



リスクを高めない株式のアクティブ運用



ケント・ハーギス(写真)

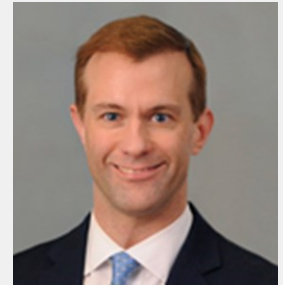
アライアンス・バーンスタイン・エル・ピー
ストラテジック・コア株式運用
ポートフォリオ・マネジャー

クリス・マークス

アライアンス・バーンスタイン・エル・ピー
株式ポートフォリオ・マネジャー



2015年6月26日



多くの投資家はリスク回避を理由に株式のアクティブ運用を諦め始めている。だが、アクティブ運用は必ずしも高いリスクを取ることを意味するわけではない。例えば、安定した株式がもたらす恩恵について考えてみよう。

債券利回りは非常に低く、株式市場は活況を呈する中、投資家は長期的な負債に見合うだけのリターンをどこで得ることができるか、思いを巡らせている。過去6年にわたって強気相場が続いた株式市場から今後も同程度のリターンが獲得できるとは考えにくく、パッシブなアプローチでは十分なリターンが見込めない。これは、株式への配分の重要性が高まることを意味している(「[Alpha Matters More in Muted Equity Markets](#)」(英語)参照)。

安定の中にもアルファは存在

株式投資でアルファ(超過収益)を獲得するカギとなるのは、他の投資家とは異なる行動をとることだ。例えば、小型株式やバリュエーションの低い株式で高いリスクを取りながら高リターンを狙ったり、短期的な株価トレンド

に乗ってリターンを追求したりすることができる。しかし、意外なことに、市場と比較して少ないリスクを取りながらアルファを創出することも可能である。

それは一見直感に反するかもしれない。実際、伝統的な金融理論では、リスクとリターンは同じ方向に動くものだとしている。つまり、高いボラティリティを受け入れれば、いずれ高いリターンが得られるというわけだ。だが、学術的なリサーチや実際の経験は、必ずしもそうではないことを物語っている(次ページの図表1左)。安定した株式は市場全体の下落局面で他の銘柄ほど下落しないケースが多いため、市場サイクル全体を通じてみれば上昇幅を保持でき、さらにはアウトパフォームする傾向がある。

シャープ・レシオ(絶対リスク1単位当たりの超過リターン)で見れば、ボラティリティの低い銘柄の過去40年の長期的なリターンは、より積極的な株式戦略と同水準か、あるいは上回っている(次ページの図表1右)。そのため、この指標に基づけば、市場全体と同じ程度のリターンが得られるがボラティリティが3分の2に留まる株

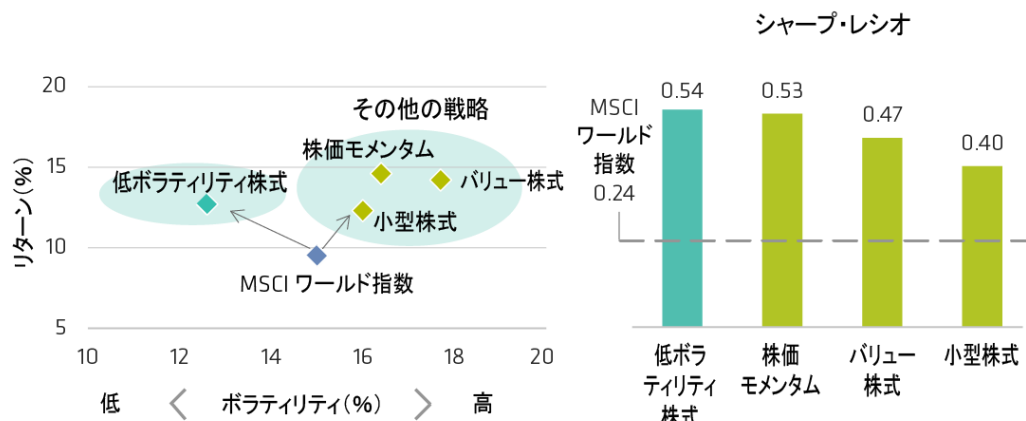
当資料は、アライアンス・バーンスタイン・エル・ピーのCONTEXTブログを日本語訳したものです。オリジナルの英語版はこちら。

<https://blog.abglobal.com/en/2015/05/Active-Equities-Dont-Have-to-be-Riskier.htm?>

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の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。

当資料は、2015年5月18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。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。文中の個別の銘柄・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・バーンスタインおよび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】安定した株式は高いリターンをもたらす



この結果は、MSCI ワールド指数を用い、1973年1月から2015年3月31日までの期間において、過去2年ベースのボラティリティの低さ、株価モメンタムの高さ、株価純資産倍率の低さ、時価総額の小ささに基づいて順位付けしたうち第1五分位（上位20%）を示しています。シャープ・レシオにはキャッシュが含まれます。MSCI ワールド指数は時価総額加重ベース、グロースベース、米ドルでのヘッジなし。

出所：MSCI、AB

式戦略は、リスク1単位当たりでは50%高いリターンが得られることになる。

リスクを抑えることの利点

それでは、リターンは同じだがリスクは低いということにはどんな利点があるのだろうか？ ポートフォリオ全体で考えると、リスクを低減するアプローチは、リターンを高めることを目的に多様なかたちで用いることができる。

- + 債券から高リターンの株式にシフトできる
- + より積極的で高いリターンを目指す株式戦略と組み合わせる

どちらを用いるにせよ、ポートフォリオでは全体のリスクを高めることなく高リターンを実現する可能性が強まる（図表2）。また、安定した株式で構成するポートフォリオは絶対的なリスクが低いいため、パッシブで時価総額加重方式に基づくアプローチに比べ、より効率的に超過リターンを獲得しやすいと考えている。

【図表2】低ボラティリティ株式のポートフォリオは用途が広い

	想定値		
	リターン	ボラティリティ	MSCI 最小ボラティリティ指数との相関度
パッシブ株式	8%	16%	0.9
低ボラティリティ株式	8	12	1.0
高リターン株式	10	20	0.9
債券	3	6	0.4

	パッシブ株式 100%	低ボラティリティ株式50% / 高リターン株式50%	債券50% / パッシブ株式50%	債券30% / 低ボラティリティ株式70%
リターン	8.0%	9.0%	5.5%	6.5%
ボラティリティ	16.0	16.0	9.3	9.3
リターン／リスク	0.50倍	0.56倍	0.59倍	0.70倍

+ より高いリターン
同じリスク

+ より高いリターン
同じリスク

上記の分析は例示のみを目的としており、すべて上記のリターンやボラティリティの想定値に基づいています。また、特定のポートフォリオや戦略について示したのではなく、将来の運用成果を示唆・保証するものではありません。当分析では低ボラティリティ株式と高リターン株式の間に分散効果はないと想定しましたが、実際にはその効果が観察されました。債券とパッシブ株式の相関係数は0.3と想定され、2001年以降のMSCI ワールド指数とパークレイズ・グローバル債券総合指数のリターンに沿った水準となっています。2001年以降のMSCI 最小ボラティリティ指数とパークレイズ・グローバル債券総合指数に基づけば、低ボラティリティ株式と債券の相関係数は0.4と想定されます。

出所：パークレイズ、MSCI、AB

カウンターシクリカルな行動もプラスに

この「安定アルファ」は様々なかたちで発掘できる。通常、それは独自の技術や堅固なネットワーク効果、高いブランド力、好ましい規制環境、安定的な成長といった持続性のある競争力を持つ企業の中に見出すことができる。それらは資産価値を守る力が強く、市場全体に比べ景気サイクルの影響を受けにくい傾向にある。

そうしたポートフォリオはバランスを維持する能力が優れているため、他のアクティブなアプローチがうまく機能しない時に最も高いパフォーマンスを上げる傾向が

ある。その結果、強力な分散効果がもたらされ、単独で、あるいはリスク管理プランの一環として、相関性の低いアルファ創出源として用いることができる。

最後に、これらの戦略は安定性をさらに高めることにより、投資家が望み、また必要とする長期的な株式リターンを獲得する可能性を高めると考えられる。現時点の投資サイクルや金利サイクルを考えると、心休まる安定したポートフォリオを構築すれば、市場が乱気流に突入したとしても投資家は平常心を保ちながら投資を続けることができるだろう。

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／一般社団法人第二種金融商品取引業協会
<http://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3.24%(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1.8800%)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。