



## インカム獲得の代価は？



2018年6月12日



**モーガン・ハーティング (写真)**  
アライアンス・バーンスタイン・エル・ピー  
マルチアセット・ソリューション部門  
ポートフォリオ・マネジャー



**カレン・ワトキン**  
アライアンス・バーンスタイン・リミテッド  
マルチアセット・ソリューション部門  
ポートフォリオ・マネジャー

このところ、何に投資すればインカム収入を増やすことができるか、さまざまな議論が交わされている。だが、そうした投資に伴うコストについてはそれほど議論されていない。分散型のマルチアセット戦略は、インカム獲得とコスト抑制という2つの目標を両立させる一助となり得ると同時に資産価格上昇の恩恵を受ける余地もある。しかし、重要なのは、どのようにその戦略を構築するかという点である。

現在の市場環境ではインカムを確保することが難しくなっており、これが改善する見通しは当面ない。中央銀行が量的緩和策を長年続けてきたことにより、インカムを生み出す債券が市中に出回りにくくなったため、

利回りは極めて低い水準に落ち込んだ。利子税やインフレ率を差し引けば、実質的なインカムはさらに低くなる。

しかも、同時に、インカム指向型インデックスのリスクは高まりつつある。ブルームバーグ・バークレイズ・グローバル総合指数のデュレーション(金利変化への感応度を反映)は2008年以降27%上昇しており、米国金利が上昇する中で投資家のエクスポージャーは脆弱度が高まっている。株式に関しても、高配当株の株価収益率(PER)は24.0倍に達しており、これは過去40年間の平均である13.9倍に比べかなり高い水準だ。

当資料は、アライアンス・バーンスタイン・エル・ピーのCONTEXTブログを日本語訳したものです。オリジナルの英語版はこちら。

<https://blog.alliancebernstein.com/library/income-but-at-what-cost>

本文中の見解はリサーチ、投資助言、売買推奨ではなく、必ずしもアライアンス・バーンスタイン(以下、「AB」)ポートフォリオ運用チームの見解とは限りません。本文中で言及した資産クラスの過去のパフォーマンスは将来の運用成果等を示唆・保証するものではありません。

当資料は、2018年5月21日現在の情報を基にアライアンス・バーンスタイン・エル・ピーが作成したものをアライアンス・バーンスタイン株式会社が翻訳した資料であり、いかなる場合も当資料に記載されている情報は、投資助言としてみなされません。当資料は信用できると判断した情報をもとに作成しておりますが、その正確性、完全性を保証するものではありません。また当資料の記載内容、データ等は作成時点のものであり、今後予告なしに変更することがあります。当資料で使用している指数等に係る著作権等の知的財産権、その他一切の権利は、当該指数等の開発元または公表元に帰属します。当資料中の個別の銘柄・企業については、あくまで説明のための例示であり、いかなる個別銘柄の売買等を推奨するものではありません。アライアンス・バーンスタインおよびABはアライアンス・バーンスタイン・エル・ピーとその傘下の関連会社を含みます。アライアンス・バーンスタイン株式会社は、ABの日本拠点です。

実際のところ、投資家がインカム獲得のために注目している多くの資産は、状況が悪化した場合に大きなドロダウンに見舞われるリスクがある。その好例は不動産だ。モーニングスターのグローバル不動産カテゴリーは過去10年間の平均ドロダウンが15%で、最大時には約60%に達した(図表)。

ほぼあらゆる資産クラスにわたり、投資家が10年前と同じインカム収入を得るには、10年前よりも大きなリスクを取らざるを得なくなっている。こうした環境においては、単にインカム指向のポジションを積み上げることが答えにならないことは明白であろう。

### リスクを管理

現在の投資環境において、低リスクで高水準のインカムを安定的に獲得する方法はあるだろうか？ それはあると考えている。もちろん、「少ない」リスクは「ゼロ」という意味ではない。世の中のあらゆるものと同じく、投資においてもただで手に入るものはない。そのため、投資家はどれだけ多くのインカムが必要か、そしてそれに対してどのようなコストを支払う用意があるかを決めなくてはならない。別の言い方をすれば、それは市場の下落局面でどの程度の損失を許容できるかということである。

次のステップは、いかなる市場環境においても通用する戦略を構築することである。グローバルな分散型のマルチアセット・アプローチは、インカムを改善し、元本成長に寄与し、下落リスクを軽減するために役立つ可能性がある。

### マルチアセット・インカム戦略の設計の要件

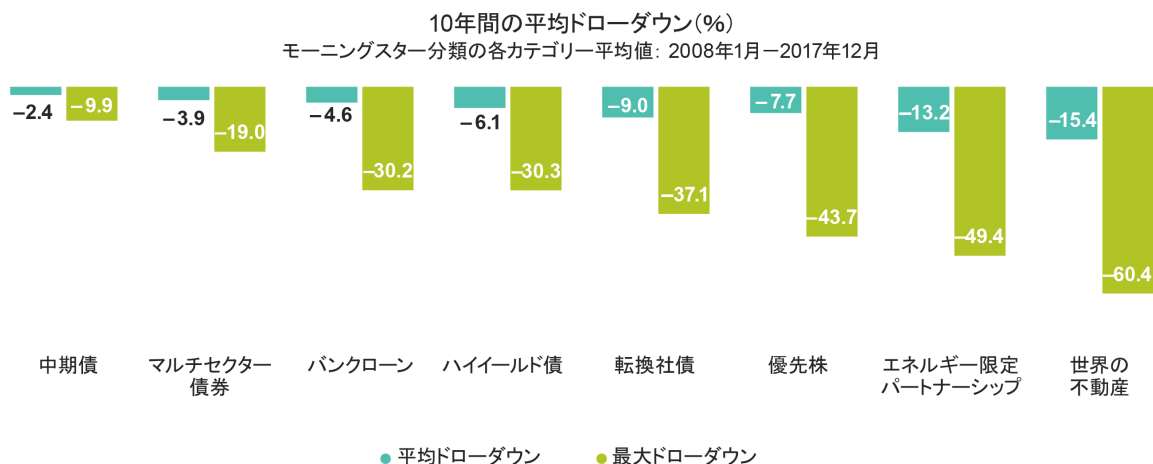
しかし、成否の多くは、そうした戦略をどのように設計し、運用するかにかかっている。そのためには、幅広さ、奥深さ、柔軟性を備えたマルチアセット・ソリューションが必要だ。

マルチアセット戦略が効果的であるためには、幅広い投資対象を持ち、できるだけ投資制約のないものでなくてはならない。それはどのような意味だろうか？ 単純に、マネジャーはインカムやリターンを源泉を求める際に制約を受けてはならないということだ。彼らが世界全体の幅広い資産に投資できることは、極めて重要なポイントである。

幅広いエクスポージャーはリスクの分散にもつながる。例えば、グローバルな債券や株式との連動性があまり高くない、あまり伝統的とはされない資産や戦略を組み合わせれば、大幅なドロダウンを回避し、どんな市場環境においても望ましい水準のインカムを維持することに寄与する可能性がある。また、債券や高配当株以外の、あまり伝統的にインカム創出源とされていない資産に対する戦略的なアロケーションは、ポートフォリオの成長性を高めることにも寄与する。

ポートフォリオに組み入れているすべての資産について、何がリターンのドライバーであるかを深く理解する必要がある。分散型ポートフォリオにも共通のリスクが含まれている。これまでのところ、ポートフォリオを構築する際にボルト・オン型のアプローチを用いるマルチアセット戦略マネジャーがあまりにも多かった。彼らは単一資産クラス戦略を数多く1つのポートフォリオに詰

【図表】 インカムを増やすためのコストは？



過去のパフォーマンスは将来の運用成果等を示唆・保証するものではありません。  
2017年12月31日現在  
本資料で表示している指数は例示のみを目的としています。投資家は一般に指数そのものに直接投資することはできません。指数のパフォーマンスには、ABのポートフォリオのようなアクティブ運用に伴って生じる手数料や費用は反映されていません。  
出所: モーニングスター・ダイレクト、AB

め込み、それらを別々に運用している。その結果、投資家は知らず知らずのうちに特定のリスクに過度にさらされることになっている可能性がある。

例えば、大半のインカム重視型ポートフォリオにとって、高配当株、不動産投資信託、投資適格級社債は典型的な構成要素資産である。すべての投資家が明確に把握していない可能性があるのは、これら3タイプの資産がすべて非常に大きく金利リスクにさらされていることだ。

意外なことではないが、これらの資産はすべて2018年1-3月期にパフォーマンスが低迷した。なぜなら、金融引締めや将来のインフレに対する懸念が米国債利回りの急激かつ大幅な上昇を引き起こしたからだ。より統合型のアプローチを取るマネジャーは、ポートフォリオに忍び込む共通のリスクを認識し、ヘッジを行う機会を手に入れやすい。

**マルチアセット型ソリューションは、ダイナミックで柔軟なものではなくてはならない。** 迅速に調整する能力はい

かなる時にも重要である。そして、今はとりわけそうであると言える。上で述べたように、世界中の投資家は依然として利回りを追い求め、ポジションがかってないほどある特性を持った資産に集中している。しかし、金利は上昇しており、多くの資産クラスで見られた長期にわたる強気相場は勢いを失いつつある。それは投資家行動の急激な変化につながりかねない。市場環境が変化した場合には、すぐに方向転換できる能力が重要である。

ダイナミックなアプローチは、信頼できる長期的な実績のパターンを持つ資産に対する戦略的なポジションを構築すべきタイミングや、特定の市場環境において寄与し得るより短期的で戦術的なポジションを構築すべきタイミングを決める上でも役立つ。

高水準で安定的なインカムの創出と元本が損失を被る可能性は、常にトレードオフの関係にある。しかし、確信度の高い分散型のエクスポージャーを構築することができれば、投資家は割高な資産を回避し、長期的にリターンをもたらす戦略を堅持し易くなるだろう。

## アライアンス・バーンスタイン株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第303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／日本証券業協会／  
一般社団法人第二種金融商品取引業協会

<http://www.alliancebernstein.co.jp>

### 当資料についての重要情報

当資料は、投資判断のご参考となる情報提供を目的としており勧誘を目的としたものではありません。特定の投資信託の取得をご希望の場合には、販売会社において投資信託説明書(交付目論見書)をお渡しますので、必ず詳細をご確認のうえ、投資に関する最終決定はご自身で判断なさるようお願いいたします。以下の内容は、投資信託をお申込みされる際に、投資家の皆様に、ご確認いただきたい事項としてお知らせするものです。

#### + 投資信託のリスクについて

アライアンス・バーンスタイン株式会社の設定・運用する投資信託は、株式・債券等の値動きのある金融商品等に投資します(外貨建資産には為替変動リスクもあります。)ので、基準価額は変動し、投資元本を割り込むことがあります。したがって、元金が保証されているものではありません。投資信託の運用による損益は、全て投資者の皆様に帰属します。投資信託は預貯金と異なります。リスクの要因については、各投資信託が投資する金融商品等により異なりますので、お申込みにあたっては、各投資信託の投資信託説明書(交付目論見書)、契約締結前交付書面等をご覧ください。

#### + お客様にご負担いただく費用:投資信託のご購入時や運用期間中には以下の費用がかかります

- + 申込時に直接ご負担いただく費用…申込手数料 上限3.24%(税抜3.00%)です。
- + 換金時に直接ご負担いただく費用…信託財産留保金 上限0.5%です。
- + 保有期間に間接的にご負担いただく費用…信託報酬 上限2.0304%(税抜1.8800%)です。

その他費用…上記以外に保有期間に応じてご負担いただく費用があります。投資信託説明書(交付目論見書)、契約締結前交付書面等でご確認ください。

上記に記載しているリスクや費用項目につきましては、一般的な投資信託を想定しております。費用の料率につきましては、アライアンス・バーンスタイン株式会社が運用する全ての投資信託のうち、徴収するそれぞれの費用における最高の料率を記載しております。

### ご注意

アライアンス・バーンスタイン株式会社の運用戦略や商品は、値動きのある金融商品等を投資対象として運用を行いますので、運用ポートフォリオの運用実績は、組入れられた金融商品等の値動きの変化による影響を受けます。また、金融商品取引業者等と取引を行うため、その業務または財産の状況の変化による影響も受けます。デリバティブ取引を行う場合は、これらの影響により保証金を超過する損失が発生する可能性があります。資産の価値の減少を含むリスクはお客様に帰属します。したがって、元金および利回りのいずれも保証されているものではありません。運用戦略や商品によって投資対象資産の種類や投資制限、取引市場、投資対象国等が異なることから、リスクの内容や性質が異なります。また、ご投資に伴う運用報酬や保有期間中に間接的にご負担いただく費用、その他費用等及びその合計額も異なりますので、その金額をあらかじめ表示することができません。