



不確実性の高い市場環境に備えたポートフォリオを構築するには



2018年10月11日

**クラウス・インゲマン**アライアンス・バーンスタイン・エル・ピー
グローバル・コア株式運用戦略 共同最高投資責任者**デビッド・ダルガス**アライアンス・バーンスタイン・エル・ピー
グローバル・コア株式運用戦略 共同最高投資責任者

米国と中国の貿易戦争やブレグジット(英国の欧州連合(EU)離脱)を巡る交渉など、世界の投資家は様々な予測不能なイベントに取り囲まれている。しかし、適切なアプローチを採れば、不確実性が高まった時にも慌てる必要のないポートフォリオを構築することが可能だ。

投資家は短期的、長期的な安定を脅かす数多くの問題に直面している。不均衡な富の配分や政治的な分断によって、マクロ経済や社会の断層が広がりつつある。米国の財政赤字、中国企業の債務、日本や欧州大陸における人口の高齢化は、未来に問題が待ち構えていることを示唆している。問題は、何が次の「大地

震」の引き金になるか、そしてそれはいつ起きるかということだ。

その答えを正確に知ることは誰もできない。十分な情報を備え、ポートフォリオのパフォーマンスに影響を与え得る要因について確かな見解を持っていたとしても、それらのイベントがどのような反応を呼び、事態がどう進展するかを予測することはほとんど不可能である。だから、それを予測しようとするのはやめた方がいい。その代わりに、影響を受け易いエクスポージャーを回避し、強固なファンダメンタルズを持った銘柄を選択すると同時に、リスク管理に関する視野を広げることで、未知のイベントに備えたポジションを構築すべきである。

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/into-the-unknown-positioning-portfolios-for-an-unpredictable-world.htm>

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9月14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。

脆弱性の高いポジションを避ける

株式のアクティブ運用マネジャーの大半は、投資機会を見極め、それぞれの戦略を執行するための明確な運用プロセスを確立している。多くの場合、投資機会は自らが優位性を持つとそのマネジャーが判断している市場の一部に集中しており、それは通常、投資スタイルや地域によって決まる。

その結果、一部の投資戦略は他の戦略と比べて予測不能なイベントの影響を受けやすくなっている可能性がある。なぜなら、特定の業界や地域へのエクスポージャーは、悪影響をもたらす場合があるからだ。例えば、ある投資アプローチを採用している結果として欧州の銀行や中国の輸出企業、日本の消費関連企業などに大規模なポジションが構築されていれば、ポートフォリオのパフォーマンスはそれぞれの国のマクロ経済動向によって著しい影響を被る可能性がある。その場合、マクロ経済や、規制、政治などの要因を予測することの方が、ターゲットとするセクター内における個別企業ベースの勝者を選別するよりも、パフォーマンスにとってははるかに重要な問題となってしまう。

イベントがもたらす結果が全く予測できない場合、これはリスクの高い戦略となる。例えば、米中貿易戦争がエスカレートする恐れがあるとの懸念から、投資家は輸出企業や景気に敏感な銘柄のポジションを縮小する可能性がある。しかし、それは間違った行動かもしれない。米国による関税引上げを受けて中国が最終的に市場開放を進め、より協調的な通商政策を採れば、それらのセクターや企業は長期的にアウトパフォームすることすら考えられるからだ。そのため、貿易戦争がもたらし得る結果の予想に基づいてポジションを取るとは、逆効果になりかねない。

より予測可能な企業のファンダメンタルズを重視

しかし、こうした環境においても、ポートフォリオのポジションを構築する方法はある。例えば、どのような環境でもアルファ(超過収益)の創出を目指すことによって、市場を揺るがすイベントの影響に対して抵抗力を持つ戦略を考えてみよう。そうした戦略が適切に執行されれば、パフォーマンスに打撃を与えかねない市場のボラティリティやスタイル・サイクルを乗り切る助けになるだろう。

では、アルファはどのように創出されるのか？ そこで、ビジネスに関するファンダメンタルな分析こそが違いをもたらす。長期的で持続可能なビジネスモデルに

加え、幅広いセクターや地域にわたったキャッシュフローに基づくバリュエーションに焦点を当てることにより、政治・マクロ経済的なリスクに左右されにくい安定的なアルファを創出する銘柄選択が可能になるであろう。

スタイルの中立性も重要である。株式ファクター(スタイル)へのエクスポージャーを最小限に抑えることは、コア株式戦略にとって重要な要素となる。バリュー、グロース、モメンタムなどスタイル・ファクターへのエクスポージャーが長期的に報われるであろうことは間違いない。しかし、スタイルのパフォーマンスは年ごとに、あるいは四半期ごとにさえ激しい変動に見舞われるケースが多い(以前の記事『[不安定な市場で安定的なリターンを得るには](#)』ご参照)。市場が予期せぬイベントで動揺している場面や、その後に訪れるであろう回復局面でも、スタイルのパフォーマンス・パターンは予測が極めて難しい(次ページの図表)。

リスク・モデルを見直す

また、資産価値を守るためには、伝統的な分散投資に過度に依存してはならない。ポートフォリオのエクスポージャーが幅広い地域、セクター、株式ファクターに分散されていれば、それで安全だという錯覚に陥ってしまいがちである。しかし、単純なリスク・モデルはポートフォリオのアキレス腱を発見できない可能性がある(以前の記事『[FANG騒動で明るみに出たリスク・モデルの死角](#)』ご参照)。市場を襲う次なる危機は、以前とは異なる形で現れる公算が高いからだ。定量モデルは必ずしもどのようなタイプのエクスポージャーが問題をもたらし得るのか特定できない可能性がある。

では、投資家はどうすればいいのだろうか？ 標準的なリスク・モデル以外にも目を配り、リスク環境の変化に目を光らせるべきだ。それは、様々な定量ファクターからなるリスク・モデルとヒストリカルなイベント分析を融合させ、定性的なアプローチを通じてポートフォリオを構築すべきであることを意味する。

予測できないことを予測しようとするのは、将来に備える好ましい方法とは言えない。企業のファンダメンタルズも確実なものではないが、はるかに容易に信頼性の高い予測を立てることができる。したがって、長期にわたって本質的な価値を創出し、不透明な環境においても高水準で持続可能なキャッシュフローを創出する能力を持つ企業の株式を購入することこそが、将来の不確実な時代に向けたポートフォリオを構築する最善の方法であろう。

【図表】 ファクター別パフォーマンスは市場環境の変化で大きく変動
 主な市場下落局面や回復局面における世界のファクター・インデックスのリターン*

ITバブル (2001年)	米国企業 利益の回復 (2003年)	世界 金融危機 (2008年)	世界金融危機 からの回復 (2009年)	ユーロ 危機 (2011年)	ユーロ不安 の後退 (2011年)	世界経済 見通しの改善 (2015年)	中国を巡る 不安 (2016年)	金利上昇 (2018年)
高配当 利回り -8.4	バリュー 22.6	モメンタム -29.5	高配当 利回り 33.9	高配当 利回り -11.0	グロース 17.4	クオリティ 10.3	高配当 利回り -5.5	高配当 利回り -8.8
バリュー -10.1	高配当 利回り 21.1	クオリティ -30.7	バリュー 30.5	クオリティ -13.6	MSCI ワールド 16.8	バリュー 10.1	クオリティ -7.9	グロース -9.0
モメンタム -12.1	MSCI ワールド 19.0	バリュー -36.1	MSCI ワールド 26.8	モメンタム -15.5	バリュー 16.2	高配当 利回り 10.0	バリュー -9.8	MSCI ワールド -9.0
MSCI ワールド -14.5	グロース 15.3	MSCI ワールド -36.2	クオリティ 23.8	バリュー -15.9	クオリティ 13.8	MSCI ワールド 9.5	モメンタム -10.2	バリュー -9.1
クオリティ -15.3	クオリティ 14.5	グロース -36.3	グロース 23.4	MSCI ワールド -15.9	高配当 利回り 12.8	グロース 8.9	MSCI ワールド -10.5	クオリティ -9.3
グロース -19.4	モメンタム 13.6	高配当 利回り -38.9	モメンタム 12.6	グロース -15.9	モメンタム 10.5	モメンタム 6.2	グロース -11.1	モメンタム -9.6

- MSCI ワールド高配当利回り指数
- MSCI ワールド・バリュー指数
- MSCI ワールド・モメンタム指数
- MSCI ワールド・クオリティ指数
- MSCI ワールド指数
- MSCI ワールド・グロース指数

過去の分析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。過去の分析は情報提供のみを目的としています。

2018年8月31日現在

*2000年1月1日から2018年8月31日までの期間において、1つ以上のファクター・インデックスが10%以上上昇あるいは下落した局面における最大のインデックス変動幅。
 上記のイベントが起きた期間: ITバブル=2001年2月4日-2001年3月17日、米国企業利益の回復=2003年3月28日-2003年6月17日、世界金融危機=2008年
 9月28日-2008年11月22日、世界金融危機からの回復=2009年3月31日-2009年6月11日、ユーロ危機=2011年7月24日-2011年8月20日、ユーロ不安の後退=
 2011年10月4日-2011年10月28日、世界経済見通しの改善=2015年9月29日-2015年10月23日、中国を巡る不安=2016年1月3日-2016年2月13日、
 金利上昇=2018年1月25日-2018年2月2日。

出所: MSCI, AB

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

<https://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。