

株式投資戦略を取り巻く環境変化:人間の投資判断はコンピュータに勝てるのか

ビッグデータや人工知能の活用を含む様々な環境変化によって短期の株式投資戦略において人間の投資判断ではコンピュータに勝てなくなる時代が近づいていると考えられます。金融技術の進展を含む環境変化は、将来、優れた運用成績を挙げる運用会社の競争条件を大きく変化させ、年金ファンドの運用会社に対する目利き力もまたその変化に対応させることが必要になります。

株式投資を取り巻く環境変化

最近、多くの運用会社にとって重要な株式投資に係わる環境変化が起こっています。例えば、人工知能やロボットが人間の職業に与える影響について様々な分析がなされていますが、それらの発展以外にもポートフォリオマネジャーの業務に影響を与える事象が相次いで起こっており、株式投資戦略にも大きな変化が生じると考えられます。

次頁の図表に株式投資戦略を取り巻く環境変化と投資戦略への影響をまとめました。投資戦略に影響を与える環境変化は大きく、「カタリスト条件の変化」、「金融技術の発展」、「顧客の変化」の3つに分類できます。

コンセンサス情報減少の影響

第一の環境変化である「カタリスト条件の変化」は、株価に影響を与える何らかのカタリスト(四半期業績の開示、コンセンサスの変化、M&A等の事業計画変更等)が発生する条件に変化が見られることです。例えば、2016年に日本証券業協

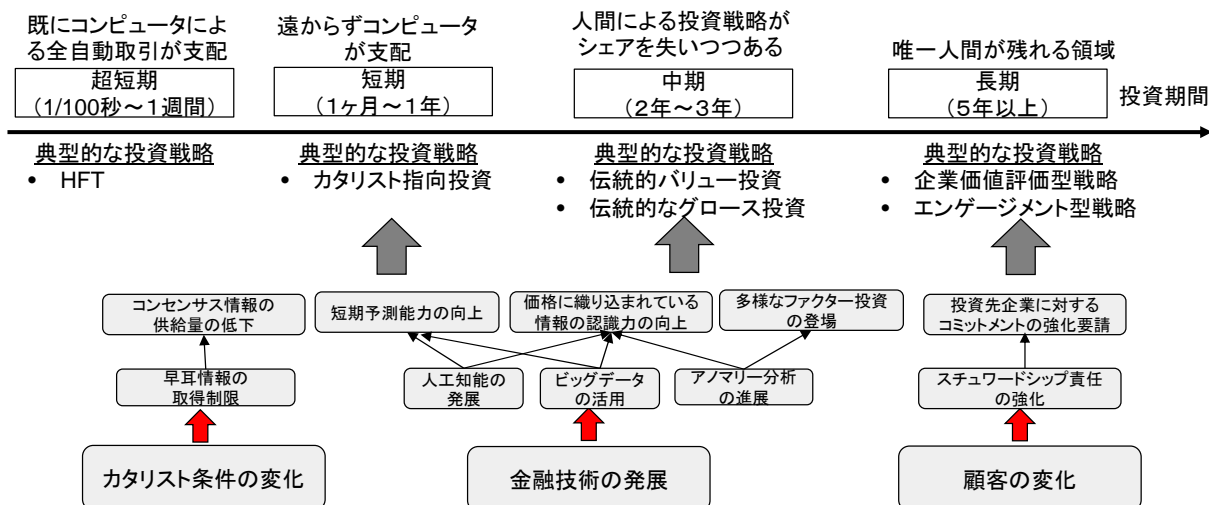
会が定めた、アナリストの事業会社への取材や投資家への情報伝達行為に関するガイドライン案は、これまで企業の四半期開示前に提供されていたアナリストの業績予想に係わるコメントが減少する変化をもたらすと考えられます。

このような変化は1年以内の投資期間を想定して株式の売買を行っている投資戦略に大きな影響を及ぼすと考えられます。これらの投資戦略は、「株価」に織り込まれたコンセンサス情報を自分が独自で持っている情報と比較することで、今後の株価を予測するのが通常です。売買を行う上で「コンセンサス情報」の取得は不可欠です。今述べた環境変化により証券会社から発せられる様々なコンセンサス関連情報が減少すると、ポートフォリオマネジャーは売買のきっかけを失うこととなります。コンセンサスに係わる情報縮小により、株価に織り込まれた情報の分析はこれまでより難しくなり、売買動機の減少をもたらすでしょう。このような短期戦略の減少が、ひいては市場流動性の低下を招く可能性も考えられます。

野村年金マネジメント研究会

このレポートは、年金基金運営及び企業財務業務の参考となる情報の提供を目的としたもので、これらに関する特定の戦略や手法をご提言するために作成したものではありません。年金基金運営及び企業財務業務はご自身の判断でなさるようお願いいたします。このレポートは、野村証券及び野村グループ各社から直接提供するという方法でのみ配布致しております。提供されましたお客様限りでご使用下さい。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野村証券、野村資本市場研究所及び野村総合研究所に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、またいかなる目的であれ、無断で複製し又は転送等を行わないようお願い致します。

図表. 株式投資戦略を取り巻く環境変化が与える「人による投資判断」への影響



(出所)野村総合研究所

金融技術の発展の影響

第二の変化は金融技術の発展による影響です。大きく、非構造化データの活用とアノマリー分析の進展という2つの潮流を確認出来ます。

これまで過去の財務情報や株価情報など、構造化されたデータを基準に株価や企業価値の推計が行われてきましたが、ビッグデータの活用や人工知能の発展により、非構造化データの活用が進んでいます。例えばSNS等の膨大なテキストデータの解析、アニュアルレポートや有価証券報告書等のテキストデータの解析、経営者の記者会見に関するビデオ情報、POSデータ、人工衛星を活用したデータ解析等々により、企業活動などをよりリアルタイムに正確に評価出来るようになっていきます。個別企業の売上高・利益だけでなく、GDP、金利、商品価格に至るまで様々な事柄を予測する精度が上がっており、短期の投資戦略に大きな影響を与えつつあります。

このような技術を活用し優れた運用成績を上げている運用会社の話を聞くと、現在の価格にどのような情報が織り込まれているのかを的確かつ迅速に判断する行為そのものが、人間の手からコンピュータに移りつつあることを実感できます。

短期の投資戦略を構築する上で、情報量、実行速度、分析力は極めて大切と考えられますが、これらの点で現在のコンピュータの能力は既に人間の能力を圧倒しています。

短期の価格予測を主なスキルセットとして活動を行っているポートフォリオマネジャーにとって、価格に含まれる情報と自分が独自に持っている情報の差を認識することが投資ノウハウの源泉です。そのようなマネジャーにとって、価格に織り込まれている情報についての判断力と、自分が取得できる情報との両面でコンピュータに勝つためには、独自の投資視点を見いだす必要があるのではないのでしょうか。ただ、このような独自の視点を見いだしたとしても、早晚、その投資視点がコンピュータに気付かれ陳腐化する可能性も高いと考えられます。

金融技術の発展のもう一つの潮流は、いわゆるアノマリー分析と呼ばれる市場の非効率性の分析の進展です。まず時価総額を基準に構築された株価指数の非効率性を指摘する形でファンダメンタル指数が21世紀に入って拡大しました。その後、人間の投資行動に含まれる非効率性を追求する形で様々なファクターが見いだされ、ス

野村年金マネジメント研究会

このレポートは、年金基金運営及び企業財務業務の参考となる情報の提供を目的としたもので、これらに関する特定の戦略や手法をご提言するために作成したものではありません。年金基金運営及び企業財務業務はご自身の判断でなさるようお願いいたします。このレポートは、野村証券及び野村グループ各社から直接提供するという方法でのみ配布致しております。提供されましたお客様限りでご使用下さい。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野村証券、野村資本市場研究所及び野村総合研究所に帰属しており、電子的または機械的方法を問わず、またいかなる目的であれ、無断で複製し又は転送を行わないようお願い致します。

マートベータという名称の投資戦略が拡大し既に多額の投資が行われています。

この投資戦略が長期的に成功を収めるかは議論の余地がありますが、リターンの源泉を根源的なレベルまで分解することは株式投資だけではなく資産配分戦略などでも既に主流の戦略の一つです。バリュー投資やグロース投資戦略による超過リターンの源泉が様々なファクターで説明されるのであれば、より安い手数料のスマートベータに置き換えられることは当然の流れです。既に大規模な年金ファンドではそのような現象が起きており、人間の判断による投資戦略がまだ主流をなしている投資期間が2~3年のゾーンでも、様々な定量分析に基づく投資戦略に置き換えられる可能性があるのではないのでしょうか。

顧客の変化とその影響

株式の投資戦略に影響を与える三番目の変化が顧客の変化です。ただしこの変化は全ての顧客に当てはまるものではありません。GPIFのような資金量の多い機関投資家で始まったものであり、その影響は現時点では一部に留まっていますが、他の顧客にも拡大する可能性があるため、ここで指摘しておきたいと思います。

具体的には、投資先企業に対するコミットメントを強くして顧客・受益者の中長期的な投資リターンの拡大を図る責任(スチュワードシップ責任と呼ばれる)を強化することが運用会社及び年金ファンドのようなアセットオーナーに求められていることです。しかし、短期の投資戦略を中心にしている限り、このスチュワードシップ責任の強化は難しいと考えられます。短期の投資戦略にスチュワードシップ責任はほとんど関係がないからです。

投資期間が短い株式投資戦略において、投資家の関心事は株価の予測です。安い株価で購入し高い株価で売却することがリターンの源泉にな

るからです。短期の株価に関係が深いのは、前述したカタリストに関係する情報です。中には長期の企業価値に関係する情報も含まれていますが、主たる情報は、四半期や1年と行った短期の業績データであり、その値とコンセンサス予測値の差が価格変動に大きな影響を及ぼします。短期の業績予想が投資家の主な業務になるわけで、スチュワードシップ責任とはその活動が大きく異なります。

一方、長期の投資戦略では、長期の企業価値を正確に評価しなければなりません。そのためには投資先企業やその事業環境等を深く理解し、建設的な目的を持った対話を企業経営者を行うことが不可欠になります。中長期的なリターンの拡大を図る責任を果たすには長期戦略の実行こそが適切なものでしょう。

年金ファンドなどが運用会社にスチュワードシップ責任を強く求めれば、運用会社は投資戦略自体の変更を余儀なくされます。アクティブ運用では短期戦略から長期戦略へのシフトを意味し、パッシブ運用においても、指数構成銘柄をただ購入して保有するだけでなく、低収益性が継続している大企業に対して積極的に収益改善を働きかける活動などを行うことが必要となると考えられます。

年金ファンドに必要な優れた目利き力

これまで株式投資戦略を中心に、3つの環境変化が及ぼす影響について確認してきましたが、金融技術の発展は株式だけではなく債券投資戦略にも大きな影響を与えられます。債券の投資戦略は、個別企業・債券の信用状況を分析する戦略と、金融政策やマクロ経済の先読みを主とする戦略に大別できます。また信用状況を分析する戦略の中にも、購入した債券を保有し続ける戦略や格付予測などに基づき信用リスクの変動を利用した売買によりリターンを稼ぐもの

野村年金マネジメント研究会

このレポートは、年金基金運営及び企業財務業務の参考となる情報の提供を目的としたもので、これらに関する特定の戦略や手法をご提言するために作成したものではありません。年金基金運営及び企業財務業務はご自身の判断でなさるようお願いいたします。このレポートは、野村證券及び野村グループ各社から直接提供するという方法でのみ配布致しております。提供されましたお客様限りでご使用下さい。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野村證券、野村資本市場研究所及び野村総合研究所に帰属しており、電子的または機械的方法を問わず、またいかなる目的であれ、無断で複製し又は転送等を行わないようお願い致します。

など幾つかの戦略が存在します。例えばマクロ経済予測をベースにした投資戦略では、人工衛星のデータ解析から都市の明るさの変化を感知しGDP予測に活用する具体事例なども出てきています。格付の予測もこれまでと異なるデータ分析でコンピュータが正確に行う可能性もあり、信用リスクの分析でも人間の判断が優位性を保つことが難しくなるかもしれません。

ここまでの考察で理解できることは、投資戦略の種類によっては競争条件が大きく変化し、これまでの方法を継続していたのでは投資戦略の優位性が失われ超過リターンを獲得出来なくなるリスクがあることです。株式投資では特に投資期間が短い投資戦略に環境変化の影響が大きく現れると考えられ、債券投資においてもマクロ環境や短期的な信用リスクを予測する投資戦略等に影響が及ぶ可能性があります。

年金ファンドが運用委託をしている運用会社は多様な対応措置が必要になると考えられます。短期の株式投資戦略では、これまでよりかなり広範囲のデータを活用することが不可欠になります。全てのデータや分析能力を自前で揃えることは現実的ではなく、例えば非構造データを提供しているサービス会社から積極的にデータや分析サービスを購入することも必要になるでしょう。定量分析に長けた人材をさらにレベルアップさせ、自らが差別化出来る分野はどこかを見極めた上で投資戦略を再構築していくことが重要になります。

運用会社は長期の株式投資戦略の構築を進めることも必要と考えられます。人工知能の発展を含む金融技術の発展で、テキストデータのような非構造データの探索が進み多くの予測手法が開発されていますが、長期の企業価値を評価する予測手法はまだ開発されていないようです。スチュワードシップ責任の強化を年金ファンドが求めれば、これらの投資戦略への今後資金ニーズが高まることも考えられます。スキルセットの構築は一朝一夕では難しいため、運用会社は専門のチームを立ち上げて対応すべき課題であるように思われます。

人間の判断に基づく投資戦略は大きな試練に立たされており、コンピュータによる浸食部分が時間の経過とともに拡大していくでしょう。年金ファンドはどの運用会社がこのような環境変化に果敢に対応し差別化をしていくのかを見極めねばなりません。何が強みとなるかは、それぞれの運用会社毎に異なるのは当然ですが、どの道を選ぶにしても、これまでの競争とは大きく異なる環境下での投資戦略の探求が運用会社に必要になることは間違いのないでしょう。年金ファンドは、投資戦略を取り巻くこのような大きな環境変化が起こっていることを踏まえた上で、将来において優れた運用成績を獲得することの出来る運用会社を選ぶ目利き力を磨く必要があることを自覚する必要があるのではないのでしょうか。

— 次号のお知らせ —

次号は

11月28日(月)

発行予定です。

野村年金マネジメント研究会

このレポートは、年金基金運営及び企業財務業務の参考となる情報の提供を目的としたもので、これらに関する特定の戦略や手法をご提言するために作成したものではありません。年金基金運営及び企業財務業務はご自身の判断でなさるようお願いいたします。このレポートは、野村証券及び野村グループ各社から直接提供するという方法でのみ配布致しております。提供されましたお客様限りでご使用下さい。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野村証券、野村資本市場研究所及び野村総合研究所に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、またいかなる目的であれ、無断で複製し又は転送等を行わないようお願い致します。

野村証券からのお知らせ

当社で取り扱う商品等へのご投資には、各商品等に所定の手数料等(国内株式取引の場合は約定代金に対して最大1.404%(税込み)(20万円以下の場合)、2,808円(税込み))の売買手数料、投資信託の場合は銘柄ごとに設定された購入時手数料(換金時手数料)および運用管理費用(信託報酬)等の諸経費、等をご負担いただく場合があります。また、各商品等には価格の変動等による損失が生じるおそれがあります。商品ごとに手数料等およびリスクは異なりますので、当該商品等の契約締結前交付書面、上場有価証券等書面、目論見書、等をよくお読みください。

野村証券株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第142号
加入協会/日本証券業協会、一般社団法人 日本投資顧問業協会、一般社団法人 金融先物取引業協会、一般社団法人 第二種金融商品取引業協会

弊誌の記事はバックナンバーも含めて野村年金マネジメント研究会のホームページでご覧頂けます。当ホームページは、年金スポンサー限定のサービスとなっております。ご利用を希望される方は、次のURLにてご登録をお願い致します。

<http://nenkin.nomura.co.jp>

編集:野村証券フィデューシャリー・サービス研究センター、野村資本市場研究所、野村総合研究所

発行:野村証券フィデューシャリー・サービス研究センター(野村年金マネジメント研究会事務局)

〒100-8130 東京都千代田区大手町2-2-2
アーバンネット大手町ビル
TEL: 03 (6703) 3991 FAX: 03 (6703) 3981
Email: nenkin@jp.nomura.com

野村年金マネジメント研究会

このレポートは、年金基金運営及び企業財務業務の参考となる情報の提供を目的としたもので、これらに関する特定の戦略や手法をご提言するために作成したものではありません。年金基金運営及び企業財務業務はご自身の判断でなさるようお願いいたします。このレポートは、野村証券及び野村グループ各社から直接提供するという方法でのみ配布致しております。提供されました御客様限りでご使用下さい。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野村証券、野村資本市場研究所及び野村総合研究所に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、またいかなる目的であれ、無断で複製し又は転送等を行わないようお願い致します。