



高い確信度が株式投資の成功の鍵



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12月4日

ダイアン・ロブ

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

ネルソン・ユウ

アライアンス・バーンスタイン・エル・ピー
ポートフォリオ・マネジャー 兼 株式クオンツ・リサーチ責任者

複雑な株式市場でアクティブ運用マネジャーはどのようにリターンを創出しているのか？ その方法を厳密に知ることは簡単ではない。アライアンス・バーンスタイン（以下、「AB」）では、確信度の高い戦略を用いることで、リターンの源泉の透明性が高まり、より安定した株式リターンがもたらされると考える。

現在のパッシブ運用の魅力の一部は、市場の革新によって生み出されていると言える。伝統的なアクティブ運用のポートフォリオでは、リターンの源泉は曖昧であった（次ページの図表1）。投資家は、運用マネジャーのリターンが、市場、ファクター、あるいは運用マネジャーのスキルのどれに起因するものか必ずしも特定できなかった。

現在の投資家は、インデックス運用やスマート・ベータ戦略を用いることで、幅広い市場とファクターという、株式リターンを構成する2つの要素に少ない資金で投資

を行える。しかし、こういった確信度の低い投資を選ぶと、機会コストが発生する可能性がある。今後数年は、過去30年と比較して資産クラス全般でリターンが大幅に下回る見通しだ。その中で、簡易さが売りのパッシブ運用を選択することで銘柄選択によるリターンの源泉を諦めてしまうと、投資家が目指す目標に速く達しない可能性が高まるだろう。

リターンの源泉の理解

現在、確信度の高い戦略のアプローチは異なる。次ページの図表1の右上にあるように、投資家は確信度の高い株式を取り入れることによって株式市場を十分に活用できることに加えて、リターンのうち実際の程度が運用マネジャーのリサーチ力あるいはその他の確信度の高さを示す要素によるものなのかが分かりやすくなる。

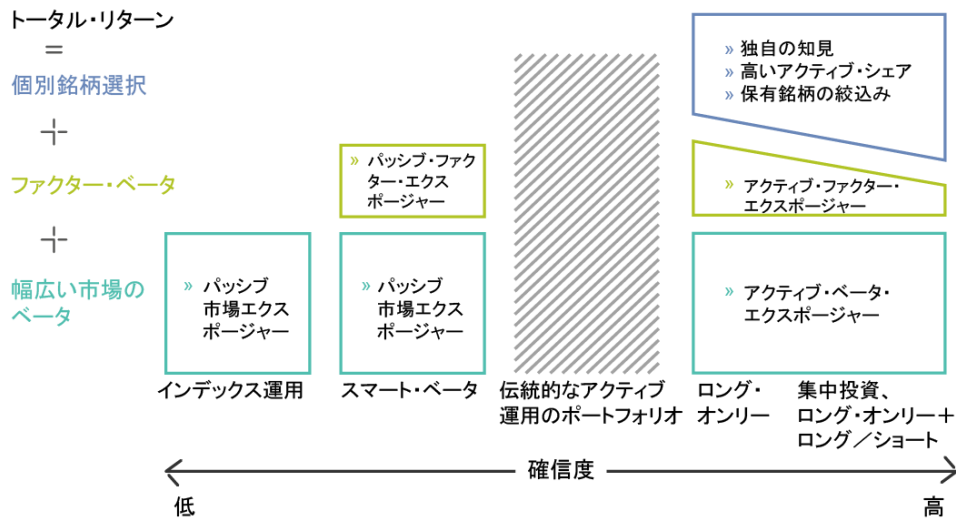
当資料は、アライアンス・バーンスタイン・エル・ピーのCONTEXTブログを日本語訳したものです。オリジナルの英語版はこちら。

<https://blog.abglobal.com/post/en/2015/10/conviction-adds-clarity-in-complex-markets>

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10月26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せん。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】 確信度の高い株式
市場のフル活用および透明性の高いリターン源泉



そして、投資家はこの枠組みを使うことで、運用マネジャーに対し、彼らのスキルや確信を裏付けるものは何かについての的確に問いかけることができるようになる。また、ポートフォリオが異なる環境でどのようなパフォーマンスをあげるか予想しやすくなるだろう(別の記事で説明の予定です)。

確信とは何か？

確信があるということは、単にアクティブ・シェアが高い、あるいは保有銘柄数が少ないということではない。アクティブ・シェアが高いポートフォリオや銘柄を絞り込んだ戦略は確信度が高い投資を表すものではあるが、運用マネジャーのスキルを証明するものではない。ベンチマークとは異なる銘柄を保有したり、保有銘柄数を少なくしたりすることで、パフォーマンスにマイナスの影響が及び、絶対および相対の観点でリターンが下がる可能性がある。

ABが考える確信度の高い巧みな投資とはもっと幅広い意味を持つ。第1に、優れたリサーチ能力に支えられた明確な投資哲学が必要である。これにより、ポートフォリオ・マネジャーが独断的なポジション構築を行わないことになる。第2に、規律ある投資プロセスが不可欠である。そして第3に、確信度の高い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。

これに基づけば、確信は多くの形態を取り得る。成長に基づく明確な投資哲学を持った新興国株式投資も当てはまるかもしれない。よりディフェンシブなポート

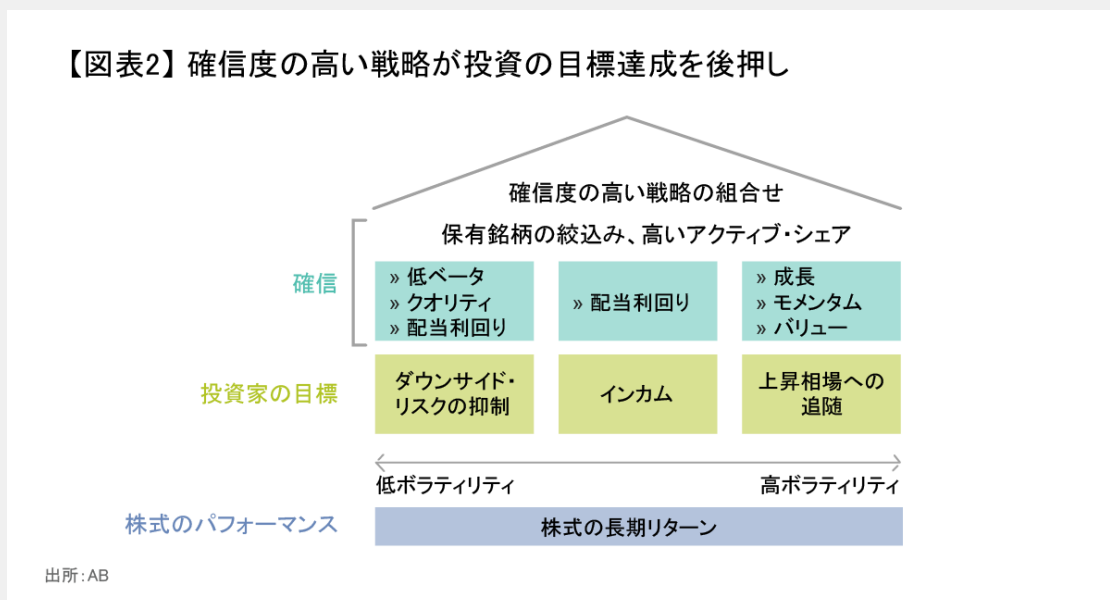
フォリオでは、配当利回りの高い株式やボラティリティが低い株式を重視した戦略も、もしそれらが明確で一貫した投資哲学に基づくものであれば確信度の高い戦略と言えるだろう。こういったアプローチはすべて確信を反映したものであり、アクティブ・シェアの高い分散されたポートフォリオや保有銘柄数の少ない集中ポートフォリオに取り込むことができる。

ABのリサーチでは、異なる種類の確信度の高い米国株式戦略が、米国の代表的な株価指数であるS&P 500指数やパッシブ運用ベンチマークを上回る実績をあげており、長期にわたって力強いリスク調整後リターンを実現していることが分かった(以前の[記事『株式アロケーションにおける確信度を高める』](#)ご参照)。また確信度の高い株式は、ダウンサイド・リスクを抑えてインカムを創出する、あるいは市場の上昇に追随することでより高いリターンを目指すなど、様々な目標達成の手段として用いることができると考える(次ページの図表2)。

現在の株式投資家は膨大な選択肢と大きなジレンマに直面している。パッシブ運用への株式配分を増やすべきか？ 当面はすべての資産クラスのリターンが相対的に低くなる状況で、どのように備え、長期的な投資目的を達成させるのか？

株式アロケーションをより活用するには、どのようなポートフォリオを構築するかが重要である。確信度の高い戦略を組み合わせる用いれば、アクティブ運用を効果的そして適切に利用することとなり、投資家の個々の目標の達成に役立つだろう。

【図表2】 確信度の高い戦略が投資の目標達成を後押し



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。