

2024年8月

情報提供用資料

# テーマ型ファンドと ETFを活用した メガトレンドへの投資



**BNP PARIBAS**  
ASSET MANAGEMENT

The sustainable  
investor for a  
changing world

# 目次

---

---

はじめに	3
6つの質問で解き明かすテーマ型投資	4
テーマ型投資とは何か？	4
テーマ型投資の魅力とは何か？	4
テーマ型投資は関心を集めているのか？	4
テーマ型投資の対象はグロース銘柄だけなのか？	5
テーマ型投資の対象は特定の業界やセクターだけなのか？	5
テーマ型投資にはどのようなリスクがあるのか？	5
テーマ型ファンドのバイアスと資産配分	6
テーマ型ファンドの典型的なバイアスとは？	6
テーマ投資を含む戦略的資産配分	9



# はじめに

---

---

当レポートでは、経済やビジネスモデルに影響を与える世界的な長期のメガトレンドを対象としたテーマ型投資について掘り下げていきます。その際、投資家がMSCIワールド・インデックスへのパッシブの資産配分を、テーマ投資を行うアクティブファンドや上場投資信託（ETF）への資産配分に置き換えることによって発生する、リスク面での影響を分析します。

**6つの質問で解き明かすテーマ型投資**と題した最初のセクションでは、テーマ型投資の成長と魅力に着目し、特定のメガトレンドに関連した製品やサービス、ソリューションから収益の大部分を生み出している企業に焦点を当てることで、リターンを向上させる可能性について考察します。

**テーマ型ファンドのバイアスと資産配分**と題した第2のセクションでは、テーマ型ポートフォリオに内在するトラッキングエラー、セクター・地域・スタイルに対するバイアスといったリスクを取り上げます。ここでは、投資家が求めるテーマ型のアルファ<sup>1</sup>を獲得することを可能にすると同時に、それに伴うバイアスを緩和するため、戦略的資産配分ポートフォリオにテーマ型投資を追加する際のリスク管理の重要性に注目します。

---

1 ポートフォリオを分散してリスクのバランスを取ることで、ポートフォリオ・マネジャーはより高いアルファ、すなわちベンチマークに対して相対的に優れたパフォーマンスを生み出すことが可能です。アルファがゼロの場合、ポートフォリオはベンチマーク・インデックスと完全に連動していることを意味します。

出所：<https://www.investopedia.com/ask/answers/102714/whats-difference-between-alpha-and-beta.asp>



# 6つの質問で解き明かすテーマ投資

## テーマ型投資とは何か？

テーマ型投資は、地域、セクター、スタイルによる分類を超えた、新たな次元の投資手法です。経済に影響を与え、ビジネスモデルを大きく再定義し、それによって投資リターンとリスクに影響を与えると予想される、構造的で長期的なメガトレンドを捉えることを目指すのが、テーマ型投資です。

したがってテーマ型投資は、社会やビジネスを形成する長期的な変化（人口動態の変化、社会的あるいは人々の姿勢の変化、気候変動、生物多様性の損失や資源の枯渇、技術革新とテクノロジーの進歩、地政学的変化など）によってリターンが影響を受ける資産に焦点を当てます。長期的な変化を投資可能なテーマに変換することで、こうしたメガトレンドが投資機会をもたらすことになります。

## テーマ型投資の魅力とは何か？

テーマ型投資を採用することにより、投資家は、各トレンドの現在および将来の勝ち組、すなわち価値創造の面でメガトレンドの影響を大きく受ける可能性のある企業を特定し、根本的な変化から利益を得るであろう投資先に集中して投資を行うことが可能となります。テーマ型投資を行えば、将来のビジネスリーダーを目指す中で付加価値を生み出すことが期待される企業をポートフォリオに加えることにつながります。

## テーマ型投資は関心を集めているのか？

モーニングスターによると、足元では苦戦しているものの、テーマ型投資の人気は今後も続くと思われ<sup>2</sup>。世界全体で見ると、テーマ型ファンドの運用資産残高はここ3年間減少傾向にありましたが、2024年6月末時点で5,790億米ドルに達しており、10年前の1,120億米ドルから大幅に増加しています。欧州の運用資産残高は3,360億ユーロと、10年前の540億ユーロから増加しています<sup>3</sup>。これまでテーマ型ファンドは株式が中心でしたが、債券や他の資産クラスでもテーマを設定した投資を行う傾向が強まっています。機関投資家を対象とした調査において、ウォルムスレイ<sup>4</sup>は、すでに回答者の約60%が債券で、50%がオルタナティブで、サステナブルテーマ投資戦略を利用していると報告しています。一方で、関心が高まっているにもかかわらず、戦略的レベルでテーマ投資に資産配分を行うための強固なフレームワークを提案する文献はまだ少ないのが現状です。

2 モーニングスター2023"Despite Recent Struggles, Thematic Funds Are Here to Stay."  
<https://www.morningstar.com/funds/despite-recent-struggles-thematic-funds-are-here-stay>

3 BNPパリバ・アセットマネジメント、モーニングスター；2024年7月

4 ウォルムスレイ、D. 2021年。「インパクトに焦点を当てる：アセットオーナーのポートフォリオにおけるESGインテグレーションとテーマ型戦略の役割」、Stamford, CT: Coalition Greenwich、CRISIL



## テーマ型投資の対象はグロース銘柄だけなのか？

多くの人は「はい」と答えるかもしれませんが、正解は「いいえ」です。第一に、テーマは必ずしも株式や社債だけのものではありません。テーマによっては、公共インフラ投資などの資産を通じて実現できる場合もあります。第二に、株式や社債に投資する場合でも、焦点は必ずしもグロースとは限りません。テーマは企業のあらゆる発展段階に関連することがあります。たしかに、テーマによってはディスラプション（多くの場合、グロースを重視する革新的な中小企業）に関連するものもあります。しかし、特定のアクティブ運用のテーマ型ファンドを評価する場合、そのスタイル・バイアスはファンドマネージャーの投資アプローチにもよる部分があるとはいうものの、多くのテーマがグロースの側面を持っていません。例えば、「環境サステナビリティ」テーマには、大手企業を含むより広範な企業が主役となる一方、環境ソリューションのみに特化した小規模な「ピュアプレイ」企業（本来はよりグロース志向が強い）も含まれます。したがって、様々な環境テーマ・ファンドを検討する際には、適用される投資戦略を理解することが重要となります。

あるテーマにエクスポージャーを持つ企業を探す場合、選定対象となる企業は、そのテーマに関連する活動に多大な関与あるいはコミットメントを行っており、そのテーマに関連する製品またはサービスの販売から収益のかなりの部分を得ているか、または得る予定であることが必要であると私たちは考えています。

## テーマ型投資は特定の業界やセクターだけに投資するのか？

ここでも、答えは「いいえ」です。テーマによっては、コストや規模の優位性によって特定の業界や別の業界を破壊（創造的破壊）させる可能性のある企業群が関与している場合もあります。新製品やサービス（特に特許やライセンスが必要な場合）によっては、規制によって保護されている場合と同じように、幅広い影響を持つケースがあります。業界全体に大きな影響を与えるような、企業群に著しい優位性をもたらすような発展は、すべてテーマの基盤となります。近年では、グローバル化、規制と規制緩和の動向、デジタル化とイノベーション、エネルギー転換などがテーマの基盤となってきました。これらの進展は、特定の産業にディスラプション（創造的破壊）が起こる上で重要な役割を果たしてきました。

## テーマ型投資にはどのようなリスクがあるのか？

テーマ型投資は、アクティブ・ポートフォリオ運用の一形態です。テーマ型のポートフォリオは、特定のメガトレンドから利益を得ることに事業を集中させることで将来のリーダーとなることが期待される少数の企業に集中投資を行うことが可能になります。そのため、「ピュアプレイ」のテーマ型戦略を採用するポートフォリオは、伝統的な時価総額ベースの広範なインデックスと比較してのトラッキングエラーが大きくなることが考えられます。また、テーマ型への積極的な投資は、セクター、国、またはスタイルへのバイアスを生み出すことも起こりやすくなるでしょう。ポジションの偏りは、トラッキングエラーに大きな影響を与える可能性があります。たとえば、ディスラプティブ・テクノロジー戦略に関してトラッキングエラーの要因に着目すると、市場インデックスに対するトラッキングエラーの一部は、このテーマの影響を受ける限られたセクターへの集中投資によって生じていることが確認できます。また、対象となるセクターの全銘柄に投資するのではなく、ディスラプティブ・テクノロジーのトレンドから最も恩恵を受けると予想される企業のみ厳選して投資することにも起因しています。



# テーマ型ファンドのバイアスと資産配分

## テーマ型ファンドの典型的なバイアスとは？

テーマによってバイアスは異なります。ここでは、テーマ型株式戦略で予想されるバイアスや、長期的に継続する傾向のある典型的なバイアスについて見ていきます。これらは2024年6月27日時点において、BNPパリバ・アセットマネジメント（BNPP AM）が運用するテーマ型アクティブ戦略およびテーマ型インデックスのポートフォリオと、MSCIワールド・インデックス・ポートフォリオとの資産配分を比較することにより測定したものです。結果はBNPP AMのフロントオフィス・リスク・モデルに基づいています。

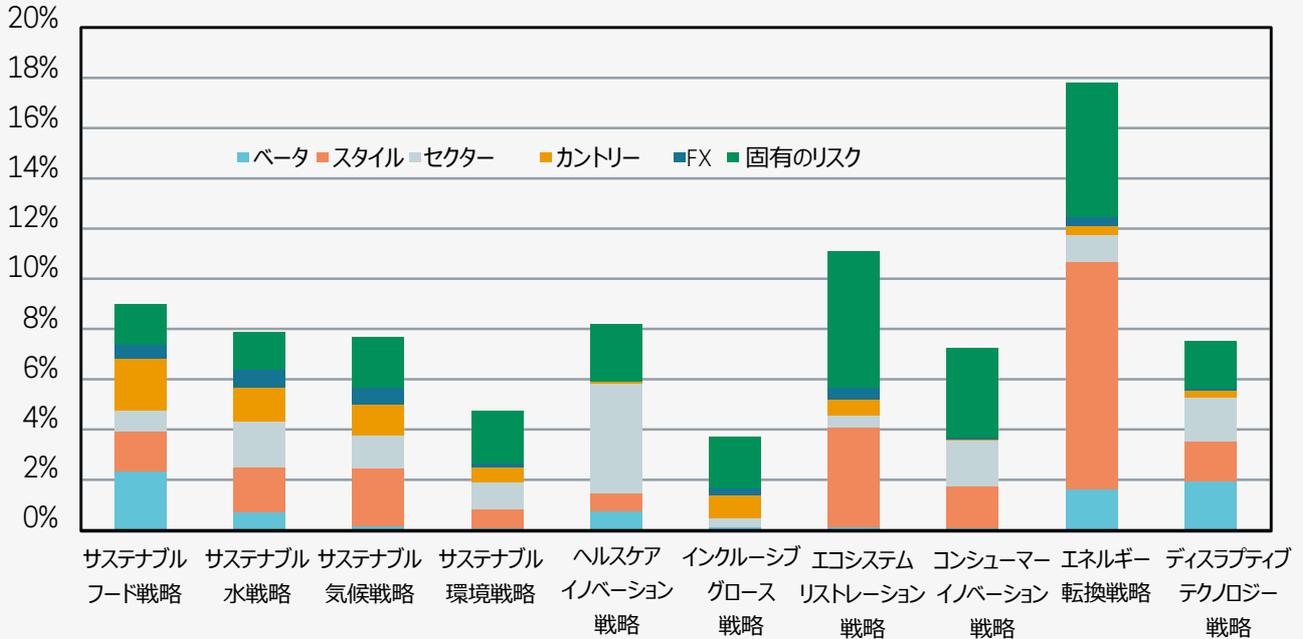
なぜMSCIワールド・インデックスという広範な指数を使用したのかというと、その理由は、同指数がテーマ型戦略と比較するのに適しているからというわけではありません。しかし、MSCIワールドをベンチマークとしている多くのグローバル投資ポートフォリオをテーマ型投資戦略に置き換えることを検討している投資家にとって、その比較結果が有用になると考えたからです。投資家は、パッシブ運用であるMSCIワールド・ポートフォリオを1つあるいは複数のテーマ型戦略に同じ金額で置き換える際に、こうしたバイアスを取り込んでしまうことになるため、ポートフォリオを構築する際には、私たちが以下で割り出したバイアスを認識しておくべきと考えられます。

図表1と2では、選択されたテーマ型アクティブ戦略とテーマ型インデックスのトラッキングエラーのリスクの内訳を示しています。これを見ると、トラッキングエラーのリスクが比較的高いことがわかります。ベータは「1」とは大きく異なっており（MSCIポートフォリオのベータとは異なるとの意味）、スタイルバイアス、セクターバイアス、カントリーバイアス、および他のバイアスによるリターンと相関のない超過リターンに関連した固有のリスクに起因しています。

5 ベータ値は、市場に対する価格変動性を測定するもので、ポートフォリオの価格変動率と市場の変動率を比較します。市場を複製するポートフォリオのベータ値は常に1でとなりますが、その理由は、市場ポートフォリオがその市場インデックスと正確に連動しているためです。



**図表1**：BNPP AMのアクティブ運用テーマ型戦略のMSCIワールド・インデックスに対する  
 トラッキングエラーにおけるベータ、スタイル、セクター、カントリーなどの各システムティック・リスク  
 ファクターの寄与度<sup>6</sup>



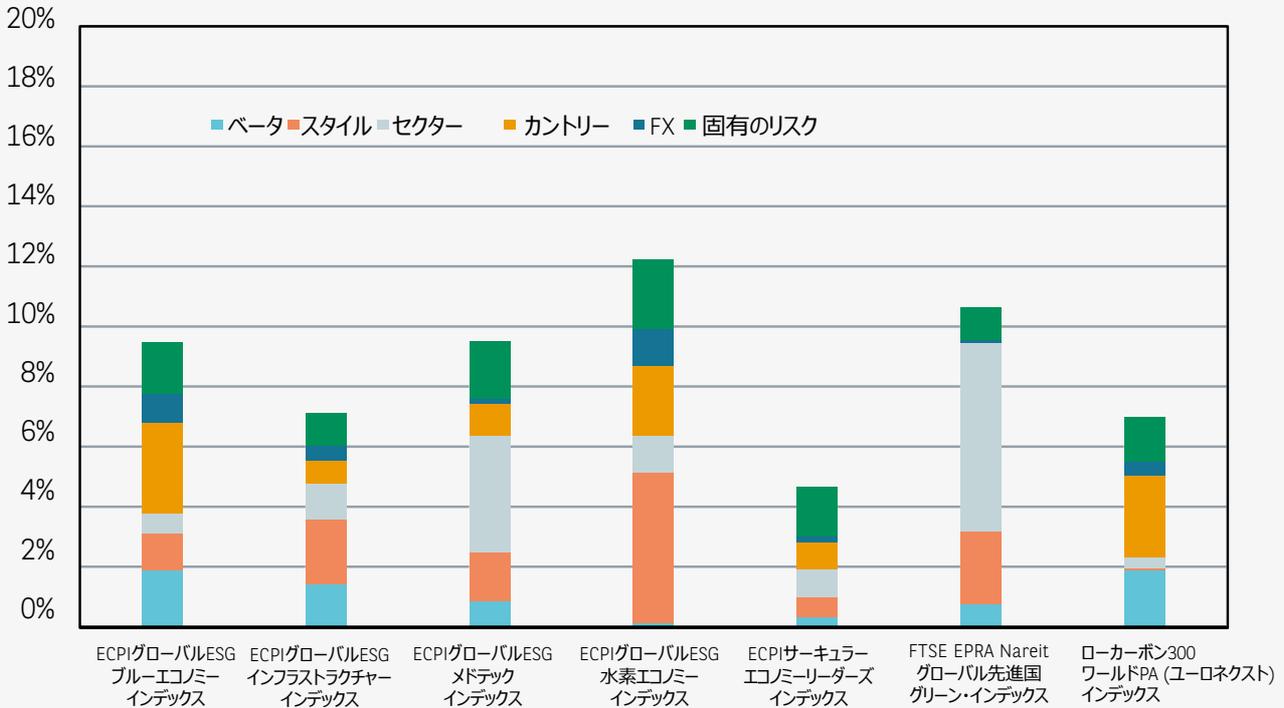
データは2024年6月27日現在で、図表は有価証券の購入や売却の勧誘を目的としたものではなく、投資に関する助言を提供するものではありません。過去のパフォーマンスは将来のパフォーマンスを保証するものではありません。  
 出所：MSCIおよびBNPパリバ・アセットマネジメント

図表1の各テーマ型戦略はアクティブ運用であり、ポートフォリオ・マネジャーは、対象市場やセクター、採用された投資アイデアに沿って、ベータへのエクスポージャーを管理するとともに様々な時価総額の企業や投資スタイルをより柔軟に運用することができます。

<sup>6</sup> 各投資戦略の特徴については該当する戦略の資料をご確認ください。



**図表2：テーマ型インデックスのMSCIワールド・インデックスに対するトラッキングエラーにおけるベータ、スタイル、セクター、カンントリーなどの各システムティック・リスクファクターの寄与度<sup>7</sup>**



データは2024年6月27日現在で、図表は有価証券の購入や売却の勧誘を目的としたものではなく、投資に関する助言を提供するものでもありません。過去のパフォーマンスは将来のパフォーマンスを保証するものではありません。出所：MSCIおよびBNPパリバ・アセットマネジメント

図表1に示されているように、MSCIワールド・ポートフォリオに対するトラッキングエラーは、インクルーシブグロースをテーマとしたポートフォリオの4%弱から、エネルギー転換をテーマとしたポートフォリオの18%まで、テーマによってまちまちです。図表で示されたこれらの各トラッキングエラー・バーから、アルファを生み出すことができるのは上部の緑色、つまり戦略のトラッキングエラーに対する銘柄固有リスクの寄与分のみであることがわかります。トラッキングエラーの残りの部分、すなわちバーチャートの下部にある各色（緑色以外）は、MSCIワールド・ポートフォリオとは異なるスタイル、セクター、または国の選択に関連するものなどのバイアスに沿った超過リターンを説明するものです。多くの人々の認識とは異なり、ベータはトラッキングエラーの主な要因ではないのです。

こうした結果を受けて、グローバルな資産配分ポートフォリオにテーマ型投資を組み入れる際には、ポートフォリオの構築とリスク管理が最も重要であると私たちは考えています。投資家は、テーマ型ファンドへの投資に伴うシステムティック・バイアスを正しく評価し、テーマ型投資に資産配分するにはそれを考慮する必要があります。なぜなら、投資家が最も望んでいるのは、テーマ型アルファを生み出す可能性があるテーマに関連するトラッキングエラーだからです。

<sup>7</sup>各ETFの特徴については該当する戦略の資料をご確認ください。

## テーマ型投資を含む戦略的資産配分

テーマ型投資に資産配分する投資家は、想定外のパフォーマンスとなることを避けたいのであれば、システムティック・バイアスを考慮する必要があります。これに関して最も簡単なアプローチは、テーマ型ファンドに投資するためのサテライトを構築することです。例えば、異なるベータを持つ特定の特化型のテーマ型ファンドに資産配分し、ポートフォリオ全体のベータが1に近くなるようにします（そして置き換えの対象となるMSCIポートフォリオのベータと一致するようにします）。これは、他のバイアスを管理し、テーマ型投資による超過リターンが各テーマのアルファから可能な限り引き出されるようにするうえで大いに役立ちます。

専門的なテーマ型ファンドの代わりに、またはそれらと並行して、投資家はより幅広いテーマに投資する幅広い戦略への資産配分を検討することもできるでしょう。そうすれば、より分散されたバイアスを持つファンドから各テーマのアルファを獲得することもできます。ヘルスケア・イノベーション戦略を例にとると、通常はディフェンシブなベータバイアスが強い大手製薬会社のポジションが大きくなるため、グロース・バイアスが強い傾向のあるバイオテクノロジー銘柄と組み合わせることが可能です。エネルギー転換戦略では、グロース志向のテクノロジー企業のポジションを、インカム収入を生み出す公益事業銘柄と組み合わせることで、戦略のベータ値を柔軟に管理することができます。

さらに一歩進んで、より洗練された投資家は、システムティック・バイアスへの様々なエクスポージャーを確実にコントロールすることが可能です。ただし、ポートフォリオの最適化を利用せずにこの目標を達成することは困難です。最近の論文では、BNPP AMのサムファン他<sup>8</sup>が、堅実なポートフォリオ最適化を用いて、テーマ型サテライト・ポートフォリオのトラッキング・エラーがテーマ型トラッキングエラーにのみエクスポージャーを持つ方法を詳細に説明しています。テーマ型投資をサテライトとして組み入れた最終的な戦略的資産配分ポートフォリオは、テーマ型戦略なしのポートフォリオと同じシステムティック・バイアスへのエクスポージャーを持つように設定することができます。こうした調査では、テーマ型投資を追加し、ある程度のテーマ型アルファを組み込むだけで、戦略的資産配分ポートフォリオのリターンとシャープレシオ<sup>9</sup>を大幅に改善できることが示されています。

8 Koye Somefun, Romain Perchet, Chenyang Yin, Raul Leote de Carvalho(2022年)「テーマ型投資への資産配分」、ファイナンシャル・アナリスト・ジャーナル：<https://doi.org/10.1080/0015198X.2022.2112895>

9 シャープレシオは、リスクを1単位追加するごとにどれだけ超過リターンを受け取れるかを表すものです。この比率が高いほど、リスク量に対して投資リターンが高いことを意味します。  
[https://www.investopedia.com/articles/07/sharpe\\_ratio.asp](https://www.investopedia.com/articles/07/sharpe_ratio.asp)



Raul Leote de Carvalho

Deputy Head  
of the Quant Research Group



1999年にBNPパリバ・アセットマネジメントに入社し、株式、債券、資産配分のクオンツ・リサーチと投資に関連する複数の役職を歴任。投資戦略の開発、ポートフォリオの最適化、リスク・モデリング、ポートフォリオ管理などを担当。

1996年に計算物理学および理論物理学の研究者としてそのキャリアをスタート。最初にブパタル大学、次にリヨン高等師範学校、最後にロンドン大学に勤務した。

ブリストル大学で理論物理学の博士号を、リスボン大学で物性物理学の修士号と化学の学士号を取得。

1990年に設立された非営利の専門組織で、金融・投資問題に対する定量的ソリューションの開発に関心を持つ投資の専門家を結集するInstitute for Quantitative Research in Europe (Inquire Europe) の理事。CFA (米国証券アナリスト協会) のファイナンシャル・アナリスト・ジャーナルなどの査読者を務める。

現在はパリを拠点としている。



## ご留意事項

- 本資料はBNPパリバ・アセットマネジメントグループが作成した情報提供用資料を、BNPパリバ・アセットマネジメント株式会社が翻訳したもので、特定の金融商品の取得勧誘を目的としたものではありません。また、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。
- BNPパリバ・アセットマネジメント株式会社は、翻訳には正確性を期していますが、必ずしもその完全性を担保するものではありません。万一、原文と和訳との間に齟齬がある場合には、英語の原文が優先することをご了承下さい。
- 本資料における統計等は、信頼できるとされる外部情報等に基づいて作成しておりますが、その正確性や完全性を保証するものではありません。
- 本資料には専門用語や専門的な内容が含まれる可能性がある点をご留意ください。
- 本資料中の情報は作成時点のものであり、予告なく変更する場合があります。
- 本資料中の過去の実績に関する数値、図表、見解や予測などを含むいかなる内容も将来の運用成績を示唆または保証するものではありません。
- 本資料で使用している商標等に係る著作権等の知的財産権、その他一切の権利は、当該商標等の権利者に帰属します。
- BNPパリバ・アセットマネジメント株式会社は、記載された情報の正確性及び完全性について、明示的であるか黙示的であるかを問わず、なんらの表明又は保証を行うものではなく、また、一切の責任を負いません。なお、事前の承諾なく掲載した見解、予想、資料等を複製、転用等することはお断りいたします。
- 投資した資産の価値や分配金は変動する可能性があり、投資家は投資元本を回収できない可能性があります。新興国市場、または専門的なセクター、制限されたセクターへの投資は、入手可能な情報が少なく流動性が低いため、また市場の状況（社会的、政治的、経済的状況）の変化により敏感に反応しやすいため、より不安定性があり、大きな変動を受ける可能性があります。
- 環境・社会・ガバナンス（ESG）投資に関するリスク：ESGと持続可能性を統合する際、EU基準で共通または統一された定義やラベルがないため、ESG目標を設定する際に資産運用会社によって異なるアプローチが取られる場合があります。これはESGと持続可能性の基準を統合した投資戦略を比較することが困難であることを意味しており、同じ名称が用いられていても異なる測定方法に基づいている場合があるということです。保有銘柄のESGや持続可能性に関する評価において、資産運用会社は、外部のESG調査会社から提供されたデータソースを活用する場合があります。ESG投資は発展途上の分野であるため、こうしたデータソースは不完全、不正確、または利用できない場合があります。投資プロセスにおいて責任ある企業行動指針を適用することで、特定の発行体やセクターが除外される場合があります。その結果、当該指針を適用しない類似の投資戦略のパフォーマンスよりも良くなったり、悪くなったりする場合があります。

BNPパリバ・アセットマネジメント株式会社

金融商品取引業者：関東財務局長（金商）第378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





**BNP PARIBAS**  
**ASSET MANAGEMENT**

The sustainable  
investor for a  
changing world