



金利上昇とインフレに対応した株式ポートフォリオのレシピ



2023年3月27日



ロバート・ミラノ

アライアンス・バーンスタイン・リミテッド

EMEA株式ビジネス・デベロップメント責任者／シニア・インベストメント・ストラテジスト



ウォルト・チェイキー

アライアンス・バーンスタイン・エル・ピー

株式部門 シニア・インベストメント・ストラテジスト



デビッド・ウォン

アライアンス・バーンスタイン・香港・リミテッド

アジア株式ビジネス・デベロップメント責任者／シニア・インベストメント・ストラテジスト



2022年は市場やマクロ経済がショックに見舞われる中、パッシブ型の株式投資が優位性を保ち、アクティブ運用のポートフォリオからは資金流出が続いた。しかし、インフレ率と金利が構造的に上昇する世界では、株式投資家にとって、アクティブ・ポートフォリオへのアロケーションを検討すべき妥当な理由がある。

企業や市場は、依然として2022年に広がった不透明感を消化している段階にある。こうした変化は、2022年も

ネットインフローが続いたパッシブ運用への投資妥当性を再考すべきではないかとアライアンス・バーンスタイン（以下、「AB」）は考える。パッシブ運用は一般的にコストが低く、アロケーションにおいて一定の役割を果たしているが、アクティブ運用は、特に変化が激しい時代において、手数料を支払うに値する恩恵をもたらしている。本稿では、今後数年間、優秀なアクティブ運用への投資妥当性を高める可能性のある変化について考察してみたい。

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。

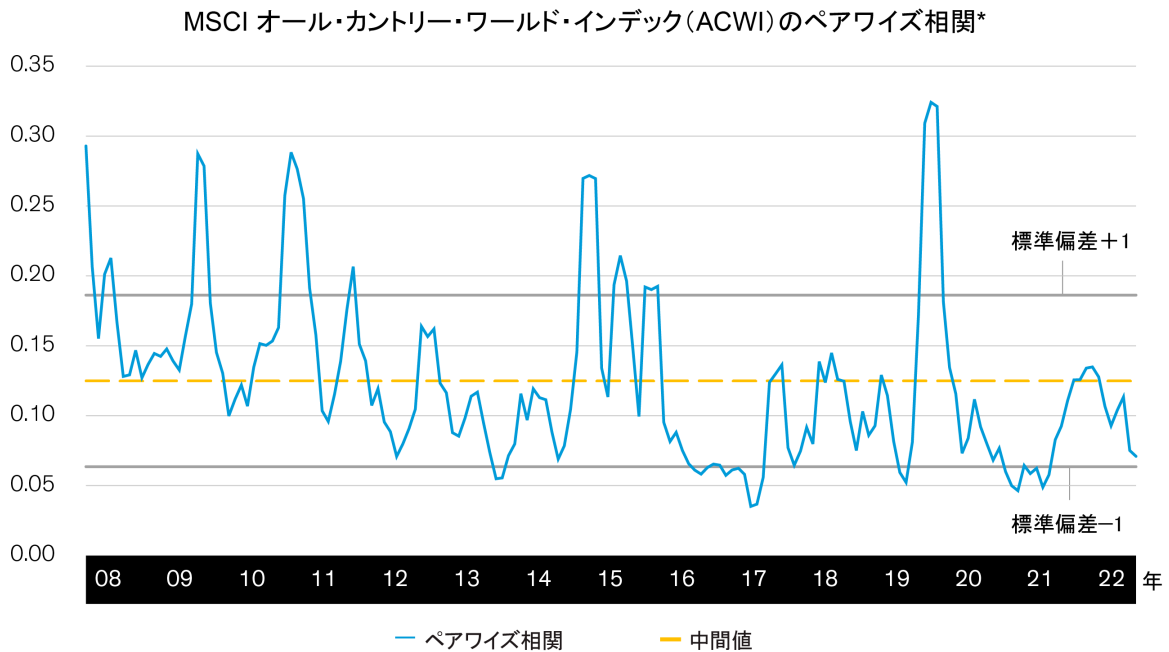
当資料は、2023年2月16日現在の情報を基にアライアンス・バーンスタイン・エル・ピーが作成したものをアライアンス・バーンスタイン株式会社が翻訳した資料であり、いかなる場合も当資料に記載されている情報は、投資助言としてみなされません。当資料は信用できると判断した情報をもとに作成しておりますが、その正確性、完全性を保証するものではありません。当資料に掲載されている予測、見通し、見解のいずれも実現される保証はありません。また当資料の記載内容、データ等は作成時点のものであり、今後予告なしに変更することがあります。当資料で使用している指数等に係る著作権等の知的財産権、その他一切の権利は、当該指数等の開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ABI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。

1. インフレ(と景気後退の可能性)は新たな勝者と敗者を生み出す:今は、インフレ率と金利の上昇によって利益がリセットされる段階が始まったばかりだ。2022年に起こったこうした環境変化(以前の記事『[株式市場の見通し: 変化する世界で確信度を上げる](#)』ご参照)の第一段階では、インフレがもたらした最初の影響は金利上昇で、それは市場全体の株価バリュエーションを押し下げた。2023年は、利益成長が株価パフォーマンスに与える影響が大きくなると予想される。

だが、そのプロセスが順調に進むと考えるはならない。インフレや景気後退の可能性は企業に異なる形で影響を与え、株式リターンのばらつきが大きくなる可能性がある。資金コストが事実上ゼロだった時代や、「どん

な代償を支払っても成長できる」という考え方ができた時代は遠い過去のことになった。むしろ、資本コストの上昇により、しっかりした規律を持ち、価格決定力、利益や利益率を維持できる能力、少ない負債、固有の事業モメンタムを備えた企業を見極めるためのアクティブ・アプローチが必要となるだろう。総合的に考えれば、これらのトレンドは株式リターンの相関を持続的に押し下げる見通しで、現在の相関係数は2008年の世界金融危機以降の中間値を大幅に下回っている(図表1)。株式の相関低下は、個別銘柄の売買パターンにより違いが出ることを意味するもので、アクティブ運用を手掛ける優秀なマネジャーがアウトパフォームできる好条件を生み出す傾向があり、ポートフォリオ全体のリスク軽減にも役立つ。

【図表1】 株式の相関低下はアクティブ運用マネジャーにとって好条件



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。
 *ペアワイズ相関は、MSCI ACWI 指数を構成する全銘柄の相関を60日ローリング・リターンを使用して計算。
 青の線はそれぞれの測定のユニバース内における相関の中間値。黄の破線は2008-2022年のすべての測定の中間値。
 2023年1月31日現在
 出所:ファクトセット、MSCI、AB

2. セクターとスタイルのトレンドは同じではない: 2022年までの長期にわたる強気相場は、超大型テクノロジー銘柄の予想可能な利益と秀逸な業績が原動力となった。売りを浴びた局面では、利益を上げていないハイパングロス株がとりわけ大きな打撃を被った。収益力のある多くのテクノロジー企業は、新型コロナウイルスのパンデミックに伴うロックダウン下という一時的な状況で膨らんだコストが今なお利益を圧迫している。

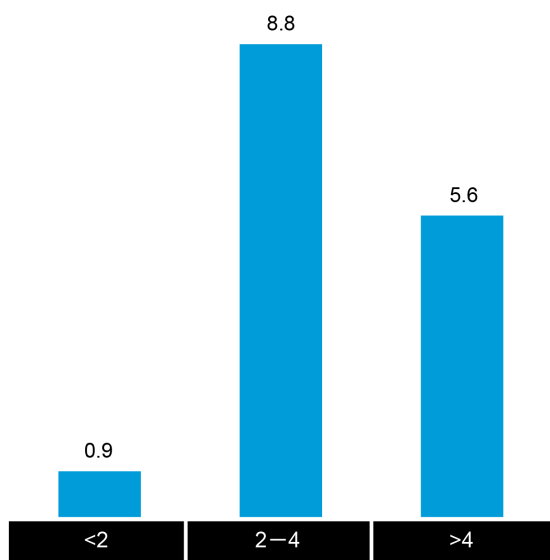
これまでの市場の秩序は失われた。投資家は今、パンデミック以前の成長率に平均回帰しているに過ぎない企業と、ビジネスモデルが構造的に損なわれている企業、または成長できる企業を区別する必要がある。アクティブ・マネジャーは、パッシブ運用ではできないセクターやスタイルのエクスポージャー決定において個々のビジネスに関するファンダメンタル・リサーチの分析による予想を織り込むことができる。2022年に超大型株やテクノロジー分野のハイパングロス株が急落したのに伴い、市場のすそ野が拡大した。今は、より多くの銘柄が将来のリターンをけん引するとABではみており、それはアクティブ・マネジャーにとって追い風となる傾向がある。

3. 実質リターンを得るには規律ある厳選投資が必要: 長期的な投資目標を達成するには、インフレ率を上回るリターンを得ることが不可欠だ。インフレ、金利上昇、成長に立ちはだかる障害が企業の収益性を圧迫する中、市場全体を持続的に上回るパフォーマンスを達成する銘柄を見つけ出すことが、実質リターンを得る上で重要な意味を持つ。

ABの調査によると、1965年以来、インフレ率が年間2-4%の時期には、米国企業の実質利益は年率換算で約8.8%拡大してきた(図表2)。世界の企業も、より短いスパンで見れば同じような傾向を示している。だが、今のような環境の中で、企業は利益成長を維持できるのだろうか? 利益を測る指標は、それが難しいことを物語っている。現在、世界の企業の利益率は過去最高水準から低下し始めたばかりで、利益はさらに落ち込む可能性があることを示唆している。今後は高水準にある利益率、経済成長の鈍化、投入コスト増加圧力が重なり合い、多くの企業では利益が圧迫されると予想される。こうした状況が続いた場合、株式投資家は利益率を維持できる企業を厳選する必要がある。

【図表2】 アクティブ運用の課題: インフレ圧力を克服できる企業を厳選する

インフレ・レンジ別の米国企業の実質利益の平均伸び率*
1965-2022年(年率換算、%)



世界の株式: EBITDA利益率†
1988-2023年(%)



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。

*2022年12月31日現在。米国消費者物価指数の前年比変化率に基づき、S&P 500指数構成企業の名目ベースの利益成長率を実質ベースに変換。

†2023年2月13日まで。アライアンス・バーンスタインの世界先進国株式ユニバースに基づきます。EBITDAは利払前税引前償却前利益。

ユニバースの利益率は構成企業の時価総額で加重平均して算出。

出所: データストリーム、ファクトセット、トムソン・ロイター、AB

4. 世界的にばらつきがあるため、地域別の投資を見直す必要: インフレとその影響は、それぞれの国や地域に異なる影響を与えている。米国株式は過去10年のうち8年にわたり他の株式市場をアウトパフォームしてきたため、投資家は上昇余地が大きそうなグローバル株式へ目を向け直すとABでは考える。しかし、国ごとのマクロ経済状況や、企業の売上高の地域別エクスポージャーが異なっている可能性があるため(以前の記事『[グローバル株式：国境を越えた成長に注目](#)』ご参照)、アクティブ運用の重要性を浮き彫りにしている。

パッシブ・ポートフォリオは、アンダーパフォームしているながらも回復の可能性が高い国に投資を傾けることはできない。例えば、新興国株式は長期にわたる低迷から回復の兆しを見せており(以前の記事『[新興国株式：回復は本物か?](#)』ご参照)、特に中国株は、経済活動の再開が勢いを増す中、この数カ月はとりわけ好調なパフォーマンスを示している。グローバル・ポートフォリオのアクティブ運用マネジャーは、株価水準が魅力的で、好ましいマクロ経済やビジネスのトレンドによる恩恵を受けそうな世界中の企業にアロケーションを傾けることができる。

5. ボラティリティの高まりはアクティブな防御を正当化: 投資家がインフレ率を上回るリターンを得るには株式へのエクスポージャーが必要になるが、今後数年間は市場の変動が一段と激しくなりそうだ。多くのディフェンシブ株式ポートフォリオはリスクを軽減するため、標準的な過去を参考に、またはルールに基づく投資手法に依存している。しかし、これらはダウンサイド・リスクを抑える最善の方法ではないかもしれない。アクティブ・アプローチは、通常はディフェンシブとみなされないようなさまざまなセクターから選択した、ボラティリティの低い、質の高い株式をあらゆる市場から組み入れることができる(以前の記事『[高ボラティリティが続く株式市場：効果的なディフェンシブ銘柄とは](#)』ご参照)。また、ヘルスケアなど単一セクターを対象とするテーマ別のアプローチ(以前の記事『[ヘルスケア株：市場が不安定な時期の「治療薬」](#)』ご参照)も、リスクを低減するための積極的な手段となり得る。

投資家にとって、こうした新たな環境の中で、アクティブ及びパッシブなエクスポージャーをより綿密に検討すべき時期が到来している。これまでうまくいった投資手法に依存することは、成功のレシピとはならないかもしれない。インフレ率と金利の上昇は、企業、市場、経済、そしてリターンに多大な影響を与える可能性がある。規律ある銘柄選別に基づくポートフォリオは、今後待ち受ける荒波に備え、確信を持ってアロケーションを強化することができる。

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3.3%(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。