



## 復活するファクターの役割



2023年4月5日

**イニゴ・フレーザー・ジェンキンス**アライアンス・バーンスタイン・リミテッド  
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**アライアンス・バーンスタイン・リミテッド  
機関投資家向けソリューション 共同責任者

最も基本的なレベルでは、リターンが資産クラス、個別の現物資産、またはファクター戦略のどこから得られようとも、ポートフォリオはさまざまなリターン源泉を組み合わせられて構成される。アライアンス・バーンスタイン（以下、「AB」）は数年前から、ファクターは資産配分の重要な役割を担うべきで、ある程度の制限付きながらも、資産クラスと交換可能なものとすべきだと指摘してきた。

ファクターの戦略的意義は、投資家が効果的にタイミングを計ることができるかどうかという問題とは異なる。むしろ、ファクターはリターンの観点や分散投資の源泉として役立つ可能性があるという点に戦略の妥当性がある。仮に投資家がこの考え方に原則的に同意したとしても、過去数年にわたるファクターの低調なパフォーマンス

は、多くの投資家がファクターを取り入れるのを躊躇う十分な理由となってきた。

### 最近ファクターの成績が改善している

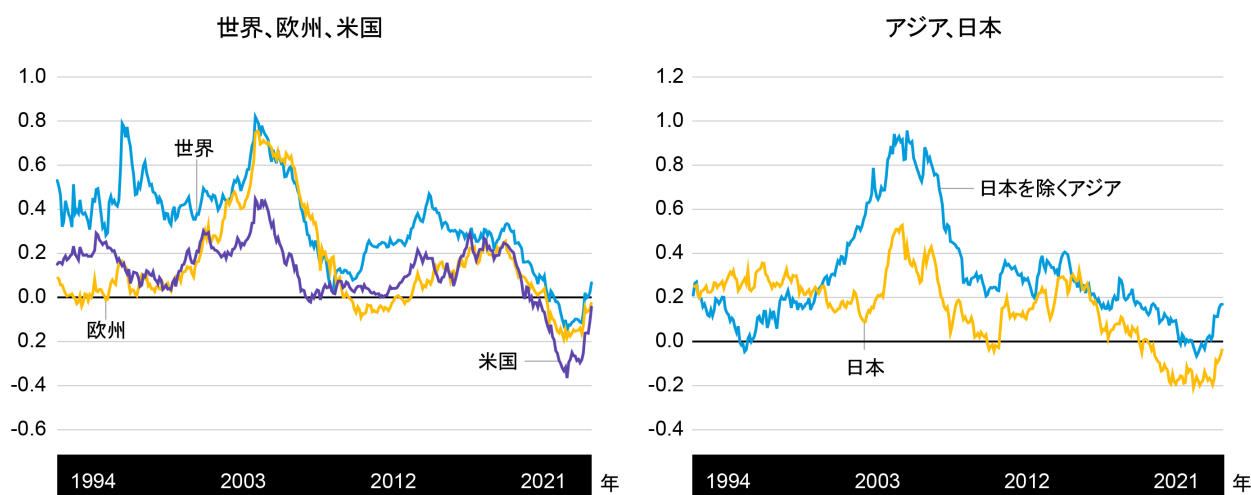
ABは資本の流入でファクターが「裁定された」という考えには決して与しなかったが、ファクターは長期にわたり十分な効果を発揮できない場合もある。ここ1年にそうした低迷期は終わり、ファクターの有効性が回復してきた（次ページの図表1）。バリュー・ファクターを取り巻く環境が変わったことも改善の一因だが、米国では2021年半ば以降、モメンタム・ファクターやクオリティ・ファクターもプラスのリターンをもたらしている。

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9月6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。

**【図表1】 地域別に見たファクター全体のリスク調整後リターン  
5年間の年率換算リターン/リスクに基づく**



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、各地域の株価純資産倍率、配当利回り、株主資本利益率、長期的な成長率、価格モメンタム、小型株、フリーキャッシュフロー利回りの7要素を平均した5年間の年率換算リターン/リスク・レシオを示しています。バスケットは四半期ごとにリバランスされ、米ドルのロング・ショート・リターンの合計を使用しています。  
1994年12月31日から2022年5月31日まで  
出所:ファクトセット、I/B/E/S、AB

投資家はなぜファクターが引き続き有効だと考えるべきなのだろうか？最近のパフォーマンスの変化を受け、多くの投資家はここ数年の低調なファクター・パフォーマンスは構造的なものではなく、単に循環的なものだったと考えるだろう。そうであれば、ファクターはあまり重要でないとか、資産配分を決定する際の明確な構成要素として不適切だといった見方は薄れると考えられる。

### バリューとインフレとの関係

バリュー・ファクターについても、効果があると考える具体的な理由がある。過去100年近くにわたり(次ページの図表2)、バリュー・ファクターの有効性とインフレ率の間には関連性が見られる。インフレ率が高い場面ではバリューの効果が高まる傾向がある一方、低インフレの環境下ではバリューの効果は低くなる。こうした関係は、過去12カ月に先立つ10年間におけるバリューのアンダーパフォーマンスの少なくとも一部は、実際のインフレ率が持続的に予想を下回ってきたことが原因であることを示唆している。

もちろん、バリューの有効性を決定づける要因はインフレだけでないことは明らかで、依然として2つの構造的な逆風が残っている。ひとつは、技術革新が一部の産業を守っている「堀」を破壊したことで、過去の基準に照らして非常に割安な水準にある業界は単に循環的に人気は薄れただけではなく、伝統的な競争ダイナミクスの大きな変化によって負け組となった可能性がある。

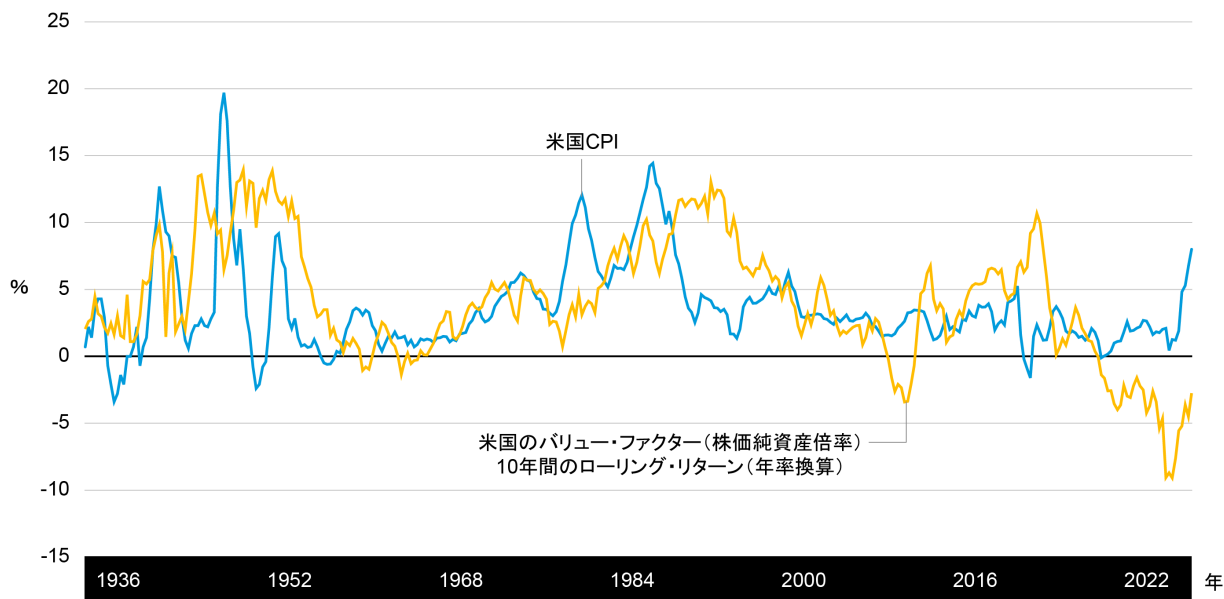
また、過去10年間に、企業による投資は有形資産から無形資産に重点がシフトしている。会計処理の違いは、価値を測る最善の方法に関する重要な問題を提起する。こうした要因が存在するため、投資家は価値に関する伝統的な定義が必ずしもこれまでの長い歴史と同様のパフォーマンスを示すと期待してはならない。

ABはこれまでのリサーチで、バリュー取引の対象となる銘柄について、インフレが直接反映される銘柄としてうまく機能するものと、インフレに対する典型的な中央銀行の対応という間接的なメカニズムの結果として輝く銘柄(特に銀行)を区別してきた(以前のリサーチペーパー『[資産クラスとファクター](#)』ご参照)。現時点ではどちらもうまく機能する可能性があるが、長期的な戦略的視点に立てば、後者についてはそれほど確信を持ってない。

### 低ボラティリティとさらなる効果： それはバリューだけではない

有望なファクターはバリューだけでない。低ボラティリティ・ファクターも魅力がある。2021年のようにインフレ期待が急速に高まれば、このファクターは低迷する傾向がある。しかし、インフレ期待がピークを打った後、沈静化するか一定のレンジ内で推移した1970年代以降の主な場面では、低ボラティリティ・ファクターのリスク調整後パフォーマンスは、株式や60/40戦略のどちらと比較しても好調に推移した。しかも、低ボラティリティ・ファクターが大幅にアンダーパフォームするのは、市場のリ

【図表2】 バリュウの有効性はインフレ率と関連性がある



過去の分析や現在の予測は将来の運用成果を保証するものではありません。  
1936年1月1日から2022年3月31日まで  
出所: ケネスR. フレンチ・データ・ライブラリー、トムソン・ロイター・データストリーム、AB

ターンが最も好調な時期だけで、当面は市場のリターンが低水準にとどまるとABではみている。

戦略的な観点から注目すべきはもう1つのファクターはクオリティである。質の高い株式は、長期にわたって魅力的なリスク調整後リターンをもたらす傾向がある。最後に指摘したいのはモメンタム・ファクターである。それはカメレオンのように変化するため、ある意味でファンダメンタルな戦略的視点を持つことは難しい。それでも、モメンタムは幅広いアロケーションの中で果たすべき役割を持っている。特に、インフレが高進している時期のように価格トレンドが長期にわたり定着している場面では、その傾向が顕著になる。つまり、ABの見方では、モメンタムはインフレから資産を守る役割を果たしている。

ファクターの戦略的意義は、投資家が必要とするパフォーマンスと、実際に得られるリターンの「リターンギャップ」を埋める能力だけではない。ファクターはポートフォリオのリスクを管理する役割も果たしている。ファクターは資産クラスよりも安定性のある分散効果を提供してきた長い歴史があり、ファクターの平均的なペアワイズ相関は資産クラスよりも安定していることを示してきた。ABは一部の投資家がファクターを懐疑的に見ていることは認識しているが、ファクターは戦略的な役割を担っており、しかも、それはさまざまな目的を持っていると考えている。

## 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。