

万人のための年金運用入門（19）－ 株式アクティブ運用（1）

アクティブ運用は、ベンチマークを上回るリターンを目指す運用です。「どのようなアプローチで、何に注目するか」は、アクティブ・マネージャーによって千差万別です。そこで、株式アクティブ運用の主な方法について、連載で紹介します。

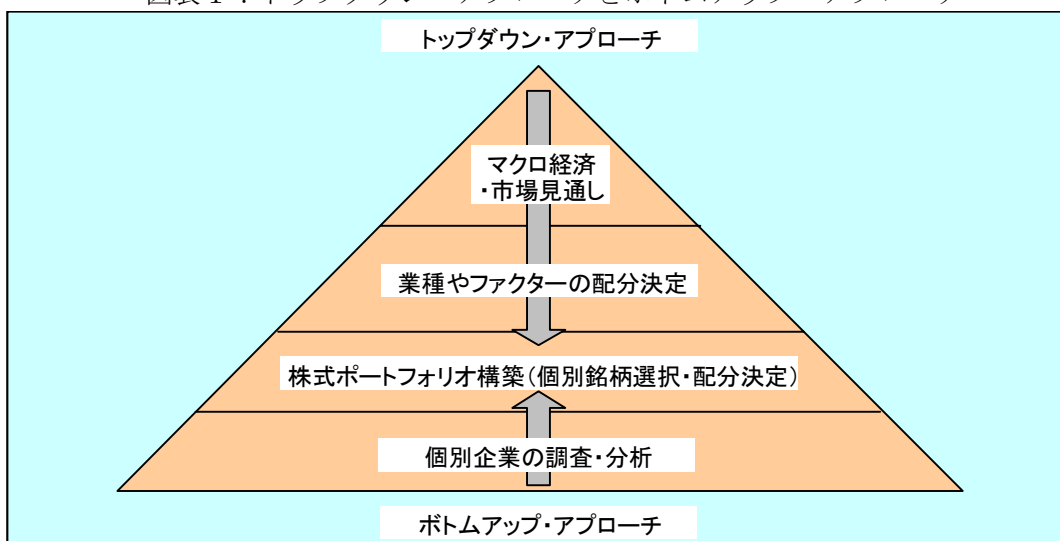
株式アクティブ運用におけるポートフォリオ構築方法は、「マクロ経済・市場見通しに基づくトップダウン・アプローチ」と、「個別企業調査・分析に基づくボトムアップ・アプローチ」に大きく分類されます（図表1）。

トップダウン・アプローチとは、景気・金利・為替等のマクロ経済・市場見通しに基づき業種やファクターの配分を決定した後、それに合わせて個別銘柄の選択を行い、ポートフォリオを構築する方法です。すなわち、見通しの変化に応じて、業種やファクターの配分を機動的に変更していく「業種（あるいはファクター）ローテーション」と言えます。

一方、ボトムアップ・アプローチとは、企業訪問等による個別企業の調査・分析に基づき銘柄選択を行い、ポートフォリオを構築する方法で、業種やファクターの配分に重きを置きません。主に、個別企業の成長力やフェアバリュー（適正株価）からの乖離といった割安度等に注目します。「銘柄選択による付加価値の源泉」は非常に多様なので、このアプローチのアクティブ運用では、「何に注目するか」が重要ポイントです。

実は、これら2つのアプローチは、「白か黒か」という二者択一の議論でなく、濃淡はあるものの、両アプローチを融合しているアクティブ・マネージャーが大半です。

図表1：トップダウン・アプローチとボトムアップ・アプローチ



(注) ボトムアップ・アプローチの場合でも、業種やファクターの配分制約（例えば、ベンチマークと同じ）を課して、ポートフォリオを構築することがあります。

そこで、今回は、「トップダウン・アプローチによる業種ローテーション戦略」を解説します。業種ローテーション戦略では、ベンチマークを上回ると予測した業種をオーバーウェイトし、逆に、下回ると予測した業種をアンダーウェイトすることによって、超過リターンを狙います。業種別のパフォーマンス格差は十分に大きいので、業種間パフォーマンスの良し悪しをうまく予測できれば、大きな超過リターンを手に入れることができます（図表2）。

図表2：東証一部の業種別リターン・ランキング (%)

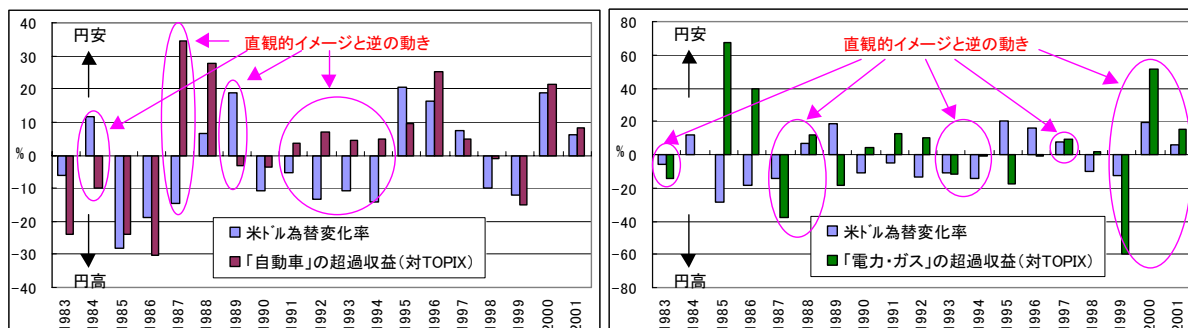
年度 順位	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
1	石油・石炭製品 2.66	ゴム製品 -8.09	証券 33.7	証券 28.0	鉄鋼 -3.2	証券 51.3	医薬品 13.9	その他金融 22.1	サービス 23.2	証券 156.5	鉱業 59.5	ゴム製品 24.0
2	非鉄金属 -2.58	食料品 -11.24	通信 28.9	小売 24.8	空運 -4.4	精密機器 48.5	輸送用機器 9.1	ゴム製品 14.9	医薬品 22.3	通信 153.0	石油・石炭製品 52.8	石油・石炭製品 5.6
3	保険 -4.22	電気・ガス -15.67	陸運 11.2	電気機器 24.8	化学 -10.5	不動産 41.4	ゴム製品 8.0	保険 8.5	精密機器 18.2	卸売 111.5	空運 50.0	パルプ・紙 1.5
31	サービス -20.03	鉄鋼 -35.43	空運 -9.4	水産・農林 -2.4	小売 -26.1	建設 17.4	パルプ・紙 -35.2	鉱業 -29.3	鉱業 -15.1	倉庫・運輸関連 -27.9	通信 -50.6	証券 -28.4
32	ゴム製品 -24.65	通信 -39.19	鉱業 -11.4	電気・ガス -2.7	その他金融 -29.2	通信 10.9	海運 -35.4	金属製品 -30.6	非鉄金属 -17.9	建設 -30.7	卸売 -53.3	非鉄金属 -34.9
33	海運 -29.41	証券 -43.63	建設 -13.5	鉄鋼 -4.4	証券 -32.8	電気・ガス 7.4	証券 -45.5	鉄鋼 -38.3	空運 -29.0	鉱業 -42.1	サービス -55.1	銀行 -38.4

(資料) 東京証券取引所のデータ (配当なし、東証33業種分類) に基づき、ニッセイ基礎研究所作成。

たとえば、「為替は円高になる」との見通しを持っている場合に、輸出比率の高い「自動車」、「電機」や「精密」のウェイトを下げ、原料輸入依存度の大きい「電力・ガス」のウェイトを上げるといった方法が考えられます。

この方法のメリットは、マクロ経済・市場見通しと（業種配分後の）銘柄選択との間で整合性が取れており、説明しやすいことです。一方、デメリットは、マクロの予測自体がそもそも難しい上、仮にその予測が正しくても、マクロ動向と業種別リターンの関係が、直観的イメージと異なり、実は不安定であることが多い点です（図表3）。したがって、実際にこの二重の高いハードルをクリアし、安定的に超過リターンを獲得するのはかなり困難であるため、この戦略のみを付加価値の源泉とするアクティブ・マネージャーは極く少数と思われます。

図表3：為替と業種別リターンとの関係（年度ベース、左：自動車、右：電力・ガス）



次号以降では、ボトムアップ・アプローチの様々な投資戦略（例えば、成長株型や割安株型）について紹介する予定です。