

Market Matters

クオリティ株と低ボラティリティ株が広げる株式投資機会



アラ・ハームズワース

アライアンス・バーンスタイン・リミテッド (英国)
投資ストラテジス

過去2年にわたり、世界の株式市場は上昇を続けてきました。こうした状況は続くのでしょうか？また、株式の中で最も魅力的な機会は何でしょうか？

分散された株式ポジショニングが求められる局面

アライアンス・バーンスタイン (以下、「AB」) では、株式は引き続き魅力的な資産クラスであるとみていますが、様々なリスクが点在するため、バランスを考慮した適度なポジショニングが必要であると考えます。

株式投資において、投資先企業の収益性や成長性に着目しつつも、様々な状況を想定しつつ、分散することが重要です。それを実現する比較的短期的な戦術の一つとして、低ボラティリティやクオリティ株式などに着目することが重要です。

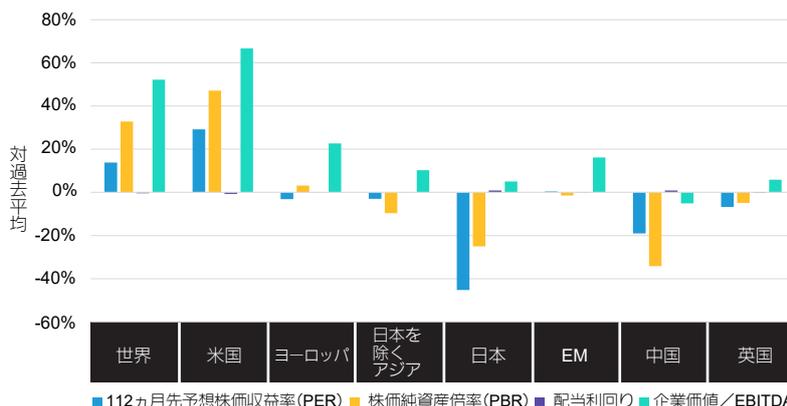
マクロ的な観点からは、米国及び世界的な経済成長の鈍化が予想されます。インフレは以前よりは落ち着き、金利も一旦はピークアウトした様子です。

市場はソフトランディング・シナリオを予想しているとみています。緩やかながらポジティブな株式リターンが続き、株式市場内のけん引役にも変化が及ぶと思われます。

米国を除き、バリュエーションは世界的におおむね低位で推移し、日本、英国、中国が過去の平均値から最も大きくディスカウントとなっています。米国は例外で、自国の過去と他地域の両方に対してかなりのプレミアムで取引されています。

株式バリュエーションは、米国を除けばおおむね妥当である

過去平均に対して現在とのかい離



過去の実績や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。
EBITDA: 利払い前・税引き前・償却前利益
2024年8月30日現在
出所: ファクトセット、トムソン・ロイター I/B/E/S、AB

米国株式への高い成長期待

米国の高いバリュエーションは時価総額上位10社によって大きく歪められています。

米国のバリュエーションをどの程度心配すべきでしょうか？ コンセンサスでは、米国全体では二桁前後の利益成長を見込んでいます。同期待値は比較的高く、マグニフィセント・セブン（アルファベット（グーグル）、アマゾン・ドット・コム、アップル、メタ・プラットフォームズ、マイクロソフト、エヌビディア、テスラ）を含む上位10社の利益成長率の予想は20%*になる見込みです。全体として、これらの成長率には疑問符が残るものの、達成不可能なわけではなく、ABのモデルでは米国市場の堅調な成長（それよりは多少控えめではあるが）を示唆しています（2024年10月現在）高いマルチプルは、短中期的な視野に立てば、必ずしも懸念材料ではないかもしれませんが。なぜなら、米国株式は高い収益性、力強い成長力、安定した財務などが比較的高いリターン源泉であり、これはABの株式ポジショニングの根底にある重要なテーマです。

ABの見解では、米国の多くの投資機会は、その質の高さと成長見通しから、バリュエーション・プレミアムに値すると考えます。

しかし、リスクもあります。景気減速に伴い、売上が鈍化し、利ざやが圧迫され続ける可能性があり、米国のアウトパフォームは、上位10社がこれまで以上に高い期待に応え、それを上回り続けるかどうかにかかっています。米国に対する過度な評価を回避し、多くの収益機会を見出すためには広い視野が求められます。より広範には、米国株式とその他地域の株式の両方にバランスよくエクスポージャーを維持することも検討すべきとABは考えます。

*出所：2024年8月30日現在のファクトセット、AB

スタイル・ファクター：戦術的役割と戦略的役割

ファクターへのエクスポージャーは、資産クラス内の相対リターンを持続的に説明する特性を有しています。

株式において、特に魅力的なファクターが2つあります。ひとつは低ボラティリティで、ベータ値が低く、市場よりもリターンのボラティリティが低い銘柄群。もうひとつはクオリティで、高い利益率、安定した利益、健全なバランスシートが期待できる銘柄群。その他の重要なファクターには、成長性、モメンタム、時価総額規模（サイズ）などがあります。

ファクターの有効性はサイクルによって異なりますが、ファクターによっては長期的に市場や資産クラスをアウトパフォームしてきました。シンプルでパッシブな米国の低ボラティリティ・ファクターとクオリティ・ファクターのロング・オンリー戦略は、1963年以降、それぞれ4.8%と5.6%、過去20年間では3.9%と2.9%市場を上回っています（下図参照）。他にもアウトパフォームしているファクターが存在しているため、異なるファクターへのエクスポージャーを持つ戦略を思慮深くバランスした組み合わせは、戦略的資産配分の重要な部分を形成すると考えます。

ABの見解では、ファクター・ベース戦略は、戦略的（長期的）にも戦術的（短期的）においても、ポートフォリオにおいて重要な役割を担っており、高いリターンを獲得する可能性を高め、ポートフォリオの多様性やレジリエンス（耐性）を高めると考えます。ファクター間の相関係数は、伝統的な資産クラス間よりもかなり低く、時間を通じて安定しています。

ファクターは幅広い市場／資産クラスをアウトパフォームした

長期ファクター超過リターン（対米国株式市場）、ボラティリティ、インフォメーション・レシオ（IR）

1963年1月から2024年7月まで					
	クオリティ	バリュー	低ボラティリティ	モメンタム	サイズ
リターン	5.67%	7.59%	4.49%	9.22%	4.07%
ボラティリティ	4.20%	8.36%	7.34%	7.41%	2.64%
IR	1.35	0.91	0.61	1.24	1.54

2000年1月から2024年7月まで					
	クオリティ	バリュー	低ボラティリティ	モメンタム	サイズ
リターン	3.13%	5.35%	3.21%	4.42%	1.49%
ボラティリティ	4.64%	9.68%	8.87%	8.02%	2.32%
IR	0.67	0.55	0.36	0.55	0.64

過去の実績や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。インフォメーション・レシオは、ベンチマークに対するリスク調整後リターンの指標。超過リターン（ベンチマークのリターンを上回るポートフォリオのリターン）をそのリターンのボラティリティで割ったものとして算出。2024年7月31日現在
出所：ケネス・R・フレンチ・データ・ライブラリー、AB

分散され、バランスの取れたファクター・エクスポージャー アクティブな機会とともに

ファクター投資をアクティブに行うことによって、ファクター配分を通じて得られるアルファをさらに高めることができる可能性があります。バリューやグロースなど、特定のスタイル強化を目指したアクティブ株式戦略は、ファクター・リターンへのアクセスを提供するだけでなく、それぞれのスタイル・ユニバース内での銘柄選択を通じて、アルファを追加することに繋がるとABでは考えます。

個々のファクターはサイクルを通じて異なる動きをするため、投資対象として検討する余地があります。例えば、バリュー株（少なくとも、株価収益率や株価純資産倍率などに基づくディープ・バリューな銘柄など）は、景気回復期や、金利やインフレが上昇しているときに最も良い結果を出す傾向があります。グロース株は景気成熟期に良好なパフォーマンスを示し、他の条件に変化がなければ、金利低下や安定期にも堅調に推移する傾向があります。

このようなサイクルとファクターの様々な関係性、バランスの取れたファクター・エクスポージャーは、長期的に分散されたポートフォリオの実現を可能とします。

広範なファクターの中立性を維持するには、アクティブ・アプローチの方が適しているかもしれません。というのも、インデックス（広範な市場のものも、S&Pバリュー・インデックスのようなスタイル・ベンチマークでさえも）はスタイル中立ではなく、意図しないバイアスを含んでいる可能性があるからです。このような意図せざるエクスポージャーを管理するためには、アクティブ・アプローチが必要です。

また、ファクターの循環性は、市場やマクロ環境に応じて特定のファクターに傾ける（またはファクターから離れる）ことで、より戦術的なリターンの機会を生み出します。これは、アクティブなアプローチの有効性を語るもうひとつの論拠といえます。

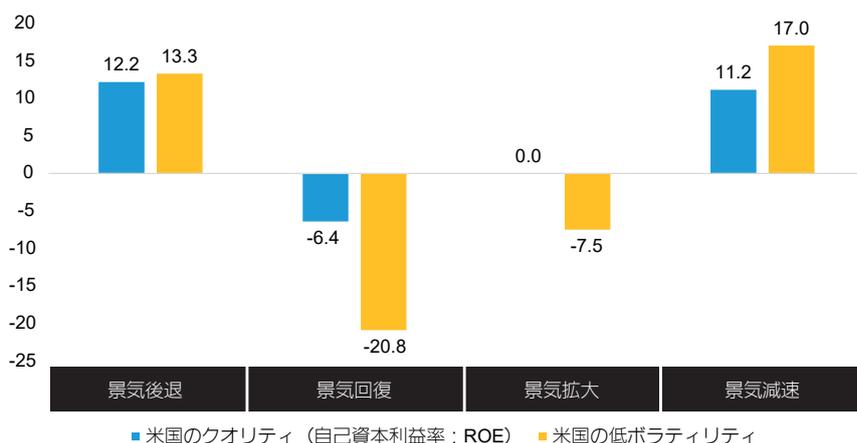
低ボラティリティとクオリティへの戦術的なアプローチ

目下のマクロ見通しでは、低ボラティリティとクオリティへのアプローチが魅力的と考えます。

どちらのスタイルも景気減速や不況時に優れたパフォーマンスを発揮する傾向があり、かつ景気が継続して拡大しても相応の耐性を有するからです。

短期的な見通しでは、クオリティと低ボラティリティが有利か

経済サイクルにおける年率換算ファクター・リターン (%)



過去の実績や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。

1990年1月から2019年9月までの異なる経済サイクルにおけるファクター・ポートフォリオの年率リターンを表示。ファクター・ポートフォリオは四半期ごとにリバランスされており、リターンは均等加重トータル・リターン・ベース。経済サイクルの期間は、経済協力開発機構（OECD）による正規化された季節調整済み複合先行指標によって定義されます。この指標は、OECD加盟国に非加盟の主要6カ国を加えたもの。世界の景気循環を4つの局面に分類：景気拡大局面（100以上）と先行指標の第一次差分がプラスである場合を「景気拡大」、景気拡大局面（100未満）と第一次差分がマイナスである場合を「景気減速」、景気後退局面（100未満）と第一次差分がプラスである場合を「景気回復」、景気後退局面（100未満）と第一次差分がマイナスである場合を「景気後退」としています。

2020年12月31日現在

出所：ファクトセット、MSCI、トムソン・ロイター・データストリーム、AB

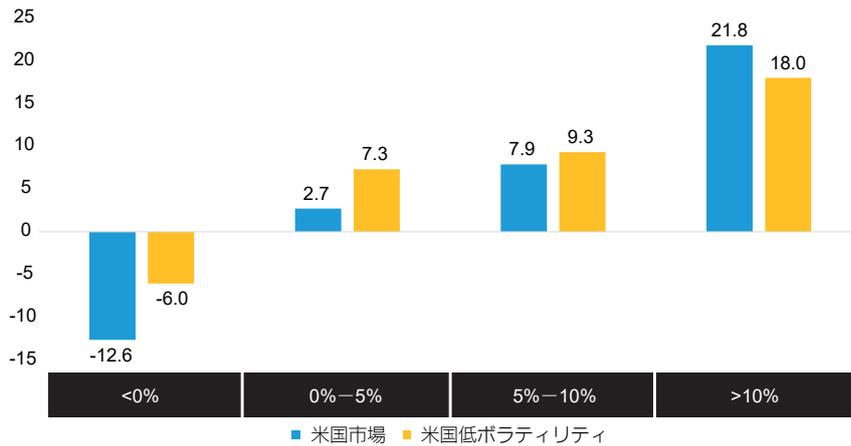
低ボラティリティ株は、年率10%以上のリターンを上げるような大幅な上昇を除けば、すべてのシナリオでおおむね市場全体をアウトパフォームする傾向がみられます。これは、当面の株式リターンがプラスではあるが低調であるというABの予想に整合的です。低ボラティリティ・ファクターとクオリティ・ファクターは戦略的にも魅力的です。

低ボラティリティ株式は、インフレが緩やかだが、やや高めのとときに最も良いパフォーマンスを発揮する傾向にあります。

クオリティ株はまた、防御力という副産物をもたらします。

低ボラティリティは、様々な市場環境下でアウトパフォームした

異なる市場リターン・レジームにおける低ボラティリティ・パフォーマンス (%)

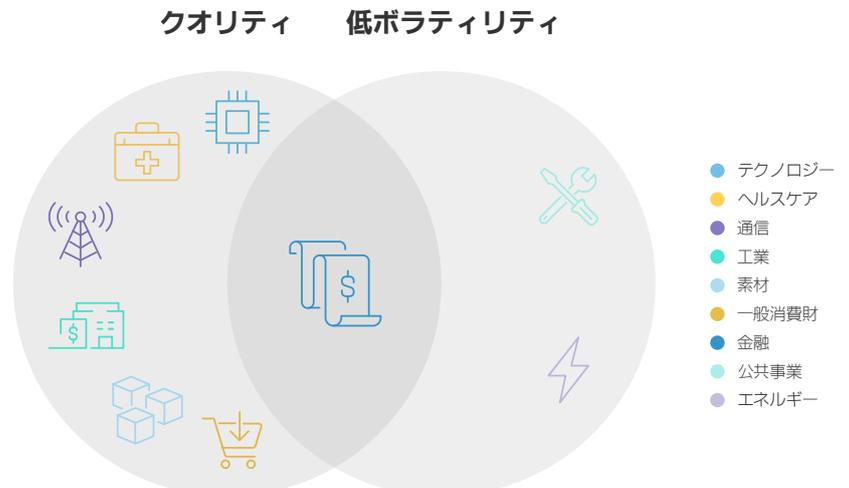


過去の実績や分析は将来の成果等を示唆・保証するものではありません。
1988年から2022年までの米国市場と米国の平均年間データを示しています。
米国市場のリターンの異なる範囲 (0%未満から10%以上) におけるボラティリティ・ファクターの最小リターン
2022年8月12日現在。出所：MSCI、トムソン・ロイター・データストリーム、AB

低ボラティリティとクオリティとは具体的に何か？

クオリティは、テクノロジー（米国株式指数で最大のウェイト）、ヘルスケア、通信、生活必需品に加え、金融、工業へのエクスポージャーを示します。米国以外では、クオリティのバスケットはやや幅広く、一般消費財や素材などのシクリカル・セクターの存在感が増しています。

低ボラティリティのセクターはより多様で、特に米国外ではハイテクが少なく、金融（ウェイトが最も高い）が多く、公益事業やエネルギーも含まれます。





ファクターへのエクスポージャーを持つ戦略は、リターンの向上と分散強化の観点から、ポートフォリオの重要な役割を果たす。

要約すると・・・

ファクターへのエクスポージャーを持つ戦略は、リターンの向上と分散強化の観点から、ポートフォリオの重要な役割を果たすとABでは考えます。目先、米国では成長の鈍化とバリュエーションの一巡が予想されるため、ABでは株式市場に対しては基本的にはポジティブですが、一方でリスクを意識したスタンスをとっています。こうした銘柄はディフェンシブな性質を持ち、景気減速や不況に強い傾向があり、レンジ相場や緩やかなインフレ上昇時に効果的に対処できます。投資家がこうしたエクスポージャーにアクセスするひとつの方法はアクティブ運用であり、ファンダメンタル分析を使って望ましいファクター・エクスポージャーを持つ強い企業を特定することで、アルファを追加できる可能性があります。

当資料は、2024年10月現在の情報を基にアライアンス・バーンスタイン（AB）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。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。アライアンス・バーンスタイン及び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。

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。特定の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3.3%（税抜3.0%）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。
 - 有期間に間接的にご負担いただく費用…信託報酬 上限2.068%（税抜1.880%）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。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、元金及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。上記の個別の銘柄・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。

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／日本証券業協会／一般社団法人第二種金融商品取引業協会

