

# M&I 総研リサーチレポート



[シリーズ企画] (全12回)

金融商品販売会社の商品採用担当者が読むDD実務読本

## 第3回 商品コンセプトとリスク・リターン特性

### 1 はじめに

前回までで金融商品販売会社(以下、販売会社)において販売戦略(コンサルティングモデル)と統合的な商品戦略(商品ラインアップ)を構築するプロセスと、その中でデュデリジエンス(以下、DD)が果たす役割を概観しました。今回から第6回までを使いDDと商品採用後のモニタリングについて概観していきますが、初回の今回は、DDの導入部として商品コンセプトから想定されるリスク・リターン特性の把握について説明します。

#### (1) リスク・リターン特性の一貫性

第1回で、販売会社のDDの特徴として「投資信託の品質評価」だけではなく、「想定顧客ニーズとの適合性」や「ポートフォリオ提案における役割期待との整合性」も評価の対象とする点を挙げましたが、いずれも、その商品のリスク・リターン特性の正確な理解なくして評価を行うことは難しい項目です。運用商品の基本的なリスク・リターン特性は商品の枠組みで概ね決まるため、枠組みがしっかり構築された商品であれば、リスク・リターンはある程度、確率的に予見可能な範囲に収まる(=傾向に一貫性がある)ものになると期待されます。逆に、枠組みが明確でない商品の場合、リスク・リターン特性に一貫性を期待することは難しいと評価せざるを得ません。商品採用時に想定した「顧客ニーズへの適合性」や「ポートフォリオ提案における役割期待との整合性」が変わることなく維持されるためには、リスク・リターン特性ができるだけ一貫していることが望ましく、DDにおける重要な評価ポイントとなります。

#### (2) 商品コンセプトの重要性

このような考え方にに基づき、M&I総研のDDでは、結果としての運用実績の分析よりも、まず運用の枠組みである商品コンセプトの分析・評価を優先します。そのうえで、運用実績が商品の枠組みから想定されるリスク・リターン特性と整合的かどうかを確認することで、運用実績が偶然の産物なのか、ある程度の再現性を期待できるものなのかを判断していきます。

### 2 商品コンセプトとリスク・リターン特性

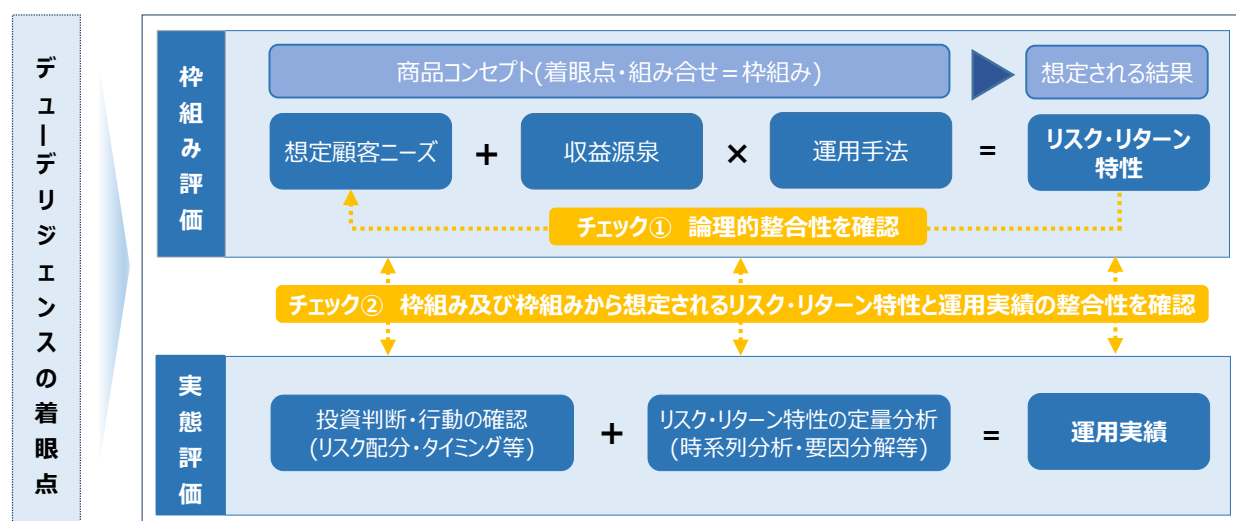
#### (1) リスク・リターン特性の要因分解と商品コンセプトの関係

商品のリスク・リターン特性を理解するにあたり、M&I総研では図表1の上段にある要因分解をベースに分析・評価を行います。「商品コンセプト」は様々な使われ方をする言葉ですが、ここでは「想定顧客ニーズ、収益源泉、運用手法の3要素についての着眼点と組み合わせのアイデア」と定義します。「このような顧客

ニーズがあるのではないか」という着眼点はマーケティング上のアイデア、「この収益源泉を活用しよう」「こんな運用手法が有効だ」という着眼点は運用上のアイデアですが、これらを総合して「商品コンセプト」と考えています。

過去においては、まず運用アイデアありきで商品を作り、後から販売戦略を考えるような、所謂プロダクトアウトの商品開発が主流でしたので、「商品コンセプト」はもっぱら運用上のアイデアを意味しました。一方、顧客本位の業務運営の定着が進む昨今では、顧客ニーズ起点のマーケットインの発想で開発された商品が増えており、この場合「商品コンセプト」はマーケティング上のアイデアと、それを実現するための運用上のアイデアを組み合わせた総合的なものになると捉えています。そして、「商品コンセプト」に基づいて、「想定顧客ニーズ」と「収益源泉」と「運用手法」を組み合わせた結果、現れると期待される運用成果の傾向がその商品の「リスク・リターン特性」ということになります。

図表1 M&I総研の投信DDにおける分析の枠組み



出所：M&I総研

## (2) 商品コンセプトの3類型

商品コンセプトは付加価値創造に関する軸足の置き方によって以下の3つに大別できます。

- ① 潜在的な顧客ニーズに着目して、新たな顧客ニーズの発掘に差別化を求めるもの
- ② 顕在化している顧客ニーズに対して、新規性のある収益源泉や運用手法を活用し、顧客ニーズを充足する確度を引き上げることに差別化を求めるもの
- ③ 顕在化している顧客ニーズに対して、既知の収益源泉と運用手法を組み合わせるうえで、専ら体制や運営の強化・高度化を通じて品質の向上を追求するもの

評価のポイントを見てみましょう。①の場合、その商品が想定する顧客ニーズが販売会社の顧客層でも有効か否か、収益源泉と運用手法の組み合わせが想定顧客ニーズに適合するリスク・リターン特性を生み出す蓋然性が高いと認められるのか、の2つが評価ポイントとなります。②の場合は、同様の顧客ニーズの充足を目的に既に存在する類似商品との比較において、収益源泉と運用手法の組み合わせに優位性はあるかが評価ポイントとなります。③の場合、商品コンセプトとしての評価は標準的なものとなり、総合評価では運

用プロセス、運用体制、運用実績の評価をより重視することになります。

また、①～③に共通する評価ポイントとして、商品コンセプトの有効性が安定的で永続性があるものなのか、循環性が強いものなのか、という点にも注意が必要です。特定のマクロ経済環境や市場環境を前提としていたり、比較的限定されたテーマに絞った商品の場合、短期間でコンセプトの有効性が循環したり、陳腐化が進む結果、リスク・リターン特性が大きく変質する可能性に留意する必要があるからです。

### (3) 商品コンセプトの具体例

少し具体的な例で商品コンセプトのイメージを確認してみます。以下の例を見ると、想定顧客ニーズ、収益源泉、運用手法への着眼点や組み合わせが商品性を大きく左右することがわかると思います。

#### 例1：レバレッジ・バランスファンド

想定顧客ニーズ	株式と同程度のリスク水準でより高いリターン(高い運用効率を求めるニーズ)
収益源泉	内外の株式・債券・リートの市場リターン(流動性の高い伝統的資産の市場リスク)
運用手法	古典的な固定ウェイトの国際分散投資と先物取引の組み合わせ(レバレッジの導入)

リスクを分散した安定運用の代名詞のような国際分散戦略と投機性が高いとされる先物によるレバレッジ戦略という、それぞれ従来から存在した2つの運用手法を、今までになかった形で組み合わせることにより、「株式並みのリスクでより高い運用効率を追求したい」という顧客ニーズを充足する新たな選択肢を生み出した点で、新規性の高い商品コンセプトといえます。但し、マイナス金利環境下で債券の分散効果が低下している点や、市場急落時に解約が殺到した場合の流動性コントロールの影響などについては、今後の運用実績を確認するなかで評価を見極めていく必要があります。

#### 例2：高金利通貨債券ファンド(毎月分配型)

想定顧客ニーズ	より高い分配金利回り(毎月、高水準のインカムを受け取りたいニーズ)
収益源泉	高金利国のカントリーリスクと通貨リスク(投信経理上の分配可能額最大化)
運用手法	金利の高い複数市場の短期国債に等ウェイトで投資(運用効率よりも直利重視)

高分配利回りを求めるニーズに対し、内外金利差に着目して高金利国の債券に投資する商品コンセプトは一時期、非常にポピュラーなものでした。投資対象国を複数にすることで通貨リスクの分散にも配慮する枠組みですが、世界的に超低金利環境が続くなかで高金利国を選択する結果、足元では投資対象国が資源国や新興国に集中しやすくなっています。ファンド設定当時よりもグローバルな景気循環や米国の金融政策の影響を大きく受けやすいハイリスクな特性に変貌している点に留意が必要です。

### (4) 商品コンセプト評価の切り口

商品コンセプトの評価では、新規性はプラス要素の一つですが、新規性がなければ評価しないというわけではありません。もちろん「商品コンセプトに新規性があるが今まで充足できなかった顧客ニーズに対応できる」、あるいは「想定ニーズの概念は伝統的だが、収益源泉や運用手法に新たな着眼点が入り入れられて信頼

性が増している」等、新規性が高いことが評価につながるケースもありますが、従来から存在する商品コンセプトであっても信頼性が高い(=結果としてリスク・リターン特性の予見性が高い)ものであれば、高く評価するのがM&I総研の考え方です。具体的には、想定ニーズ、収益源泉、運用手法の3要素への着眼点や組み合わせが、投資理論面から見て経済合理性があり、且つ、その経済合理性に一定の持続性が認められるような商品コンセプトを高く評価することになります。

日本の公募投信市場ではテーマ型ファンドやセクター特化型ファンドなど特定の分野にリスクを大きく傾けた商品や、リスク・リターン特性に大きく影響する仕組み(ロックダウン条項<sup>(注1)</sup>、繰上償還条項<sup>(注2)</sup>、リンクノート<sup>(注3)</sup>やトータルリターンスワップ<sup>(注4)</sup>等)を内包したリスク構造が複雑な商品など、癖の強い商品も見られます。ベースの商品コンセプトが顧客ニーズから外れていると、商品の詳細設計段階でリスク・リターン特性を補正することは難しいのが一般的です。商品コンセプトを評価する段階で、コンセプトの堅確性や、コンセプトから想定されるリスク・リターン特性が販売会社の想定する顧客ニーズから外れたものではないことを十分に確認する必要があります。それでは、以下で商品コンセプトの評価でチェックする3つの要素について見てみましょう。

### 3 運用会社の想定顧客ニーズの確認

前述のとおり、昨今ではマーケットインの発想で開発される商品も増え、運用会社が想定する顧客ニーズが開示されるケースも徐々に増えてきました。一方で、少し古いプロダクトインの発想で開発された商品の場合、紋切り型の運用目的が書かれているだけで、具体的な想定顧客ニーズやリスク・リターン特性への言及がないものが殆どです。従ってDDでは、まず運用会社に対して何らかの顧客ニーズを想定して商品コンセプトを検討したのかどうかを確認するところから始まります。想定顧客ニーズが明確な場合、その方向性が販売会社の想定する顧客ニーズとずれていないことが必要です。運用会社が明確な顧客ニーズを想定していない場合には、販売会社は自ら情報収集を行い、商品のリスク・リターン特性を十分に分析したうえで、自社の想定する顧客ニーズとの適合性を確認することが必要です。

### 4 収益源泉

#### (1) $\beta$ リターンと $\alpha$ リターン

収益源泉の違いは、どの資産市場を投資対象とするのか、更にその資産市場全体の値動きを収益源泉とするのか、特定の業種や個別銘柄などの値動きを収益源泉とするのかで大別できます。特定の市場全体の値動きに連動するリターンを $\beta$ (ベータ)リターン、運用者が行う資産配分変更や銘柄選択によって生じる個別銘柄固有の要因に由来するリターンを $\alpha$ (アルファ)リターンといいます。評価するファンドが、どの資産市場で、主に $\beta$ と $\alpha$ のどちらのリターンを重視しているのかを確認することで、コア資産としての適合性や、サテライト資産として留意するリスクが大まかに把握できます。

#### (2) $\beta$ リターンの特徴

$\beta$ はもともと資本資産価格モデル(CAPM)の中で個別銘柄の資本コストと市場全体のリスクプレミアムの関係性を表す指標で、市場全体(例えば日本株でいえばTOPIX)の値動きに対する個別銘柄の感応度にあたるものです。そこから転じて、特定の市場全体の値動きから生じるリターンを $\beta$ リターンと称しています。

投資対象となる資産クラスによってβのリスク・リターン特性は異なりますが、株式も債券も市場全体の値動きはマクロ的な経済活動に伴う企業収益や金利水準に帰結するものなので、長期間保有していれば背景にある経済成長から生じる収益成長を、資産毎の経済成長への関わり方に応じて享受できる類の収益源泉といえます。従って、βリターンを主たる収益源泉とする運用商品のリスク・リターン特性は、投資対象資産と投資対象地域の景気循環局面との関係で、ある程度のパターン分けが可能です(図表2)。

図表2 投資対象資産のリターンと景気循環局面の関係(概念的な傾向イメージ)

収益源泉 景気回復	債券	信用スプレッド	株式	コモディティ
回復	△	◎	◎	○
好況	×	○	○	○
後退	◎	×	×	×
不況	○	△	△～○	×
リスク水準	低			高

◎非常に良好、○良好、△横這い～弱含み、×不芳

出所：M&I総研

### (3) αリターンの特徴

一方、αはもともと市場全体の値動きとは連動しない個別銘柄固有のリターンを指しますが、そこから転じて運用者の資産配分や銘柄選択によって得られる超過リターンをαリターンと称しています。これは運用手法と運用者のスキルに依存するリターンです。どのような種類のαリターンを収益源泉にするのかで、所謂「運用スタイル<sup>(注5)</sup>」が決まってきます(運用スタイルは各資産クラス毎に異なる考え方があるため、第7～12回の資産別の各論で説明予定)。αリターンは、タイミング判断を収益源泉にするものと、複数の資産や銘柄の相対価値判断を収益源泉にするものに大別できますが、ともに背景にある経済活動から生じる収益ではなく、運用者のスキルに依存するため、仮に長期間保有したとしても負担したリスクに見合うリターンが得られるのかが不確かな類の収益源泉といえます。αリターンに収益源泉の軸足を置くファンドのリスク・リターン特性は、総じて景気循環や金融政策の循環よりも、運用者のスキルが影響を受けやすい市場局面の違い(平常時vs急変時、トレンド相場vsレンジ相場など)で大まかなパターン分けが可能です。これは、アクティブ運用の運用手法とも強い関係があるため、次項で説明します。

## 5 運用手法

### (1) 運用手法を分類する際の着眼点

運用手法は、まずインデックス運用とアクティブ運用に分かれます。インデックス運用のファンドは純粋に特定の資産市場のβリターンを収益源泉とする商品といえます。一方、アクティブ運用のファンドの収益源泉は、投資対象とする資産市場のβリターンと、その資産市場の中での銘柄選択によるαリターンの組み合わせになります。βリターンとαリターンのどちらに軸足を置くかによって、βリターンに軸足を置くベンチマーク+αのマイルドな

アクティブリスク<sup>(注6)</sup>の手法から、 $\alpha$ リターンに軸足を置いて少数銘柄に集中投資を行う高いアクティブリスクを取る手法まで様々な運用手法があります。運用手法は新しいものが現れては消える栄枯盛衰の激しい世界ですが、見た目や呼び名は変わっても、実際に着目する要素にそれほど広がりがあるわけではなく、ある程度の類型化が可能です。個々の資産クラス毎の運用手法の着眼点については、本レポートシリーズの各論編(第7～12回)で触れる予定ですが、今回は資産クラス共通のいくつかの着眼点について見てみます。

## (2) 投資ポジションの取り方

資産クラス共通の運用手法の分類の一つに投資ポジションの取り方があります。インデックス運用は前述の通り純粋に特定の資産市場の $\beta$ リターンを収益源泉とする商品で、ポジションの取り方は長期の買い持ちです。アクティブ運用のポジションの取り方も、基本形は長期投資を目的とする買い持ちですが、その他に $\beta$ リターンや $\alpha$ リターンを取り込むための様々なポジションの取り方があり、主要なものの特徴は図表3の通りです。

図表3 運用手法における投資ポジションの取り方別リターンと市場局面の関係(概念的な傾向イメージ)

運用手法 市場局面		長期投資の手法		短中期投資の手法		
		順張り (成長投資) $\beta$ 主+ $\alpha$ 従	逆張り (割安投資) $\beta$ 主+ $\alpha$ 従	順張り (トレンドフォロー) $\beta$ 重視	逆張り (リターン・リバーサル) $\alpha$ 重視	市場ニュートラル (相対評価重視) $\alpha$ 重視
		I	II	III	IV	V
上昇トレンド	前期	×	○	×	○	○
	後期	○	×	○	×	△
下落トレンド	前期	×	○	×	○	○
	後期	○	×	○	×	×
ボックス相場		△	△	×	○	○

○良好、△普通、×不芳(手法I～IVは対ベンチマーク超過収益、Vは絶対リターンのイメージ)

出所：M&I総研

## (3) 投資判断主体と判断頻度

投資判断主体の観点から運用手法を区分すると「人間の定性判断を主としたジャッジメンタル・スタイル」と「システム判断に基づくクオンツ・スタイル」に分けられます。ジャッジメンタル・スタイルは過去に例がない事態に際しても総合的な洞察に基づく判断ができる強みがある一方で、平常時には投資材料の軽重判断や意思決定タイミングにムラが生じたり、投資ポジションへの情緒的な思い込みや、自らの社内的な立場などの非合理的な要素から影響を受ける可能性が弱みとされています。一方、クオンツ・スタイルはその逆で、決まったルールに基づいて機械的に投資判断がなされるためムラが生じにくい一方で、過去にはなかったパターンには対応できないことが多いとされています。

投資判断の頻度は $\alpha$ リターンの安定性や市場局面による特徴に影響を与えます。一般的には投資判断の回数は運用結果の安定性と正の相関を有しますが、ヘッジファンドなどの特殊な例を除けば、投資判断回数の多い手法は小さな賭けを数多くしてコツコツ収益を積み上げる傾向があり、ローリスク・ローリターンの傾向があります。逆に、投資判断回数の少ない手法は、(一定の判断スキルがある前提ですが)安定性は低いものの、勝った時の収益率も高く、ハイリスク・ハイリターンの傾向が強くなります。

なお、投資判断主体と投資頻度の組み合わせを見ると、クオンツ・スタイルではシステムの計算能力を生かして高頻度で投資判断をするものが多い一方で、ジャッジメンタル・スタイルでは投資判断頻度は相対的に低くなる傾向があります。

#### (4) スキームの活用

公募投信ではそれほど多くの例は見られませんが、運用手法として一定のスキーム(仕組み)を活用する場合があります。例えば、リターンに一定のフロアを付けるなど、運用手法の中にスキームリスクを内包する場合は、市場にストレスがかかった場合に生じるリスクを確認する必要があります。所謂ロックダウン条項や繰上償還条項などのスキームリスク、リンクノートやトータルリターンスワップ等が含まれる場合のカウンターパーティリスク、バンクローン<sup>(注7)</sup>や劣後債等の流動性リスクなど、市場の混乱時に意図しない大きなマイナスリターンを被るリスクに一定の特徴が見られます。

#### (5) リスク管理手法

実際の運用の中では、運用実績が商品設計時に想定したリスク・リターンの範囲から逸脱することを避けるために様々なリスク管理が行われています。行動ファイナンスでは「損切はなかなか出来ないが、収益はすぐに利食ってしまいがち」という例がよく引用されますが、リスク管理の方法が運用実績に与える影響の大きさを示す例でもあるといえます。例えば、リスクパリティ型<sup>(注8)</sup>のバランスファンドでリスク上限が低く設定されているファンドでは、市場急落時に機械的に株式ポジションを縮小した結果、急落後の市場反発に追従しにくいというような特徴が見られます。

---

以上、DDの導入部分として、商品コンセプトとリスク・リターン特性の関係、および商品コンセプトを規定する3要素である「想定顧客ニーズ」「収益源泉」「運用手法」がリスク・リターン特性に与える影響のパターンについて概観しました。次回は、運用プロセスと運用体制について説明します。

(注1) ロックダウン条項：オプション等において参照する株価指数等の原資産が一定の価格に達した場合に権利が消滅する条項

(注2) 繰上償還条項：一定の条件が満たされた場合に投資信託を繰上償還する条項(例、ドル円相場が〇〇を下る)

(注3) リンクノート：参照原資産の価格に連動する仕組債券。原資産の流動性補完やリターン複製等に活用されるスキーム

(注4) トータルリターンスワップ：原資産のトータルリターン(キャピタル+インカム)と事前に取り決めた金利を交換する取引

(注5) 運用スタイル：投資の哲学・戦略・手法の違い等に基づき類型化された運用手法の分類。アクティブ運用とインデックス運用の区分、株式運用における成長株投資、割安株投資等が代表例

(注6) アクティブリスク：ファンドと市場ベンチマークのリターンの乖離の大きさ。一般的にはトラッキングエラー(TE：超過収益の標準偏差)で計測される

(注7) バンクローン：欧米で主に投資適格未満の信用力が低い企業向けの譲渡可能な銀行貸出債権を指す。「レバレッジドローン」とも呼ばれ、バンクローン市場で活発に取引されている

(注8) リスクパリティ：ポートフォリオに占める各資産のリスクの割合が均等になるように分散して保有することで特定資産の影響を低減させる運用手法

- 本資料は信頼できると判断した各種情報等に基づいて作成していますが、その正確性、完全性を保証するものではありません。
- 本資料中の図表、数値、その他データについては、過去のデータに基づき作成したものであり、将来の成果を示唆あるいは保証するものではありません。また、シミュレーションが含まれる場合、前提として記載している想定条件に基づくシミュレーションであり、実際の状況とは異なる場合がございますので、予めご了承ください。
- 本資料に記載された意見や予測等は、資料作成時点での弊社若しくは執筆者の判断であり、今後、予告無しに変更されることがあります。弊社は本資料のアップデートを行うことをお約束いたしません。
- 本資料で使用している各指数に関する著作権等の知的財産権、その他一切の権利はそれぞれの指数の開発元もしくは公表元に帰属します。
- 本資料に関わる一切の権利は、他社資料等の引用部分を除き、弊社に帰属し、いかなる目的であれ本資料の一部または全部の無断での使用・複製は固くお断りいたします。