

今月の ひとこと

マーケットが荒れ模様です。株価は割引率、利益成長率と配当金の関数ですが、これを単純化すれば金利と業績によって決まると言ってもいいでしょう。これまで長く続いた世界的な金融緩和がようやく効果を表し始め、経済が米国を中心に好調になってきました。従来、株式市場を支えていたのは超低金利のもとで余剰資金が株式市場に向かっていったからです。いわゆる金融相場だったのです。

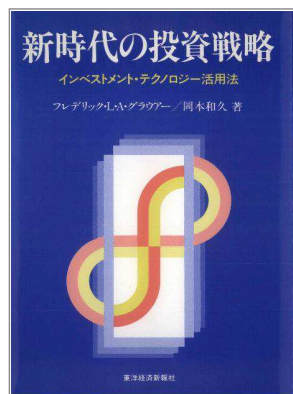
景気が好調になるにつれ金利が上昇するという懸念が生じています。この不安感が好調な経済のプラスを上回っているのが現在、相場が不安定な理由です。今後もこの綱引きは続くでしょう。長期的に見れば、これからの相場の上昇は企業収益の増加がけん引役となります。これが業績相場です。

現在の状況は金融相場から業績相場への移行期です。そして私の経験からもこのような移行期には相場は大きな調整をするものです。いまの荒れ模様はいつか来た道ですが、むしろ、何度も来た道でもあります。++++++
++++++
FACEBOOK上でクラブ・インベストラライフの仲間が活発な議論をしています。FACEBOOKに登録している方、ぜひ、ご参加ください（2018年2月12日現在で参加者数は3589名です）

[今月号の記事をすべてダウンロードする](#)

米国におけるポートフォリオ革命の黎明期 インデックス運用はどう進化したか

岡本 和久



私が米国の運用会社、ウェルズ・ファースト・インベストメント・アドバイザーズに参加したのは1990年でした。そこで初期のインデックス運用がどのように進化をしたかを教えてもらったのです。非常に興味深い話でしたので1991年の私の著書「新時代の投資戦略」（東京経済新報社、現在は絶版になっています）の第二章に「米国におけるプロセス依存型運用：過去、現在、未来」という章を設け、聞いた話や頂戴したたくさんの論文などから学んだことを述べさせてもらいました。今回はそのなかの「第6章 発展の歴史」を加筆修正してご紹介します。ただし、修正は文章をわかりやすくするためのコメントを追加した程度にとどめ、できるかぎり原文の内容を残してあります。また、資産残高などのデータは80年代の終り頃のもののご理解ください。いま、インデックス運用が日本の個人投資家にも幅広く浸透し始めていますが、米国でこのような歴史があったことを知っていただけたらうれしいです。インデックス運用も大変な苦労の結果、誕生し発展した運用手法なのです！

[読んでみる](#)

I-OWAマンスリー・セミナー講演より セゾン投信にかけける夢

講演： 中野 晴啓氏 レポーター： 赤堀 薫里



自分の大事なお金を運用者に託して、資本市場を通じて働かすということのどんな意味を持ち、なぜそれが結果として自分への恩恵でリターンとして返ってくるのかを伝えること。それは長期投資を続けて行けば自分も世の中もしあわせになり、自分の気持ちも満足できる。この理想的なことを徹底して発信していくことがフィデューシャリーデューティです。

[読んでみる](#)

クラブ・インベストラライフとは？

人生を通じての長期投資は孤独な長旅です。この長旅に耐え、大きな喜びを得るには、資産運用を行うための基礎となる知識と孤独な旅を支えあう仲間が必要です。「将来の自分はいまの自分が支える」ほかない時代、クラブ・インベストラライフの活動は、豊かで幸せな人生のための投資を目指しています。

毎月、ネット上で会報誌を公開するほか、FACEBOOKやTwitter上で議論の場を提供し、各地でのセミナーを開催しています。

まったく投資の経験のない方も多数、参加しておられます。大手金融機関から完全に独立しているので、特定の商品をお勧めすることも販売することは一切ありません。

<FACEBOOK、TWITTERへの 投稿の際のお願い>

1. 個別商品の販売・推奨、あるいはそれに類する投稿はご遠慮ください
2. 発言はあくまで個人としてのものとしてください
3. 企業広告はご遠慮ください

I-Oウェルス・アドバイザーズの メール・マガジン

メルマガへのご登録は下記のメールアドレス宛に、空メールを送信下さい。購読は無料です。

mail@i-owa.com

毎月15日配信 無料

Facebook

Facebook上のグループ、クラブインベストラライフ
<http://www.facebook.com/groups/investlife/>

Facebookへの登録が必要です。リクエストボタンを押して入会申し込みをしてください。

[Facebookへはこちらをクリック](#)

Twitter上のグループ
クラブインベストラライフ
http://twitter.com/c_investlife

Twitterへの登録が必要です

[@c_investlifeさんをフォロー](#)

バックナンバー 一覧

- [2018年01月15日発行 Vol.181](#)
- [2017年12月15日発行 Vol.180](#)

I-OWAマンスリー・セミナー座談会より セゾン投信をめぐる課題を聞く

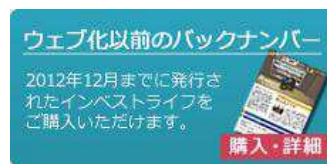
座談会：、中野 晴啓氏、参加者のみなさま レポーター： 赤堀 薫里



参加者：二点質問です。一つ目は、先日メディア向けにバンガードさんがセミナーをされていた際に「日本において協業していく」という話がありました。今後セゾンバンガードと、新しくバンガードをくるんだ商品が出て来た時に、その差は何か。セゾンバンガードを持つ意味がどこにあるのかを教えてください。二点目は、セゾン投信さんの役員構成を見た時に中野さん後の生え抜きが見えてきません。投資家さんから一番受ける質問は、「セゾンの今後はどうなりますか？」という質問です。後継者の育成も含めて、10年後のセゾン投信の姿を教えてください。

[読んでみる](#)

- [2017年11月15日発行 Vol.179](#)
- [2017年10月16日発行 Vol.178](#)
- [2017年09月15日発行 Vol.177](#)
- [2017年08月15日発行 Vol.176](#)
- [2017年07月10日発行 Vol.175](#)



知って得する、ちょっと差がつく トリビア・コーナー

トリビア研究家 末崎 孝幸

★100円ショップの元祖は？ ★おやつ ★星型要塞 ★トルコ石 ★ポインセチア（の語源）★ルビ（を振る）

[読んでみる](#)

資産運用こぼれ話 ビットコイン・フィーバーに思う

寄稿： 岡本 和久

私は、仮想通貨は今後、紆余曲折を経て本格的に普及していくだろうと思っています。それがビットコインなのかどうかはわかりません。しかし、民間が発行主体になったデジタル・データ形態の仮想通貨は一段と浸透していくことだろうと思います。

[読んでみる](#)

インベストライフ・アーカイブ 長期投資家は歴史観を持とう

インベストライフ創刊号（2003.01）対談：澤上 篤人、伊藤 宏一



インベストライフ創刊号は2003年1月に発刊されました。これまで15年になんて良い内容の記事を多くの方に寄稿していただきました。今後、少しずつ過去の記事を紹介していきたいと思います。今回は創刊号から澤上篤人さんと伊藤宏一さんの対談「長期投資家は歴史観を持とう」です。

[読んでみる](#)

参考データ・コーナー

基本ポートフォリオのパフォーマンス

データ提供：イボットソン・アソシエイツ・ジャパン／投信まとなび

1月のモデルポートフォリオ（成長型）のパフォーマンスは四資産型が-2.9%、二資産型が+0.44%でした。世界地図で各地のさまざまな期間のマーケット状況を見ることができます。指数はモーニングスターの指数です（MSCIとほぼ同じのことです）。
<https://www.ibbotson.co.jp/market/> さらに詳細の情報が必要な方は「投信まとなび」で。週末基準：http://www.matonavi.jp/upload_file/MDS180202.pdf 1月末基準：http://www.matonavi.jp/upload_file/MDS180131.pdf

[読んでみる](#)

投信データ・ウォッチ

データ提供：イボットソン・アソシエイツ・ジャパン／投信まとなび

今月は国内外の主要上場投資信託（ETF）を比較していただきました。

[読んでみる](#)

岡本和久のI-OWA日記

★Stock Trading Game? 投資ってゲームなんですか？ ★30年持っている便利グッズ ★とても良い洋食店を発見！ふるはし@広尾 ★寒い！自由が丘LaVitaもカチカチに凍っています ★資産運用ごぼれ話：ビットコイン・フィーバーに思う ★東証で「証券市場の歴史展」を見てきました

[詳細はこちらをご覧ください。](#)

セミナー案内

2月18日（日）12：30～16：30 東京 I-OWAマンスリー・セミナー（149回） 会場：東京都渋谷区広尾1-8-6-7F（当社オフィス） <http://www.i-owa.com/company/access.html> 12：30～13：30 「ESG投資の考え方」（岡本 和久）、13：40～14：40：「身近な人が亡くなる前に知っておくべき相続の話（仮題）」（社会保険労務士、井戸 美枝氏） 14：45～15：30：フリー・ディスカッション、15：30～16：30：懇談会、スポット受講料：教室での受講は10000円＋税 予約必須、動画での受講は5000円＋税 ++++++ 3月18日（日）12：30～16：30 東京 I-OWAマンスリー・セミナー（150回） 会場：東京都渋谷区広尾1-8-6-7F（当社オフィス） <http://www.i-owa.com/company/access.html> 12：30～13：30 「100歳までの長期投資～人生を通じてのお金との付き合い方」（岡本 和久）、13：40～14：40：「鎌倉投信の投資哲学と経営戦略（仮題）」（鎌倉投信社長 鎌田 恭幸氏） 14：45～15：30：フリー・ディスカッション、15：30～16：30：懇談会、スポット受講料：教室での受講は10000円＋税 予約必須、動画での受講は5000円＋税 ++++++ ++ 4月15日（日）12：30～16：30 東京 I-OWAマンスリー・セミナー（151回） 会場：東京都渋谷区広尾1-8-6-7F（当社オフィス） <http://www.i-owa.com/company/access.html> 12：30～13：30 「アメリカ出張報告（仮題）」（岡本 和久）、13：40～14：40：「論語と算盤再考（仮題）」コモンズ投信株式会社創業者・会長、シブサワ・アンド・カンパニー株式会社代表取締役CEO 渋沢 健氏） 14：45～15：30：フリー・ディスカッション、15：30～16：30：懇談会、スポット受講料：教室での受講は10000円＋税 予約必須、動画での受講は5000円＋税 ++++++ ++++++ 5月20日（日）12:30～16:30 東京 I-OWAマンスリー・セミナー（152回） 会場：東京都渋谷区広尾1-8-6-7F（当社オフィス） <http://www.i-owa.com/company/access.html> 12：30～13：30 「〔未定〕」（岡本 和久）、13：40～14：40：「〔未定〕」（株式会社オフィス・リベルタス代表取締役 大江 英樹氏） 14：45～15：30：フリー・ディスカッション、15：30～16：30：懇談会、スポット受講料：教室での受講は10000円＋税 予約必須、動画での受講は5000円＋税

[詳細はこちらをご覧ください。](#)



米国におけるポートフォリオ革命の黎明期 インデックス運用はどう進化したか

寄稿：岡本 和久

米国におけるポートフォリオ革命は 50 年代、60 年代の投資理論を踏まえ、さらに、1973 年のオイル・ショックにより年金資産がダメージを受けたという現実を踏まえて進化を始めました。そして、1974 年にはエリサ法が制定され、1975 年にはチャールス・エリスが「敗者のゲーム」論を発表しました。さらに 70 年代には運用のパフォーマンス評価が幅広く行われるようになりました。その背景にはコンピューターの普及とその能力の向上があったと思います。

それにも関わらずインデックス運用は当初それほど浸透をしませんでした。その理由は各州が州法で運用の方法を細かく定めておりインデックス運用が可能になるためには法改正が必要とされていたからなのです。インデックス運用が少しずつ広がり始めたのは 80 年代になってからです。

私が米国の運用会社、ウェルズ・ファーゴ・インベストメント・アドバイザーズに参加したのは 1990 年でした。そこで初期のインデックス運用がどのように進化をしたかを教えてもらったのです。非常に興味深い話でしたので 1991 年の私の著書「新時代の投資戦略」(東京経済新報社、現在は絶版になっていると思います)の第二章に「米国におけるプロセス依存型運用: 過去、現在、未来」という章を設け、聞いた話や頂戴したたくさんの論文などから学んだことを述べさせてもらいました。なお、この本は当時の会長兼 CEO であったフレッド・グラウアー氏との共著です。

今回はその中の「第 6 章 発展の歴史」を加筆修正してご紹介します。ただし、修正は文章をわかりやすくするためのコメントを追加した程度にとどめ、できるかぎり原文の内容を残してあります。また、資産残高などのデータは更新はしていませんので 80 年代の終り頃のもののご理解ください。

いま、インデックス運用が日本の個人投資家にも幅広く浸透し始めていますが、米国でこのような歴史があったことを知っていただけたらうれしいです。インデックス運用も大変な苦勞の結果、誕生し発展した運用手法なのです！

1. インデックス・ファンド理論の展開



長期投資仲間通信「インベストラ이프」

米国におけるインデックス運用は1971年に単純なインデックス・ファンドとして開始された。7年後、ティルト運用とタクティカル・アセット・アロケーションというこの重要な手法が開発された。これらの三つが今日のプロセス運用(いわゆる今日のクオンツ運用)の基礎をなしており、機関投資家の資産運用を支配するようになってきている。

ウェルズ・ファーゴ銀行、パンカーズ・トラスト、バッテリーマーズの三社がこの分野でのパイオニアであることは疑いないが、果たしてどれが第一号であったかという点になるとそれぞれ異論がある。この章で紹介するなかに第一号はあるかもしれないが、また、ここに触れる以外にも第一号はあったかもしれない。

だれが第一号であれ、ここで述べたいことはいかにしてプロセス運用が今日の隆盛を見るに至ったかを概観することにある。パッシブ運用はCAPM(資本資産価格モデル)と効率的市場仮説という二つの理論的基盤の上に立脚している。これらの理論的帰結は「合理的投資家は、時価総額加重のインデックスに連動するような幅広く分散されたパッシブなポートフォリオを保有する」というものである。



CAPMの芽生えは1952年のハリー・マーコビッツの論文にある。マーコビッツがこの研究を始めた時、彼は別に投資のプロではなかった。シカゴ大学の大学院生として博士論文のテーマを探していた時、教授が証券ブローカーと話しているのを聞き、突然、インスピレーションが湧いたのである。

マーコビッツは、はじめてポートフォリオの分散を数学的に解明した。その後、1959年に彼は投資家のリスクに対する態度を数学的にとらえることで、無限に存在するポートフォリオの中から最適なリスク資産のポートフォリオを選択する方法を提示した。この研究により今日、モダン・ポートフォリオ理論として知られる理論の基礎が構築された。1990年のノーベル経済学賞はこれに対して授与されたものである。

数年後、やはり博士号論文のテーマを探していたウィリアム・シャープは、有力コンサルタント会社、ランド・コーポレーションで偶然にもマーコビッツと共に働くこととなった。シャープがマーコビッツの初期の研究を発展させリスク資産の価格均衡理論に関する論文を書きたいことをマーコビッツに告げると、マーコビッツはそれに協力することを約束した。そして、CAPMが生まれたのである。この功績に対しシャープもマーコビッツと共にノーベル経済学賞を受賞した。



長期投資仲間通信「インベストラيف」

シャープの結論は驚くほど単純明快かつ強力であった。つまり、単純化のためのいくつかの前提のもとで投資家は、「最適に分散された唯一のリスク資産のポートフォリオを無リスク資産の貸借と組み合わせて保有する」というものであった。

すべての投資家がそのようなポートフォリオを保有したとして、このリスク資産のポートフォリオは市場ポートフォリオでなければならない。そして、市場ポートフォリオが投資家の保有する唯一のリスク資産である以上、ある証券の唯一重要なリスク指標は、市場全体のリスクへの貢献度にあることになる。

証券のリスクは二つの部分に分割できる。分散によって回避することができるリスクとできないリスクである。分散により回避できるリスクは市場ポートフォリオの一部のみを保有する投資家が負うものである。そして、このリスクは回避できるものであるため総体としてみれば報われることはない。

一方、市場ポートフォリオを保有することに伴うリスクは避けることのできないリスクであり、こちらはリスクテイクの分だけリターンによって報われる。シャープはこの回避することのできないリスクを「システムティック・リスク」、分散することのできるリスクを「スペシフィック・リスク」と名づけた。

シャープなどがCAPMの研究を進めていた同じ頃、シカゴ大学の教授や博士課程の学生を中心として「株価は常に適正な水準にある」という概念の研究が進んでいた。この、いわゆる、効率的市場仮説は、「ほぼ完全に競争的な市場では、証券に関する情報は即座に価格形成に反映される」というものである。

60年代中ごろから70年代中ごろにかけて学者たちは「株式市場は非効率的であるとは言えない」という結論の多数の論文を発表した。つまり、市場の効率性そのものを証明することが困難であったことから「非効率とは言えない」ことを証明したのである。

市場の効率性に関する学界の研究はメルル・リンチとA・G・ベッカーという二つのパフォーマンス・メジャーメントのパイオニアの調査結果によって裏付けられた。彼らは平均的な年金株式運用者は、コストを含め市場平均以下のリターンしか達成していないことを明らかにしたのである。この結果は驚くにはあたらない。

本来、株式市場には、ゼロサム・ゲームからゲーム参加費を除いたリターンしか残っていない。あるアクティブ運用者が、IBM株を市場における時価総額の構成比率より多く保有することで良いパフォーマンスをあげたとすれば、だれかがその分、IBMを時価総額の構成比よりも少なく保有し、



長期投資仲間通信「インベストラ이프」

それだけパフォーマンスが悪くなっているはずである。同時にアクティブ運用者はこれらのポジションをとるために頻繁な売り買いをしなければならずコストも高くついてしまう。

70年代の初頭に効率的市場仮説をテストした学者たちはCAPMの検証をも始めた。その結論は研究量が多かった割には完全なものではなかった。しかし、その結果、システムティック・リスクは期待リターンと関係しているようであるということが明確になってきた。CAPMに対する反論も70年代末には出てきたが、モデルを支持する証拠も数多く、これを商業ベースで用いることが始められた。

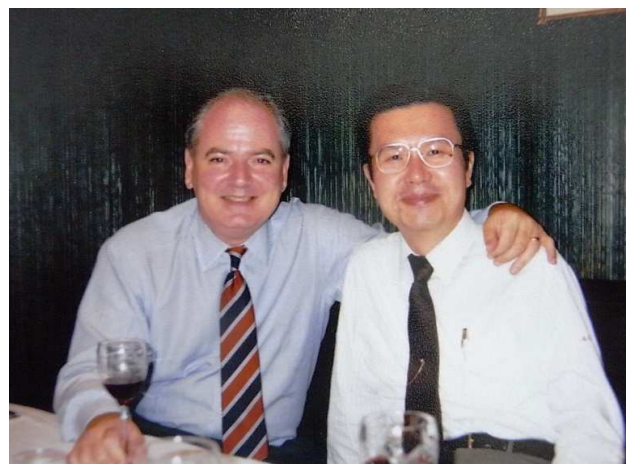
効率的市場仮説の実証、パフォーマンス・メジャーメントの結果、そして、CAPMが導き出した結論は明快である。つまり、個別銘柄の選択は報われることがなく、投資家は単に幅広く分散化したポートフォリオを保有し、ひんぱんな売買を避けるべきであるというものであった。無リスク資産の貸借と組み合わせるべきポートフォリオは、ある与えられたリスク水準において最も高いリターンを生み出すポートフォリオでなければならない。

シャープは理論的に市場ポートフォリオこそ、そのようなポートフォリオであることを証明した。かくして、市場の動きに連動するポートフォリオを構成する必要性が明らかとなり、インデックス・ファンドが注目を浴びるに至った。

2 黎明期のインデックス・ファンド

60年代後半の学界における研究は新しい考え方を持つ金融界の一部の人々の興味を引きつけた。その中にはアメリカン・ナショナル銀行のレックス・シンクフィールド、バッテリーマーチのディーン・ルバロン、ウェルズ・ファーゴ銀行のジョン・マックオン(経営科学部)、ジェームス・ヴァーティン(信託部)などがいた。彼らのように運用者の中にはインデックス・ファンドに興味を持つ者もあったが、年金などの顧客にはその概念を知るものすら少なかった。

ヴァーティンが所属していたウェルズ・ファーゴ信託部は後にウェルズ・ファーゴ・インベストメント・アドバイザーズとなりインデックス運用でフレデリック・グラウアー氏(写真左)の指揮のもと、一世を風靡する。その後、同社は1990年に日興証券の出資を受けたが1996年、英国のバークレイズ・グループが買収し、バークレイズ・グローバル・インベスターズとなった。さらに2009年にはブラックロックが買収をし、ブラックロッ





長期投資仲間通信「インベストラ이프」

ク・グローバル・インベスターズとなり今日もインデックス運用の大手の一角を占めている。

インデックス連動型の運用戦略が初めて現実に行われたのは 1971 年のサムソナイト・コーポレーションの年金資産運用においてであった。シカゴ大学を卒業したばかりの役員が同社の年金運用担当となり、スタンフォード大学のウィリアム・シャープにウェルズ・ファーゴを紹介されたのである。これをもって通常、世界で初めてのインデックス運用とされる。その 5 年後にはジョン・ボーグル率いるバンガード社が初めての個人向けインデックス・ファンドを開発している。

ウェルズ・ファーゴのマックオンとヴァーティンはニューヨーク株式市場指数に連動する運用を提案し、1971 年 7 月に正式受託をした。サムソナイトのインデックス・ファンドは資産額、600 万ドルでウィリアム・ファウズが担当する投資システム部門が運用を担当した。しかし、この年金運用は、大きな問題を抱えることになった。それはニューヨーク株式市場指数が等金額投資を前提にしたものであったからだ。大企業も小企業もすべて同金額を投資しなければならないのである。その結果、トラッキング・エラーと売買回転率の高さにより問題が生じてきた。

ヴァーティンとファウズはニューヨーク株式市場指数など、等金額投資にもとづく指数は連動するのが困難であり、時価総額加重の指数の方が売買回転率も低くベンチマークとして適しているとの結論に至った。そして、そのころにはすでにパフォーマンスの比較対象として使われ出していた S&P500 ヘインデックス運用のベンチマークを切り替えていった。

1973 年 8 月、ウェルズ・ファーゴ銀行とイリノイ・ベル社の年金が S&P500 に連動する初めての共同信託 200 万ドルをスタートした。つまり、今日、当たり前と考えられている時価総額加重のベンチマークに至るまでにも試行錯誤があったのである。

数週間後、レックス・シンクフィールド率いるシカゴのアメリカン・ナショナル銀行は S&P500 連動のインデックス・ファンド第 2 号を受託した。シンクフィールドは初期のデスクトップ・コンピューターを使って独自のサンプリング法を用いた。ポートフォリオの構成をモニターするシステムはファウズが開発したウェルズ・ファーゴのソフトが使用された。

しかし、アメリカン・ナショナル銀行は、シンクフィールドが開発したサンプリング法で S&P500 連動のインデックス運用をしたということ以上にインデックス運用にとっての大きな貢献をしたのである。

シンクフィールドは学者ではなかったが学術論文にはよく目を通していた。1976 年に彼はシカゴ大学の博士課程の学生、ロルフ・パンズの株式リターンのアノマリー(変則性)に関するレポートを読んだ。パンズはニューヨーク市場のいろいろな銘柄のグループを取り出し最も指数にうまく連動す



長期投資仲間通信「インベストラ이프」

るものはどれかを順位づける研究を行っていた。その結果、市場に一番うまく連動するのは単に時価総額にもとづいて銘柄を選択することであることがわかった。

株式を時価総額によるグループに分類して調べるうちパンズは重大なことに気づいた。つまり、小型株は構造的に大型株よりパフォーマンスがよく、それはリスクを調整した後でも同様であったのである。この驚くべき事実は大きな反響を引き起こすとともに、パンズの研究はあらゆる角度から検証が行われた。

もし、CAPM が均衡理論として正しいなら、小型株効果は市場の効率性を否定することになる。また、市場の効率性を前提とするなら小型株効果は CAPM の否定につながる。これは、CAPM 信奉者をも効率的市場仮説信奉者をも共に驚かせるに足る発見であった。シカゴでパンズが参加していた研究会で、マイロン・ショールズは「なぜ投資家は単に小型株だけのポートフォリオを構成しそれを持ち続けられないのだろうか」という疑問を表明した。

1978 年、アメリカン・ナショナル銀行のシンクフィールド・チームは、ショールズの問いに対する答えを、S&P500 以外の株式に連動するインデックス・ファンド第 1 号として発表した。パンズの研究を最も詳しく検証したマイロン・ショールズとユージン・ファーマは、1981 年にシンクフィールド、マックオン、ブースが設立した小型株への集中投資を行うミューチュアル・ファンド会社、ディメンショナル・ファンド・アドバイザーズの顧問となった。そして、パンズ本人は同社のロンドン法人のマネジャーの地位についたのである。

コロンビア大学の教授を務めるかたわらニュー・ハンプシャー・チャリタブル・トラストのアドバイザーをしていたロジャー・マレーが、1972 年にバッテリーマーチ・ファイナンシャル・マネジメントを訪問していなければ、インデックス・ファンドにおけるウェルズ・ファーゴとアメリカン・ナショナルの牙城は何年にもわたって揺るがなかったであろう。

マレーはバッテリーマーチの理事であるディーン・ルバロンに、彼ならば「いかにして大量の資金を運用するか」という質問を投げかけた。もっとも、当時は「大量」とはいつでも数千万ドル程度であった。ともかく、ルバロンは数日考えた末、ニューヨークのハーバード・クラブでマレーと朝食を共にし、「S&P500 に連動するインデックス・ファンドが最善の解決策である」ことを伝えた。

ところが学者であるマレーの方がこれに反対した。そして、その後、何カ月にもわたって、ルバロンとマレーは「アクティブ運用対パッシブ運用」というテーマで、全米を議論して回った。時には、冗談でそれぞれの主張を入れ替えて議論したことすらあった。

ルバロンは完全にマレーを屈服させたとはいいい難かったものの、ここで強調されたインデックス・ファンドの利点は業界の発展に大きな貢献をした。1975 年にバッテリーマーチはついに S&P500 連



長期投資仲間通信「インベストライフ」

動型インデックス・ファンドの運用を受託した。これは、AT&T がウェルズ・ファーゴ、アメリカン・ナショナルと 3 社の間で均等に資金を配分したものであった。

19 世紀までさかのぼって研究をした結果、ルバロンはインデックス運用を行うには S&P500 の時価総額上位 100 から 150 銘柄を保有すれば流動性は十分高くなることを確信した。しかしながら、この研究成果はバッテリーマーチの 70 年代半の実績には結びつかなかった。実のところルバロンはインデックス・ファンドの推進者として大きな役割を果たした一方で、彼らのパフォーマンスはあまりにブレたので、逆にウェルズ・ファーゴなど他社のインデックス運用のシェアはかえって高まることとなった。

バッテリーマーチはインデックス運用技術、特に売買手法において大きな貢献をし、この方法をアクティブ運用にも用い始めた。1984 年にインデックス運用ではバックオフィス能力の高い銀行系運用者にはかなわないとの結論からルバロンはこの分野から名誉ある撤退を行っている。その結果、バッテリーマーチが運用していた資金はそれまでのライバルが引き継ぐこととなった。

ここで今日、インデックス運用で、世界第二位のパンカーズ・トラストが登場してくる。パンカーズの参入の契機となったのは 1975 年のキャシー・コンドンの報告書であった。この報告書でコンドンは、アクティブ運用の要請に対応してインデックス運用を行う必要があることを指摘した。つまり、パンカーズはいわゆるマーケット・インベントリー・ファンド戦略を打ち出した。これは S&P500 をコア・ポジションとして、年金運用を担当するアクティブ運用者がこのファンドを相手に売買するという戦略であった。

当初は積極的にはではなく、もし、顧客が要請してくるならインデックス・ファンドにも応じるという姿勢がとられた。しかし、1977 年にはこの方針が逆になる。パンカーズは参入時期は遅かったものの急速に市場の中で力を強めた。1980 年代の初めには、すでにその資産額はアメリカン・ナショナルをしのぎウェルズ・ファーゴと並んだ。

さらに、インデックス運用に携わっていた人々がパンカーズを退職し、他社へ移ったことで新しい計量的投資手法は広まり始めた。例えば、1984 年にはキャロル・ズィプキンがアライアンス・キャピタルの計量分析業務を開始し、セス・リンはアクス・コア社を設立した。

3. 「プレーン・バニラ」インデックスからの飛躍

もし、CAPM がリスクとリターンの関係を正しく表しているなら、システムティック・リスク以外のいかなる要因も期待リターンを求めるためには不要なはずである。しかし、1970 年代末のパンズの小型株に関する研究に続き多くの CAPM を否定するような研究成果が発表され始めた。シカゴ



長期投資仲間通信「インベストライフ」

大学でのパンズの博士課程における同僚だったマーク・レインカナムは、株価収益率(PER) と平均リターンとの強い関係を発見した。また、スタンフォード大学のロバート・リッセンパーガーとクリシュナ・ラマスワミは配当利回りの高い株式は平均リターンも高いことを証明した。

もし、CAPM がリスクとリターンの関係を示すモデルとして正しいなら、これらの研究は効率的市場仮説を否定することになり「市場に打ち勝つ」方法が存在することになる。1977 年にウェルズ・ファーゴのある顧客は、配当利回りを高くしたいというニーズを持っていた。そして、リッセンパーガーとラマスワミの論文を読み、そのインデックス・ファンドを高利回り銘柄に傾斜(ティルト)することを提案してきた。

ウェルズ・ファーゴのビル・ジャンケはこの「高利回りティルト・ファンド」のアイデアに飛びついた。実は、配当割引モデルにもとづいた独自の研究でも学会の利回り効果と同様の結果を得ていたのである。ジャンケの率いる商品開発部はウェルズ・ファーゴ利回りティルト・ファンドを完成した。このファンドは S&P500 より年利回りが 1.5% 高く、0.5% パフォーマンスも向上するよう設計されていた。そして、利回りは市場平均よりも高いにもかかわらず、他のポートフォリオ特性は注意深くコントロールされ、できる限りインデックスに近づけられた。

ティルトとはそのような特徴を指して付けられた名前である。ちょうど、今までのインデックス・ファンドが「プレーン・バニラ」アイスクリームであるなら、それにチョコレートやナッツなどのトッピングを乗せたようなものであった。

注意深いコントロールを行ったにもかかわらず、利回りティルトの当初のパフォーマンスは惨たんなるものであった。この戦略を開始してすぐに金利が高騰し、金利敏感・高利回り株が暴落したのである。この結果、運用開始後、一年半でファンドのパフォーマンスは S&P500 を約 10% 下回ってしまった。その後、このアンダーパフォーマンスを回復し、当初、もくろんだ効果が出始めるのに実に 10 年の期間を必要とした。

利回りティルト以来、各社とも国内、国外を問わず幅広いティルト戦略を開発した。これらファクター・ティルト戦略は、今日、多くの場合「計量(クオンツ)」という形容詞を付けたいろいろな名前のもとに運用されている。市場規模はおそらく数 100 億ドルに達しているであろう。そして、そのすべてに共通するテーマは二つである。つまりコストの最小化と投資成果を最大限にコントロールすることである。

興味深いことはこれら二つの課題はどの産業でも日常的な大原則であるにもかかわらず、資産運用業界では比較的新しい原則であるということである。



長期投資仲間通信「インベストラ이프」

4. アセット・アロケーションとマーコビッツ理論の応用

ウェルズ・ファーゴにおけるビル・ファウズの初期のプロジェクトに、当時、銀行が行っていたバランス型アクティブ運用のアセット・アロケーションのプロセスを合理化することがあった。1972年にファウズはリスク資産の選択にマーコビッツ・モデルを採用した。株式と債券の期待リターンの算定には、ビル・ジャンケの配当割引モデルと長期事業債利回りを使用した。共分散は第二次世界大戦後の期間の実績から推計し、効用関数については典型的な年金資産が持つと思われる選考をもとに公式化した。その結果、効用関数は株式 6 割、債券 4 割の組合せを示唆していた。

これらの必要データと効用関数を使用して、ウェルズ・ファーゴの初期のコンピューターはマーコビッツの最適化の問題を解き、株式と債券の最適なポートフォリオを明示した。しかし、株式と債券にどのような銘柄を用いるかはポートフォリオ・マネジャーに任されていた。1977年、ウェルズ・ファーゴの二つの顧客のコンサルタントをしていたテッド・アシュフォードはアセット・アロケーション・モデルが提示する株式部分と債券部分にインデックス・ファンドを使うことを提案してきた。

利回りティルトの時と違いこの新しい「アセット・アロケーション戦略」は期待以上の好評を得た。1980年代の初めまでこの分野はウェルズ・ファーゴの独壇場であったが、徐々に競争相手も独自のアセット・アロケーション戦略を打ち出すようになってきた。その中で最も重要な相手は1983年にウェルズ・ファーゴを退社し、何人かの仲間とメロン・キャピタル・マネジメントを設立したビル・ファウズその人であった。しかし、そのファウズ自身、すぐに多数の競争相手に直面することになった。

今日、アセット・アロケーション戦略は、その原型に近いものだけでも400億ドルの資産があると見られる。ビル・ジャンケも1983年にはウェルズ・ファーゴを去っている。彼の場合は直接的な競合相手にはならず、ソフトを提供するヴェステック・システムズというコンサルティング会社を設立した。ジャンケの配当割引モデルとアセット・アロケーションの研究は、ヴェステックでより精徹な幅広い用いられ方をしている。

5 技術革新が合理性をもたらす

1970年代初頭より、この分野に携わった人々は、なんでも新しいことを始めるときにいつも伴う「革新への挑戦」と闘ってきた。それらは資産運用者の惰性と嘲笑であった。それらの障害にもかかわらず、インデックス運用に代表されるプロセス運用は驚くべきスピードで成長を遂げた。1971年にサムソナイトが委託した600万ドルは今日、世界全体で3,500億ドルのインデックス・ファンドと1,000億ドルの関連戦略での運用資産の規模に増加した。考えてみればインデックス運用の成長は驚くに当たらない。



長期投資仲間通信「インベストラ이프」

どの産業でもそうだが、資産運用業界も技術革新の影響を受けたのである。インデックスおよびその関連戦略による運用は顧客に投資成果を提供するためのより新しい、合理的な手法にすぎない。これらの戦略が普及したということが何にも増して「コストを下げ信頼性を高める」ことの真実の力の証拠であるといえよう。



I-OWA マンスリー・セミナー講演より セゾン投信にかける夢

講演： 中野 晴啓氏
レポーター： 赤堀 薫里

1999年に澤上さんとの出会いがあり、その考えや生き方に触発され、2000年にセゾン投信を作ろうと決意しました。決意してからスタートするまでにかかった7年間で、長期投資への考え方が抜本的に変わりました。澤上さんにたたき込まれた考え方は、「長期投資は自分のためではなく、世のため、人のためだと。そのために資産運用に携わる人間が存在している」。澤上さんのような考え方を持つ運用者は日本では珍しいと思います。

大事なことは、自分の大事なお金を運用者に託して、資本市場を通じて働きに出すということがどんな意味を持ち、なぜそれが結果として自分への恩恵でリターンとして返ってくるのかを伝えること。それは長期投資を続けていけば自分も世の中もしあわせになり、自分の気持ちも満足できる。この理想的なことを徹底して発信していくことがフィデューシャリーデューティーです。

資産運用業者としてだけでなくビジネスとして、最も大事なものは2つ。一つ目は規律。資産運用会社として、最もプロフェッショナルな部分だと思います。二つ目は理念や哲学。この2つを確固たるものにできた10年だったと思います。



徹底して規律を守る会社。個人の投資家は、相場環境に左右され、決めた運用方針を守ることが難しいけれど、個人のお金を取り扱っているプロの資産運用者はそれが許されない。一度決めたルールであり決めた考え方は何があっても崩してはいけない。自分の思い込みや欲望、感情を入れては絶対にいけない。非常に規律の高い運用チームが随分育ってきました。



長期投資仲間通信「インベストラ이프」

もう一つがフィロソフィー。企業理念そのものだと思います。日本の金融業界、資産運用会社、投信会社は企業理念がないから儲かる所に手を出す。ファンドをいっぱい作っているいろんなことをしてしまう。業界全体を反面教師にできた、まさに規律と企業理念が10年間で積み上げてきた最大の財産だと思います。

2015年8月に出したフィデューシャリー宣言は、僕にとって大きな挑戦でした。日本語で訳すと「顧客本位の業務運営」。セゾン投信は日本の中で一番早くフィデューシャリー宣言を出した会社です。フィデューシャリーデューティーの最大のポイントは利益相反の回避。「報酬の合理性」と「利益相反」この2つにフォーカスして宣言を出しました。

内容を見てみると今後の10年の大きなヒントがあると思います。ファンドのリターンとインベスターリターン(投資家のリターン)は異なります。何故なら投資家は、それぞれ売買のタイミングが異なるからです。インベスターリターンが良くて、はじめて顧客に幸せをもたらすことになります。どれだけいい運用をしても、高いところでお金を集めて値下がりしたところで解約されたらインベスターリターンは大きくマイナスになるわけです。

実はこれこそが顧客利益の追求です。積立投資を続けることは、長期的に顧客を幸せに導くことだと思っています。どんなお金持ちも含めて全て積立投信をやってもらう、積立投資家100%が理想です。

企業理念であるフィデューシャリーデューティーを社員全員に配布し、机の上において仕事をしています。顧客本位が企業に根付く代表的な会社になりたいというのが僕の大変強い思いです。できるだけ長く積立投資を継続してもらうことで結果的にインベスターリターンが向上します。

インベスターリターンが向上することで、人に勧めてもらえ、お客さんが増えてくる。増えてくればちゃんと規模も大きくなる。超過利潤を投資家に還元する。このサイクルを10年間積み上げていく。決して規模を追う会社ではなく、顧客純度を徹底して追う会社。

講演では、中野さんご自身のプロフィールも含め、2007年に創業したセゾン投信の10年間のヒストリーを振り返りながら、次の10年間何を目指しているのか熱くお話をいただきました。最後に、「これからの10年の目標は、日本で一番、原理原則に忠実な規律を守れる哲学のある運用会社を目指して頑張っていきたいので引き続きご支援をよろしくお願いします」と、結ばれました。



I-OWA マンスリー・セミナー座談会より セゾン投信をめぐる課題を聞く

座談会：、中野 晴啓氏、参加者のみなさま
レポーター： 赤堀 薫里

参加者 | これから社会人になります。働くうえでフィロソフィーを持つことの重要性を考える機会が増えていきます。自分の中で、自分のフィロソフィーはこれなのかな？というものは幾つかありますが、まだ見つけ切れれていません。中野さんご自身のフィロソフィーを「これなのかな？」から「これだ！」と断定して見つけることができたきっかけはなんですか？

中野 | 僕は、過去からかなり派手な仕事をさせていただきました。最大自分が担当するポートフォリオ 3000 億円を扱い、毎日売買していた時、モルガンスタンレーもゴールドマンサックスも大事なお客さんとして、銀座にも連れて行ってくれた。まさに勘違い野郎でした。ある時、それがとんでもなく格好悪いと気づいた時から大きな変化が訪れました。



これがひとつ、フィロソフィーの転換です。自分の姑息な考えは全て排除していき、それをビジネスに徹底していくとまさに顧客本位にたどり着きます。自分が仕事をやっている目的は何か、恥ずかしいことや後ろめたいことを一切排除すると、こんなに気持ちよく仕事ができるものなのだと。

やはり人のお金で銀座で飲んでも、心のどこかに疾しさがあった。今は、講演をすることや本を書かせてもらう機会も増えましたが、全部そのお金は会社に入れています。このお金が最終的には世の中にきちっと回るようにしようというところまで徹底すると生き方が変わってきますね。でもそのためには、汚い時間を経験してもいいと思います。



長期投資仲間通信「インベストラ이프」

岡本 | 最初は小さな分野で、例えば証券アナリストとしていい仕事をするのが世の中のためになるのかなと思いました。次に年金運用は、良い運用をすると今から30年、40年先に退職していく人達のためになるのかもしれないというように、意識はだんだん広がっていきました。最後は年金運用や投資も乗り越えて、周りが笑顔になる世界をつくる一助になりたいという思いが、段々出来上がってきた気がします。ある一瞬で変わったなということもあるのかもしれない。でも私の場合は、そういう意識が徐々に広がっていった感じがします。そういう意味では「笑顔」は大きなテーマになってきます。皆が笑顔になるためには、今日自分の隣の人を笑顔にしてあげる。コンビニで次に入ってくる人のためにドアを押さえておいてあげれば、笑顔で「ありがとう」と言われる。世界中の人が周りの人を笑顔にしたら世界中が笑顔になるわけだから。実は、中2の時に尊敬する英語の先生から「Be a peacemaker.」というメッセージをもらいました。これが、究極の姿であって、何か今日一日隣の人や周りの人を少しでも楽になるようにしてあげたいなという風に思います。世界平和って結局、周りの人を笑顔にすることから始まるのです。若い人がこのセミナーに参加してくれるのはとてもうれしいです。是非、良い人生を歩んで良い世の中をつくってください。

参加者 | バブルになるといつバーストするのではないかという心配が出てきますよね。実際、バーストしそうになる、もしくは、し始めた時に、お客さんが「逃げた方がいいのではないか」と思い始めるでしょう。その時に、インベスターリターンや顧客本位という観点でどのようなアドバイスや運用をされますか。

中野 | そのような時こそ本領発揮できるのでしょう。今は、トレンドフォローをする運用をしていた方が高い運用成果が出ます。しかし、トレンドが下がっていくときにはトレンドフォローはできません。しかし、暴落相場の時こそ存在意義が出る会社になるチャンスなのだと思います。

リーマンショックの時もそうでしたが、大事なことは同じメッセージを言い続けることです。投資行動を絶対に変えてはいけな。これをずっとやってきたのがバンガードという会社です。だからこそ顧客から信頼を得られたのだと思います。それをセゾン投信流の情報発信の方法で徹底してやっていこう、その時こそ真価が問われるメッセージを出していこうと思っています。

今まで歴史上どんと下がった相場がそのまま下がり続けることはありません。過去の歴史を考えればやはり株価は長期的には上昇している。それを確信的に発信していくというのがフィデューシャリーデューティーです。歴史の過去を認識しているのがプロパーの情報の量だと思います。その経験値を一生懸命やさしく伝え続ける。それを受け入れた人がちゃんと報われることまでを含めた情報発信。これは本当に大きな課題です。

岡本 | 大きく相場が下がった時は、そこで運用を変えるのではなくて、正しい運用をしているのであれば、それを続けることが大事です。



長期投資仲間通信「インベストラ이프」

その代わり、お客に対しては、自分達がやっていることは正しい事なのだとすることを、よくわかるように語りかけ続ける。それが意味投資教育のなせるわざだと思うし、投資に伴うストレスを解消してあげるヒーリングです。理論的な裏付けの下、「大丈夫ですよ」と癒しを与えることで彼らは続けることができると思います。

参加者 | その時は、「今までの積立投資をそのまま続けていきましょう」というメッセージになるということですか？

中野 | そうした人が一番果実を大きくできるに違いないと思っています。答えはその時にならないとわからないです。そうであるに違いないという思いが僕らにとって信頼なのだと思います。

参加者 | 二点質問です。一つ目は、先日メディア向けにバンガードさんがセミナーをされていた際に「日本において協業していく」という話がありました。例えば楽天投信さんと組んで楽天バンガードシリーズを作ったように、バンガード独自ではなく、他の金融機関さんと組んで日本では進めていきたいと。新しくできたファンドオブファンズやETFの方が手数料は安いけれど中身は同じバンガードですよ。今後セゾンバンガードと、新しくバンガードをくるんだ商品が出てきた時に、その差は何か。コストも異なってきます。その中でセゾンバンガードを持つ意味がどこにあるのかを教えてください。

二点目は、セゾン投信さんの役員構成を見た時に中野さん後の生え抜きが見えてきません。投資家さんから一番受ける質問は、「セゾンの今後はどうなりますか？」という質問です。後継者の育成も含めて、10年後のセゾン投信の姿を教えてください。

中野 | 極論をいうと、今、バンガードとセゾン投信が協業しているかという、そうではないです。僕らは、大変素晴らしいインデックスという部品を仕入れてきて、我々の思想に基づき活用している。これがポートフォリオになっているわけです。つまり、バンガードと共にビジネスをやっているという感覚はほとんどないです。

今回楽天投信さんがETFを使って出しましたが、税の配当コストを含めた3重課税を隠して低コストと謳っています。でもそれはどこにも表現しなくてもいいので、隠れコストになっています。表面のVT(バンガード・トータル・ワールドETF)と信託報酬しか皆見ることができない。随分フィデューシャリー違反だと思っていますが、それはそれでどうぞご自由ということですよ。

ただ、バンガードが楽天投信と思想が共感できているとは到底思えません。楽天投信という会社は、3階建のファンドを作った会社で、毎月の資金の流出入も激しい。そもそもビジネスモデルは既存の業界の延長線上にあると、僕は思っています。

僕ら自身のコストは決して最低のコストではありませんが、僕らは低コストで勝負する会社ではないし、合理的な報酬をキッチンと頂く。信託報酬というのは、プロが一切の間違いないようにお金を管理してお返しするという正当な対価ですから、そこに対して理解のあるお



長期投資仲間通信「インベストラيف」

客様が集っていればいいと思います。世の中で一番安いコストのものが必ず大きくなるということではないという歴史は結構事例があります。

それよりも違う価値である、一人一人の投資の行動やつきあい方、或いは人生観まで含めて最高のコミュニティーを作り、そこに参加すること自体に価値があるという付加価値を作っていきたいわけです。これからは低コストではありませんが、コストを下げていくという努力は続けていきます。

後継者については課題です。今、育てたいと思っている人間が3人いますが、育て始めたところです。これからの10年はセゾン投信の志をしっかりとリードして、バトンを渡せる人づくりに、最大の責務を負っていますが、未完ですので時間をください。

参加者 | バンガードの協業の話をしたのは、「顧客との投資哲学の共有が最も重要だ」と岡本さんもおっしゃっていましたが、そこがないままに手数料が安いなど一部分だけを見て乗り換える流れが、最近見受けられます。過渡期なのかもしれません。「ファンドは、手数料だけが安ければそれだけでいい」とは全く思えません。そこをきちんと伝えてもらいたいです。

岡本 | そこは、非常に短絡的な見方が多いと気になっています。「手数料が安い、特に信託報酬が安い、販売手数料が0」そこだけを見て、これは非常にいいファンドだというのは間違っていますよね。

特に金融機関系列の場合、運用する時の発注先はどこなのか。親会社に関連した証券会社に発注していると、そこで「こっちのフィーは安いけどこちらで頂くものは頂いている」ということがあります。「回転率がどれくらいあるのか」、「発注先のリストはどうなっているのか」、「そこでの売買手数料率はどうなのか」、それらのことを当然チェックした上で、このフィーが本当に安いフィーなのかどうか判断しなければいけないと思います。

私が年金運用でインデックスを始めた90年代の初め頃は、私が社長をしていた会社のフィーが本当に安いと皆びっくりしていました。でもすぐに大手の金融機関が似たような商品で、もっともっと安い手数料で出してきました。そこで価格競争になりましたが、結局、極端に下げすぎた所はもたないですよ。もしそれが続けられるとしたら、どこかで利益を得て、生き延びる術を得ているのでしょう。

中野さんの情熱が講演と座談会でわかってよかったです。今日はありがとうございました。



知って得する、ちょっと差がつく トリビア・コーナー

トリビア研究家 末崎 孝幸

末崎 孝幸氏

1945 年生まれ。1968 年一橋大学商学部卒業、同年日興証券入社。調査部門、資産運用部門などを経て、日興アセットマネジメント執行役員（調査本部長）を務める。2004 年に退職。Facebook 上での氏のトリビア投稿は好評を博している。



100円ショップの元祖は？

「100 円ショップの元祖は？」と問われれば、だれもが「ダイソー」と答えるが、その原型が昭和初期の高島屋にあったことはほとんど知られていない。今から 90 年ほど前に高島屋は大阪を中心に「高島屋 10 銭ストア」を出店、最盛期には 106 店舗まで増やしたという。また、10 銭だけでなく、20 銭、50 銭のストアも出したという。比較的順調に売り上げを伸ばしていたが、太平洋戦争による不況で結局廃業に追い込まれたという。



おやつ

江戸時代中期頃まで食事は朝夕のみ 1 日 2 食だった。そのため、農民たちが体力維持のため休憩時に取っていた間食のことを「おやつ」というていた。この「おやつ」という言葉は和時計での「ハツ時（やつどき＝午後 2 時前後）」に由来している。



長期投資仲間通信「インベストラ이프」

現在一般的には、おやつは午後 3 時前後とすることが多い。これが、いつ頃定着したのかは定かではないが、カステラで有名な文明堂が、テレビ CM で「カステラ 1 番、電話は 2 番、3 時のおやつは～」と言うキャッチフレーズで軽快な曲に乗せて放送したことから、午後 3 時という時間が浸透したといわれている。

(追記)なぜ「電話は 2 番」か・・・電話が交換台を経由していた時代、文明堂の加入者番号が 2 番(2000～2999 番をすべて文明堂で使用し、下 3 桁のダイヤルを不要とした)だからで、「2 番」といえば(例えば赤坂局の 2 番と告げれば)文明堂につなげていた。昭和 12 年に文明堂が電話帳の裏に載せていた「カステラは一番、電話は二番」というキャッチフレーズに由来している(ウィキペディアより)。

星型要塞

この写真、一見すると函館の五稜郭に見えるが違う、オランダのブルタング要塞だ。80 年戦争中(1568～1648 年)にドイツとの国境近くに築城されたものである。

こうした星型要塞は、もともとは火砲に対応するため、15 世紀半ば以降イタリアで発生した築城方式。しかし、戦車や航空機の実用化で無力化してしまい、現在では五稜郭がそうであるように、多くが観光資源化している。



トルコ石

12 月の誕生石「トルコ石」の原産地はトルコと思われがちだが、そうではない。トルコ石の産地はペルシャ(現在のイラン)やエジプト。古くからそこで産出され、トルコを経由して欧州に運ばれていた(とくに十字軍の時代)。そのため、トルコから届く石という意味でトルコ石となったものである。

なお、英語では turquoise (ターコイズ)と言い、フランス語の pierre turquoise (トルコの石)に由来している。

ポインセチア(の語源)



長期投資仲間通信「インベストラيف」

アメリカの陸軍長官 J・R・ポインセット (poinsett) が、メキシコ駐在時代に発見したもので、1829 年に本国に持ち帰ったのがこの植物である。のちにヨーロッパに紹介されポインセットの名を記念して、ラテン語でポインセチア (poinsettia) と名付けられた。ポインセットは軍人であると同時に医師、政治家、植物学者でもあった。

ポインセチアはクリスマスカラーの赤色と緑色が鮮明なことから「クリスマスフラワー」「クリスマススター」とも呼ばれている。

ルビ(を振る)

難読漢字などに振り仮名をつけることを「ルビを振る」というが、この場合のルビは宝石のルビーのこと。イギリスでは、活字の大きさごとに宝石の名前が付けられていた。明治時代に日本の新聞記事に使用されていた活字のサイズは 5 号 (10.5 ポイント)。そして新聞活字の振り仮名には 7 号活字 (5.25 ポイント) が使われており、この 7 号活字に近いサイズ (5.5 ポイント) の活字をイギリスではルビーと読んでいたことから、日本でも 7 号活字が「ルビ活字」と呼ばれるようになったのである。

(追記) ルビー以外の活字の大きさと宝石例・・・4.5 ポイント＝ダイヤモンド、5 ポイント＝パール、6.5 ポイント＝エメラルド



資産運用こぼれ話 ビットコイン・フィーバーに思う

講演：岡本 和久

相変わらずビットコイン・フィーバーとその後の暴落が話題になっています。ビットコインが、過剰流動性を背景にした単なるあだ花なのか、それとも未来を暗示するものなのかという議論も活発にされました。

有価証券には価値があります。債券には約束されたキャッシュフローをもらえるという価値があります。株式は会社の株主資本を保有し、株主資本が生み出す利益を得ることができます。しかし、為替にはそのような価値はありません。単なる通貨間の交換価値があるだけです。

ですから、私はドルであろうと、ユーロであろうと、ビットコインであろうと為替は人生を通じての資産運用には不向きだと思っています。価値の裏付けがないので価格の基準となるものがないのです。要はいくらになっても不思議はない。需給次第ということです。外貨のエクスポージャーは外国株式をヘッジなしで買えばよいのです。

話をビットコインに戻します。私は、仮想通貨は今後、紆余曲折を経て本格的に普及していくだろうと思っています。それがビットコインなのかどうかはわかりません。しかし、民間が発行主体になったデジタル・データ形態の仮想通貨は一段と浸透していくことだろうと思います。

その理由は単純です。グローバル化した世界で便利だからです。グローバル化は人類の変わらない歴史です。もちろんその過程で作用と反作用があるのは当然です。現在はこれまでの急速なグローバル化に対する反作用の時期なのかも知れません。しかし、メガトレンドはやはりグローバル化です。

金融取引はもちろん、貿易の決済も、個人の海外旅行もマネーの世界はグローバル化しています。そのような環境ではグローバルな通貨の方が使いやすく便利で、しかも、無駄なコストを削減するという大きな意味もあります。国家や金融機関など仲介者も少なく、送金も簡単で、民間同士で決済が進むところに大きな意味があるのです。



長期投資仲間通信「インベストラ이프」

従来の法定通貨は中銀や国家が主体となって発行されてきました。その裏付けは、国家の信用です。リーマンショック以降、中央銀行が大量の資金を市中に供給しました。通貨の発行量が増えるほど通貨の裏付けとなる国家の信用は希薄化していきます。

今後、仮想通貨のデータ改ざん技術などもさらに改善され信頼度も高まっていくでしょう。世界的に国家の信用をベースにした通貨発行が信用希薄化の壁にぶつかりつつある一方、技術の進化で民間同士の信用に基づく仮想通貨がその利便性ゆえに広まり始めているのではないかと感じます。もしかしたら仮想通貨とこれまでの通貨が併用される時期もあるかもしれません。

ビットコインがいまのままそのような仮想通貨になるのかはわかりません。しかし、インターネットが普及したように利便性の高いものがグローバルに広まり、改良が重ねられ普及していくことになるのではないのでしょうか。

(この原稿は投資資手帖 2018.02 号に寄稿したものに加筆修正したものです)

長期投資家にとって、
いちばん必要なものは何か？
——野線分析のテクニク？
PER、PBRなど指標の読み方？
いや、むずかしい理論なんて実は不要。
それより「常識」や「歴史観」がうんと大事。
なぜなら、長期投資とは、
経済の大きな「うねり」をどんどん
先取りしていくことなのだから。

長期投資家は「歴史観」を持とう

投資には権威なんていない

伊藤：今、新聞、テレビ、雑誌、それにインターネットとか、とにかく経済や投資関係の情報はたくさんありますよね。だけど長期投資に役立つような情報、つまり長期で経済の流れをどう読んでいくか、といった情報は本当に少ない。

日々いろいろな出来事が起こり、それについてたくさん情報があるんだけど、長期的にどう考え、どう実践したらいいのかという観点が無いわけです。

そんな中、長期的なものの見方や、こんな投資仲間もいるよといった情報を継続的に提供できたなら、普通に生きているまじめな人たちの財産づくりに役立つし、日本の経済の質も変わってくるんじゃないかと思うんです。

澤上：そんなわけで僕ら、長期投資仲間のみなさんに向けて、この『インベストライフ』誌を始めることになった（笑）。

そしてこの雑誌の中で大切なのは、みんなで一緒に勉強していくこと。だれが権威だとか、絶対だとかいうことじゃなくて、できるだけ自由に、フリーハンドで経済を読み解いたり、未来のビジョンを組み立てていきたいということ。執筆者も読者のみなさんも、みんな巻き込んでね（笑）。

とにかく今の日本で多いんだけど、「お前、何もわかっていない。これが経済の理論だ」なんてやっちゃうと、そこで議論は終わってしまう。でも、未来のことなんてだれにもわかりやしない。「これが絶対だ」なんて、ありやしない。

伊藤：だから何か思うところがある人は、問題提起とし

て書いてみる。それに
対して別の面からの意見
をぶつけてみる。だ
だし非難を目的とした議
論や敵対的論争という意味では
なくて、創発的に議論が発展していくような姿勢
で。

結局、運用ということは未知の世界へ挑戦していくことですから、一つひとつ、エッセイ（試み）の上に仮説を立てて検証しながら進めていくような姿勢でいきたいわけです。クリティーク、つまり「吟味する精神」で。

澤上：それはルトウルベ（Retrouver：再発見）ですね。うすうす気にかかっていたところが、何かのきっかけでフッと触発されて、自分なりの論理がスーッと流れるといった。これ、お金もうけ云々ということのを別にしても、とても楽しいことでしょう。「オレが、オレが」じゃなくて、「そうか！ そんな風にも考えられるわな」といった発見があって、どんどん面白くなり、どんどん発展して考えたくなる。自分の勉強不足が認識できて、さらに勉強したくなるような、そして学べば学ぶほど、より素直になるようなサイクルですね。

テクニクよりも、大局的な歴史観が必要

伊藤：今、とにかくだれもが自分のお金まわりのことについて、不安を抱えています。以前は会社とか国に頼っていれば、退職金がもらえたり、年金がもらえたり将来に不安はなかった。けれど突然、「どのくらいの金利・条件で借りると、返済はどうなるのか」とか、「投資はどんな風にすればいいのか」とか、ファイナンスについて一から始めなければならない状況を迎えています。

ただ反面、すごく率直に「自分なりの生き方」を求めている人たちもいる。日本全体の強力な依存関係の中から、お金の面でも精神の面でも抜け出そう



伊藤宏一



澤上篤人

としている人たちも増えています。こういう人たちと話してみると、いつも感心するんですが、運用のことなんて全然知らないんだけど、真剣に耳を傾け、率直に理解してくれる。「切った、張った」みたいな世界じゃなくて、個人で食堂をやっていたり、工場で技術者をやっていたりとか、地道に生きてきた人たち。そのひたむきで懸命な生き方の延長線上で、運用について考えようという動きが出ている。

こうした人たちの間から、もっとどっしり、しっかりとした長期運用の文化が育ってくる可能性は充分にあると思うんですね。

澤上：まったく同感ですね。

長期運用には難しい理論だとかは全然必要ない。新聞とかテレビなんかで騒いでいるようなことも、大半はいわば表面的な「さざ波」。そんなことに一喜一憂しているよりも、僕らは経済という大河の大きなうねりを、早め早めにとらえたいわけです。

それには人間の日々の生活を観察し、社会全般の変化に素直に耳を傾けるとか、素直な目で物事を見るとかいうことがうんと大事。

それともう一つ、歴史観にもとづいた判断ですね。

この間、イギリスで「歴史上、最も偉大なイギリス人はだれか？」というアンケートを取ったら、チャーチルが1位になったっていう話があるでしょう。

彼の出番は生涯で3回しかなくて、国全体の状況が良くなってくると、すぐ罷免される。そして再び危機がくると、また引っぱり出される（笑）。

彼は士官学校では劣等生だったし、エリートとしては滅茶苦茶なんだけれど、彼一流の歴史観に基づく鋭い洞察力と、断固とした決断力があつた。それが英国の危機を救った。彼の能力はそれしかなかったと酷評する人もいるけれど、それだけで充分だった。これは、ほかのだれにもできないことだった。

たとえばチェンバレンみたいな人は「ナチズムのあまりに大きい兵力に対して、イギリスはあまりに劣っているから、ここは妥協しておこう」とか融和政策でナチズムを増長させてしまった。

けれど、チャーチルは「馬鹿なことを言うな、イギリスの尊厳や威信を売るわけにはいかない」と、とてもシンプルだった。そしてその一言がみんなをまとめて、ヒトラーとの闘いを勝利へ導いた。

伊藤：僕はこういう歴史観とか深い教養に基づいた判断、洞察ということでは決して日本人も劣っているわけではないと思うんですね。

たとえば明治維新前後の日本人には、300年間も鎖国して、^{ちようまけ}丁髷を結って生活していたのに、何の予備

知識もなく西洋へ行き、驚くほど深く欧米社会を洞察している人がたくさんいる。

たとえば維新後間もなく、岩倉使節団がイギリスに行くわけですが、当時最も先進的と思われていた国で、「英国の強さは、実は最も古いものから学んでいるところにあるんだ」ということを、使節団の一員だった久米邦武が書いています。

文明開化派は^{ちようまけ}丁髷を切り、江戸時代以前の文化を棄てて、鹿鳴館流に、というのが世の中の趨勢だったわけですが、そういうのが実は薄っぺらいということに気づいていた人たちがちゃんといた。

岩倉使節団に限らず、幕末とか明治初期には、坂本龍馬だとか、南方熊楠だとか、歴史レベル、世界レベルで物事を考えられる人が沢山いた。

澤上：彼らはヨーロッパ型の社会で育ったわけではないから、分析して組み合わせがどうこうと言語で組み立てる思考法ではなかったと思うんです。

ただし細かな森羅万象の寄せ集めである全体をあがままに受けとめて、まず調和を考えることができた。これって論理的じゃないかもしれないけれど、逆にいうとすごいことなんですよ。

特に投資は未知の世界へ踏み出すことなんだから、細かく分析してとかごちゃごちゃ言っていては間に合わない。

それよりダイナミックな動きの中で、フツと全体のバランスを感じ取る能力が大切。

こうした感覚は、僕は日本人固有の非常に面白い面だと思うんだけど、近代、特に終戦後はこうした部分を全部つぶしてきたでしょう。

だからここへ来て今一度、自信を持って、面白がって、そういう部分を伸ばしていってほしいと思うんですね。

強いミクロ（個）のみが経済を復活させる ■

伊藤：今、アメリカ経済も失速気味だし、ユーロも元気がない。

そんな中、果たして日本経済に明るい見通しがあるのか、世の中は悲観論に覆われているわけですが、この辺、澤上さんには、どう見えていますか？

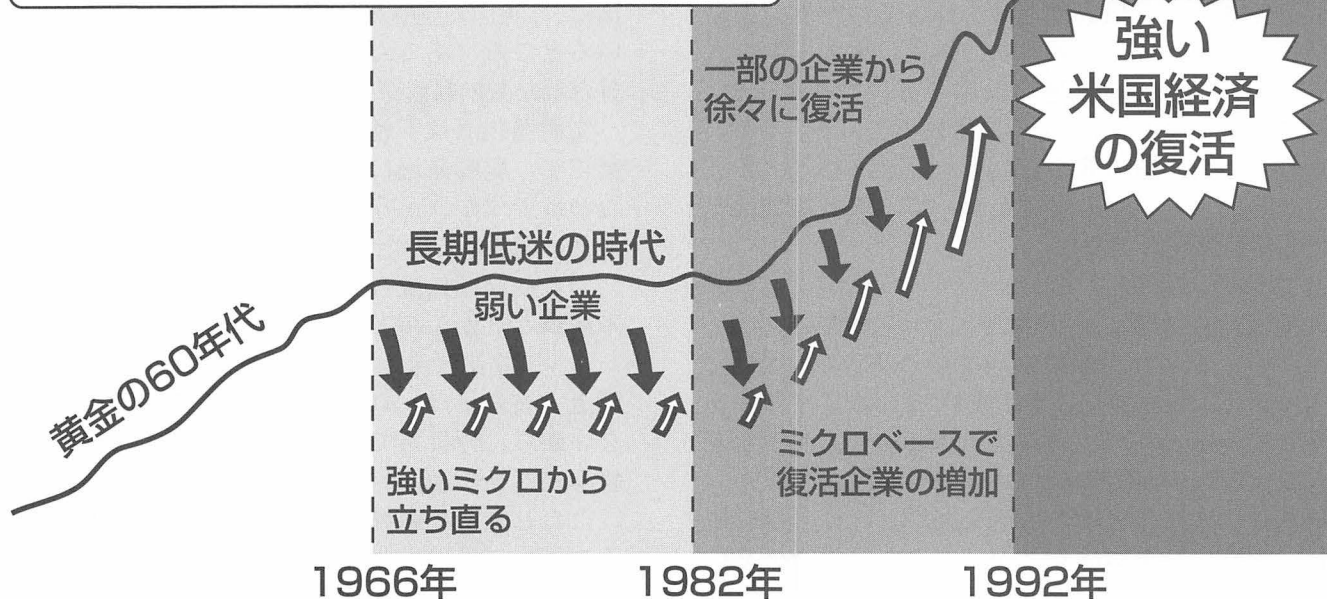
澤上：僕は70年代、80年代に米国市場で運用していたんだけど、今ちょうど、その頃のことを現代の日本に当てはめて思い出しているんです。

当時、アメリカ経済はすごい不景気で、商店街の叩き壊しだとかが頻発していたでしょう。ところがその後、92年から劇的な復活を遂げた。

一体、その原因は何だったのか？——いろいろ調

強いミクロ(企業)の増加によって
米国経済は復活した

－米国平均株価の推移



べたり、自分の経験も合わせて考えているんです。

で、その理由なんですが、結局、アメリカ自身が「自力」で回復を図ったとしか考えられない。

伊藤：それを歴史的に見ると、どういうことになりますか？

澤上：まず第二次世界大戦後しばらくの間、アメリカは唯一の実質的な戦勝国として、世界経済の60%前後を牛耳っていた。

しかしそのうちにヨーロッパが復活し、日本が台頭してきたときに、アメリカモデルが通用しなくなってきた。アメリカ国内においてすら、ヨーロッパ製品や日本製品がどんどん入ってきたので、アメリカ経済がどうにもならないくらい低迷してしまった。80年代に入ると、「21世紀は日本の時代だ」なんて言われていましたね。

ただし当時の状況で面白いのは、「ダメだ、ダメだ」といいながらも、結構投資リターンがあったこと。

たしかに市場全体で見ると、多くの企業の業績が下向きだった。しかしその中でも、次から次へと消えていった多くの会社を横目に、新たな自分の生き様を見つけた企業が出現してきたのです。僕は、新たな競争力を構築した企業群を発掘しては、積極的に投資していたんです。

ずっとフルインベストメント方針だったから、82年からの結局15倍にもなった株式市場全般の上昇気

流に乗れて、すごいキャピタルゲインを得た。

さて、この過程をミクロベースとマクロベースの両面から説明するとどういうことになるか？

まず今言ったように、ミクロ経済的には自分の生き方のモデルを再構築した企業が立ち直りはじめた。ただし米国のマクロ（経済全体）で語る限り、どうにもならない減茶苦茶な状態だった。

そのうち強いミクロ（企業）の数が増えはじめ、だんだん多数派になっていく。するとインデックスも徐々に上がり出す。そして最後にマクロ、つまり経済全体が復活したということなんです。

伊藤：これを現在の日本に当てはめてみると……。

澤上：僕が感じるのは、ここから2～3年くらいは、日本でも目立って回復してくるのは本当に強いミクロ、つまり一部の強い企業だけということです。そのうちにミクロの数も増えてきて、やがてインデックス自体も上がりはじめる。そして7、8年もすれば、日本経済全体も復活するのかな、という感じですね。

この中で僕らが忘れてはいけないのは、いくら不況だといっても、日本のような経済大国の国民の基礎消費は、決して無視できない大きさだということ。

たとえば70年代の時点で、アメリカの人口は2億6000万人位だった。この2億6000万人という人たちの飲んだり、食べたり、着たりという、基礎消費を想像してみてください。莫大でしょう。

ヨーロッパや日本の企業に押しまわれながらも、この膨大な基礎消費をきちんと捕らえた一部の米国企業はグーッと浮かび上がってきた。それが時間の経過とともに全面復活につながっていった。これは現在の日本でも同じ。

アメリカでも20年近く続いた悲惨な経済状態の間、IMFなどのサポートによって良くなったという部分は一つもない。大国経済らしく、自分たちの基礎消費をベースとして自力で立ち直ったわけです。

アジア型長期投資の可能性

澤上：もう一つ、歴史的に今の日本の状況を見ると、面白いことがあるんです。

それは近代日本における、3回目のやり直しの時期だということ。近代史上、まず1回目の変動が明治維新で、2回目が敗戦。そしてバブル後の今回。

そして今起きている変動と、以前の2回の変動には大きな違いがある。

最大の違いは何かというと、かつては国が貧しくて、経済も小さかった。だから国が日本全体の方向性を打ち出し、中央官僚が強力に監督指図する体制でやってきた。当初はうまくいくんだけど、そのうち官僚主義と前例至上主義に陥って、国家運営も経済政策もガチガチに固定化し、結局は身動きがとれなくなってしまう。ノモンハン事変に第二次世界大戦の敗戦、それにバブル崩壊と、どれも同じパターンをたどっていますよね。

ところが今回は違う。すでに日本は、揺るぎない世界第2位の経済大国だし、世界最大の債権国でもある。いくら不況だといっても、民間サイドには膨大な資金が眠っている。

だから今回は、何もかも国とか政策に頼ることなく、民間サイドでやれることは民間でやってしまう。自分の資金を自分で動かすのだから、自分の意志と判断で行動できるはず。つまりどんどん、僕らは自分たちで先へ先へと進んでいくことで、自由自在にしなやかな社会をつくれる可能性がある。

こういう社会はダイナミックで面白いし、経済も上からがんじがらめに統制されるよりも、はるかにしなやかで強靱なものになる。

伊藤：やはり何事も、拠って立つのはやはり経済的基盤なんです。現在は可能性のある時代だということですね。お金があるからこそ自立して自由に動ける。それを言葉にすると「ファイナンシャル・インDEPENDENCE」です。

今、上から統制する間接金融から、個々人が自由

に動く直接金融へシフトし出しているわけですが、これは自由を手に入れるチャンスです。

だから自信を持って自立の方向に歩みだしてみたいと思います。

澤上：そこで重要なのは、あまりガチガチの方向性を初めから決めるのではなく、できることからやること。やっているうちに、しなやかな行動が身についてくるような感覚を大切にしたいわけです。

共生的というか、創発的というか、動いているうちに、なんとなく段々分かってくる感じです。

「これからは市場主義だ」「競争原理だ」「アングロサクソン型だ」とかスローガン先行でやるのは単なるアンチ（反発）なんですね。

そうやってみたものの、往々にして「やっぱり何かちがうんじゃないの？」となる。

言葉にするとカチンコチンになっちゃうけど、もっとしなやかな、やわらかな方法論みたいなものがあるんじゃないの、と。

伊藤：やっぱり「文化」ということはありますよね。澤上さんがいつもおっしゃるように、日本、アジアは農耕型で、投資も産業も畑を耕すとか、花の手入れをするのと同じようなイメージで考えていった方が無理がないんじゃないかと。

澤上：逆に、その方向で行くと、欧米人がなしえなかったところまでいける可能性があるんです。

運用の仕事でいうと、デリバティブだとか短期投資、ディーリングとかいうのは狩猟民族的なものすごい集中力がいる。僕はちょっと勝てると思えないし、対抗する気もない。けれど長期投資だったら、彼らが待てないものが待ててしまう。我慢できないものが我慢できてしまう。日本、あるいはアジアには、体質としてそういうものがありますよね。

さらにもう一つ、東洋にはみんなで分かち合うという感覚がある。

日本では総中流社会とかを自嘲的にいうけれど、ある意味、これだけ広く富の分配がなされているのはすごいことです。こんな国はどこにもない。アメリカにしろ、ヨーロッパにしろ、社会の中で所得格差というのはものすごく大きい。

だから日本では、「みんなが頑張って、みんなが余裕をもてて、社会全体が良くなっていくといいよね」といった論理を追求できる。

そういう論理でもって実践を通して、長期投資の方法論とか文化を磨き込んでいったら、欧米人のちよっとついて来れない、びっくりするようなものができるかもしれないと僕は期待しているんです。（了）

<モデルポートフォリオ:2018年1月末の運用状況>

単位: %

		トータルリターン				リスク	1万円ずつ積み立てた場合の 投資額に対する騰落率			
		1ヵ月	1年	5年 (年率)	10年 (年率)	10年 (年率)	1年 12万円	5年 60万円	10年 120万円	2000年1月 ~ 217万円
4資産型	積極型	1.06	18.85	14.10	6.03	17.12	10.86	34.14	85.11	102.74
	成長型	0.29	12.79	10.19	4.94	12.12	7.16	22.73	57.59	76.99
	安定型	-0.49	6.99	6.27	3.63	7.64	3.57	12.07	33.61	52.28
2資産型	積極型	1.60	20.15	13.43	6.35	18.99	11.16	33.54	88.09	117.02
	成長型	0.44	14.22	10.03	5.18	14.10	7.60	22.62	60.94	88.38
	安定型	-0.73	8.53	6.64	3.78	9.86	4.14	12.43	37.24	60.95

* 投資にかかるコストは控除していない。積み立ては、税引き前分配金再投資。ポートフォリオは毎月リバランスをしたものとする。
積み立ては計算月数分を運用したものとする。例えば1年の場合は2017年1月末に1万円投資資金を積み立て始め、
2017年12月末の投資資金までとする(2018年1月末積み立て分は運用期間がないため含めていない)。

出所: イボットソン・アソシエイツ・ジャパンがMorningstar Directにより作成。MorningstarDirectについてのお問い合わせは
「投信まとなび」のお問い合わせメール(<https://www.matonavi.jp/inquiry>)にてイボットソン・アソシエイツ・ジャパンまで。

ポートフォリオの資産配分比率(外貨建て資産は円換算ベース)

		国内株式: TOPIX	外国株式: MSCI KOKUSAI	国内債券: NOMURA- BPI (総合)	外国債券: Citi WGBI (除く日本)
4資産型	積極型	40%	40%	10%	10%
	成長型	25%	25%	25%	25%
	安定型	10%	10%	40%	40%
2資産型		世界株式: MSCI ACWI (含む日本)		世界債券: Citi WGBI (含む日本)	
	積極型	80%		20%	
	成長型	50%		50%	
	安定型	20%		80%	

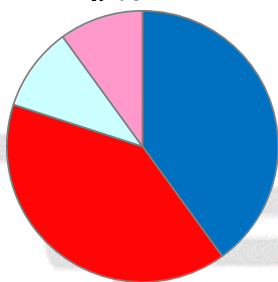
ポートフォリオは「インベストラيف」が参考のために考案した資産配分に基づき、イボットソン・アソシエイツ・ジャパンがデータを算出しています。
特定の資産配分による投資の推奨を行うものではありません。

「長期投資仲間」通信『インベストラيف』のその他の記事はこちらからご覧ください。
<http://www.investlife.jp/>

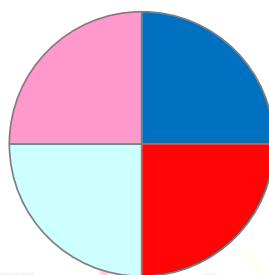
4資産

- 国内株式:
TOPIX
- 外国株式:
MSCI KOKUSAI
- 国内債券:
NOMURA-BPI
(総合)
- 外国債券:
Citi WGBI
(除く日本)

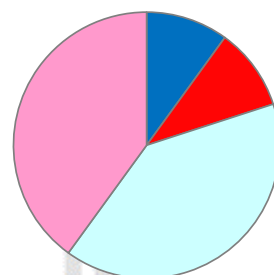
積極型



成長型



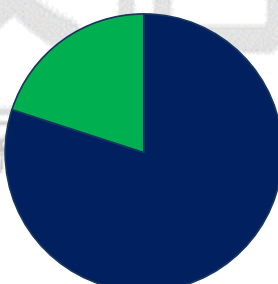
安定型



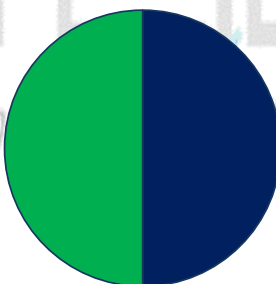
2資産型

- 世界株式:
MSCI ACWI
(含む日本)
- 世界債券:
Citi WGBI
(含む日本)

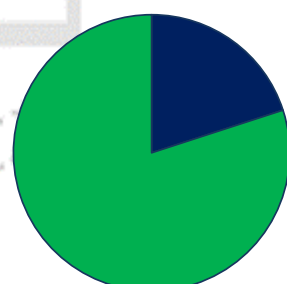
積極型



成長型



安定型



<国内で購入可能な代表的ETF:2018年1月末の運用状況>

当資料は「インベストライフ」のために、イボットソン・アソシエイツ・ジャパンがデータを算出、作成しています。特定の投資信託による投資の推奨を行うものではありません。※ファンド名をクリックするとそのファンドの詳細を見ることができます。

「長期投資仲間」通信『インベストライフ』のその他の記事はこちらからご覧ください。 <http://www.investlife.jp/>

* 投信ブログ 「梅屋敷商店街のランダムウォーカー(インデックス投資実践記)」の管理人、水瀬ケンイチさんのご協力で銘柄を選定しました。
 なお、国内株式、債券、コモディティについてはインベストライフが選定しました。

Ticker	ファンド名	トータルリターン (米ドル換算)					トータルリターン (円換算)					リスク (円換算)	リスク (米・換算)	1万円ずつ積み立てた場合の 投資額に対する騰落率				1万円ずつ積み立てた場合の 月末資産額				純資産		総資産率 または 信託報酬 (%)	イボットソン 分 類	連動を目指す 投資対象指数
		1ヵ月	1年	5年 (年率)	7年 (年率)	10年 (年率)	1ヵ月	1年	5年 (年率)	7年 (年率)	10年 (年率)			10年 (年率)	10年 (年率)	1年 12万円	5年 60万円	7年 84万円	10年 120万円	1年 12万円	5年 60万円	7年 84万円	10年 120万円			
1308	上場インデックスファンドTOPIX (日興AM)	4.28	26.97	12.43	8.26	4.91	1.05	23.11	16.53	12.79	5.19	20.40	16.25	14.07	41.94	75.49	91.55	13.69	85.17	147.41	229.86	29,631	32,344	0.10	国内株式・ 大型ブレンド型	TOPIX(配当込み)
1348	MAXIS トピックス上場投信 (三菱UFJ国際)	4.28	26.96	12.42	8.25	—	1.05	23.11	16.52	12.78	—	—	—	14.06	41.91	75.42	—	13.69	85.14	147.36	—	8,871	9,683	0.08	国内株式・ 大型ブレンド型	TOPIX(配当込み)
1554	上場インデックスファンド世界株式 (MSCI ACWI)除く日本(日興AM)	4.91	24.47	10.22	—	—	1.65	20.69	14.24	—	—	—	—	12.02	36.43	—	—	13.44	81.86	—	—	41	44	0.27	外国株式・ 世界型(除く日本)	MSCI ACWI ex Japan指数(円換算)
VT	Vanguard・トータル・ワールド・ストックETF	5.49	27.29	11.38	9.67	—	2.22	23.42	15.44	14.26	—	—	—	13.15	40.31	75.89	—	13.58	84.18	147.74	—	11,443	12,491	0.11	外国株式・世界型	FTSE グローバル・オールキャップ指数
IOO	iShares® グローバル 100 ETF	5.04	28.30	10.81	9.19	5.79	1.78	24.40	14.85	13.76	6.07	21.85	17.18	12.92	39.09	72.95	97.46	13.55	83.46	145.28	236.96	1,930	2,107	0.40	外国株式・世界型	S&P グローバル 100 指数
TOK	iShares® MSCI コクサイ ETF	5.36	26.18	11.96	10.57	6.94	2.09	22.35	16.04	15.19	7.22	22.61	17.95	12.43	40.03	78.62	111.76	13.49	84.02	150.04	254.11	319	348	0.25	外国株式・世界型	MSCI KOKUSAI(コクサイ)指数
EFA	iShares® MSCI EAFE ETF	4.98	27.49	7.75	6.33	3.35	1.72	23.62	11.67	10.78	3.62	23.06	19.24	12.11	28.88	56.05	72.90	13.45	77.33	131.09	207.47	87,114	95,090	0.32	外国株式・ 大型ブレンド型	MSCI EAFE 指数
VSS	Vanguard・FTSE・オールワールド (除く米国)スモールキャップETF	4.84	31.04	8.99	6.44	—	1.59	27.06	12.96	10.90	—	—	—	14.25	36.12	62.98	—	13.71	81.67	136.90	—	5,060	5,523	0.13	外国株式・ 中・小型ブレンド型	FTSEグローバル・ スモールキャップ(除く米国)指数
VTI	Vanguard・トータル・ストック・マーケットETF	5.33	25.22	15.51	13.97	9.97	2.06	21.42	19.72	18.74	10.26	22.65	17.18	12.65	49.17	99.74	150.40	13.52	89.50	167.78	300.48	97,243	106,145	0.04	米国株式・ 大型ブレンド型	CRSP USTータル・マーケット指数
VB	Vanguard・スモールキャップETF	2.85	17.69	13.68	12.66	10.70	-0.34	14.11	17.82	17.37	11.00	27.28	21.92	8.73	40.00	87.06	142.38	13.05	84.00	157.13	290.86	22,138	24,165	0.06	米国株式・ 小型ブレンド型	CRSP USスモールキャップ指数
EEM	iShares® MSCI エマージング・ マーケット ETF	8.26	40.09	5.12	3.59	3.32	4.91	35.84	8.95	7.92	3.59	26.56	23.87	19.82	38.22	52.21	65.19	14.38	82.93	127.86	198.22	45,845	50,042	0.69	外国株式・ 新興国型(複数国)	MSCI エマージング・マーケット指数
VWO	Vanguard・FTSE・ エマージング・マーケットETF	8.43	35.74	5.06	3.59	3.32	5.07	31.62	8.89	7.92	3.59	27.10	24.48	18.17	36.15	50.83	66.10	14.18	81.69	126.70	199.32	73,118	79,812	0.14	外国株式・ 新興国型(複数国)	FTSEエマージング指数
FM	iShares® MSCI フロンティア 100 ETF	5.64	31.45	8.56	—	—	2.36	27.46	12.51	—	—	—	—	17.60	32.37	—	—	14.11	79.42	—	—	782	854	0.79	外国株式・ 新興国型(複数国)	MSCI フロンティア・マーケット 100 指数
IGOV	iShares® 世界国債(除く米国)ETF	3.09	12.75	0.69	1.37	—	-0.11	9.33	4.36	5.61	—	—	—	4.86	7.88	19.01	—	12.58	64.73	99.97	—	938	1,023	0.35	外国債券・世界型	S&Pシティグループ・ インターナショナル・ トレジャリー・ボンド指数(除く米国)
AGG	iShares®・コア 米国総合債券市場 ETF	-1.14	2.15	1.95	2.93	3.60	-4.21	-0.96	5.67	7.23	3.87	9.96	3.41	-2.30	5.56	20.24	30.51	11.72	63.34	101.01	156.61	53,582	58,488	0.05	米国債券・ 中長期型	パークレイズ米国総合指数
TIP	iShares®・米国物価連動国債 ETF	-0.86	1.18	-0.01	2.64	2.91	-3.94	-1.90	3.63	6.93	3.18	10.64	6.18	-1.98	3.55	15.74	26.45	11.76	62.13	97.22	151.74	24,635	26,890	0.20	米国債券・ インフレヘッジ型	パークレイズ米国TIPS指数(シリーズL)
RWX	SPDR ダウ ジョーンズ インターナショナル リアル エステート ETF	3.49	17.46	4.78	6.08	2.71	0.28	13.89	8.60	10.52	2.98	23.25	20.90	8.39	16.85	42.37	67.10	13.01	70.11	119.59	200.52	3,908	4,265	0.59	海外不動産 (除く米国) セクター型	ダウ・ジョーンズ・ グローバル(除く米国) セレクト・ リアル・エステート・セキュリティーズ指数
IYR	iShares®・米国不動産 ETF	-2.88	6.02	7.30	8.60	6.23	-5.89	2.80	11.21	13.14	6.51	28.74	26.34	-1.77	19.92	50.12	91.51	11.79	71.95	126.10	229.81	3,602	3,931	0.44	米国不動産 セクター型	ダウ・ジョーンズ米国不動産指数
GSG	iShares® S&P GSCI コモディティ・ インデックス・トラスト	3.43	9.61	-13.20	-9.90	-10.72	0.22	6.28	-10.03	-6.13	-10.49	24.31	21.58	10.38	-14.83	-19.71	-26.09	13.25	51.10	67.45	88.69	1,480	1,616	0.75	コモディティ・総合	S&P GSCI商品指数
GLD	SPDR®ゴールド・シェア	3.71	10.46	-4.56	-0.21	3.41	0.49	7.11	-1.08	3.97	3.68	18.55	19.74	3.51	6.13	7.59	19.94	12.42	63.68	90.37	143.93	36,372	39,702	0.40	コモディティ・貴金属	金地金価格 (ロンドン午後決め値)

*積み立ては税引き前分配金再投資、計算月数分を運用したものとします。例えば1年の場合は2017年1月末に1万円で積み立てを開始し、2017年12月末投資分までの2018年1月末における運用成果とする(2018年1月の積み立て額は入れない)。
 出所: MorningstarDirect のデータを用いてイボットソン・アソシエイツ・ジャパンが作成。MorningstarDirectについてのお問い合わせは「投信まとなび」のお問い合わせメール(<http://www.matonavi.jp/inquiry>)にてお気軽にご送信ください。