

2024年

株式投資基本編

株式投資の基礎

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

当資料のお取り扱いにおけるご注意

AIRI (AllianceBernstein Ibbotson Research Institute) はアライアンス・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)とイボットソン・アソシエイツ・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555号 【加入協会】一般社団法人日本投資顧問業協会)が共同で開催する運用関係者向け研修プログラムです。

当資料は情報提供のみを目的としてアライアンス・バーンスタイン株式会社が作成した資料です。当資料は信用できると判断される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、当資料に掲載されている予測、見通し、見解のいずれも実現される保証はありません。当資料の内容は予告なしに変更することがあります。アライアンス・バーンスタイン(以下、「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。

株式投資の基礎と分類

株式投資の基礎と分類

- 効率的市場仮説
- パッシブ運用とアクティブ運用
- 市場の非効率性

株式ポートフォリオを構築する前に・・・

- 効率的市場仮説(EMH, Efficient Market Hypothesis)

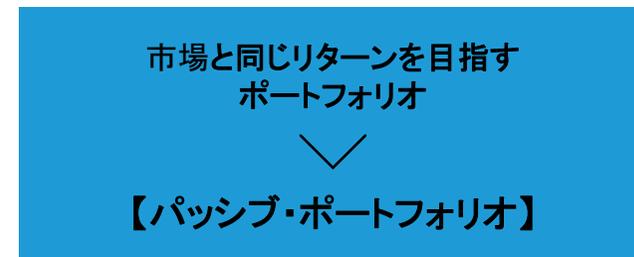
- 全ての利用可能な情報は、明らかになると同時に直ちに完全な形で株価に反映される
- 公表された情報をもとにミスプライスされた証券を選び出すことは不可能

<効率性の3つのレベル>

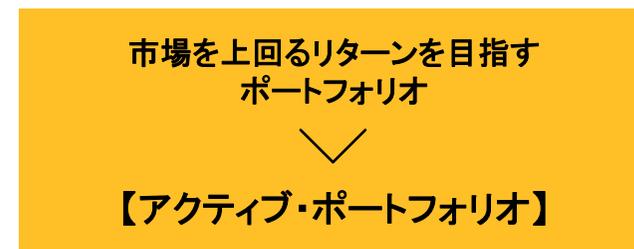
- | | |
|------------|-----------------------------|
| • ウィーク: | 過去の証券価格を分析してもリターン獲得には結びつかない |
| • セミストロング: | 財務諸表を分析してもリターン獲得には結びつかない |
| • ストロング: | 企業の内部情報を活用してもリターン獲得には結びつかない |

- 市場には非効率性が存在する

- リサーチによって、ミスプライスの証券を見出すことが可能



VS



株式ポートフォリオ：アクティブ・ポートフォリオ

- 主な運用アプローチ

トップダウン運用

市場全体の分析から有望な地域やセクターを予測し、さらに銘柄を選択

VS

ボトムアップ運用

個別企業を分析し、魅力的な銘柄を選択

ファンダメンタル運用

アナリストが個別企業を分析し、魅力的な銘柄を選択

VS

クオンツ運用

定量モデルで、魅力的な銘柄を選択

- メリットとリスク

- メリット：
アウトパフォームの可能性、リサーチによる洞察、下落へのプロテクション
- リスク：
高いコスト、スタイルの問題、パッシブより高い変動性、良いマネジャーを選ぶのが困難

出所：Investment analysis and management of portfolios (2000)、バンガード

株式市場は効率的なのか？

• 市場の非効率性(アノマリー)が存在

• リスクプレミアム説 ⇒ リスクに見合ったリターン

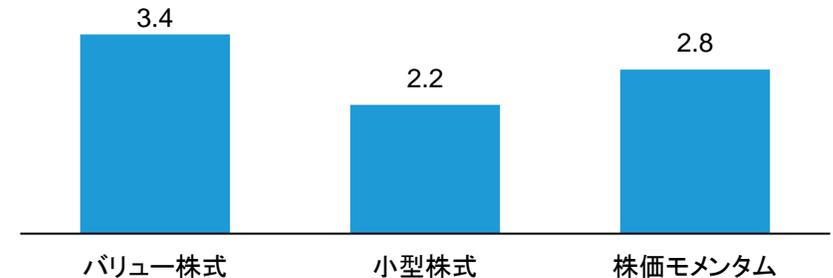
- バリューストック効果
- 小型株効果
- モメンタム効果

※Fama-Frenchの3ファクターモデル(バリューと小型)やCarhartの4ファクターモデルが有名(上記2つ+モメンタム)

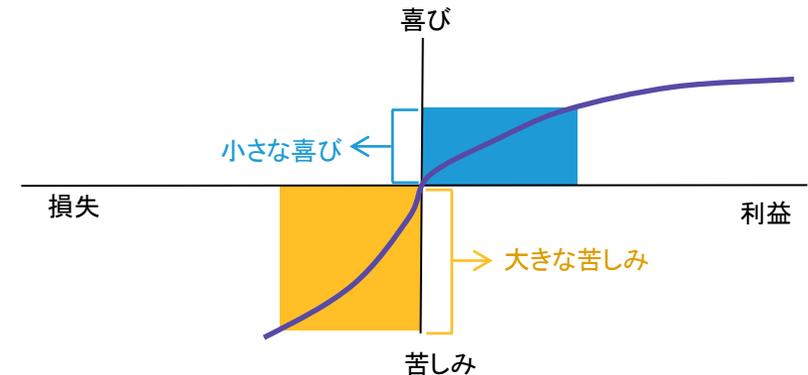
• 行動ファイナンス理論 ⇒ 投資家の行動バイアスの存在

- 低ボラティリティ効果: 高ボラティリティ銘柄を過大評価
- リビジョン効果: アンカリング
- リターンリバーサル効果: 過剰反応

アノマリー効果*(%)



行動バイアスの例: 損失回避



*対ラッセル3000指数超過収益(1979-2012年)
出所:シカゴ大学証券価格研究センター、ノーザン・トラスト、AB

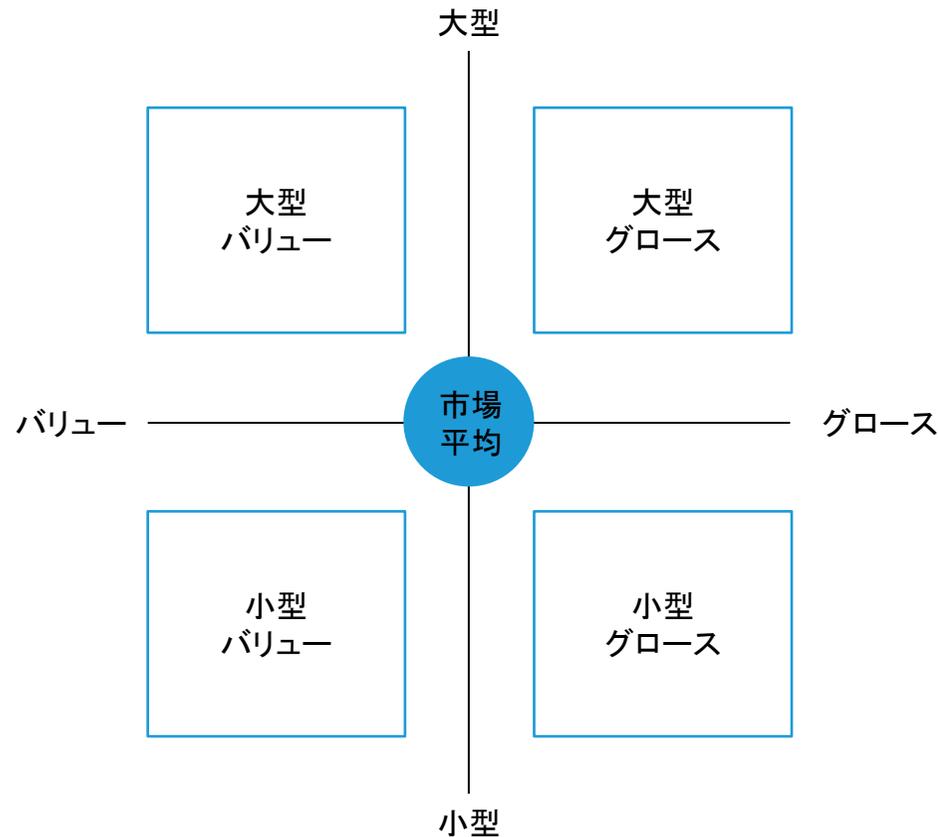
投資スタイルと アクティブ運用の進化

投資スタイルとアクティブ運用の進化

- 投資スタイル
- スマートベータ
- ピュア・アルファ
- リスク管理
- ESG投資、エンゲージメント

投資スタイル

スタイルマッピング例



ファーマ=フレンチ 3 ファクターモデル

株式 i の期待収益率 R_i

$$R_i - r = \beta_i^{MKT} \underbrace{(R_M - r)}_{\substack{\text{市場ポートの} \\ \text{リスク・プレミアム}}} + \beta_i^{SMB} \underbrace{SMB}_{\text{時価総額}} + \beta_i^{HML} \underbrace{HML}_{\text{簿価時価比率}}$$

r = 安全資産の金利

R_M = 市場ポートフォリオの期待収益率

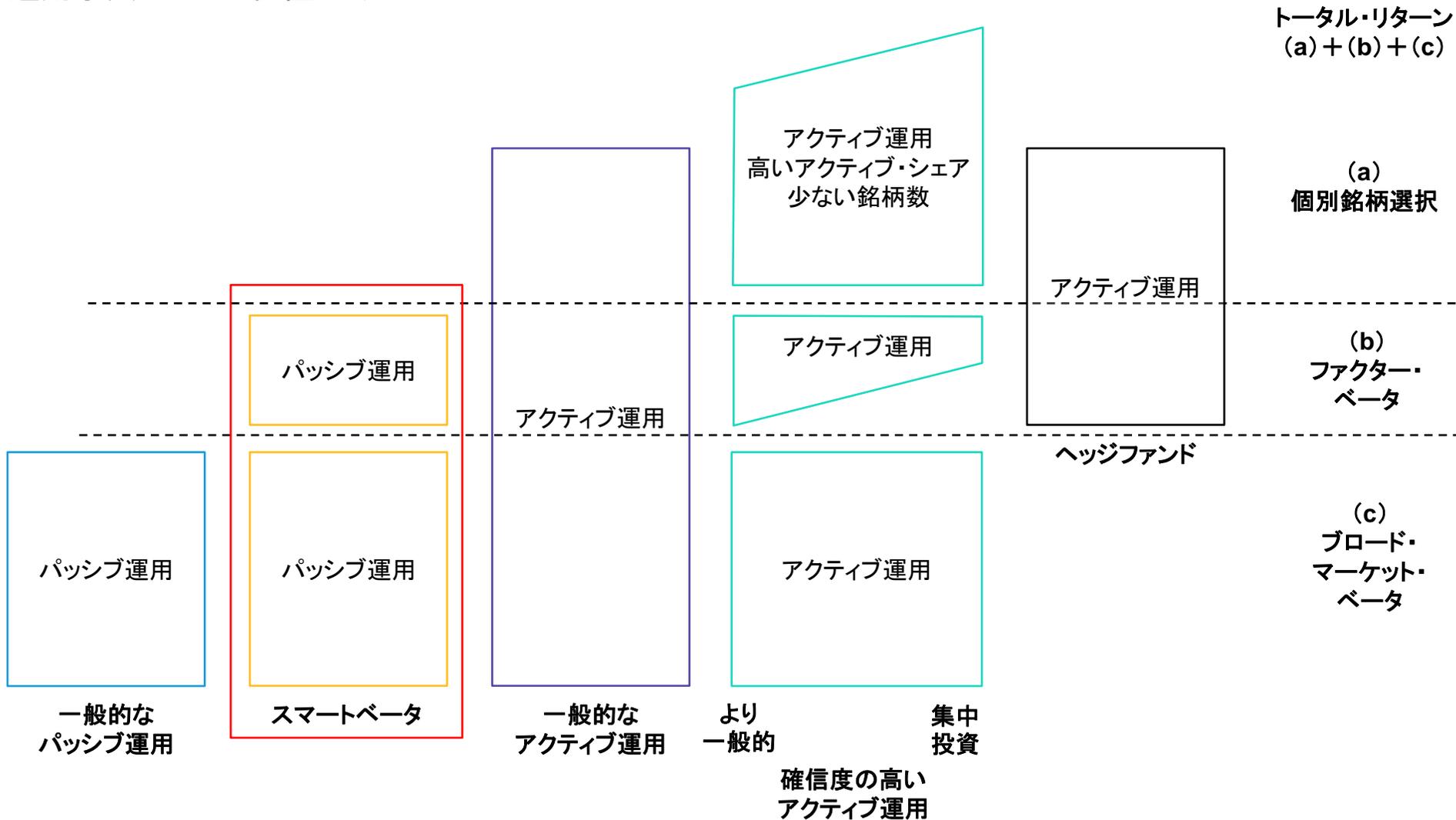
SMB = 時価総額に対するリスク・ファクター

HML = 簿価時価比率 (PBRの逆数) に対するリスク・ファクター

$\beta_i^{MKT}, \beta_i^{SMB}, \beta_i^{HML}$ = それぞれ株式 i の $(R_M - r)$ 、 SMB 、 HML に対する固有の感応度

スマートベータ

運用手法としての位置づけ



出所: AB

スマートベータの例

スマートベータ例			
主な使用目的例	ファクター・ベータ	ストラテジー・ベータ(最適化)	主なリターン・ドライバー
リターン強化	ファンダメンタル加重	バリュー・ファクター指数	バリュー
	等ウェイト	—	サイズ
	—	モメンタム・ファクター指数	モメンタム
	クオリティ加重	クオリティ・ファクター指数	収益性
	リスク加重	—	ボラティリティ／サイズ
ディフェンシブ	—	最小分散指数	ボラティリティ
ディフェンシブ／インカムゲイン	—	高配当利回り指数	配当利回り／バリュー

出所: AB

ファクターの偏りがリスクを増大

ファクターリターンは不安定であり、予測することは困難

年度リターン(米ドルベース、%)*

2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
高利回り 18.5	モメンタム 34.1	高利回り 23.0	クオリティ 7.5	最小分散 -30.7	高利回り 62.7	モメンタム 20.3	クオリティ 10.2	最小分散 16.5	バリュー 17.1	最小分散 13.6	最小分散 4.6	バリュー 17.1	モメンタム 25.6	最小分散 9.0	クオリティ -0.6	グロース 59.0	バリュー 8.8	高利回り -4.7	モメンタム 35.8
最小分散 15.7	グロース 21.1	最小分散 21.0	モメンタム 4.0	クオリティ -34.5	バリュー 58.8	グロース 15.5	最小分散 8.7	モメンタム 15.6	クオリティ 16.7	モメンタム 10.3	クオリティ 1.1	モメンタム 13.8	グロース 20.0	クオリティ 6.4	グロース -2.3	モメンタム 54.1	最小分散 8.6	バリュー -5.5	クオリティ 33.1
モメンタム 15.4	バリュー 19.1	バリュー 19.4	グロース 3.1	グロース -41.6	グロース 52.5	最小分散 13.9	モメンタム 7.2	高利回り 12.9	モメンタム 16.5	クオリティ 10.1	高利回り -1.9	グロース 13.0	クオリティ 18.1	モメンタム 4.7	モメンタム -4.1	クオリティ 52.5	クオリティ 8.4	最小分散 -6.1	グロース 28.2
バリュー 15.2	高利回り 16.9	モメンタム 17.8	最小分散 -1.9	バリュー -44.8	クオリティ 48.8	高利回り 13.2	グロース 1.5	バリュー 11.3	グロース 16.1	グロース 9.6	モメンタム -2.7	高利回り 12.5	最小分散 10.6	グロース 4.5	最小分散 -7.5	バリュー 48.8	高利回り 6.6	クオリティ -7.8	バリュー 18.0
クオリティ 13.2	最小分散 15.8	クオリティ 13.3	高利回り -3.9	モメンタム -44.8	モメンタム 38.1	バリュー 12.6	高利回り 1.5	グロース 9.8	高利回り 13.2	バリュー 1.3	グロース -3.0	クオリティ 12.5	高利回り 9.8	高利回り 4.1	高利回り -12.3	高利回り 38.6	グロース 5.4	グロース -10.0	高利回り 12.8
グロース 6.7	クオリティ 12.7	グロース 11.8	バリュー -5.4	高利回り -45.4	最小分散 36.7	クオリティ 12.5	バリュー -2.9	クオリティ 8.9	最小分散 6.2	高利回り -0.5	バリュー -5.7	最小分散 7.4	バリュー 9.8	バリュー 0.7	バリュー -20.0	最小分散 24.4	モメンタム 2.0	モメンタム -14.3	最小分散 11.1

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。

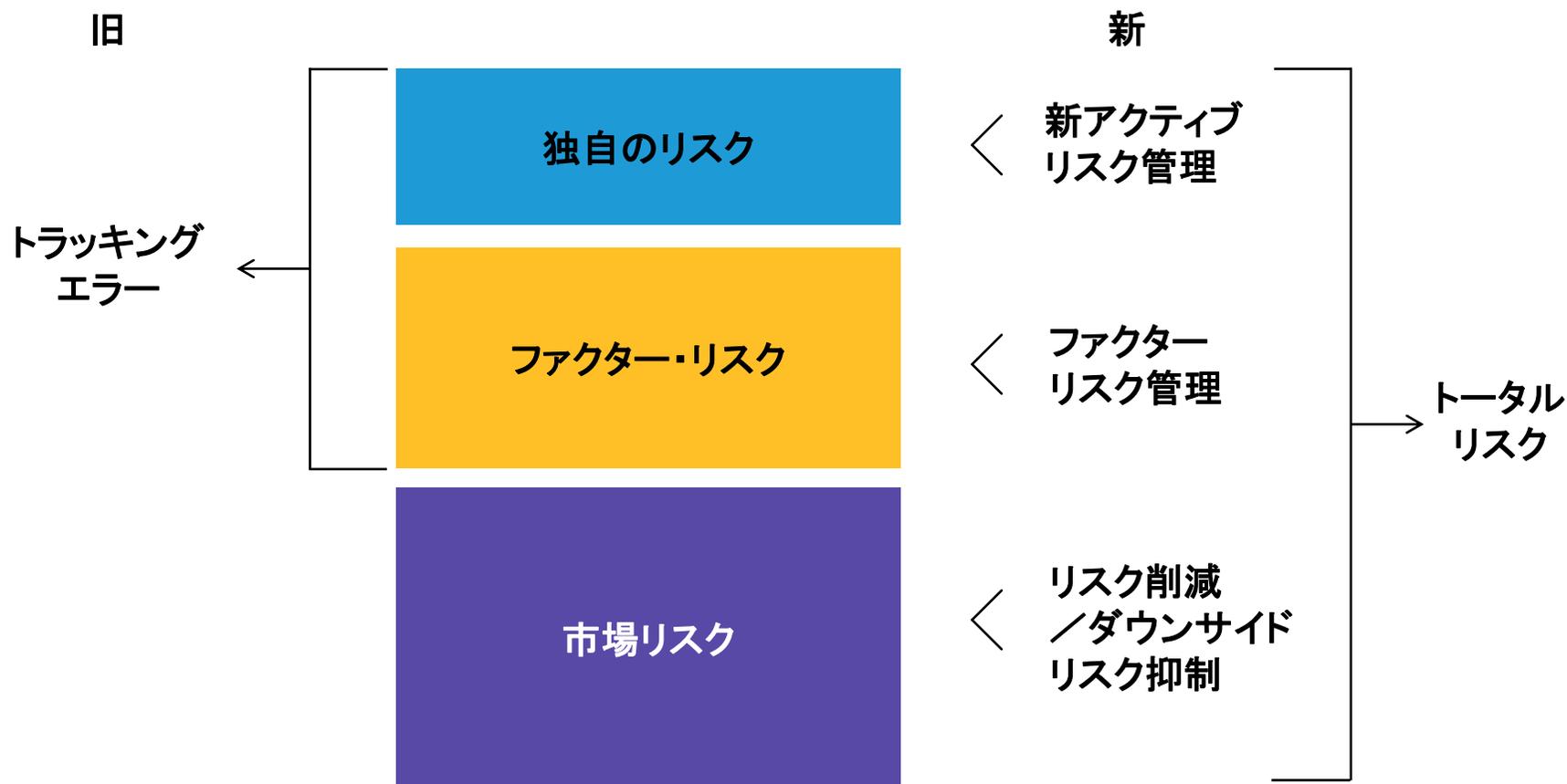
*ユニバースはMSCI オール・カンントリー・ワールド指数

2024年3月31日現在

出所: MSCI、AB

アクティブリスク管理における新しい議論

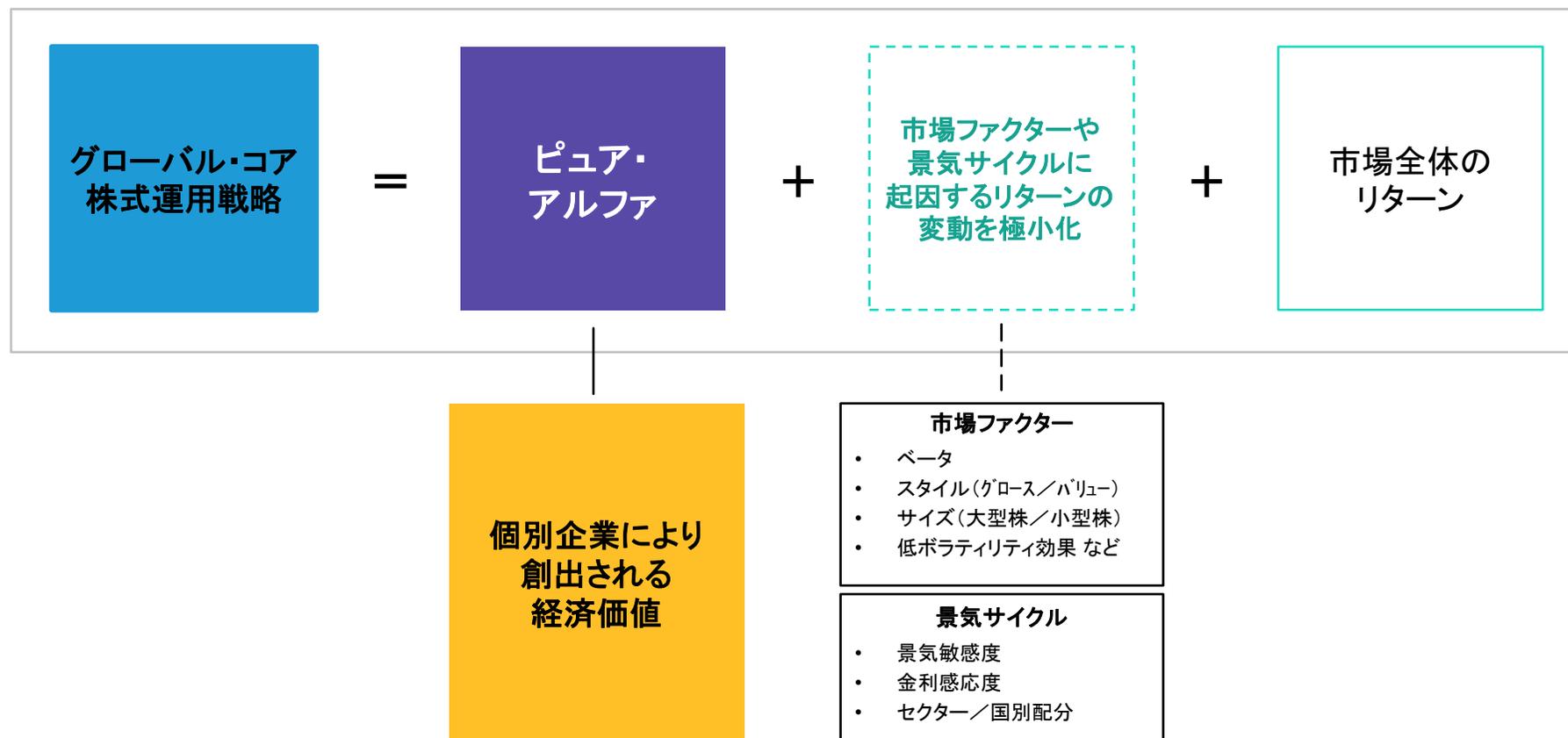
新たなアルファ追求には、新たなアクティブリスク管理の枠組みが必要となる



出所: AB

戦略例 グローバル・コア株式運用戦略：ピュア・アルファの獲得を目指す

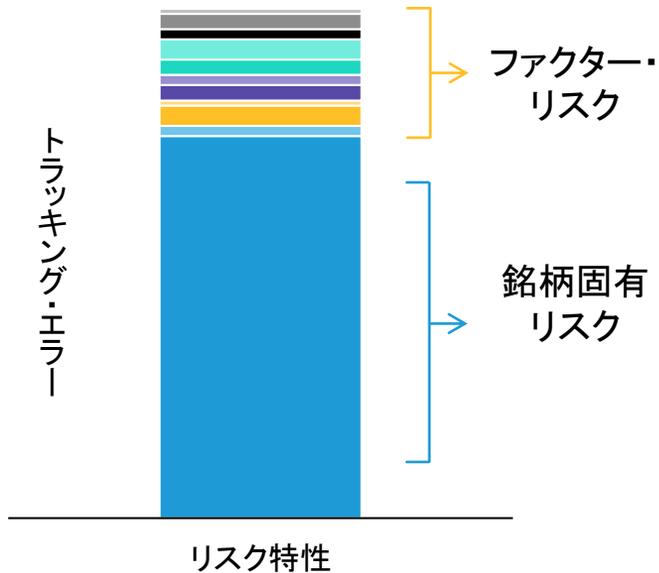
厳選された少数銘柄で、個別企業が生み出す経済価値(ピュア・アルファ)にフォーカス



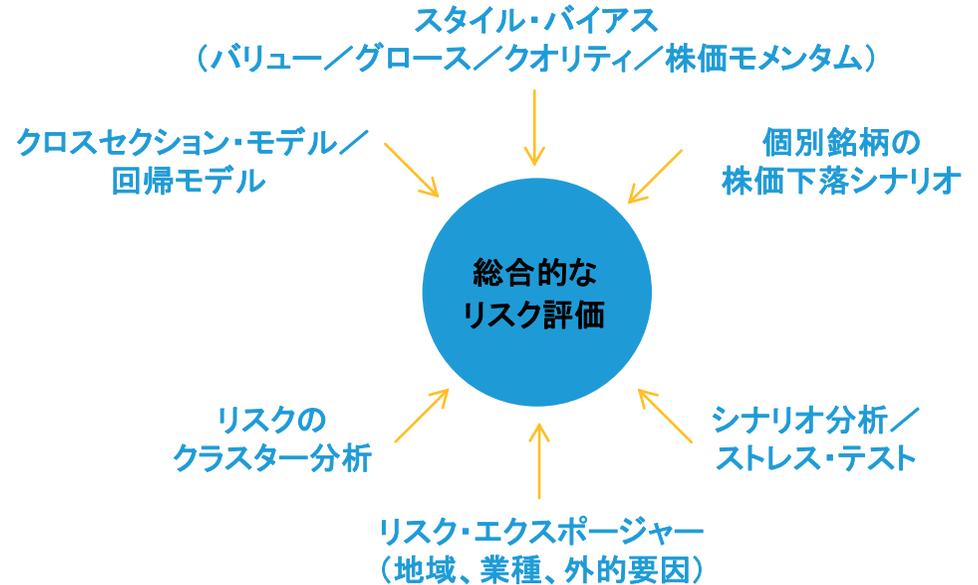
株式市場ファクターや景気サイクルからの影響を抑制し、安定したアルファの実現をめざす

上記はイメージ図です。
出所: AB

リスク管理：注意深いモニタリングと総合的なリスク評価



➤ トラッキング・エラーの源泉の大半を個別銘柄リスクとすべく、ファクター・リスクを注意深く把握し、管理



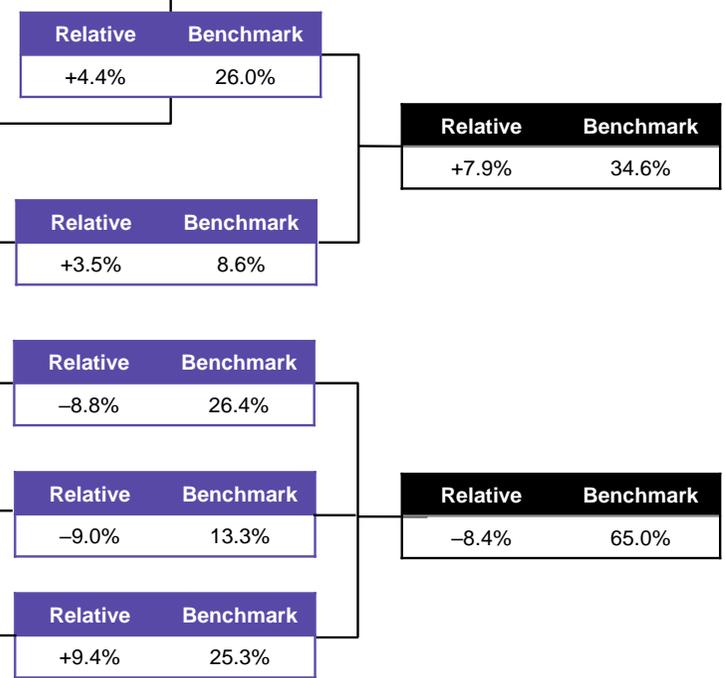
➤ ファクター・リスクへのエクスポージャーを多面的に分析、管理することで、個別銘柄選択を主たるリターンの源泉とする

リスク管理：クラスター分析

分析例：欧州バリュー株式運用戦略

	Cluster Themes	Illustrative holdings	Relative	Benchmark Weight
1	Mining	Anglo American	-0.2%	2.6%
2	Autos & Chemicals	Faurecia	+6.6	6.3
3	Insurance	--	-5.1	5.1
4	ex-UK Banks	Mediobanca	+1.8	1.3
5	Banks	Bank of Ireland	+1.4	6.4
6	Energy & Oil	Shell	-0.2	4.4
7	Homebuilders	Aroundtown	+6.0	2.4
8	Rate Sensitivity Low Beta	--	-2.3	2.3
9	Aerospace	Airbus	-0.2	3.9
10	Mixed Higher Beta	Burberry	+1.1	6.2
11	High Residual Volatility	Entain	+0.7	4.8
12	High Beta Growth Underperf.	Pandora	-6.9	11.8
13	Industrials	--	-3.7	3.7
14	Expensive Growth	Teleperformance	-1.5	5.7
15	Mixed Expensive Low Beta	--	-7.6	7.6
16	Mixed Lower Beta	Pernod-Ricard	+4.0	3.5
17	Quality Defensives	Roche	+5.3	6.0
18	Low Beta Staples	Nestlé	-1.3	12.2
19	Utilities	EDP	+1.4	3.6

• 相関が高い銘柄群を「クラスター」に分類
 • 各クラスターはクラスター同士の相関に応じてさらにグループ化される



各クラスターの対ベンチマークのエクスポージャーを確認することで、ポートフォリオが意図しないリスクをとっていないかモニタリング

上記は例示目的です。
 出所：AB

責任投資においてはアクティブ投資が有効

パッシブ投資

外部評価機関による ESG 格付は過去の実績に基づく(バックワード・ルッキング)

カバー範囲は広いが、セクターや発行体カテゴリーといった大まかな排除(ネガティブ・スクリーニング)にとどまる

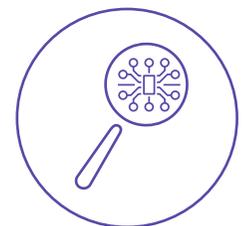
スチュワードシップ担当チームは、自らの関心に基づいて監視・議決権行使を行う

アクティブ投資

アナリストが継続的に企業をモニター、ESGへの取り組みを評価する(フォワード・ルッキング)

全ての投資対象銘柄の分析及び投資判断プロセスにESGが組み込まれており、発行体の経営陣とも継続的なエンゲージメントを行う

スチュワードシップ担当チームとアナリストは緊密に協力し、ESG課題を総合的に精査



運用チームの知見を共有

自社ツール「ESIGHT」の活用により各運用チームがESGに関する知見を互いに共有することで、効率化を実現するとともにより良いパフォーマンスを追求

(1) ESGに関する分析を集約

The screenshot shows the 'ESG Research Input' interface for ANHUI CONCH CEMENT COMPANY LIMITED. It features three main columns: Environmental, Social, and Governance. Each column has a list of ESG factors and a 'Rating' dropdown menu. The Environmental section includes factors like Green Buildings, Carbon Emissions, and Air Quality. The Social section includes Labor Relations, Human Rights, and Diversity. The Governance section includes Board Composition, Executive Compensation, and Anti-Corruption. There are also buttons for 'Save' and 'Load' at the bottom.

(2) 各運用チームの知見を共有

The screenshot displays the 'ESG Security Analysis' report for ANHUI CONCH CEMENT COMPANY LIMITED. It includes a table of ESG issues with columns for 'Date', 'Materiality', 'Score', and 'Risk'. The table lists various issues such as 'Climate Change', 'Water Resources', and 'Human Rights'. Below the table, there is a section for 'ESG Engagement Input' with a list of issues and their respective scores.

Issue	Date	Material	Score	Risk	Comp	2-P
Climate Change	10/24/2018	Yes	5	High	Yes	Yes
Water Resources	1/16/2018	Yes	4	High	Yes	Yes
Human Rights	1/16/2018	Yes	4	High	Yes	Yes

(3) エンゲージメントの共有

The screenshot shows the 'ESG Engagement Input' interface for ANHUI CONCH CEMENT COMPANY LIMITED. It provides a detailed view of an engagement issue, including the 'Objective', 'Background', and 'Follow-up' sections. The 'Objective' section describes the goal of the engagement, while the 'Background' section provides context on the issue. The 'Follow-up' section lists the actions taken and the results. There are also buttons for 'Save' and 'Load' at the bottom.

出所: AB

エンゲージメント例

	パナソニック(総合家電メーカー)	ナイキ(スポーツ用品メーカー)
何が問題か？	<ul style="list-style-type: none">「児童労働が行われているマダガスカル の雲母鉱山が、同社の仕入先のひとつになっ ている」との報道があった	<ul style="list-style-type: none">幹部の辞任をきっかけに、女性やマイノリティについて、 賃金や登用機会に不公平さがあるなど、ダイバーシティ を重視していない企業文化が明らかになった
企業の取った行動	<ul style="list-style-type: none">直接的なカウンターパートである商社に照会 し、当該鉱山からの雲母の仕入れはしていな いことを確認ただし、人権問題に関する同社のサプライ ヤーの監査体制について、実効性に懸念	<ul style="list-style-type: none">企業文化について方針変更取締役の多様化や社内のダイバーシティ推進のための 目標・体制の整備
ABのエンゲージメント	<ul style="list-style-type: none">既存のサプライヤーの監査プロセスに加えて、 第三者機関による不定期の監査の実施、 及び監査体制の改善計画の公表を推奨	<ul style="list-style-type: none">企業文化、多様性、報酬などについて、経営陣と面談女性のマネジメント職への登用、有色人種の採用の拡大、 性別による報酬差の緩和などを提言
ABの判断	<ul style="list-style-type: none">銘柄そのものの魅力度は高い監査体制には改善余地があると判断。主に 一般消費者向けの製品を販売しており、法的 リスクに加えレピュテーションリスクもあること から、ポジションを一部削減	<ul style="list-style-type: none">CDO(Chief Diversity Officer)との面談も定期的 に実施し、社内でダイバーシティを重視する文化 が浸透していることを確認投資テーマの毀損につながるリスクが低下した ことから、引き続きポジションを維持

2024年3月31日現在

出所: AB。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。

2024年

株式投資基本編

企業分析・評価及び
ポートフォリオ構築の事例

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

当資料のお取り扱いにおけるご注意

AIRI (AllianceBernstein Ibbotson Research Institute) はアライアンス・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)とイボットソン・アソシエイツ・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555号 【加入協会】一般社団法人日本投資顧問業協会)が共同で開催する運用関係者向け研修プログラムです。

当資料は情報提供のみを目的としてアライアンス・バーンスタイン株式会社が作成した資料です。当資料は信用できると判断される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、当資料に掲載されている予測、見通し、見解のいずれも実現される保証はありません。当資料の内容は予告なしに変更することがあります。アライアンス・バーンスタイン(以下、「AB」)はアライアンス・バーンスタイン・エル・ビ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。

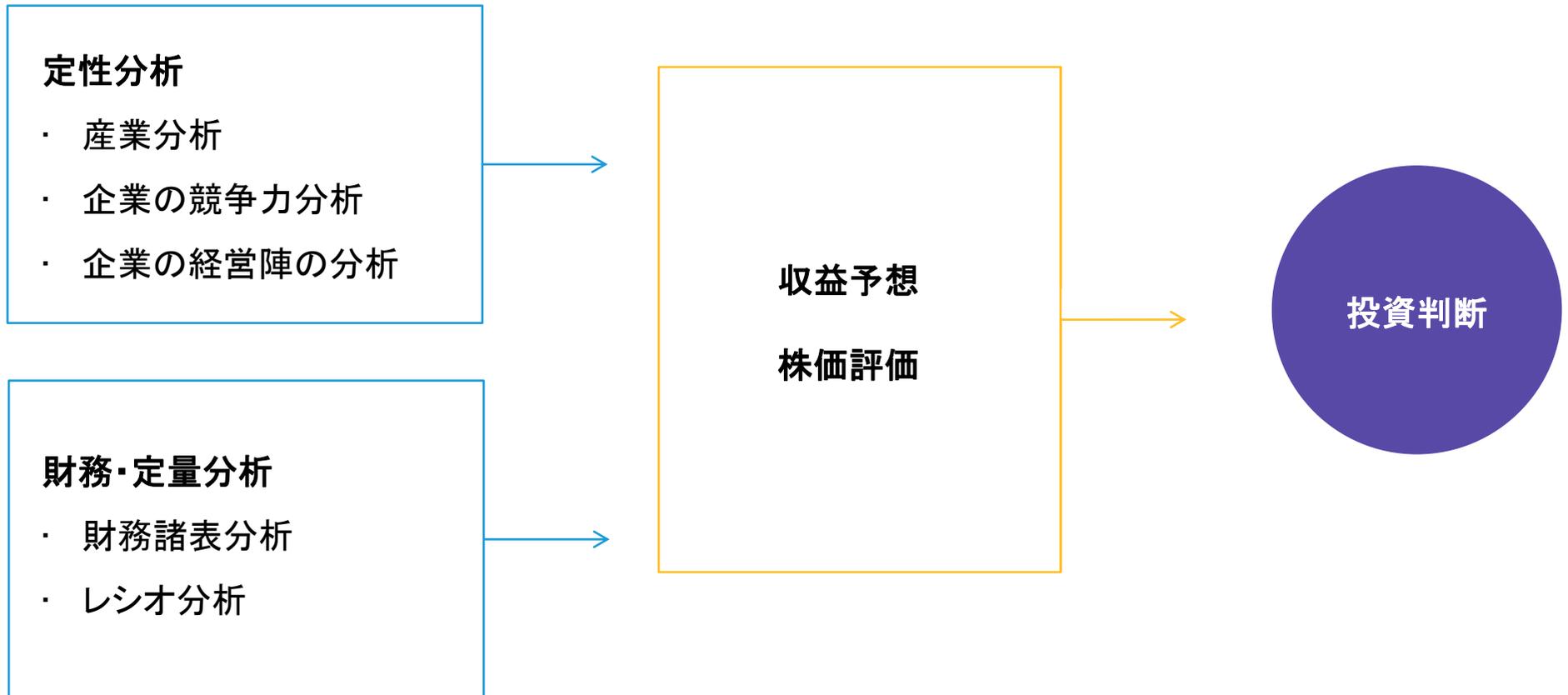
企業分析・評価

企業分析・評価の基礎

- 分析フレームワーク
- 定性分析
- 定量分析
- 収益予想と株価評価
- 株価の絶対評価
- 株価の相対評価

企業分析および評価

投資判断のための企業分析フレームワーク

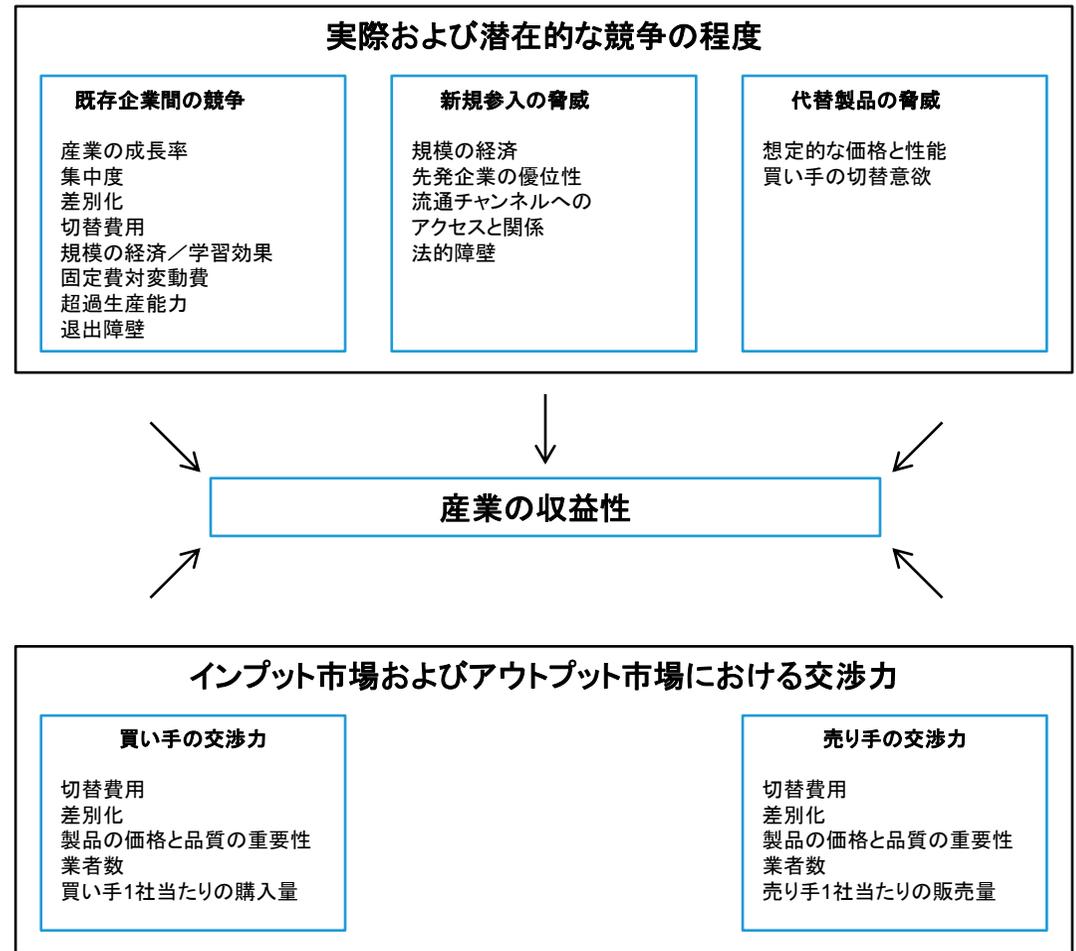


出所: AB

定性分析

定性分析は財務・定量分析を有効に行うための重要なステップ

- 産業(セクター)分析
 - 産業のライフサイクル、成長性、競争環境
- 企業の競争力分析
 - 企業のライフサイクル、競争ポジション
- 経営陣の分析
 - 戦略の方向性、執行能力



出所: 企業分析入門(1999年)

財務・定量分析①

財務・定量分析：企業の体力や体質を理解し、予想の精度を高める

<財務諸表と収益性、効率性、安全性の関係>

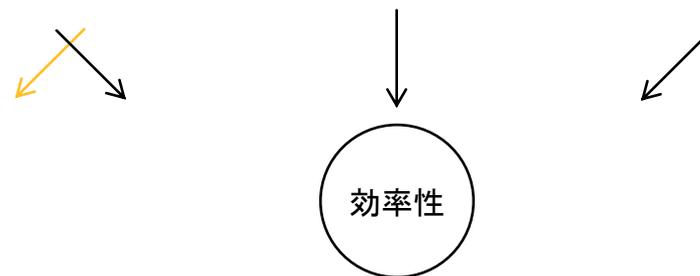
キャッシュフロー表

I	営業活動によるキャッシュフロー
II	投資活動によるキャッシュフロー
III	財務活動によるキャッシュフロー
IV	為替変動の現金および現金同等物への影響額
V	現金および現金同等物の純増加額
VI	現金および現金同等物の期首残高
VII	現金および現金同等物の期末残高



損益計算書

I	売上高	× × ×
II	売上原価	× × ×
	売上総利益	× × ×
III	販管費および一般管理費	× × ×
	営業利益	× × ×
IV	営業外損益	× × ×
	経常利益	× × ×
V	特別損益	× × ×
	税金等調整前当期純利益	× × ×
	法人税、住民税および事業税	× × ×
	当期純利益	× × ×



貸借対照表

高 ↑ 安全性 ↓ 低	流動資産	流動負債	低 ↑ 安全性 ↓ 高
	固定資産	株主資本	



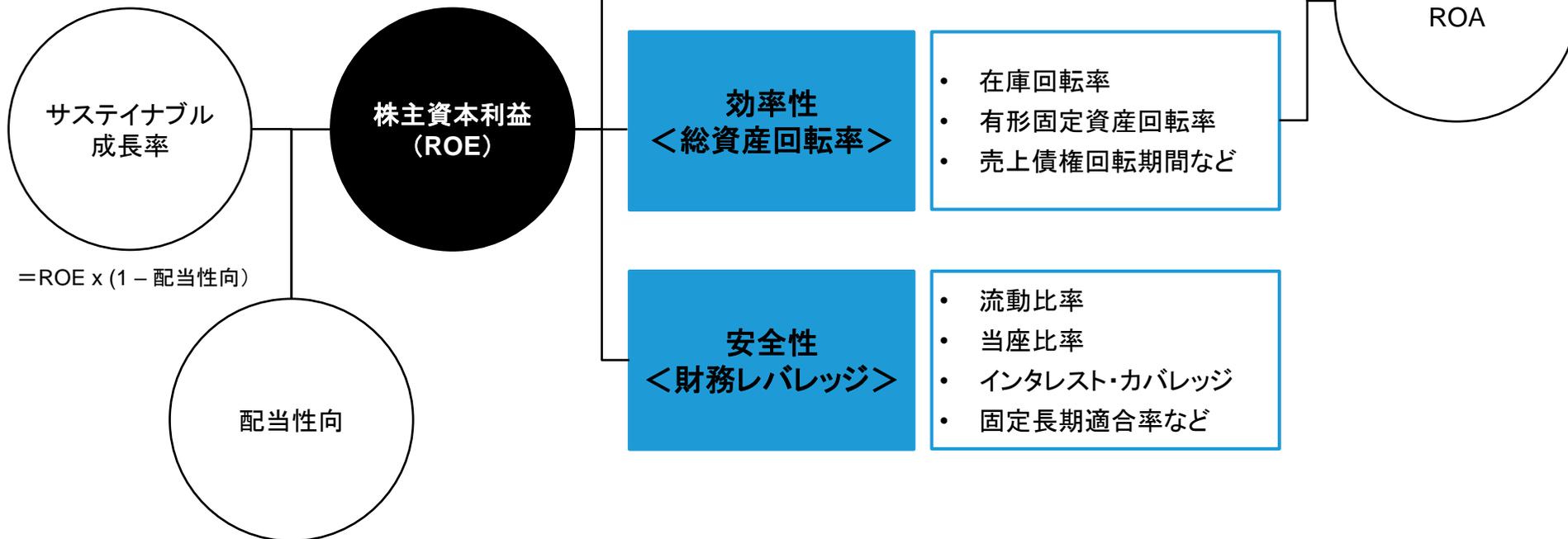
出所：企業分析シナリオ(2006)、AB

財務・定量分析②

ROEは企業の収益性を示すサマリーの指標

ROE = 純利益 / 自己資本

= 売上高純利益率 (純利益 / 売上高)
x 総資産回転率 (売上高 / 総資産)
x 財務レバレッジ (総資産 / 自己資本)



出所: 企業分析入門(1999)、AB

財務・定量分析③

ROICは経営指標として、より優れた指標

ROIC (投下資本利益率)

債権者と株主から調達した資本に対し、どれだけのリターンをもたらしているか

(算出式)

$$\text{ROIC} = \text{税引後営業利益(NOPAT)} \div \text{投下資本(期初と期末の平均)}$$

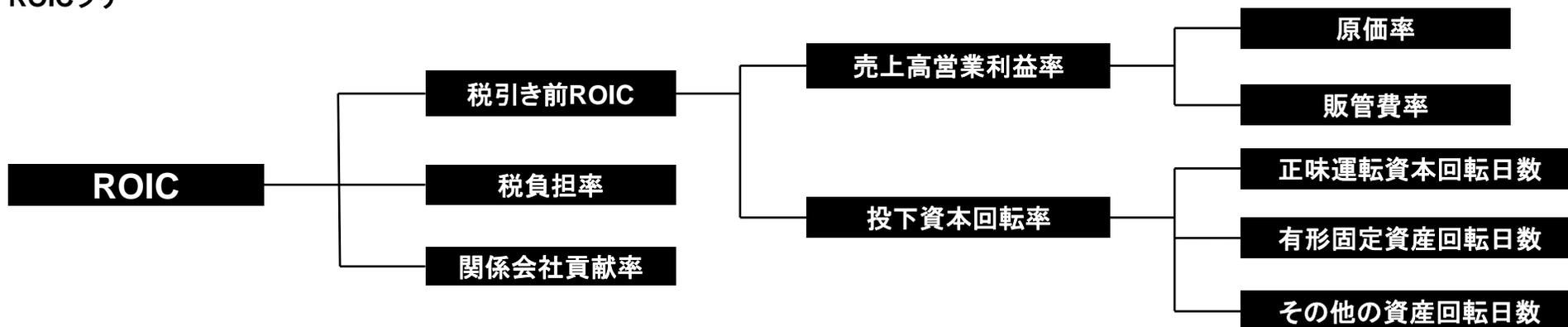
$$\text{投下資本} = \text{有利子負債} + \text{純資産(株主資本)}$$

(ROEとの違い)

分子: 純利益 ⇒ 営業利益 (本業の稼ぐ力をより表す)

分母: 自己資本 ⇒ 投下資本 (財務レバレッジの影響を排除できる)

ROICツリー



出所: ROE戦略(2016)、AB

収益予想と株価評価

収益予想

- **会計数字**で評価・予想

X年間のP/L、B/S、CFを予想

<前提条件>

- 原料・生産コスト
 - 販売管理費
 - 売価
 - 数量
 - 設備投資
 - その他
- **非会計数字**で評価・予想
 - ブランド価値
 - 経営陣
 - 研究・開発他

株価評価

- **(絶対評価)** DDMやDCF等による評価

- 成長性
- 事業リスク
- 資本コスト
- その他

様々なシナリオの下で分析が可能
買収やアクティビストの立場

- **株価倍率に基づく評価(相対価値)**

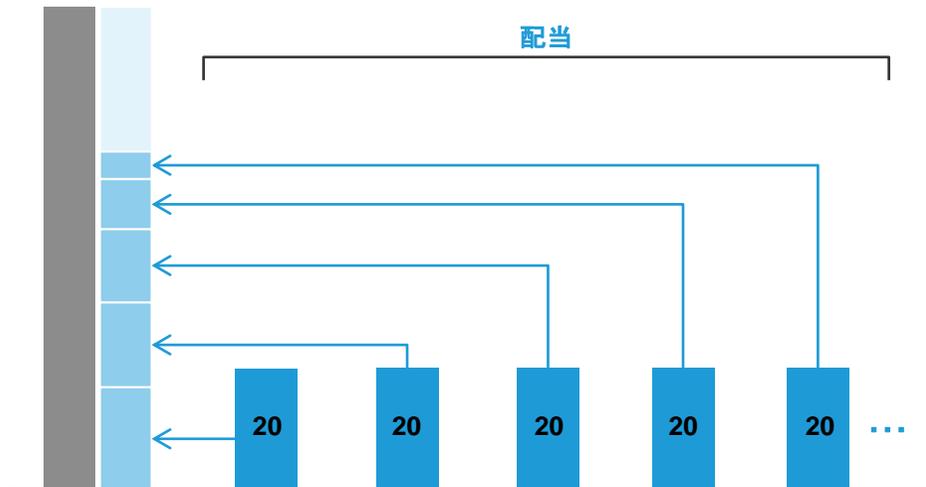
- 株価収益率 PER
- 株価資産倍率 PBR
- 株価キャッシュフロー倍率 PCFR
- Sum of the parts 分析
- その他

妥当な倍率を見出すことが必要
少数株主の立場

絶対評価：配当割引モデル(DDM)

① 配当が永遠に毎年20円とした場合、この株式の価値はいくらか？

配当割引モデル



現在	1年後	2年後	3年後	4年後	5年後
合計 400	$20 \div 1.05$ = 19.0	$20 \div 1.05^2$ = 18.1	$20 \div 1.05^3$ = 17.3	$20 \div 1.05^4$ = 16.5	$20 \div 1.05^5$ = 15.7

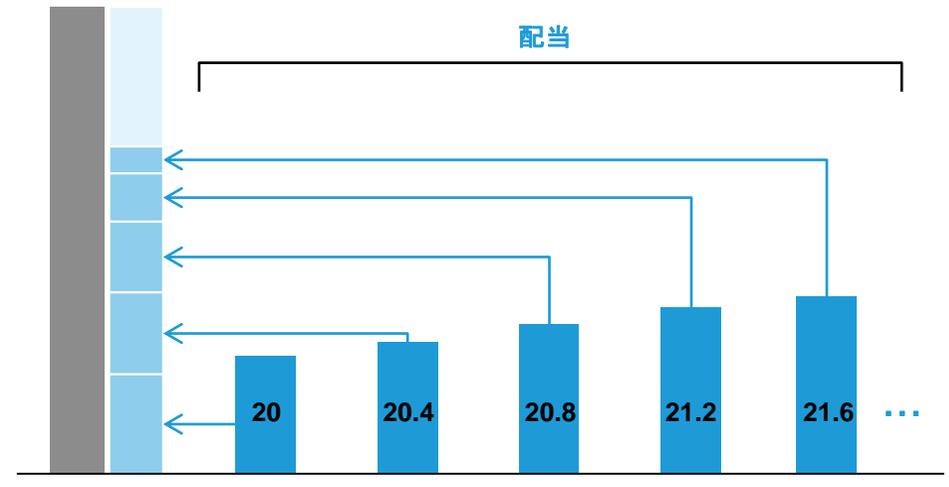
D=配当、k=要求リターン(株主資本コスト率)

株式価格Pを数式で表現すると $P_0 = \frac{D}{k}$

「配当÷要求リターン」で計算できる

② 当初20円で年率2%で増える配当を永遠に受け取れる株式の価値はいくらか？

定率成長配当割引モデル



現在	1年後	2年後	3年後	4年後	5年後
合計 667	$20 \div 1.05$ = 19.0	$20 \times 1.02 \div 1.05^2$ = 18.5	$20 \times 1.02^2 \div 1.05^3$ = 18.0	$20 \times 1.02^3 \div 1.05^4$ = 17.5	$20 \times 1.02^4 \div 1.05^5$ = 17.0

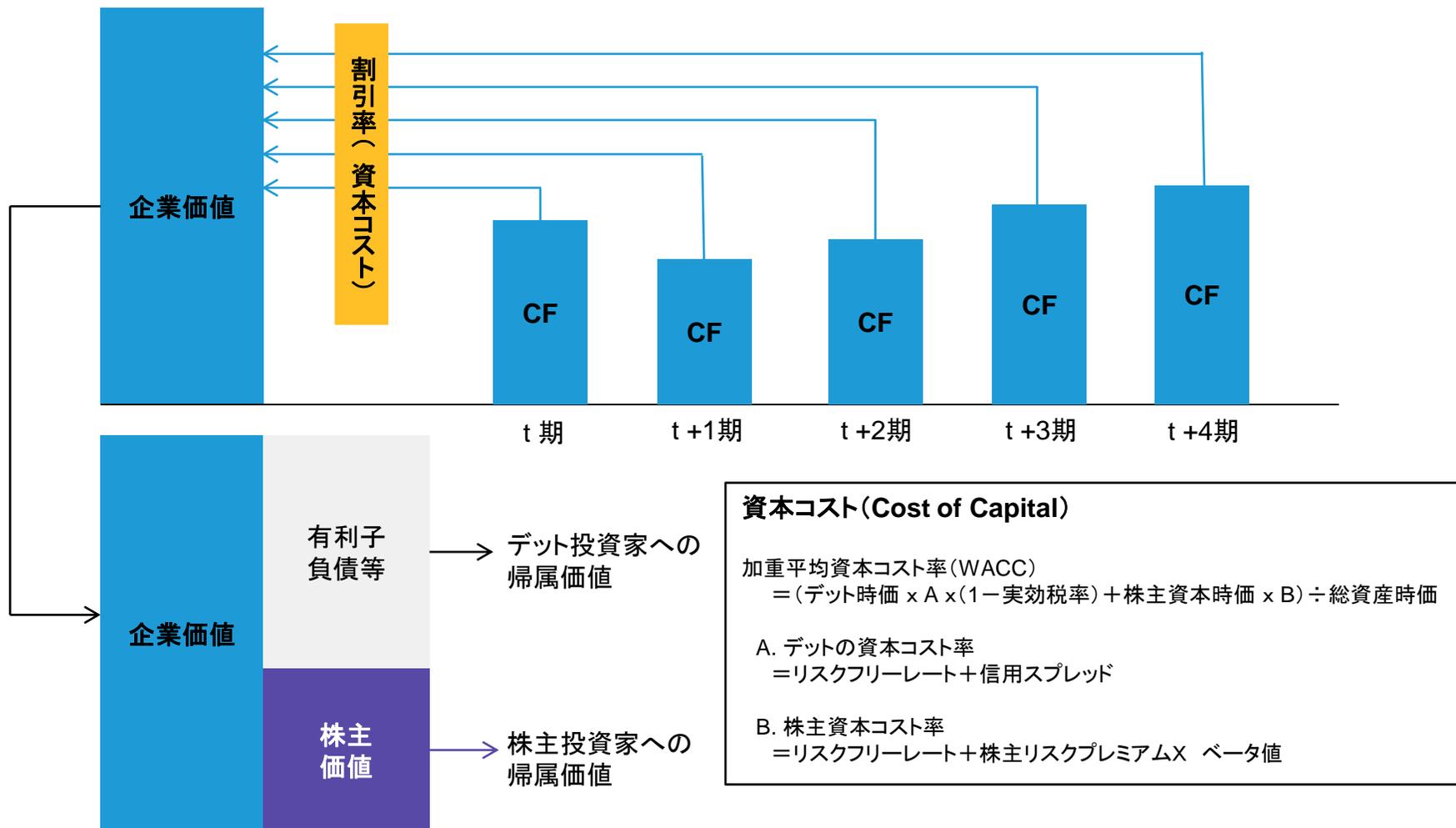
D=配当、k=要求リターン(株主資本コスト率)

G=配当成長率として、

株式価格Pを数式で表現すると $P_0 = \frac{D}{k-g}$

「配当÷(要求リターン-配当成長率)」で計算できる

絶対評価：割引キャッシュフロー(DCF)モデル



出所: 企業価値を高める経営戦略(2014)、AB

相対評価：株価倍率による評価

株価算出の公式のようなものではなく、株価形成について投資家がどう考えているか説明するツール

評価方法

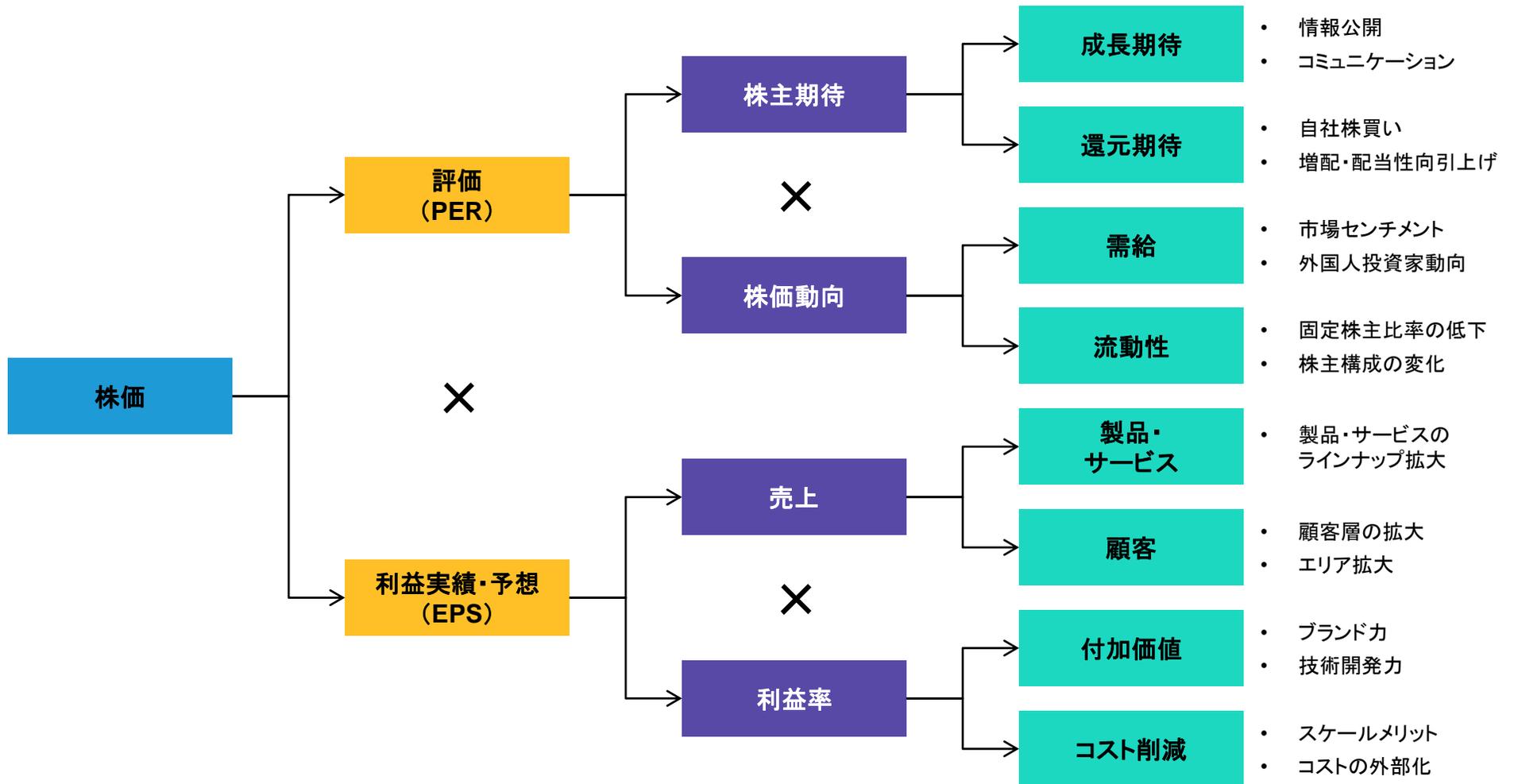
- 1st ステップ: 該当する銘柄の倍率を市場倍率、セクター倍率、同業他社の倍率と比較
プレミアム(割高)幅やディスカウント(割安)幅は一定か、変化しているか
- 2nd ステップ: どのような要因が倍率を決定しているか分析
- 3rd ステップ: 予想利益やCF等 x 倍率で、株価を計算

各種倍率の特徴

- PER: 株価／純利益 最も多くの投資家を使用している
- PCF: 株価／キャッシュフロー 会計操作余地が少ない
- PBR: 株価／純資産価値 金融機関の評価に広く使われる
- PSR: 株価／売上 最も会計の操作余地が少ない、ノーマルな利益率を前提とする
- EV/EBITDA: 企業価値／EBITDA M&A指標、支配株主の観点
(企業価値＝株式時価総額＋有利子負債－現金)

出所: Investment analysis and management of portfolios (2000)、ドイツ証券、AB

収益予想と株価評価のまとめ

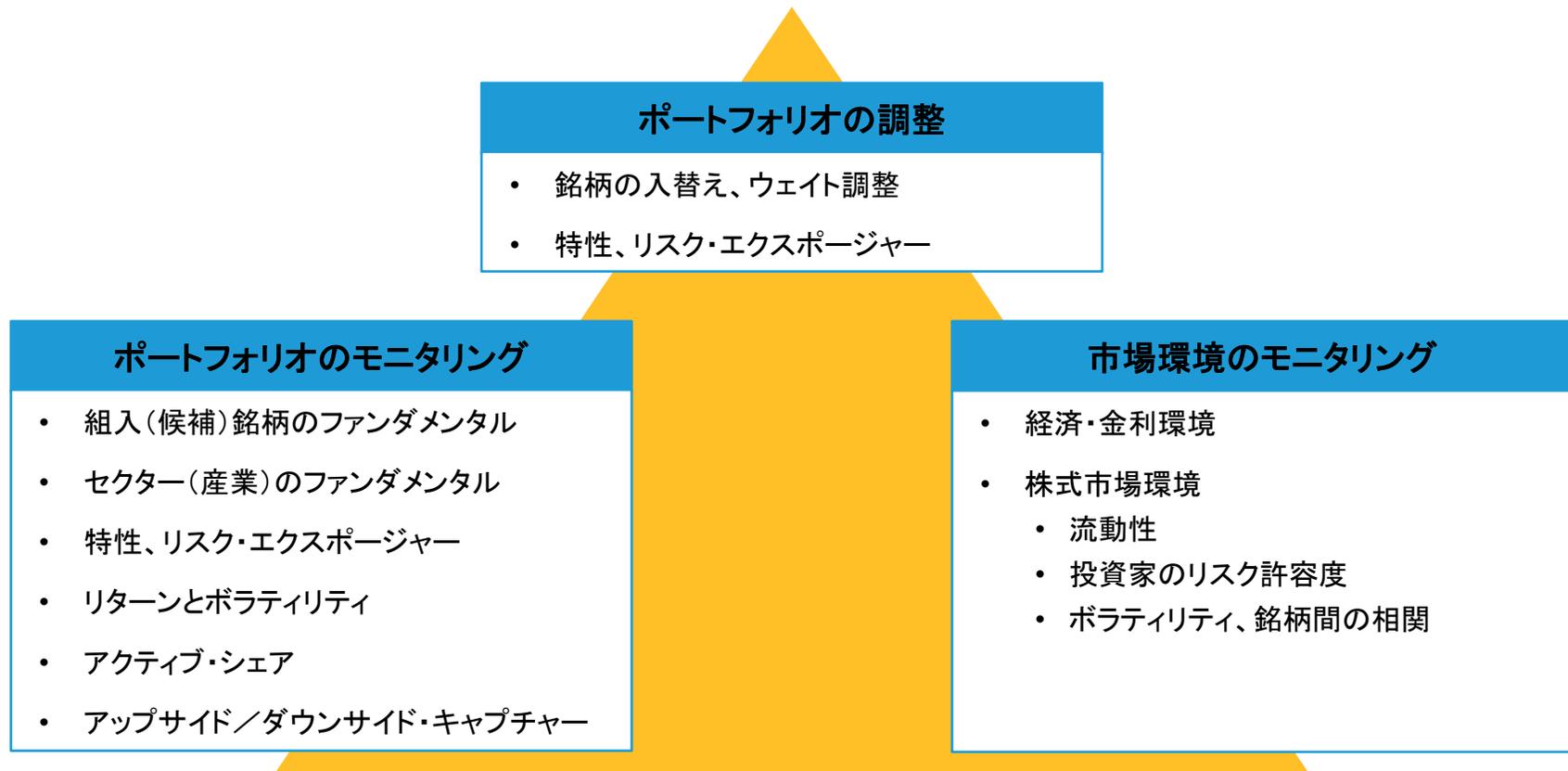


出所: 企業分析養成講座(2008)、AB

株式アクティブ運用の実際— ポートフォリオ構築の事例

株式ポートフォリオの構築プロセス

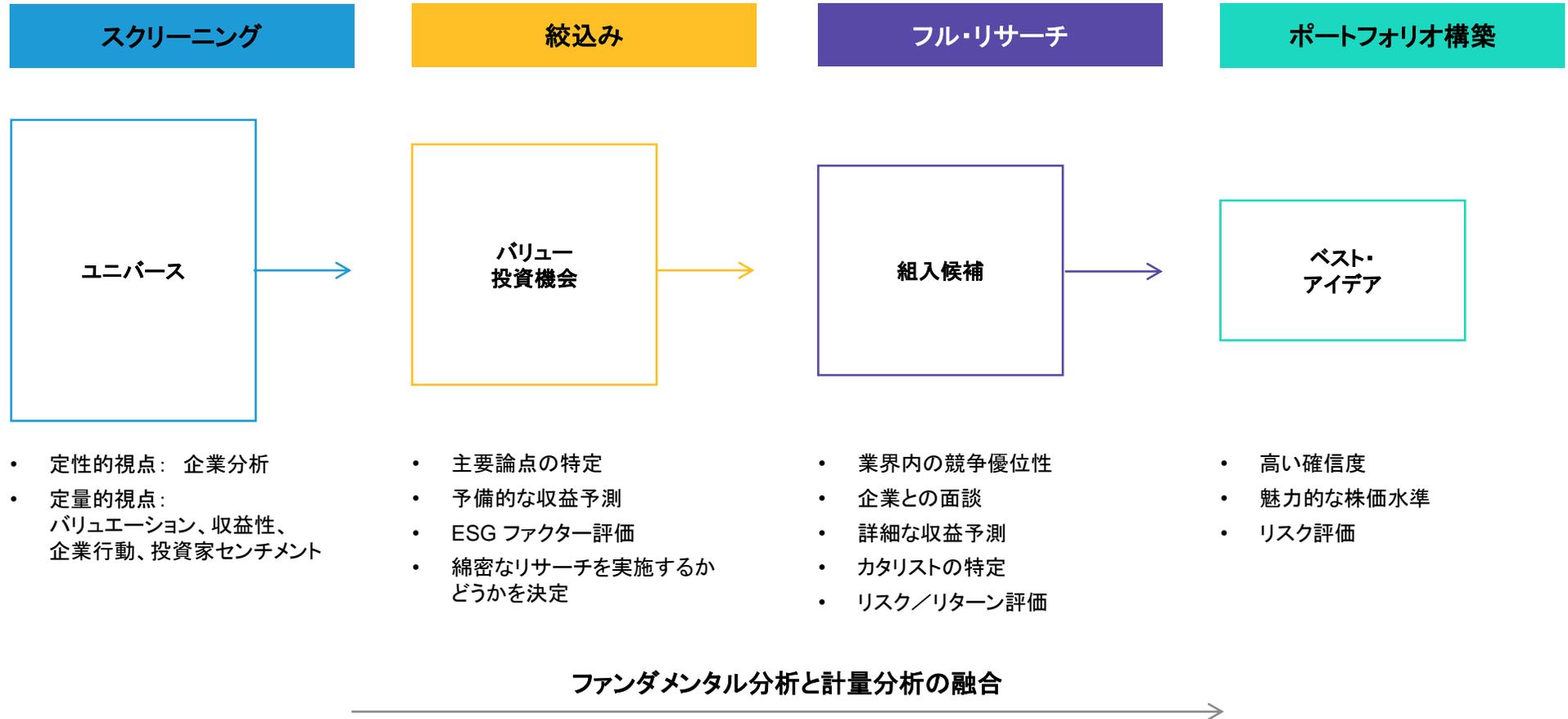
ポートフォリオ全体で、適正なリスク水準でリターンを最大化することを目指し、市場環境も考慮に入れ、最適の銘柄群を最適比率で投資すべく、管理していくプロセス



出所: AB

ポートフォリオ構築プロセスの事例①：日本株式バリュー運用

バリュー運用



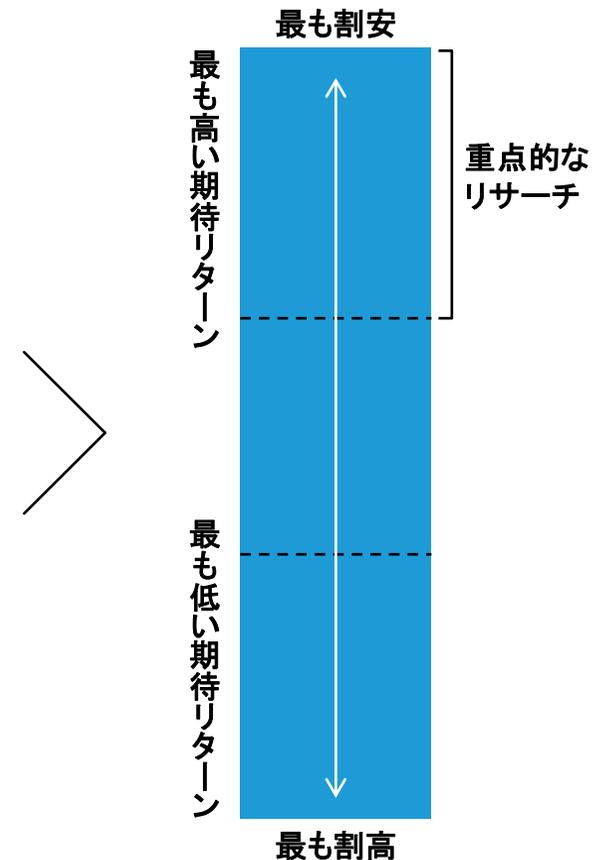
出所：AB

運用プロセス: スクリーニング

バリュー投資機会の発掘

バリュー運用

視点	ファクター
バリュエーション	修正株価純資産倍率 景気循環調整後株価収益率 企業価値売上高倍率 株価予想収益率 株価収益率 株価キャッシュフロー倍率
収益性	株主資本利益率 フリーキャッシュフロー総資産比率 フリーキャッシュフロー売上高比率 経常営業アクルーアル 経常営業アクルーアル売上高比率
企業行動	純株式発行 純負債発行 資産成長率
投資家センチメント	価格モメンタム 空売り残高
	デフォルト確率

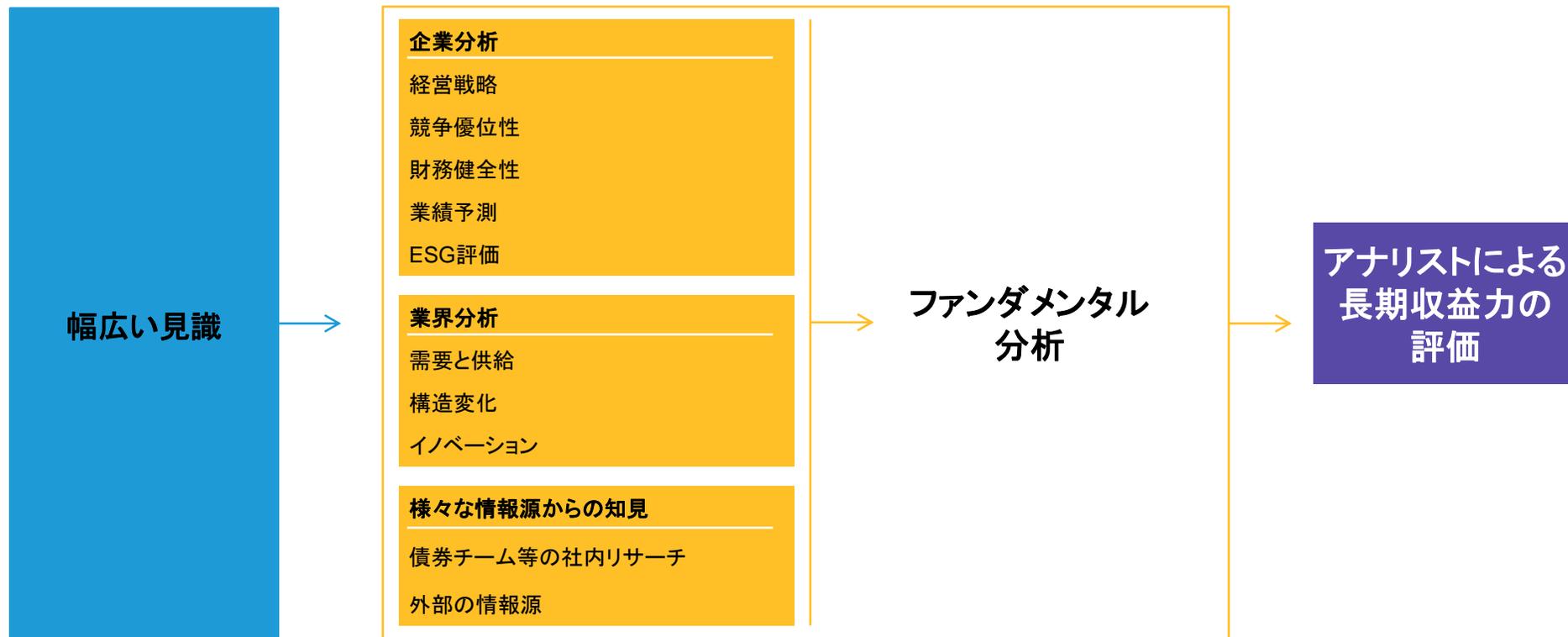


上記は例示目的です
出所: AB

運用プロセス：絞込みとフル・リサーチ

企業リサーチ：長期収益力の評価

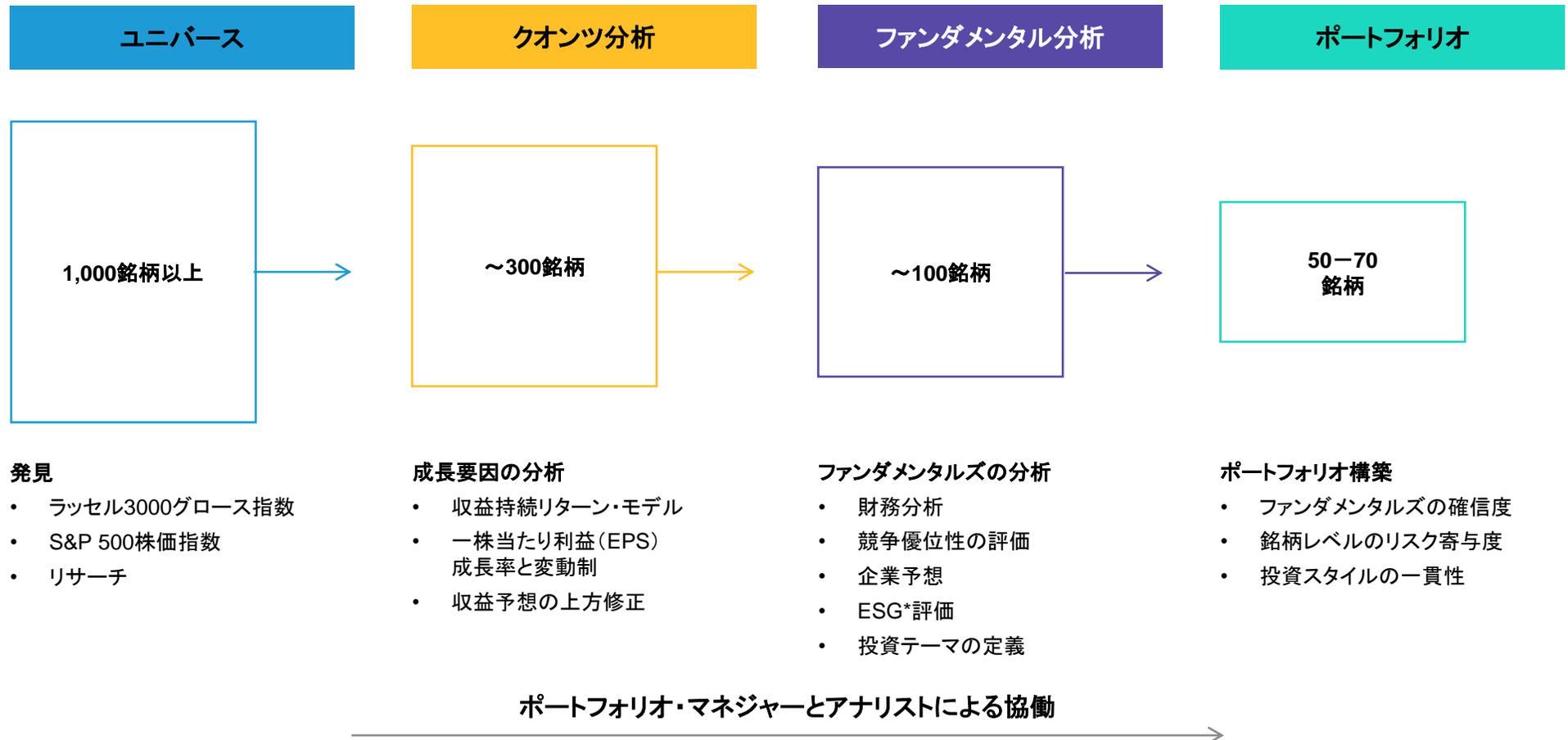
バリュー運用



出所：AB

ポートフォリオ構築プロセスの事例②：米国株式グロース運用

グロース運用



*ESG: 環境、社会、企業統治 (ガバナンス)
出所: AB

クオンツ分析：収益持続リターン・モデル

グロース運用

長期にわたって持続的に高リターンをあげる銘柄がアウトパフォーマンスする

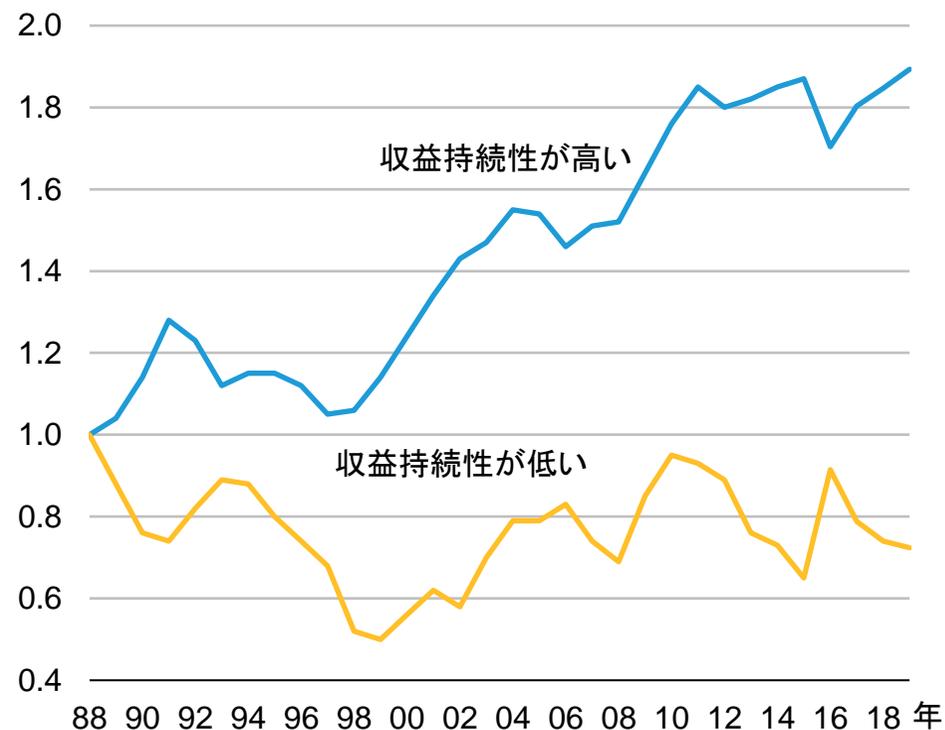
クオンツ分析



収益持続リターン・モデル

- ROA(総資産利益率)が高い
- ROAが改善傾向にある
- ROAの変動が小さい
- 資産回転率が高い
- バランスシートが強固

相対パフォーマンスの推移



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。

AB独自の収益持続リターン・モデルに基づきます。ユニバース：時価総額が米国株式全体の1ベース・ポイント以上である米国大型株式。収益持続性が高い(低い)とは、モデルに基づくランキングで上位(下位)20%に属するもの

2019年12月31日現在

出所：AB

ファンダメンタル分析：リサーチ・レビュー

グロース運用

徹底した企業ファンダメンタル分析

企業分析

- 経営戦略
- 競争ポジション
- バランスシート
- 収益予想
- 財務政策の規律

業界分析

- 需給環境
- 構造的な変化
- 技術革新

リサーチ内容

主要な質問

チェック事項



事業として魅力があるのか？

ビジネスモデル、収益性、ESG*、業界構造



経営陣は成長が持続可能な戦略を立てているのか？

資本政策



参入障壁は何か？

差別化、防御力



成長機会はどこにあるのか？

営業効率の改善なのか
売上拡大による成長機会か

*ESG: 環境、社会、企業統治
出所: AB

リスク・マネジメント

ファンダメンタルズの確信度と統合的な銘柄レベルのリスクテイク

銘柄リスク

機動的な投資テーマのレビュー

- ファンダメンタルズの確信度と投資テーマの陳腐化リスクにフォーカス
- バリュエーション

ポートフォリオ・リスク

理性的なリスクテイク

- 個別銘柄のアクティブ・リスクへの寄与度を、リスク上限の範囲内に管理し、銘柄への確信度を反映
- 意図しないBarraのファクター・エクスポージャーを最小化

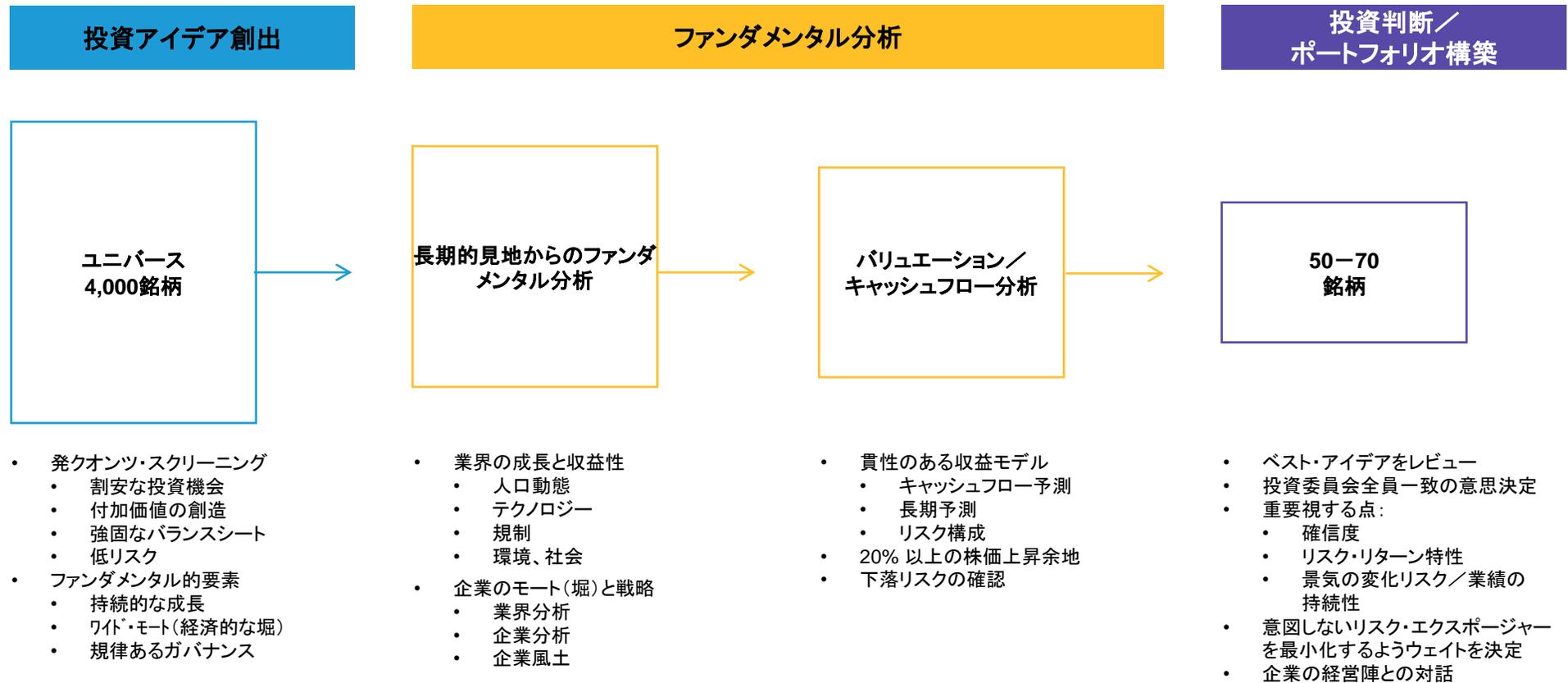
スタイル・リスク

市場指数を一貫して上回る長期パフォーマンス

- 長期的な勝者になることと、複利効果にフォーカス
- 低クオリティの特性をアンダーウェイト

ポートフォリオ構築プロセスの事例③: グローバル株式コア運用

コア運用



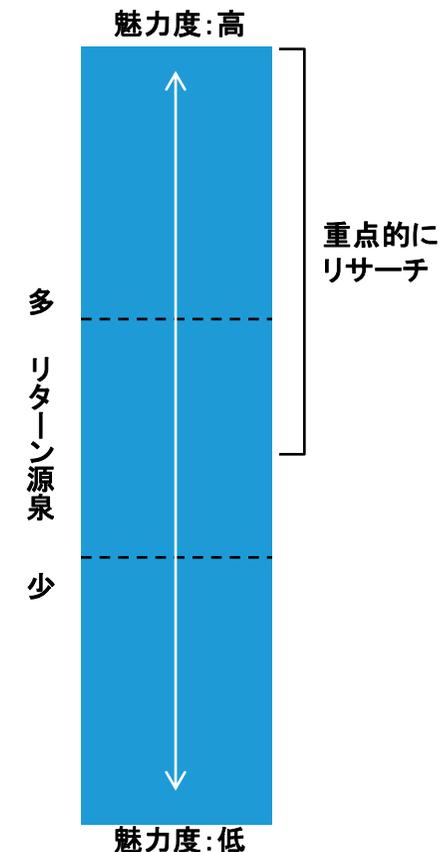
ESGはクオンツ・スクリーニング、ファンダメンタル分析、収益モデルのそれぞれのステップに組み込まれている

出所: AB

組入候補の特定

割安な優良企業の発掘

ドライバー	定量的手法	定性的手法
収益力と持続性	<ul style="list-style-type: none"> モーニング・スター・モート HOLT eCAP CFROI* の水準 CFROI* のトレンド 	<ul style="list-style-type: none"> 参入障壁、競争優位性 プライシングパワー 創造的破壊 規制の変化 ブランド、特許
成長	<ul style="list-style-type: none"> 売上成長 キャッシュフローの伸び 	<ul style="list-style-type: none"> 業界成長 人口動態 製品のイノベーション 企業風土
リスク	<ul style="list-style-type: none"> 債務比率 固定費カバレッジ・レシオ CFROI* の変化 	<ul style="list-style-type: none"> ストレス・テスト 事例分析
資本政策	<ul style="list-style-type: none"> トータル・イールド 	<ul style="list-style-type: none"> 経営陣へのインセンティブ
バリュエーション	<ul style="list-style-type: none"> 株価フリーキャッシュフロー比率 EV / EBITDA 株価予想収益率 リスクプレミアム 	<ul style="list-style-type: none"> DCFバリュエーション シナリオ分析



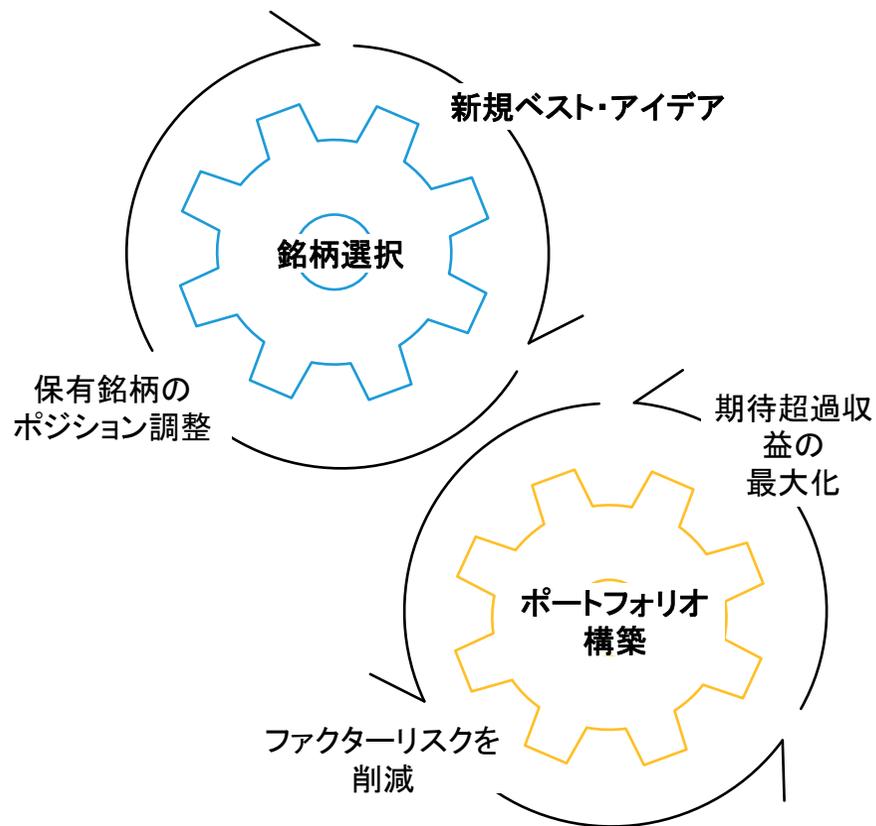
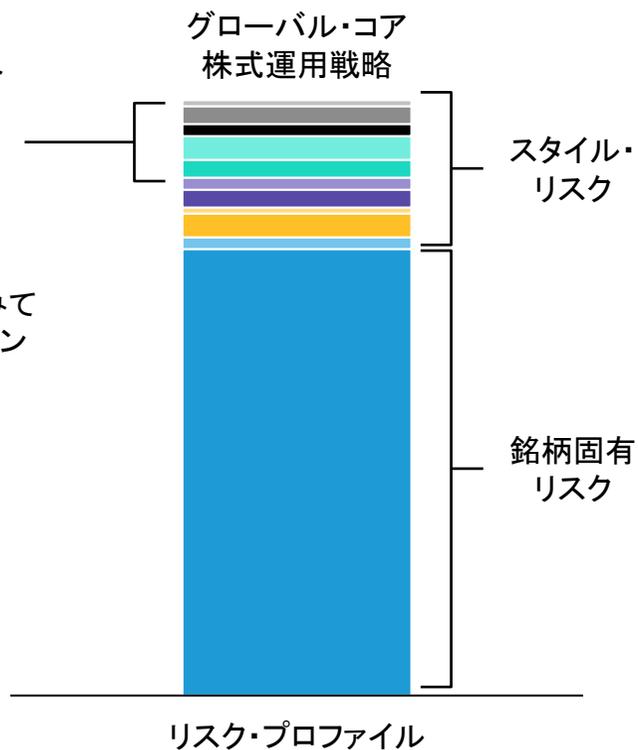
上記は例示目的です。

*CFROI(Cash Flow Return on Investment)は、投資に対する現金収益率。事業のために投じた資本から、どれだけの利回りでキャッシュフローを生み出しているかを示しています。

出所:AB

ポートフォリオ構築

- 高いROIC*
- 強固なバランスシート
- 規律ある資本政策
- 好ましい経営陣のインセンティブ
- キャッシュ創出力でみて割安なバリュエーション



上記は例示目的です。ベンチマーク: MSCI ACWI

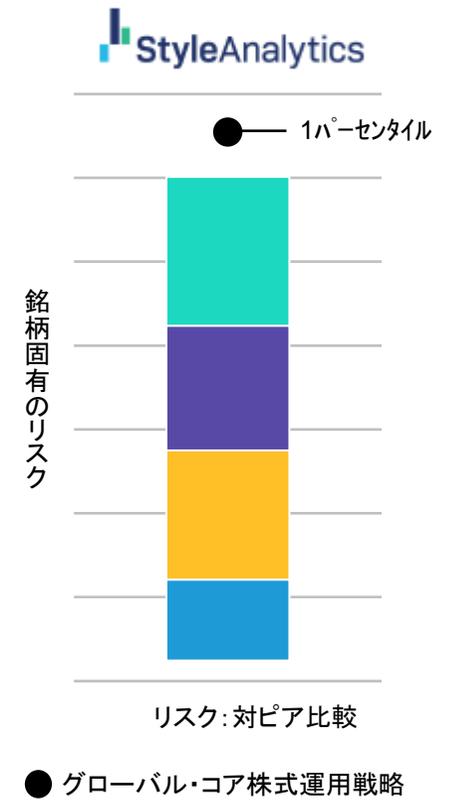
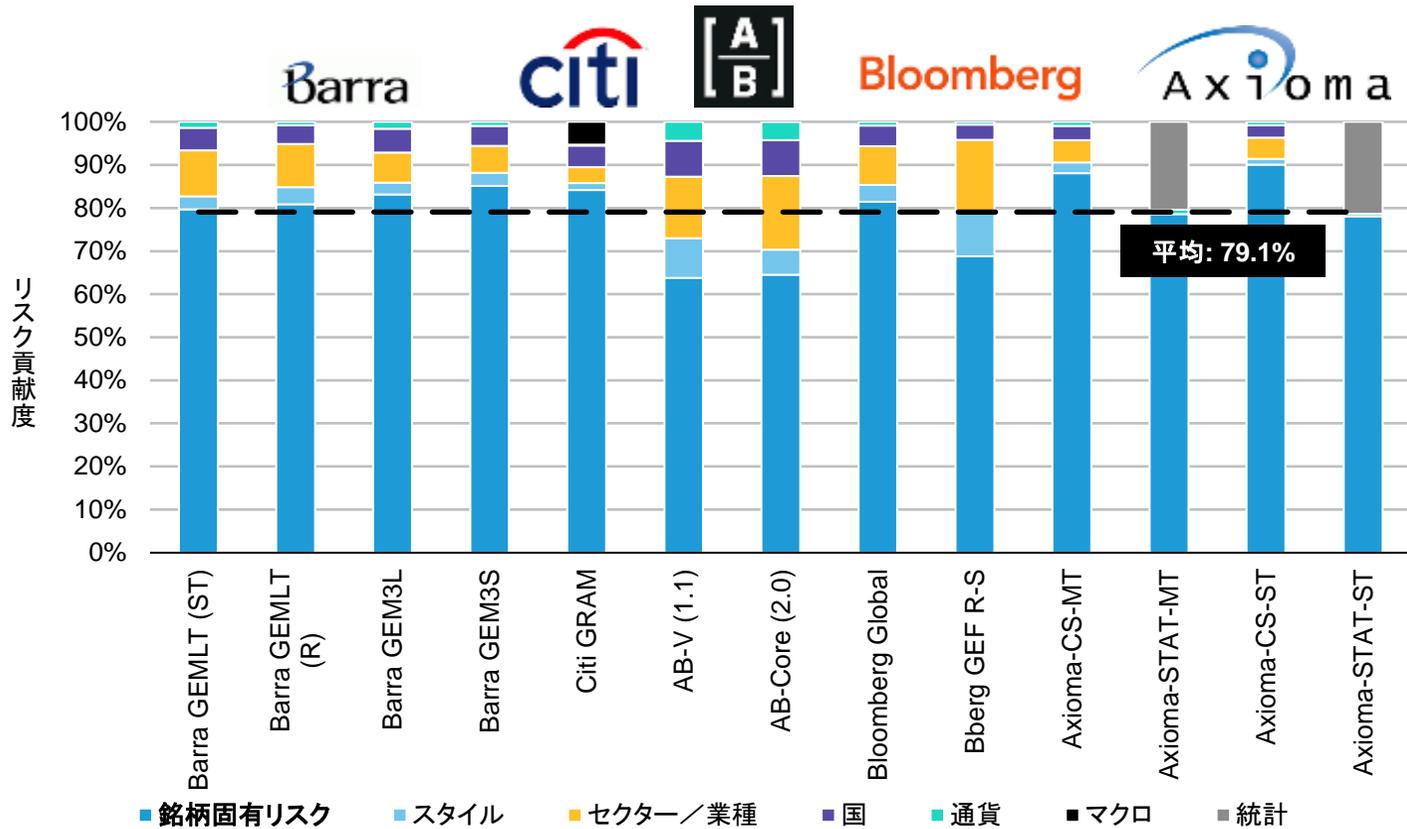
*ROIC (Return on Invested Capita) は投下資本利益率であり、税引後営業利益を投下資本で割ることで求められる指標

出所: ファクトセット、MSCI、AB

リスク管理：リスクのモニタリングおよび評価方法

複数のリスクモデルを活用

コア運用



スタイル・リサーチの図(右図、2019年10月31日現在)はモーニングスターEAAグローバル大型ブレンド株式ユニバースにおいてトラッキングエラー(対MSCI ワールド指数)に起因する株式のリスクを比較したもの。この割合が高いほど、当該運用戦略の銘柄固有リスクが高いことを示します。

2019年12月31日現在

出所: Axioma、ブルームバーグ、シティグループ、MSCI パーラー、スタイル・リサーチ、UBS、AB

ESGインテグレーションとエンゲージメント：アクティブ投資の要

全戦略共通

ESGは投資・調査プロセス及び企業との対話に深く浸透している



上記は図解による説明のみを目的としたものです。
出所：AB

2024年

株式投資基本編

マクロ経済の基本的な考え方

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

当資料のお取り扱いにおけるご注意

AIRI (AllianceBernstein Ibbotson Research Institute) はアライアンス・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)とイボットソン・アソシエイツ・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555号 【加入協会】一般社団法人日本投資顧問業協会)が共同で開催する運用関係者向け研修プログラムです。

当資料は情報提供のみを目的としてアライアンス・バーンスタイン株式会社が作成した資料です。当資料は信用できると判断される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、当資料に掲載されている予測、見通し、見解のいずれも実現される保証はありません。当資料の内容は予告なしに変更することがあります。アライアンス・バーンスタイン(以下、「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。

理論編

<ポイント>

マクロとはミクロの集積である

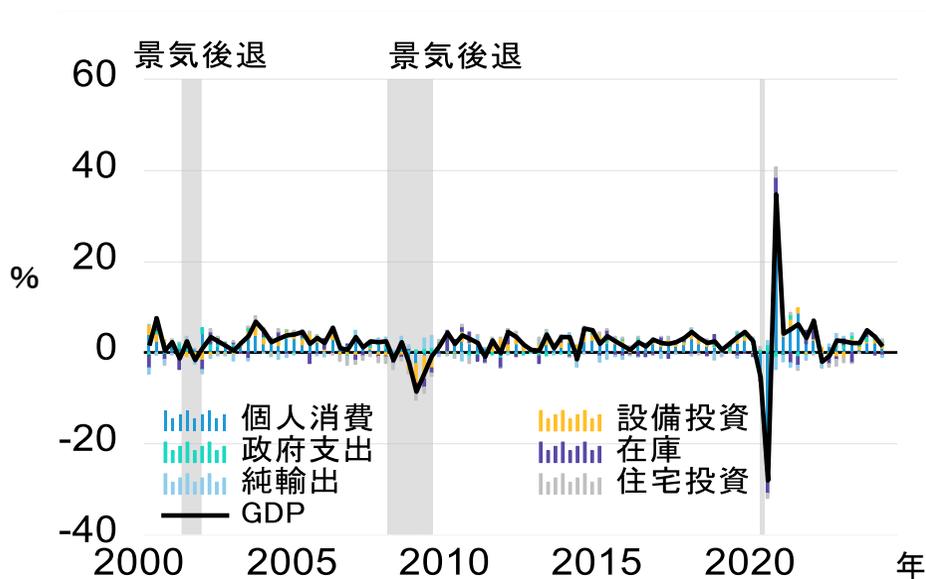
1. 国内総生産(GDP)統計
2. 生産に関する統計
3. 企業関連統計
4. 個人消費に関する統計
5. 住宅に関する統計
6. 労働・雇用に関する統計
7. 物価に関する統計
8. 景気先行指標と金融市場

1. 国内総生産(GDP)統計

米国の例

- 需要サイドからみた主要項目は6つ(個人消費、設備投資、住宅投資、在庫投資、財・サービス純輸出、政府支出)
- 米国の個人消費はGDP構成比約7割を占める主要項目
- 商務省経済分析局が発表(速報値:当該四半期後の翌月末、暫定値:同翌翌月末、確定値“同3カ月末)

国内総生産(GDP)成長率



項目	金額(兆ドル)	構成比
名目GDP	20.6	100%
個人消費	14.0	68%
財	4.4	21%
耐久財	1.5	7%
非耐久財	2.9	14%
サービス	9.6	47%
設備投資(非住宅投資)	2.8	14%
構築物	0.6	3%
機械設備	1.2	6%
知的財産	0.9	4%
住宅投資	0.8	4%
在庫増減	0.05	0%
輸出	2.5	12%
財	1.7	8%
サービス	0.8	4%
輸入	3.1	15%
財	2.6	13%
サービス	0.6	3%
政府支出	3.6	17%
連邦政府	1.3	6%
地方政府	2.2	11%

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。

左図:2000年1-3月期から2024年1-3月期、右図:2018年名目GDP

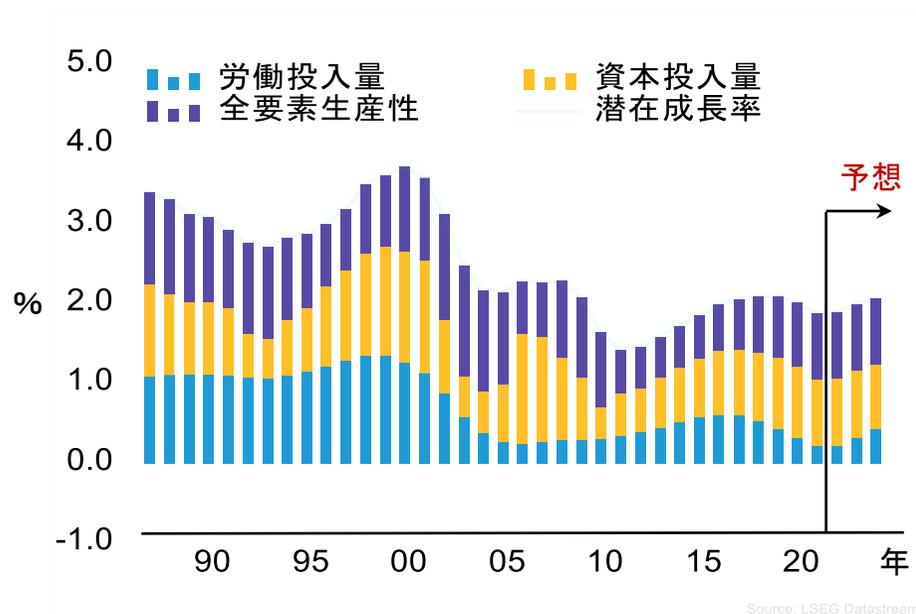
出所:Refinitiv、AB

1. 潜在成長率

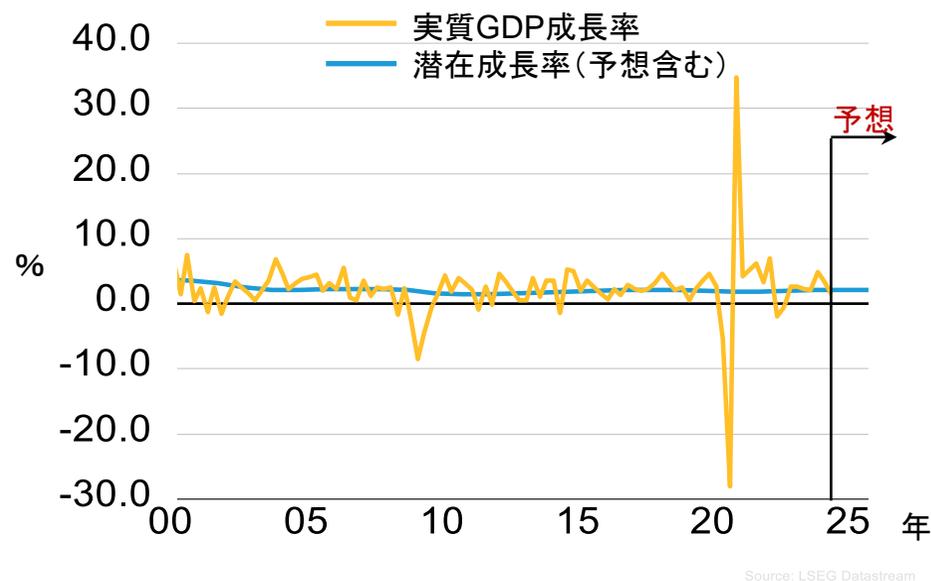
米国の例

- 供給サイドからみた主要項目は3つ(労働投入量、資本投入量、全要素生産性)
- 米国の労働投入量が低下している要因とは
- 潜在成長率と実質GDP成長率の比較

潜在成長率



潜在成長率と実質GDP成長率



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。予想は今後変更される可能性があります。
左図: 1985年-2025年(2023年以降はOECD予想)、右図: 2000年-2025年(潜在成長率については2023年以降はAMECO予想)
出所: Refinitiv、AB

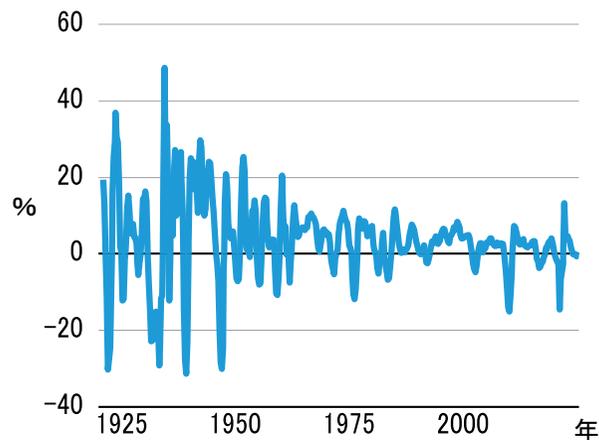
2. 生産に関する統計

米国の例

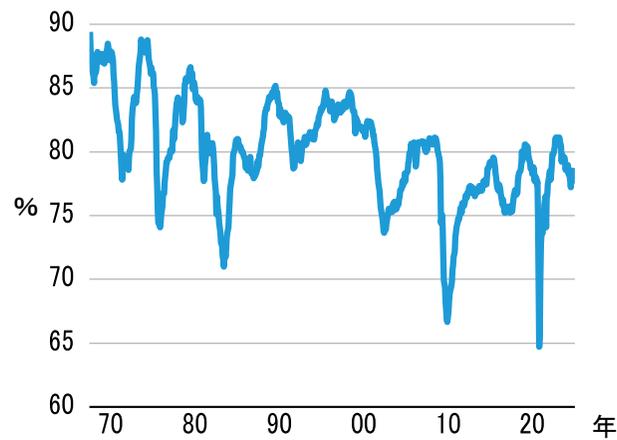
- 鋳工業生産指数: 鋳工業部門の生産動向を指数化したもの
- 設備稼働率: 生産能力に対する実際の生産量の比率
- 耐久財受注: 製造業受注に関して新規受注、出荷、在庫、受注残などが含まれる

米鋳工業生産指数

前年同月比

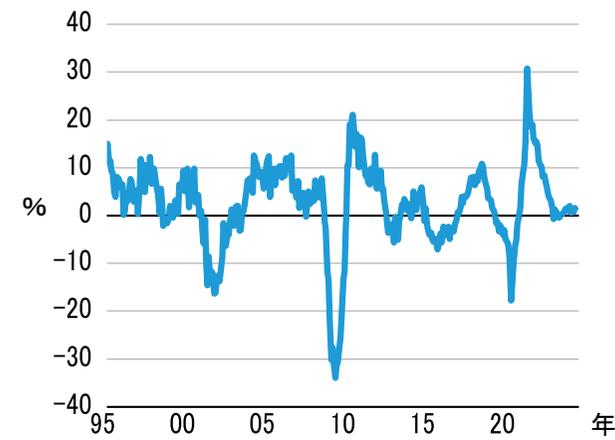


米設備稼働率



耐久財受注(非国防資本財受注)

前年同月比



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。

左図: 1925年1月 - 2024年5月、中央図: 1967年1月 - 2024年5月、右図: 1995年1月 - 2024年5月

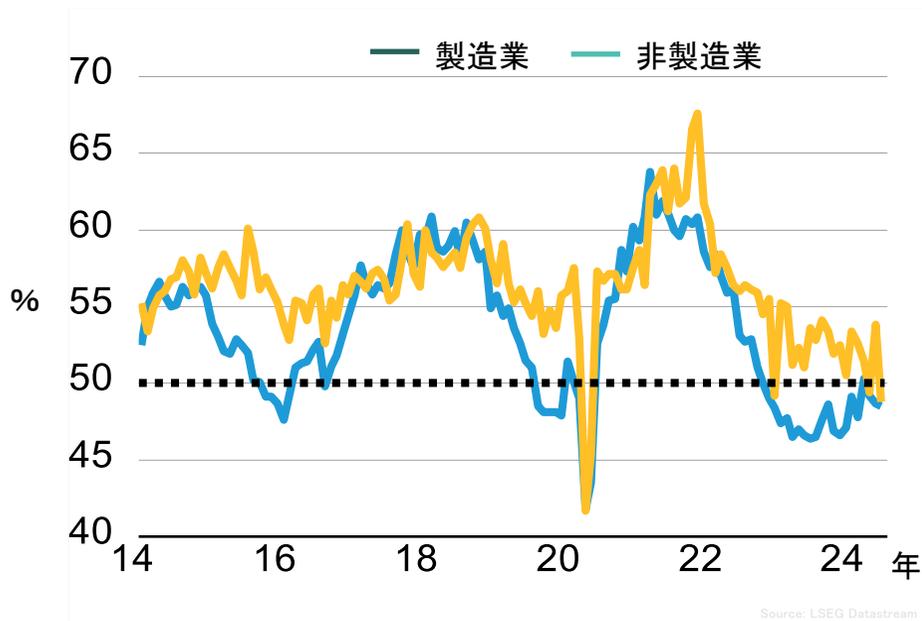
出所: Refinitiv、AB

3. 企業関連統計

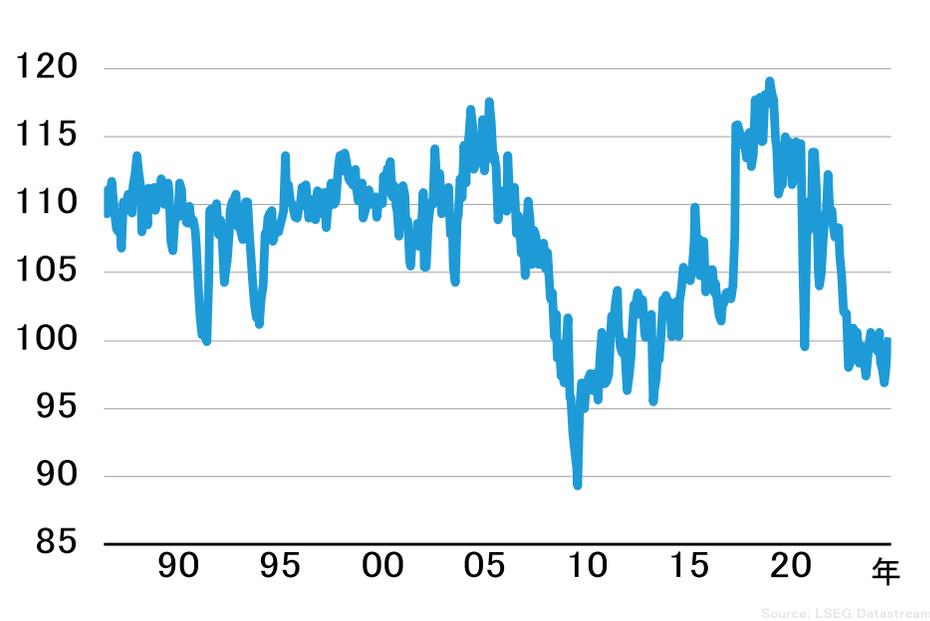
米国の例

- ISM景気指数(全米供給管理協会)
- 製造業と非製造業
- その他、NFIB中小企業楽観指数、各連銀製造業指数など

ISM製造業・非製造業指数



NFIB中小企業楽観指数



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。

左図: 2014年1月-2024年6月、右図: 1986年1月-2024年5月

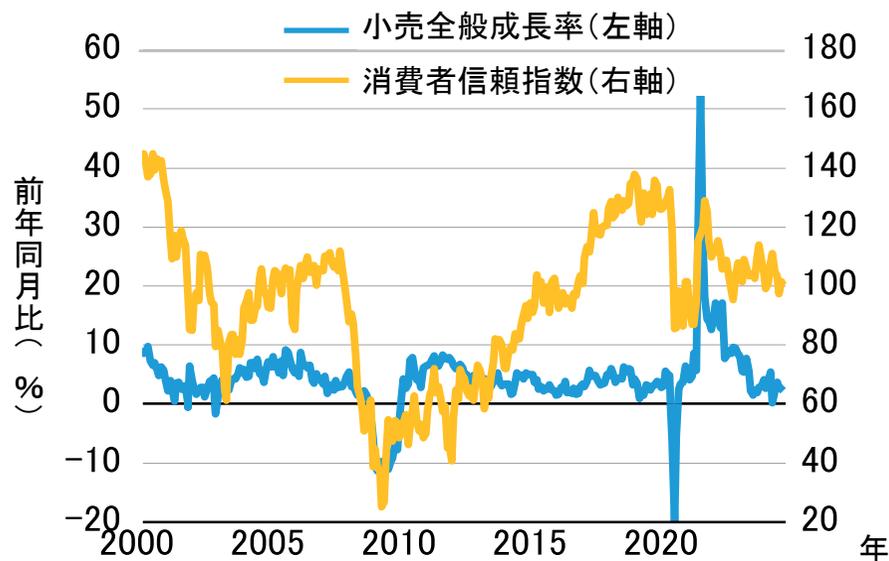
出所: Refinitiv、AB

4. 個人消費に関する統計

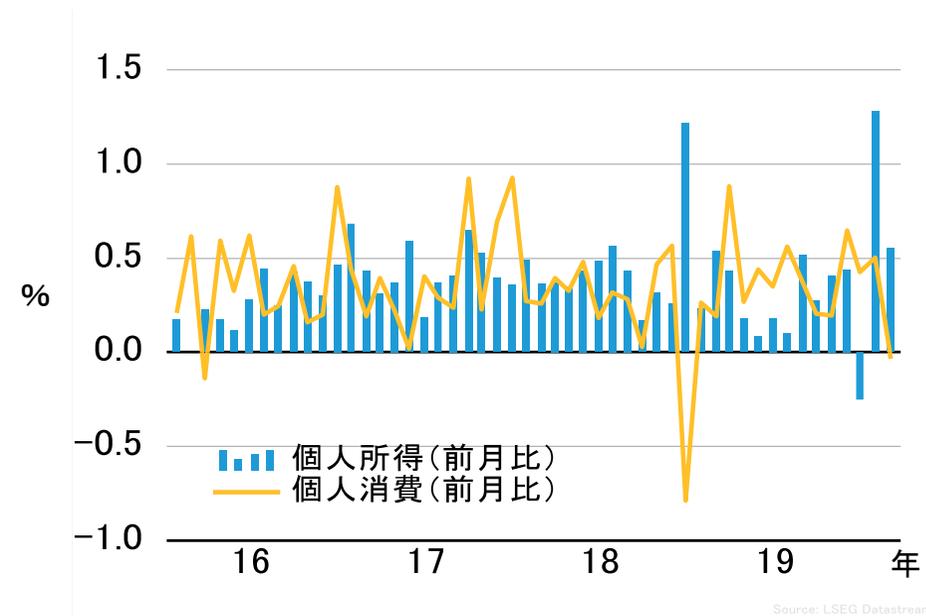
米国の例

- 小売売上高
- 個人所得・支出・貯蓄率
- 消費者信頼感指数など

米小売売上高・消費者信頼感指数



米個人所得・消費



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。

左図: 2000年1月 - 2024年5月、右図: 2016年1月 - 2024年5月

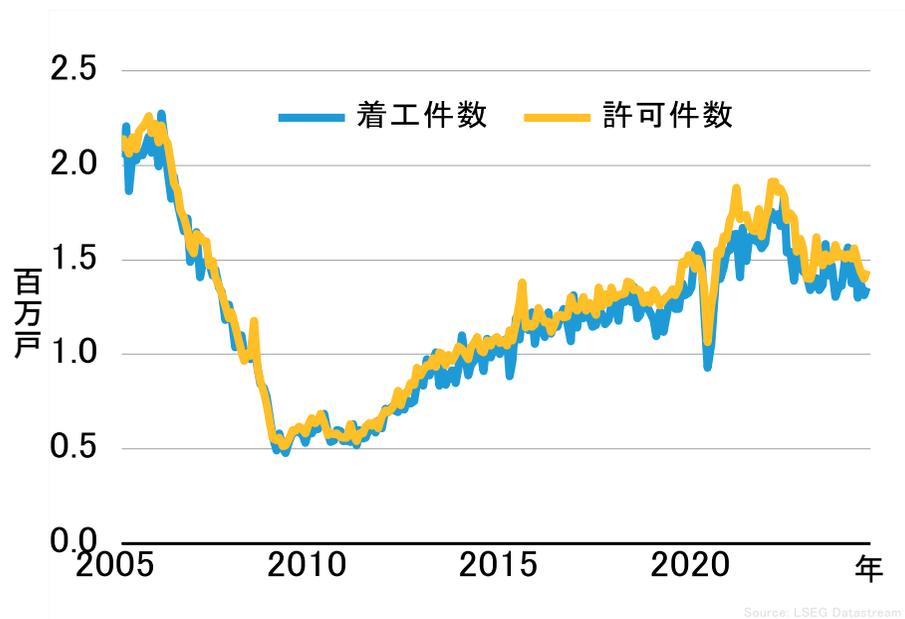
出所: Refinitiv、AB

5. 住宅に関する統計

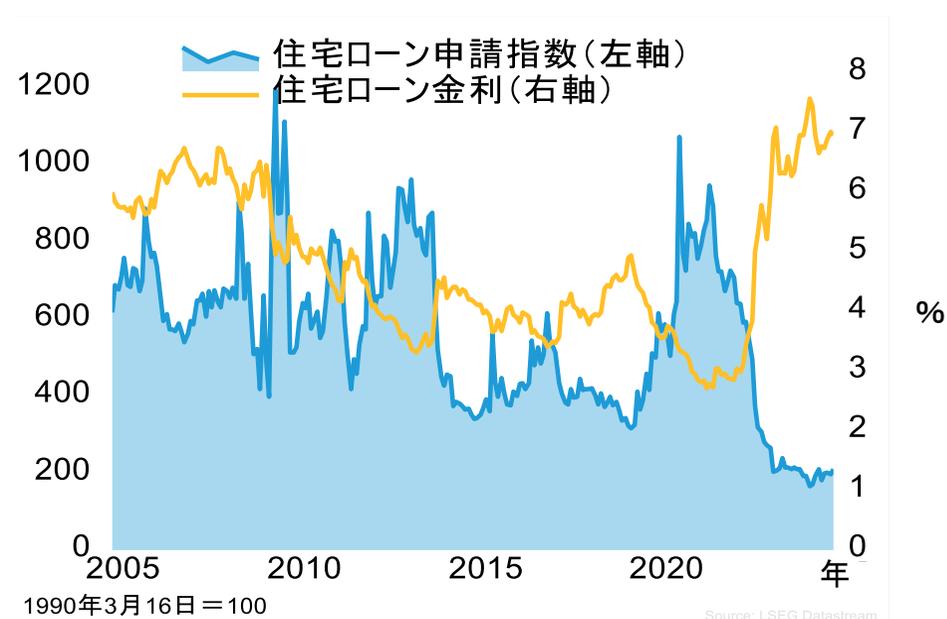
米国の例

- 住宅着工件数、住宅建設許可件数
- 新築住宅販売件数、中古住宅販売件数
- 住宅ローン関連指数など

米住宅建設着工件数と住宅建設許可件数



住宅ローンの申請指数と住宅ローン金利



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。

左図：2005年1月～2024年5月、右図：2005年2月～2024年5月

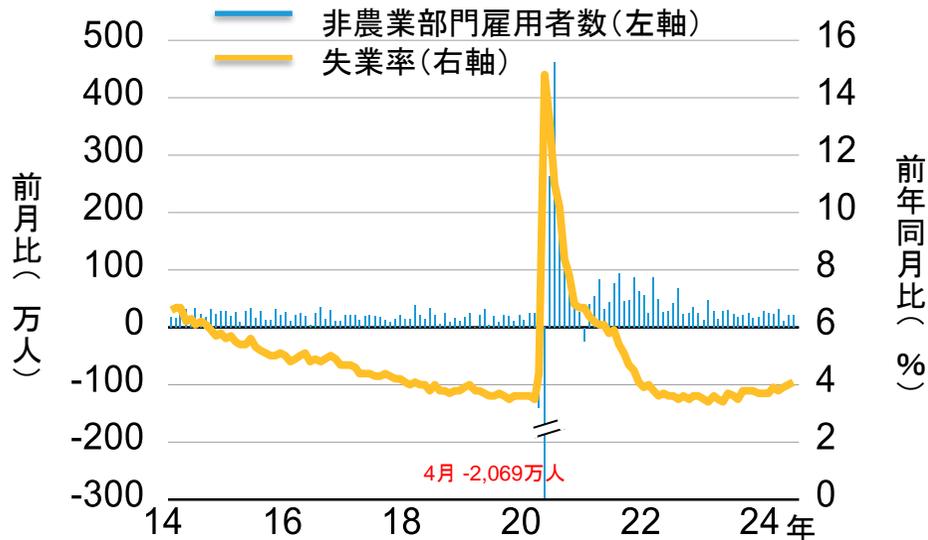
出所：Refinitiv、AB

6. 労働・雇用に関する統計

米国の例

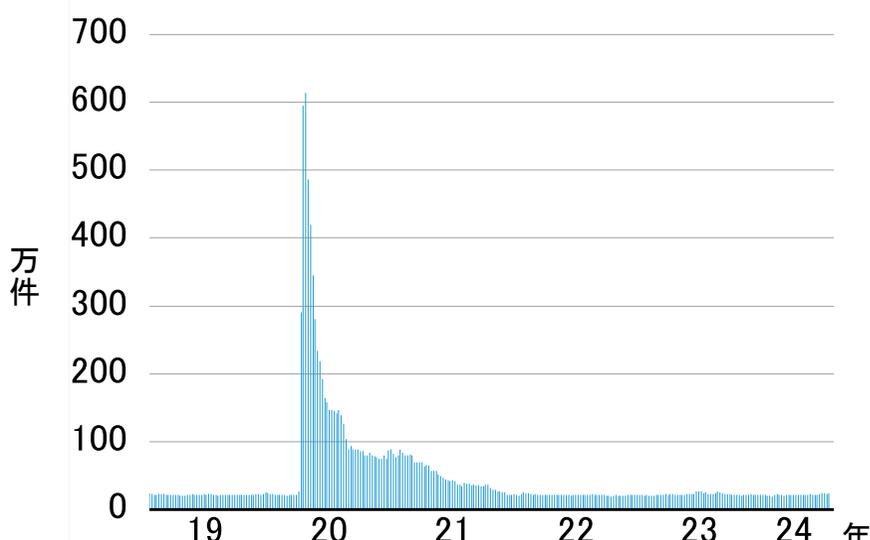
- ・ 失業率
- ・ 非農業部門雇用者数
- ・ 新規失業保険申請件数

米非農業部門雇用者数と失業率



Source: LSEG Datastream

新規失業保険申請件数



Source: LSEG Datastream

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。

左図: 2014年1月 - 2024年6月、右図: 2019年1月 - 2024年5月

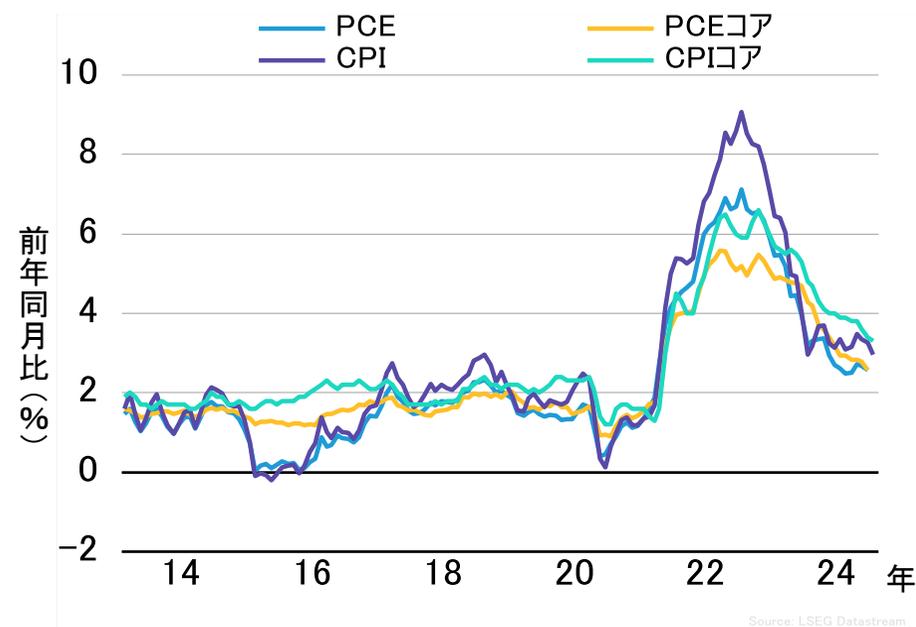
出所: Refinitiv、AB

7. 物価に関する統計

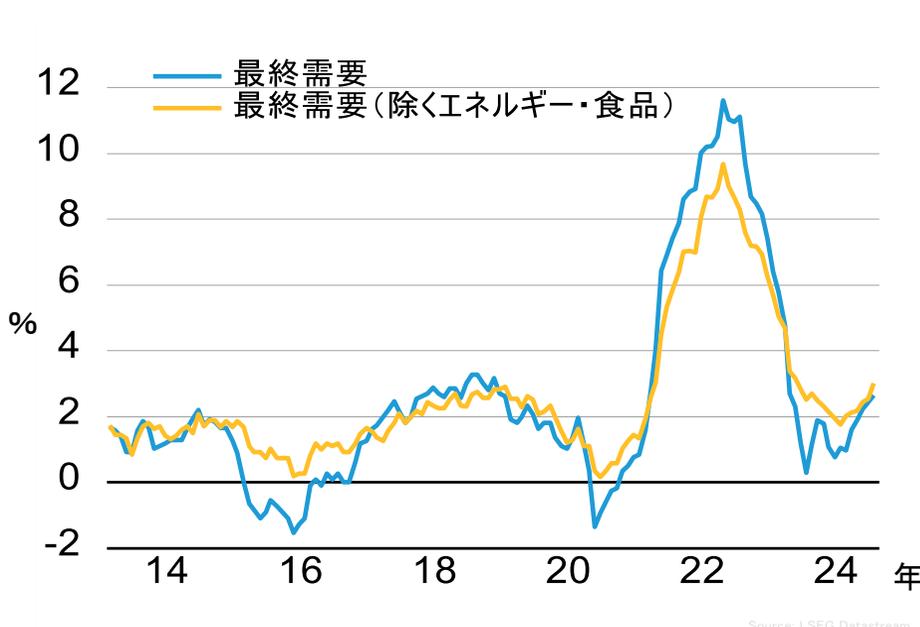
米国の例

- 消費者物価指数(CPI)
- 個人消費支出(PCE)デフレーター
- 生産者物価指数

米インフレ関連の指数



生産者物価指数



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。

左図: 2013年1月-2024年5月、右図: 2013年1月-2024年5月

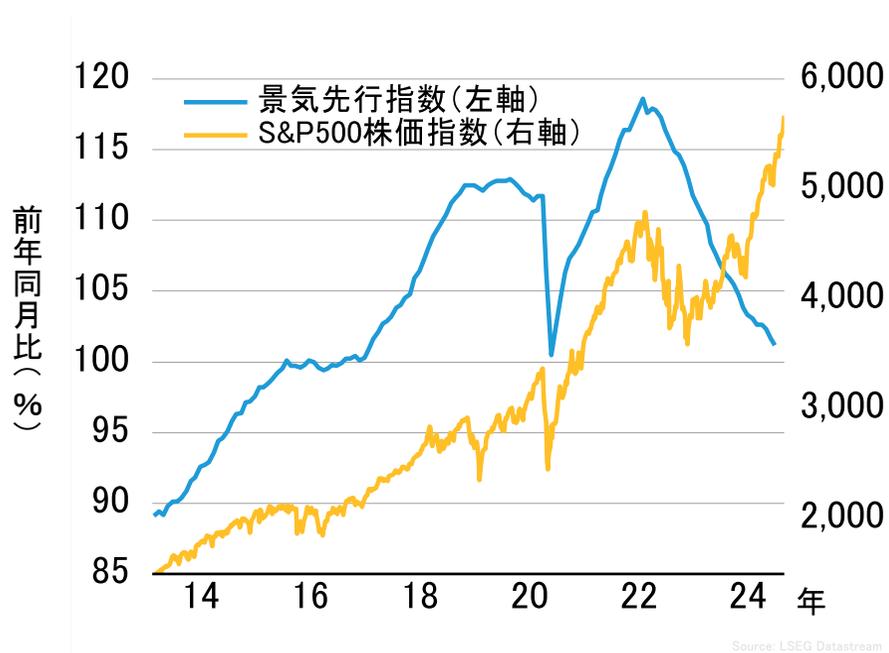
出所: Refinitiv、AB

8. 景気先行指標と金融市場

米国の例

- ・ 景気総合指数として
- ・ 先行指標、一致指標、遅行指標
- ・ 景気と金融市場

米景気先行指標と株式市場



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。

左図: 2014年1月 - 2024年6月

出所: Refinitiv, AB

指標名	各ウェイト
先行指標	100.0%
週平均労働時間(製造業)	28.0%
週平均失業保険申請件数	3.2%
消費財新規受注	8.3%
ISM新規受注指数	15.9%
非国防資本財(除航空機)新規受注	4.1%
住宅建設許可件数	2.9%
株価(S&P500株価指数)	4.0%
先行信用指数	8.1%
金利スプレッド(10年国債-FFレート)	11.3%
消費者ビジネス・経済期待指数	14.3%
一致指標	100.0%
非農業就業者数	52.9%
個人所得	20.5%
鉱工業生産指数	14.5%
商工業売上高	12.0%
遅行指標	100.0%
平均失業期間	3.7%
対売上高在庫比率	12.7%
単位労働コスト(製造業)	5.1%
平均プライムレート	30.2%
商工業貸付残高	9.3%
消費者信用対個人所得比率	18.2%
消費者物価指数(サービス業)	20.8%

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、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、元金およ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。