



## 株式アロケーションにおける確信度を高める



**ダイアン・ロブ(写真)**

アライアンス・バーンスタイン・エル・ピー  
株式部門シニア・マネジング・ディレクター



2015年7月6日

**ネルソン・ユー**

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 兼  
株式クオンツ・リサーチ共同ヘッド

資本市場のどこを見渡しても、リターンを得ることは難しくなりつつある。しかし、絶望することはない。新たな視点で高い「確信」を持てる戦略に注目すれば、投資家は株式アロケーションを通じて分散投資を達成できる効果的でアクティブな道を探し出すことができる。

「確信」とは自信に満ちあふれていることを示す単なるキャッチフレーズではない。それは市場に関する明確な視点を持ちながら、知識、判断力、経験をアクティブな銘柄選択アプローチに取り入れることである。アライアンス・バーンスタイン(以下、「ABI」)の研究によれば、「確信」が実際どんなもので、どのように機能するかを理解すれば、こうした戦略は非常に効果的なものとなる可能性がある。

リターンの見通しは明るいとは言えない。ABIの予想に基づけば、株式から債券、そして実物資産に至るまで、ほとんどの主要資産クラスは今後10年間のリターンが通常以下に留まる見通しだ(次ページの図表1)。こうした環境においては、たとえ年間わずか1%でも市場を上回

るパフォーマンスをあげれば、それは大きな違いとなり得る。

しかし、多くの投資家はそれよりもはるかに低いリターンに満足している。彼らはリターンを引き上げようとはせず、代わりにパッシブな投資に注目し続けている。多くのアクティブ運用マネジャーが基本としてきた分散型ポートフォリオはほとんど顧みられなくなっている。

もちろん、こうした変化はアクティブ運用のコストや利点に対する強い懸念を反映したものである。市場の変革により、投資家は株式リターンを生み出す2つの要素である幅広い市場およびファクターへのエクスポージャーをかなり低いコストで購入できるようになった。

しかしながら、低リターンの世界では機会コストを強いられる可能性がある。市場環境が平穏な局面では、ベンチマークを上回るリターンを達成するためには確信度の高い戦略が株式アロケーションにおいて重要な役割を果たす。複数の確信度の高い戦略を選択および活用する方法を見出せば、投資家は株式ポートフォリオをう

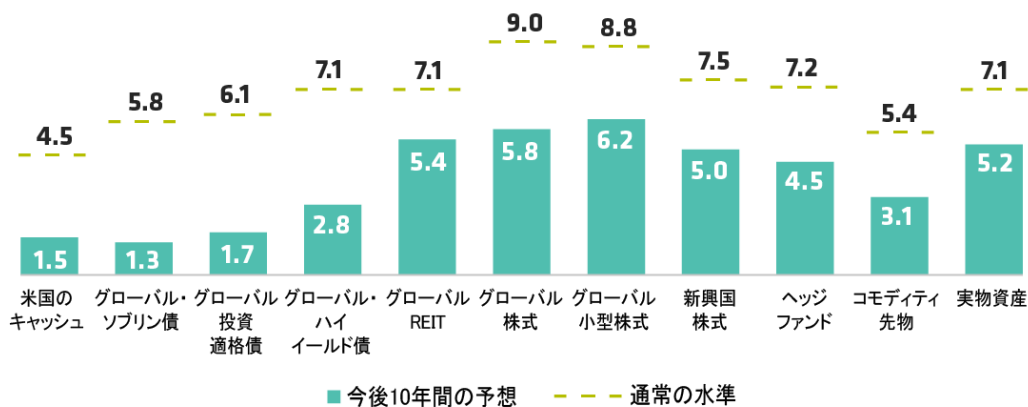
当資料は、アライアンス・バーンスタイン・エル・ピーのCONTEXTブログを日本語訳したものです。オリジナルの英語版はこちら。

<https://blog.abglobal.com/post/en/2015/06/Sharpening-conviction-in-equity-allocations>

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ABI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6月1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。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・バーンスタインおよび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、ABIの日本拠点です。

【図表1】すべての主要資産クラスでリターン見通しは平均を下回る  
10年間の予想収益率(年率、%)



予想は今後変更される可能性があります。

2015年3月31日現在。新興国株式を除き、リターンは米ドルヘッジベース。「通常の水準」とは、資本市場の動向について1万通りのシナリオを想定したAB独自のキャピタル・マーケット・エンジンによる予測で、資産価格が妥当な水準にある市場の状況を示します。データは過去のパフォーマンスを示すものではなく、実際のリターンあるいは将来のリターン範囲を保証するものではありません。当資料における株式市場とは、それぞれ対応するMSCI指数と類似した株式ユニバースを指し、例えば、グローバル株式はMSCIワールド指数と同じような大型株式ユニバースのことを意味します。また、債券市場とは、満期が常に7年の債券で、通常のソブリン債、投資適格級の社債、ハイイールド債が含まれます。ヘッジファンドとは、様々なファンド・オブ・ファンズを指します。コモディティ先物とは、ダウ・ジョーンズ・コモディティ指数を示します。実物資産のモデルは3分の1がREIT、3分の1がコモディティ先物、3分の1がコモディティ株式で構成されています。

出所：ファクトセット、MSCI、AB

まく機能させる適切な方法を見つけ出せるに違いない。しかも、持続的に確信を持てる戦略を見つけ出すことは、成功を収めるマネジャーに投資家を導くことにもなる。

### 確信とは実際に何を意味するか？

「高い確信」に関するABの定義はいくつかの階層に分かれている。第1に、ポートフォリオはベンチマークと実質的に異なるものでなくてはならない。第2に、明確な投資哲学が必要である。第3に、規律ある投資プロセスが不可欠である。第4に、高い確信とは、逆風に直面している場面でもリサーチに基づく投資を維持する能力を意味する。同時に、確信を持ったマネジャーは、市場環境が変化した場合に、いつ退却し、投資テーマを見直すべきであるかを認識してはならない。

これに基づけば、確信は多くの形態をとり得る。それは一般的に確信度の高い戦略に欠かせないものであると考えられているアクティブ・シェアの基準をはるかに上回る規模である。

ABは8種類の確信度の高い株式について、インカム、バリュー、クオリティ、成長、集中投資のアプローチの面からリサーチを実施した。リサーチでは、確信度の高いポートフォリオ・マネジャーの定義について、eVestment米国大型株式ユニバースにおける各カテゴリで少なくとも60%の期間にわたって上位20%に入るマネジャーと

定めた。また、少なくとも3年の実績を持っていることを条件とし、このグループから、対象期間に中央値を上回るリターンをあげたマネジャーを抽出した。つまり、常に特定の投資規律を守るとともに、それを遂行する能力を有するポートフォリオ・マネジャーに注目した。

### 確信度の高い株式全般で好調なリターン

その結果は目を見張るものだった。確信度の高い株式の優れたマネジャーは、2004年から2014年の間にS&P 500指数を大幅にアウトパフォームした(手数料控除前、次ページの図表2)。カテゴリ別のアウトパフォーマンス度合いはバリューが1.6%、インカムが1.9%となり、モメンタム株式は3.0%、さらにアクティブ・シェアが高い株式は3.2%に達した。手数料控除後でも、高水準のインフォメーション・レシオに裏付けられた魅力的なリスク調整後リターンにより、ベンチマークを大きく上回るリターンをあげた。

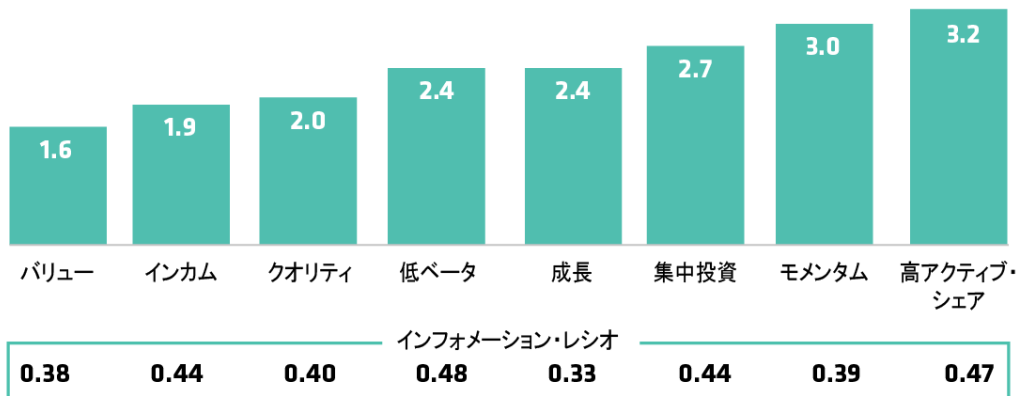
これらのグループのうち5つは、パッシブのMSCIファクター指数にも取り入れられている。ここでも確信度の高い優れた戦略は堅実なリターンをあげ、パッシブなファクター指数を大幅にアウトパフォームした(次ページの図表3)。

### 他の投資家との差別化

これらの事実気づくことは、下落局面における資産保

【図表2】 確信度の高い優れた戦略は市場をアウトパフォーマンス

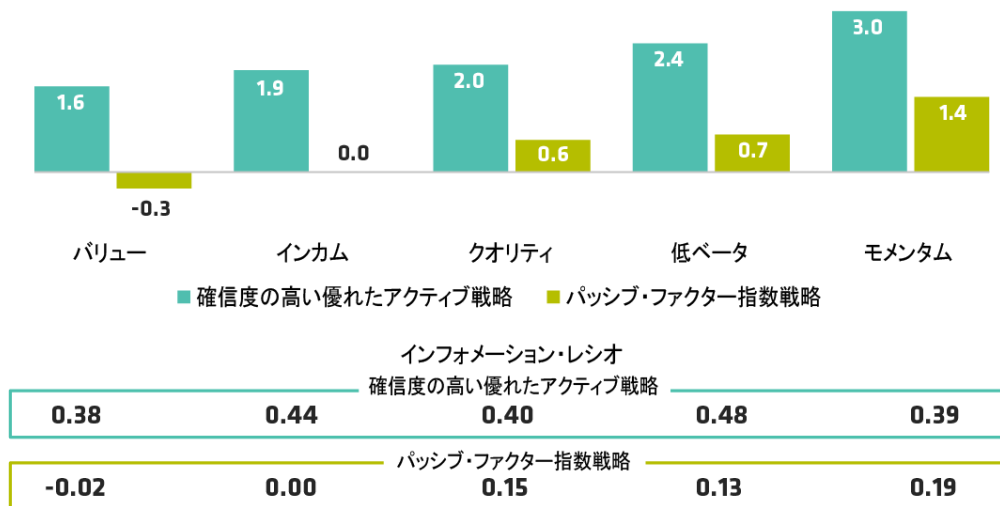
確信度の高い優れた戦略の相対パフォーマンス  
(年率、対S&P 500指数、2004年1月-2014年12月、%)



過去の一定期間の実績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。  
2014年12月31日現在。インフォメーション・レシオはベンチマークに対する超過収益をトラッキング・エラーで割った値(超過収益の標準偏差)。  
確信度の高い優れた戦略は、スタイル・リサーチのデータに基づき、eVestment米国大型株式ユニバースの中で常に高確信度の特性を示している上位20%のマネジャーと定義しています。確信度の高い優れた戦略の代表的パフォーマンスは、高確信度の各カテゴリーのユニバースの中で、対象期間にわたってパフォーマンスがマネジャー中央値を上回ったすべてのマネジャーの平均値としています。月次リターンのはずれ値として上位下位5%を除外しています。マネジャーは複数のカテゴリーに分類される場合があります。データはABが運用するいかなる戦略のパフォーマンス実績を示すものではありません。  
出所: eVestment、S&P、スタイル・リサーチ、AB

【図表3】 確信度の高い優れた戦略はパッシブ・ファクター指数をアウトパフォーマンス

確信度の高い優れた戦略\*とパッシブ・ファクター指数†の相対パフォーマンス  
(年率、対S&P 500指数、2004年1月-2014年12月、%)



過去の一定期間の実績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。  
2014年12月31日現在。インフォメーション・レシオはベンチマークに対する超過収益をトラッキング・エラーで割った値(超過収益の標準偏差)。  
\*確信度の高い優れた戦略は、スタイル・リサーチのデータに基づき、eVestment米国大型株式ユニバースの中で常に高確信度の特性を示している上位20%のマネジャーと定義しています。確信度の高い優れた戦略の代表的パフォーマンスは、高確信度の各カテゴリーのユニバースの中で、対象期間にわたってパフォーマンスがマネジャー中央値を上回ったすべてのマネジャーの平均値としています。月次リターンのはずれ値として上位下位5%を除外しています。マネジャーは複数のカテゴリーに分類される場合があります。データはABが運用するいかなる戦略のパフォーマンス実績を示すものではありません。†パッシブ・ファクター指数のパフォーマンスはMSCI 指数のリターンに基づいています。バリュー: MSCI 米国バリュー指数、インカム: MSCI 米国高配当利回り指数、クオリティ: MSCI 米国クオリティ指数、低ベータ: MSCI 米国最小ボラティリティ指数、モメンタム: MSCI 米国モメンタム指数  
出所: eVestment、S&P、スタイル・リサーチ、AB

全、インカム収入源の発掘、持続的なアルファおよび上昇相場における追随など様々な投資目的を達成するために、確信度の高い戦略を組み合わせることに関する

大きな議論の出発点となる。今後のブログでは、確信度の高い戦略が上昇相場や下落相場でどのようなパフォーマンスを示し、具体的な投資ニーズに合わせて

ボラティリティを管理するためにどのような組み合わせを用いることができるかについて説明したい。

リターンが低下し、ボラティリティが高まる市場環境においては、特効薬などないかもしれない。だが同様に、

パッシブとアクティブに関する議論は白黒をつけられるものではない。投資家は株式市場でどのように確信度を高められるかに関し、深くて幅広い理解を得ることで、パッシブ戦略とアクティブ戦略を組み合わせる投資目標を達成できると考える。

## 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／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。