



## スマート・ベータはどのくらいスマートであるべきか？



ヴァディム・ズロニコフ

アライアンス・バーンスタイン・エル・ピー

チーフ・マーケット・ストラテジスト 兼

マルチアセット・ソリューション部門共同責任者 兼

システムチック／インデックス戦略最高投資責任者



2015年9月9日

スマート・ベータと呼ばれる投資手法の人気の上昇してきており、数多くの戦略が投資家に提供されている。重要なのは、スマート・ベータは意図しないリスクをどのくらい積極的に回避すべきか、ということだ。

根本的に、スマート・ベータ戦略では、時価総額加重平均型指数とは異なる方法でポートフォリオを構築する。同戦略では、複数銘柄のポートフォリオによりバリュエ、株価モメンタム、ディフェンシブなど特定のリスク・プレミアムへのエクスポージャーを構築する。バリュエを例にとると、力強いリターンを創出するであろう割安な銘柄を保有することを意味する。

スマート・ベータ戦略の歴史は長いですが、特に注目を浴びるようになったのは2008年以降である。その理由は、運用手法の透明性と低コストに対する需要が増えてきており、また市場全体との相関度が低いポートフォリオが好まれているからだ。さらに、スマート・ベータ戦略は、株式だけでなく債券の運用にも取り入れられている。

スマート・ベータには数多くの運用アプローチが存在する。第三者が提供するインデックスを使い、ルールに基づいた単純なインデックス運用を行うものから(ほとんどのパッシブ・スマート・ベータがこれに該当する)、ポートフォリオの中核部分を補完する複数のリスク・プレミアムを組み合わせた、完全カスタマイズ型のアクティブ運用を行うものまで幅広い。

### 意図しないリスクに注意

投資家にとっては、コスト、流動性、透明性、意図しないリスク、有効性のすべてをバランスよく考慮したアプローチを選ぶことが理想である。しかし、それは簡単なことではない。スマート・ベータ戦略を選ぶ際は、同戦略がポートフォリオの既存のリスクを増大させる可能性があることを認識しておくべきである。

そのリスクを認識していないとどのような影響が及ぶのか？ ここで、MSCIワールド指数の構成銘柄を使用し、

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/2015/08/how-smart-should-smart-beta-be>

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8月11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。

バリューと株価モメンタムのプレミアムを基準にした3つの株式スマート・ベータ戦略を比較してみよう。1つ目はシンプルな戦略で、バリューと株価モメンタムの観点から最も魅力的な株式を選ぶ。2つ目はMSCI スタイル・インデックスを用い、独自のアプローチでバリューと株価モメンタムに重点を置いたポートフォリオを構築する。そして3つ目は純粋なファクター・スマート・ベータ・ポートフォリオで、リスク・モデルを使ってセクター、スタイル、市場ベータ、その他の特性に対するリスクを最小限に抑える戦略である。

これら3つのスマート・ベータ戦略の相関度は、2008年以降、比較的高い水準にあったが、セクター配分の違いが主な理由となってパフォーマンスは異なるものとなった。バリューの観点で見ると、1つ目のシンプルな戦略と2つ目のスタイル・インデックスを使用した戦略は、金融セクターをオーバーウェイト、情報技術セクターをアンダーウェイトとしていたが、現在このセクター配分は、3つ目の純粋なスマート・ベータ・ポートフォ

リオと比較して、パフォーマンスが下回る原因の3分の2以上を占めている。

仮に情報技術セクターが下落し、金融セクターが回復したら、おそらく3つ目の戦略は2つ目の戦略よりパフォーマンスが劣るだろう。つまり、純粋なスマート・ベータ・ポートフォリオは、意図しないリスクを低減するために、バリューで選択した株式への集中度をいくらか犠牲にしている。株価モメンタムを重視したインデックスに基づく戦略は、バリューの影響を受けず、セクター配分あるいは国別配分の影響を大きく受ける可能性がある。スマート・ベータ戦略が持つバイアスは時とともに変化するため、共通のリスク特性が増大しないように注意深い管理が必要である。

### スマート・ベータをもっとスマートに

共通のリスク特性の増大を避け、最大下落幅を抑える方法として、マクロ経済の変化にしたがって異なるファクターのパフォーマンスがどのように変化するかをきちんと認識することが挙げられる(図表1)。

【図表1】マクロ環境によってファクターのパフォーマンスは変化する  
ファクター戦略のパフォーマンスとマクロ環境の相関

利回りの変化	上昇	+ ハイイールド・スプレッド + 為替キャリー + コモディティ・キャリー + 新興国通貨の為替キャリー	+ 株式配当利回り + 企業規模 + 株式リスク	+ 企業の資本稼働率
	低下	+ 株式 + REIT + 債券キャリー + ディープ・バリュー株式		+ 債券の割安度 + コモディティの割安度 + 株価モメンタム + 企業の利益率
		低下	上昇	
ボラティリティの変化				

2015年6月30日現在

ボラティリティと利回りの変化に対するパフォーマンスのt検定に基づいています。t検定の絶対値が0.35を超える戦略のみ示しています。

出所:ブルームバーグ、AB

利回りが低下し、ボラティリティが上昇する環境を考えてみよう。この状況は経済が混乱して安全資産への逃避が起こるシナリオと一致する。この環境で良好なパフォーマンスをあげることが予想されるのは、デュレーションと連動する戦略(割安度の高い債券など)、ディフェンス型(利益率の高い株式など)、市場のけん引役の変化に素早く適応するもの(株価モメンタム・ファクター)である。

リスク・プレミアムの有効性はマクロ経済環境に応じて変化するため、スマート・ベータ戦略のパフォーマンスを強化するには、戦術的な資産配分が必要となる。長期的には各リスク・プレミアムのリスク調整後リターンはある程度似ているものの、パフォーマンスの動きは異なるため、リスクを各ファクターに均等に配分したポートフォリオを構築することが可能である。その上で、バリュエーションやビジネス・サイクルが変化するのにしたがって、より魅力的なファクターにリスクを積極的に配分できる。

## まとめ: 投資機会を見極める

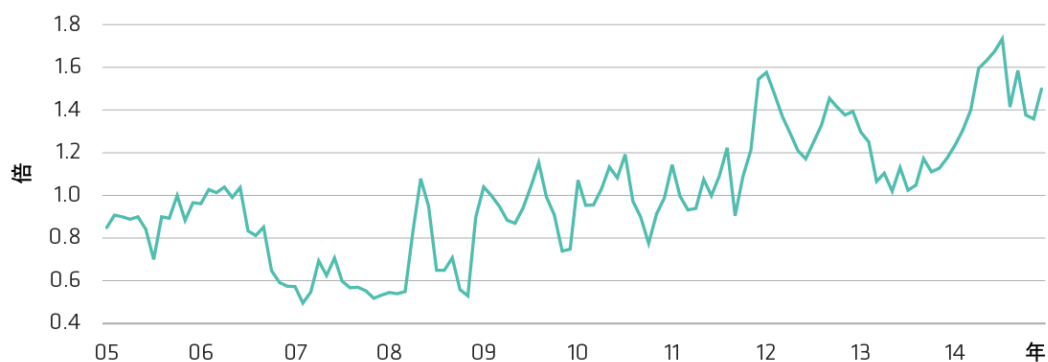
どのファクターが魅力的かを特定する最善の方法は、総合的な分析を行うことだとABでは考える。その分析では、パフォーマンス上昇の可能性に関する計量的な評価、マクロ経済環境の評価、そして最後に判断を行う必要がある。この分析に基づくと、欧州のディストレスト証券においてディープ・バリューの株式に対するバリュエーションの спреッドが拡大しており、魅力的な投資機会を提供していることが分かる(図表2)。

むしろ、バリュエーションの спреッドは2009年以降拡大し続けているため、投資家は特定の投資テーマを受

け入れる必要がある。つまり、量的金融緩和や信用創造の促進によって、より魅力的な投資機会という観点から、投資家の目がバリュー株式に向かうという見方である。

すべてのスマート・ベータ戦略において、低コストでより高い透明性が得られるとともに、ポートフォリオを補完するリターン源泉を手に入れることができる。ただし、いくつかのアプローチにはメリット、デメリットが存在し、また意図しないリスクを回避することが重要であることも認識すべきである。言い換えると、投資家は、スマート・ベータにどの程度スマートでいてほしいか決める必要がある。

【図表2】 欧州ディープ・バリューに投資機会  
欧州のディープ・バリューの спреッド



過去の一定期間の実績は将来の成果等を示唆・保証するものではありません。

2015年6月30日まで。MSCI 欧州(除く英国)指数の構成銘柄のうち、最も割高な上位20%と最も割安な上位20%の銘柄の株価純資産倍率の差  
出所:ブルームバーグ、AB

## 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。