



日本株月次レポート | 7月

ラショーモン・エフェクトの中での運用哲学の軸



中塚 浩二
株式, 日本CIO

ラショーモン・エフェクトとは、同じ体験でも立場によってとらえ方が異なる現象を意味する造語で、欧米でしばしば使用されるそうです。

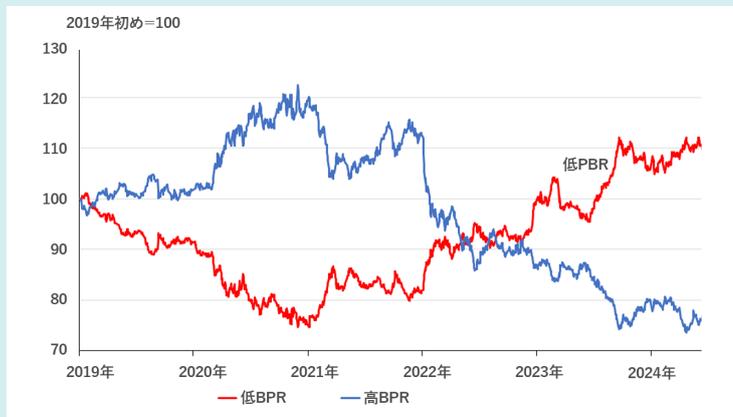
黒澤明監督の映画『羅生門』（原作は芥川龍之介の短編小説『藪の中』）の中で、盗賊・武士・その妻の3人が遭遇した殺傷事件の証言が食い違い、真相がわからなくなるというストーリーをもとにしたものです。解釈は様々ですが、保身のため自分に都合の良い虚偽の証言をしたというよりは、強い衝撃を受ける出来事を目の当たりにした3人がそれぞれの立場によ

ってあたかも全く異なる体験をしたと信じこんでいる緊迫感が伝わってきます。

日本株市場も、株価指数をみると昨年来安定的に上昇してきたようにみえます。しかし、表面上は穏やかな流れに見えても、水面下では流れの強さや水流の形状が異なることはよくあります。図表1、2のチャートが示すように、過去3年以上にわたり、大型株・割安株の勢いが強く、小型株・成長株は出遅れていたことが確認できます。欧米で金利上昇局面であったため割安株が選好され、また大型株が日本株市場に流入した資金の受け皿となり市場の上昇をけん引してきました。一方で、それらの対極にある小型株・成長株が相対的に劣後してきました。

図表1: PBR別相対パフォーマンス(対TOPIX)

TOPIX (東証株価指数) 対比パフォーマンス。割安株 (赤い線: 低PBR) が過去3年優位であることを示す。



図表2: 規模別相対パフォーマンス(対TOPIX)

TOPIX (東証株価指数) 対比パフォーマンス。大型株 (青い線: TOPIX100) が過去3年優位であることを示す。



出所: QUICK&大和証券作成

機関投資家の運用者は、各社の運用コンセプトの違いから割安株に偏重していたり、成長株中心の構成になっていたり、しばしば異なる特徴をもつポートフォリオを運用しています。それでも多くの場合はコンセプトの違いにかかわらず市場平均の成績と単純比較されます。長期間にわたり銘柄の特性によるパフォーマンスの格差が拡大したため、運用コンセプトそのもの（割安株偏重か、成長株重視か）が各社の運用成績に大きな影響を与えてきました。

同じ株式市場で運用活動をしていても、立場（ポートフォリオの特性）によって全く異なる体験をしていたことになります。

後から振り返ると、水面下で何が起きていたのか冷静に検証することは可能です。しかし、まさにその瞬間その渦中で衝撃の強い体験をしたときに、足元での出来事を客観視するには、相応の胆力が必要です。

私たちは、異なる観点をもつステークホルダーとの対話を繰り返すことで、今、何が何故起きているのか把握することができると考えます。当社には世界各地の拠点から日本株を運用するポートフォリオマネージャーや、市場分析を行うストラテジストがおり、彼らとの対話を積み上げることで、自分の立場と投資行動を客観視できるのです。

当社は市場のトレンドや銘柄特性の方向性を予想した運用はせず、個別企業の業績を分析し改善の期待できる銘柄に投資を行います。しかし、個別の判断で積み上げて構築したポ

ートフォリオが、今起きている市場トレンドとかみ合っていないことが明らか
らかな場合は、銘柄の保有比率を調整したり、組み入れ銘柄を再度見直すことで、意図しないファクターリスクを低減させる行動をとります。その結果として個別企業の強みを引き出すポートフォリオを構築できると考えます。

株式市場において、水面下の動きは常に存在しています。必ず何らかの力学が働いているという前提に立てば、そこから目をそらすことは、銘柄選択効果はかき消され、水面下のトレンドに運用成績をゆだねてしまうことを意味しています。

運用哲学の軸を堅持するためには、水面下のうねりの存在を所与とし、その上で投資戦略を絞り出す活動を繰り返すことが必要と考えます。

* 当資料及びコメントはあくまでも参考として情報を提供しており、第三者等への配布物用では無い旨ご留意ください。

【ご留意事項】

- 本資料は、アリアンツ・グローバル・インベスターズまたはグループ会社（以下、当社）が作成したものです。
- 特定の金融商品等の推奨や勧誘を行うものではありません。
- 内容には正確を期していますが、当社がその正確性・完全性を保証するものではありません。
- 本資料に記載されている個別の有価証券、銘柄、企業名等については、あくまでも参考として申し述べたものであり、特定の金融商品等の売買を推奨するものではありません。
- 過去の運用実績やシミュレーション結果は、将来の運用成果等を保証するものではありません。
- 本資料には将来の見直し等に関する記述が含まれている場合がありますが、それらは資料作成時における当社の見解または信頼できると判断した情報に基づくものであり、将来の動向や運用成果等を保証するものではありません。
- 本資料に記載されている内容・見解は、特に記載のない場合は本資料作成時点のものであり、既に変更されている場合があり、また、予告なく変更される場合があります。
- 投資にはリスクが伴います。投資対象資産の価格変動等により投資元本を割り込む場合があります。
- 最終的な投資の意思決定は、商品説明資料等をよくお読みの上、お客様ご自身の判断と責任において行ってください。
- 本資料の一部または全部について、当社の事前の承諾なく、使用、複製、転用、配布及び第三者に開示する等の行為はご遠慮ください。
- 当社が提案する戦略および運用スキームは、グループ会社全体の運用機能を統合したものであるため、お客様の意向その他のお客様の情報をグループ会社と共有する場合があります。
- 本資料に記載されている運用戦略の一部は、実際にお客様にご提供するにあたり相当程度の時間を要する場合があります。

対価とリスクについて

1. 対価の概要について

当社の提供する投資顧問契約および投資一任契約に係るサービスに対する報酬は、最終的にお客様との個別協議に基づき決定いたします。これらの報酬につきましては、契約締結前交付書面等でご確認ください。投資一任契約に係る報酬以外に有価証券等の売買委託手数料、信託事務の諸費用、投資対象資産が外国で保管される場合はその費用、その他の投資一任契約に伴う投資の実行・ポートフォリオの維持のため発生する費用はお客様の負担となりますが、これらはお客様が資産の保管をご契約されている機関(信託銀行等)を通じてご負担頂くことになり、当社にお支払い頂くものではありません。これらの報酬その他の対価の合計額については、お客様が資産の保管をご契約されている機関(信託銀行等)が決定するものであるため、また、契約資産額・保有期間・運用状況等により異なりますので、表示することはできません。

2. リスクの概要について

投資顧問契約に基づき助言する資産又は投資一任契約に基づき投資を行う資産の種類は、お客様と協議の上決定させていただきますが、対象とする金融商品及び金融派生商品(デリバティブ取引等)は、金利、通貨の価格、発行体の業績・財務状況等の変動、経済・政治情勢の影響を受けます。従って、投資顧問契約又は投資一任契約の対象とさせて頂くお客様の資産において、元本欠損を生じるおそれがあります。ご契約の際は、事前に必ず契約締結前交付書面等をご覧ください。

アリアンツ・グローバル・インベスターズ・ジャパン株式会社
金融商品取引業者 関東財務局長(金商) 第424号
一般社団法人日本投資顧問協会に加入
一般社団法人投資信託協会に加入
一般社団法人第二種金融商品取引業協会に加入