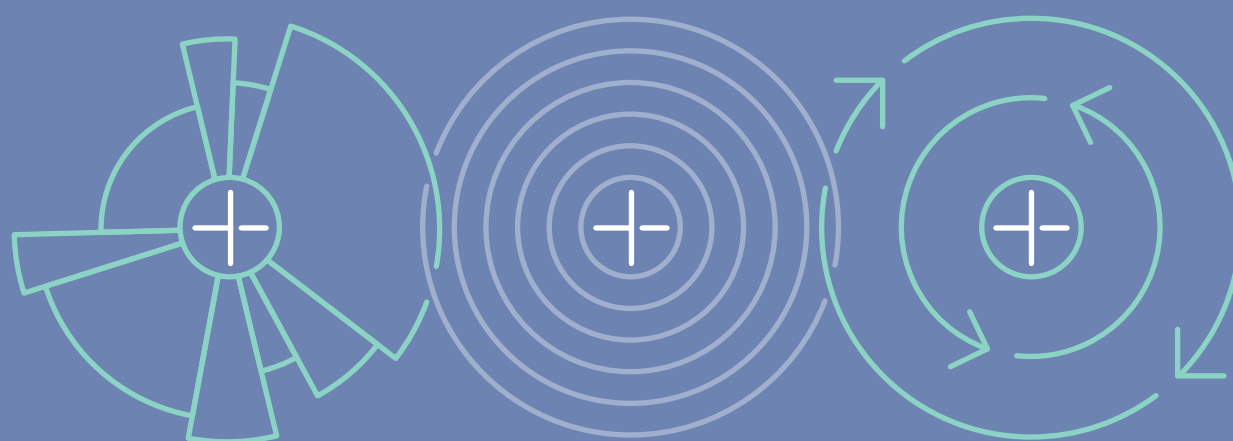




ALLIANCEBERNSTEIN®

# 科学か芸術か？

マルチアセット戦略により投資機会を拡大するための枠組み



## ダン・ローウィー

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 最高投資責任者

## マーティン・アトキン

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 投資ディレクター

## デフネ・オザルタン

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・アナリスト

近年の市場環境は、戦略資産配分の難しさを一段と浮かび上がらせている。マルチアセット・ポートフォリオは非常に有効なソリューションだが、単に既成の投資商品を組み合わせるだけでは意図せざるリスク特性を持ってしまうこともあり、ポートフォリオのドローダウン管理が難しくなる可能性がある。そうしたリスクをコントロールしつつ、より幅広く魅力的な投資機会を捉えるためには、制約なく投資機会にアクセスする能力、リターン源泉を統合的に管理する能力、そしてダイナミックにリスクを管理する能力を備えたマルチアセット戦略が求められる。

## 戦略的アロケーションを巡る 大きな課題に取り組む機関投資家

株式や債券の予想リターンが低い中、アセット・オーナーはリターン目標を達成するため伝統的な資産クラス以外にも目を向けている。規制当局の監視や手数料引下げ圧力の高まりが、アクティブ戦略からパッシブ戦略への大きなシフトの一因となっている。そして、利回りや環境・社会・ガバナンス（ESG）への配慮といった二次的な投資目標も重要性が増している。

様々な資産クラスや戦略を取り入れた分散型のポートフォリオならば、これらの課題に対処することができるかもしれないが、こうしたソリューションのデザイン、執行、そしてそれを自分のポートフォリオにうまく適合させるのは容易なことではない。現在の資産運用業界の慣行では、まず資産クラスの目標を設定し、次にそれぞれの資産クラス内でマネジャーにアクティブ・リスクを配分する。しかしながら、このアプローチでは、検討対象となり得る多様な戦略の範囲が限定されてしまう可能性がある。しかも、限られた手数料予算の中から最も魅力的なアルファ創出機会に手数料を配分することが難しくなる恐れもある。

加えて、既成の投資商品の多くは異なるリターン源泉をパッケージ化したものであるため、投資家は望まざるリターン源泉に手数料を支払ってしまうことにもなりかねない。それは各商品に共通しているリスク・エクスポージャーを意図とは関係なく積み上げることとなり、結果としてポートフォリオのドロアダウンに対する管理が困難になる可能性がある。

## 好ましいマルチアセット・フレームワークの構築

マルチアセット・ソリューションは伝統的な資産クラスの枠組みを打ち破って幅広い戦略に投資する柔軟性を備えており、単一で集約された戦略を作り出す。

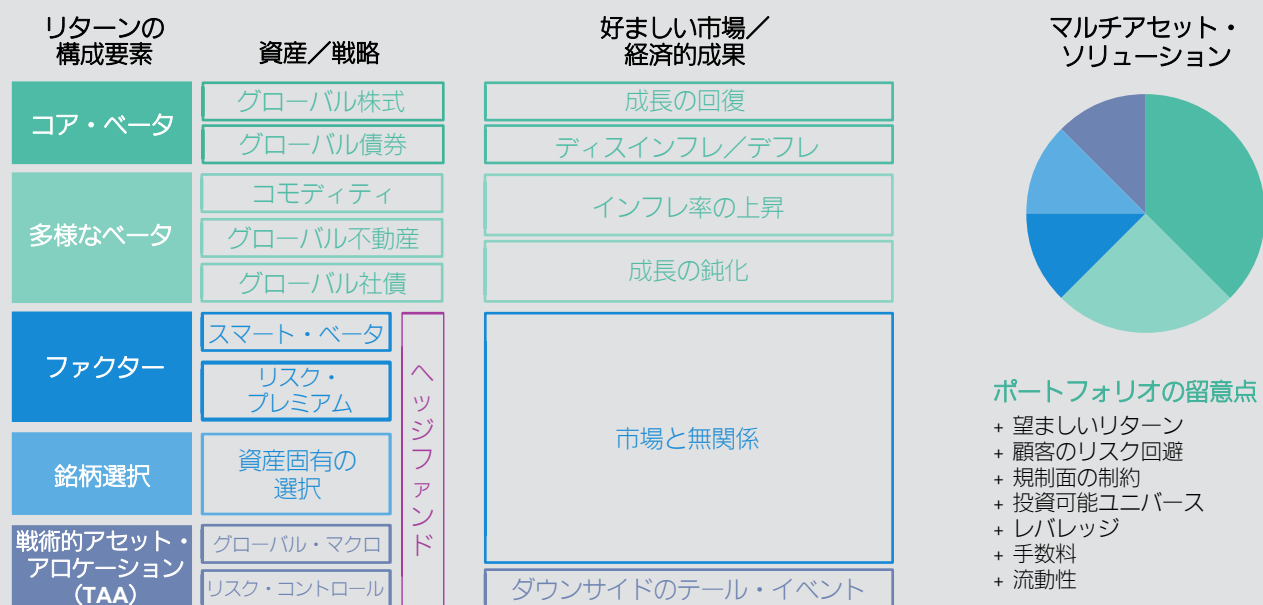
アライアンス・バーンスタイン（以下、「AB」）は、制約のない投資機会にアクセスする能力のほか、効率的に目標リターンを達成するためにリターン源泉をフルに統合する能力、そしてダイナミックにリスクを管理する能力を有するマルチアセット・ソリューションは、機関投資家のポートフォリオの中でより大きな役割を果たすべきであると考えられる。

しかし、効果的なマルチアセット・ソリューションを設計するには、科学と芸術の融合が必要となる。つまり、ファンダメンタルな判断は計量モデルに情報を供給し、計量モデルからの洞察は現在の市場の争点を特定するのに役立つのだ。

基本的には、科学と芸術は以下の事項を成し遂げるために統合されている。

- + マルチアセット・ソリューションの基盤となるリターンの構成要素を特定する。それらのリターンは継続性があり、お互いに相関性がないものでなくてはならない
- + それぞれの構成要素が創出する株式や債券を上回るリスク調整後リターン—そして分散および損失を軽減する能力—を評価する
- + 様々な投資ガイドラインやポートフォリオの運用目標を満たすため、ソリューションを個別に作り上げ、それに応じたリターン源泉を組み合わせることのできるポートフォリオ構築ツールを活用する

図表1：マルチアセット・ソリューションのフレームワーク



出所：AB

- + ポートフォリオが必要なエクスポージャーに効率的にアクセスし、各資産に共通するリスクが意図せずに積み上がらないように、柔軟に執行し、機動的なリスク管理ツールを活用する

繰り返しになるが、投資家が長期的なリターン目標を達成し、次の大きな下げ相場をうまく乗り切るためには、マルチアセット投資における科学と芸術をフル活用することがカギとなる。

### リターンの構成要素を特定

伝統的な株式や債券を超えて、リターン源泉を分散させることには、機会とリスクが伴う。ABではこれらのリターン源泉をアルファからベータまで幅広い分野に及ぶ5つの構成要素に分類する（前ページの図表1）。これらの構成要素はマルチアセット・ソリューションにおいて重要な役割を果たすと考えており、構成要素への具体的なアロケーションは、成長、インカム、インフレからの保護、相関性のないリターン、下げ相場時のプロテクションといった顧客の投資目標に応じて決定される。

では、それぞれの構成要素について詳しく見てみよう。

**コア・ベータ**：グローバルな株式と債券であり、株式のリスク・プレミアムと債券のリスク・プレミアム—政府債の金利リスクをとることによって得られる超過利回り—に対する多様なエクスポージャーを提供してくれる。ABはこれらを「コア」ベータと呼んでいる。なぜなら、そのプレミアムは強力で、長年にわたる実績で裏付けられており、コストもさほどかからないからである。また、それらはお互いに補完効果がある。株式は経済成長が回復している時に最も高いパフォーマンスを示す傾向があるのに対し、債券は成長やインフレ率が低下している場面でパフォーマンスが高くなる。

**多様なベータ**：コモディティ、不動産、グローバル社債などの資産である。それらは株式や債券の動きにかなり敏感に反応するケースが多いが、マルチアセット・ポートフォリオにとって魅力的な独自のメリットを提供する能力がある。例えば、コモディティのようなインフレ対応資産は、インフレ率が上昇している場面で高いリターンをもたらしてくれる。ハイイールド債や新興国債券のようなインカム対応資産は、経済成長が安定しボラティリティが低い時にリターンを押し上げる高い利回りが得られるグローバル社債の例である。不動産は少しハイブリッド型で、長い目で見れば賃料の上昇が追い風となるため、高いインカム収入が得られると同時にインフレから資産を守る手段にもなる。

**ファクター**：システムティックな戦略で、バリューやモメンタムのように投資家がある種のリスクを取った際の見返りを提供する。それらはロング・オンリーの場合（スマート・ベータ）もあれば、ロング・ショートの場合（オルタナティブ・リスク・プレミアム）もある。それらの超過リターンは株式や債券市場との相関性がない場合が多い。

**銘柄選択**：銘柄選択戦略は、ベータやファクターへのエクスポージャーを調整した後で得られるアルファに基づいて評価されなくてはならない。マネジャーのスキルを通じて得られる実際のリターンは貴重だが、それはコストのかかるもので、事前に把握することも難しく、このメリットを捉えられないリスクを伴う。ABのリサーチでは、こうしたマネジャー固有のアルファを見つけ出すことが重要であることを示している。なぜなら、それはベンチマークに対する超過収益よりも、はるかに持続性が高くなる傾向があるからである。<sup>1</sup>

**戦術的アセット・アロケーション（TAA）**：投資決定のタイミングを探る上で市場からのシグナルや見解を活用してリターンを高める手法で、多くの場合、下落相場やテール・リスクから資産を守ることを目標としている。しかし、TAA戦略は投資機会が小さいため、懐疑的な見方もある。TAA戦略では株式や債券の銘柄選択のように何千もの銘柄に投資するのではなく、数少ない市場を投資対象としているため、大規模な下落局面を別にすれば、潜在的な価値創出機会が限定される傾向がある。

### リターンの構成要素を評価

ABの見解では、これらのリターン源泉は、以下の点でマルチアセット・ソリューションに貢献しうるとみている。

**超過リターン**：ポジティブなシャープ・レシオ（リスク1単位当たりのリターン）。これは過去の歴史を通じて魅力的で、持続性がある。

**分散**：株式や債券が長期的なリスク・プレミアムをアンダーパフォームしそうな環境（インフレ率が上昇している時期など）において、魅力的なパフォーマンスをもたらす。

**下落相場からの保護**：市場が急落した場面や下落相場の時期に、損失の軽減につながる、資産を保護する特性。

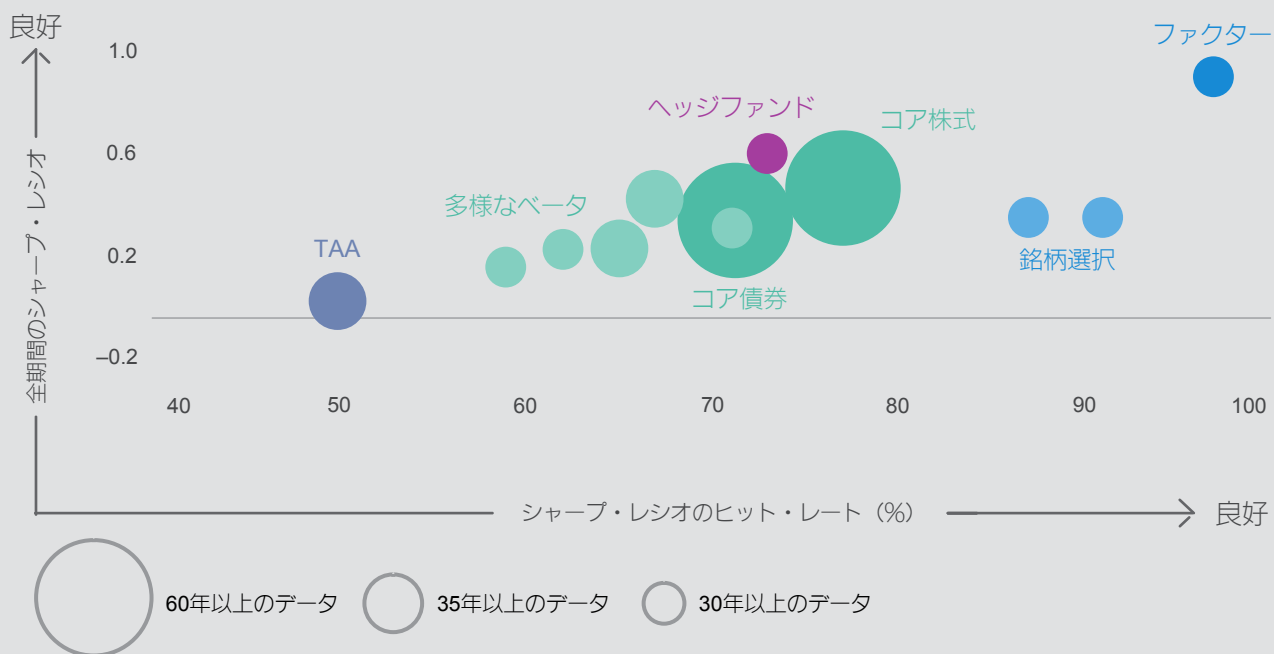
株式や債券のベータ（コア・ベータ）<sup>2</sup>に左右されないそれぞれのリターン源泉の一部を分離することによって、これら3つのポイントについて評価できる。すなわち、それぞれのリターン源泉が、2つの伝統的な資産クラスから得られるリターン以外に、どんなメリットをもたらしてくれるかということである。

1 「債券戦略の幸運からスキルを分離するためプライムアルファを活用」 アンドリュー・チンおよびピュッシュ・グブタ著、ザ・ジャーナル・オブ・インベストイング、2017年夏

2 株式や債券に対するそれぞれの戦略のヒストリカルなベータを算出するため回帰分析が用いられる。これに基づき、株式や債券へのエクスポージャーを調整した後の翌月のリターンが算出される。この残差リターンはそれぞれの戦略にとって独自の要素を意味する。この例では、ABのマルチアセット・ソリューションのリスクは73%がコア・ベータによって生み出され、多様なベータが20%、アルファ戦略が7%を生み出している。

**図表2：マルチアセットのリターン源泉の構成**

マルチアセットのリターン源泉のヒストリカルなリスク調整後パフォーマンス



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。

1950年1月1日から2017年7月31日までの月次超過リターンに基づきます。ただし、銘柄選択は2015年12月31日までです。円のサイズは観測データ数を示します。リターンは株式および債券のベータ超過分。シャープ・レシオのヒット・レートは3年間の移動平均シャープ・レシオがプラスだった期間の割合を示します。コア株式はMSCI ワールド指数、コア債券はブルームバーグ・パークレイズ・グローバル総合指数。多様なベータにはコモディティ（DJ UBSコモディティ指数）、REIT（FTSE EPRA/NAREIT先進国市場不動産指数）、ハイイールド債（ブルームバーグ・パークレイズ・グローバル・ハイイールド指数）、新興国株式（MSCI エマージング・マーケット指数、ヘッジなし）、新興国債券（JPモルガンEMBIグローバル指数）が含まれます。先進国市場のオルタナティブ・リスク・プレミアムは、ファーマ・フレンチのサイズ、クオリティ、バリュー、モメンタムのファクター。ヘッジファンドはHFRI ファンド・オブ・ファンド指数。TAAはAB独自のタクティカル・シグナルに基づきます。銘柄選択はザ・ジャーナル・オブ・インベスティングが2017年夏に発行したアンドリュー・チンおよびピコシュ・グブタ著「債券戦略の幸運からスキルを分離するためプライムアルファを活用」に記載されているデータを使用しています。出所：ブルームバーグ、ブルームバーグ・パークレイズ、FTSE、ヘッジファンド・リサーチ、JPモルガン、ケネスRフレンチ、MSCI、AB

図表2は、それぞれの構成要素がどれだけ効果的にプラスの超過リターンを獲得し、それらがどれほど一貫性があったかを示している。望ましい構成要素は、平均して高いリスク調整後リターン（高いシャープ・レシオ）を提供し、平均的な投資期間において一貫してプラスのリターンを生み出すべきである。

図表2では、円がそれぞれの異なるリターン源泉を表しており、円の大きさがそれぞれのリターン源泉について入手できるヒストリカル・データの量を示している。市場には多くの異なる環境が訪れるため、長期にわたるデータが手に入れば入るほど、その構成要素についてより確信をもって分析することができる。

コア株式とコア債券は中心に位置しており、シャープ・レシオは0.3から0.4の間で、ヒット・レート（3年間ローリングで算出したシャープ・レシオがプラスとなる確率、一貫性）は高い。これらの事実から、株式と債券はリターンの一貫性が高いと理解できる。投資家は長期間にわたってこうした類の超過リターンを得ることができそうだ。

ベータを分散させる目的で用いられる資産（多様なベータ、ダイバーシファイヤー）は、コア株式やコア債券の左下に位置している。これらは多少の超過リターンをもたらす可能性があるが、リターンの一貫性は欠いている。それらが大半のマルチアセット・ポートフォリオにもたらす最大の恩恵は、様々な市場やマクロ経済環境にわたって幅広く資産を分散させることにあるが、二次的な目標を達成するのにも役立つ。例えば、インカムダイバーシファイヤーは一定のインカム水準を目標とするポートフォリオにとって、より重要な役割を果たす可能性がある。インフレダイバーシファイヤーは実質リターン戦略において、より重視される可能性がある。

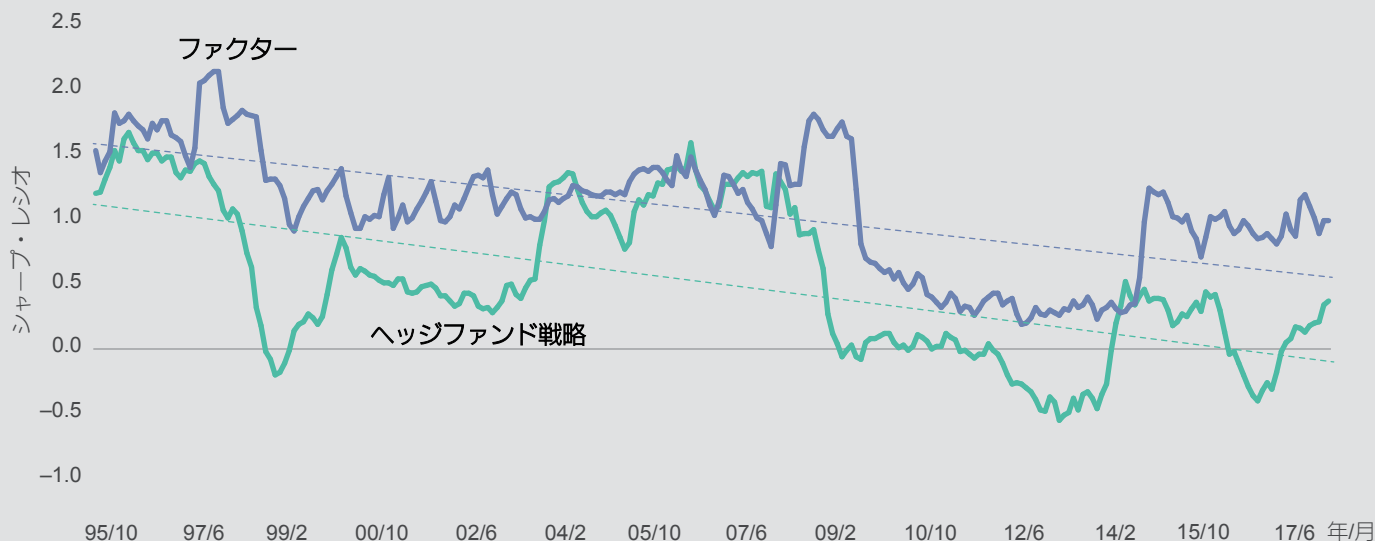
TAA戦略はシャープ・レシオの水準、一貫性どちらの面でもスコアが低くなっている。そのため、こうしたリターンの観点から見れば、TAA戦略はマルチアセット・ソリューションにうまく合致しないように見える。しかしながら、下げ相場から資産を守ることも重要である。TAA戦略は株式とは逆相関性を示すことが多いため、超過リターンは期待できないとしても、ポートフォリオのリスク調整後リターンを改善することができる。

一方、ファクターやヘッジファンド戦略はポートフォリオのリスク予算をすべて集中させるには良い戦略なように見える。それはシャープ・レシオとヒット・レートに関する最善の組合せを提供してくれるからだ。しかし、他の構成要素に比べ歴史がかなり浅く、市場サイクルのすべてをまだ経験していない。

また、ファクターやヘッジファンド戦略のリスク調整後リターンは低下しており、特に過去10年は低下が著しい（図表3）。その理由は何か？ 力強いリターンはより多くの投資を呼び込み、過度な密集状況（オーバー・クラウディング）を作り出してしまふ。結果として潜在リターンが低下してしまうのだ。

図表3：平均値だけを重視すべきではない—パフォーマンスの動向は変化する

5年移動平均シャープ・レシオ



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7月31日まで

ヘッジファンド戦略はHFRI FOFコンポジット指数。ファクターは均等加重平均したファーマ・フレンチのバリュー、モメンタム、サイズ、クオリティのファクターを使用しています。

出所：ヘッジファンド・リサーチ、ケネスRフレンチ、AB

# 過去平均だけに頼ることはリスクが大きい

これにより、マネジャーが高い水準の超過リターンを出し続けることは困難になってしまう。今後はこれらの戦略の期待リターンは低下していくが、これらの戦略のリターン創出能力や分散させる機能は、依然として利用価値がある。

これらの戦略すべてがプラスのシャープ・レシオという最初の基準を満たしており、マルチアセット・ソリューションにおいて、これまでのものとは異なる特性をもたらしてくれる。しかし、パフォーマンスのトレンドや市場環境はその時々で変化していくため、それぞれの構成要素の将来の期待値をどのように設定するかがカギとなる。

## 多様なリターン源泉への分散はなぜいつも重要なのか

ポートフォリオはいつも平穏な環境の下で運用されるわけではなく、様々なマクロ経済や市場環境を乗り切っていかなければならない。ゆえに、異なる様々な市場環境でプラスのリターンを確保できる数多くの資産や戦略に投資先を分散することが重要となる。

短期的には、投資の分散に当たっては「資産クラスや戦略が市場のショックに対してどれほど打たれ強そうか」を重視する必要がある。

グローバル金融危機は、しばしば分散投資がうまく機能しなかったイベントとして見なされることがある。実際、株式ベータを伴っていた資産クラスのすべてが長く深い株式の下落の影響を受けてしまったのは事実である。しかし、ハイクオリティ債券やTAA戦略のようないくつかのマルチアセットの構成要素は力強いリターンとなっていた。

長期的な視点で見れば、分散投資は一段と重要性を増す。アンダーパフォーマンスが長期間続けば、投資目標達成に向けたポートフォリオの能力が大きな打撃を受けかねないからだ。市場環境は時間とともに変化するため、それぞれのリターン源泉を左右する要因や、それが最も高いパフォーマンスを示すような環境について理解することが重要となる。

例えば、株式と債券は、成長ペースが高まりインフレ率が低下すれば上昇する。1980年代（次ページの図表4）には、これら2つの単純な組合せが非常に力強いリターンを生み出した。2010年代も金融危機の後で成長や市場ボラティリティが安定しているため、今のところアウトパフォームしている。しかし、こうした成功が今後も続くとは単純に考えるのはリスクが高い。なぜなら、この2つの時期ではバリュエーションや金利の出発点が大きく異なっているからだ。

別の市場環境においては、株式と債券が低迷した。1970年代にスタグフレーションに見舞われた際は、10年間すべてを通じてどちらのパフォーマンスもキャッシュを下回ってしまった。株式60/債券40の比率で構成されるポートフォリオのパフォーマンスも、リスクがはるかに高いにもかかわらず低調だった。その反面、コモディティなどインフレに対する感応度の高いダイバーシファイヤーは素晴らしいリターンを稼ぎ出した。それらは長期にわたってバランス型ポートフォリオが着実なリターンを上げるのに貢献してきた。

一方、ボラティリティが高まり、成長率が低迷した2000年代には、ファクターやヘッジファンド戦略のようなインカムを重視したダイバーシファイヤーが選好された。TAA戦略はこの期間全体にわたってパフォーマンスが芳しくなかったが、2000年代にはシャープ・レシオが極めて高い水準に達した。それらは市場が最も激しい嵐に見舞われた2000年代ドットコム・バブルが破裂し、グローバル金融危機につながった時期一に、市場の安定剤として重要な役割を果たした。2010年代はコア・ベータが力強いリスク調整後のリターンをもたらした。

マクロや市場環境は今後も変化し続けることを踏まえれば、分散に対する教訓は明らかである。過去50年間にわたり、一貫性のあるリターンが得られるポートフォリオを求める投資家は、それらのリターン源泉すべてに対するエクスポージャーを構築したいと考えてきた。

その本質は今も変わらない。例えば、現在は利回りが依然としてかなり低い水準にあるため、債券から以前のような大きなリスク・プレミアムを得ることは期待できない。そこで、リターン見通しがより魅力的な「債券の代替商品」がその役割を果たし得る。高配当株、REIT、金、一部のディフェンシブ通貨などは、債券との相関性がかなり高い。こうした「債券の代替商品」から投資対象を選べば、投資家は分散効果や下値リスクの軽減—同時に好ましいバリュエーションモー—といった恩恵を受けることができる。

インフレ対応資産もそうした役割を果たしている。過去10年間はインフレ圧力がほとんどない中、新興国資産やコモディティのリターンが最悪に近い水準だったため、多くの投資家はこれらへの投資を縮小した。だが、ここに来てインフレ率が上向いている模様で、そうした資産にもエクスポージャーをリバランスし、ポートフォリオの分散を進めるべきタイミングが到来したと思われる。

図表4：変化する環境：投資の分散はなぜいつも重要なのか

	1970年代	1980年代	1990年代	2000年代	2010年代	
株式60／債券40 のポートフォリオ のリターン	インフレ率の 急上昇＋ 成長の鈍化  -1.0%	インフレ率の 低下＋ 成長の加速  7.0%	インフレ率の 低下＋ 安定した成長  5.0%	ボラティリティ の急上昇＋ 成長の鈍化  -0.7%	ボラティリティ の低下＋ 安定した成長  7.5%	高 ↑
			ファクターおよび ヘッジファンド 1.3	ファクターおよび ヘッジファンド 0.9	コア債券 1.2	
			コア債券 0.9	コア債券 0.8	コア株式 0.8	↑
		コア株式 0.7	コア株式 0.5	インカムのダイバー シファイヤー 0.4	ファクターおよび ヘッジファンド 0.8	
株式60／債券40 のポートフォリオ の長期平均 シャープ・ レシオ：0.4	インフレのダイバー シファイヤー 1.3	コア債券 0.4	インカムのダイバー シファイヤー 0.4	TAA 0.4	インカムのダイバー シファイヤー 0.6	シャープ ・ レシオ  ↓ 低
	TAA 0.1	インフレのダイバー シファイヤー 0.2	インフレのダイバー シファイヤー 0.1	インフレのダイバー シファイヤー 0.3	TAA -0.4	
	コア債券 0.1	TAA -0.3	TAA -0.2	コア株式 -0.1	インフレのダイバー シファイヤー -0.5	
	コア株式 -0.1	インカムのダイバー シファイヤー -0.3				

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。

データは1970年1月1日から2017年7月31日までの月次超過リターンに基づきます。

リターンは株式および債券のベータ超過分。コア株式はMSCIワールド指数、コア債券はブルームバーグ・バークレイズ・グローバル国債指数、インカムのダイバーシファイヤーはブルームバーグ・バークレイズ・グローバル・ハイイールド指数が50%/EPRA/NAREIT先進国市場不動産指数が50%、インフレのダイバーシファイヤーはブルームバーグ・コモディティ指数、ファクターおよびヘッジファンドはHFRI FOFコンポジット指数が50%/均等加重平均したファーマ・フレンチのパリュウ、モメンタム、サイズ、クオリティのファクター50%を使用。TAAはボラティリティをコントロールするためのAB独自のシグナル。出所：ブルームバーグ、ブルームバーグ・バークレイズ、FTSE、ヘッジファンド・リサーチ、ケネスRフレンチ、MSCI、AB

### マルチアセット・ポートフォリオのデザインを試す道のり

それぞれのリターン構成要素がマルチアセット・ソリューションに貢献できることは明らかで、具体的な組合せは投資目標によって左右される。例えば、特定のリターンを目標としているポートフォリオは、5つのリターン源泉すべてを比較的バランス良く組み合わせることを重視すると思われる。インカム水準を目標とするポートフォリオは、インカムのダイバーシファイヤーに高い比重を置くだろう。レバレッジの制約、デリバティブ利用の制限、クレジットの質（格付）に

関する基準といった具体的な制約要因も、ポートフォリオのデザインに影響を及ぼすことになる。

幅広く多様なリターン構成要素を用いることの価値/効用を表すには、一般的なアプローチを用いることができる。次ページの図表5は、3つの仮想ポートフォリオそれぞれのリターン目標をキャッシュ＋5%、長期ボラティリティを約8%と想定一のリターンを描き出している。



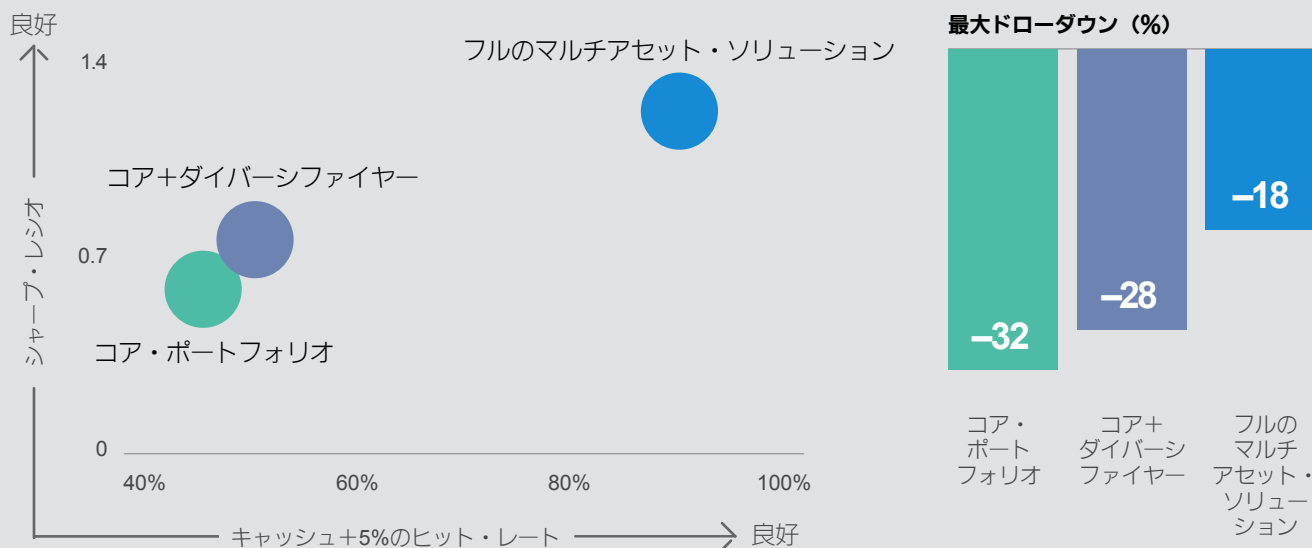
- + 大型株式に60%/コア債券に40%の比率で投資する典型的なコア・ポートフォリオ
- + コア・ポートフォリオに多様なベータや戦術的アセット・アロケーションを取り入れたマルチアセット・ソリューション（コア+ダイバーシファイヤー）。レバレッジやデリバティブに関して制約のある顧客はこの戦略を利用する可能性がある
- + あらゆるリターン源泉に投資し、投資の分散を進めるためにある程度のレバレッジを活用できるフルのマルチアセット・ソリューション

ヒストリカルなシャープ・レシオやヒット・レート（5年間の移動平均リターンがベンチマークであるキャッシュ+5%を上回った割合）から判断すると、フルのマルチアセット・ソリューションが優れたリターンを創出し、リターンの一貫性も高かった。コア・ポートフォリオは株式に対する大きな

リスクを抱えているため、シミュレーション期間に最大のドローダウンに見舞われ、ドットコム・バブルの崩壊やグローバル金融危機が起きた際に多額の損失を被った。その反面、コア+ダイバーシファイヤーはパフォーマンスが良好でヒット・レートも上昇レーベンチマークを上回った期間が全体の53%に達した。ドローダウンも比較的軽微なものにとどまった。

制約のない統合されたフルのマルチアセット・ソリューションは、3つの中で明らかに最も効果的なデザインだった。アルファベータ全体の中から幅広いリターン源泉を活用すれば、そのソリューションはヒット・レートを89%に押し上げ、最大のリスク調整後リターンを創出できたと思われる。フルのマルチアセット・ソリューションはこの期間全体にわたってドローダウンが最も小さくなったが、これは株式に対するポートフォリオの感応度をTAAやファクター、ヘッジファンド戦略などで

図表5：分散の強化はリターンとリスクの改善につながる



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。

データは1990年12月から2017年7月まで。ヒット・レートはポートフォリオの5年ローリング・リターンがキャッシュ+5%のハードルを上回った期間の割合として算出（データが入手できる1990年以降を表示）。コア・ポートフォリオはMSCIワールド指数が60%/ブルームバーグ・パークレイズ・グローバル国債指数が40%で構成されます。コア+ダイバーシファイヤーのポートフォリオはTAA、コモディティ、REIT、新興国市場、ハイイールドの資産を組み入れたコア・ポートフォリオと同様に株式と債券へのエクスポージャーを組み合わせています。フルのマルチアセット・ソリューションは、コア+ダイバーシファイヤーのポートフォリオに4つのファーマ・フレンチのファクター戦略とHFRI FOFコンポジット指数の戦略を追加したものです。

出所：ブルームバーグ、ブルームバーグ・パークレイズ、FTSE、ヘッジファンド・リサーチ、ケネスRフレンチ、MSCI、AB

引き下げたからだ。それは2007-09年のグローバル金融危機の場面でとりわけ大きな効果を発揮した。

リスク分散は説得力のあるストーリーを伝えてくれる：コアの60/40ポートフォリオでは、すべてのリスクは株式への配分から生じている（事実上、債券からのリスク寄与はゼロ）。フルのマルチアセット・ソリューションにおいては、株式に対するTAAを実施することで、株式からの寄与度を64%にまで減らすことができる。残りは多様なベータやコア債券、ファクターなどから生じている。

したがって、投資機会を拡大し、幅広いリターン源泉を統合すれば、ポートフォリオが長期にわたり一貫して投資目標を達成できる可能性はるかに高くなる。全面的な柔軟性があれば最大のメリットを享受できるが、顧客のガイドラインや制約にちょっとした調整を加えただけでも実質的な改善につながる可能性がある。

### 執行：成功と失敗の分かれ目

マルチアセット・ソリューションを実践するには、実証的リサーチ、将来のパフォーマンス予測、マネジャーや戦略の選択、異なる環境下における市場の行動分析、そしてソリューションが一貫して目標を達成できる可能性がどの程度あるかを把握することなどのすべてを一つにまとめる必要がある。

ABの見方では、パフォーマンスが悪かった場合、それはマネジャーの洞察力よりも、うまく執行できなかったことがはるかに大きな原因である。投資家は高度に効果的なアセット・アロケーションをデザインするかもしれないが、単に投資可能な商品を組み合わせただけでは、彼らが望む分散効果やリスク特性を得られない可能性がある。それらの商品は管理するのが難しい意図せぬエクスポージャーを抱えているケースが多いため、投資家は分散する代わりに特定のリスクを積み増すことになりかねない。

例えば、アクティブ運用型のグローバル不動産ポートフォリオは、実際には異なるエクスポージャーのパッケージである。それは現地の不動産サイクルやファンダメンタルズばかりでなく、株式市場、金利、信用スプレッドにも敏感に反応する。それに加え、リターンはマネジャーのアルファ創出能力に左右されるほか、マネジャーによっては小型株やバリュー株へのパイアスなど、ファクターへのエクスポージャーを保有している可能性がある。

特に感応度が時間と共に変わり得ることを考えれば、これらのエクスポージャーや、それらが他のソリューションとどんな関係を及ぼしあうのかを把握するのは、口で言うほど簡単なことではない。その時点における広く普及している考え方や競争相手からの圧力はオーバー・クラウドディング望ましくないリスクに対するエクスポージャーの集中を招く可能性がある。

例えば、金融危機以降は長年にわたり、投資家はインフレよりもデフレを懸念してきた—それには妥当な理由がある。人口動態面の逆風、低い生産性、テクノロジーがもたらすデフレ効果などはいずれも通常の経済成長を損ない、物価上昇を抑える役割を果たしてきた。

こうした懸念を受け、多くの投資家は同じようなポジションを取り、一部の質の高い債券やREIT、ボラティリティの低い株式、配当利回りの高い株式などに吸い寄せられ、コモディティ、景気循環株、インフレ連動債、ティープ・バリュー戦略などに背を向けてきた。

その結果はどうなるのだろうか？ 成長が加速し、金利が上昇すれば、これまで傑出しているように見えた投資戦略のすべてはパフォーマンスが悪化する可能性がある。こうした保守的なアロケーションに組み入れられている資産はいずれも金利と逆相関の関係にあり、インフレが上向き始めればリターンが低迷すると予想される。

各戦略に共通したリスクが積みあがるのを避けるため、マルチアセット・ソリューションでは機動的にリスク管理ツールを統合している。リスク補完機能では、各戦略に共通した投資テーマによってセクター、国、ファクターに関するリスクが意図せずに集中してしまうのをコントロールするため、マネジャーのポジションを統合し、その結果を踏まえて、リターンを損なうことなく意図せざるリスクを削減するべく、様々な異なるポジションを構築することができる。

一方、戦術的アセット・アロケーション機能はポートフォリオのボラティリティや株式および金利ベータへのエクスポージャーを総合的に監視し、市場ボラティリティや資産の相関性の変化に応じて迅速かつ効率的にエクスポージャーを調整するためのヘッジツールとして活用することができる。こうした能力はドローダウンをうまく乗り切る上で重要な役割を果たし得る。

# マルチアセット・ソリューションは制約を受けずに、有機的に統合され、ダイナミックでなくてはならない

## 結論

効果的にデザインされたマルチアセット・ソリューションは、機関投資家が現在直面している多くの問題—伝統的な資産の低い予想リターン、規制やガバナンスによる制約、アクティブ運用からパッシブ運用へのシフトなど—に対処するのを支援することができる。しかしながら、投資可能な金融商品を単に集約するだけでは、これらの実行は難しい。

株式や金利のベータを超えて投資対象を拡大することは、投資機会である一方で、十分に理解し、また機動的に管理しなくてはならないリスクも伴う。多様なベータは、経済環境に応じて異なるパフォーマンスのパターンを提供する。ファクター戦略は効果を持たせるためにレバレッジを必要とするが、過度な密集の影響を受ける可能性がある。銘柄選択戦略は、市場リスクをマネジャー選択リスクに代えることができる。TAAはマネジャー選択のリスクがあり、またもっとも効果的な形で統合されなければならない。

これらを実現するには、幅広い資産クラスや市場にまたがる様々な専門能力にアクセスし、これらの能力を一つのまとまりのある反復可能なフレームワークに統合する能力が必要となる。一方、これらの専門的な能力をすべて自社内で調達するのは、大半の機関投資家にとって困難なことである。また、ガバナンス上の制約から柔軟性が制約されているため、機関投資家は市場環境、リスク、そして投資機会のシフトに合わせてポートフォリオを微調整するのが難しいという課題にも直面している。

ABの見方では、マルチアセット・フレームワークは、以下のような明確な特性を備えていなくてはならない。

### + 制約されない投資機会：

マルチアセット戦略は、リターン、分散効果、下げ相場時のプロテクションのトレード・オフを評価・実行するため、すべてに共通するレンズ（評価基準）を持ちつつ、伝統的な株式や債券のベンチマークの先にも目を向けるべきである。

### + 統合されたデザイン：

様々なマクロ経済環境にわたってエクスポージャーを分散するために多様なリターン源泉を統合し、かつ十分なリターンを獲得するため資本を効率的に活用（レバレッジの活用など）しなくてはならない。

### + ダイナミックなリスク管理：

エクスポージャーを調整し、ドローダウンを最小限に食い止めるため、アクティブな資産管理プロセスを活用する必要がある。変化する市場に迅速に対応すれば、短期的な損失を軽減できる可能性がある。

適切にデザインされれば、マルチアセット・ソリューションは投資家が高水準で一貫性のあるリターンを獲得するとともに、困難な市場において資産を守ることに寄与するものと思われる。

当資料は、2017年12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。

### 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、全て投資者の皆様へ帰属します。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1.880%）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。

## 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



ALLIANCEBERNSTEIN®