

CFA 協会ブログ

No.542

2021 年 9 月 10 日

株価暴落時の均等配分ポートフォリオと時価総額加重ポートフォリオ

Equal- vs. Market Cap-Weighted Portfolios in Stock Market Crashes

[ニコラス・ラベナー](#)

はじめに

分散投資し、報酬率を引き下げ、活発に取引することを避け、単純さを維持すること

上記の枠組みに従うことは、ほとんどの投資家に役立つことでしょう。そう勧めることは簡単ですが、この心得を実践することは意外と困難です。

例えば、投資家は 2021 年にどのように分散投資しているのでしょうか？過去 40 年間にわたって、単純な株式と債券のポートフォリオは素晴らしい成果を上げ、魅力的なリスク調整後リターンを生み出しました。これら二つのアセットクラスの他に必要なものはあまりありませんでした。しかし、利回りが低下し、[債券商品はその輝きの多くを失いました](#)。例えばヘッジファンド戦略のように、潜在的な代替商品はあるものの、これらは複雑で高コストにつく可能性があります。

実際、別のもっと単純な資産配分に関する質問にも、簡単な答えはありません。基本的な株式の配分を考慮してみてください。冒頭の枠組みにあるとおり、アセットクラス間でも各アセットクラス内でも分散は非常に重要です。米国の投資家にとって、これは海外や新興国市場へのエクスポージャーを意味するものです。しかし、どのような配分公式を採用すべきでしょうか？時価総額なののでしょうか、それとも均等配分なののでしょうか？あるいはファクターに基づくべきでしょうか？

同じ疑問は米国株式内での配分にも当てはまります。

どのようにウェイト付けがされるべきなのでしょう？最大手投資家には往々にして選択肢がほとんどありません。流動性が必要なため、彼らは時価総額加重を追求しなければなりません。しかしながら、より小規模で迅速に動ける投資家は、流動性の劣る株式により多くの比率を配分することができます。

研究者らは均等配分と時価総額加重の株式戦略のパフォーマンスについて長い間比較してきましたが、どちらが望ましいかについて、明確な合意は形成されていません。2000 年代の世界金融危機（GFC）と昨年の COVID19 パンデミックという過去 2 回の株式市場の暴落時において、米国市場では時価総額加重ポートフォリオがアウトパフォームしました。

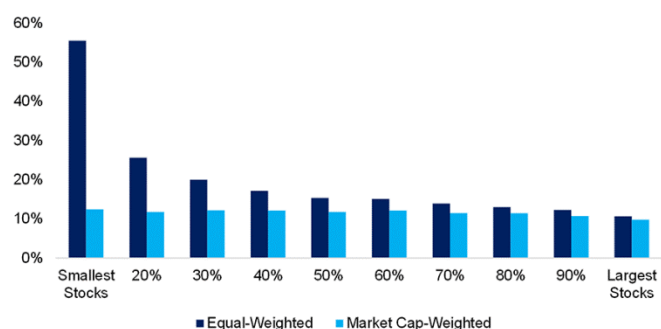
しかし、二つのデータ時点だけで統計的に有意とはほとんど言えません。それならば、もっと前の下落時ではどうだったのでしょうか？米国株式の均等配分と時価総額加重は、以前の株式市場暴落局面において、どのようなふるまいを示してきたのでしょうか？

パフォーマンスの側面

米国株式の十分位ポートフォリオの比較は、均等配分に軍配をあげています。ケネス・R・フレンチ・データ・ライブラリのデータによると、最も小さい 10% の株式は、最も大きい 10% の株式よりはるかに良好な実績でした。これは小型株ファクターを示しており、ファクター投資になじみのある人にとって、この結果はほとんど驚くべきものではないでしょう。

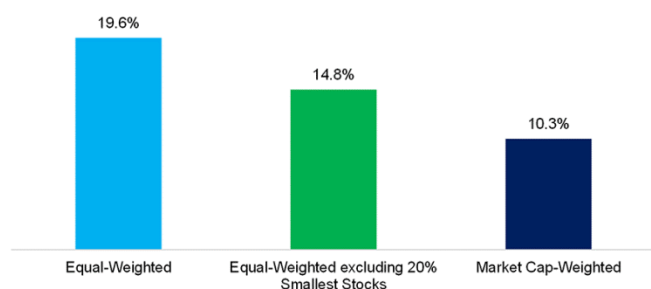
1926 年以来 90 年にわたる小型株のパフォーマンスは

魅力的ですが、超過リターンの大部分は 1981 年以前に発生したものです。1981 年は、[ロルフ・W・バンズが小型株に関する独創的な論文を公表](#)した年にあたります。以来、小型株のパフォーマンスはむしろ冴えないものとなっており、今日の投資家の小型株効果に関する熱意の度合いは過去に比べてはるかに冷めたものとなっています。



さらに、これらの時系列リターンは、実現されたものというよりは、さかのぼってバックテストされたものです。また、最も小さい 10% の銘柄の時価総額はとても小さく、ほとんどの投資家にとって流動性が十分ではありません。小型株効果の理論的リターンは、売買コストを含めたらはるかに小さいものになっていたでしょう。

我々の焦点は実務的な金融調査ですので、分析から時価総額下位 20% の銘柄を除外しましょう。これによって均等配分戦略のリターンは低下しますが、より現実的なものとなります。

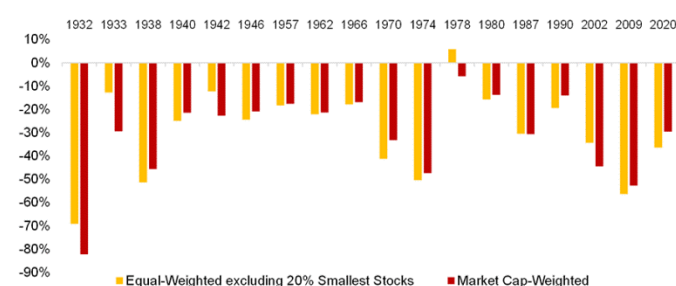


株式市場のクラッシュ：均等配分 対 時価総額加重

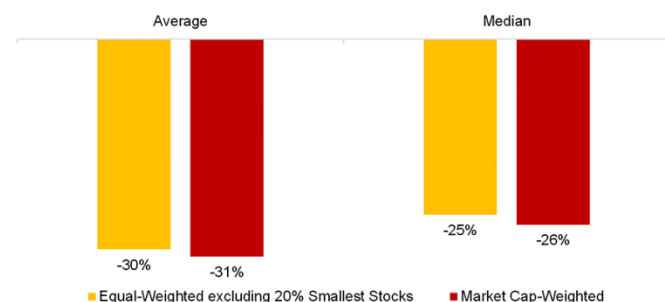
1926 年から 2021 年までの 18 回の株式市場暴落局面のうち、いくつかは 1987 年の急落のように短期間の

ものでしたが、1 年以上続く長いベアマーケットとなったものもあります。これらの市場下落は、戦争や地政学的紛争から、景気後退、バブル、パンデミックまで様々な要因で引き起こされました。

大まかに言えば、下位 20% 除外後の均等配分ポートフォリオと時価総額加重ポートフォリオの下落幅は同じようなものでした。しかしながら、1932 年、1933 年、1942 年、1978 年、2002 年の 5 つのケースでは、10% 以上の差異が認められました。これらのケースはいずれも、均等配分の方が下落幅が小幅でした。



上記のチャートから、均等配分ポートフォリオのほうが一般的に株式市場下落時に強かったと投資家は受け止めるかもしれませんが、90 年間の平均および中央値はほとんど同一でした。



下落幅の比較ではリスクは同等ですが、小型株は大型株よりボラティリティが大きい傾向があります。このため、均等配分ポートフォリオのボラティリティは、時価総額加重ポートフォリオの 15% よりも高い 16% でした。

追加的考慮

均等配分と時価総額加重の指数を比較して評価する際には、リスクへの配慮のほかにも、二つのファクタ

一を考慮する必要があります。

第一に、時価総額加重指数を買うということは、小型株ファクターやバリューファクターにマイナスのエクスポージャーをとり、モメンタムファクターにはプラスのエクスポージャーをとることを意味します。これらのエクスポージャーは常に大きなものというわけではありませんが、2000年のテックバブルの破裂が再来することがあれば、影響は大きなものとなるでしょう。

第二に、流動性が必要なため、ほとんどの大手機関投資家には時価総額加重戦略を採用する以外の代案がありません。小型株や新興国市場に数十億ドルを投資することは、大型の米国株を売買するよりも高コストです。均等配分は株式投資家に長期的により高いリターンを提供するかもしれませんが、運用資産の大半は高リターンの均等配分戦略にアクセスすることもできないかもしれません。

ニコラス・ラベナーと[ファクター・リサーチ](#)チームによる考察について、もっと読みたい方は[email ニュースレター](#)の配信登録をお願いいたします。

この投稿が気に入られたら [Enterprising Investor](#) のご購読をお願い致します

執筆者

ニコラス・ラベナー (Nicolas Rabener)

(翻訳者：清水 英佑、CFA)

英文オリジナル記事はこちら [Equal- vs. Market Cap-Weighted Portfolios in Stock Market Crashes | CFA Institute Enterprising Investor](#)

注) 当記事は CFA 協会 (CFA Institute) のブログ記事を日本 CFA 協会が翻訳したものです。日本語版および英語版で内容に相違が生じている場合には、英語版の内容が優先します。記事内容は執筆者の個人的見

解であり、投資助言を意図するものではありません。
また、必ずしも CFA 協会または執筆者の雇用者の見方を反映しているわけではありません。