

2020年3月31日

コロナショックのインパクトとバランスファンドの 相関関係の変化（2月21日～3月27日時点）

- 今般のコロナショックにおいても、下落初期は分散効果がみられたが、市場の流動性懸念が生じてからは、全資産が下落する局面がみられた。
- リーマンショックの後の過剰流動性相場を背景に、株式と債券の相関関係には変化がみられている。
- リスク抑制型ファンドは、ショック時にもダウンサイドリスクが抑えられているものが多い。また、リスクの大きいファンドのパフォーマンスが必ずしも悪いわけではないが、足下の先行き不透明な相場環境においては、積立投資などで時間分散を図ることが有効な資産形成手段ではないだろうか。



ファンドアナリスト
持田 和秀

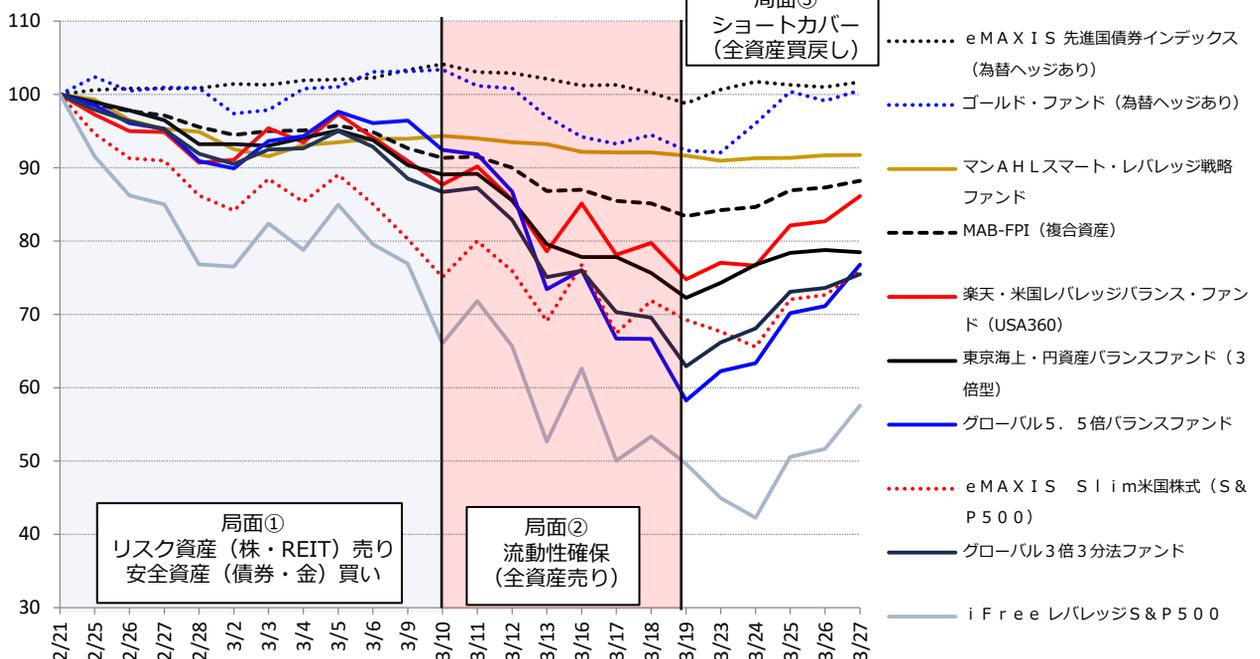
相関関係の崩壊により、レバレッジ・バランス型ファンドは大幅下落

資産分散効果とは、異なる値動きをする資産を保有することによってポートフォリオ全体のリスクを低減する効果のことをいう。今般のコロナショックにおいても、初期（2月21日～3月10日）の段階においては、資産分散効果がみられていた（MAB投信だよりNo.52「コロナショック時のレバレッジ・バランス型ファンドの動向（2020年2月21日～3月10日基準）」を参照）。

しかしながら、その後の世界保健機構（WHO）のパンデミック宣言（3月11日）や米国の非常事態宣言（3月13日）などを受けて、信用リスクの高まりと投資家の流動性確保の動きから、債券や金も含めてあらゆる資産が下落するなど、資産間の相関関係は崩壊した。こうした動きにより、投資対象にレバレッジを掛けて運用を行うレバレッジ・バランス型ファンド（レババラ型ファンド）のパフォーマンスは急速に悪化した（図1、表1）。

【図1：コロナショック局面（2月21日～3月27日時点）のファンドパフォーマンス】

2020年2月21日=100として指数化



【表1：レババラ型ファンドの局面別累積日次収益率】

ファンド名	局面① (2月21日 ～3月10日)	局面② (3月10日 ～3月19日)	局面③ (3月24日 ～3月27日)
マンAHLスマート・レバレッジ戦略ファンド	-5.65%	-2.87%	0.12%
楽天・米国レバレッジバランス・ファンド	-12.31%	-14.71%	15.17%
東京海上・円資産バランスファンド（3倍型）	-10.92%	-18.87%	8.60%
グローバル3倍3分法ファンド	-13.31%	-27.42%	19.97%
グローバル5.5倍バランスファンド	-7.75%	-36.97%	31.77%
参考：MAB-FPI（複合資産）	-8.65%	-8.71%	5.75%
参考：eMAXIS Slim米国株式（S&P500）	-24.91%	-7.80%	9.60%

※局面別累積日次収益率は、それぞれの局面における初日に投資を行ったものとして計算

※MAB-FPI（複合資産）は、公募追加型株式投信（ETFを除く）のうち、弊社分類における複合資産型ファンドを時価総額加重平均した指数

局面③では、各国の財政出動や金融緩和の動きを受けて流動性懸念が和らいだことや、足の早い投資家のショートカバーとみられる動きもあり、局面②で下落した資産が急速に値を戻し、レババラ型ファンドも大幅に上昇した。

ここで、レババラ型ファンドの中でも特徴のある「マンAHLスマート・レバレッジ戦略ファンド」に注目したい。当ファンドは、相場動向に合わせてアセットアロケーションやレバレッジ比率、キャッシュ比率などを機動的に調整するファンドであり、他のレババラ型ファンドが大きく下落した局面②においても下落幅は抑えられており、レババラ型ファンドの中では安定した資金流入が続いている。ただし、局面③のように急速に相場が回復する状況では、他のファンドと比較して上昇幅は小さい。先行き不透明感の強い相場環境で機動的資産配分戦略がどの程度プラスに寄与するのか、今後の動向を確認する必要がある。

リーマンショック以降、株式と債券の相関関係に変化がみられる

2000年代に代表されるショック局面として、ITバブルの崩壊とリーマンショックが挙げられる。どちらの局面も、MAB-FPI（外国株式（先進国））ベースでピーク時から最大50%超下落した歴史的な相場であるが、この期間における債券の値動きは2つの局面で異なる（表2）。

【表2：ITバブルとリーマンショック時のMAB-FPIの累積変化率】

MAB-FPI	ITバブル崩壊		リーマンショック	
	期間	変化率	期間	変化率
外国株式（先進国）（ヘッジなし）	2000年2月 ～2003年2月	-57%	2007年10月 ～2009年2月	-56%
外国株式（先進国）（円ヘッジ）		-67%		-46%
外国債券（先進国）（ヘッジなし）		+29%		-22%
外国債券（先進国）（円ヘッジ）		+11%		-11%

※計測期間は、MAB-FPI（外国株式（先進国））がそれぞれの局面でピーク時から最大ドローダウンを記録した期間

外国債券（先進国）は、ITバブル崩壊時に上昇した一方、リーマンショック時には下落した。リーマンショック時は、サブプライムローンが不良債権化し、金融システムの崩壊リスクや信用リスクが意識された局面であり、今般のコロナショックと同様、投資家の流動性を確保する動きから、株式と債券が同時に下落した。

また、リーマンショックを境に、外国株式（先進国）と外国債券（先進国）の相関関係にも変化がみられている（表3～表5）。

【表3：リーマンショック以前の相関係数（1997年3月～2007年9月）】

1997年3月～2007年9月	外国株式（先進国） （ヘッジなし）	外国株式（先進国） （円ヘッジ）	外国債券（先進国） （ヘッジなし）	外国債券（先進国） （円ヘッジ）
外国株式（先進国）（ヘッジなし）	1.00	0.87	0.28	-0.19
外国株式（先進国）（円ヘッジ）		1.00	-0.10	-0.22
外国債券（先進国）（ヘッジなし）			1.00	-0.22
外国債券（先進国）（円ヘッジ）				1.00

【表4：リーマンショック時の相関係数（2007年9月～2009年2月）】

2007年9月～2009年2月	外国株式（先進国） （ヘッジなし）	外国株式（先進国） （円ヘッジ）	外国債券（先進国） （ヘッジなし）	外国債券（先進国） （円ヘッジ）
外国株式（先進国）（ヘッジなし）	1.00	0.92	0.85	0.31
外国株式（先進国）（円ヘッジ）		1.00	0.64	0.54
外国債券（先進国）（ヘッジなし）			1.00	0.54
外国債券（先進国）（円ヘッジ）				1.00

【表5：リーマンショック後の相関係数（2009年2月～2020年2月）】

2009年2月～2020年2月	外国株式（先進国） （ヘッジなし）	外国株式（先進国） （円ヘッジ）	外国債券（先進国） （ヘッジなし）	外国債券（先進国） （円ヘッジ）
外国株式（先進国）（ヘッジなし）	1.00	0.86	0.78	0.23
外国株式（先進国）（円ヘッジ）		1.00	0.49	0.40
外国債券（先進国）（ヘッジなし）			1.00	0.40
外国債券（先進国）（円ヘッジ）				1.00

※相関係数は、各指数の月次収益率を基に計算

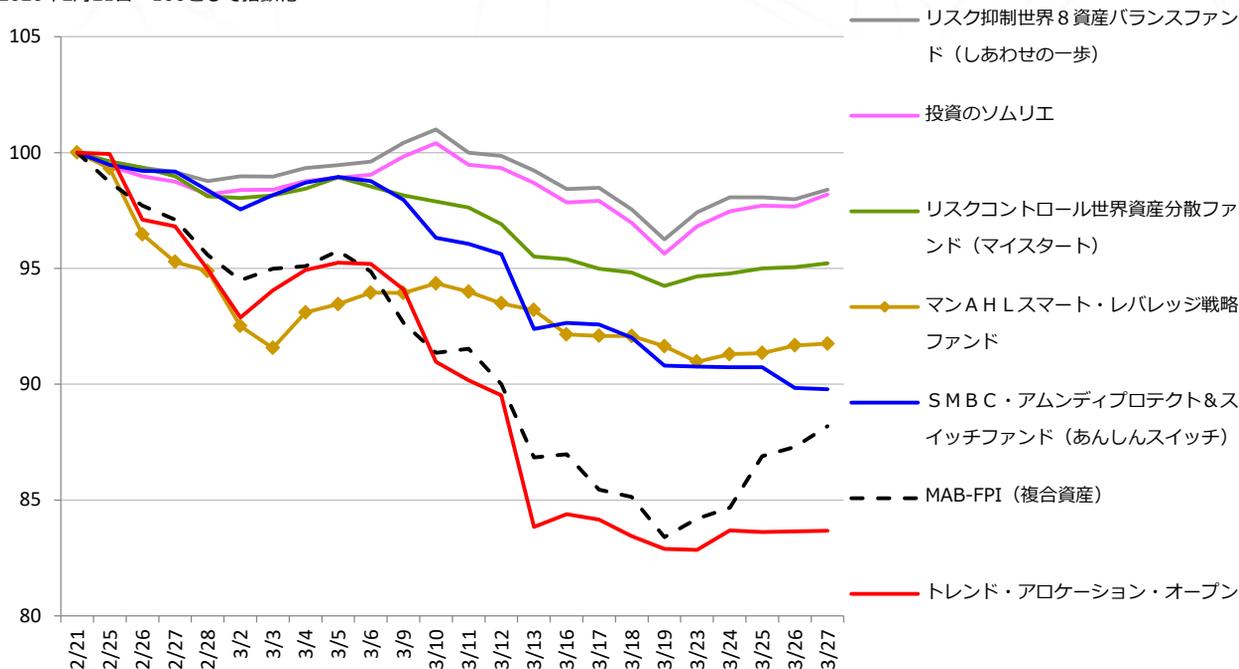
リーマンショック前は、円ヘッジベースでは株式と債券は逆相関の関係にあった。しかし、リーマンショック時には流動性懸念から現金化の流れが強まり、相関関係は正の相関となった。その後も、各国中銀の金融緩和政策によって過剰流動性相場が常態化する中、資産間の相関関係は正の相関が続いている。そのため、今般のコロナショックのように投資家の流動性確保の動きが強まる局面では、株式と債券が同時に下落しやすい。ただし、株式と債券が正の相関になったとはいえ、相関係数は0.5未満であり完全な順相関とは言えず、ポートフォリオ全体のリスク低減効果はあることから、中長期的には分散投資は投資効率の改善に寄与するものと考えられる。

なお、相関係数の計測対象として用いているMAB-FPIは、国内追加型投信（ETFを除く）の時価総額加重平均であり、株式と債券本来の相関ではないことは認識して頂く必要がある。とはいえ、多くの国内一般投資家が投資信託を通じて運用を行う以上、株式ファンドと債券ファンドの相関をMAB-FPIベースで比較することの有意性はあろう。

相場混乱時には積立投資による時間分散が有効

【図2：リスク抑制型ファンドの日次累積収益率（2月21日～3月27日）】

2020年2月21日=100として指数化



最後に、リスク増大時にキャッシュ比率やアロケーションを変更させるなどの機動的資産配分戦略を有するリスク抑制型バランスファンドの日次累積収益率を確認する（図2）。

分析対象は、弊社分類におけるリスク抑制型バランスファンド（DC専用、ターゲットデートファンドを除く）のうち、2020年2月末時点の純資産残高上位5ファンドとした。

リスク抑制型ファンドの中でも、機動的資産配分が有効に機能したファンドとそうでないファンドがある。リスク抑制型ファンドの機動的資産配分戦略は、ヒストリカルボラティリティが高まる局面で配分比率を調整するファンドが多い。ヒストリカルボラティリティの計測期間の違いによって、短期的なショック局面への耐性を重視するファンドであるか、長期的なダウントレンド局面への耐性を重視するファンドであるかという戦略の違いを理解した上で投資を行う必要がある。

また、リスク抑制機能を付加していないバランス型ファンドが必ずしも悪いわけではない。ショック局面における基準価額の下落幅は大きいかもしれないが、相場回復時には上昇幅も大きくなるのが想定されるためである。そうした中、投資家がより多くの運用益を獲得するためには、投資タイミングを見極めることが必要であるが、先行き不透明な中では最良の投資タイミングを捉えることは難しい。その解消法の一つが積立投資による時間分散だと考える。

特に、株式ファンドやレババラ型ファンドなど、相場回復時に大きく値上がりすることが期待されるファンドであれば、ドルコスト平均法によって個別元本を平準化させることの意義は大きい。出口の見えない足下の不安定な相場環境だからこそ、投資タイミングに左右されずに着実に投資を行うことの出来る積立投資を活用することが、中長期的な資産形成に役立つのではないだろうか。

- 本レポートに関する著作権、知的財産権等一切の権利は三菱アセット・ブレインズ株式会社（以下、MAB）に帰属し、許可なく複製、転載、引用することを禁じます。
- 本レポートは、投資信託委託業者等から入手した情報およびMABが信頼できると判断した情報源から入手した本レポート作成基準日現在における情報をもとに作成しておりますが、当該情報の真実性・正確性をMABにて調査・確認したものではなく保証するものではありません。
- MABは、本レポートの利用に関連して発生した一切の損害について何らの責任も負いません。
- 本レポート中のグラフ・数値等は、あくまでも本レポート作成基準日までの過去の実績を示すものであり、将来の運用成果を保証するものではありません。
- 本レポートは、情報提供を目的としたものであり、投資信託の勧誘のために作成されたものではありません。
- MAB投信指数「MAB-FPI」（以下、本指数）に関する著作権、知的財産権等一切の権利はMABに帰属し、許可なく複製、転載、引用することを禁じます。また、本指数を商業的に利用する場合にはMABの利用許諾が必要です。

【照会先】

三菱アセット・ブレインズ株式会社

アナリスト第1・第2グループ

持田・木村・標・吉田・福岡

03-6721-1039

analyst@mab.co.jp

〒107-0062 東京都港区南青山1丁目1番1号 新青山ビル西館8階

URL <https://www.mab.jp/>

金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第1085号

助言・代理業、投資運用業

加入協会名 一般社団法人 日本投資顧問業協会