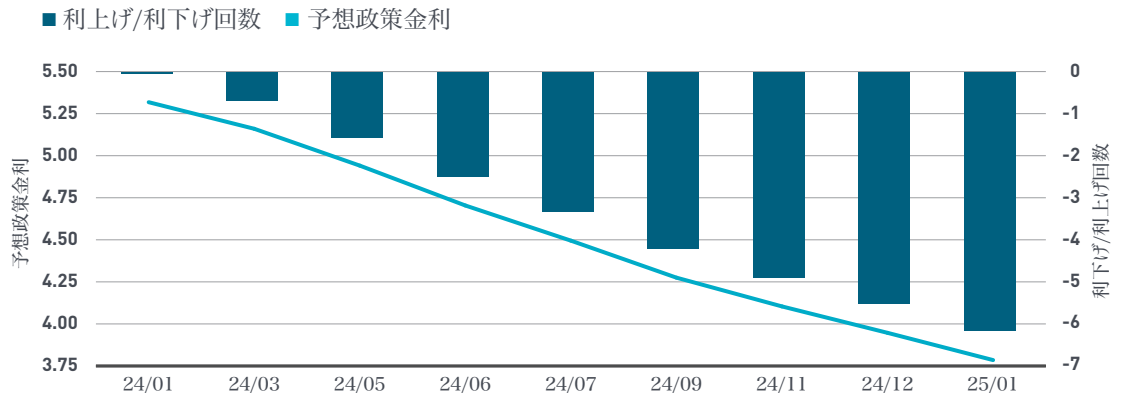
Molly O'Brien  
クオンツ・リサーチ・アソシエイト

## 概要

- 金利の低下、特に利下げが継続して実施される局面での金利低下は、景気サイクル後期において典型的な現象であり、株式市場はよりディフェンシブになり、低ボラティリティ銘柄が選好される傾向があります。
- ここ数十年、配当利回りの上昇と金利の低下の間に明確な関連性は確認できません。

資本市場では、量的緩和、低金利、低インフレを特徴とする環境から、米国債利回りが20年ぶりの高水準に達する環境への転換が完了しつつあります。そのため、次に金利が低下する局面に備えグローバル株式低ボラティリティ戦略がどのようなパフォーマンスを示すのかについて、予想を立てるタイミングかもしれません。年初、市場では、米フェデラル・ファンド (FF) 金利の誘導目標が2024年1-3月期には現在の5%超の水準から低下を始め、2025年までに4%を下回ると予想されています(図表1)。

図表1: 2024年のFF金利予想

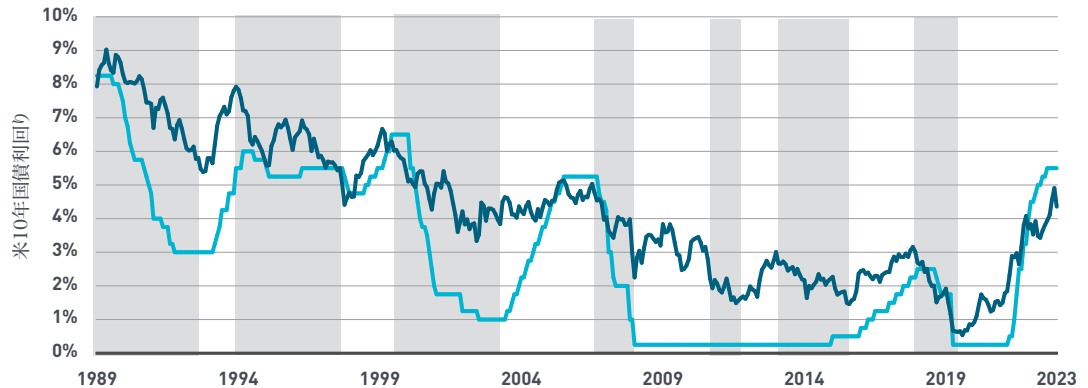


出所: Bloomberg。予想政策金利は、2024年1月9日時点のFF金利の先物価格に基づいた利下げの予測から算出。

図表2では、1990年以降の米国の金利推移から、FF金利の誘導目標に関する米連邦準備制度理事会 (FRB) の行動に基づいて金利の上昇期と下降期を特定すると、政策の転換は歴史的に米10年国債利回りの方向性に対応していることが分かります。

図表2: 1990年以降のFRBの金融政策と金利の動向

■ 米10年国債利回り ■ FF金利の誘導目標 ■ 米10年国債利回りの下降期



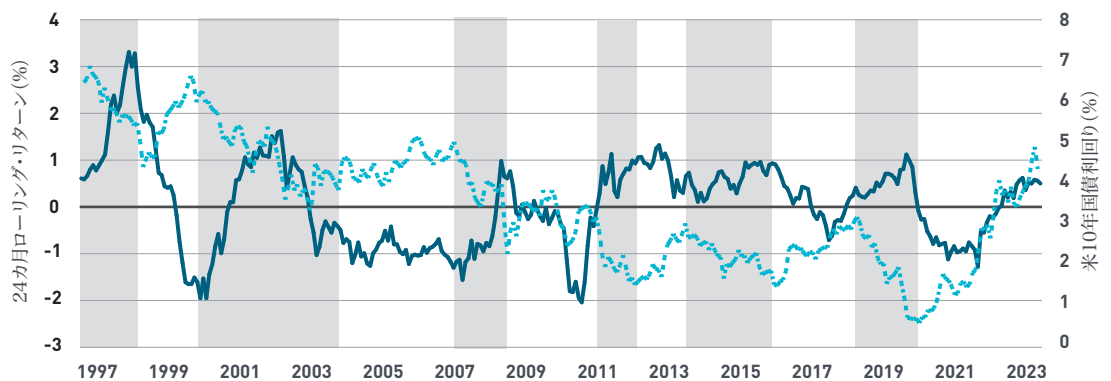
出所: Bloomberg。米連邦公開市場委員会(FOMC)は年8回開催され、FF金利の誘導目標を決定します。この金利は、公開市場操作や国債の売買を通じて、実効FF金利に影響を与えます。

### 低ボラティリティ銘柄は、金利が低下する環境下でどのような動きを見せてきたのでしょうか？

図表3は、MSCI ACWIの中で、ボラティリティが最も低い5分の2の銘柄群(「第1・第2五分位群」)とボラティリティが最も高い5分の2の銘柄群(「第4・第5五分位群」)の月次リターンを24カ月ローリングしてパフォーマンスを比較したのですが、2004年以降では、金利が低下するにつれて、低ボラティリティ銘柄が市場をアウトパフォームする傾向があることを示しています(濃い網掛け期間)。

図表3: 金利の低下に伴い低ボラティリティ銘柄がアウトパフォームする傾向

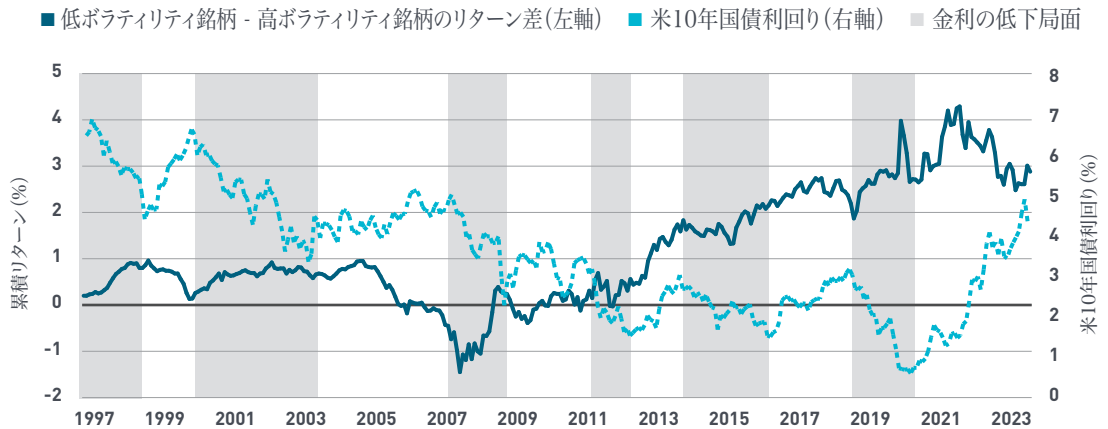
■ 低ボラティリティ銘柄 - 高ボラティリティ銘柄のリターン差(左軸) ■ 米10年国債利回り(右軸) ■ 金利の低下局面



出所: FactSet。1997年1月31日から2023年11月30日までの月次データ。低ボラティリティ銘柄は、MSCI ACWIの中で五分位分けしたボラティリティが最も低い5分の2に属する銘柄群、高ボラティリティ銘柄は、MSCI ACWIの中で五分位分けしたボラティリティが最も高い5分の2に属する銘柄群として分類。網掛け部分は、米10年国債利回りが低下した局面を示します。

図表4によれば、2022年は低ボラティリティ銘柄が相対的な強さを発揮したにもかかわらず、2020年の半ば以降は、高ボラティリティ銘柄が大幅に市場をアウトパフォームしました。

図表4:ここ数年、高ボラティリティ銘柄がアウトパフォーマンス

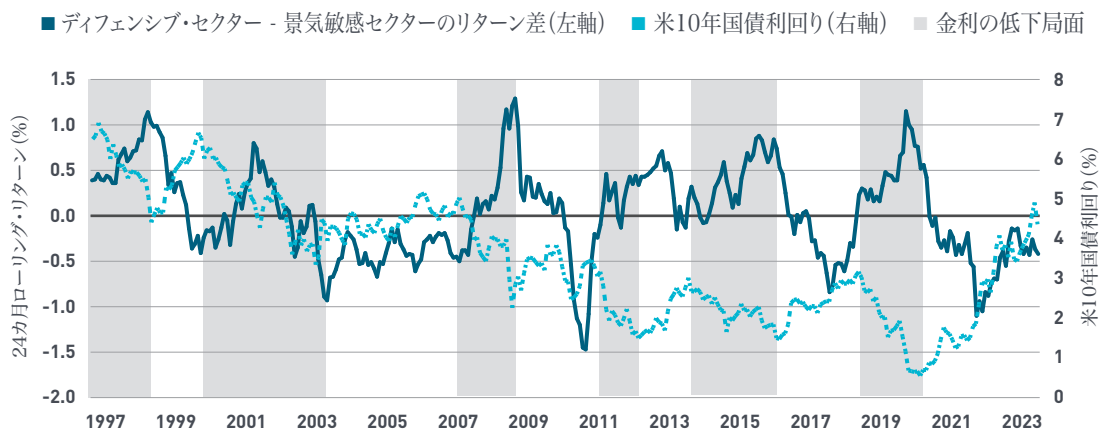


出所:FactSet, 1997年1月31日から2023年11月30日までの月次データ。低ボラティリティ銘柄は、MSCI ACWIの中で五分位分けしたボラティリティが最も低い5分の2に属する銘柄群、高ボラティリティ銘柄は、MSCI ACWIの中で五分位分けしたボラティリティが最も高い5分の2に属する銘柄群として分類。網掛け部分は、米10年国債利回りが低下した局面を示します。

### なぜ、金利が低下する局面でボラティリティの低いセクターがアウトパフォーマンスするのでしょうか？

小売、自動車、住宅、素材などの景気敏感セクターは、金利が循環サイクルのピークに達し、経済成長が鈍化した後、相対的に弱くなる傾向があります。24カ月ローリング・リターンでパフォーマンスを比較すると、金利低下局面では景気の影響を受けやすい事業へのエクスポージャーの高い企業はアンダーパフォーマンスする傾向があることが分かります。これは2008年から2009年、2012年から2013年、2015年から2016年、2019年から2020年に見られたケースです。一方、2004年から2023年の間の金利上昇局面では、景気敏感セクターはディフェンシブ・セクターをアウトパフォーマンスしてきました(図表5)。

図表5:金利が低下するとディフェンシブ銘柄がアウトパフォーマンスする傾向



出所:FactSet, 1997年1月31日から2023年11月30日までの月次データ。MSCI ACWIの景気敏感セクターには、エネルギー、金融、素材など、ディフェンシブ・セクターには生活必需品、ヘルスケア、公益事業などが属します。網掛け部分は、米10年国債利回りが低下した局面を示します。

## 結論

本分析は、現時点で利下げを見込んでいる市場コンセンサスや2024年に金利が低下する環境になることを前提として、低ボラティリティ銘柄がどのようなパフォーマンスを示すのかを検討したものです。市場サイクルの中では、このような環境においては通常、低ボラティリティ銘柄は、高ボラティリティ銘柄をアウトパフォームしており、今後、高ボラティリティ銘柄や景気敏感銘柄へのエクスポージャーを持つポートフォリオに分散効果をもたらす可能性があることが示唆されます。▲

MSCIは、当レポートに含まれるMSCIデータに関して、明示または非明示を問わずいかなる保証も行っておらず、責任を一切負わないものとします。MSCIデータは、他の指数や有価証券、金融商品のために再利用することは出来ません。当レポートはMSCIによって承認、審査または作成されたものではありません。当レポートの中の意見は執筆者個人のものであり、予告なく変更されることがあります。また意見は情報提供のみを目的としたもので、特定証券の購入、勧誘、投資助言を意図したものではありません。予想は将来の成果を保証するものではありません。過去の運用実績は将来の運用成果を保証するものではありません。

特に記載のない限り、ロゴ、商品名、サービス名はMFS®およびその関連会社の商標であり、一部の国においては登録されています。

当社の事前の許可なく、当レポートの複製、引用、転載、再配布を行うことを禁じます。

当レポートは、情報提供を目的としてマサチューセッツ・ファイナンシャル・サービスズ・カンパニー (MFS) および当社が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。当レポートは、MFSもしくは当社が信頼できると判断したデータ等に基づき作成しましたが、その正確性および完全性を保証するものではありません。当レポートは作成日時時点のものであり、市場環境やその他の状況によって予告なく変更することがあります。当レポートのデータ・分析等は過去の一定期間の実績に基づくものであり、将来の投資成果および市場環境の変動等を保証もしくは予想するものではありません。特定の銘柄・有価証券や業種等への言及がある場合は例示目的であり、それらを推奨するものではなく、また、必ずしもMFSの現在の見方を反映しているとは限りません。当レポートは特定の金融商品もしくはファンドの勧誘を目的とするものではありません。当社が提供する金融商品は、市場における価格の変動等により、元本欠損が生じる場合があります。また、お客様にご負担いただく手数料等は、各商品、サービスにより異なり、運用状況等により変動する場合がありますため、予め金額または計算方法等を表示することはできません。当レポートに基づいてとられた投資家の皆様の投資行動の結果については、MFSおよび当社は一切責任を負いません。詳しくは契約締結前交付書面その他の開示資料等をお読みください。

## MFSインベストメント・マネジメント株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第312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