

指数革命

www.ftse.jp

インデックスの進化がもたらした新たな運用戦略

ボラティリティを抑制する手法として注目を集める代替的株式インデックス

1990年代後半のITバブルをきっかけに、傍流から主流の運用手法と見なされるようになったインデックス運用。ITバブルの崩壊や世界的な金融危機という痛みを経て、「FTSE グローバル・ミニマム・ヴァリアンス・インデックス・シリーズ」といった新しいタイプのインデックスが誕生するなど、運用の多様性が増している。インデックス運用はいかに進化したのか、その動きを追った。

インターネットバブルを経て 見えてきたインデックス運用の課題と教訓

1990年後半のドットコム時代、株式市場ではハイテク関連銘柄が賑わい、それに伴い市場は2桁のリターンを上げて当然という状況が続いた。このため運用の世界ではこの様な高いリターンを授受できるベンチマークからかい離するのは得策ではないと考えられるようになった。ベンチマークからの乖離を示す「トラッキング・エラー」が大きくなりリスクと考えられ、その極小化を意識したインデックス運用が注目を集めた。しかしながらこれはITバブルをさらに過熱させ、バブル崩壊時の痛みが増幅するという側面を生じさせることになった。

理由のひとつは、より多くの投資家がインデックス運用を行ったことで、相場の勢いに乗るモメンタム・トレードが加速したことがあげられる。インデックス運用はその性質から値上がりした銘柄の比率が増す一方で、値下がりした銘柄の比率が減ることになる。インデックス運用が増えると値上がりした銘柄、値下がりした銘柄の価格を追認することになり、株価が本来の価値からかけ離れることを助長してしまったのである。2000年半ばにインターネットバブルがはじけると、過大評価されていた銘柄が本来の価値に戻り、時価総額で算出されたインデックスに連動する運用を行っていた投資家の多くが打撃を受けることになった。

この経験から投資家は①時価総額型インデックスは必ずしも“万能”の株式ベンチマークではない②トラッキング・エラー以外にも、ボラティリティ・リスク、バリュエーション・リスク、集中リスクなどのリスクも重要視しなければならない③アクティブ・マネージャーの付加価値（アルファ）の多くは、サイズ、バリュー、モメンタム、流動性、ボラティリティなどのシステムティックな要因やバイアスにベットすることで生まれていることが多い④システムティックなバイアスは定量モデルをで再現できるという4つの教訓を学んだ。

ボラティリティの規模と頻度が増大 わずか1日ですべての利益を失う恐れも

一方のインデックス設計者はこのような経験に学び、「リスク・ベース型インデックス」「代替加重型インデックス」「シングル/マルチ・ファクター型インデックス」といった「オルタナティブ株式ベンチマーク」と呼ばれるインデックスを開発。世界的な金融危機以降、その存在感が高まっている。背景には近年、ボラティリティの規模や頻度が増加していることと、高い株式のリターンと世界経済の成長が望みにくくなっていることが挙げられる。場合によっては、わずか1日の急落でこれまでの数カ月、あるいは数年間にわたって積み上げてきた上昇分が吹き飛ばす可能性もあるため、インデックス運用におけるボラティリティの抑制が重要視されるようになってきた。（裏面に続きます）

図1 FTSE先進国 Index vs. FTSE先進国 Minimum Variance Index (252日移動平均)

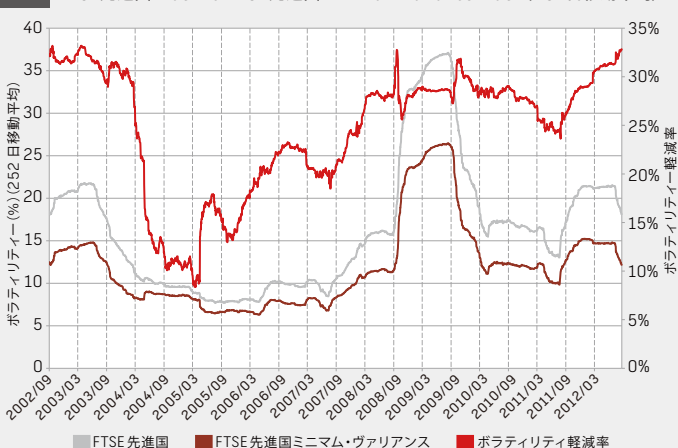
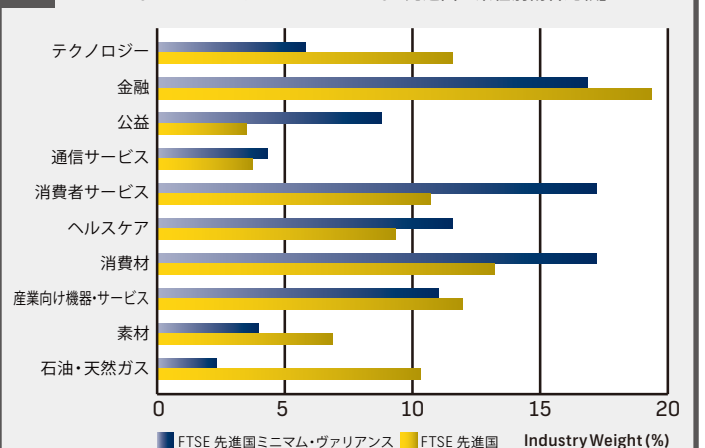


図2 「FTSE ミニマム・ヴァリアンスと FTSE 先進国の業種別割合比較」



市場ハイライト

- FTSE Kaigai (先進国 除く日本)のパフォーマンスは先月末比で 3.05%のプラスとなりました。
- FTSE 先進国はFTSE エマージングを 2.69%アウトパフォームしました。
- FTSE Japan Minimum Variance は FTSE Japanを 2.31%アウトパフォームしました。

Index	銘柄数	時価総額 (兆円)	パフォーマンス実績 (%) (日本円, トータルリターン)							配当利回り (%)
			1カ月	3カ月	6カ月	年初来	1年	3年	5年	
日本市場										
FTSE Japan	450	159.67	-0.50	1.83	-11.83	1.53	-3.11	-20.20	-51.12	2.57
FTSE GWA Japan	450	-	-1.32	0.38	-14.02	-0.29	-4.62	-20.62	-47.71	2.79
FTSE RAFI Japan	240	-	-1.32	-1.02	-16.07	-3.16	-7.55	-24.01	-49.37	2.80
FTSE EDHEC Japan	450	-	0.34	2.44	-9.60	0.32	-2.41	-14.56	-38.57	2.30
FTSE Japan Minimum Variance	294	-	1.81	5.94	-2.58	3.95	3.66	-8.49	-25.61	2.38
グローバル市場										
FTSE 先進国	2,074	2,038.00	2.76	9.06	-3.23	12.52	11.02	7.17	-36.19	2.80
FTSE Kaigai	1,624	1,878.34	3.05	9.73	-2.42	13.56	12.40	10.33	-34.52	2.82
FTSE GWA Kaigai	1,624	-	4.04	11.09	-4.34	13.21	10.11	2.28	-39.25	3.17
FTSE RAFI Kaigai 1000	1,016	-	3.95	11.29	-4.41	10.65	9.30	-1.38	-37.05	3.46
FTSE DBI Developed ex Japan	1,624	-	3.40	11.57	-5.34	9.48	2.83	-2.32	-38.94	3.68
FTSE EDHEC Developed ex Japan	1,624	-	2.94	8.23	-2.29	12.50	9.86	18.33	-26.98	2.60
FTSE Developed Minimum Variance	1,319	-	2.30	7.64	-0.40	11.97	10.49	17.23	-17.82	2.74
エマージング市場										
FTSE エマージング	794	248.36	0.07	5.63	-13.96	7.13	-4.13	2.61	-31.76	3.30
FTSE GWA エマージング	794	-	0.06	5.38	-16.42	6.01	-5.68	-0.46	-	3.76
FTSE RAFI エマージング	358	-	0.54	6.22	-15.59	5.96	-4.47	0.18	-26.57	3.76
FTSE DBI エマージング	794	-	0.51	7.01	-9.68	12.32	1.56	17.74	-12.54	3.20
FTSE EDHEC エマージング	794	-	0.37	7.12	-9.16	13.16	1.38	25.06	-11.13	3.25
オルタナティブ										
FTSE EPRA/NAREIT Developed	286	72.14	0.46	10.42	3.80	21.81	15.27	26.32	-36.97	3.71
FTSE Global Core Infrastructure Index	194	89.72	-0.57	5.08	0.54	8.07	14.78	20.67	-15.75	3.54

データ出典: FTSE Group 2012年8月31日付

そこで FTSE では「FTSE All-World 先進国インデックス・シリーズ」をベースに、FTSE グローバル・ミニマム・ヴァリアンス・インデックス・シリーズを開発。ボラティリティを抑制するとともに業種や国、構成銘柄の十分な分散も目指す仕組みとした。

リバランスは半年ごとに行っており、入れ替え率は FTSE All-World 先進国インデックス・シリーズより高いが、ボラティリティーは低くなっている。2001年9月から2012年6月までの FTSE のデータを見ると、FTSE 先進国ミニマム・ヴァリアンス・インデックス (米ドル建て) のボラティリティーは、ベースとなっている FTSE All-World 先進国インデックスを 27.9% も下回っている。(図1)

当然のことながら FTSE グローバル・ミニマム・ヴァリアンス・インデックスと、FTSE All-World 先進国インデックスの構成銘柄は違う。例えば 2012年3月現在、FTSE 先進国ミニマム・ヴァリアンス・インデックスに組み込まれている構成銘柄は、金融株およびハイテク株が少なく、公益株と消費者サービス株が多くなっている。(図2)

多様性を増すインデックス 個々の投資ニーズに合わせて選択

運用手法のひとつとして、今後も時価総額ベースのインデックスが重要視されるのは間違いないだろう。しかし、ITバブルの崩壊、世界的金融危機という痛みを経て、インデックス運用の世界は著しい進化を遂げた。FTSE でもシャープ・レシオの最大化を目指す「FTSE EDHEC リスク効率性インデックス・シリーズ」といったインデックスを設計するなど、その種類は多様性を増している。

いまやひとつのベンチマークでは、期待通りのインデックス運用は望めない。多様なインデックスのなかから、個々の投資ニーズに応じて選んでいくことがこれからの運用戦略には必要になってくるだろう。

指数に関するご質問・ご相談は、右記までお気軽にお問い合わせください

FTSE 日本オフィス TEL:03-3581-2811 E-mail:Japan@ftse.com

詳細に関しましては www.ftse.com をご参照下さい

「FTSE®」は、ロンドン証券取引所 (London Stock Exchange Plc) の商標であり、ライセンスに基づき FTSE が使用しています。すべての情報は、情報提供のみを目的としたものです。本書に記載されるすべての情報の正確性を確保するために、あらゆる努力を行っていますが、FTSE またはそのライセンサーは、本書の誤りまたは本書の使用に起因する損失につき、一切責任を負いません。FTSE も、そのライセンサーのいずれも、FTSE インデックス (「インデックス」) の使用から得られる結果に関し、または特定目的へのインデックスの適合性もしくは適切性に関し、明示・黙示を問わず、いかなる主張、予想、保証または表明も行いません。本情報のいかなる部分も、FTSE の書面による事前許可を得ることなく、電子的、機械的、複写、記録その他の形式または手段を問わず、複製、検索システムへの保存または伝送を行うことは禁じられています。FTSE インデックス値の配信および金融商品の開発を目的とする FTSE インデックスの使用には、FTSE またはそのライセンサーのライセンスが必要です。