



## 第2部

# 「資金の逆流に備えた運用戦略」

寺本 名保美

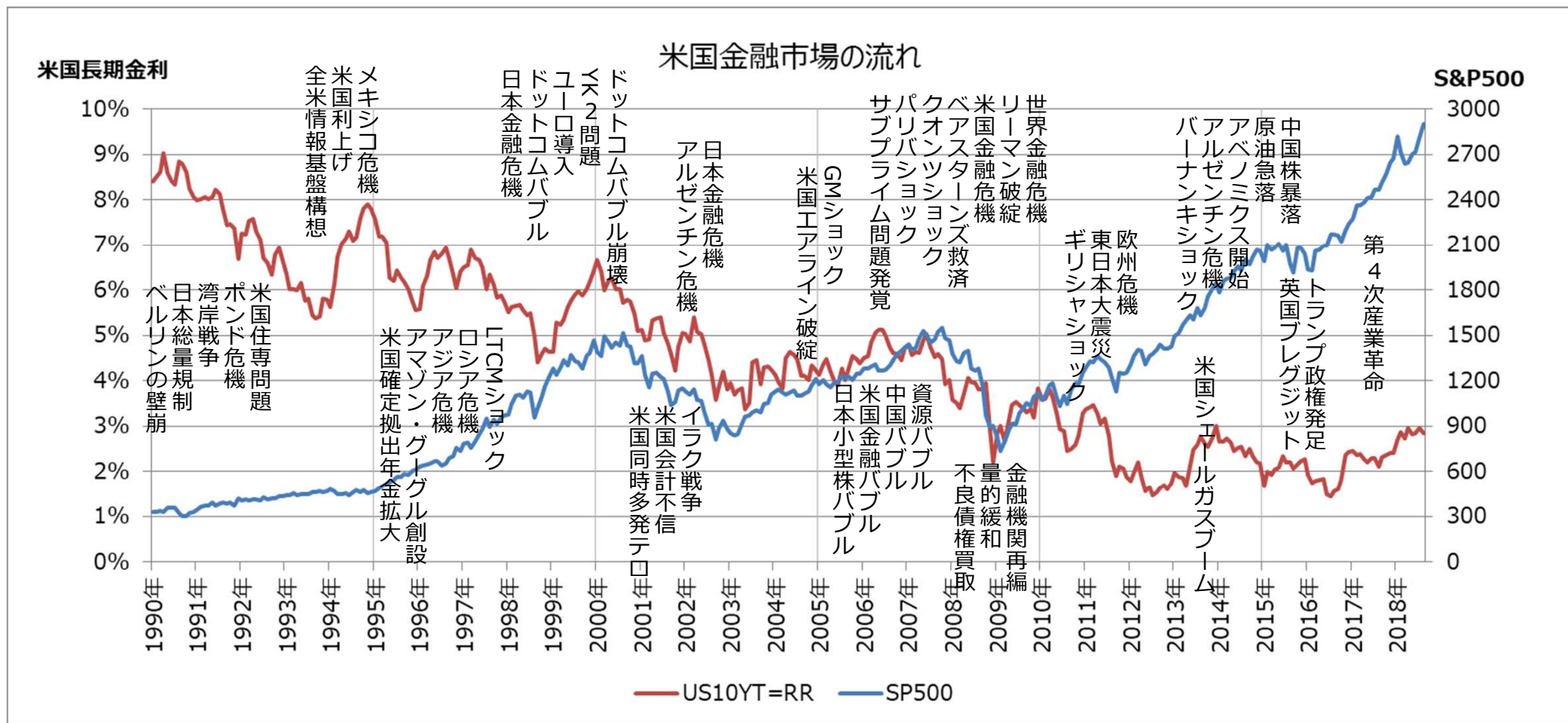
株式会社トータルアセットデザイン

代表取締役

# 1. 現状認識

## ① 今どこにいるのか？

REUTERデータよりTAD加工



低迷・混乱  
金融緩和

国際紛争  
先進国経済停滞

金融のデレバレッジ  
量的緩和

政治の変質  
国際紛争の激化

IT産業の新興  
米国への資金還流  
新興国の混乱

実体経済の停滞  
金融レバレッジの拡大

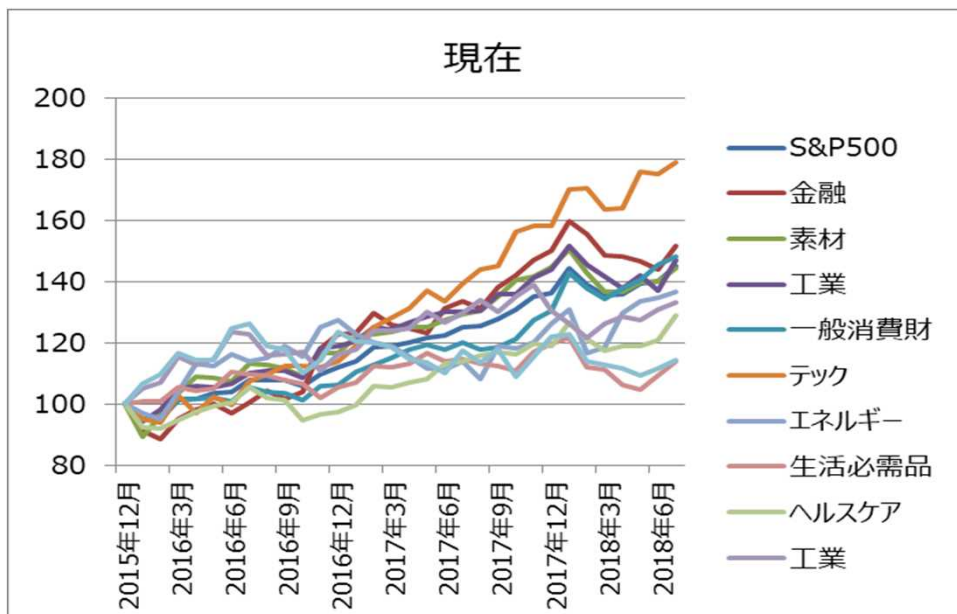
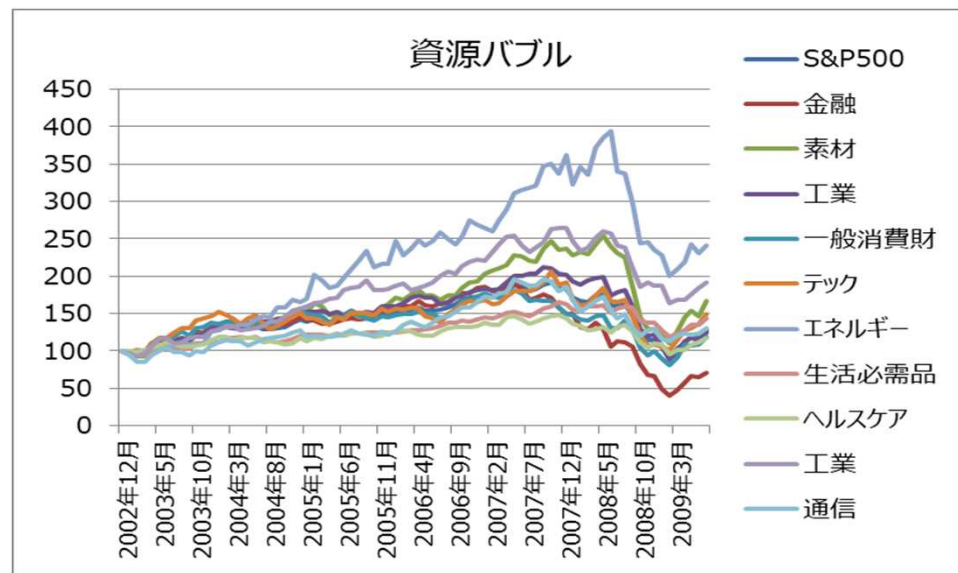
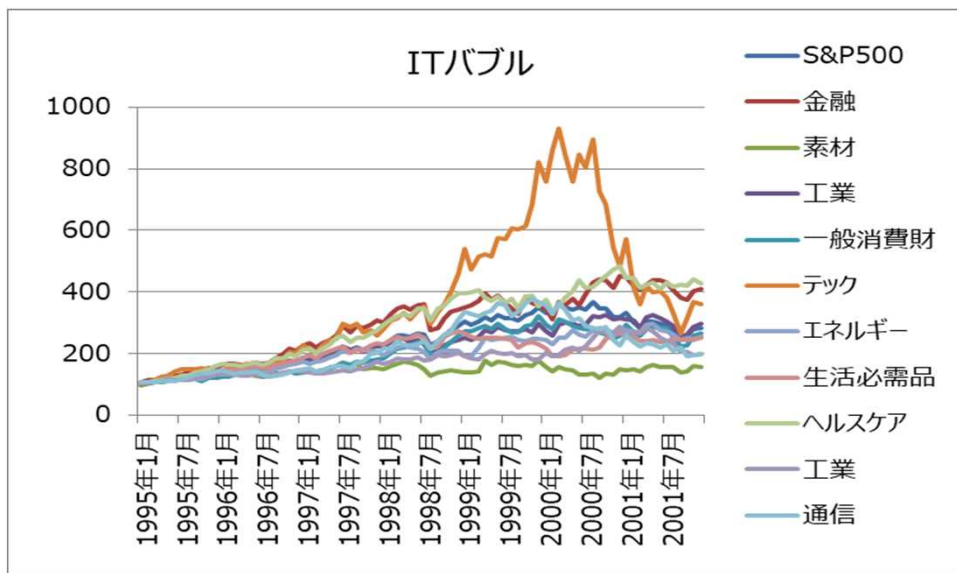
過剰流動性の創出  
産業構造の変化

IOT



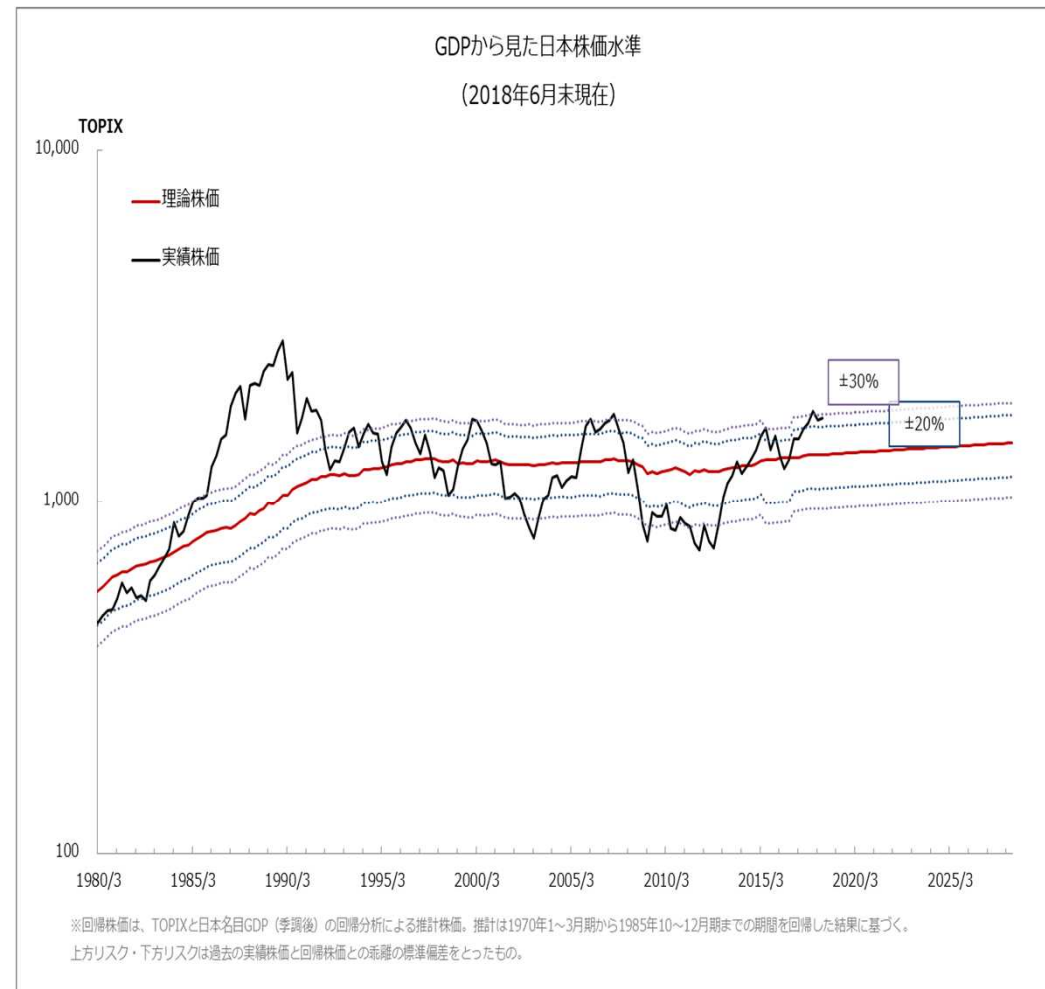
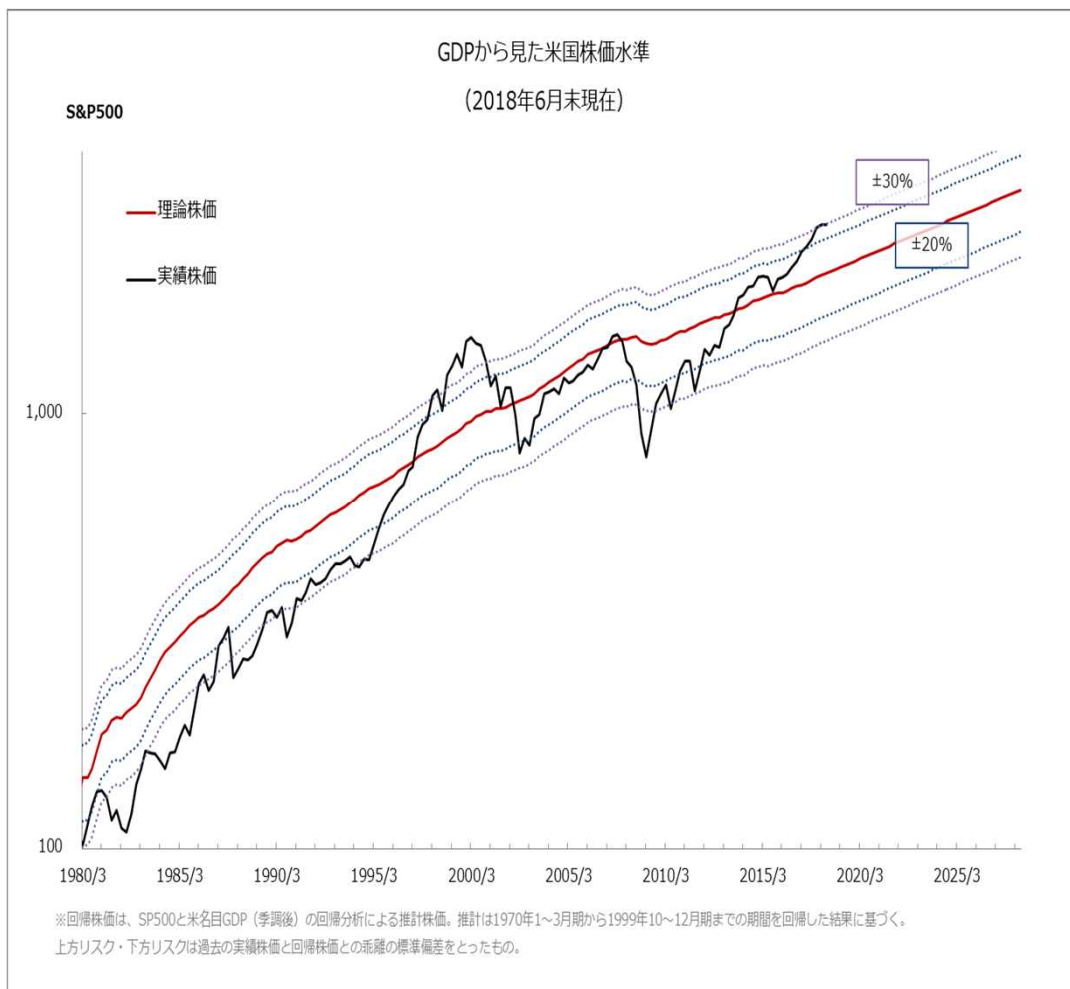
## ② 今はバブルなのか？

REUTERデータよりTAD加工





### ③ 実体経済との乖離はあるか？

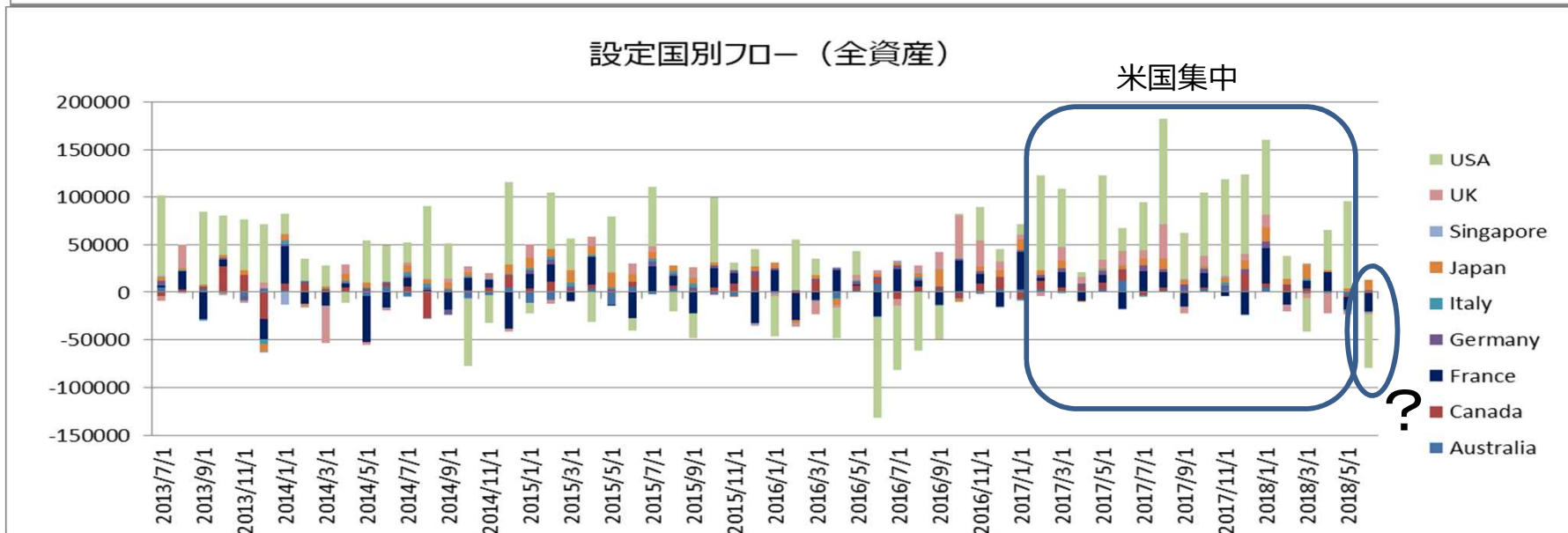
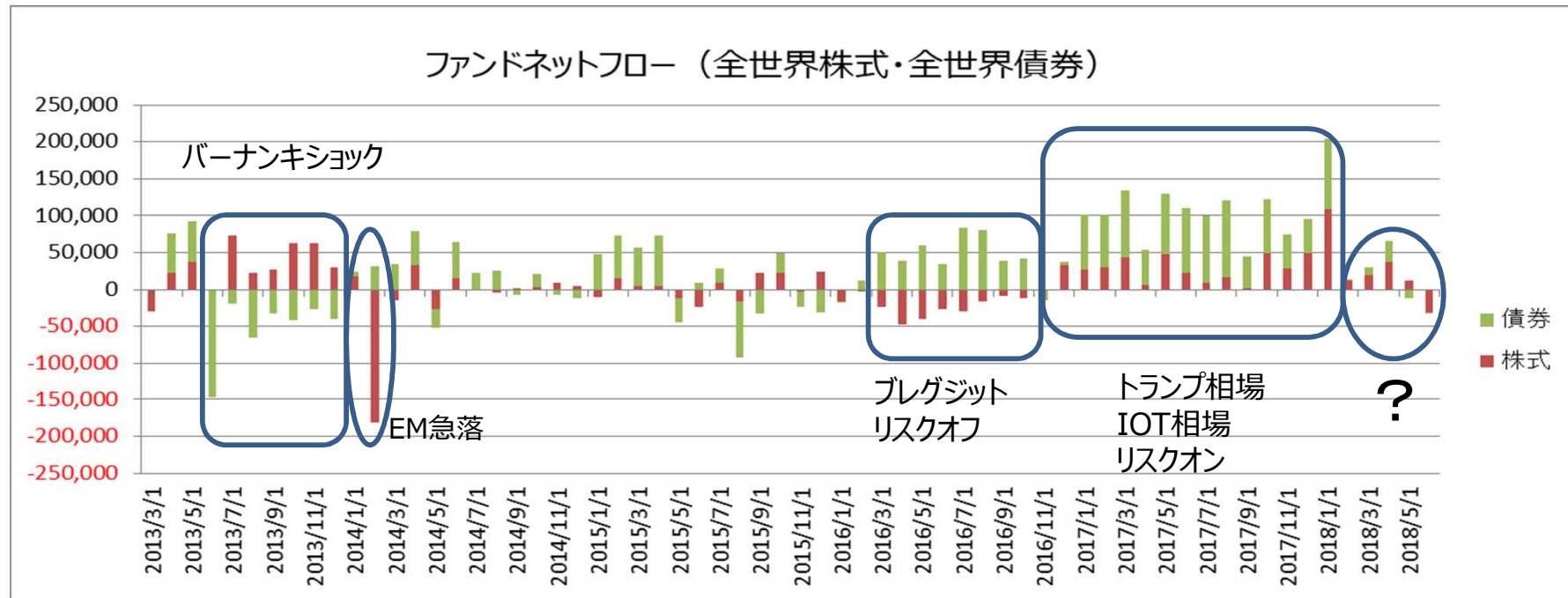


米国および日本の株式市場を名目GDPで回帰し、各国の理論株価を算出したものが赤いライン。  
 米国・日本共に、理論株価に対し現状は約30%程度上方乖離をしている。  
 米国の99年当時は約50%までの上方乖離が見られたが、これは90年台前半まで長く割安に放置された反動ともいえる。日本については90年のバブル崩壊以降はほぼ30%の乖離で天井を打っている。



### ④ 膨張している市場はあるか？

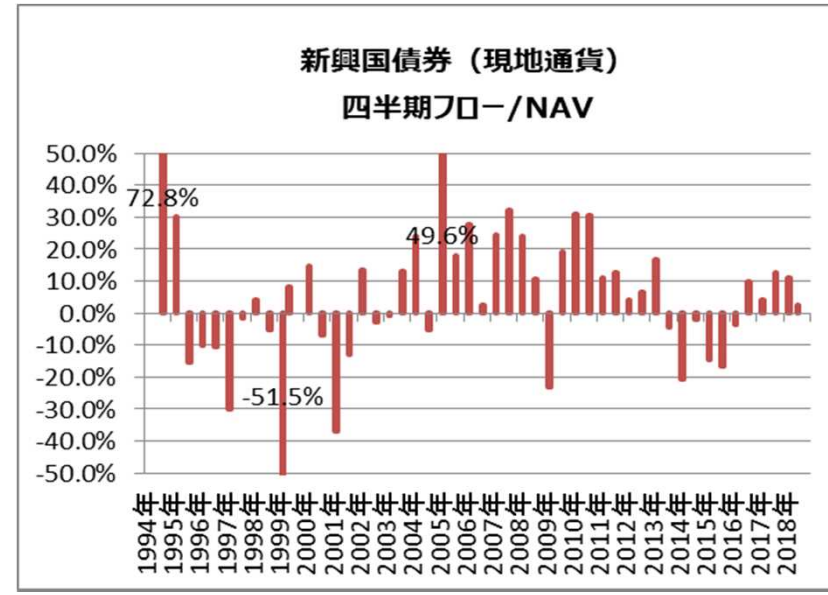
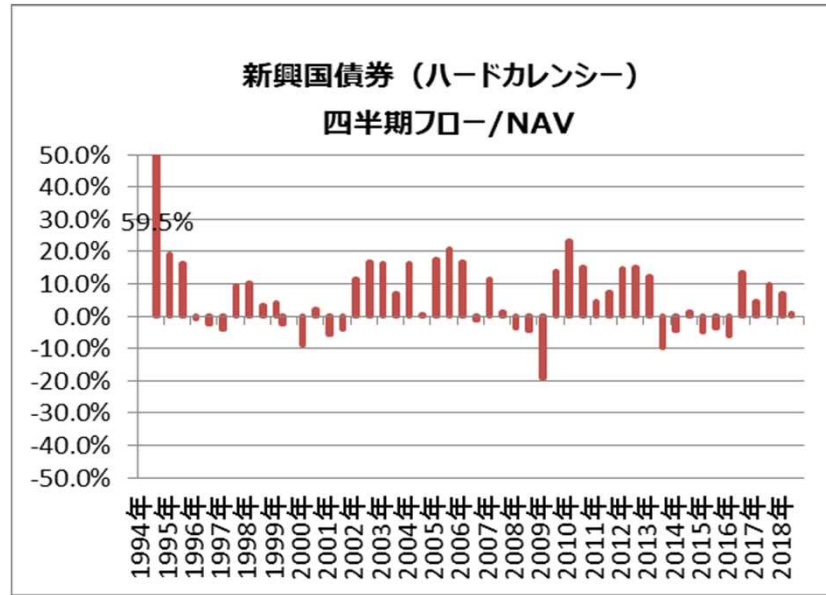
REUTER Lipper FundFlow (百万ドル)





⑤ 新興国は膨らんでいるか？

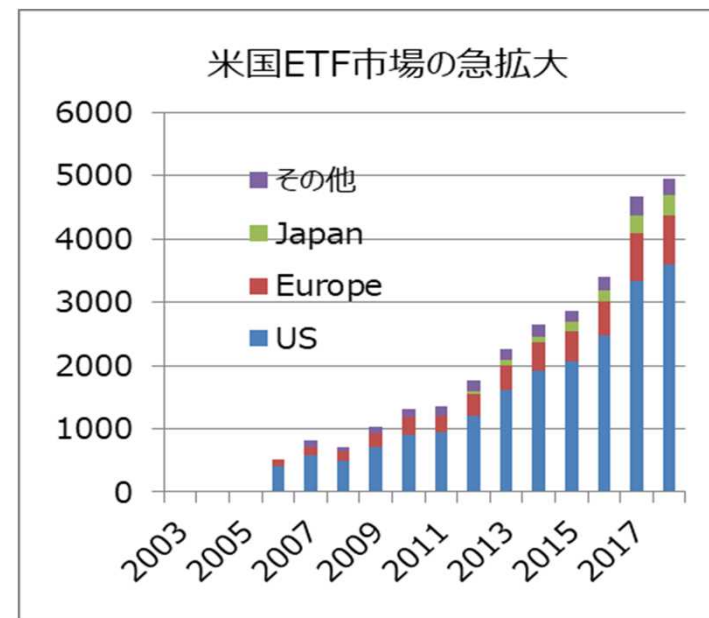
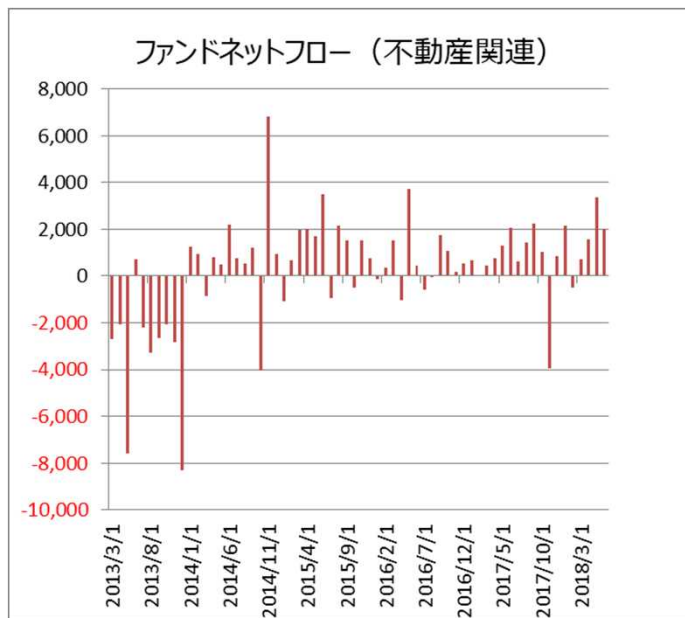
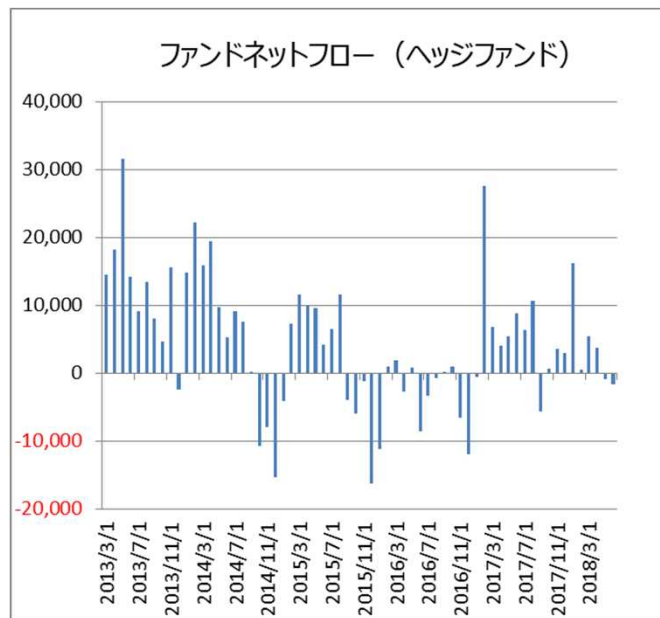
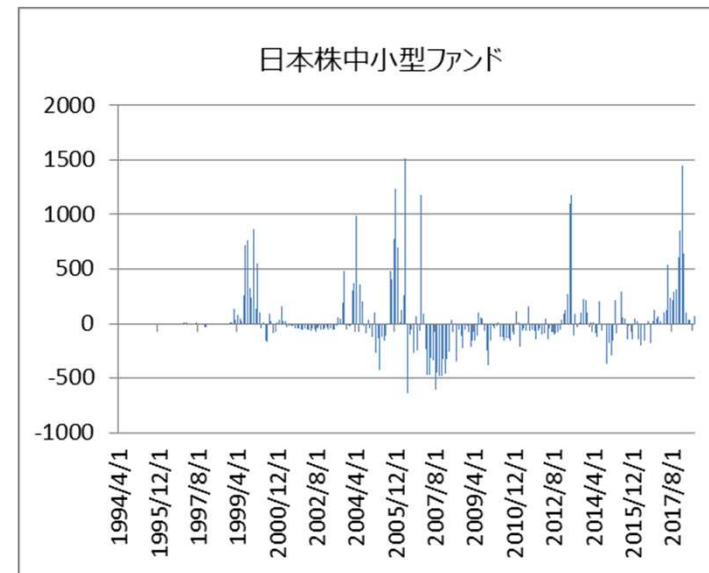
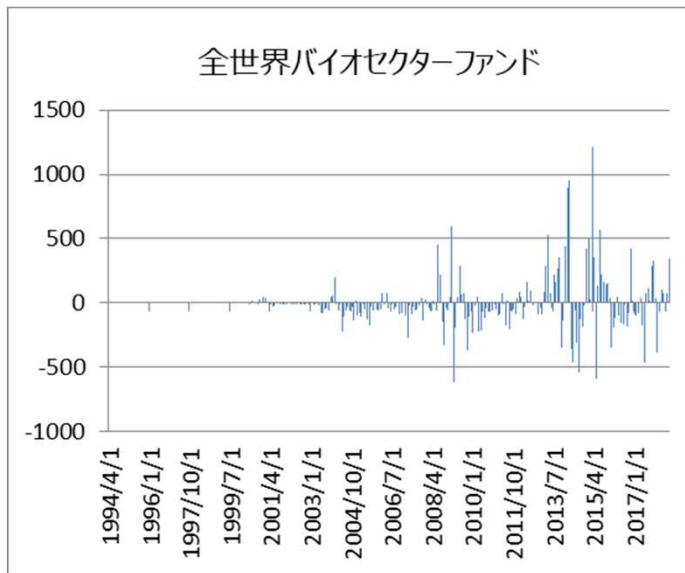
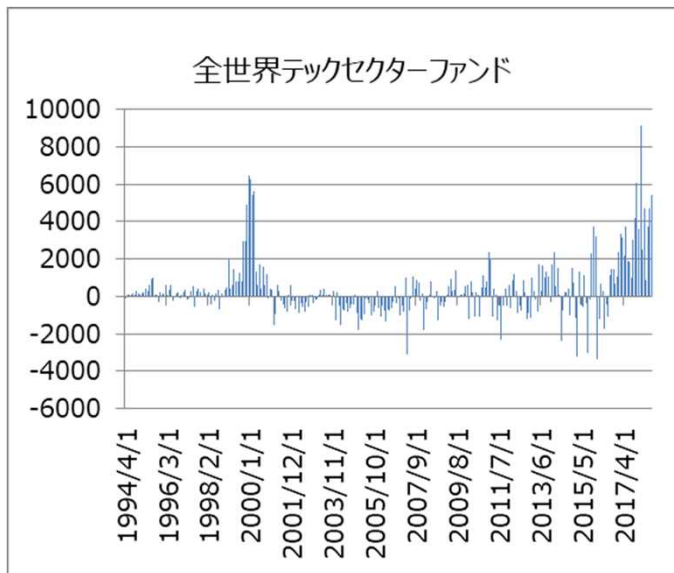
REUTER Lipper FundFlow (百万ドル)





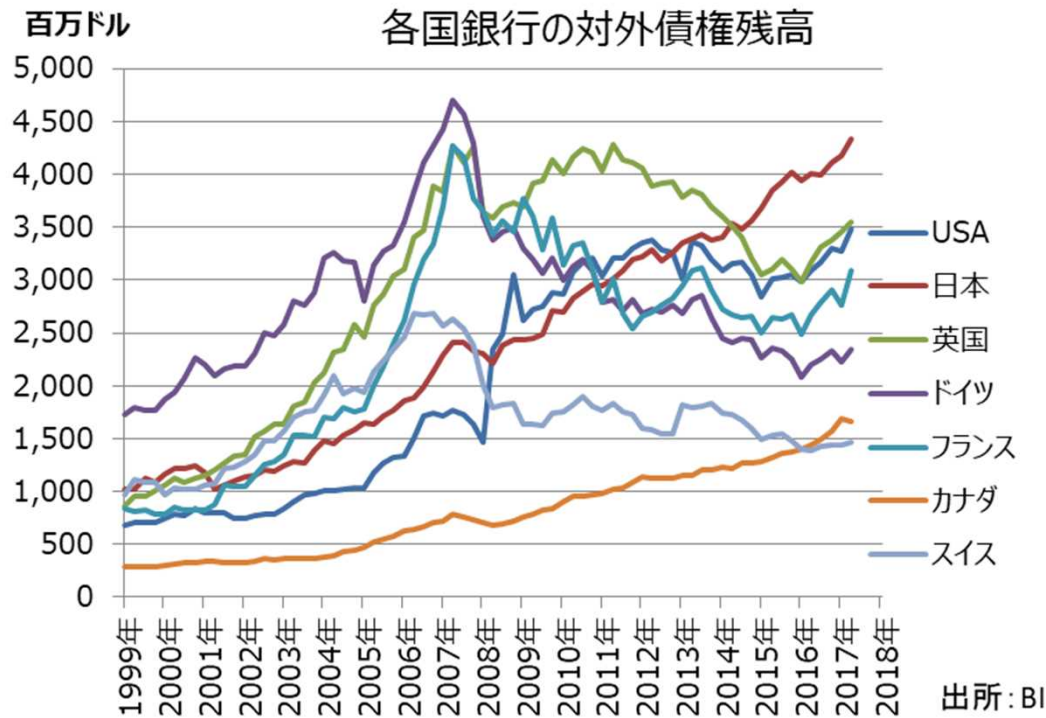
## ⑥ 歪んだフローはあるか？

REUTER Lipper FundFlow (百万ドル)





⑦ 実需のレバレッジは膨らんでいるか？

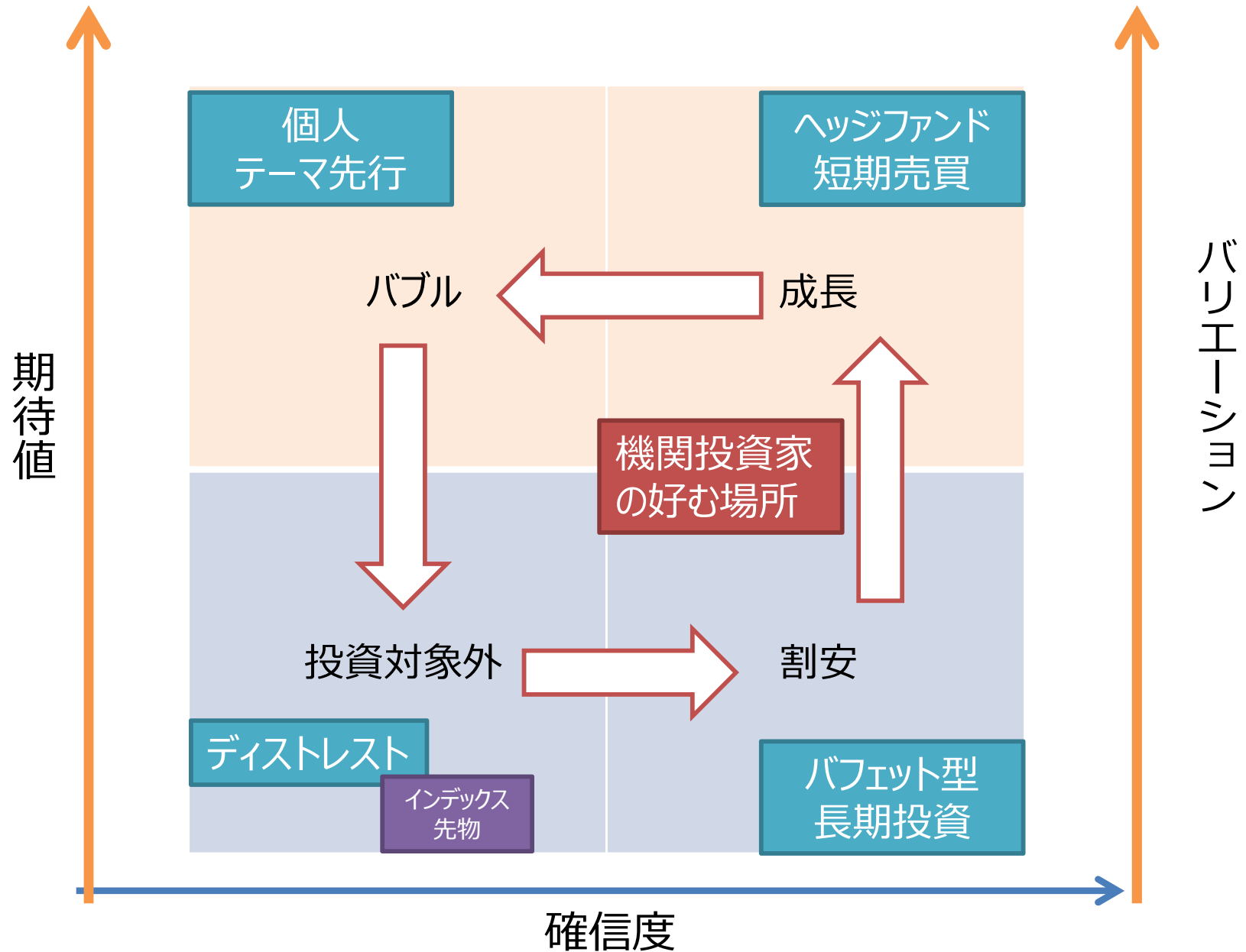


2008年の金融危機以降の主要欧米金融機関のデレバレッジが峠を越え（ドイツ以外）、足元で再び邦銀以外での残高が伸びつつある





## 2. 期待値と確信度とバリエーション

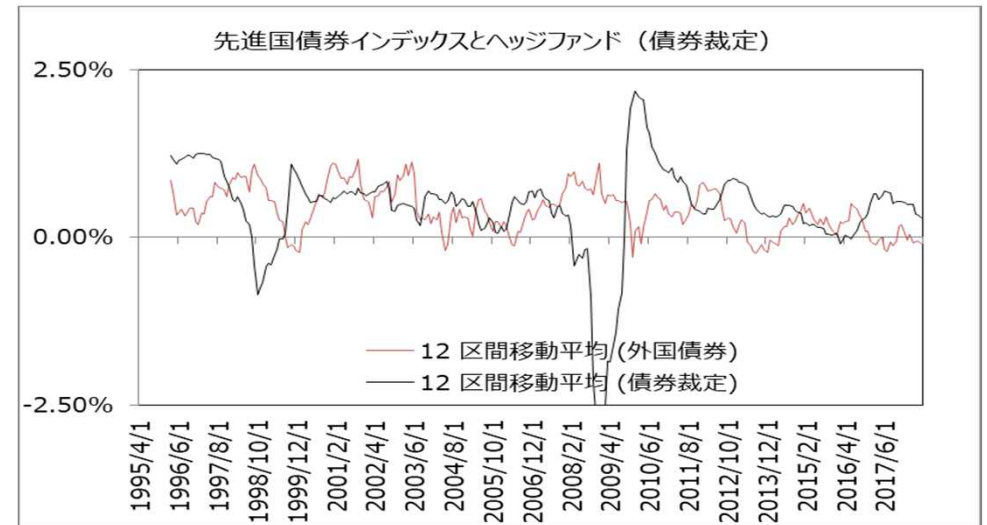
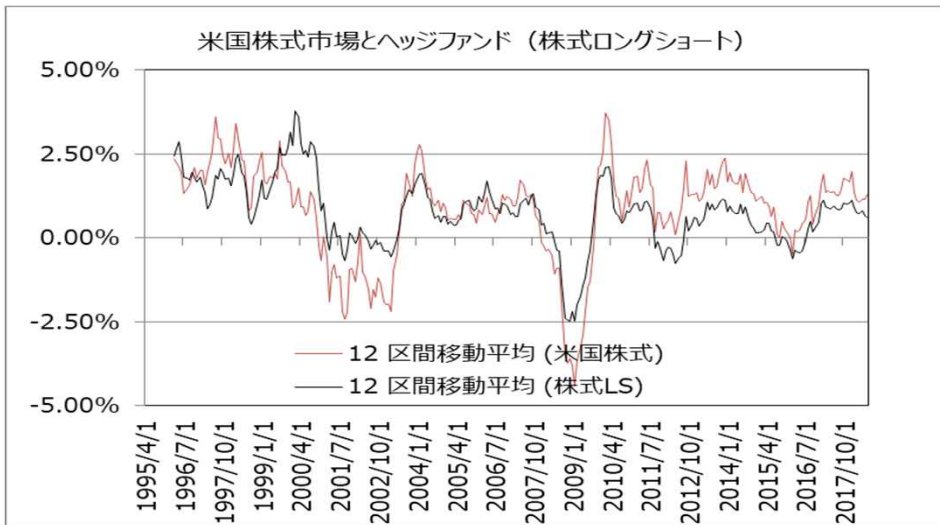
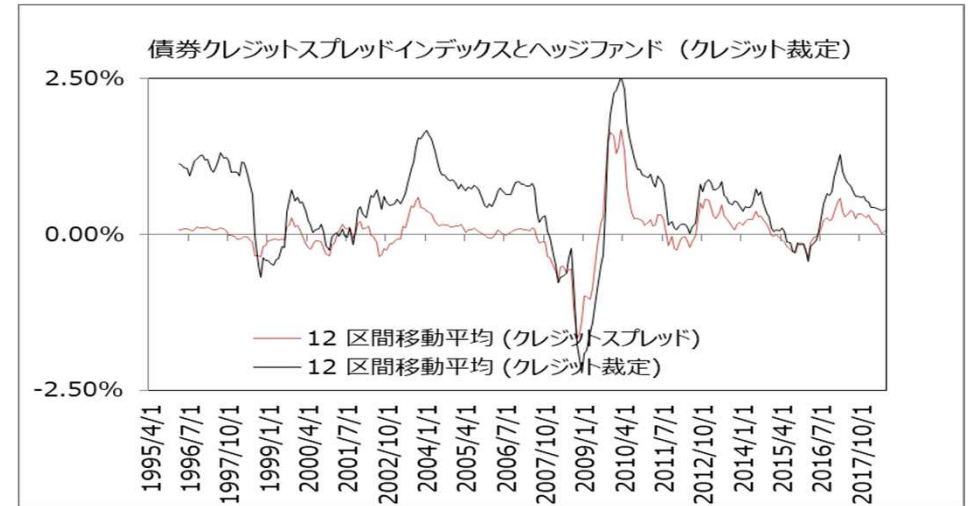
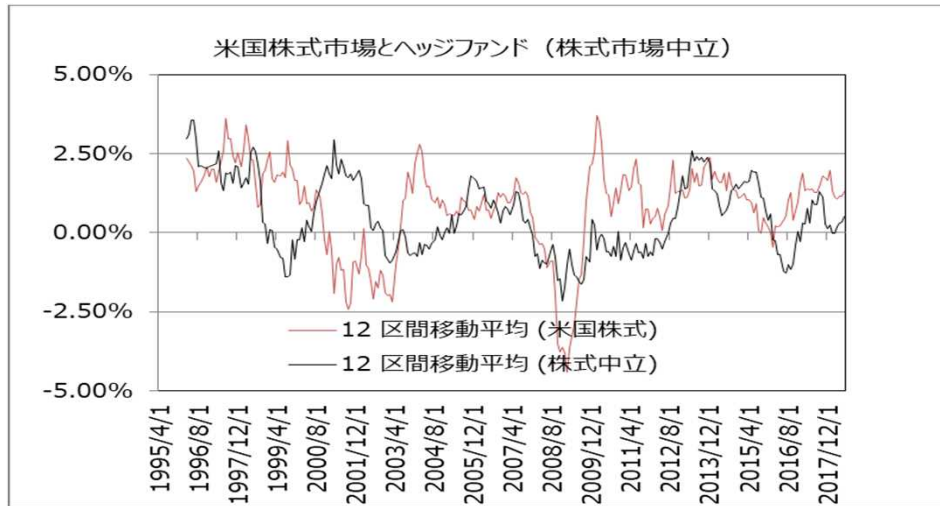




### 3. どこから逃げ、どこに逃げるか？

#### ① ベータ vs アルファ

REUTER・HFRデータよりTAD加工



ネガティブな $\beta$ には $\alpha$ もない。債券裁定はアルファがありそうに見えるがレバレッジリスクが大きい。 $\beta$ には流動性があるが、 $\alpha$ には固執性がある。より柔軟性の高い $\alpha$ へのシフト。

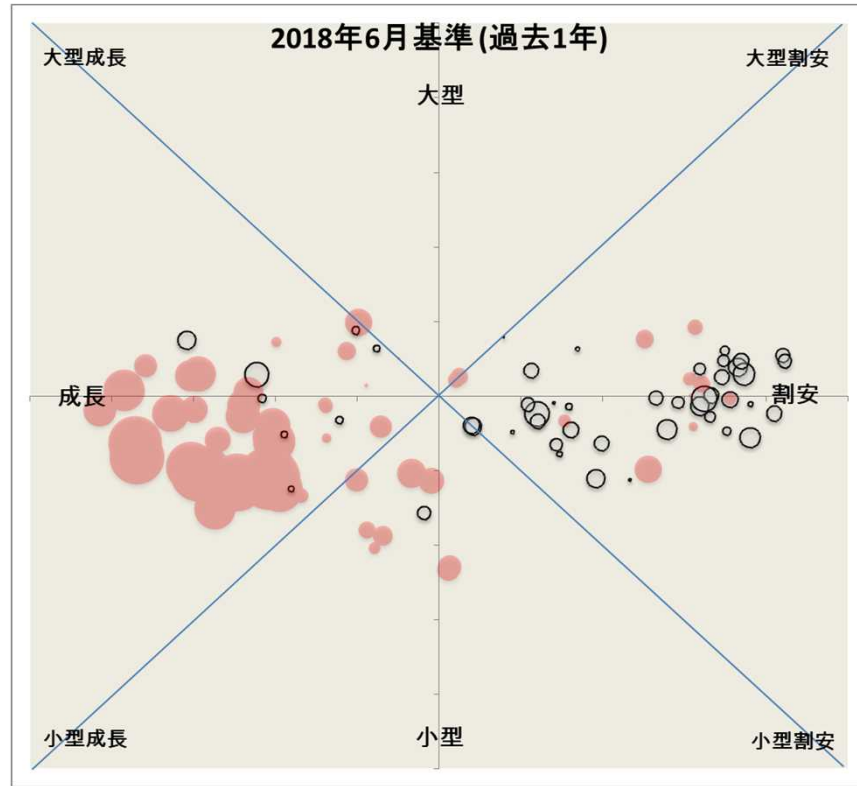


# ご参考：国内株式アクティブ運用スタイル別超過収益マップ

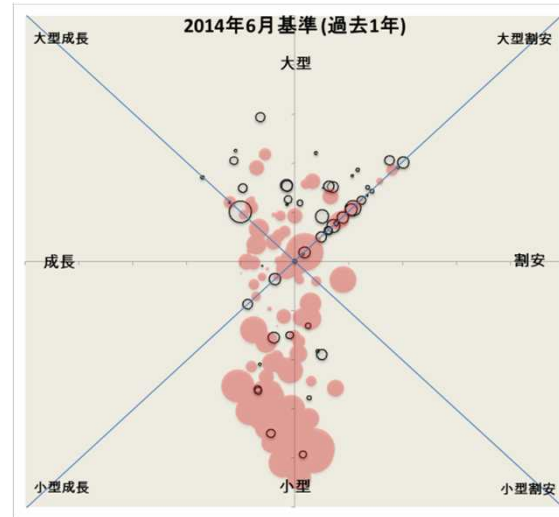
● プラス超過収益

○ マイナス超過収益

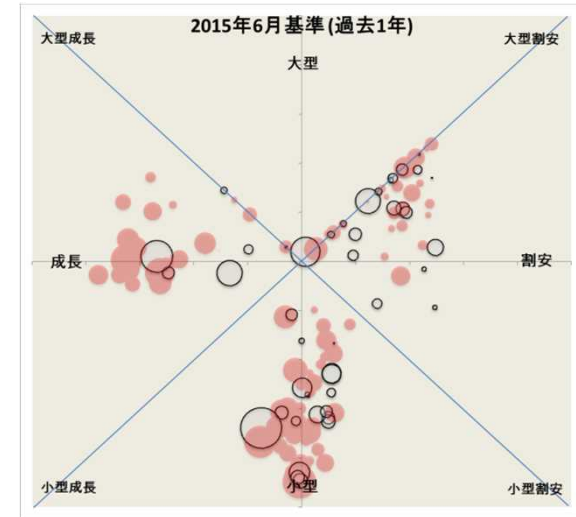
2017年7月から2018年6月 (TOPIX+9.67%)



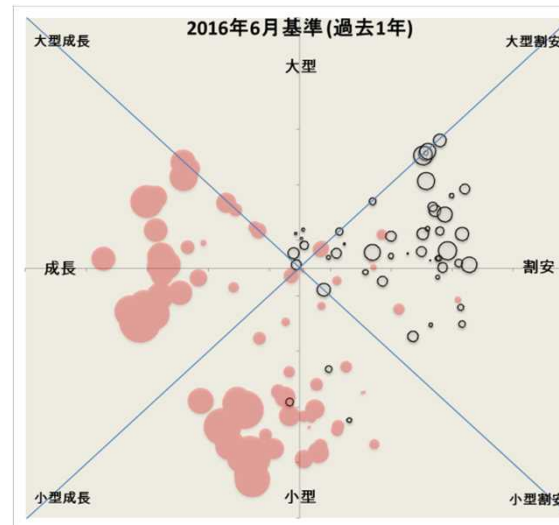
2013年7月から2014年6月  
TOPIX +13.5%



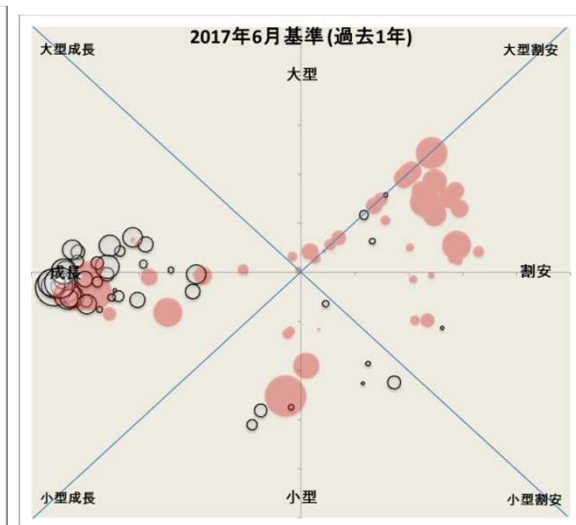
2014年7月から2015年6月  
TOPIX +31.5%



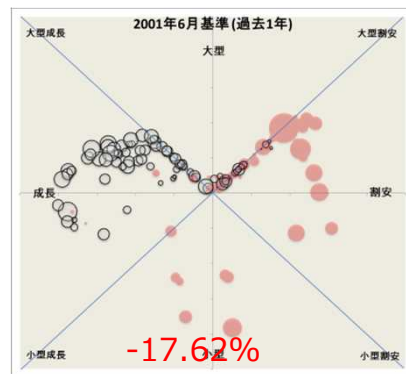
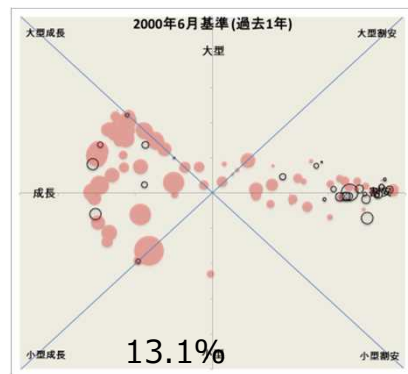
2015年7月から2016年6月  
TOPIX -21.9%



2016年7月から2017年6月  
TOPIX 32.2%

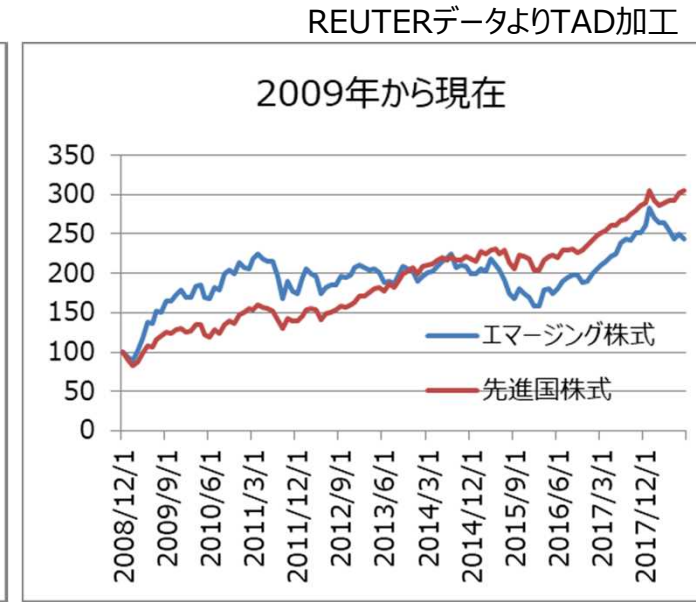
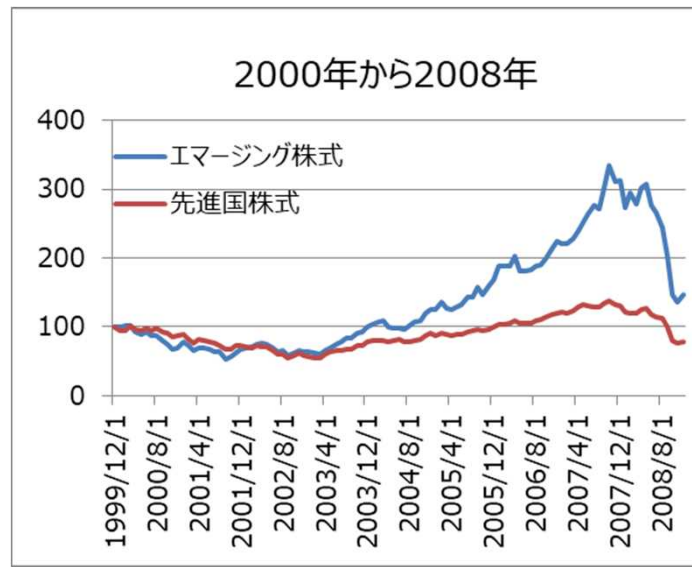
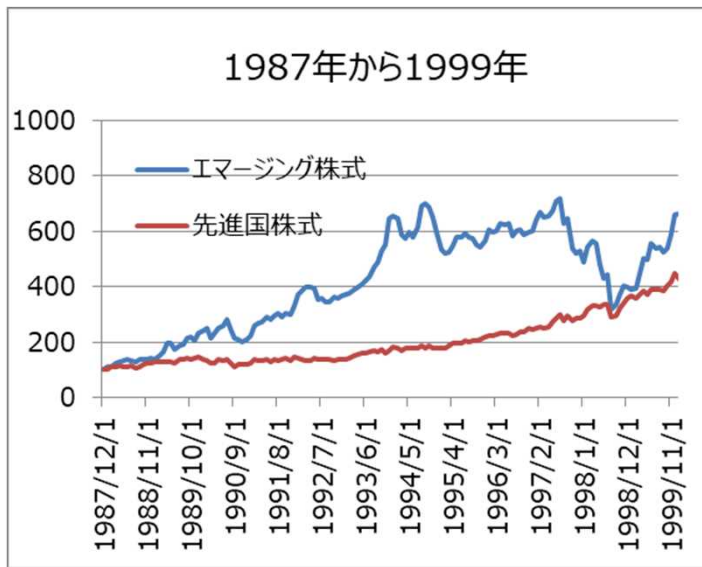


ITバブルと崩壊 1999年7月から2000年6月  
2000年7月から2001年6月





## ② 新興国 vs 先進国

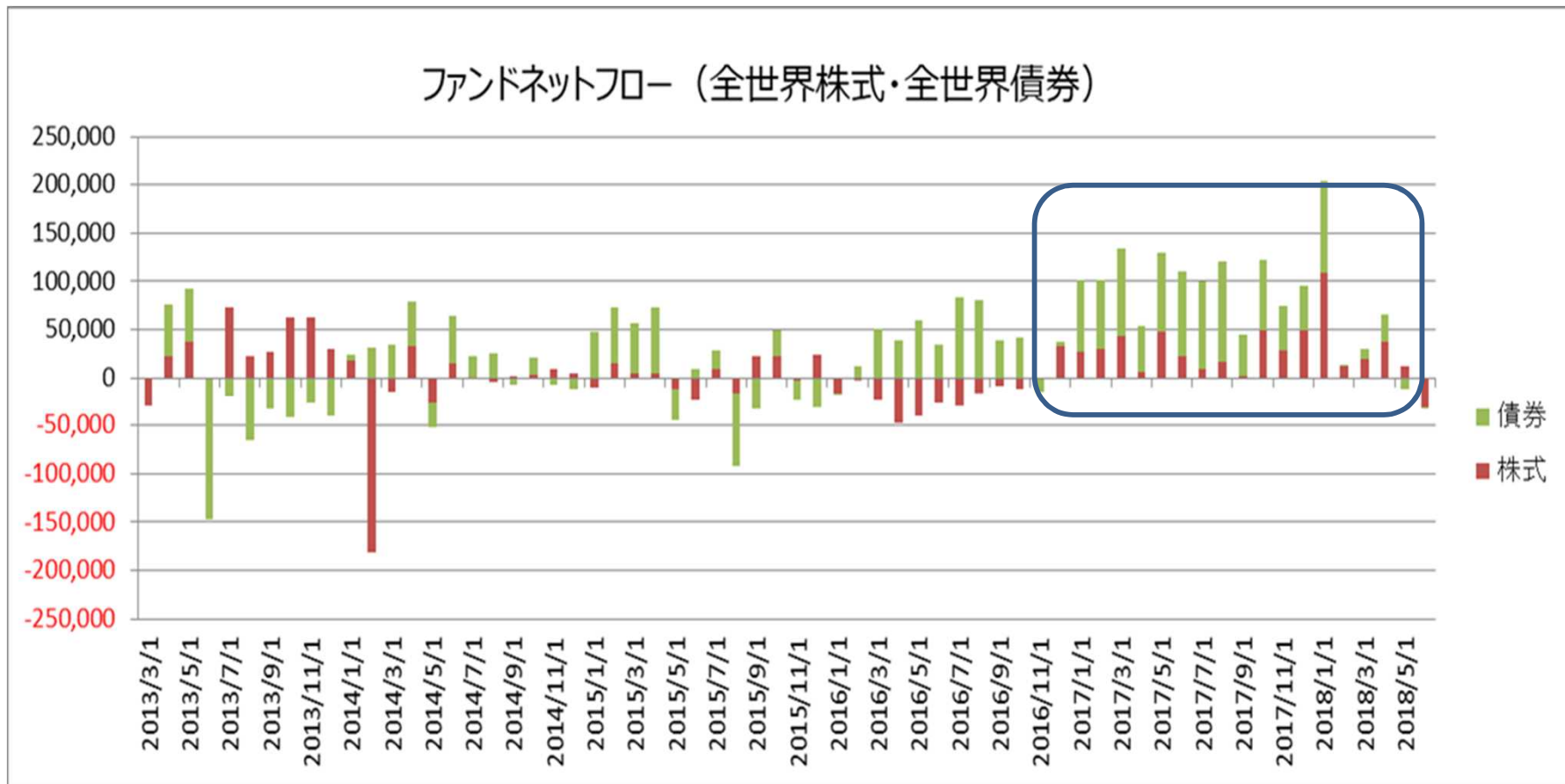


- 過去2回のエマージングブームは、先進国株式の期待値が低い時に発生。
- 先進国株式からの逃避資金の受け皿としてキャパシティを超える資金が流入した結果、先進国への資金還流により大きなダメージを受けている。
- 今回は、先進国主導の市場拡大。先進国経済の恩恵を受けた正常な新興国経済の拡大の可能性。
- 今後先進国株式のバリエーション調整の受け皿として新興国株式に資金流入が起きる場面では、新興国市場からの逃避が必要となる。



### ③ 株式 vs 債券

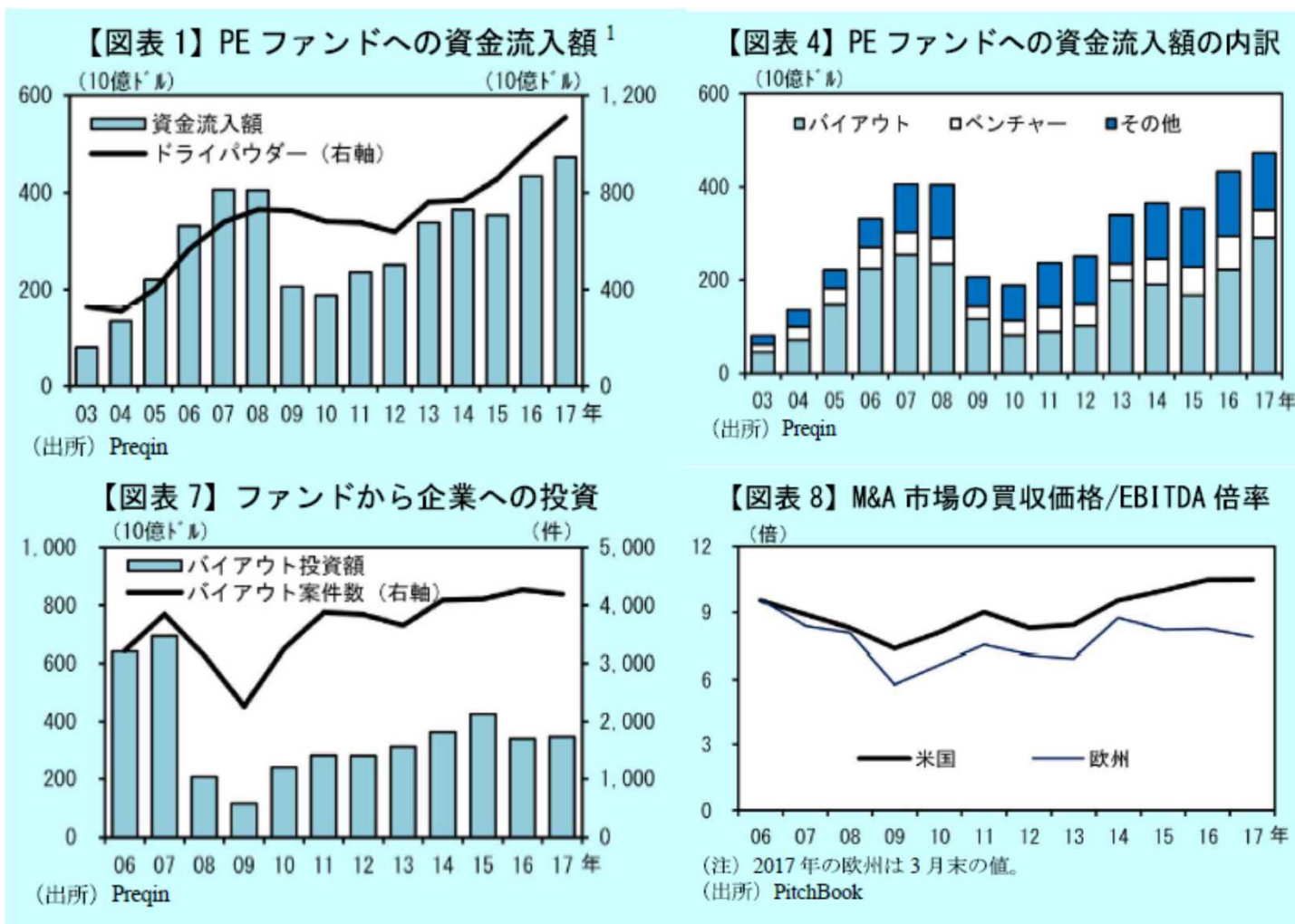
REUTER Lipper FundFlow (百万ドル)



- 足元では、株式・債券ともに資金が流入しているため、金利の上昇を伴う株安となるリスクが高くなっている。株式のバリエーションへの警戒感もあるため2013年の様な逆相関が効かない可能性が高い。
- 特にネット関連等の新興企業が牽引している現状の市場環境は、金利の引き上げに対しては脆弱。
- 13 • 債券と株式の相関に過度に依存せず、メリハリのある資産配分が必要。

## ④ 上場 vs 非上場

2018年4月日銀レビュー



- PEファンドへの資金流入はリーマン前の水準に到達。但し企業への投資スピードに過熱感はない。
- 経済の構造変化の恩恵を最も受け、確信度の高い投資セクター。
- 但し政治リスクを負う局面も想定されることから、業種・地域・戦略・投資タイミングの分散にはより慎重になるべきと考える。



## ⑥ 金融資産 vs 非金融資産

- ✓ 金・実物資産
  - ⇒インフレ対応資産としての魅力はあるが、株式や債券市場の受け皿としてのキャパシティはない。
  - バリエーションが高いまま確信度が急落する危険を常に抱えている市場。
  
- ✓ 仮想通貨
  - ⇒確信度なく期待値が上がっている市場の典型。
  - 確信度を重視する投資家層の拡大がなければ、投資対象にはならない。
  - 直接投資をしなくても、伝統的投資を経由した間接投資は広がっていく。
  - レギュレーションリスクは高い。
  
- ✓ 異業種商品（損害保険・ダイレクトレンディング（融資・リース）・不動産への直接投資）
  - ⇒確信度を疑うこと。
  - 金融市場への確信度が低下する局面では、こうしたビジネスリスク案件への確信度が高く見える。本業がある案件になぜファンドが参入しているのかをよく考えること。



## 4. まとめ

- 足元の金融市場は、経済の構造変化や新技術への期待値が確信度を伴って上昇している。
- 市場への資金フローは米国を中心にしたキャパシティの大きな先進国中心に起きており、新興国を始めとするニッチ市場での歪みは未だ顕在化していない。
- 今後のリスクとして、先進国市場への確信度が低下しつつ、リターンへの期待値が切り下がらない中、よりニッチな市場へ資金が向かう可能性がある。
- 現状、先進国市場では、ETFやHFTなど極端に流動性が高い金融取引が増加している。こうした先進国市場のキャパシティを前提として拡大した金融技術が、新興国市場等での適用が進んだ場合の潜在的なリスクは大きい。
- ここから先は、ゆるやかな逆張りを意識。上がっているものからは少しずつ逃げ、下がっているものに少しずつシフト。
- 短期的な変動リスクと長期の機会収益とのバランスを考えることが重要。





- 本資料は、お客様の運用や資産配分の判断などの参考となる情報の提供を目的として作成されたものであり、これらの最終的な決定はお客様ご自身の判断で行っていただきますようお願い申し上げます。
- 過去の実績は将来の運用成績を予測・保証するものではありません。また、シミュレーション等のデータも、将来の運用成績を予想・保証するものではありません。
- 本資料は信頼できると考えられる情報に基づいて当社が作成しておりますが、情報の正確性、完全性が保証されているものではありません。
- また、本資料には、各運用機関から取得した情報や運用実績に基づいて当社が計測或いは分析した情報が含まれる場合がありますが、記載された運用やファンドについて具体的に推奨するものではありません。
- なお、本資料中の記述内容、数値等については資料作成時点のものであり、今後の金融情勢、社会情勢等の変化により内容が変更となる場合があります。
- 本資料に関わる一切の権利は、当社に属し、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・複製は固くお断りします。
- 本資料の内容に関してご不明な点、疑問に思われる点等がございましたら、当社コンサルタント等にご照会下さいますようお願い申し上げます。
- 「FTSEグローバル債券インデックス」(WGBI指数)はFTSE International Ltd.が作成、公表しており、著作権はFTSE International Ltd.に帰属しています。FTSEは当資料に掲載されたWGBI指数およびWGBI指数に基づいて計算されたいかなるデータに関しても、明示的にも暗黙にも正確性、完全性、信頼性、有用性の保証を表明するものではなく、それらについて一切の責任を負いません。WGBI指数のデータの再配布や、他のインデックス、有価証券、金融商品の基準として使用することを禁止します。当資料はFTSEによって承認、審査、作成されたものではありません。
- 「NOMURA-BPI(総合)」は野村証券株式会社が作成している指数で、当該指数に関する一切の知的財産権とその他一切の権利は野村証券株式会社に帰属しています。
- 「TOPIX」は株式会社東京証券取引所の知的財産であり、当該指数に関する一切の知的財産権とその他一切の権利は株式会社東京証券取引所に帰属しています。
- 「MSCI」はMSCI Inc.の知的財産であり、当該指数に関する一切の知的財産権とその他一切の権利はMSCI Inc.に帰属しています。
- 「S&P500指数」はS&Pダウ・ジョーンズ・インデックスの知的財産であり、当該指数に関する一切の知的財産権とその他一切の権利はS&Pダウ・ジョーンズ・インデックスに帰属しています。

金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第2429号 一般社団法人日本投資顧問業協会