



ALLIANCEBERNSTEIN®

機関投資家向けソリューション

資産クラスと ファクター

違いはどこにあるか?

最近の苦境による懐疑論はあるものの、アセット・オーナーがリスク調整後リターンの上昇に対し、ますます躍起になっていることは、ファクター投資の検討を後押しする重要な要素となる。本レポートでは、資産クラスとファクターの違い、ファクターへの程度配分すべきなのか、成功するものを見極め、そしてファクター投資が組織構造に与える影響等、想定される主要な疑問点について検討する。

2021年11月

イニゴ・フレイザー・ジェンキンス
機関投資家向けソリューション 共同責任者

アラ・ハームズワース
機関投資家向けソリューション 共同責任者
兼 Alphalytics責任者

執筆協力:
ロベルタス・スタンシカス
ハージャス・プリート・マンド
モーリン・ヒューズ

概要

- アセット・オーナーがリスク調整後リターンの向上にますます必死になっていることは、パンデミック後の世界においてファクター投資を検討するための追い風となる。アライアンス・バーンスタイン（以下、「AB」）は、ファクター投資を、資産クラスを補完するものと捉えている。
- アクティブ運用とパッシブ運用の間に確たる線引きがないのと同様に、我々は、ファクターと投資戦略の間に厳密な区別はないと考える。それは、いつでも変化するスペクトルのようなものである。
- ファクターにどの程度、配分するかという問題は、ファクターが、入手可能なリターン・ストリームのリターン・分散・共分散をどれだけ魅力的なものにするか、ファクターのキャパシティ、ビジネス・サイクルを通じて、または資金の追加流入に際してファクターが持続的かという観点から、最終的に判断される。
- 近年のファクター投資のリターンは、基準レベルに満たないものであったが、その相対的有效性には明確な周期性が見られ、構造的要因を示唆するような、ゆっくりとした持続的な悪化ではない。
- 我々は、インフレが近年の平均値の推移を上回るレベルで落ち着くと予測しており、これは市場に広がる極端なバリュエーション格差に後押しされ、バリュエーション・ファクターのリターンの構造的な下支えとなる。
- 我々は、高成長企業の収益性がより安定したものとなり、実質金利が低いレベルに留まる可能性があることから、グロース・ファクターも中期的にはポジティブな見通しになると考える。
- ファクターは純度に応じたスペクトル上に分布しており、ファクターの純度と、それを達成するための複雑さはトレード・オフの関係にある。
- 全般的には、主要なアセットの期待リターンは低下する一方、我々はファクター投資のリターンは過去数十年の水準を超える可能性があると考え。いくつかのファクターが長きにわたって苦戦を強いられたことから、アセット・オーナーが、資産クラスへの配分を削ってファクターへ回すことに懐疑的であることは認識している。
- しかしながら、我々はバリュエーションの現状とパンデミック後の政策見通しは、アセット・アロケーターがファクターへの移行を検討すべきことの強い論拠となると考える。
- この結論は、アセット・オーナー、アセット・マネジャー、そしてセルサイドのリサーチ・チームにとって、組織的な影響をもたらす。いずれは資産クラスではなく、彼らが生み出す、または買うリターン・ストリームの性質によってチームが編成されるようになるかも知れない

はじめに

我々には、投資家が投資判断を行う際、カテゴリーにこだわりすぎているように見える。大規模なアセット・オーナーにとって、投資とは結局のところ、リターン・ストリームの組み合わせを作り上げることなのである。観念的には言えば、これらのストリームが、異なる水準のボラティリティ、共分散、スキュー、投資期間、及びマクロ環境への関連性を有する、様々なリターン分布を提供する。しかし、もしこれが機関投資家の投資判断の根幹を成すものであるとしたら、実際の投資は全く異なる様相を呈する。実際の投資は、資産クラスの区分を特に重視する傾向がある。

アセット・オーナーは、戦略的なアセット・アロケーションに際し、資産クラスに並ぶものとしてファクターを加える必要がある。実際、我々は実質リターンと分散投資の両方の観点から、もはや選択の余地はないと考えており、いずれの切り口も同じ位に重要であり、投資家は、ベータ及び固有のアルファ（イディオシンクラティック・アルファ。以下、「IA」）の観点からのアセット・アロケーションを検討すべきと考えている。

このような基本的なレベルでは、我々は資産クラスのベータとファクターのベータを同種のものとして扱うことに前向きである。結局、アセット・アロケーションとは、一定の成果を挙げるためにリターン・ストリームを構築することなのである。その意味では、一部の資産クラスのポジションをファクターに置き換えたところで、必ずしも違いが生じるわけではない。

ファクター：根本的な投資の論点

アセット・アロケーションにファクターを用いることは、以下の様な、投資の本質に関する根本的な問いを投げかける。リスクと資本を配分するためのパラメータをどのように設定すべきか？従来の資産クラスをポートフォリオの主要な区分基準とすべきか？結局のところ、資産クラスとは何なのか？

証券の発行者は、政府であれ企業であれ、証券の発行を通じて資金を調達することを目的としている。これらは、証券の法的性質（資産クラス）又は統計的・量的特徴（ファクター）の観点から、複数の方法でグループ化できる。どちらが優先されるべきかは定かではない。アセットを区分する最も効

率的な方法は何だろうか？それは不変であるべきか、それとも投資環境に応じて変化するべきものなのか？

この議論は、更なる問いを呼び起こす。ファクターはアルファなのか、ベータなのか（それとも、このような観点で見れば、境界線は曖昧になるのか）？ファクターはビジネス・サイクルにおけるアロケーション戦術の手法と考えるべきか、それともリターン・ストリームの戦略的根幹を成す可能性を秘めたものなのか？ファクターは本当に存在するのか、それとも、40年にわたって資産運用業界に集積されたデータをマイニングした所産でしかないのか？もしファクターが有効なものとしたら、どの程度、配分すべきか？

ファクターを使用するなら、それらをどのように構築すべきか？様々な考え方があがるが、一つの見方として、アクティブ運用・パッシブ運用の区分が、ポートフォリオ構築の際の運用者の選択が最終的なリターンに与える影響の違いから定義されるという説がある。ファクターは、多様な財務指標により定義される（例えば、「バリュー」は、株価収益率、株価純資産倍率、配当利回り等の指標により定義できる）。ファクターは横断的に評価される（同等の証券と比較して格付けされる）べきか、それとも時系列で見ると（過去の推移と比較して格付けされる）べきか？ファクターは、何らかの形（セクター、業種、又は資産クラス・ニュートラルという形）で「純化」されるべきか？リバランスはどの様に行うべきか？加重はどの様に行うか？リスクは管理すべきか？

そして次に、ファクターにどの程度のリスクを配分するかという問題が浮上する。過去10年に起こったパッシブ化を突き詰めると、単一のファンドが全ての上場・非上場株式及び債券を、その規模に応じた比率で保有することになる。しかしながら、その様なアロケーションが、通常は実態経済において決まる投資家の債務に見合うリターン・ストリームを生み出す可能性は低いであろう。更に、これはリスクの配分方法としては粗雑なものであり、実務上検討の対象になるとは思えない。このことから、アセット・アロケーションは常にアクティブな行為だという結論が導かれる。だとしたら、ファクターへの配分はどの様に行うべきなのか？ファクターには「規模」によって加重すると

いう自然な方法は存在せず、従って、ファクターと資産クラス間の選択は、ポートフォリオ構築に関する更に深い問いを浮き彫りにする。

特に、資産クラス横断的に見ると、ファクターのボラティリティ水準は様々であるため、各リターン・ストリームに同程度のリスクを配分することが、リターンの平均的なボラティリティ及び共分散を考慮した配分を出発点の一つとなりうることを示唆している。これは、アセット・アロケーションとポートフォリオ構築の基盤を可能な限り効率化するという、明確な意図を示している。しかし、これは他の全ての条件が同等である時のみ適用可能であり、実際にそのような状況が成立することはほとんどない。レバレッジや、将来の状況を従来から大きく変える可能性のあるマクロレベルの変化の見通しは制約要因の一つとなる。

現行の低利回りの見通しを前提にファクターを議論すると、更なる疑問が呼び起こされる。投資家が負うことのできるリスクはどの様なものか？ファクターがリスク・プレミアムだとしたら、他にどの様な選択肢があるのか？一般的に採られる3つの方法は、より多くの非流動性リスク、クオリティ/クレジット・リスク、またはレバレッジを負うことである。現在の環境では、非上場資産に飛びつくことにも一定の利益があるが、これにも限界があり、最終的なリスクへの疑問が生じる。仮にプライベート・エクイティの最終的な出口がIPOだとしたら、プライベート・エクイティが複数の市場サイクルにわたって株式ベータを回避する唯一の手段は、代わりにレバレッジと非流動性のリスクを取るのだ。ロング・ショートファクターは、プライベート・エクイティとは対照的に、株式ベータとは全く異なるリターン源泉へのエクスポージャーをもたらすことから、ここで言う非上場資産とは全く異なるという考え方も出来る。

我々は、ファクター、そして投資の基本原則にまで至る一連の根本的な問いをここに示した。本稿では、これらの質問のいくつかに答えることを試みると共に、更なるリサーチの出発点を設定し、今後のレポートではその出発点をベースにして、個別の論点を取り上げていく予定である。

なぜ今ファクターなのか？

なぜ今、ファクターについて議論するのか、と疑問に思う向きもあるだろう。この議論は、これまでいつ組上にのぼってもおかしくはなかった。我々は過去のレポートで、この点について指摘している ([Portfolio Strategy: Strategic Outlook for Factors, and Why They Are Needed in Portfolios](#), 英語版)。実際に、著者は、自身が10年近く前、北欧の様々な年金基金（一例を挙げるとすれば）とこのトピックについて論じていたことに気づいた。

アセット・オーナーが、一定のリスクにおいて目標リターンを達成することに益々死に物狂いになっていることは、パンデミック後の世界における強い追い風となるというのが、我々の見解である。過去40年間、大多数の金融資産のバリュエーションが上昇した一方で、インフレは沈静化した。金融経済が実体経済を大きく上回った（図表1）ことで、資産クラスへのパッシブなエクスポージャーから高い実質リターンを得る事が、本来より簡単にみえるようになった。

我々は、これに否定的な態度を取るつもりはない。投資は難しいものであり、後付けで一般論を述べるのは簡単である。しかしながら、過去40年間の金融資産と実物資産のリターン格差は、より長い歴史の中で見れば特異なレベルであり、これが再現される可能性は低い。これは、人口動態、地政学及び政策の力学、労働力の増加、グローバル化、労働よりも資本を重視する政策、そして利率の低下という好条件が見事にそろった結果である。

これら全ての長期的な力学について掘り下げることは、本稿の主旨ではなく、他のレポートにおいて既に論じている ([Are We Human or Are We Dancer?](#), 英語版)。しかし、名目リターンの低下、インフレ率の上昇、及び分散投資の縮小の見直しにより、展望は異なってくる。

異なる展望は、新たな事へ挑戦するインセンティブを生み出すが、それが何故、資産クラスに加え、ファクターに投資することに繋がるのか？我々は、これら2つは補完的なものと考えているが、議論を促

図表1: 金融資産のパフォーマンスが実物資産を上回る

金融資産と実物資産のパフォーマンス比較



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。

金融資産には米国株式と米国10年国債が含まれます。実物資産には米国不動産指数とブルームバーグ商品指数が含まれます。

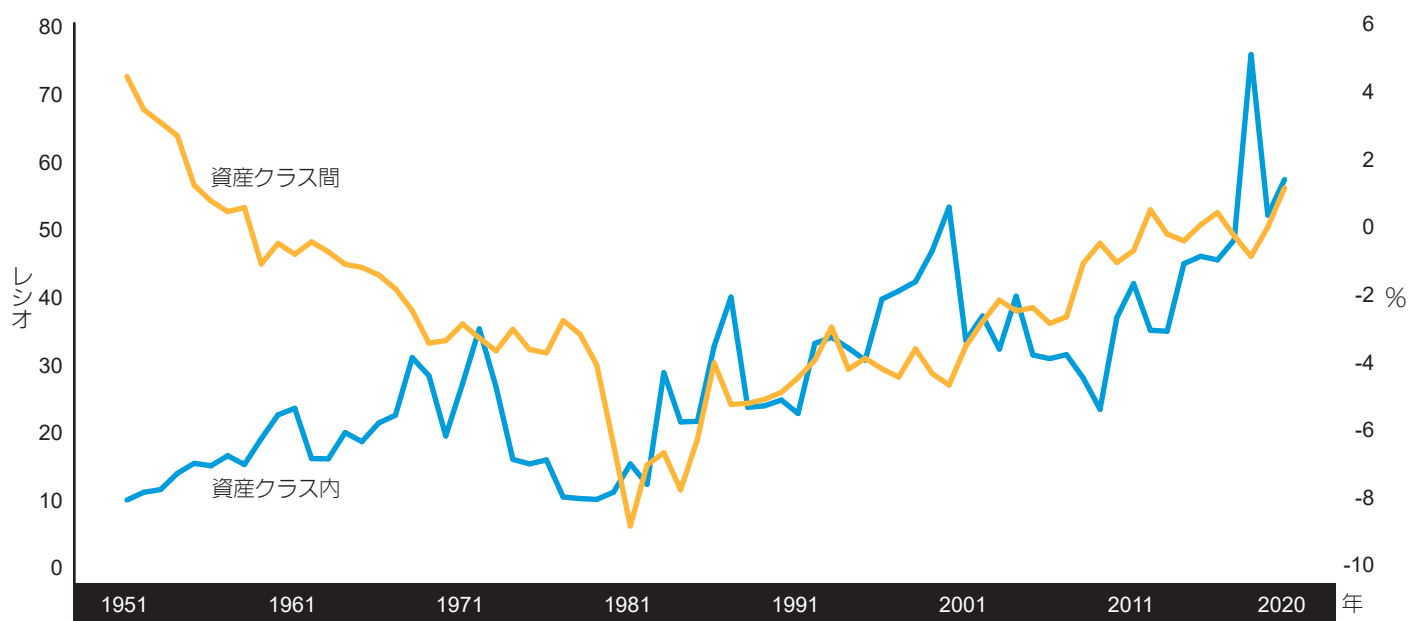
1953年1月31日から2021年5月31日まで。出所:ブルームバーグ、データストリーム、グローバル・フィナンシャル・データ、ロバート・シラーのデータベース

すために、バリュエーション格差について考えよう。過去40年間の利回りの全般的低下及びバリュエーションの上昇により、資産クラス間のバリュエーション格差が珍しいものではなくなったため、これを基にレラティブ・バリューを論証することは困難である。一方、資産クラス内でのバリュエーション格差（多くのファクター戦略の基礎となっている）はかつてない水準となっている（図表2）。

もちろん、資産クラス内のバリュエーション格差は、経済の戻ることのない移行を示すに過ぎないという議論もあろう。投資判断の「位置エネルギー」の様なものとしてのバリュエーションの有用性は、平均回帰の兆候を示す役割と隣り合わせの関係にある。

バリュエーション格差の拡大は、一部の業界を囲む障壁がテクノロジーによって崩壊したことの一部起因するかもしれないし、有形資産より無形資産への投資が拡大しているという事実を反映したもののかもしれない。無形資産は、より大きなネットワーク及びスケール・メリットを有し、それが（準独占企業に対する政策によって一定程度相殺されるものの）勝者一人勝ちの経済を後押しする。これはまた、適切なバリュエーション指標に対する疑問を投げかける。しかしながら、近年の平均回帰の欠如の少なくとも一部は、インフレ率の低下等、より周期的なマクロ要因に起因している。

図表2： 資産クラス内のバリュエーション格差は、ファクターに有利な材料を示している
資産クラス間及び資産クラス内のバリュエーション格差



●直近12カ月の株価収益率レンジ（左軸、割高銘柄の平均PE－割安銘柄の平均PE） ● 米国株式配当率－米国10年国債利回り

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。

直近12カ月の株価収益率レンジは、米国株式の最も割高な五分位及び最も割安な五分位におけるそれぞれの株価収益率平均値の差を示します。

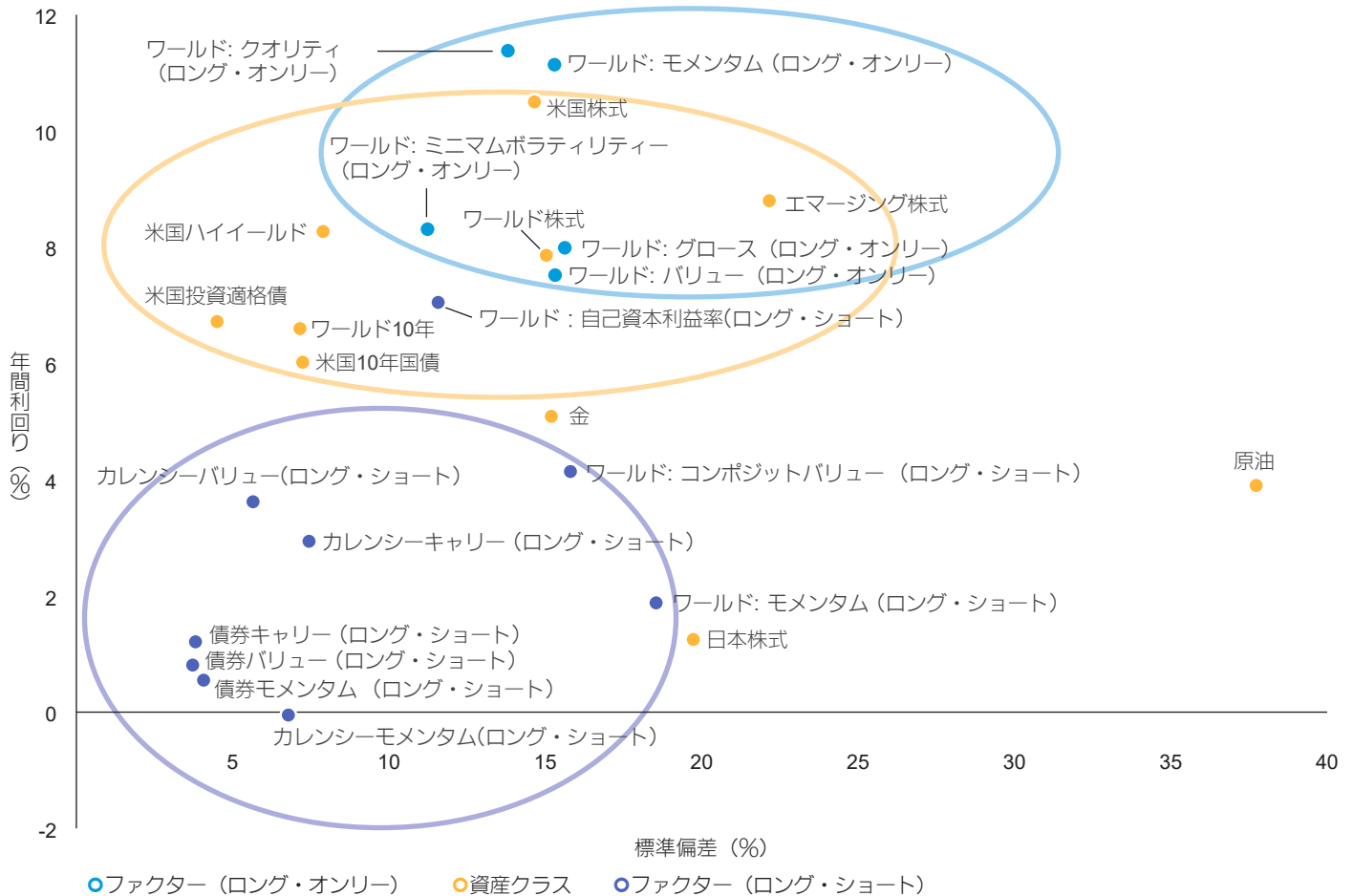
2021年12月31日まで。出所：データストリーム、グローバル・フィナンシャル・データ、ケン・フレンチ・データ・ライブラリー

ファクターの投資機会とは具体的には何か？

資産クラスとファクターはある意味で代替可能だとしたら、これは投資家にとってどのような意味合いを持つだろうか？我々は、この問題を、リターン、ファクターとアセットの分散及び共分散の比較、リターンが持続する理論的根拠、流動性、そしてこれら全てがアセット・オーナーにとって達成可能なリターン目標にどの様に当てはまるか、といったいくつかの観点から検討する。

図表3は、過去データに基づき、様々な株式ファクターと資産クラスにおけるリターンとリスクのトレード・オフを示している。このようなファクターを定義する方法は無数にあるため、これは必然的に不完全なものである。しかし、ロング・オンリー及びロング・ショート・ファクター（ここでは極めて単純なスクリーニングと構築のアプローチを採用）は、リスク・リターン空間の異なる領域に広く存在している。本稿の後半のセクションにおいて、マクロ経済とのつながりを受けてリターンがどのように変動するかも論じる。

図表3: 資産クラス及びファクターにおけるリターンとリスクのトレード・オフ (過去データ)



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。

本図表は、1989年12月から2021年5月までの、幅広いファクター及びアセットの名目年間リターン及びボラティリティーの推移を表しています。

2021年5月31日まで。出所: AQR、データストリーム、ファクトセット、Federal Reserve Economic Data (FRED)

分散投資は、リターンと同様、ファクターに配分する動機となる。リスク・プレミアムへの分散投資の資産クラスに対する優位性は、リスク・プレミアム間の相関係数は、過去30年間ほぼゼロに近い水準で、かつ、複数の経済サイクルを通じて安定していたという点である（図表4）。資産クラス間の相関係数の過去平均もプラス0.2とかなり低い水準だったが、安定性は低く、1998年、2005年、2021年（現時点まで）に過去平均の2倍近くまでの周期的な急上昇が見られた。

この分散投資の源泉は、ファクターの投資命題の中核の一部を成すものである。それはファクターの性質に根ざしており、バリュー、キャリー、モメンタム及びクオリティが、株式、クレジット、債券及び外貨(FX)等の一部の資産クラスにおいて、多くのケースで利用可能となっている。やがては、これらを非上場資産に対しても適用できるかもしれない。

ファクターのキャパシティ及び流動性に関する考察

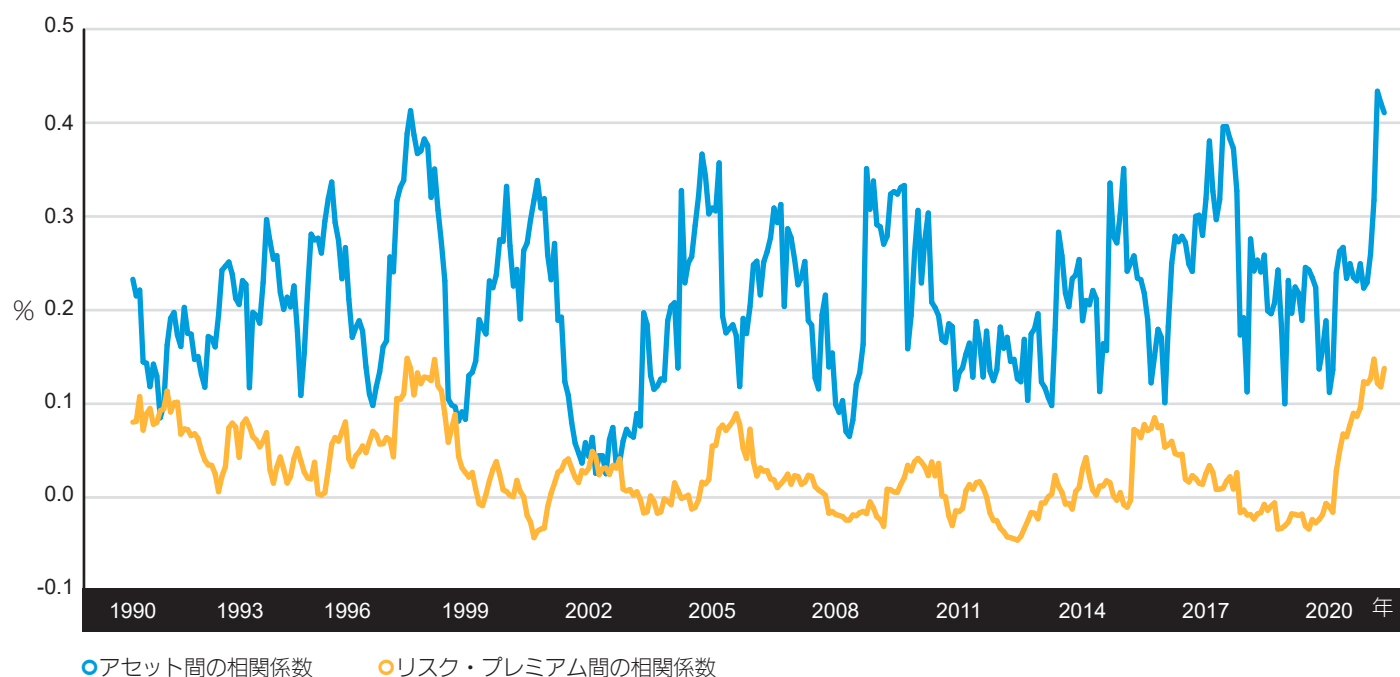
前セクションでは、資産クラス及びファクターのリターンの性質に関し詳述した。しかし、その観点からファクターを支持する材料が

あったとして、投資家は同じ様にファクターに買いを入れて良いのだろうか？この問題は、ファクターとは何か、というより根本的な問いと結びついている。より具体的に言えば、アクティブな投資戦略とファクターの間の線引きはどこにあるのかという問題である。アクティブ戦略には具体的なキャパシティの制約が明確にあるため、一部の投資家にとっては適切なものとなるが、この考えを業界全体で適用できると言い切れる者はいないだろう。

我々は、アクティブ投資とパッシブ投資の間に明確な線引きがないのと同様、ファクターと投資戦略の間にもはっきりとした境界線はないと考える。それは、常にスペクトルのようなものだ。また、その区別は時代によって変動する。自動分析機能が発達しフィーの低下が進む中、投資戦略の中にも、従来アクティブと考えられていたものが「パッシブ」になるという動きが見られる。ここでいうパッシブとは、単純で、透明性が高く、安定したルールに基づくアプローチをさす。結局のところ、それは、S&PやFTSE等のインデックスに対してインデックス・プロバイダーが行ってきたことであり、「スマート・ベータ」であるバリュー・ファクターも何ら異なるところはない。

図表4: ファクターの分散投資の優位性

直近12カ月の相関係数



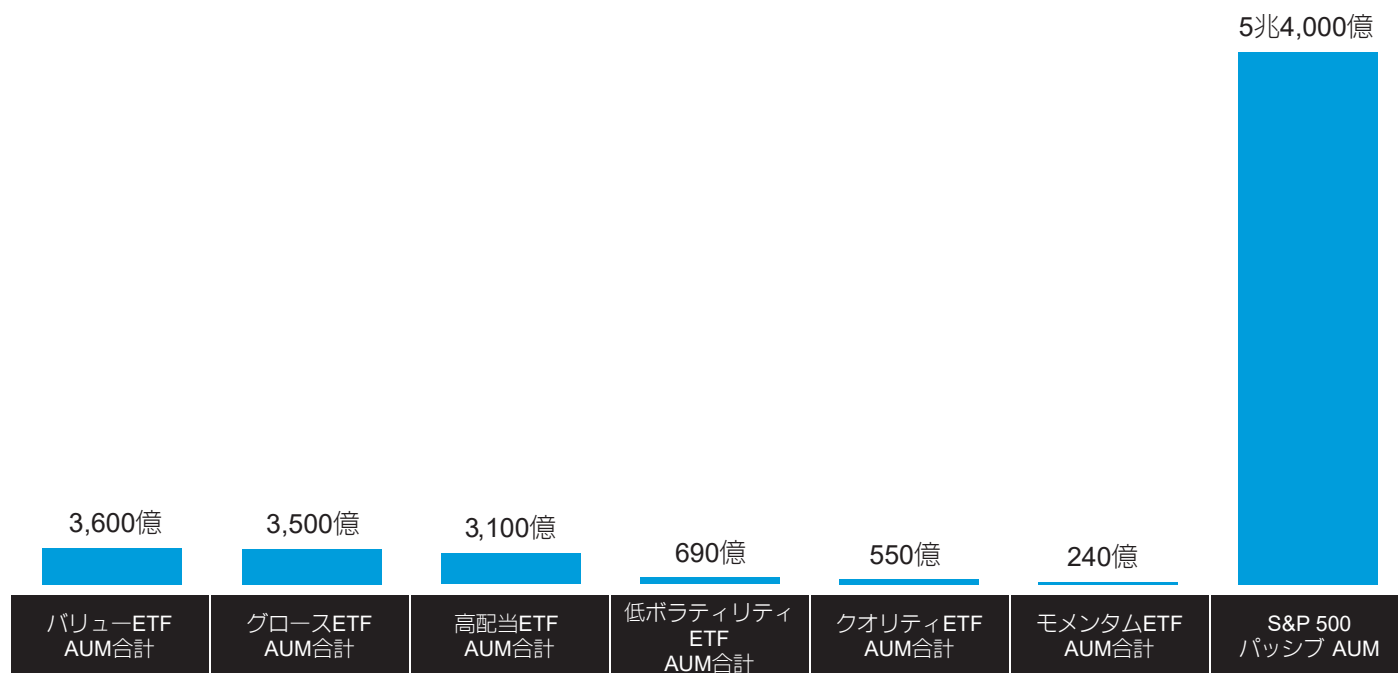
過去の実績や分析は将来の成果等を示唆・保証するものではありません。

直近12カ月平均はリスク・プレミアム及び資産クラスの相関係数を一対にしています。リスク・プレミアムはグローバル及び米国株式コンポジット・バリュー、自己資本利益率、長期成長率、モメンタム及び低ボラティリティのロング・ショート・ファクターに加え、債券及びFXのモメンタム、キャリー及びバリューを含んでいます。資産クラスはグローバル、米国、エマージング及び日本株式、米国、日本及びグローバル10年国債、米国投資適格及びハイイールド・クレジット、原油及び金を含んでいます。

1990年12月31日から2021年5月31日まで。出所：ブルームバーグ、MSCI、AB

図表5: ファクターは資産クラスに比べ、未だかなり小規模である

単位:米ドル



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。

2021年7月31日現在。出所:ブルームバーグ、S&Pグローバル

したがって、我々はこの議論にあたって、ファクターを株式におけるバリューやクオリティ・スクリーニング、又は債券におけるキャリー戦略のように、単純で一般的、かつ透明性のある投資戦略と定義する。これらの投資戦略のキャパシティは、資産クラスのキャパシティと比べてどうだろうか？

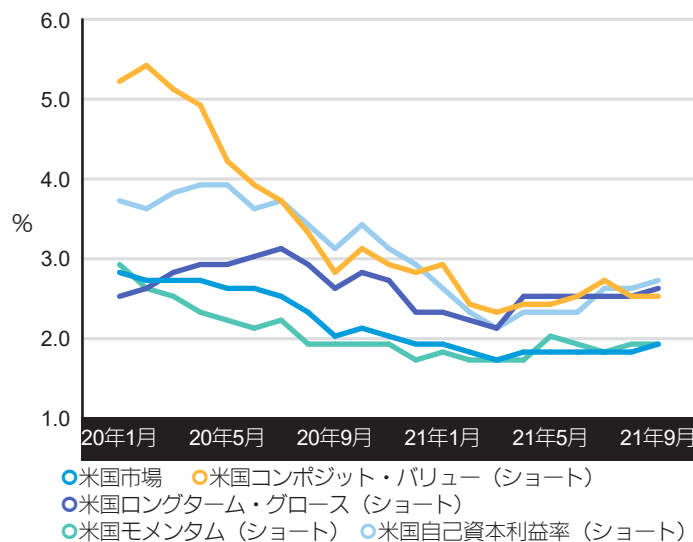
これを検討するには、ロング・オンリー及びロング・ショート of 2種類ファクターについて考える必要がある。ロング・ショート・ファクターは、大規模な売りかけを必要とするため、一般的には明らかにキャパシティが低くなる。個人投資家にとってこれを考える最も一般的な方法は、取引コスト分析であろう。一方、システム全体においては、他の論点が存在する。

図表5は、一般的なロング・オンリー株式ファクターのETF形式による投資額の市場全体に対する割合を示している(注:各カテゴリー内で選別されたETFの合計値を算出している)。ファクターの規模が市場全体に比べかなり小さく見えることは、ファクターのための資産に大幅な拡大余地がある明白な証拠と言えるかもしれない。しかし、我々は、それは誤解を招くものと考え、次のセクションで論じるが、これはファクターのリターン基盤は何かという問いに繋がっている。

ロング・ショート・ファクターには明確なキャパシティの制約がある。個人投資家がこのようなファクターへの投資判断を行う際は、一定規模の投資に対するフィー及び取引コスト控除後の期待リターン等を検討することとなる。しかしながら、「システム」全体で見ると、借株の余地が縮小していることにより、ロング・ショート・ファクターに大きな配分を行うことは難しいであろう。

図表6: 空売り比率: 平均値

均等加重平均



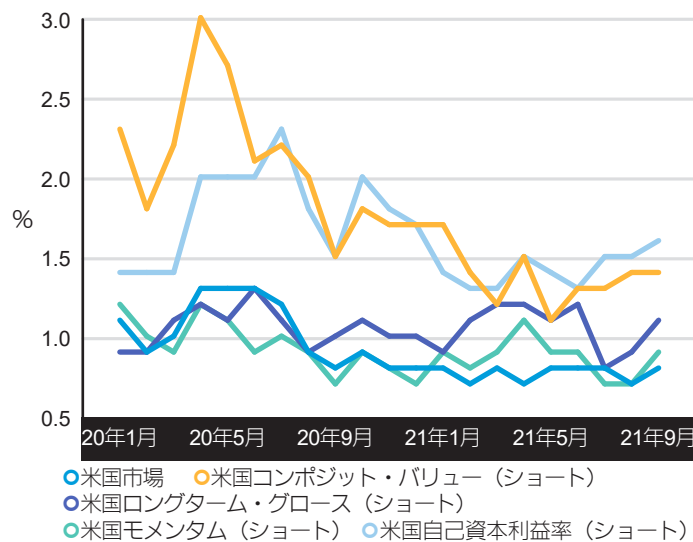
過去の実績や分析は将来の成果等を示唆・保証するものではありません。
2020年1月31日から2021年9月30日まで。出所: ファクトセット、MSCI

図表6及び図表7は、2020年初頭からの米国市場全般の空売り比率の均等加重平均及び中央値、及び主要な株式ファクターの「ショート」五分位値を示しており、ここからキャパシティの問題が見て取れる。米国モメンタムを除き、ファクターの空売り比率平均値と中央値の両方が市場全体の水準より高くなっている。これは、ロング・ショート・ファクターへの投資は、市場全体よりキャパシティの制約が大きいという見方の根拠となる。

しかしながら、平均値と中央値はあらゆる規模の株式に均等に加重を行うため、元よりキャパシティの制約が大きい投資手法であ

図表7: 空売り比率: 中央値

均等加重中央値



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。
2020年1月31日から2021年9月30日まで。出所: ファクトセット、MSCI

る。図表8は、直近の平均値及び中央値データを、時価総額で加重平均した空売り比率と比較している。

この数字は、均等加重した際の平均より相当程度低くなっており、高い空売り比率の原因の少なくとも一部は、小型株における制約にあることを示している。しかし、市場全体の時価総額で加重した空売り比率は1.0%と、依然大多数のファクターよりも低い水準にあり、ファクターの高い空売り比率は、売りの規模が大きい小型株へのエクスポージャーのみから生じているわけではないことを示唆している。

図表8: 空売り比率の比較

	平均値 (%)	中央値 (%)	時価総額加重平均 (%)
米国コンポジット・バリュエ (ショート)	2.5	1.4	1.3
米国ロングターム・グロース (ショート)	2.6	1.1	1.2
米国自己資本利益率 (ショート)	2.7	1.6	1.6
米国モメンタム (ショート)	1.9	0.9	0.9
米国市場	1.9	0.8	1.0

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。
2021年9月30日現在。出所: ファクトセット、MSCI

ファクターにどの程度、配分すべきかという問題は、そのファクターが、アセット・オーナーが投資できる他の資産と組み合わせた際にリターン・分散・共分散を改善できる余地があるか、ファクターのキャパシティ、ビジネス・サイクル全体及び資金を投資する際のファクターの持続性によって決まる。ロング・ショート・ファクターへの配分は必然的により多くの制約を受けるが、ヘッジファンドへの配分と同種のものと考えることができる。我々の見解では、現行の投資家のヘッジファンドに対する配分は、単純なファクター・エクスポージャーとIAに分けることができる。

持続性の問題：資産クラス対ファクター

キャパシティの観点から、ファクターと比較した資産クラスの継続的リターンの根拠という、より理論的な議論と深く関係している。それを超えたらファクターがそれ以上機能しなくなる様なキャパシティ水準は存在するのだろうか？もしそうだとしたら、その限界をどうやって特定するのか？

この理論的論議の一端は、ファクターが、投資家の行動バイアスやある種のリスクに対する対価の産物なのかという点に帰する。この議論は数十年にわたって物議を醸してきたが、現在、特に重要なものとなっている。投資家が「機械（クオンツ）」による運用により多くの資金を託している結果、行動バイアスは消滅する可能性が高い。クオンツ投資戦略の一部は、人の行動に明確に逆張りする形で設計されているからである。

しかしながら、ファクターのリターンがリスクの対価だとしたら、それらは、行動バイアスの逆を行くよう設計された戦略の拡大に対し、より弾力的となるだろう。その場合、提供されるリスク・プレミアムの大きさはどの程度か、関連リスクに対処するためのガバナンスの枠組みはどのようなものか、というのが適切な問いとなる。例えば、ガバナンスの問題は、リスク・プレミアムの有効性を評価するための適切な時間軸を検討する視点となる。リスク・プレミアムが

バリュー及び平均回帰に基づくものである場合、マージャー・アービトラージ戦略の場合とは異なり、年単位の十分な長さの期間が必要になる。

肝心な問題は、資産クラス及びファクターのリターンはどの位持続的かということである。近年の経験的データは、どちらかといえばファクターよりも資産クラスのリターンに有利なものとなっているが、いずれのタイプのリターンに関しても、堅固な理論的根拠がある。

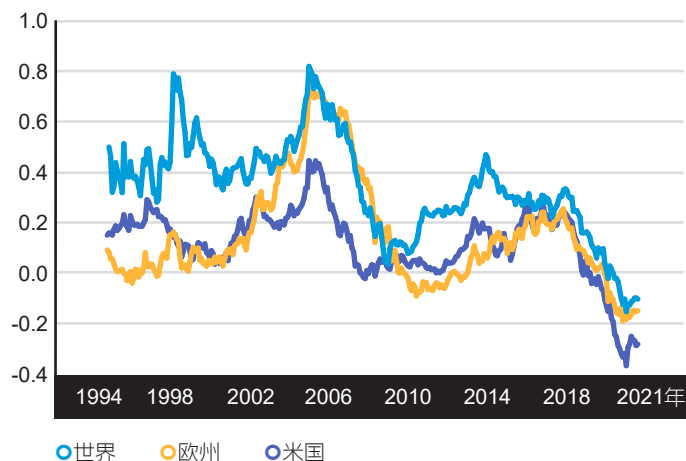
経験的データに基づけば、近年のファクターのリターンは明らかに標準レベルに満たないものであった。これはバリュー・ファクターの失敗だけによるものではなく、様々なファクターに見られた現象である。かかる結果を、過剰な資金がファクターのリターン獲得に向けられたことによる構造的失敗だと示唆する向きもある。しかし、ファクターETFの残高の90%以上が米国をベンチマークとする戦略に投資されている一方、ファクター・リターンの低下は世界的なすう勢であった。これは、根本的原因がマクロ環境の周期的な産物である可能性が高いことを示唆している。

世界の主要地域に共通するファクターの直近5カ年のリスク当たりリターンに基づけば、ファクターの有効性は、近年、明確に低下している（図表9及び図表10）。図表11は、分析対象を資産間のファクターまで拡大しているが、過去からの推移の枠を超えはしないものの、同様の結果となっている。最後に、図表12は、株式ファクターのローリング・ベースの相対リスク当たりリターンを市場全体と比較したものであるが、ファクターの相対的有効性は、単純な株式市場の買いと反対に、過去5年間にわたり、過去四半世紀のいずれの時点よりも劣る結果となった。

しかし、我々は、この図表から、ファクターの相対的有効性は周期性が高く、より構造的な要因を示唆するゆっくりとした継続的な減少のようなものではないこともまた明白になっていると考える。

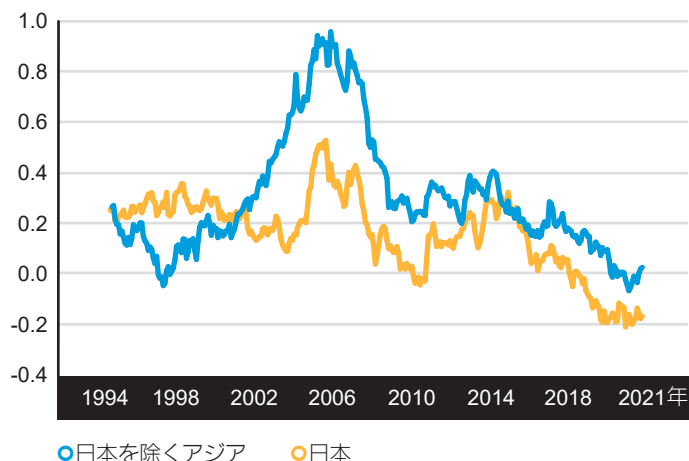
図表9: 世界、欧州及び米国のファクター・リターン

世界、欧州及び米国のファクターのリスク調整後地域別合計リターン（直近5年間の年間リスク当たりリターンに基づく）



図表10: アジア及び日本のファクター・リターン

アジア及び日本のファクターのリスク調整後地域別合計リターン（直近5年間の年間リスク当たりリターンに基づく）



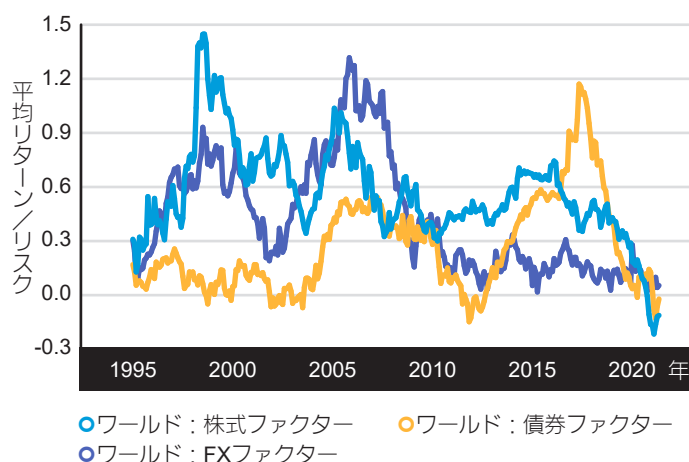
過去の実績や分析は将来の成果等を示唆・保証するものではありません。

図表は7つのファクター（株価純資産倍率、配当利回り、自己資本利益率、長期成長率、価格モメンタム、小型株、キャッシュフロー利回り）で平均された地域ごとの5年間の年間リスク当たりリターンを示しています。バスケットは四半期毎にリバランスされ、米ドルベースの合計ロング・ショート・リターンを使用

1994年12月31日から2021年9月30日まで。出所：ファクトセット、IBES、バーンスタイン・リサーチ

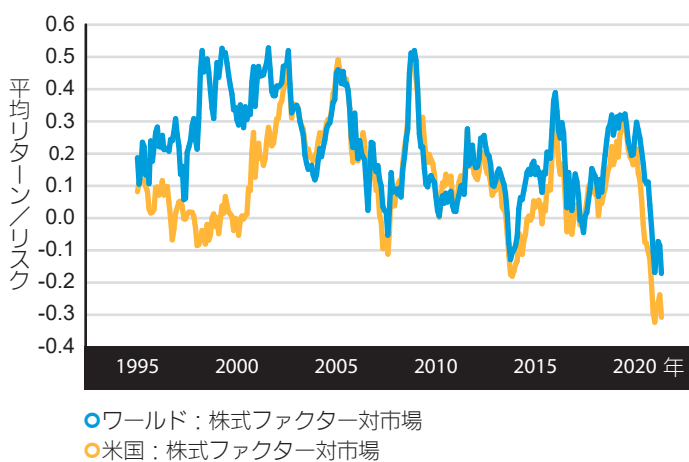
図表11: 資産間のファクター・リターン

直近5年間のリスク当たりリターン



図表12: 株式ファクター対市場

直近5年間のリスク当たりリターン

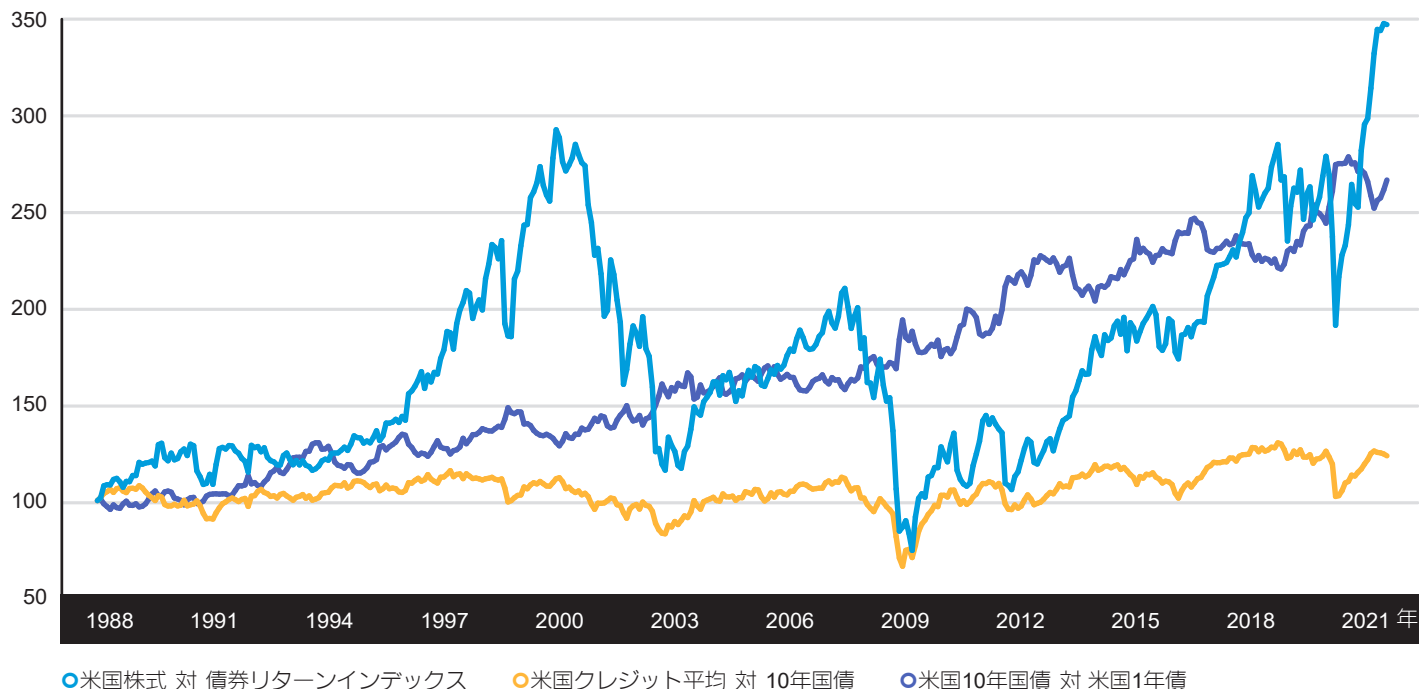


過去の実績や分析は将来の成果等を示唆・保証するものではありません。

注：株式ファクター（ロング/ショート）はグローバル及び米国のコンボジット・バリュー、自己資本利益率、長期グロース、モメンタム及び低ボラティリティ・ファクターのロング・ショート・ファクターリターン及びボラティリティを含んでいます。債券及びFXファクターはバリュー、キャリー及びモメンタムを含んでいます。

1995年1月31日から2021年5月31日まで。出所：AQR、ファクトセット

図表13: バリュエーションは、資産クラスで大きなリターンを獲得する妨げになるか？



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。

1988年1月31日から2021年7月31日まで。1988年1月31日を100として指数化した累積リターンの推移。出所：データストリーム、FRED

主要な資産クラスのリターンが、何年にもわたり堅調であることに疑いはない（図表13）。しかし、マルチプルの上昇による今後のリターン低下の見通しは、将来の配分に対し疑念を投げかける。

先に、資産クラスのバリュエーションの全般的上昇により、資産クラス間のバリュエーション格差はさほど極端でない一方、資産クラス内では非常に大きな幅があることを示した。また、政策環境の問題もある。パンデミック中に公的負債が積みあがったことにより、負債を制御するために穏やかなインフレを作り出す動機が生じるとしたら、それはここ数十年にわたる名目イールドの低下傾向からの脱却を意味するかもしれない。

最も基本的なレベルでは、上場市場または非上場市場、株式または債券を問わず、あらゆる投資は、最終的に投資家及び発行者双方のニーズを取り込んだものとなる。投資家は、その負債（明示的か黙示的かを問わず）に見合ったリターンを求め、発行者は投資や事業運営に必要な資金を調達する必要がある。この状況は何世紀も続いてきたが、果たして現在も同じだろうか？

動機の変化は、株式において最も顕著かもしれない。かつて、企業は投資を行うために資金を調達したが、キャピタル・ライトな企業は資金をさほど必要としない。これは、株式上場を目指す動機が、一部の企業において変化していることを示唆する。それらの企業

はむしろ、従業員に報酬を与え、創業者や初期の投資家の持分を現金化するための換金手段を得ることを目的としているかも知れない。結果として、上場株式のリターン分布を上方に引き上げていたアールリーステージの急成長企業の姿が上場株式市場から消え、一部の最大手企業がそれにとって代わることとなった。

これは、非上場株式市場に投資すべきという明白な論拠に見えるかもしれないが、必ずしもそうではない。基本的には、資金調達側と提供側の相対的ニーズが変化すれば、上場株式であるか非上場株式であるかを問わず、調達者はより厳しい交渉をせざるを得ず、投資家の期待リターンは低下する。我々は、この論点につき、[Are We Human or Are We Dancer?](#)（英語版）の「（キャピタル・ライトな世界における）株式市場のポイントは何か？」の章でより詳しく検証している。

クレジットに関しても、同様の議論が当てはまる。過去10年間に発行されたクレジットの大部分は、壮大な金融工学の産物であり、買戻プログラムを資金を提供し、特に債券投資家に見られたイールドへの渴望に乗じた。我々は、ここでクレジット・スプレッドのターニング・ポイントについて論じるつもりはないが、株式市場と同様、クレジット投資家のニーズもより切羽詰まったものとなっており、その意味で、過去のリターンが必ずしも持続すると考えるべきではない。

ソブリン債の投資家に関してはどうだろうか？この市場にも、投資家及び発行者ニーズの変化は同様に当てはまるだろうか？ある意味、状況は株式とは逆である。大規模な証券発行とG10諸国政府の厳しい財政事情は、供給の増加とソブリン・リスクの改定による価格の下落を示唆するだろう。しかし、当然のことながら、中央銀行による多量の買入れと投資家の「リスク・フリー」（我々はこれをばかげた用語だと思うが）資産への渴望によって、そのような状況は生じていない。

我々の見解では、実質金利は低い水準で推移するが、近年の低下傾向が続くとは思われない。また、インフレ率は幾分か上昇すると予想される。

これは、デュレーション取引からのリターンが戦略的に低下し、現金的な資産への投資は価値低下リスクに直面する可能性があることを示唆している。結論として、バリュエーション以外の株式、クレジット、金利に現在影響しているファンダメンタルな力は、長期間でみればリターンが縮小することを示唆している。

資産クラスのリターンは低下する可能性があるが、ファクターのリターンが上昇する事はあるだろうか？

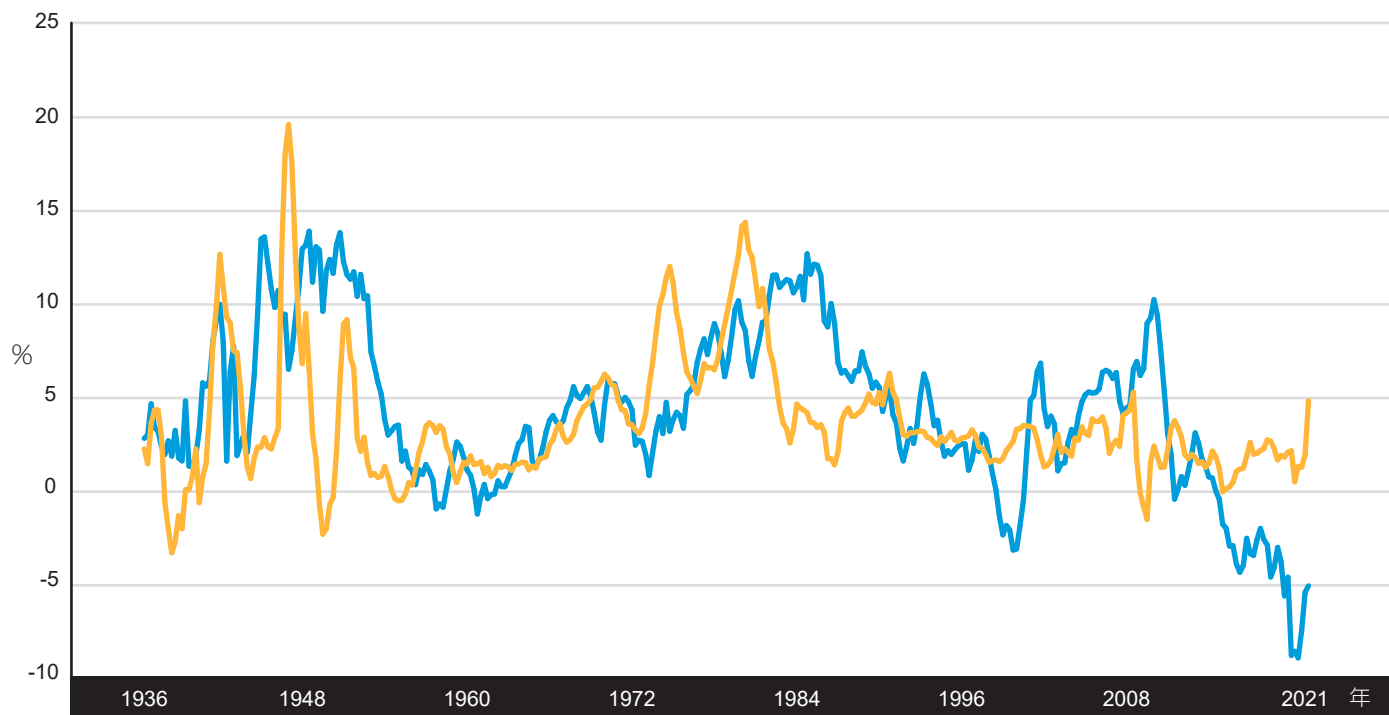
主要ファクターに関する見通し

我々が本章の冒頭で提示したのは、ファクターはアロケーションの戦術的手段なのか、それとも戦略的コンテキストで利用できるものなのかという問いだった。

我々は、ファクターがリスクの対価であり、ビジネス・サイクルにわたって持続するリターン・ストリームだという論拠を概説した。しかしながら、いかなるリスク・プレミアムも投資環境の想定外の変化から逃れることは出来ない。したがって、長期的にポジションの構築を検討する際には、考慮すべき戦術的側面が存在する。本セクションでは、いくつかのファクターに関する我々の見通しを紹介する。

バリュー・パフォーマンスとインフレの間には、長きにわたる関係が成立している（図表14）。最近、概説した様に（[Assessing the Inflation Trajectory – and Portfolio Responses](#) 英語版）、我々は、パンデミック後のインフレ率は過去の実績より高い水準で安定すると予想しており、これは、バリュー・ファクターのリターンを構造的に下支えすると考える。

図表14: バリュー・パフォーマンスとインフレの強い結びつき



● 米国消費者物価指数 ● 米国バリューの直近10年間のリターン

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。

本図表は、ケン・フレンチ・データ・ライブラリーのバリューポートフォリオの直近10年間の年率リターンを表しており、株価純資産倍率から見て最も割高な五分位に対する最も割安な五分位の値を使用。インフレ率は米国消費者物価指数の変化率にて代替しています。

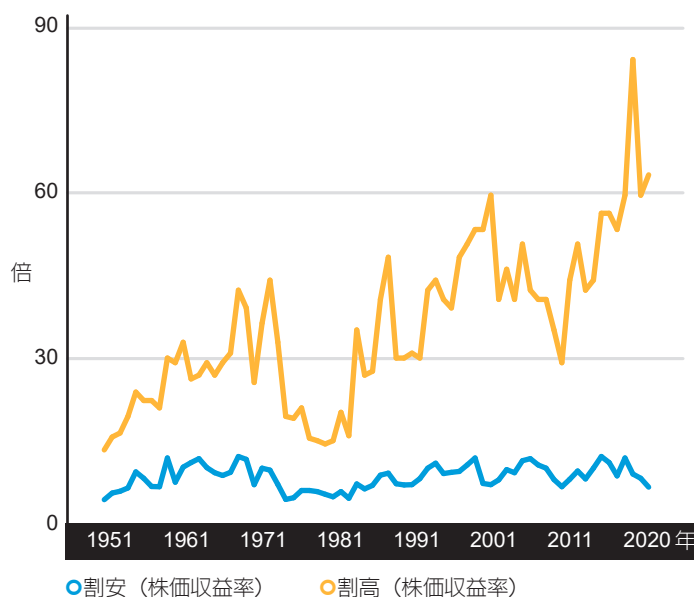
1926年6月1日から2021年3月31日まで。出所：データストリーム、ケン・フレンチ・データ・ライブラリー

バリュエーションも、バリュー・ファクターを戦略的に支持するもう一つの材料となる。アセット・オーナーの立場から、かつ厳密に資産間に着目すれば、バリュエーションは大きな課題である。株式、ソブリン債、クレジット及び非上場株式と、ほぼすべての資産クラスが過去の水準より割高になっている。同時に、市場全体のバリュエーション格差は、見方によっては極端な水準である。

時価総額で加重した直近の株価収益率は、割高な株式で63倍（図表15）と高値水準に達している一方、割安な株式は、割引率は以前よりずっと低いにもかかわらず、1960年代と同じマルチプルで取引されている。株価純資産倍率ベースで見れば、このかい離はより極端なものとなっている（図表16）

図表15: 株価収益率は市場最高の水準に達している

米国長期バリュエーション格差（株価収益率）

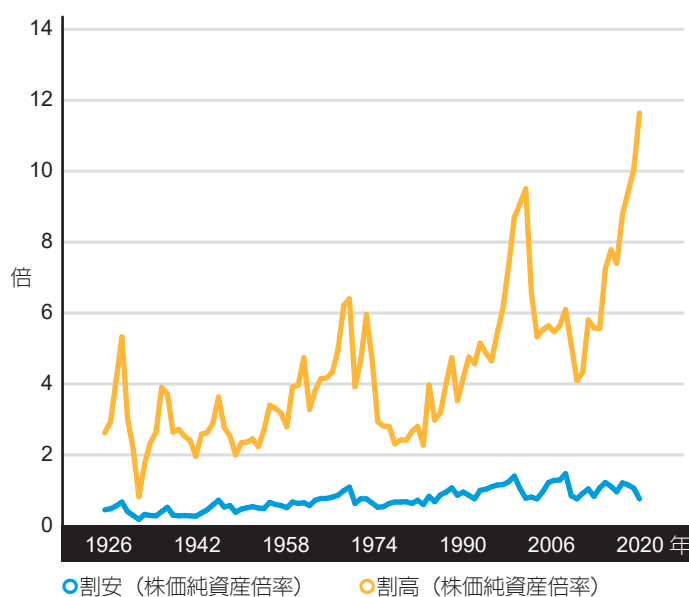


過去の実績や分析は将来の成果等を示唆・保証するものではありません。
注：過去データは ケン・フレンチ・データ・ライブラリーから抽出したものであり、米国の最も規模の大きい1,200銘柄の中で、最も割高な五分位及び最も割安な五分位の、時価総額で加重し反転させた直近の利回りとなっています。

1951年12月31日から2020年12月31日まで。出所：ケン・フレンチ・データ・ライブラリー、AB

図表16: バリュエーションの極端なかい離

米国長期バリュエーション格差（株価純資産倍率）

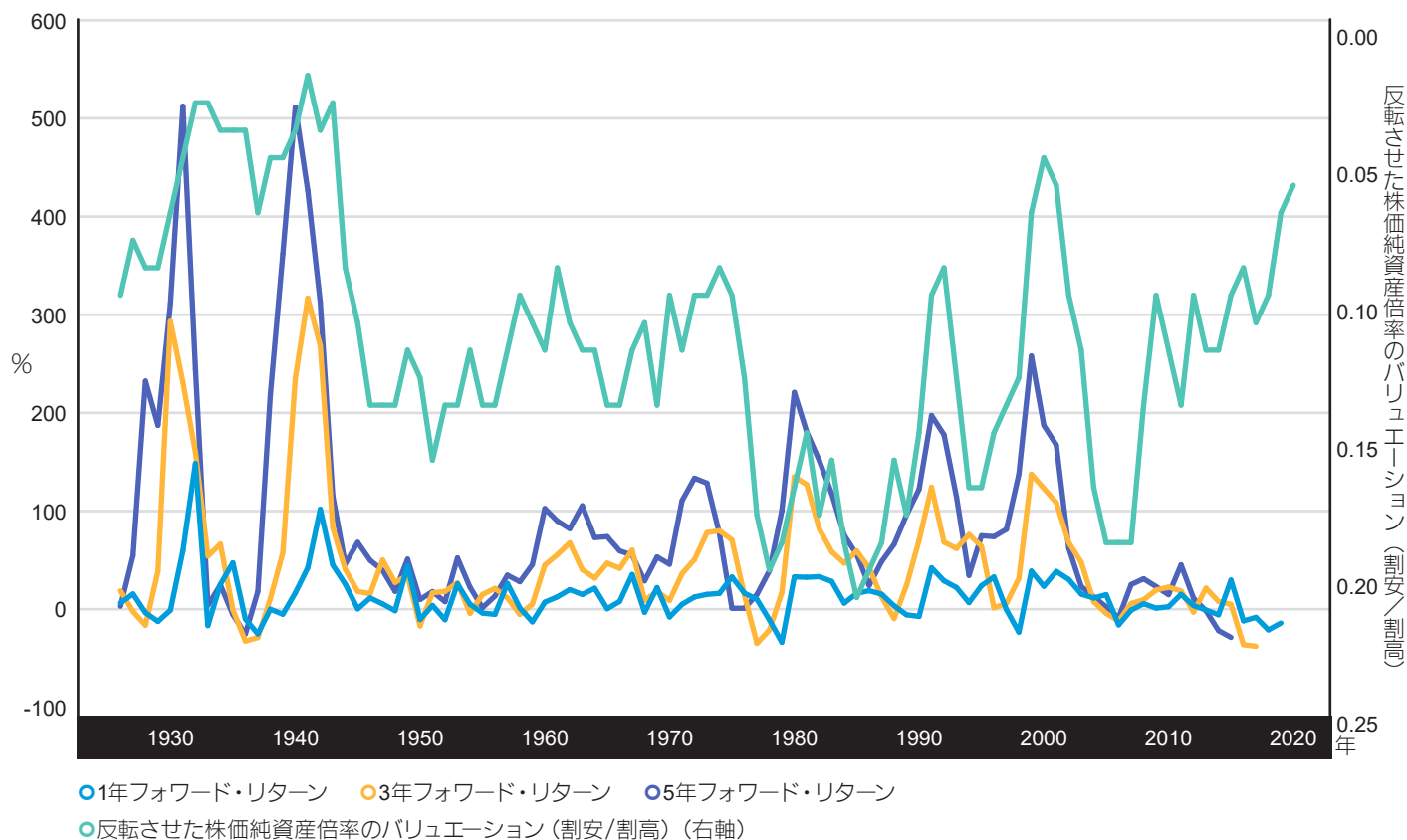


過去の実績や分析は将来の成果等を示唆・保証するものではありません。
注：過去データは ケン・フレンチ・データ・ライブラリーから抽出したものであり、米国の最も規模の大きい1,200銘柄の中で、最も割高な五分位及び最も割安な五分位の、時価総額で加重した株価純資産倍率となっています。

1926年12月31日から2020年12月31日まで。出所：ケン・フレンチ・データ・ライブラリー、AB

図表17: バリュエーションは、バリュー・パフォーマンスの強力な指標となっている

米国株価純資産倍率によるファクター・バリュエーション及びフォワード・リターン



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。

1926年12月31日から2020年12月31日。出所: ケン・フレンチ・データ・ライブラリー、バーンスタイン・リサーチ

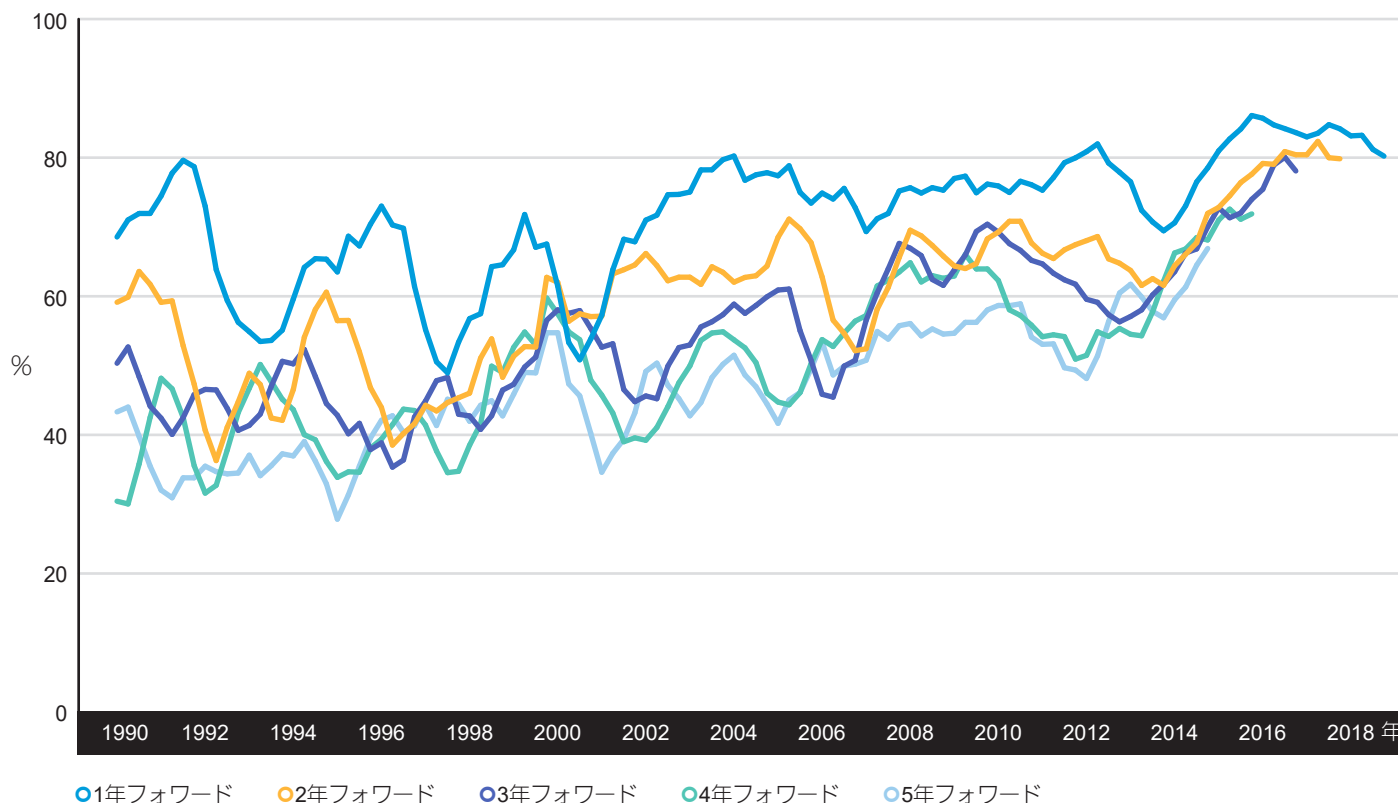
バリュエーション指標はここ10年平均回帰していないため、バリュエーションと将来のバリュー・パフォーマンスの関連性は非常に弱いものとなっている。しかし、米国のディープ・バリュー（株価純資産倍率）のファクターの超長期的推移（図表17）を見れば、バリュエーションは、歴史的に、3年から5年の戦略的観点におけるバリュー・パフォーマンスの強力な指標となっている。1926年以来、米国

の株価純資産倍率のファクター・バリュエーションと5年フォワード・リターンの相関係数は(0.44)である。

我々は、グロース・ファクターに関しても、中期的にはポジティブな材料があると考えます。これは主に、高成長企業において利益がより長期間持続すること、及び実質金利が低い水準にとどまっていることという、2つの要因によるものである。

図表18: 高収益企業はその収益性が持続する傾向が強くなっている

米国高収益企業の収益性はより持続的になっている



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。

1990年以来的各四半期において、MSCI US銘柄を自己資本利益率の十分位（セクター内）にグループ化し、その時点で自己資本利益率の高い十分位に位置し、その後1-5年間にわたり最も高い方から2つの十分位にあった銘柄の割合を算定。四半期毎の割合は、直近1年間で平準化されています。

1990年12月31日から2019年9月30日まで。出所：ファクトセット、AB

現在の高成長・高収益企業は、近年、その業績を維持する傾向が強くなってきている（図表18）。我々は、この傾向は、無形資産のネットワーク及び規模の利益によるものと推測している。これは、特に長期的キャッシュフローにより正味現在価値に貢献するという意味において、これらの株式にとってポジティブな材料となる。

グロースを支持するもう一つの論拠は、以前の調査でも言及した（詳細については[A Cross-Asset View of Equities](#)、(英語版)を参

照)、実質金利が当面の間低い水準にとどまるという予想である。パンデミック対応に起因するグローバルな対GDP債務残高の爆発的增加に鑑みれば、政策決定者が、長期にわたって負債コストを成長率より低く抑えようとするだろうという見方には説得力がある。このような状況は、イールドカーブが期待インフレ率の上昇と同様の急勾配を描くことはないことを示している。したがって、持続的な収益性は低い割引率とあいまって、グロース株式の極めて高いバリュエーションを正当化する。¹

¹ これをモデル化したものについては、「[Portfolio Strategy: Strategic Outlook for Factors, and Why They Are Needed in Portfolios](#)、(英語版)をご参照ください。

図表19: ファクター純度のスペクトル



出所: AB

ファクターの選択: 純度 対 複雑性

我々は本稿にて、ファクター投資は数多くの選択が求められることから、資産クラスに基づくアプローチとは質的に異なることを示唆した。単純化して言えば、ロング・ショート・ファクターは、株式ベータやデュレーション等の伝統的な資産クラスのリスクとは無縁である。だが、資産クラスを（潜在的な）ロング・ショート・リターン・ストリームと比べることは、公平だろうか？我々は公平であると考えている。これらは全て、単なるリターン・ストリームであり、ポートフォリオの最終目的は、何らかの形で合計リターンをもたらす事だからである。

実務上、ファクター構築はどのようなものであるべきかという点について、多くの疑問が生じる。例えば、株式ファクターは市場全体の

単純なスクリーニングにより構築できるが、多くの投資家はこのエクスポージャーを何らかの形で純化したいと考える。図表19は、これを、セクター・ニュートラル、インダストリー・ニュートラル、株式ベータ・ニュートラル、及び完全に統計的に直行化され、他のファクターに中立となるよう構築されたものに分類し、純度の低いものから高いものへのファクターのスペクトルとして表している。理論的には、このスペクトルは資産クラス・ニュートラルなファクターへと延長することができる。

最適なのはどのアプローチだろうか？それは場合による。意図しない賭けを避けるという意味でのファクターの純度と、それを達成する際の複雑さとの間には、トレード・オフの関係がある。これは、あるファクターの数値的な意味での魅力と、その論拠の説明しやすさとの間に潜在的なトレード・オフ関係を生み出す。

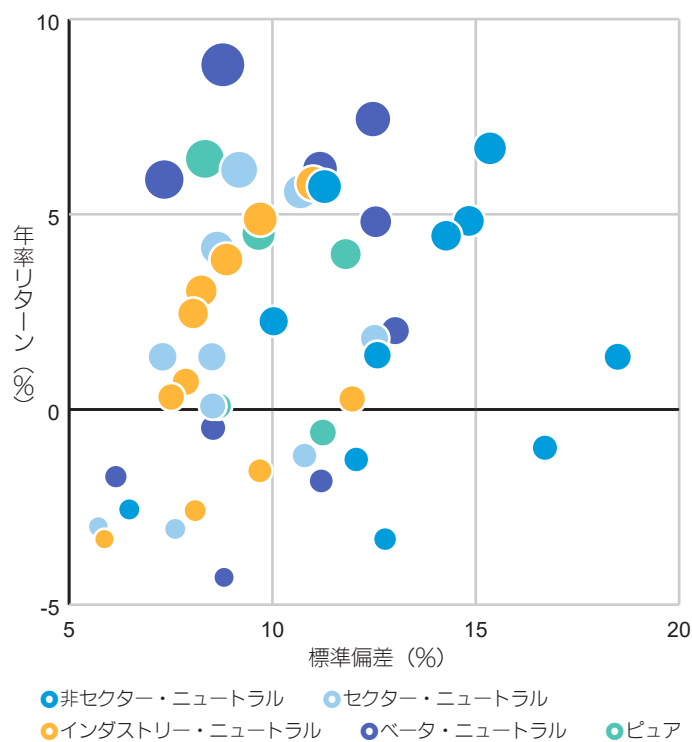
このアプローチの選択は、図表19にて、様々な構築テクニック及び指標を用いた一連のファクターに関して示した様に、リターン・リスク実績におけるトレード・オフを伴う。図表20では、ファクター構築に用いた会計指標は無視し、どのように構築されたかによって色分けを行った。例えば、ベータ・ニュートラル・ファクターの多くは、実際に用いられた指標とは関係なく、より有利なリターン・リスクを

もたらしている。図表21も同様のデータを示しているが、スクリーニングに用いた会計指標に基づき色分けされている。

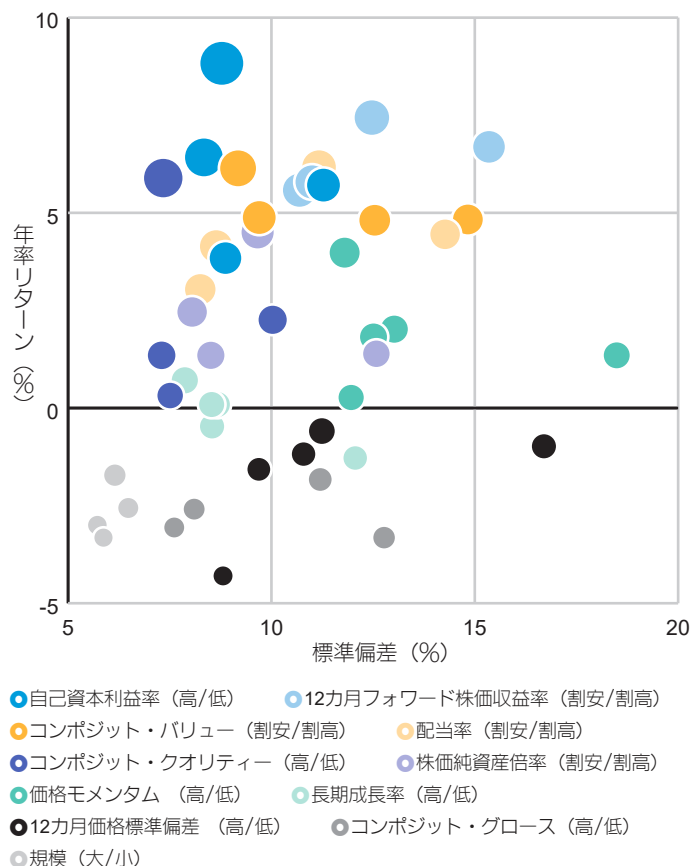
これはポートフォリオにとって何を意味するのか？

ファクターは、どの様にしてアセット・オーナーの目標リスク・リターンに当てはめられるだろうか？我々は本稿の冒頭で、ファクター

図表20: 構築テクニック別 ファクターのリスク・リターン



図表21: ファクター指標別 ファクターのリスク・リターン



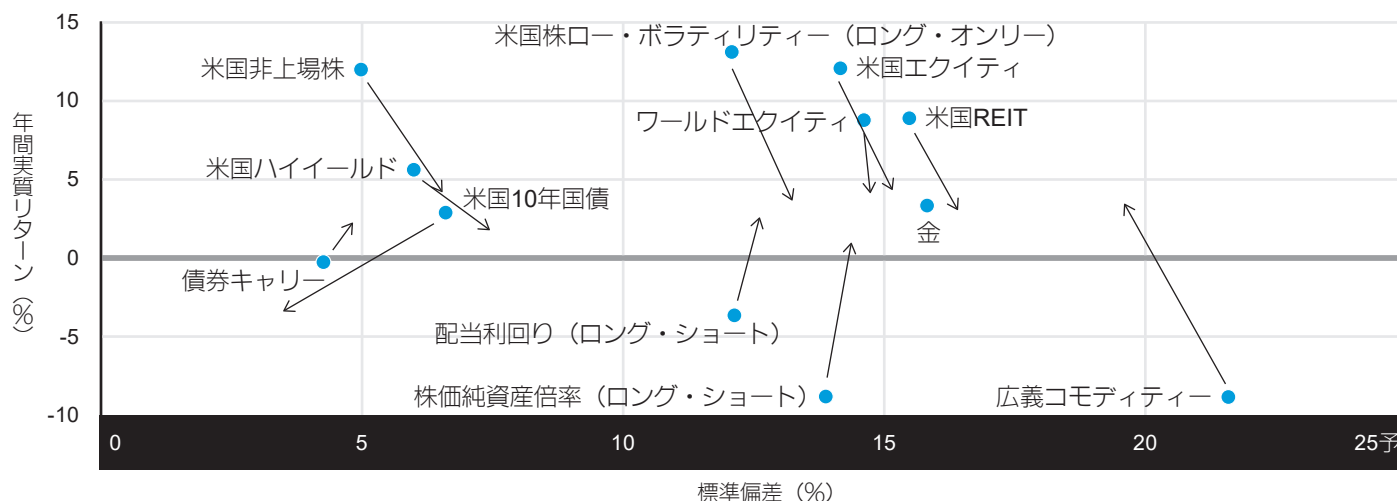
過去の実績や分析は将来の成果等を示唆・保証するものではありません。

円の大きさは、リターンをリスクで除した値

サンプル期間は1992-2017年。出所: ファクトセット、IBES

図表22: リスク調整後リターンは悪化?

投資家はリスクを付加しなければならず、年金基金はファクターを追加する必要があるかもしれない



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。予測は今後変更される可能性があります。

図表上の点は、投資家が買い入れられる主なリターン・ストリームの2010年1月から2020年12月までの実質リターン及びボラティリティーを表しています。矢印は、ABのインスティテューショナル・ソリューションズチームの向こう5年から10年間の予想。2021年6月現在

注: 米国非上場株データは、完全清算されたパートナーシップを含む、1986年から2019年の間に設立された1,562のファンドのデータを集計したもの。全てのリターンはフィー、諸経費及び成功報酬控除後です。データはファンドの運用者に無償で提供されています。非上場株データは、2020年3月31日現在

出所: Cambridge Associates、データストリーム、ファクトセット、FRED、ケン・フレンチ・データ・ライブラリー、AB

及び資産クラスの過去のリターン・レンジについて概説し、主要な資産クラスのバリュエーション水準と、それらの間のバリュエーション格差を比較した。我々は、このような関係は、パンデミック後のリターン見通しが、これまでとは違ったものになることを意味すると考えている。

図表22の点は、過去10年間における主要な資産クラスとファクターのリターン・リスクのトレード・オフ関係を示している。矢印は、向こう10年間でこのトレード・オフがどの様に変化するかという、我々の予想を表している。一般的には、主要な資産クラスの期待リターンは低下するが、多くは(少なくとも名目値では)正の値に留まる。それとは反対に、ファクターのリターンは過去10年の水準を超えることができると考える。

この主張の問題点は、アセット・オーナーが、バリュエーション、イールド、ロー・ボラティリティー等の長期間低調であった戦略に配分し、特にこれまで上手く行っていたハイグレード債券への配分を減らさなければならないことである。資産クラスを犠牲にしてファクターに配分するという考え方に対し、懐疑論が立ちはだかるのは、無理もないことである。

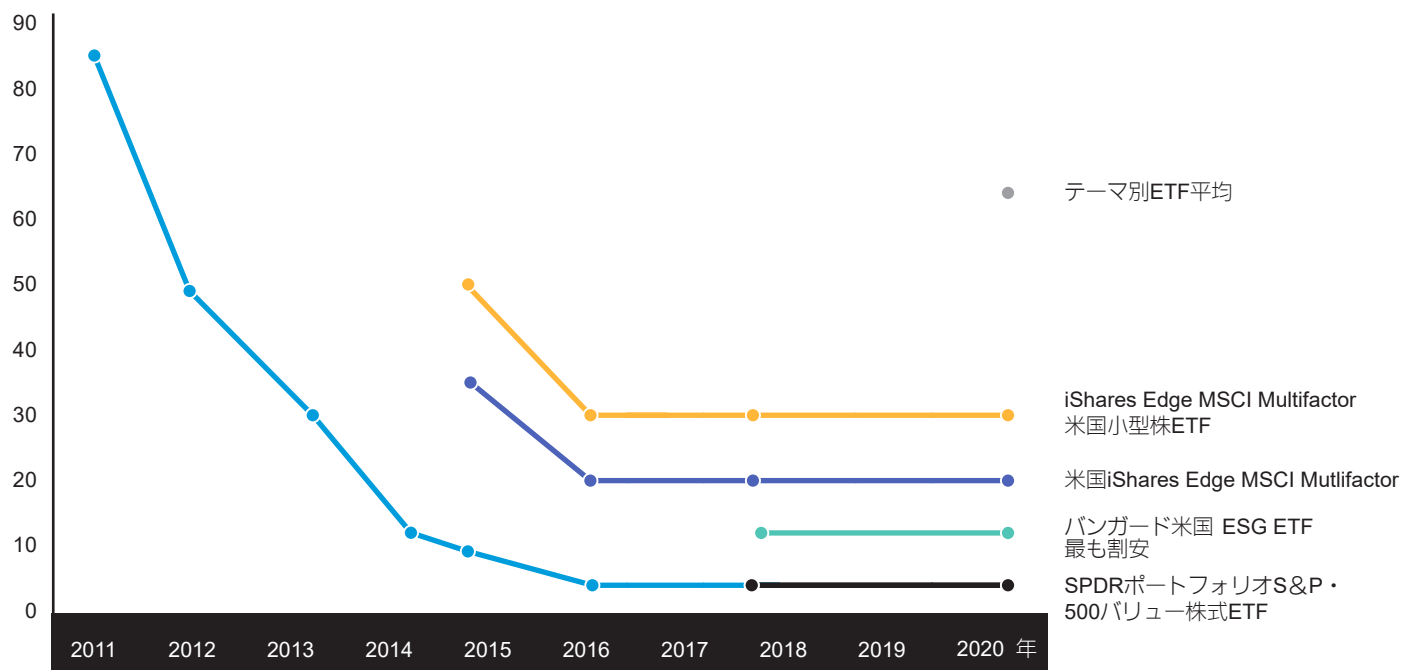
先に概説した個別のファクターに関する議論とは別途、何故今なのか?という、より全般的な疑問が生じても不思議ではない。

バリュエーションは、十分な論拠とはならない。結局のところ、バリュエーションの示す兆候に従っていたとしたら、過去10年間にわたり、株式エクスポージャーの漸進的な低下を招き、ポートフォリオのリターンを悪化させていたであろう。しかし、我々はバリュエーションとパンデミック後の政策見通しを考え合わせれば、アセット・アロケーターがこの転換を行わざるを得ないことは明白だと考える。

最近の調査レポート([アルファ、ベータ、そしてインフレ:アセット・オーナー向けの市場見通し](#))にて論じたように、大規模な債務水準を鑑みれば、穏やかなインフレの実現は、政治的に極めて望ましいものとなる。たとえ実質利回りが低い水準だったとしても、名目利回りは上昇することを意味しており、それによってハイグレード債券へのパッシブかつ長期の配分は、損失を生むものとなる可能性が高いからである。

先述のとおり、一部のファクター・リターンに対する逆風は依然存在する。しかし、穏やかで釣り合いの取れたインフレの目論見は、周期的な上昇と同様に、展望を一変させる。我々のキャピタル・マーケット・エンジンにおける資産クラスの期待リターン(図表22)では、株式と米国債の見通しは、よりシンプルなバリュエーション・モデルと整合的であり、ファクターの予想は、穏やかな(高くはない)インフレを想定している。

図表23: ファクターの購入コストは低下している



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。

データの出典は以下の通り。(1) Powershares RAFIの2012年以前のフィー <http://www.ft.com/cms/s/0/5133d548-3a3a-11e2-a32f-00144feabdc0.html#axzz3mdRjfaGM>; (2) Powershares RAFIの21-36 b.p.のフィー削減 <http://www.ft.com/cms/s/0/5133d548-3a3a-11e2-a32f-00144feabdc0.html#axzz3mdRjfaGM>; (3) State Streetスマート・ベータ・プロダクトの2015年以前の平均フィー <http://www.ft.com/cms/s/0/cc2c12da-b04c-11e4-a2cc-00144feab7de.html#axzz3pEk5uFHY>; (4) State Streetスマート・ベータ・プロダクトの2015年2月の価格低下 <http://www.ft.com/cms/s/0/cc2c12da-b04c-11e4-a2cc-00144feab7de.html#axzz3pEk5uFHY>; (5) GSAMアクティブ・ベータ(多変量スマート・ベータ)のフィー <http://www.ft.com/cms/s/0/21831abe-61f3-11e5-9846-de406ccb37f2.html#axzz3pEk5uFHY>; (6) バンガード・ファクターETF <http://www.nutmeg.com>; (7) Schwab米国大型株/バリューETFに関する2016年12月目録見書

出所: フィナンシャルタイムズ、AB

ファクターは資産クラスと相互に代替可能であるという議論に対する他の反論材料は、フィーの問題である。伝統的資産クラスへのエクスポージャーはほぼゼロに近いフィーとなるが、ファクターへの配分を増やすことは、より多くのフィーを払うことを意味するのだろうか？

そうとも限らない。まず、最もシンプルな形態のロング・オンリー・ファクターへのアクセス・コストは低下している。一般的な株式ファクターへのETFベースのエクスポージャーに対する現行レートは、米国ベンチマークのプロダクトで、現在わずか4b.p.(ベース・ポイント)である(図表23)。ロング・ショート及びより洗練されたファクターの価格はもっと高くなるが、これはより全般的なフィーの動向の一例と考えるべきである。

もちろん、フィーは配分決定にとって重要な要素であるが、アセット・オーナーにとっては、フィー控除後のリターンに影響を及ぼすという点で重要なのである。フィーが低いからといって、実質リターン

がマイナスになる様な資産にパッシブで配分することが正当化されるわけではない。そして、従来のアクティブ商品のフィーが削減されているとはいえ、アセット・オーナーは、フィーの高いプライベート・エクイティ・ファンドに、より多くの配分を積極的に行っている。

伝統的資産クラスのリターンは低下の見通しであり、分散投資がより困難になっていること、そしてインフレ率上昇の可能性に対し何らかの防御策を講じておきたいという欲求等、非上場株式への配分増加の動機となっている要因の多くは、ファクターへの配分をより魅力的にする要因でもある。

ファクターはアルファか、それともベータか？我々は、アルファとベータの区別が、現代の投資理論上も実践上も有用ではあるが、確立したものではないことを認識しない限り、この問いには答えられないと考える。

スマート・ベータ商品のフィー低下は、アルファとベータの区別が動的であることを明らかにした。アルファの源泉は、それを達成するための調査及び実行が必要となる。アセット・マネジャーの視点から見れば、これはフィーを要求できるリターン・ストリームである。アセット・オーナーの立場からは、アルファはアクティブなアロケーション判断を要求するものである。実際には、これらのいずれも、確定した概念ではない。パッシブ投資判断というものは、実際には存在しない。S&P500ベースのETFを買うことも、アクティブなアセット・アロケーションの行為である。リターン・ストリームがアルファからベータに移行するにつれ、その特定及びアクセスは容易になる（例えば、データ処理が容易になり、フィーが低下する）。

また、この移行プロセスは、アセット・アロケーションにおけるファクターの受容性の社会的変化を伴う。20年前、これらの概念は知名度の低いものであったが、今日では共通通貨の様なものである。この流動的な定義の中で、我々は、株式バリュエーションや債券キャリー等の「シンプルな」ファクターは、よりベータに近づいていると考える。

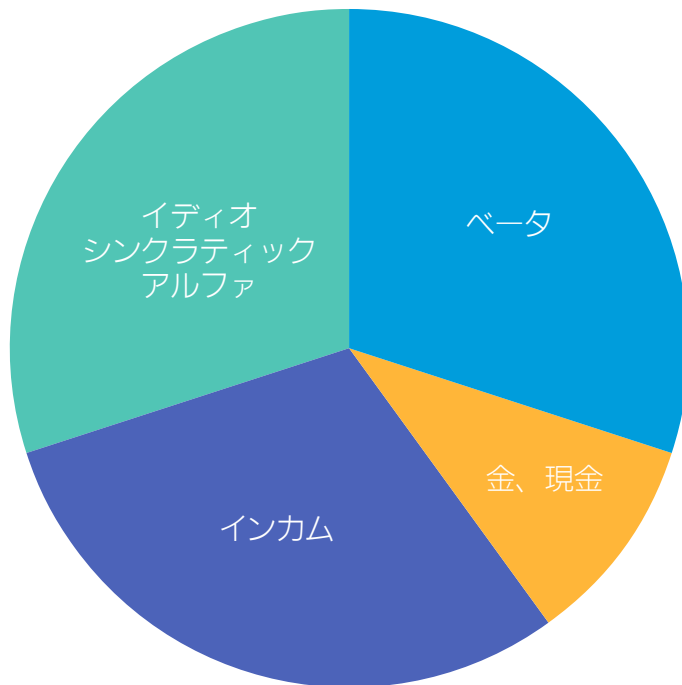
しかしながら、これにはレンジが存在する。先述のとおり、ファクターがもたらすリターン・ストリームはパラメータ化に対する感度が高く、それによって、少なくともガバナンスの視点からは、アルファに近い側面を有する。同様に、極めてアクティブに見えるファクターはより複雑な様相を呈する。したがって、ファクター投資は実際にはベータからアルファへのスペクトルであり、これは特に、資産クラスと区別され「ポータブル」であるアルファに関して当てはまる。

このことを踏まえれば、資産クラスはアセット・アロケーションの基盤となる構成要素ではない。更に深いレベルまで考えれば、アセット・アロケーションの鍵となる区分をベータ対IAと説明することもできる。ベータは低いフィーで購入できる廉価なエクスポージャーであり、アセット・オーナーはアセット・マネジャーがIAを示した時のみアクティブ・フィーを支払うべきである。この2つのシンプルな構成要素に、一部の投資家の、インカム及び流動的現金又は現金等価物の源泉を検討する必要性を加えるのである（図表24）。

この観点からは、非上場株式への個別の配分は行われぬ。これは、他の資産クラスがセグメント化できるのと同様に、（理論的には）非流動的でレバレッジをかけたアセットのベータ及びIAに分割できる。ベータ部分は伝統的資産クラス及びファクターになりうるリターン・ストリームを含んでいる。このような区分はフィー・アロケーションにも役立つが、アセット・オーナーが、資産クラス・レベルであれファクター・レベルであれ、最適な分散投資を活用する手助けにもなる。

結局のところ、アセット・アロケーションの根幹は、異なるリターン・ストリームへの配分である。これまで、それを非常に制限的な視点で捉え、主として資産クラスにより定義していた。我々は、マクロ環境と業界の進化により、この状況は変わっていくと考える。

図表24: アセット・アロケーションの構成要素



上記はイメージです。出所: AB

この結論は、アセット・オーナー、アセット・マネジャー、及びセルサイドのリサーチ・チームに組織的な影響を及ぼす。投資業界全般において、チームは主に資産クラスに基づき構成されてきた。しかし、将来的には、その人々が生み出す、又は買うリターン・ストリームの性質に応じて組織化される様になるかもしれない。組織内に、（上場株式、クレジット、場合によっては非上場資産までカバーする）ファンダメンタルな個別銘柄のリサーチ、システムティック戦略、タクティカル・マクロ・アロケーション、そしてストラテジック・アロケーション等のカテゴリーが作られるかもしれない。おそらく、この構造的革新はアセット・オーナーがけん引する必要があり、それはアロケーション・プロセスの効率性とガバナンス向上を可能にするであろう。

当資料は、2021年11月現在の情報を基にAB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。アライアンス・バーンスタイン及びABには、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。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、元金及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。上記の個別の銘柄・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



