



株式市場の混乱に耐え、回復に備えるディフェンシブ戦略とは



2022年6月20日

**ケント・ハーギス**アライアンス・バーンスタイン・エル・ピー
ストラテジック・コア株式運用 共同最高投資責任者**サミー・鈴木**アライアンス・バーンスタイン・エル・ピー
ストラテジック・コア株式運用 共同最高投資責任者

2022年の株式市場では、3つの大きな悪材料が重なり、ボラティリティの嵐を巻き起こしている。では、株式投資はあきらめるべきなのだろうか。アライアンス・バーンスタイン(以下、「AB」)では、いくつかの戦略を効果的に活用し、リスクを引き下げて投資を継続することができれば、市場の混乱を乗り越え、いずれ来る回復局面に備えることができると考える。

2年間にわたる新型コロナウイルスのパンデミックを乗り越え、2022年はいよいよ景気回復が加速するという期待は、年初早々に打ち砕かれた。急激なインフレが世界の経済成長を脅かし、ロシアによるウクライナ侵攻が

それに拍車をかけた。各国の中央銀行が金利を引き上げる中、一歩間違えれば世界経済がスタグフレーションに陥り、株価がさらに落ち込んでしまうとの懸念が高まっている。

先行きの不透明感が高まり、企業業績への懸念が広がる中、MSCI ワールド指数は2022年5月6日現在、年初来で12.0%下落しており(現地通貨ベース)、S&P 500指数も同期間に13.1%下落した。また、わずか4カ月間でS&P 500指数が1日で上下1%以上変動した日は44営業日に上り、激しい値動きが常態化している。

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](#)。

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に関する過去の実績や分析は将来の成果等を示唆・保証するものではありません。

当資料は、2022年5月16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。当資料に掲載されている予測、見通し、見解のいずれも実現される保証はありません。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・バーンスタイン及び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。

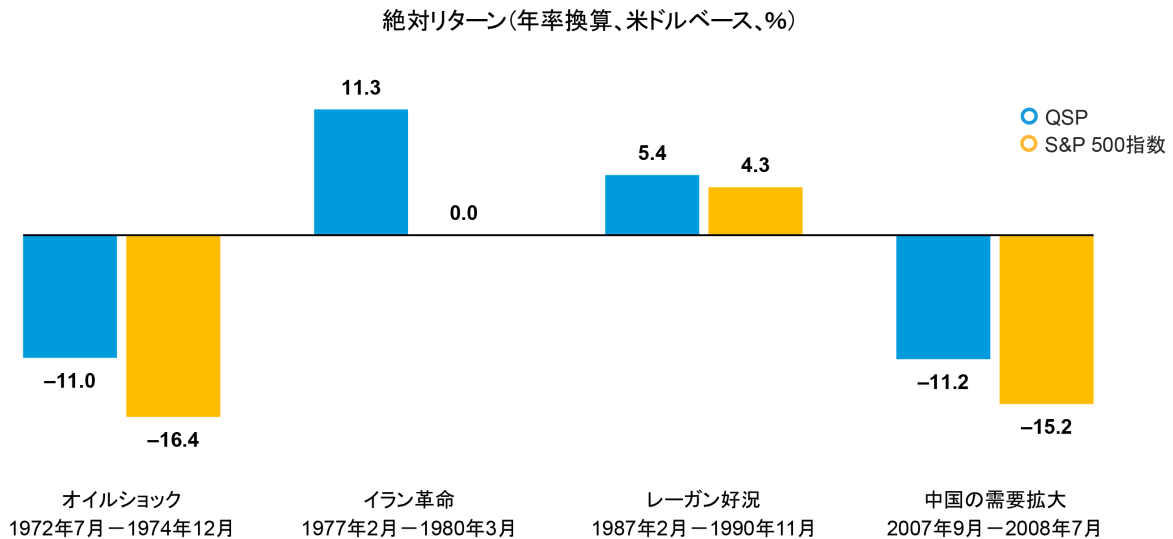
当面ボラティリティが高止まりすると予想される中、株式へのエクスポージャーを縮小したいという誘惑に駆られるのは当然かもしれない。しかし、そうしてしまうと、投資家は株式で大きなリターンを得る可能性を放棄することになりかねない。リスクが後退すれば、株式市場はどこかの時点で回復するであろうからだ。

足元の市場環境で株式のリスクを引き下げることは容易ではないが、規律あるアプローチを取り入れれば、実現することは可能だ。ABでは、ビジネスの質が高く、値動きのパターンが安定し、株価バリュエーションも魅力的な銘柄を厳選すれば、ボラティリティの影響を相対的に受けにくく、長期的な回復力を持つ株式ポートフォリオを構築できると考えている。

インフレには企業のクオリティで対抗

目下、インフレ懸念は投資家にとって最大の関心事である。下の図表は、クオリティ(Q)・安定性(S)・株価の割安度(P)という3つのファクター(QSP)で米国株式ユニバースを分析したものである。これによると、QSP上位20%銘柄は、過去の高インフレ期において、市場が上昇したか下落したかを問わず、市場全体に比べ優れたパフォーマンスを示している。例えば、1972年から1974年にかけてのオイルショックの際には、S&P 500指数が16%下落したのに対し、QSP上位銘柄の下げ幅は11%にとどまった。1977年から1980年にかけてのイラン革命後にインフレが高進した場面では、市場全体が横ばいで推移する中、QSP上位銘柄は11.3%上昇した。

【図表】 高インフレ局面では、クオリティ・安定性・株価バリュエーションがリスク軽減に寄与



過去の実績や分析は将来の成果等を示唆・保証するものではありません。
 米国の大型株ユニバース。QSPは、クオリティ(Q)指標である総資産利益率(ROA)、安定性(S)指標である低ベータ、株価(P)指標である株価収益率(PER)に基づき加重平均ベースで算出。
 2022年3月31日現在
 出所: MSCI, AB

物価が急激に上昇すれば、企業はコストと売上の両面でさまざまな圧力に直面する。しかし、安定的に高水準のキャッシュフローを生み出している質の高い企業は、コストが膨らんでも利益率を守る方法を多く持っている。価格決定力は、いかなる市場においてもビジネスのクオリティを左右する重要な要素で、企業が需要に与える打撃を心配せずに価格を引き上げるために不可欠なものだ。

企業のクオリティを測る手段としては、総資産利益率(ROA)や投下資本利益率(ROIC)といった収益力に関する指標があり、将来の収益性を予想するための強力な手掛かりとなる。同様に、資本規律がしっかりしている

企業は、金利上昇局面で高く評価される。ABが「クオリティ・コンパウンダー」と呼んでいる企業は、資本の使い方が上手く、環境・社会・ガバナンス(ESG)に関しても積極的に取り組んでいることにより、強力なビジネスモデルと持続性の高い収益力を兼ね備えている。ブランド、企業文化、研究開発力、特許といった無形資産も(以前記事『[Intangible Assets Provide Tangible Defenses for Equities](#)』(英語)ご参照)、特にストレスの多い時期には貴重な役割を持つ。こうした要素は、市場サイクルを通じて安定した成長ドライバーとなり、利益が複利ベースで拡大する支えとなる。

収益を予想しやすい銘柄が安定性をもたらす

地政学的な緊張からポートフォリオを守るのは容易なことではない。ウクライナでの戦争や選挙結果などのリスクは本質的に予想不可能で、市場に想定外の影響を与える可能性がある。地政学的な問題の結果予想に賭けを張ることは、賢明な投資戦略ではないだろう。しかし、不透明感の高い時期であっても、他の銘柄と比べ予想しやすい収益パターンを持つ銘柄がある。ABのリサーチでは、こうした企業は長期的に市場をアウトパフォームする傾向があることが示されており、リスク特性も優れているため、ポートフォリオに安定性をもたらし得る。

安定した企業にはさまざまな形態があり、典型的なディフェンシブ業種ではないことも多い。例えば、従来テクノロジー・セクターは必ずしもディフェンシブな分野とはみなされていなかった。しかし今日では、一部のテクノロジー企業はグローバルな情報インフラに不可欠なサービスを提供しており、その収益やパフォーマンスのパターンは、従来型のディフェンシブ銘柄である公益事業セクターと同じくらい安定している。テクノロジー分野の「イネーブラー」企業（他社のビジネスが成功する上で不可欠なインフラ的機能を提供する企業）は、現在のマクロ経済的、地政学的なストレスに対処する上で不可欠なハードウェア、ソフトウェア、サービス等を提供しており、パズルの重要な構成要素となっている。対照的

に、「ハイパーグロース」テクノロジー銘柄はそうしたディフェンシブな特性を持っておらず、その多くは2022年に入って大幅に下落している。

バリュエーションを重視すればリスク軽減につながる

株価が割高すぎる銘柄は、安定銘柄としての役割を果たせない。そのため、ディフェンシブな株式ポートフォリオを構築する際には、株価バリュエーションが相対的に魅力的であることを確かめる必要がある。金利が上昇すれば「将来の収益」の「現在価値」が圧縮されるため、株価バリュエーションの高い銘柄、すなわち遠い将来の利益をより多く織り込んでいる銘柄にとっては逆風となる。したがって、株価バリュエーションに関する規律を堅持することが、低ボラティリティ株式ポートフォリオの成功確率を高めることにつながる。

このようにQSPの特性を重視することが、市場下落局面において市場全体よりも下げ幅の小さな株式ポートフォリオを構築するための鍵となる。下落が穏やかであれば、市場が回復した場面で早期に損失を回復しやすくなる。市場の転換点がいつ訪れるのか予想することは、現在のように先行きの不透明が高い時期には特に難しい。慎重に厳選したクオリティの高い安定した銘柄で構成するポートフォリオを堅持すれば、投資家は厳しい局面で持ちこたえ、将来的に環境が好転した場面でその恩恵を受けることができるようになるだろう。

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

<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3.3%(税抜3.0%)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2.068%(税抜1.880%)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。