

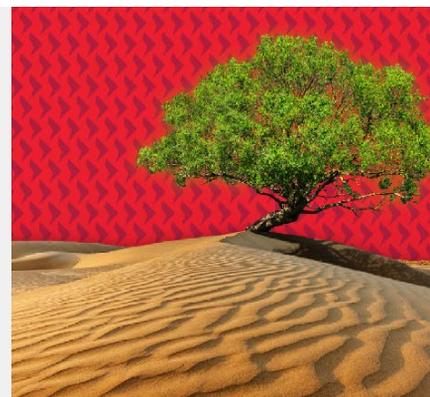
invested in insights.

eastspring
investments

A Prudential plc (UK) company



混沌とした市場環境で 安定を保つために

**Michael (Xiaochen) Sun**ディレクター、計量株式戦略
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

- 関税強化と保護主義の台頭により政策の不確実性が高まっており、ディフェンシブ型の投資戦略の必要性が浮き彫りになっています。
- 低ボラティリティ戦略は市場の混乱時にレジリエンス(耐性)を発揮し、下落リスクから投資家を保護するのに役立ちます。
- アクティブ投資により、投資家は市場の急落時においても、市場における勝者と敗者を識別し利益を得ることが期待できます。

最近の米トランプ政権による関税をめぐる警戒感、保護主義の台頭、不確実なインフレ見通しはすべて『経済政策不確実性指数(EPU指数)』が示すように、政策の不確実性の高まりに反映されています。同指数は、経済、政策、不確実性に関連するキーワードを含む新聞記事の頻度を算出測定し、企業や投資家の懸念の高まりを算出しています。興味深いことに、この政策の不確実性をあらかずEPU指数と金融市場のボラティリティをあらかずVIX指数の間には直近で顕著な乖離があります(図表1参照)。EPU指数が急上昇しているにもかかわらず、VIX指数は大きな上昇を示していないのです。

これにはさまざまな理由の可能性がありますが、たとえば、一部の投資家が依然として“これは単なるディール(取引)外交による戦略に過ぎない”と受け止めていることや、トランプ大統領の成長重視政策が市場ボラティリティを相殺してくれると認識していることなどが挙げられます。

しかし、いずれにせよトランプ大統領の『不確実性の武器化』が2期目のトランプ政権で強化されたという事実には変わりありません。関税のダメージがマクロ経済レベルと企業レベルの両方でマイナスの連鎖反応を引き起こすことは間違いありません。したがって、市場ボラティリティの高まりは、当面は恒常的なものとなる可能性があります。

米ゴールドマン・サックスのエコノミストによると、カナダとメキシコに対する一律関税は米国のコアインフレ率を0.7%上昇させ、国内総生産を0.4%押し下げると推定しています¹。トランプ政権による関税の引き上げによって米国の消費者物価が上昇する可能性があるため、インフレ再燃により米連邦準備制度理事会(FRB)が利下げ措置を停止するのではないかと投資家は懸念しています。実際、FRBは市場予想通り、3月に政策金利の据え置きを発表し、利下げサイクルを“一時停止”し、パウエル議長は、“当局者は新大統領の下でどのような政策が実施されるかを見守っている”と述べました。

ポートフォリオのレジリエンスを高めることが重要

予測困難な経済環境においてポートフォリオのレジリエンス(耐性)を確保するためには、投資家は投資対象を分散し、ポートフォリオをよりディフェンシブなものへと修正する必要があります。たとえば、ポートフォリオに低ボラティリティ戦略を追加すると、投資ポートフォリオ全体のディフェンシブ性を高めることができます。ディフェンシブ性を重視したポートフォリオは通常、市場の急落局面における損失を抑えることを目的としています。

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

invested in insights.

図表 1: 市場で見られる“不確実性と金融市場のボラティリティの乖離”



出所：Bloomberg, Economic Policy Uncertainty のデータ(2025年2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)が作成。

これをよりよく理解するために、MSCI AC アジア太平洋(除く日本)最小ボラティリティ指数を使用し、低ボラティリティ型の投資スタイルが、トランプ第一次政権下の2018年に関税を課した時にどのように反応したかを見てみました。2018年3月から2018年12月の間、米国と中国は、互いに幅広い商品に関税を課することで報復に出ました。

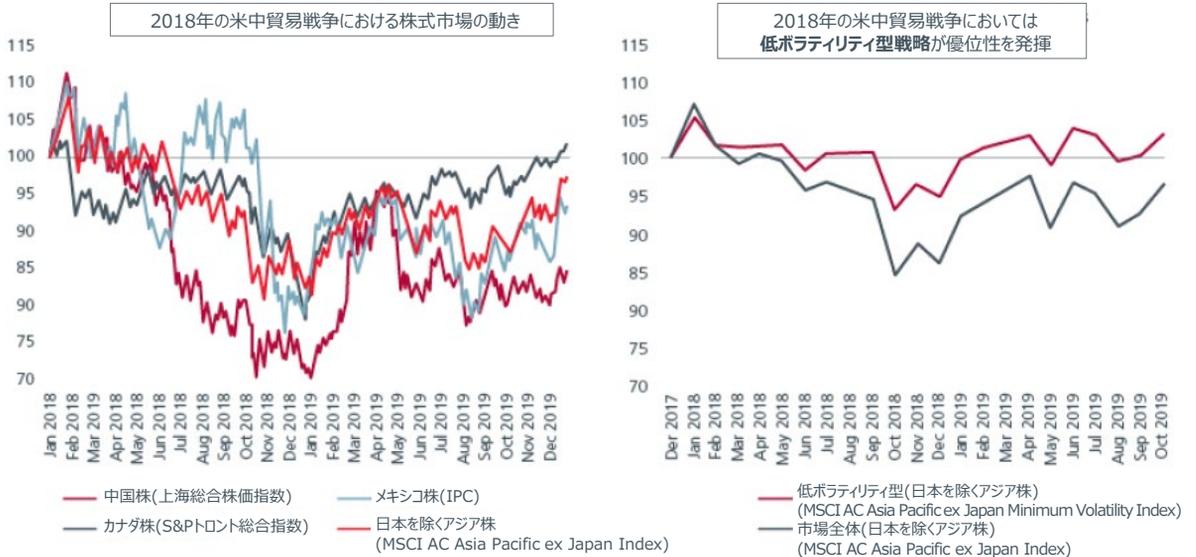
同期間中、幅広い商品に関税が課されたことで市場の不確実性とボラティリティが高まりました。米中貿易戦争の直接的な影響を受けた株式市場は、特に2018年の後半に著しい下落に見舞われました(図表2参照)。

しかし、こうした動きとは対照的に、アジアの低ボラティリティ指数であるMSCI AC アジア太平洋(除く日本)最小ボラティリティ指数は相対的に下落リスクを抑制し、この期間を通じて堅調なパフォーマンスを示しました。

ディフェンシブな特性を持つ低ボラティリティ戦略

変化の激しい世界経済情勢を踏まえ、低ボラティリティ型のポートフォリオに対する関税の潜在的影響を評価するために、今回ストレステストを実施してみました。

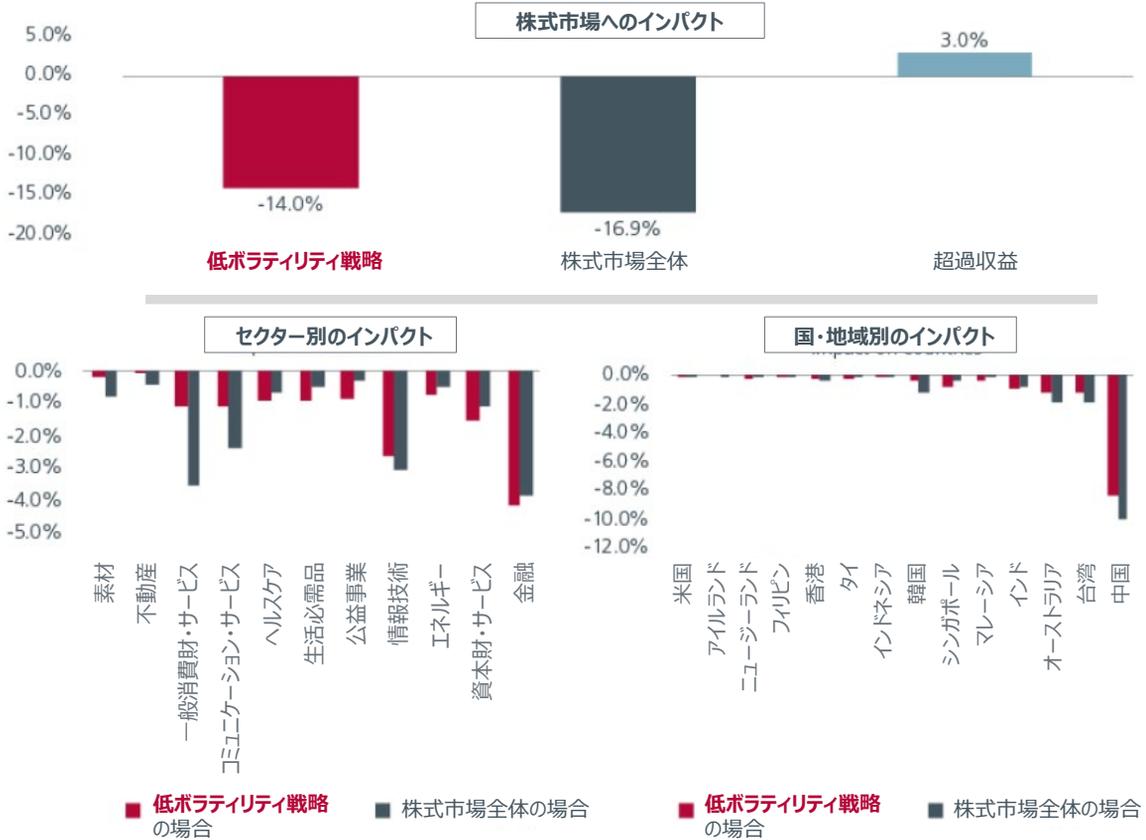
図表 2: 2018年の米中貿易戦争における関税の影響 ~ 株式市場への影響の考察



出所：LSEG DataStream, MSCI, S&P のデータ(2025年2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)が作成。

invested in insights.

図表 3: “グローバル保護貿易主義の台頭”による株式市場への影響



出所：BlackRock Aladdin のデータ(2025年2月時点)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)が作成。
 ●株式市場全体：MSCI AC Asia Pacific ex Japan Index、●低ボラティリティ戦略：MSCI AC Asia Pacific ex Japan Minimum Volatility Index。

“Aladdin(アラジン)”のリスク管理システムの“グローバル保護貿易主義の台頭”シナリオを使用して、その影響を受ける国からの報復措置を含む、大幅な関税が世界貿易、インフレ、金利に与える影響を評価しました。このテストでは、追加関税により国内インフレが上昇し、金利が上昇して米ドル高になると想定し、サプライチェーンが米国以外の国・地域の原材料に大きく依存している米国企業の売りが発生する可能性を考慮しています。

結果は、低ボラティリティ戦略によるディフェンシブな投資スタイルが引き続き下落リスクを抑制し、市場全体と比べて約3%の超過収益を生み出していることが明らかとなりました(図表3参照)。とはいえ、市場は将来を見据えており、トランプ政権によるマクロ経済および市場への影響は時々変化する可能性があることを私たちは十分に認識しています。

アクティブ投資は特異なリスクを回避するのに役立つ

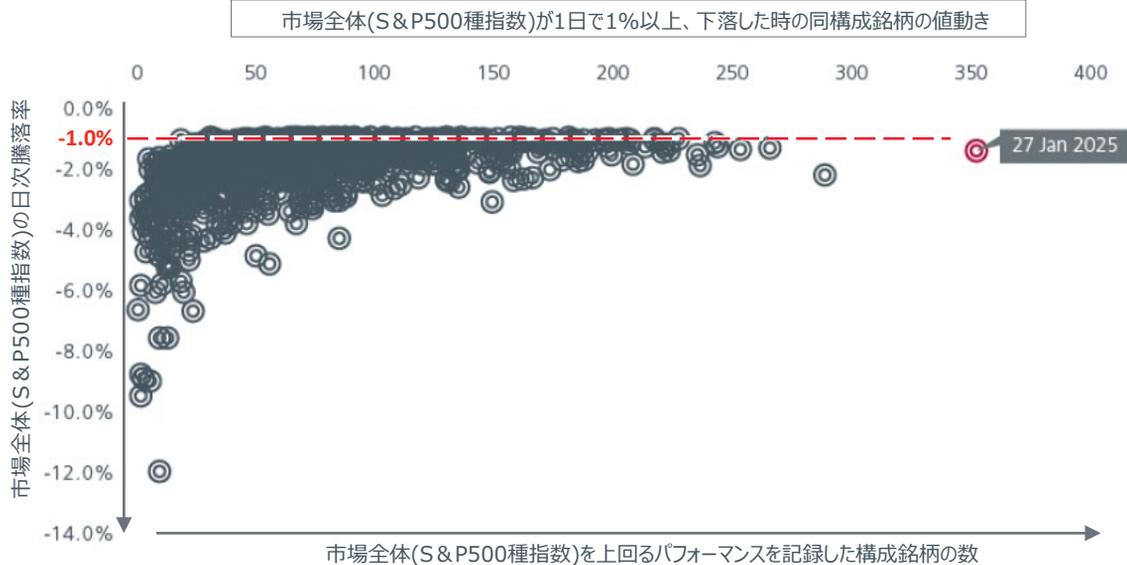
政策の不確実性に加え、中国の人工知能(AI)スタートアップ企業のディープシークのAIモデルの突然の出現によって市場は動揺し、テクノロジー株が最も大きな影響を受けました。

1月27日にディープシークのニュースが報じられると、主要なハイテク株で構成する米ナスダック100指数は3%下落し、エヌビディアは17%の急落を記録しました。一部報道によると、単一銘柄の1日の時価総額減少額としては史上最大とされています。ディープシークのオープンソースモデル(AIモデルを支えるソフトウェアコードが無料で公開されている)は、グーグル(ジェミニ)やマイクロソフト(オープンAI)ど、米国を拠点とする大手企業の独自のAI製品にとって直接的な競合となるため、同イベントはAI業界にとってブラックスワン(極めてまれな巨大ショック)となりました。

ディープシークの出現はAI業界に破壊的なインパクトをもたらしましたが、これとは別に同イベントは皮肉にも“投資における分散化の必要性”を浮き彫りにしています。主要な株式市場指数をみると指数そのものは下落しているにもかかわらず、実際にはS&P500種指数の場合、その構成銘柄のうち351銘柄、つまり構成銘柄の約70%が上昇して1日を終えたのです。これは、市場全体(S&P500種指数)が2000年以降で1%以上の下落を記録した時に上昇を示した銘柄数としては最多です。こうした動きは過去25年間で前例のないことです(図表4参照)。

invested in insights.

図表 4: 下落局面で市場全体*を上回るパフォーマンスを示した銘柄数** *S&P500種指数、**同指数の構成銘柄。



出所：Bloomberg、S&P のデータ(2025年1月時点)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)が作成。

このような特異な価格変動は、分散されたポートフォリオを持つことの重要性をさらに強調しています。前述の例でみると、プラスのパフォーマンスを記録した350以上の銘柄への投資によって、投資家は“市場で起きている売りは全銘柄が売られるといった無差別的なものではなく、市場で勝者と敗者が生まれている”市場環境下においても利益を得ることができます。

さらに、セクター、国・地域、そして重要な投資スタイルに分散されたポートフォリオは、最終的にレジリエントなパフォーマンスを実現できます。低ボラティリティ株式戦略でポートフォリオの下落リスクに対するバッファーを強化すると、下振れリスクを抑制することが期待でき、2025年の安定したリターン獲得の実現に貢献できるのです。

(データ出所)

1. Global Markets Comment: Market Thoughts on Trade War 2.0.

※ 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。