



## リスクを減らす方法はパッシブだけとは限らない



**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



2016年1月25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

パッシブ運用が人気を集めている。しかし、それはリスクがゼロということではない。株式に投資する際には、アクティブ運用とパッシブ運用を組み合わせることにより、投資家は単一の運用マネジャーに投資を委ねるよりも効果的にリスクを縮小できるほか、ベンチマークよりも高いリターンを得ることが可能になるとアライアンス・バーンスタイン(以下、「AB」)では考える。

パッシブ運用にはリスクが伴わないという考えは間違っている。パッシブなポートフォリオは相対的なリスクに関する懸念には対処できるかもしれないが、市場が下落する局面で絶対的なリスクを減らすことにはつながらない。また、投資家はパッシブなポートフォリオに投資しても市場のバブルや歪みにさらされる可能性がある。しかも、純粋にパッシブなアプローチを選択すれば、追加的なリターンを獲得することが最も重要な時、つまり市場のパフォーマンスが低迷しそうな時期に、その可能性を諦めることになる。

### 確信度の高い戦略の組合せ

足元ではパッシブなポートフォリオに大量の資金が流入している。それは、アクティブ運用のマネジャーのパフォーマンスが必ずしも勝るわけではないという認識の高まりを反映した動きである。熟練したアクティブ運用マネジャーでも、パッシブ運用のパフォーマンスを毎年上回ることはできないのは事実だが、彼らの多くは長期にわたってアウトパフォームする能力を示してきた。

ABはリサーチを通じ、様々な形で確信度の高さを実証してきた米国大型株式の運用マネジャーを特定した(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)。その上で、そうした確信度の高い株式に投資する運用マネジャーを組み合わせた場合の株式アロケーションのパフォーマンスを調べた。その結果、リスクを軽減する方法は数多く存在することが判明した。

次ページの図表1の3つの例は、同水準の相対リスクを目標とした異なるアプローチを示している。最初の2つ

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/2016/01/passive-or-active-equities-why-choose-just-one>

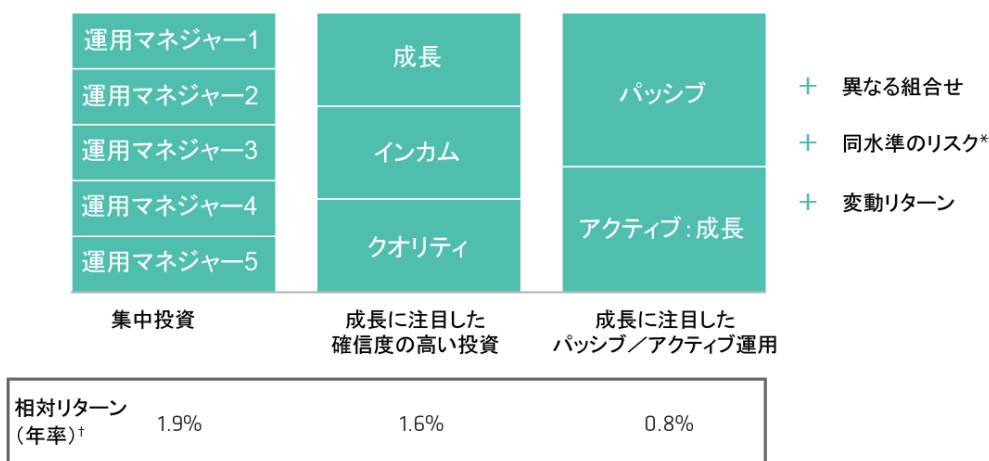
本文中の見解はリサーチ、投資助言、売買推奨ではなく、必ずしもABポートフォリオ運用チームの見解とは限りません。本文中で言及した資産クラスの過去のパフォーマンスは将来の運用成果等を示唆・保証するものではありません。

当資料は、2016年1月7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。

は、株式集中投資を行う5つの運用マネジャーを組み合わせるか、あるいは異なる特徴を持つ3つの確信度の高い戦略を運用するマネジャーを組み合わせることによ

り、リスクを同じ水準に(トラッキング・エラーを6%前後から3%に)引き下げられることが分かった。

【図表1】リスクを縮小する方法は様々



過去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

成長に注目した確信度の高い投資は、成長、配当利回り、クオリティに基づく確信度の高いそれぞれのポートフォリオを同じウェイトで組み合わせたもの(月次でリバランス)。スタイル・リサーチのデータを用いて、確信度の高い戦略はeVestment米国大型株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%の運用マネジャーと定義しています。上記は、それぞれの確信度の高い戦略のユニバースの中で、2004-2014年におけるパーセンタイル順位が30位の運用マネジャーのパフォーマンス。上記の数値はABが運用するいかなるポートフォリオのパフォーマンスを示すものでもありません。

\*トラッキング・エラーはすべてのシナリオで6%前後から3%に低下。トラッキング・エラーはベンチマークに対する月次リターンの標準偏差(年率)。

†対S&P 500指数、2004年1月-2014年12月

出所:eVestment, S&P, スタイル・リサーチ, AB

3つ目(図表1の右側)は、パッシブとアクティブなポートフォリオの組合せも効果的に機能し得ることを示している。パッシブなポートフォリオと異なる特徴を持つ確信度の高いポートフォリオを組み合わせることにより、投資家は純粋なアクティブ運用を行う単一の運用マネジャーを選ぶよりもトラッキング・エラーを大幅に引き下げることができるに加え、ベンチマークに比べ高いリターン(手数料控除前)を得られることが明らかになった。

異なる種類の投資戦略を通じてリスクを効果的に抑制するためには、パッシブとアクティブのポートフォリオに異なる比率で配分することが必要となる。例えば、成長に注目したパッシブ55%、アクティブ45%のポートフォリオを構築すると、ベンチマークを上回るリターンを維持しながら、トラッキング・エラーが100%アクティブな成長戦略の場合の6.6%から3%へと、半分以下に下がる。配当利回りに注目したアプローチで同水準の結果を得るには、22%をパッシブに配分する必要がある。一方、成長に注目したアクティブ運用のみの組合せは、リスク特性は同じでも高いリターンを得ることができた。

### 手数料を考慮することが重要

当然ながら、個別のニーズに応じて適切なアプローチを選択する前に、考慮すべき問題が数多くある。例えば、手数料を考慮することはアクティブ戦略にどの程度配分できるかを決定付ける要因となる可能性がある。しかし、熟練した確信度の高いアクティブ運用マネジャーに支払う手数料による追加的なコストと、低コストのパッシブ・ポートフォリオを通じて達成できるリスク削減はトレードオフの関係にある。次ページの図表2が示すように、アクティブ運用のみの組合せの相対リターン(年率)は+1.6%と、成長に注目したアクティブとパッシブの組合せの約2倍となった。別の言い方をすると、アクティブ運用のみの組合せは81ベース・ポイント高いリターンを得たわけだが、そのリターンについては、アクティブを55%増やした場合の追加的な手数料と比較すべきである。

それ以外に考慮すべき要因としては、市場に対する様々なアプローチについて投資家がどのような哲学を持っているかが挙げられる。運用マネジャー選択に関するリスクは不確実性を高める要因となる。手数料を差し引

いた後でも常にベンチマークを上回るリターンを獲得できるアクティブ運用マネジャーを特定できれば、アクティブ戦略のみを用い、パッシブ戦略を放棄することが望ましい。しかし、パッシブとアクティブの組合せがどのように機能するかを理解していれば、投資家は運用マネジャーを選択する上で、各戦略を適切に組み合わせることによって考慮すべき多くの要因に対処することができる。

株式アロケーションをうまく機能させるためには、選択するポートフォリオが重要な意味を持つ。それを大きく左右するのは、投資家がどれほど多くのアクティブ・リスクを許容できるかという点である。異なる確信度の高い戦略を組み合わせる、あるいはアクティブ運用とパッシブ運用を組み合わせることで、投資家はアクティブ運用に振り向ける資金を個別の目標を達成するために適切に活用することができる。

**【図表2】リスクは様々な方法で縮小可能**  
**トラッキング・エラー3%を達成するための確信度の高い戦略と**  
**パッシブ・ポートフォリオの組合せ**

	パッシブ(%)	アクティブ(%)	相対リターン(%) <sup>†</sup>
成長	55	45	0.8
配当利回り	22	78	1.3
クオリティ	43	57	0.8
成長に注目したアクティブ運用のみの組合せ	0	100*	1.6

過去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

スタイル・リサーチのデータを用いて、確信度の高い戦略はeVestment米国大型株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%の運用マネジャーと定義しています。上記は、それぞれの確信度の高い戦略のユニバースの中で、2004-2014年におけるパーセンタイル順位が30位の運用マネジャーのパフォーマンス。パッシブ指数としてS&P 500指数を用いており、明記されている目標に沿って毎月リバランスが行われます。取引コストは考慮されていません。

\*成長に注目したアクティブ運用のみの組合せは、成長、クオリティ、配当利回りに3分の1ずつ配分しています。

†対S&P 500指数、2004年1月-2014年12月

出所：eVestment、S&P、スタイル・リサーチ、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、全て投資者の皆様へ帰属します。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、組み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。