





市場の歪みにさらされるパッシブ・ポートフォリオ



 **シャロン・フェイ**
アライアンス・バーンスタイン・エル・ピー
株式部門責任者 兼 最高投資責任者

 2015年10月28日

世界の株式市場は長年にわたり着々と上昇を続け、価格の歪みが常態化している。現在ではパッシブ型ポートフォリオを保有する投資家がさらされる可能性のある、大きな市場の不均衡がいくつか存在するとアライアンス・バーンスタイン(以下、「AB」)では考える。

市場に歪みをもたらす要因は数多くある。ベンチマークの構成比率は人気のあるセクターや地域に過度に集中しているかもしれない。新商品などへの夢がバブルを膨らませる。バリュエーションには企業の真の経済的価値でなく、つかの間の熱気が反映されている可能性がある。しかし、いいニュースもある。それは、投資家は世界の株式市場における不均衡を把握することにより、それを避ける措置を取ることができるということだ。

なくならない安全プレミアム

現在、安全には大きなプレミアムがついている。世界金融危機から7年近く経ったにもかかわらず、度重なる市場の混乱は、依然として投資家にディフェンシブな反応をとらせている。その結果、一般的に安全性が高いと考えられている世界の低ベータ銘柄とリスクの高い高ベータ銘柄の株価純資産倍率に、41%の格差が生じ

ている(次ページの図表1、左図)。市場全体に対するそのバリュエーションの格差は、1972年以降の期間全体の90%の期間よりも大きい。

そうした傾向は欧州で顕著に見られる。ギリシャ危機で欧州が他の地域よりも本質的にリスクが高いとの懸念が高まったことから、高ベータ銘柄と低ベータ銘柄のバリュエーション格差は137%に拡大した(次ページの図表1、右図)。これは1986年以来の最高水準である。このことは、欧州市場では安全性が高いと見なされる銘柄に対し、投資家が著しく高いプレミアム(最もベータ値の高い銘柄の3倍)を支払っていることを意味する。だが、安全性を重視するトレンドが反転すれば、安全とされる銘柄もリスクが極めて高くなる可能性がある。

アジアも質のバブルに直面しており、最近の中国市場の乱高下がそれに拍車をかけている。アジア(日本を除く)で最も収益性の高い企業上位20%は、下位20%の企業に比べ3.3倍の水準で株価が推移している。そのプレミアムは世界金融危機当時を上回り、過去最高水準に達している。地域別に見ると、過去数年間は一般的に安全性が高いと考えられている東南アジアの銘柄が、リスクが高いと見なされている北アジアの銘柄よりも

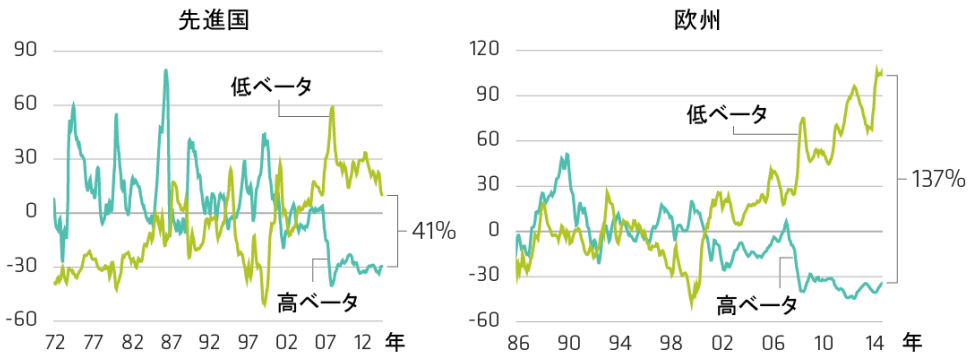
当資料は、アライアンス・バーンスタイン・エル・ピーのCONTEXTブログを日本語訳したものです。オリジナルの英語版はこちら。

<https://blog.abglobal.com/post/en/2015/09/dont-submit-to-market-distortions>

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9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。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。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。

【図表1】安全資産への逃避は価格の大きな歪みを生み出す
高ベータ株と低ベータ株の株価純資産倍率に基づく相対バリュエーション(%)



過去の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。過去の情報は例示のみを目的としています。
2015年8月31日まで。ABグローバル先進国ユニバースまたはAB欧州ユニバース内における株式の月次ベータに基づいてユニバース平均に対して上位20%と下位20%の相対株価純資産倍率を示しています。
出所:ブルームバーグ、証券価格リサーチ・センター、ファクトセット、MSCI、AB

はるかに好調なパフォーマンスを示してきた。アジア地域の投資家は、利益の質に対して過剰なプレミアムを支払っているようだ。

新興国株式市場のベンチマークの姿

もっと広い視点で見れば、新興国市場が特に大きな問題を抱えている。例えば、新興国の株式市場では国有企業の比率がかなり高い。中国では、政府の持ち株比率が20%を上回る企業が上海総合株価指数構成銘柄の61%を占めている。ロシアでも、そうした企業の比率はベンチマークの48%に達している。

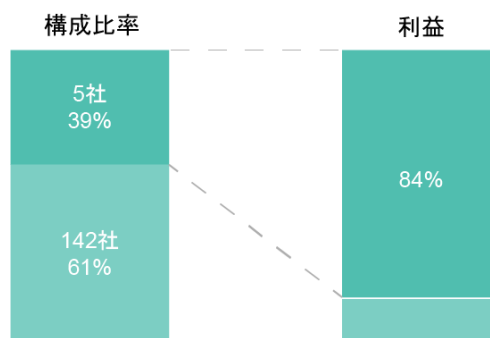
問題は、国有企業は経営に問題を抱えているケースが多いことだ。雇用創出や経済成長の支援を重視する政府の姿勢は、必ずしも株主の利益と一致するとは限らない。そのことはブラジルの国営石油会社であるペトロブラスの汚職疑惑を見れば分かる。だが、新興国の株価指数に基づいて投資すれば、多くの国有企業に投資するのと同じことになる。

コモディティも難しい問題をはらんでいる。多くの新興国(ブラジル、ロシア、南アフリカを含む)はコモディティを大量に輸出している。実際、コモディティ産出国11カ国がMSCI エマージング・マーケット指数に占める比重は約3分の1に達している。そのため、この指数に投資すれば、長期的なコモディティ市場の低迷から直接的な影響を受けている国々に多額の資金を投じてことになる。

バイオテクノロジー業界はバブル?

米国に目を向けると、バイオテクノロジー業界はバブルのように見える。投資家が147銘柄で構成される上場投資信託を通じてバイオテクノロジー業界で起こっている刺激的な動きに投資したいと考えたとすれば、どうなるのだろうか? まず、投資家は構成する企業の57%が利益を出していない指数を購入することになる。次に、その指数においては上位5社が占める構成比率は39%に過ぎないのに対し、利益はその5社が全体の84%を占めている(図表2)。

【図表2】バランスの悪いバイオテクノロジー指数
ナスダック・バイオテクノロジー指数



2015年8月7日現在。出所:ブルームバーグ、ナスダック、AB

バイオテクノロジー指数を構成する企業は二つのタイプに分けられる。一つは確立されたビジネスを展開して利益を上げている企業のグループで、もう一つは小規模な企業から成る投機的なグループだ。どちらも好ましい投資対象かもしれないが、吟味せずにそれらすべてを保有するのはリスクが大きい。ABはバイオテクノロジー革命がもたらす途方もなく大きな潜在的成長力から利益を得るため、活気あるこのセクターのバリュエーションを注視しながら、有望な分野で明確な優位性を持っている一部の企業に焦点を合わせる方針を取っている。

金融株式への過剰な集中

現在、指数やスマート・ベータ・アプローチを利用して過小評価されている銘柄を見つけ出そうとすると、困難な問題に直面する。現在、バリュー株は金融およびエネルギー・セクターに集中している。例えば、ラッセル1000バリュー指数では、7月31日時点でベンチマークの30%を金融セクター、12%をエネルギー・セクターが占めている。米国株式全体から最も割安な銘柄を抽出すると、その62%が金融株、15%がエネルギー株となる。

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。

これは、パッシブ型あるいはスマート・ベータのアプローチを通じてバリュー銘柄に投資している投資家は、多様なリターン源泉を持つポートフォリオを保有する代わりに、金融やエネルギー・セクターに対して過度のエクスポージャーを取っている可能性があることを意味する。もちろん、それらのセクターにはそれぞれの投資機会がある。しかし、著しい困難に直面しているセクターに無差別的なエクスポージャーを持つことは、リスクを抱えることにつながる。

パッシブ投資は資産保全につながらない

上記の例はパッシブ型ポートフォリオが資産を保全する役割を果たさない場合があることを示している。異なるタイプの指数戦略に投資する投資家は、絶対ベースで多額のコストをもたらしかねない価格の歪みに意図せぬうちにさらされていることに気付く可能性がある。

パッシブ型ポートフォリオは重要である。しかし、株式市場に仕掛けられている罠を避けるためには、不均衡を把握するとともに、最も高いリターンが得られる銘柄を厳選している信頼性の高い株式戦略と組み合わせるべきだと考える。