



I-OWA マンスリー・セミナー座談会より 「株価指数について考えてみよう」

小原沢 則之氏、岡本 和久

岡本| 指数をよく見ると二つの方向性がありますよね。一つは、中を細かく区切って分割していくトレンドと、地域、グローバル、エマージング、フロンティアといった、全体をまとめて大きく見ていくトレンドと、両方の側面があり、それが同時に起こっているわけです。そういう意味では、細かく輪切りにしたり、ダイスに切ったり、全体をまとめたりという動きがあります。そうして、たくさんできてくる指数それぞれについて一つずつETF やインデックス型の投資信託ができています。背景としては、グローバル化が進む中、外国の個別銘柄がわからないということも一つの背景としてあるでしょう。また、投資対象の単位が、個別銘柄からグループに移ってきている気がします。

小原沢|そうですね。私達インデックスの業界で働いている者にとって、今インデックスは、成長期にあると捉えています。私どもも含めて、インデックス・ベンダーと言われる会社がいくつかありますが、ここ数年で、ものすごい数の新しいインデックスの開発をし、色々なタイプのインデックスを出しています。その背景として、一番大きいのはETF の存在です。ETF は、株



価の指数、あるいはなんらかの指数で表現されていれば作れるのです。今は、昔ながらのパッシブ運用だけではありません。どちらかという、昔で言えばアクティブ運用のたぐいのものをインデックスの形にすることによって、ETF という商品にできます。つまり、どんどん新しいタイプのものができるわけです。そのターゲットは、従来からあるアクティブ運用です。これをある種インデックスの形で表現できれば、アクティブ運用商品の高い運用報酬を払わず、ETF のような形で商品を買えますので、投資家のニーズが、そこに出てくるでしょう。従来は、アクティブ運用的な商品だったものが、今はインデックスになり、ETF



長期投資仲間通信「インベストライフ」

になっているという流れがあります。

岡本| 結局、ポートフォリオ分析が、非常に精緻にできるようになってきた為、インデックスを細かく分けることによって、そのインデックスの組み合わせにより、アクティブに似たポートフォリオを作れるようになってきたわけですね。私が前にいた会社でも、アメリカ市場を 8 つの小さなセグメントに分けて、その 8 つの部品を組み合わせることでマゼランファンドのレプリカみたいなものを作っていました。構成要素は、それぞれ全部インデックス型になっていますから、フィーはすごく安く済むわけです。そこでどのような部品を作れば一番汎用性があるかという視点から商品が開発されるわけです。そういう意味では、インデックス運用と、本来の意味のパッシブとは違ってきていると思います。以前もこのセミナーでお話をしましたが、パッシブというのは、基本的に現代ポートフォリオが言い出した、マーケットポートフォリオであり、本来、あらゆる投資対象を全て含んでいるものなのです。しかし、そのような指数は現実には存在せず、その代替指数としてグローバルな株式が使われていたのです。その前はアメリカの S&P500 が一番近いと言われていましたが、今は段々グローバルになってきましたからね。そういうものと、市場の一部分のみを取り上げて、一定のフォーミュラ、一定のプロセスに基づいて運用し、それをインデックス化することが行われています。そして、そのインデックスに連動するアクティブ運用というものがあります。だからアクティブ・インデックスというものが、かなり出てきたということですね。

小原沢|特にインデックスを少し上回りたいという年金などは熱心ですね。

岡本| アクティブ運用に対する評価の基準が非常に厳しくなっていることは間違いないです。これは指数が分割化された結果です。昔は、『うちはバリュー投資で頑張っています。』と言えば、マーケット全体と比べて良ければ、『いいでしょう』で済みましたが、バリュー株の指数が出てきた為、『バリュー指数に負けているじゃないですか。』という議論になってきていますからね。アクティブの運用者は、スタイルに忠実でなければいけないと同時にスタイルの指数に勝たねばならないという面で非常に厳しくなっています。

小原沢|一般的に、株式のポートフォリオのパフォーマンスは、3つの要素で分かれます。一番目は、株式全体の動きを表すベータ値。二番目は、先ほどから出ているように、例えば、バリュー・マネージャーのポートフォリオは、割安株全体と一緒に動くというようなスタイル・指数との比較。三番目は、その中に入っている一つ一つの銘柄、この銘柄を如何に厳選して選ぶかということです。バリューのポートフォリオは、バリュー銘柄が沢山ある中でどれを選ぶか？最後の個別の部分があります。最後の個別の部分は、インデックスではどうしても拾えない。これはスキルのあるアクティブ・マネージャーが、一生懸命見つけてくれることを信頼するしか選びようがない。最初の二つは、マーケット全体、あるいは、バリューという性格を持った株式のパフォーマンスは、インデックスで買うことができますよね。



長期投資仲間通信「インベストラ이프」

岡本| 結局、アクティブのマネージャーも、その三番目の要素をちゃんと生み出しているかどうか、はっきりわかるようになってきたわけです。マーケット全体や、ある特定のバリューやグロースといった、一つのグループですよ。その部分は指数で計算されていますから、それを上回るプラス・アルファを、この人は高いフィーをとって生み出していますかということが、問われるようになってきているわけです。アクティブ・マネージャーでやっていくのは大変なことだと思います。

小原沢| それと、証券会社の今までのような『個別株どうですか？』という売り方は、時代遅れになってきて、変わっていかざるを得ないでしょうね。私は、機関投資家向けの運用をやっていますので、ついポートフォリオと考えてしまいます。しかし、個人投資家の方は、ご自分の持っている哲学や、考え方に沿って、考えればいいと思います。パフォーマンスだけでなく、『こういう会社を応援したい！』とか、いろいろな基準がその中では働くでしょう。ただ、私がやっている、インデックスの世界では、どうしても分散化された、ポートフォリオがどうだ、というような所にいつてしまいます。そうすると、『なるべく効率的なものはどれか？それを追及していくにはどうすればいい？』ということになります。個別の株式の投資は、私は個人でやっていませんが、個人で応援したい企業があれば、それでいいのだと思います。バフェットの考え方、事業として自分が応援したいということも、決して否定できることではないですよ。

岡本| 私が最近書いた『自分でやさしく殖やせる確定拠出年金最良の運用術』という本に書いてありますが、『年代が70歳を超えたら脳トレ投資！』。これは、個別銘柄投資のススメです。自分で仮説を立てて、新聞読んだり、セミナーに出たりして、一株ずつでもいいから五銘柄位を買ってみる。そして、結果がどうなるか検証してみる。それを続けていけば、すごく知的な刺激になると思います。別にそれで生活費を稼ごうというわけではなく、余裕資金で、最低単位でいいからとにかくやってみるというのはいいと思います。

岡本| 一つ、指数の所で私自身疑問を感じているのですが、グローバル化が進んでくることによって、国という単位でみた時の相関係数が、かなり上がってきていると思います。一方でこれからの銘柄選択は、国ごとというよりは、むしろセクターによるアロケーションが重要になってくるのではないのでしょうか。今は、ほとんど分散を考える上で重要なのは国ですよ。セクターで見た方が、効率がいいのではないかと思うのですがどうでしょうか？

小原沢| セクターというものは、一つのやり方だと思います。先ほどあった、バリュー、グロース、ディフェンシブ、ダイナミックというタイプは、セクターに関しては、バイアスが結構かかっています。例えば、ディフェンシブという指数には、どこの国のポートフォリオを見ても、必需型の消費財、飲食、ヘルスケア、攻撃的なものの比率がダイナミックより高いですね。そうい



長期投資仲間通信「インベストラيف」

う銘柄を持っていると、値動きが割と少ない。値動きが少ない分だけ、それなりに安定的な成長を示している所があります。それを例えば、個別にヘルスケアに投資する、必需消費に投資する、というのもいいのでしょう。しかしもう一つ、ディフェンシブというくくりで、そういうセクターにバイアスのかかった指数を選ぶというやり方も、もう一つあるのかなと思います。逆にダイナミックは、金融株のウェイトがかなり高くなり、値動きの上げ下げが大きいですね。金融株に投資するという気持ちがあるのなら、ダイナミックに投資する。逆に金融株を下げたかったら、ディフェンシブに投資するという形でやるのも一つかなと。新興国投資も、どの産業が伸びていくのかと言った時に、新興国の中の内需的なものが、まだまだ生産年齢の人口が増えて、国の中で内需的なものが出てくるだろうと考えるなら、新興国というフィルターで投資するのではなく、そういう国々の内需的なものを見ていく、という様に見方を変えてみる。つまり『成長の源泉が、どのセクターにあるのだろうか?』ということですね。投資信託のテーマで追っているのも、結構そういうような所があります。ただ残念ながら、投資信託の場合は、次にテーマが浮かび上がると、その商品が忘れ去られてしまうところがあります。投資するのなら、長い期間投資していくというスタンスで、このように見ていくというのもやり方ですね。

岡本| 今日は指数について、いろいろと深く考える、またとないチャンスだったと思います。ありがとうございました。