



# 急落局面での逆張りの有効性

相場の底入れ時期を読めなくても、逆張り投資で好結果を残せる

2020年5月

## サマリー

- 投資家はしばしば市場の動きをパーフェクトに予測することに躍起になり、強気相場が天井を打つ正確な時期や弱気相場が底入れするタイミングを見極めようとする。
- 1928年以降の90年余りの期間において米国株が15%以上急落したことは今回を除き17回あり、そうした局面での逆張り投資の有効性を調べたところ、底入れ時期を読み違えても、大きな利益を得られたことが分かった。
- 我々の分析は、底入れの前後1ヶ月に株式への配分を増やすと、1年後には大幅なリターンを獲得できたことを示している。

強気相場が天井を打ったり、弱気相場が底入れする正確なタイミングが分かれば成功は間違いなく、早期リタイアも夢ではありません。しかし、過去90年余りの株価急落局面について調べたところ、底入れ時期を正確に予測できなくても、成功できることが分かりました。株価急落時にポートフォリオの株式比率を高めれば、底入れ時期を多少間違えても、かなりのリターンを得られました。つまり、相場の底をパーフェクトに予測できるかどうかに関わらず、急落局面での逆張り投資は好結果をもたらすということです。

## 過去からの教訓

新型コロナウイルスが引き起こした現在の危機は、ショックの性質（パンデミック）、株価急落のスピード、信用市場からの流動性消失の速度、实体经济の突然の停止、経済対策の規模など、多くの点において歴史的なものです。今回の危機はまだ続いており、世界中の投資家は資産をいつ、どのように配分するかという問題に取り組んでいます。分散投資や長期投資を心掛けることは大切ですが、短期的な相対バリューの投資機会を捉えるため、リスク資産をオーバーウェイトやアンダーウェイトにする戦術的配分によりアルファ（超過リターン）を増やすことは可能です。

こうした戦術的な決定は、株式や債券の比率を0%から100%へ一気に変更する極端なものではなく、長期的な戦略的配分を踏まえて行われるべきです。

現在の環境において、割安な時にリスク資産をポートフォリオに組み入れることの恩恵は明らかですが、それを行う正しい時期を選ぶのは至難の業です。このジレンマの核心にあるのは、行動が早過ぎたり遅過ぎたりすることの代償は何かというシンプルな問題です。

この問題の答えを求め、1928年以降の90年余りの期間においてS&P 500が15%以上急落した17回の事例を検証しました。図表1ではこうした急落時期を青い楕円で示しました。最後の緑の楕円は現在の急落を示しており、これは今回の分析には含まれていません。

架空の投資家が相場の底と判断した時に株式60%/債券40%の資産配分を株式70%/債券30%へ戦術的に変更するケースを想定し、これら17回の急落時点における平均リターンを計算しました。



**Megumi Chen**  
マルチアセット  
クオンツ・アナリスト



**David Eiswert**  
インターナショナル株式  
ポートフォリオ・マネジャー



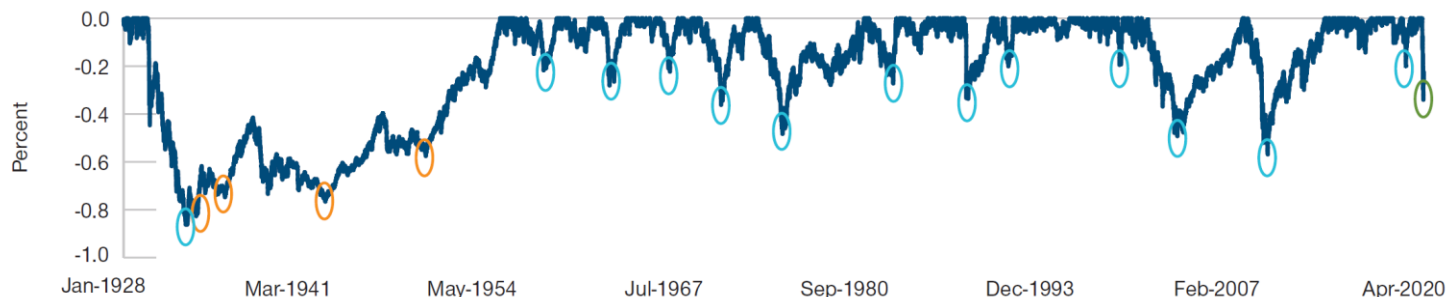
**Sébastien Page**  
グローバル・マルチアセット部門責任者



**Robert Panariello**  
マルチアセット  
アソシエイト・リサーチ・ディレクター

## 1928年以降、米株式市場は18回の大きな下げを経験した

図表1: 2020年3月までの今回の下げは8番目のワーストタイ記録



15%最大ドロウダウン (ピークからの下落率) 境界値

大恐慌時の大底 (1932年6月1日) を付けた後の15%最大ドロウダウン境界値

直近のドロウダウン (今回の分析の対象外)

**過去の実績は将来のパフォーマンスを保証するものではありません。**

2020年4月3日時点。

出所: ファクトセット・リサーチ・システムズのデータを使いティール・ロウ・プライスが計算。無断複写・転載禁止。

何が底値または大規模ドロウダウン・イベントを構成するのか特定するため、S&P 500 の株価データ (1928年1月3日～2020年4月3日) を使い、前回のピーク (絶対ベース) からのドロウダウンを算出し、そしてそれぞれのピークに対応する最大ドロウダウンの日付を特定します。そこから、大規模ドロウダウンが発生した日付を決めるため15%の最大ドロウダウン境界値を導入しました。大恐慌後すぐに起きた4回のリセッション (1933年2月27日、1935年3月14日、1942年4月28日、1949年6月13日) を捉えるため、「新たなピーク」とそれに対応するドロウダウンが特定できるように、1932年6月1日が含まれる日付を新たなフロアやスタート地点にシフトすることにより、大規模ドロウダウンを特定する2度目の計算を行いました。

## 危機の時は逆張り投資が有効...

— Sébastien Page

グローバル・マルチアセット部門  
責任者

この分析では、投資家が相場の底を完璧に予測できた場合、平均アルファがかなり高くなることが分かりました。ポートフォリオの10%を債券から株式へシフトした1年後、架空の投資家は平均500bps前後のアルファを獲得できました。

特に意外だったのは、底入れ前後3ヶ月以内に株式への配分を増やした投資家でも1年後にアルファを獲得でき、底入れ前後6ヶ月に株式比率を高めた投資家でさえ最終的に利益を得られたという事実です。つまり、底入れ時期をかなり読み違えても、危機時に株式への配分を増やせば、利益を得られるということです。

図表2にその結果をより詳細に示しました。底入れ1ヶ月前に株式比率を10%高めた場合、12ヶ月後の平均リターンは株式60/債券40のベンチマークを274bps上回りました。底入れ1ヶ月後に株式比率を高めた場合は、最初のケースよりも良好な結果となり、投資のタイミングは早いより遅い方がいいことを示唆しています。

しかし、最も重要な発見は、1928年以降の17回の急落局面において株式への配分を増やすことによってリターンを高められたことです。つまり、約90年分のデータから、急落後に株式の比率を高めることが正しい判断であることが分かります。

こうした結果を確認するため、別の角度から分析を再度行い、今度は「底からの時間」の代わりに「底からの反発率」を測定しました。その結果は最初の分析とほぼ同じでした。17回の急落局面において買値が底値から10-15%離れていても、1年後には平均200bps以上のアルファを得られました。

さらに、リターンを比較することにより日次リバランスがポートフォリオに及ぼすインパクトを測定しました。この結果、リバランスはリターンにほとんど影響しないことが分かりました。

## 急落時に株式配分を増やすとリターンが高まった

図表2: 株式60%/債券40%のポートフォリオで株式への配分を10%増やした場合のインパクト

平均 リターン格差 [平均 ヒット率]	底入れ前の日数					底入れ後の日数					
	6ヶ月 (126日) (%)	3ヶ月 (63日) (%)	1ヶ月 (21日) (%)	2週間 (10日) (%)	1週間 (5日) (%)	底値 当日 (%)	1週間 (5日) (%)	2週間 (10日) (%)	1ヶ月 (21日) (%)	3ヶ月 (63日) (%)	6ヶ月 (126日) (%)
1ヶ月	-0.21 [47.1]	-0.34 [23.5]	-1.27 [0.0]	-0.10 [41.2]	0.16 [70.6]	1.01 [94.1]	0.33 [70.6]	0.23 [58.8]	0.60 [76.5]	0.22 [64.7]	0.29 [76.5]
3ヶ月	-0.48 [41.2]	-2.12 [0.0]	0.05 [52.9]	0.80 [76.5]	1.38 [76.5]	2.55 [100.0]	1.78 [88.2]	1.19 [76.5]	1.69 [82.4]	0.47 [82.4]	0.65 [76.5]
6ヶ月	-2.50 [0.0]	-0.43 [29.4]	0.96 [82.4]	1.62 [94.1]	2.07 [94.1]	3.07 [100.0]	2.30 [94.1]	2.14 [94.1]	2.13 [100.0]	1.19 [88.2]	1.52 [88.2]
12ヶ月	-0.57 [47.1]	0.7 [52.9]	2.74 [100.0]	3.40 [100.0]	4.01 [100.0]	5.27 [100.0]	4.24 [100.0]	3.84 [100.0]	4.09 [100.0]	2.34 [93.8]	1.83 [87.5]
18ヶ月	0.86 [52.9]	1.78 [81.3]	3.30 [100.0]	3.86 [100.0]	4.43 [100.0]	5.69 [100.0]	4.40 [100.0]	4.25 [100.0]	4.62 [100.0]	3.12 [93.8]	2.52 [87.5]
36ヶ月	1.62 [62.5]	2.23 [75.0]	4.18 [93.8]	5.07 [93.8]	5.60 [93.8]	6.89 [100.0]	5.49 [93.8]	4.97 [87.5]	5.29 [93.8]	3.33 [87.5]	3.40 [81.3]
60ヶ月	3.13 [81.3]	4.68 [81.3]	7.03 [87.5]	8.17 [87.5]	8.94 [93.8]	10.5 [93.8]	8.96 [87.5]	8.41 [93.8]	8.82 [93.8]	5.45 [75.0]	4.79 [75.0]

過去の実績は将来のパフォーマンスを保証するものではありません。

2020年1月31日時点。

出所: ブルームバーグ・ファイナンス LP、モーニングスター (追加ディスクロージャー参照)、米財務省/ヘイバー・アナリティクス。

チャートは説明のみが目的で、実際の投資を表すものではなく、ポートフォリオの手数料や経費を反映していません。実際の投資結果は異なる場合があります。株式データはS&P 500のトータルリターン日次データ (1928年1月3日~2020年1月31日) を使います。債券リターンはイボットソン日次補間リターンの推定値 (1928年1月3日~1961年12月29日) と日次データが入手できる場合は米5年国債トータルリターン (1962年1月2日~2020年1月31日) を使います。上の表の結果は、日次リバランスから得られたもので、日次累積リターンを示しています。過去17回のドローダウン・イベントをすべて検証しますが、データがないため2018年12月のイベントを除外するチャートのセル項目もいくつかあります。2018年12月24日のイベントは我々が検証する最も直近のケースです。従って、利用できるデータが限られるため、特定の対象期間については将来に関する数字がなく、こうしたケースではこのようなセル項目を平均の計算には含めていません。2018年12月24日のイベントに関して利用可能なデータが含まれないセルは1ヶ月、3ヶ月、6ヶ月先のリターン、12ヶ月先のリターン (底入れ後3ヶ月や6ヶ月に買う場合を除く)、18ヶ月先のリターン (底入れ後6ヶ月に買う場合のみ) です。リターン格差は、過去17回のドローダウン・イベントにおける株式70/債券30の架空ポートフォリオと株式60/債券40の架空ベンチマークの累積リターンの差です。ヒット率は70/30ポートフォリオが60/40ベンチマークをアウトパフォームした回数の割合を示します。

...急落後に株式配分を  
増やすことは常に正しい  
選択だった

— David Eiswert  
インターナショナル株式  
ポートフォリオ・マネジャー

### 逆張り投資は賢明な戦略になり得る

現在の急落局面においてS&P500は3月23日に安値を付け、2月19日に記録した史上最高値からの下落率は33%に達しました。株価はその後18日間で25%以上も反発しました。これは分析対象である過去17回の急落局面での反発よりはるかに速いペースです。過去17回のケースでは底値から20%回復するのに平均65日かかっています。

現時点で、現在の急落局面の底が3月23日なのか、それとも数ヶ月中に再びその安値を試すのかは明確に分かりません。しかし、我々の分析が示すように、深刻な急落時に株式配分を増やすことは、タイミングの正確さに関係なく、これまで必ず長期的には有効でした。時として直感とは相いれないかもしれませんが、過去のパターンは、市場が底入れしたかどうか明確に分からない時でさえ、株式への配分を増やすことは有効な投資戦略であることを示しています。

追加ディスクロージャー

©2020 Morningstar, Inc. 無断複写・転載禁止。本資料に掲載されている情報は、(1)モーニングスターまたはそのコンテンツ提供者に帰属し、(2)許可なく複製または配布することを禁じ、(3)その正確性、完全性、適時性を保証するものではありません。モーニングスターまたはそのコンテンツ提供者は本情報の使用によって生じた損害や損失について一切責任を負いません。過去の実績は将来のパフォーマンスを保証するものではありません。

## INVEST WITH CONFIDENCE®

ティー・ロウ・プライスは、お客様に信頼していただける優れた運用商品とサービスを長期にわたってご提供することに注力しています。

[troweprice.co.jp](http://troweprice.co.jp)

## T.RowePrice®

### 重要情報

当資料は、ティー・ロウ・プライス・アソシエーツ・インクおよびその関係会社が情報提供等の目的で作成したものを、ティー・ロウ・プライス・ジャパン株式会社が翻訳したものであり、特定の運用商品を勧誘するものではありません。また、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。当資料における見解等は資料作成時点のものであり、将来事前の連絡なしに変更されることがあります。当資料はティー・ロウ・プライスの書面による同意のない限り他に転載することはできません。

資料内に記載されている個別銘柄につき、売買を推奨するものでも、将来の価格の上昇または下落を示唆するものでもありません。また、当社ファンド等における保有・非保有および将来の組入れまたは売却を示唆・保証するものでもありません。投資一任契約は、値動きのある有価証券等（外貨建て資産には為替変動リスクもあります）を投資対象としているため、お客様の資産が当初の投資元本を割り込み損失が生じることがあります。

当社の運用戦略では時価資産残高に対し、一定の金額までを区切りとして最高1.265%（消費税10%込み）の逡減的報酬料率を適用いたします。また、運用報酬の他に、組入有価証券の売買委託手数料等の費用も発生しますが、運用内容等によって変動しますので、事前に上限額または合計額を表示できません。詳しくは契約締結前交付書面をご覧ください。

「T. ROWE PRICE, INVEST WITH CONFIDENCE」および大角羊のデザインは、ティー・ロウ・プライス・グループ、インクの商標または登録商標です。

ティー・ロウ・プライス・ジャパン株式会社

〒100-6607 東京都千代田区丸の内1-9-2グラントウキョウサウスタワー7F

電話番号 03-6758-3820（代表）

金融商品取引業者関東財務局長(金商)第3043号

加入協会：一般社団法人 日本投資顧問業協会/一般社団法人 投資信託協会