

フィデューシャリー・リサーチ

Fiduciary Research

[マネージャー・ストラクチャー]

株式アクティブ運用の可能性

～株式投資において注目される集中投資戦略～

目次

- I. はじめに
- II. 最近の株式投資において注目されている戦略とは
 - 1. 企業年金の政策アセット・ミクスとアクティブ比率の変化
 - 2. 選好されている株式投資戦略(アンケート結果より)
 - 3. アンケート調査結果からの示唆 ～株式のリターン源泉に対する考え方の変化～
 - 4. 株式投資戦略が直面する環境の変化
 - 5. 最近の株式投資において注目される5つの戦略
- III. 国内株式の集中投資戦略について
 - 1. 株式集中投資戦略とは？
 - (1) 集中投資の分類と特徴
 - (2) 集中投資ファンドの状況
 - 2. 集中投資に関する疑問点とその検証
 - (1) 疑問①:なぜ、集中投資が必要なのか？
 - (2) 疑問②:長期で株価が上昇した企業の特徴は何か？
 - (3) 疑問③:集中投資における“分散”は十分なのか？
 - 3. 集中投資ファンドの特徴
 - (1) 集中投資ファンドのリスク・リターン特性
 - (2) 集中投資ファンドのファクター寄与の傾向
- IV. 国内株式のポートフォリオ構築について
 - 1. 株式ポートフォリオの構築に用いた3つの戦略の特性
 - 2. アクティブ運用部分のポートフォリオ構築例
 - (1) 運用効率が最大となるポートフォリオ
 - (2) ファクター寄与が分散されたポートフォリオ
- V. まとめ

株式アクティブ運用の可能性

～株式投資において注目される集中投資戦略～

目次

I.	はじめに.....	2
II.	最近の株式投資において注目されている戦略とは.....	3
1.	企業年金の政策アセット・ミクスとアクティブ比率の変化	3
2.	選好されている株式投資戦略（アンケート結果より）.....	4
3.	アンケート調査結果からの示唆 ～株式のリターン源泉に対する考え方の変化～ ..5	
4.	株式投資戦略が直面する環境の変化.....	6
5.	最近の株式投資において注目される5つの戦略.....	7
III.	国内株式の集中投資戦略について.....	9
1.	株式集中投資戦略とは？	9
(1)	集中投資の分類と特徴.....	10
(2)	集中投資ファンドの状況	11
2.	集中投資に関する疑問点とその検証.....	12
(1)	疑問①：なぜ、集中投資が必要なのか？	12
(2)	疑問②：長期で株価が上昇した企業の特徴は何か？	13
(3)	疑問③：集中投資における“分散”は十分なのか？	14
3.	集中投資ファンドの特徴	16
(1)	集中投資ファンドのリスク・リターン特性.....	16
(2)	集中投資ファンドのファクター寄与の傾向.....	21

IV. 国内株式のポートフォリオ構築について.....	24
1. 株式ポートフォリオの構築に用いた3つの戦略の特性.....	24
2. アクティブ運用部分のポートフォリオ構築例.....	25
(1) 運用効率が最大となるポートフォリオ.....	25
(2) ファクター寄与が分散されたポートフォリオ.....	25
V. まとめ.....	28

◆ 筆者

原 和香奈（はら わかな）

野村証券株式会社 フィデューシャリー・サービス研究センター フィデューシャリー・マネジメント部

シニアコンサルタント

要 約

- ・ 近年の企業年金の政策アセット・ミクスの推移を見ると、リスク資産である内外株式の構成比率が継続的に低下してきたことが分かる。この背景には、金融危機後の不透明感が漂う市場環境の中で、予定利率の引き下げや政策アセット・ミクスの低リスク化を進めたことがある。このような状況を踏まえ、年金基金を対象としたアンケート結果や、株式運用におけるリターン源泉に対する考え方の変化、株式投資戦略が直面する環境の変化等を考慮すると、最近の株式投資において注目されている戦略として、5つの戦略（①スマートベータ、②集中投資、③低リスク戦略、④ビッグデータや人工知能を活用した戦略、⑤ESG投資）が挙げられるだろう。これらのうち、本稿では国内株式の「集中投資」について述べている。
- ・ 集中投資とは、20銘柄～40銘柄の少数の株式銘柄に厳選して投資する運用手法の総称であり、対象となる企業の特徴や関与の仕方の違いによって、「A. 長期企業価値評価型」と「B. 経営への積極的関与型」の大きく2つに分類される。集中投資に関連したプロダクトは、今後も運用機関から順調に提供されるとみられ、需給面を考慮しても集中投資ファンドの人気は当面継続すると考えられる。
- ・ 国内株式の集中投資ファンドのリスク・リターン特性は、伝統的アクティブファンドに比べて、リターンは高めでリスクは同水準～低い水準にあり、運用効率が高い点が挙げられる。一方で、トラッキングエラーは集中投資ファンドの方が高い傾向が見られるため、短期的には伝統的アクティブファンドよりもアクティブリターンが大きく上下に振れる可能性がある点には留意が必要である。また、株価下落局面において、集中投資ファンドは伝統的アクティブファンドよりも下落率が大幅に低いことが確認でき、高い下振れ抑制効果が期待できるだろう。
- ・ 最後に、集中投資に2つのスマートベータ（最小分散、ファンダメンタル・インデックス）を加えた3つの戦略を用いて、株式ポートフォリオ構築を考えた。3つの戦略を組み合わせることで、(1) 運用効率最大ポートフォリオ、(2) ファクター分散ポートフォリオは、いずれも伝統的アクティブファンドと比較して低リスク高リターンとなり、大幅な運用効率の改善が見込まれる結果となった。特に、(2) ファクター分散ポートフォリオにおいては、国内株式の政策ベンチマークを最小分散インデックスとした上で、パッシブ運用を最小分散とし、アクティブ運用を集中投資およびファンダメンタル・インデックスとする枠組みで運用することも検討に値するだろう。

I. はじめに

本稿は、2017年9月7日に開催された弊社セミナー「第59回 野村年金マネジメント研究会セミナー」において行った講演「株式アクティブ運用の可能性」の内容をまとめたものである。近年、ファクター投資（スマートベータ）のニーズが高まる一方で、ファクターに依存しないピュアなアルファの獲得を目指した集中投資戦略にも再度注目が集まっている。本稿では、集中投資戦略を中心に、最近の株式投資の傾向や株式ポートフォリオ構築等について整理した。

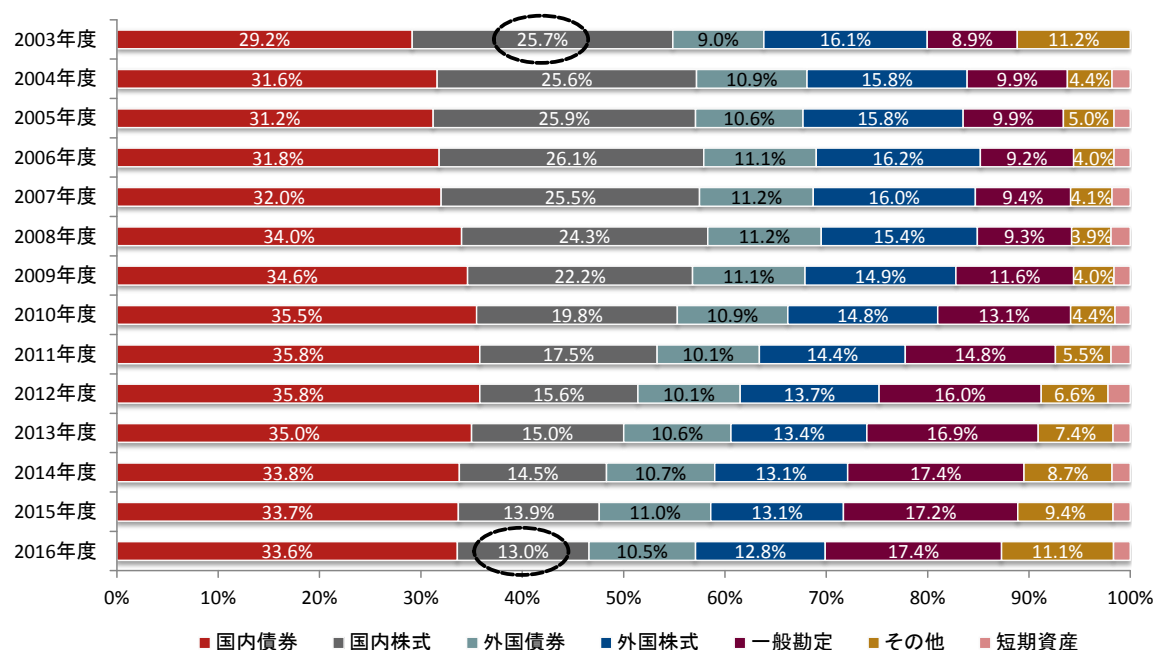
II. 最近の株式投資において注目されている戦略とは

1. 企業年金の政策アセット・ミクスとアクティブ比率の変化

近年関心が高まっている株式投資戦略を考えるうえで、企業年金の政策アセット・ミクスの推移（図表1）を見ると、リスク資産である内外株式の構成比率が継続的に低下してきたことが確認できる。特に2008年度の金融危機以降は、国内株式比率の低下傾向が顕著であり、この10年余りの期間でおよそ半分の比率にまで低下している。一方で、元本と一定の利率が保証されている一般勘定の構成比率が上昇している点が特徴的である。これら背景には、金融危機後、ボラティリティが大きく不透明感漂う市場環境の中で、確定給付企業年金においては、退職給付会計における年金資産額が市場変動に伴って母体企業の財務諸表に大きな影響を及ぼすことを懸念し、予定利率の引き下げや政策アセット・ミクスの低リスク化を進めたことがある。

また、アクティブ比率についても同様に、内外株式ともに右肩下がりの傾向が続いているというのが我々コンサルタントの印象である。

図表1 企業年金の政策アセット・ミクスの推移



(注) 確定給付企業年金の平均

(出所) 企業年金連合会の公表データを用いて、野村証券フィデューシャリー・サービス研究センター作成

以降のページは、「野村年金マネジメント研究会ウェブ」の
会員様専用ページでご覧いただけます。

《当レポート利用上の注意点》

MSCI データの利用に関する注意事項

本資料中に含まれる MSCI から得た情報は MSCI Inc. (「MSCI」) の独占的財産です。MSCI による事前の書面での許可がない限り、当該情報および他の MSCI の知的財産の複製、再配布あるいは指数などのいかなる金融商品の作成における利用は認められません。当該情報は現状の形で提供されています。利用者は当該情報の利用に関わるすべてのリスクを負います。これにより、MSCI、その関連会社または当該情報の計算あるいは編集に関与あるいは関係する第三者は当該情報のすべての部分について、独創性、正確性、完全性、譲渡可能性、特定の目的に対する適性に関する保証を明確に放棄いたします。前述の内容に限定することなく、MSCI、その関連会社、または当該情報の計算あるいは編集に関与あるいは関係する第三者はいかなる種類の損失に対する責任をいかなる場合にも一切負いません。MSCI および MSCI 指数は MSCI およびその関連会社のサービス商標です。

《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 万円以下の場合は、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

Fiduciary Research No.54

[カテゴリー：マネージャー・ストラクチャー]

株式アクティブ運用の可能性～株式投資において注目される集中投資戦略～

平成 30 年 1 月 第 1 版発行

発行 野村證券株式会社 フィデューシャリー・サービス研究センター
〒100-8130 東京都千代田区大手町 2-2-2 電話 03-6703-3991

弊誌の記事はバックナンバーも含めて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>

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致します。このレポートは、野村證券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。

