

White Paper | “The Magnificent Seven” in Capital Markets

金融市場を取り巻く7つのブーム: 棟を並べ、葺(いらか)を争へる

2018年6月



筆者は、現在の金融市場が次に挙げる「7つのブーム」で支えられている、と考えています。

- 1. 流動性ブーム**
多くのリスク資産価格を割高な水準に押し上げたのは、主要中銀による低金利政策とフォワード・ガイダンス、大規模資産買い入れ (LSAP) がもたらしたリスクテイクとポートフォリオ・リバランスだと考えられます。
- 2. 生産効率化ブーム**
生産効率化ブームは、企業による「マージン拡大の追求」のうち、新興国への生産移転や生産自動化の進展を指します。企業がマージンの拡大を追求する理由は、パイの拡大は鈍化しているにもかかわらず、資本家が要求する収益率は変わらないためです。
- 3. M&Aブーム**
M&Aブームは、企業による「マージン拡大の追求」のうち、寡占化を指します。企業がマージンの拡大を追求する理由は、パイの拡大は鈍化しているにもかかわらず、資本家が要求する収益率は変わらないためです。M&Aによる寡占化と価格支配力の確保は、生産移転や自動化と並んで、企業が利益を伸ばし続けるための有力な手段です。
- 4. 自社株買いブーム**
実物資本の期待収益率が低下する一方、企業がトップラインの増加やマージンの拡大による利益増加でも、投資家の要求収益率を達成できないときには、企業は資本家に資本を返すほかありません。その副作用の1つは、株主資本利益率 (ROE) や1株利益 (EPS) が上昇することでしょう。
- 5. レバレッジ・ブーム**
上記3のM&Aブームと、同4の自社株買いブームを支えてきたのが、企業によるレバレッジ (借入れ) の拡大、レバレッジ・ブームです。
- 6. テクノロジー・ブーム**
情報技術セクターやインターネット小売セクターは、将来への期待やその他の要因から、株価の上昇が続いています。
- 7. ETFブーム**
ETF (上場投資信託)、インデックス・ファンドなど、主要な株価・債券指数に連動するパッシブ運用がブームになっています。ここでは、この「パッシブ運用ブーム」を、その象徴的な金融商品の名を冠して「ETFブーム」と呼びます。

ゆく河の流れは絶えずして、しかももとの水にあらず。淀みに浮かぶうたかたは、かつ消えかつ結びて、久しくとどまりたるためしなし。世の中にある人とすみかと、またかくのごとし。たましきの都のうちに、棟を並べ、葦を争へる、高き、卑しき、人のすみひは、世々を経て尽きせぬものなれど、これをまことかと尋ぬれば、昔ありし家はまれなり。あるいは去年焼けて今年作れり。あるいは大家滅びて小家となる。住む人もこれに同じ。所も変はらず、人も多かれど、いにしへ見し人は、二、三十人が中に、わづかにひとりふたりなり。朝に死に、夕べに生まるるならひ、ただ水のあわにぞ似たりける。知らず、生まれ死ぬる人、いづかたより来たりて、いづかたへか去る。また知らず、仮の宿り、たがためにか心を悩まし、何によりてか目を喜ばしむる。その、あるじとすみかと、無常を争ふさま、いはば朝顔の露に異ならず。あるいは露落ちて花残れり。残るといへども朝日に枯れぬ。あるいは花しぼみて露なほ消えず。消えずといへども夕べを待つことなし。

(鴨長明、『方丈記』、冒頭より)

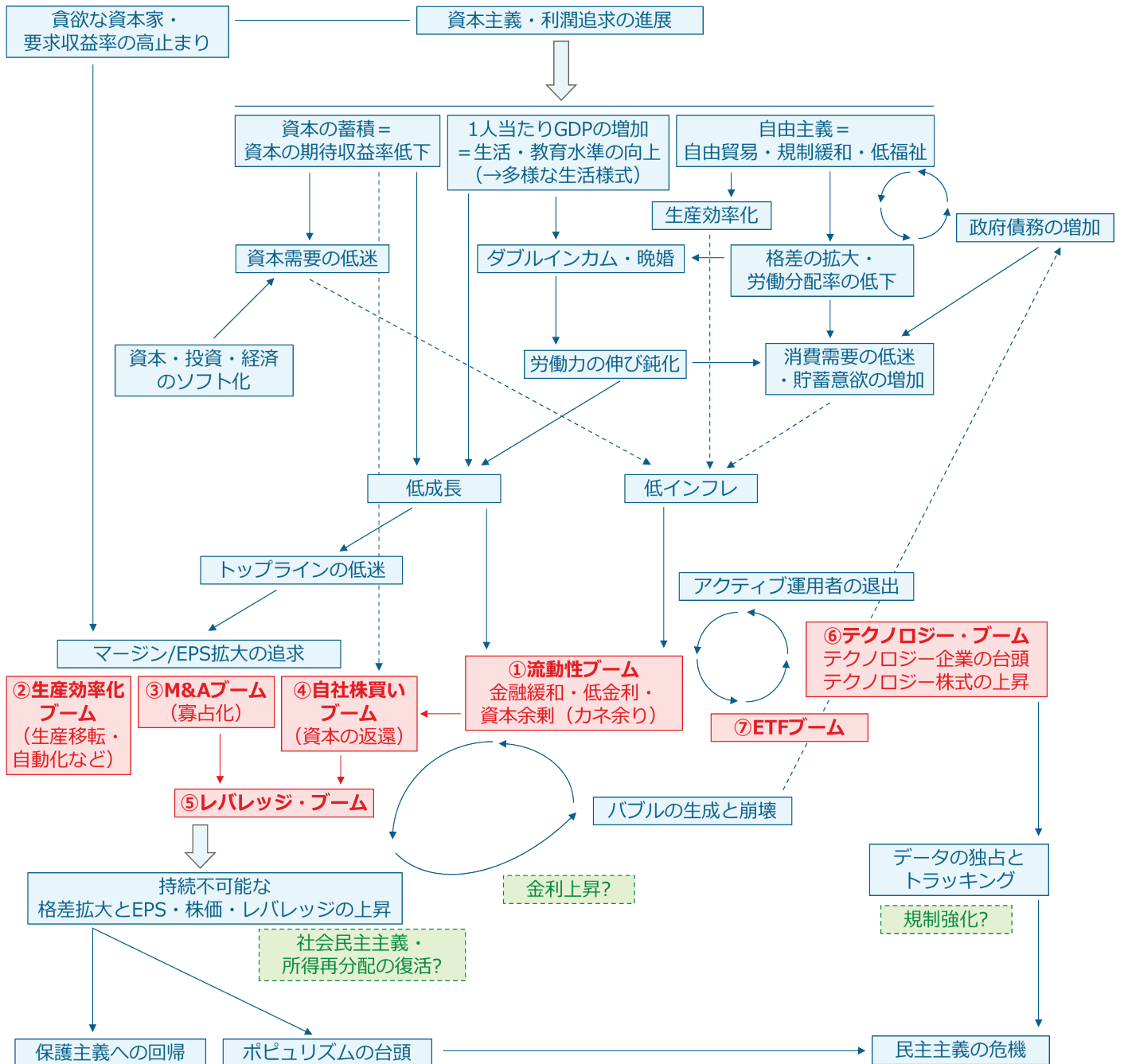
7つのブーム：棟を並べ、葦を争へる

筆者は、現在の金融市場が次に挙げる「7つのブーム」で支えられている、と考えています。

1. 流動性ブーム
2. 生産効率化ブーム
3. M&Aブーム
4. 自社株買いブーム
5. レバレッジ・ブーム
6. テクノロジー・ブーム
7. ETFブーム

次の図は、これらのブームが生じる経路を図示したものです。

7つのブーム：棟を並べ、豊を争ふ(2018年5月18日)



出所：J.P. Morgan Asset Management

既に、お気づきのとおり、これらは互いに独立しているわけではなく、一方が他方を生み出していたり、互いに作用し合ったりしていると考えられます。いずれにせよ、これらは現在、それぞれの壁に直面しており、「7つのブーム」は「7つのリスク」に姿を変えつつあると、筆者は見ています。

ただし、ブームの最も重要なポイントは、「もうはまだなり まだはまだなり」という相場格言が示すとおり、思ったよりも遥かに長く続くことです。言い換えれば、強気派にとっては「時間の問題」ですが、弱気派にとっては「時間こそが問題」と言えるでしょう。

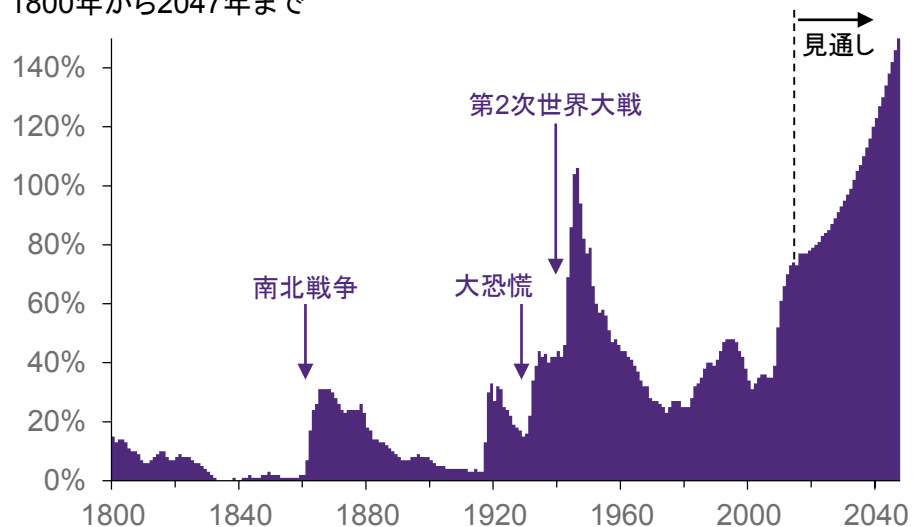
1. 流動性ブーム

多くのリスク資産価格を割高な水準に押し上げたのは、主要中銀による低金利政策とフォワード・ガイダンス、大規模資産買い入れ(LSAP)がもたらしたリスクテイクとポートフォリオ・リバランスだと考えられます。

ニューヨーク連銀が算出するACMモデル(Adrian, Crump, Moench 2013)に従えば、米国10年国債のターム・プレミアムは、2016年の大統領選挙を機にプラスに浮上したものの、翌年4月以降、再びマイナスに陥っています。

確かに、債券市場の参加者は、過去30年余りの期間において概ね正しかったわけですが、彼らがインフレや財政赤字の不確実性をほとんどプライシングした経験がないことは、金融市場全体にとっての重大なリスクとして認識される必要があるでしょう。一方で、以前よりも多くの米国企業が仕入価格の上昇や労働力の質を重要な問題と回答し、米国の連邦政府債務は世界金融危機から10年あまりの期間に(危機前の)3倍近くに膨らんでいます。

参考図表1: 米国の連邦債務残高(GDP比)
1800年から2047年まで



出所: 米議会予算局(CBO)、J.P.モルガン・アセット・マネジメント

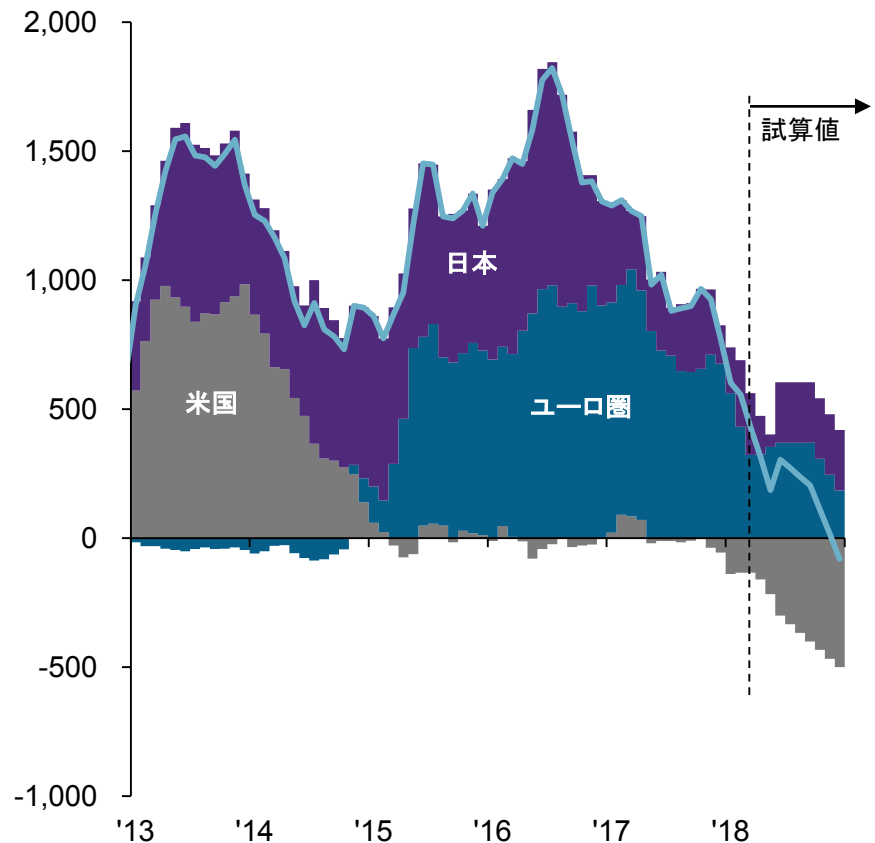
1. 流動性ブーム(つづき)

誤解を恐れずに言えば、主要中銀の金融緩和は、無責任なリスクテイクを奨励し、責任ある投資行動を罰してきたようなものと考えられます。こうした中、資本家によってパフォーマンスを競うよう求められる投資家は「他の投資家が(テクノロジー株式を)買うから、自分も(テクノロジー株式を)買う」という循環の中を漂っているだけに見えます。

流動性ブームに支えられたリスク資産は、完全雇用の壁(物価安定のための金融引き締め)、バリュエーションの壁(金融市場安定のための引き締め)、財政プレミアムの復活(長期金利の上昇)という壁にぶつかりつつあります。

年初以降、世界の株式市場やクレジット資産、新興国市場が軟調さを見せている要因の1つは、ようやく姿を現した米連邦準備制度理事会(FRB)によるQT(中銀の保有資産圧縮)でしょう。

参考図表2: 主要な中央銀行による資産買い入れ(量的金融緩和政策)
 億ドル、債券保有残高の純増分、3ヵ月移動平均値
 2013年から2018年まで



出所: 各国中央銀行、Bloomberg、J.P.モルガン・アセット・マネジメント

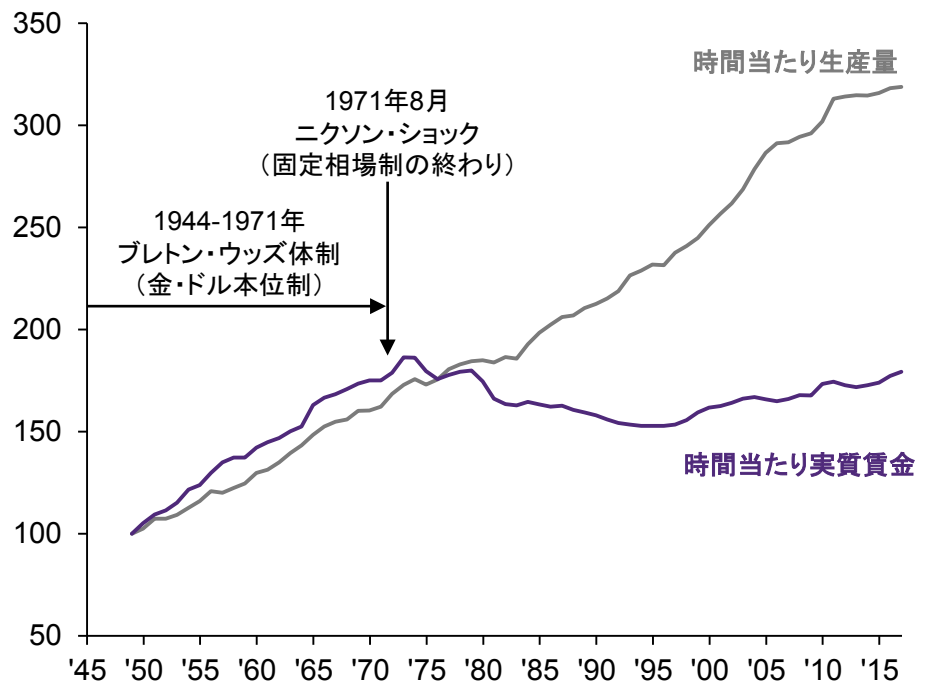
2. 生産効率化ブーム

生産効率化ブームは、企業による「マージン拡大の追求」のうち、新興国への生産移転や生産自動化の進展を指します。企業がマージンの拡大を追求する理由は、パイの拡大は鈍化しているにも関わらず、資本家が要求する収益率は変わらないためです。

米国の名目経済成長率(5年トレンド、年率)は1980年代半ばの約8%から、直近では約4%にまで鈍化しています。一方、投資家の要求収益率を益回りで参照すると、S&P500指数の益回りは、同じ期間に7%を中心に循環するのみで、低下トレンドは確認できません(直近は約6%)。人口の伸び鈍化や資本蓄積によって、経済成長率や資本の期待収益率の鈍化が進んでも、資本家の貪欲は衰えるためしがないのです。米国の多くの企業が、米国政府に対し、中国への通商圧力を弱めるようロビー活動を行っている背景にも、資本家による利益拡大への圧力があるでしょう。

企業は、トップラインの成長では埋まらないギャップに直面し、マージンの拡大を追求します。米国の1人当たり実質生産量(国民所得)は、1948年を100とすると、直近までに約320に増加しました。他方で、1人当たりの実質賃金は、1971年にブレトン・ウッズ体制が崩壊する直前までは、生産量の増加に沿って上昇していましたが、それ以降はほぼ横ばいで、直近は約180に留まります。労働分配率(国内総所得に占める被雇用者報酬の割合)は、1971年の58.4%をピークに低下トレンドを描き、直近では53.2%まで低下しています。

参考図表3: 米国の時間当たり生産量と時間当たり実質賃金
 実質値、1948年=100、1948年から2016年まで



出所: 米経済分析局(BEA)、米労働統計局(BLS)、
 J.P.モルガン・アセット・マネジメント

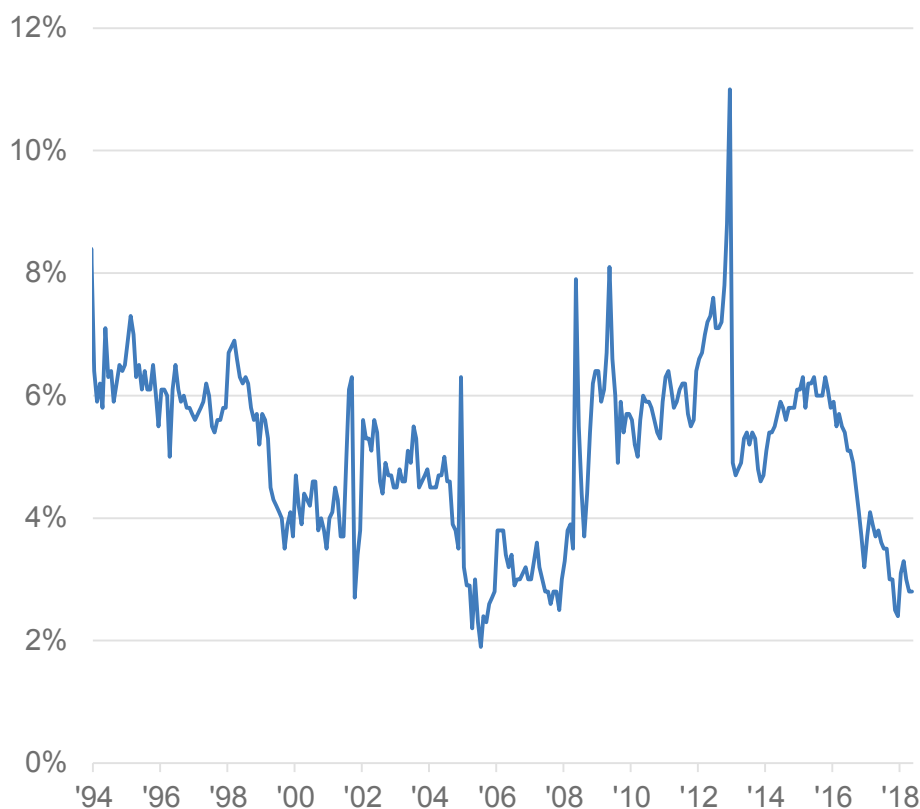
2. 生産効率化ブーム(つづき)

自由貿易と資本移動の自由、規制緩和を追求する中で、先進国の企業は生産コストの低下を新興国の労働力に求めてきました。その過程で労働組合は弱体化し、さらに最近では、ロボットや人工知能に象徴される自動化投資が顕著です。先進国の労働者は生産性の低いサービス・セクターに移動して賃金は伸び悩みますが、企業や資本家は利益を確保します。生産移転や自動化によるマージンの拡大は、一般家計の購買力低下という壁にぶつかります。

その象徴が、一部の新型高額スマートフォンの販売低迷でしょう。企業がマージンと利益を拡大すべく、新製品の価格を引き上げるとしても、一般家計は生産移転や自動化によって、これらの製品の生産ラインから外されています。しかも、自由主義社会は所得の再分配機能を欠くわけです。やがて、売上高の伸び鈍化がマージンの拡大を相殺することになります。

また、購買力の低下に景気循環も合わせれば、貯蓄率の壁も立ちはだかります。米国の貯蓄率は直近が3.1%であり、世界金融危機直前の2005年以来の低水準です。そして、保護主義やポピュリズムも、新興国への生産移転の追求に立ちはだかる壁となる可能性があるでしょう。

参考図表4: 米国の貯蓄率
1994年から2018年4月まで



出所: 米経済分析局 (BEA)、J.P.モルガン・アセット・マネジメント

3. M&Aブーム

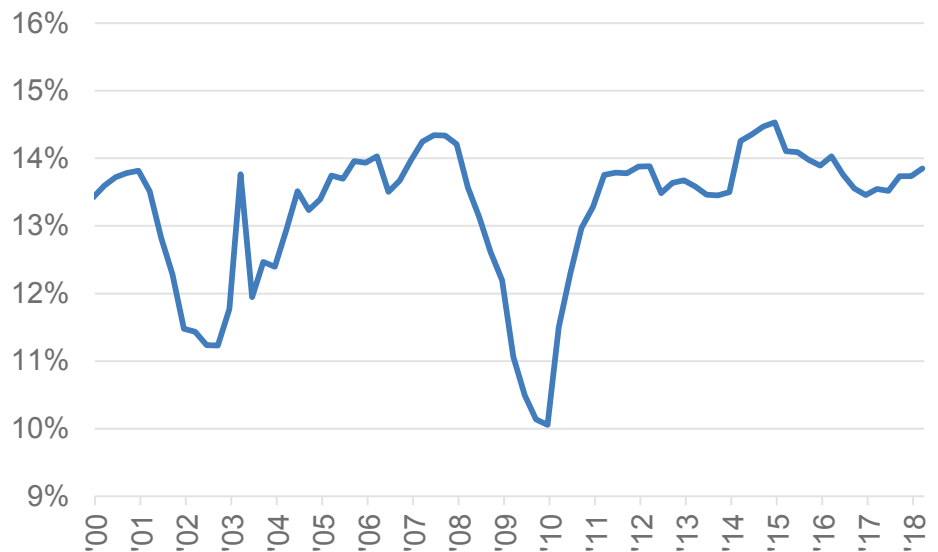
M&Aブームは、企業による「マージン拡大の追求」のうち、寡占化を指します。企業がマージンの拡大を追求する理由は、パイの拡大は鈍化しているにも関わらず、資本家が要求する収益率は変わらないためです。M&Aによる寡占化と価格支配力の確保は、生産移転や自動化と並んで、企業が利益を伸ばし続けるための有力な手段です。

調査会社ディーロジックによれば、2018年5月中旬までの世界のM&A金額は、約2兆ドルに上り、過去最高だった2007年のペース(約1.8兆ドル、5月中旬時点までの実績)を上回っています。

M&Aブームは、レバレッジ(資金借り入れ)ブームと表裏一体であり、前述の金融引き締めと購買力低下の壁、後述するレバレッジ拡大の壁が立ちますが、反トラストの壁もあるでしょう。トランプ政権はこれまでのところ、人気取りも幸いしてか、企業の合併・買収に幾分否定的な見解を示しています。

S&P指数の直近のマージン(営業利益ベース)は13.9%であり、データが遡れる1999年12月以降は14%を超えると頭打ちになっています。マージンの拡大は、労働分配率の低下を含め、ピークに差し掛かっていると考えられるでしょう。

参考図表5: S&P 500指数構成企業の利益率(営業利益ベース)
2000年から2018年1-3月期まで



出所: FactSet, S&P Dow Jones Indices, J.P.モルガン・アセット・マネジメント

4. 自社株買いブーム

実物資本の期待収益率が低下する一方、企業がトップラインの増加やマージンの拡大による利益増加でも、投資家の要求収益率を達成できないときには、企業は資本家に資本を返すほかありません。その副作用の1つは、株主資本利益率(ROE)や1株利益(EPS)が上昇することでしょう。重要な点は、ROEやEPSは「増加」する指標ではなく「上昇」する指標だということです。

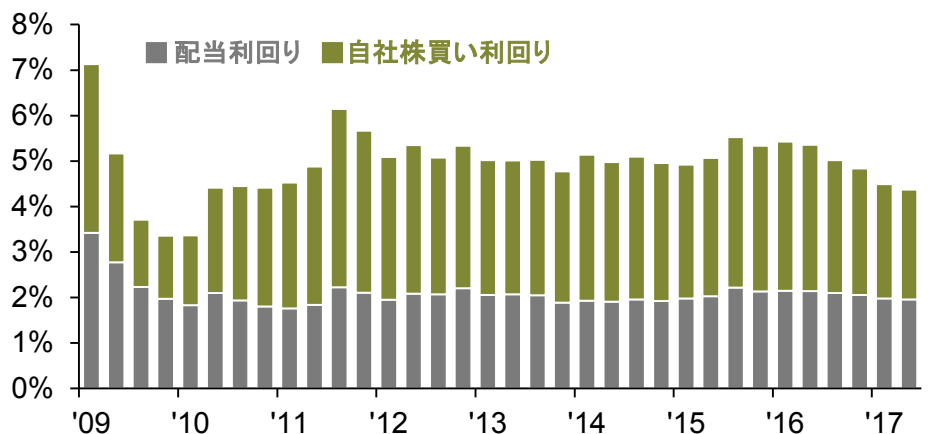
2017年のS&P500指数構成企業による自社株買い金額は、4年連続で5,000億ドルを超えています。今年1-3月期は1,780億ドルと、四半期ベースでは過去最高のペースで推移しており、年間ベースで過去最高だった2007年の5,890億ドルを超えることも視野に入ります。

自社株買いのもう1つの副作用は、株式の供給が減る一方で、マネーは増えるために、株価に上昇圧力が生じるということでしょう。企業と資本家は「自社株買いをすれば、株価が上がる。資本家が株高を喜ぶから、また自社株買いをする」という歓喜の循環を漂っているだけのように見えます。企業と資本家には、2つの副作用こそ効果と映っている可能性があります。

資本家は、利益そのものではなく、1株利益を見ます。言い換えれば、少なくとも現時点の資本家は、アニマル・スピリットに基づく事業投資が呼び込む社会全体の豊かさ(生産性と1人当たり所得)の拡大など見ておらず、資本家個人の利得最大化のみを考えているように映ります。バリュー投資で名を馳せた著名投資家のウォーレン・バフェット氏ですら、アップルの株式に資金を投下したそばから、アップルが自社株買いで資本を返すことを歓迎するほどです。

この自社株買いブームも、レバレッジ(資金借り入れ)ブームと表裏一体であり、前述の金融引き締めとの壁と、後述するレバレッジ拡大の壁が立ちはだかります。

参考図表6: S&P 500指数構成企業の配当利回りと自社株買い利回り
2009年から2017年4-6月期まで



出所: S&P Dow Jones Indices、J.P.モルガン・アセット・マネジメント

5. レバレッジ・ブーム

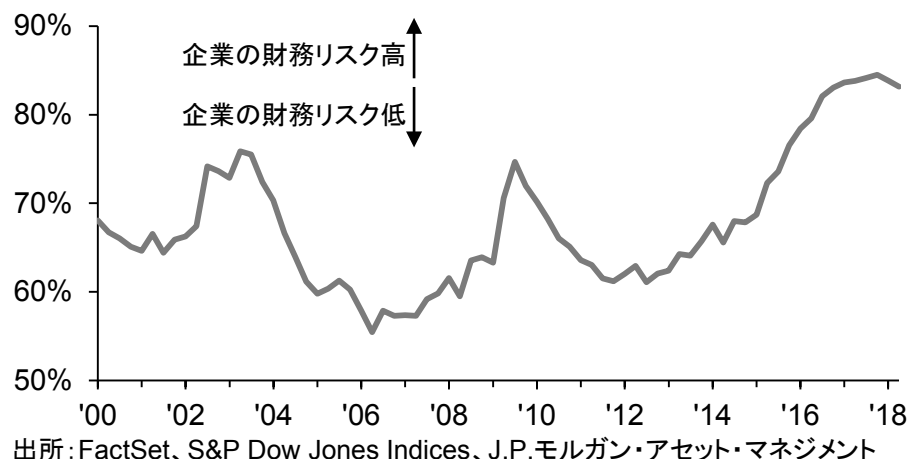
上記3のM&Aブームと、同4の自社株買いブームを支えてきたのが、企業によるレバレッジ(借入れ)の拡大、レバレッジ・ブームです。

S&P500指数構成企業の負債比率は、直近が83.2%であり、ITバブル期や住宅バブル期を超えています。確かに(債務から現金などの流動性を差し引いた)純債務比率を考えれば、その水準はまだITバブル期や住宅バブル期には及びませんが、キャッシュが一部の企業に偏っていることを踏まえれば、中位企業の信用は徐々に悪化していると考えられます。例えば、S&Pグローバルによれば、世界の投資適格社債市場の中位格付けは、BBBマイナスと、投機的格付けの1歩手前まで低下しています。

また、国際通貨基金(IMF)によれば、投機的格付けや負債比率の高い企業向けの貸付であるレバレッジド・ローンの新規発行額は、2017年に7,800億ドルと過去最高水準を更新しています。借入れの主要な主体である米国企業を見ると、新規発行の7割超が、借り手に対する制限条項を緩和したコベナンツ・ライトと呼ばれるローンであり、世界金融危機前は予想回収率が82%であったものの、2010年以降の平均は69%にまで低下しています。

こうした質の悪化と、これとは矛盾する低スプレッド、そして米連邦準備制度理事会(FRB)によるQT(保有資産の圧縮)を考えれば、クレジット市場の投資家は脆弱な状況に置かれている状況でしょうし、他の資産も一蓮托生と考えるほうが自然でしょう。

参考図表7: S&P 500指数構成企業のレバレッジ(長期負債 / 自己資本)
2000年から2018年1-3月期まで



テクノロジー株式とETFのフィードバック・ループ①

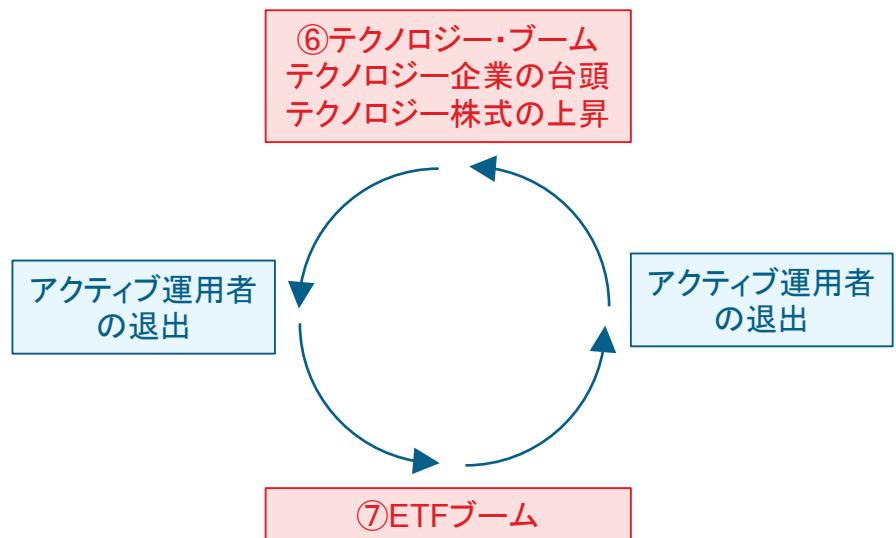
テクノロジー株式とETF(上場投資信託)は、互いが互いの神輿(みこし)を担ぐかのように、ブームにまで発展してきたと見られます。このフィードバック・ループが逆回転するときには、十分な注意が必要です。

データを追う前に、このフィードバック・ループを簡単に説明しておきます。それは、次のようなものです。

- 例えばコストの観点で、アクティブ・ファンド(バリュー株式)が解約され、株式市場に連動するETFに資金がシフトすると(=ETFブーム)、時価総額の大きいテクノロジー株式(グロース株式)が市場全体をアウトパフォームする(=テクノロジー・ブームに拍車をかける)
- 例えば流動性や将来への期待などで、テクノロジー株式に資金が流入すると(=テクノロジー・ブーム)、テクノロジー株式が市場全体を、市場全体(ETF)がアクティブ・ファンドをアウトパフォームする(=ETFブームに拍車をかける)

という相互循環です。

参考図表8:テクノロジー株式とETFのフィードバック・ループ(概念図)



出所: J.P.モルガン・アセット・マネジメント

テクノロジー株式とETFのフィードバック・ループ②

直近5月末時点で、S&P500指数の時価総額全体のうち、情報技術セクターとインターネット小売セクター（以下、「テクノロジー株式」）が占める割合は30.0%であり、2000年8月（33.6%）以来の高水準に達しています。

ETFとの関連で考える上では、テクノロジー株式の時価総額が指数全体に占める割合（以下、「テクノロジー株式のウェイト」）の変動をつぶさに追うことが第1歩です。

テクノロジー株式のウェイトは、チャート1のとおり、ITバブル崩壊で急低下し、2001年から2008年までは16-17%を中心に変動しました。その後、2009年から2014年までは、米連邦準備制度理事会（FRB）によるフォワード・ガイダンスや量的金融緩和によって長期金利の低位安定が続く中、（テクノロジー企業の多くが属する）グロース株式優位の相場となり、テクノロジー株式のウェイトは、その変動の中心が20%まで上昇しました。さらに2014年終盤からは、原油価格の大幅下落を受け、エネルギー・セクターを追いやり、2016年末には23%付近に達しました。

参考図表9: S&P 500指数に占める、情報技術セクターおよびインターネット小売セクターの割合（時価総額ベース）

1990年から2018年5月まで



出所: FactSet、S&P Dow Jones Indices、J.P.モルガン・アセット・マネジメント

テクノロジー株式とETFのフィードバック・ループ③

問題はここからです。テクノロジー株式のウェイトは、上記のとおり、直近が30.0%ですから、2017年から直近までのわずか1年半足らずの期間に、7%ポイントもの上昇を見せています。ただし、その間にマーケット環境は大きな変化を見せました。

FRBはバランスシートの正常化に着手し、原油価格も反転を見せ、S&P500指数はそれまでの急上昇から一転、今年1月末に大幅下落を見せ、その後も低調なままです。こうした変化にも関わらず、テクノロジー株式のウェイトは、以前よりもむしろハイ・ペースな上昇を続けてきました。

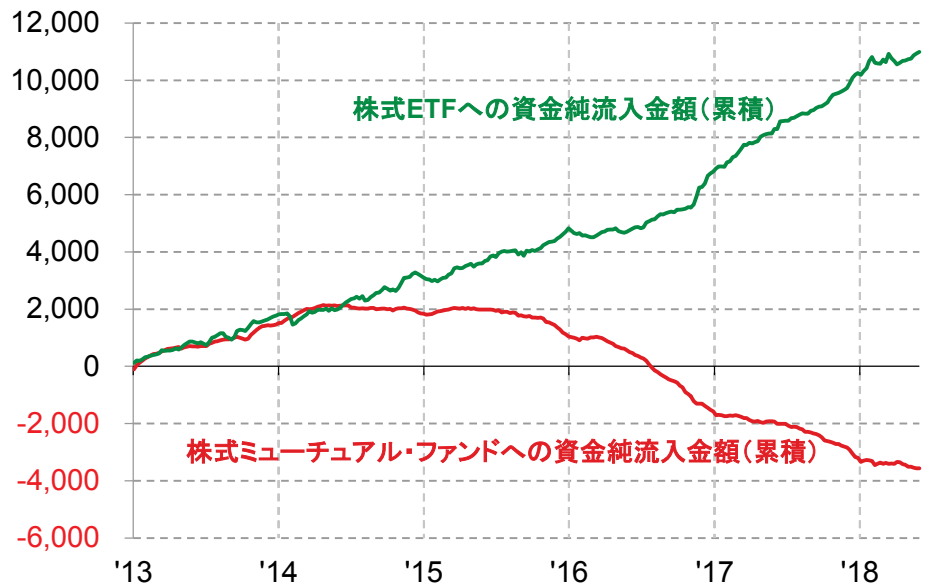
他方、米国のETF市場がブームとなったのも、テクノロジー株式へのウェイトが大きく引き上がった2017年以降です。

米国投資信託協会(ICI)のデータによれば、2013年から2016年までの株式ETF(国際株式を含む)への累積資金純流入額は、ほぼ線形に(=同じペースで)伸びており、52週換算の資金流入額は約1,700億ドルです。

2017年以降も、株式ETFへの資金流入額は線形ですが、その傾きは大幅に切り上がっており、2017年から2018年5月までの資金流入額は、52週換算で約3,000億ドルに上ります。

そして、2013年から直近までの累積資金純流入額を見ると、株式ETF(国際株式を含む)は約1兆1,000億ドルのプラスである一方、株式ミューチュアル・ファンド(投資信託;国際株式を含む)は約3,600億ドルのマイナスです。

参考図表10: 米国の株式ETF(国際株式を含む)および株式ミューチュアル・ファンド(投資信託;同)への累積資金純流入金額
億ドル、2013年から2018年4月まで



出所: 米国投資信託協会(ICI)、Bloomberg、J.P.モルガン・アセット・マネジメント

テクノロジー株式とETFのフィードバック・ループ④

時価総額ベースの主要な株価指数に連動するETFを買うということは、時価総額の大きいテクノロジー株式をオーバーウェイトする効果があります。

直観的には、指数連動のETFにいくら大量の資金が流れても、買い付けタイミングでの各銘柄のウェイト(時価総額比率)で資金が配分されるため、買い付け後もセクターや銘柄のウェイトは変化しないように思えます。

しかし、ETFが買われる裏側で、アクティブ運用が解約されていれば、状況は異なります。伝統的なアクティブ運用はバリュー株式(割安株式)である一方、テクノロジー株式はグロース株式(割高株式)であるため、伝統的なアクティブ・ファンドは、テクノロジー株式をアンダーウェイトしています。

結果として、投資資金が、アクティブ・ファンドからETFにシフトするときには、(アクティブ・ファンドが持っていた)テクノロジー株式のアンダーウェイトが解消され(→この解消の動きこそが、テクノロジー株がオーバーウェイトされるアクションです)、テクノロジー株式やグロース株式が、指数全体やバリュー株式をアウトパフォームします。

フィードバック・ループゆえに、その始まりはどこからでもよいのですが、例えば「アクティブ運用が低調」「ETFは手数料が低い」というキャンペーンによって、アクティブ・ファンドからETFに資金が流れたり、低金利政策や資本還元による「カネ余り」の下で、機関投資家の大規模な資金が流動性の高い大型銘柄(テクノロジー株式)に入ったり、自社株買いがこれらの株価をさらに押し上げたりすることなどが、フィードバック・ループが始まったり、強化されたりするきっかけとして挙げられるでしょう。

参考図表11: 米国の大型グロース株式/大型バリュー株式の相対株価
1979年から2018年5月まで、Russell1000指数を使用



出所: 野村證券、Frank Russell、J.P.モルガン・アセット・マネジメント

6. テクノロジー・ブーム①

情報技術(IT)やインターネット小売などのテクノロジー・ブームは、次のような壁に直面すると考えられます。

まずは、時価総額の壁が考えられます。既に述べたとおり、S&P500指数の時価総額全体のうち、テクノロジー株式(情報技術セクターとインターネット小売セクター)が占める割合は、直近時点で30.0%であり、2000年8月(33.6%)以来の高水準に達しています。しかも、このうちの半分近くを、FAANG(フェイスブック、アップル、アマゾン、ネットフリックス、グーグル(アルファベット))の5銘柄だけで占めています(13.0%)。

次に「10年の壁」が考えられます。世界株式の代表的な指数であるMSCIオール・カントリー・インデックスを見ると、2017年末時点では上位10銘柄で指数全体の9.7%を占めますが、そのうち7銘柄がテクノロジー株式です(→同指数の基準どおり、アルファベット(グーグル)のクラスA株式とクラスC株式を別カウント)。

この指数で、1998年から2007年の各年末時点の時価総額上位10銘柄を追うと、その10年後(2008年から2017年)も上位10銘柄に残ったのは平均すると3.7銘柄であり、指数をアウトパフォームしたのは平均すると2.1銘柄に限られます。この経験則に従えば、昨年末時点で投資資金の9.7%(=世界株式指数の9.7%)を投じている上位10銘柄のうち7.9銘柄は市場に負けることになります。

参考図表12: 世界株式指数の構成比率トップ11

2017年12月末時点

MSCIオール・カントリー・ワールド指数

1. アップル
2. マイクロソフト
3. アマゾン
4. フェイスブック
5. J.P.モルガン・チェース
6. ジョンソン・エンド・ジョンソン
7. エクソン・モービル
8. アルファベット(クラスC)
9. アルファベット(クラスA)
10. テンセント
11. バンク・オブ・アメリカ

出所: FactSet、MSCI、J.P.モルガン・アセット・マネジメント

6. テクノロジー・ブーム②

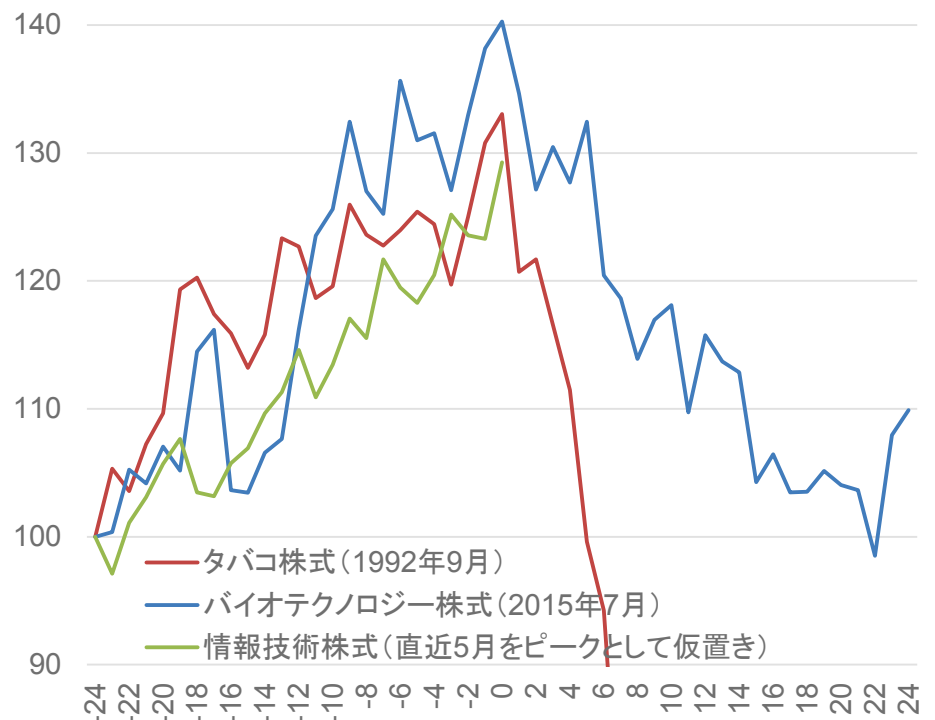
個別で考えると、デジタル広告やデータ販売に依存する一部のテクノロジー企業は、規制の壁にぶつかりつつあります。こうしたテクノロジー企業の社会的な存在が大きくなり過ぎている恐れがあります。先の時価総額比率でもその存在感がわかりますが、現状は「デジタル独占」とも呼ばれ、一部のテクノロジー企業は、スマートフォンの使用履歴のトラッキング（追跡）によって、趣味や嗜好の傾向のみならず、起床や就寝の時刻や場所、誰と誰と一緒に住んでいるかも把握しているとされます。

欧州連合（EU）は、5月25日から一般データ保護規則（GDPR）を施行し、企業による個人情報の取り扱いに規制をかけました。これは、他の地域の先駆けとなる可能性があるし、デジタル広告やデータ販売に依存するテクノロジー企業の業績拡大余地を制限する恐れもあります。

過去には、1992年12月に米環境保護局（EPA）がタバコの煙を発ガン性物質と認定し（→同年夏頃からその観測が高まり）、2015年7月にオバマ大統領がバイオテクノロジーの規見直しの覚書を出したことで、それぞれの株式セクターが市場全体をアンダーパフォームするきっかけと言われています。

参考図表13: 規制観測が出たときの株価動向

株価のピーク前後24ヶ月を計測、S&P 500指数との相対株価



出所: S&P Dow Jones Indices、Bloomberg、J.P.モルガン・アセット・マネジメント

6. テクノロジー・ブーム③

次に、インターネット小売業は、マクロ経済の壁にぶつかります。例えば、アマゾンの小売事業は、店舗型企業から売上高や利益を奪っているわけですが、やがては、あらゆる小売企業がeコマース(電子商取引)に参入するわけです。すると、商品やサービスを販売する上でインターネットを使うことは「当たり前」のこととなり(→もはやそうなりつつありますが)、「インターネットを用いる」という点での同社の優位性はなくなります。

また、たとえそのときアマゾンが、価格競争力によって他の小売企業を駆逐して独占的な状況になり(→もちろん反トラストの壁も立ちはだかるでしょう)、最近のように会員制サービスの会費を大幅に値上げしたり、あるいは個別の商品を値上げしたりしても、家計は消費金額を増やせるわけではありません。それは所得の伸びに制約されます。これがeコマースの巨人(や先に述べた「M&Aブーム」)の限界です。

また、スマートフォンは、一般家計の購買力低下という壁にぶつかりつつあります。その象徴が、米アップルのスマートフォン「iPhone(アイフォーン)X(テン)」の販売低迷でしょう。企業が新製品の価格を引き上げるとしても、一般家計は生産移転や自動化によって、これらの製品の生産ラインから外されています。やがて、売上高の鈍化がマージンの拡大を相殺することになります。

1914年に、ヘンリー・フォードは、自社の工場労働者の賃金を、それまでの時間当たり2.5ドルから、その2倍の5ドルに一気に引き上げました。この1つの理由は、単純労働に苦しむ従業員の「歩留まり」を引き上げるためですが(→効率的賃金仮説)、もう1つの理由は「自社の従業員が、自社で生産する自動車を買えなければ=その購買力がなければ、自社は発展しないだろう」という考えに基づくものだったと言われています。

「労働者を犠牲にすることで、企業そして資本家が利得を得る」という構図は持続可能とは言えないでしょう。

参考図表14: 米国の労働分配率(雇用者報酬 / 国内総所得)

1947年から2017年10-12月期まで



出所: 米経済分析局(BEA)、J.P.モルガン・アセット・マネジメント

7. ETFブーム

ETF(上場投資信託)、インデックス・ファンドなど、主要な株価・債券指数に連動するパッシブ運用がブームになっています。ここでは、この「パッシブ運用ブーム」を、その象徴的な金融商品の名を冠して「ETFブーム」と呼びます。

ETFや時価総額に連動する運用が直面する壁とは、己自身でしょう。

今は、ETFやインデックス・ファンドを用いるパッシブ運用の最大の弱点が露呈されているタイミングと考えられます。

ETFは、存在が大きくなりすぎること自身に対する規制の圧力を生み出しているテクノロジー企業と同様、自身をキャンペーンして自身が膨れ上がる過程で、時価総額比率が高まって限界が近づいてきたテクノロジー株式セクターをオーバーウェイトすることで、自身の存在を危険にさらしていると考えられます。

より具体的には、①指数に占めるテクノロジー株式のウェイトが高まっており(→例えば、S&P500指数の30.0%)、なおかつ、②先述の「10年の壁」を考えれば(→時価総額トップ10銘柄のうち、その後10年間で指数をアウトパフォームする銘柄は少数である)、この「ETFブーム」は、同商品への投資家を望ましい方向には必ずしも導いていない恐れがあります。

ETFや時価総額に連動する運用を行うことは、それまでに市場全体を上回って、膨れ上がってきたセクターや銘柄をさらに買い増すことになります。

同時に、テクノロジー株式への偏りを考えれば、「ETFは分散がなされている」という主張はもはや幻想に近いでしょう。

売りと買いのマーケットを作り、資本配分を効率にすべく努め、資本市場が存在するためのコストを負担しているのはアクティブ・ファンドであり、ETFは金融市場のフリーライダーに過ぎません。「ETFはコストが低い」という主張は、資本市場の維持費用を応分負担していない事実を自ら強調しているだけであり、そのことに気づかない投資家を自身へと誘導する結果、自身と資本市場を脅かしていると考えられます。

確かに、買い付け手数料や信託報酬は、長期の資産運用の少なからぬ足かせとなりますが、それは社会的に必要かつ、平等に負担されるべきコストであることを認知させる必要がありますし、まして「アクティブ対パッシブ」という観点から、手数料率の多寡が資産形成に及ぼす影響を示すことは、アンフェアかつ、ミスリーディングと、筆者は強く考えています。

7つのブームが終わるタイミングときっかけ

ブームの重要な経験則は、ひとことで言えば「もうはまだなり」です。筆者には、そのタイミングもきっかけも全くわかりませんが、ブームが7つもあるならば、「準備は万端」としか評価のしようがありません。金融引き締めさえ続けば、これらのブームは終わりを迎えるでしょう。

本稿では、テクノロジー株式とETFを取り上げましたが、この前者については、システム売買が行うモメンタム・トレードの逆回転も大きなリスクでしょう。上がっている銘柄を買い、下がっている銘柄を売るというモメンタム・トレードの存在感が高まっているとされます。一度、テクノロジー株式がアンダーパフォーマンスを始めれば、下げが下げを生むリスクが考えられます。

一方、ETFでは、債券指数に連動するETFが、金融市場全体に下げをもたらすリスクが考えられます。例えば、ハイ・イールド債券市場は、金融規制の影響によって投資銀行が在庫を抱えられないために、その流動性が以前よりもさらに低くなっていますが、不思議なことに、それらを束ねたETFは流動性が高いとされています。この「無から有を生み出す」論理は、高リスクのローンを束ねることで「トリプルA格」を生み出した証券化ブームを想起させます。

リスクはいたるところにあります。日本の個人投資家は十分な注意が必要でしょう。

Market Insightsプログラムは、グローバルな金融市場の幅広いデータや解説を、特定の金融商品に言及することなく提供するものです。お客さまの市場に対する理解と投資判断をサポートします。本プログラムは現在の市場データから投資のヒントや環境の変化を読み解きます。

本資料に記載の見通しは投資の助言や推奨を目的とするものではありません。また、J.P.モルガン・アセット・マネジメントあるいはそのグループ会社において記載の取引を約束するものでもありません。予測、数値、意見、投資手法や戦略は情報提供を目的として記載されたものであり、一定の前提や作成時点の市場環境を基準としており、予告なく変更されることがあります。記載の情報は作成時点で正確と判断されるものを使用していますが、その正確性を保証するものではありません。本資料では、お客さまの投資判断に十分な情報を提供しておらず、証券や金融商品への投資のメリットをお客さまが自身で評価するにあたって使用するものではありません。また、かかる法務、規制、税務、信用、会計に関しては、個別に評価し、投資にあたっては、投資の目的に適合するかどうかに関しては専門家の助言とともに判断してください。投資判断の際には必要な情報をすべて事前に入手してください。投資にはリスクが伴います。投資資産の価値および得られるインカム収入は市場環境や税制により上下するため、投資元本が確保されるものではありません。過去のパフォーマンスおよび利回りは将来の成果を示唆・保証するものではありません。

【ご留意事項】 お客さまの投資判断において重要な情報ですので必ずお読みください。

投資信託は一般的に、株式、債券等様々な有価証券へ投資します。有価証券は市場環境、有価証券の発行会社の業績、財務状況等により価格が変動するため、投資信託の基準価額も変動し、損失を被ることがあります。また、外貨建の資産に投資する場合には、為替の変動により損失を被ることがあります。そのため、投資信託は元本が保証されているものではありません。

◆ご注意していただきたい事項について

- 投資信託によっては、海外の証券取引所の休業日等に、購入、換金の申込の受付を行わない場合があります。
- 投資信託によっては、クローズド期間として、原則として換金が行えない期間が設けられていることや、1回の換金(解約)金額に制限が設けられている場合があります。
- 分配金の額は、投資信託の運用状況等により委託会社が決定するものであり、将来分配金の額が減額されることや、分配金が支払われないことがあります。

◆ファンドの諸費用について

投資信託では、一般的に以下のような手数料がかかります。手数料率はファンドによって異なり、下記以外の手数料がかかること、または、一部の手数料がかからない場合もあるため、詳細は各ファンドの販売会社へお問い合わせいただくか、各ファンドの投資信託説明書(交付目論見書)をご覧ください。

投資信託の購入時: 購入時手数料(上限3.78%(税抜3.5%))、信託財産留保額

投資信託の換金時: 換金(解約)手数料、信託財産留保額(上限0.5%)

投資信託の保有時: 運用管理費用(信託報酬)(上限年率2.052%(税抜1.9%))

*費用の料率につきましては、JPモルガン・アセット・マネジメント株式会社が設定・運用するすべての公募投資信託のうち、徴収するそれぞれの費用における最高の料率を記載しています。その他、有価証券の取引等にかかる費用、外貨建資産の保管費用、信託財産における租税等の実費(または一部みなし額)および監査費用のみなし額がかかります(投資先ファンドを含みます)。また、一定の条件のもと目論見書の印刷に要する費用の実費相当額またはみなし額がかかります。

J.P.モルガン・アセット・マネジメントは、JPモルガン・チェース・アンド・カンパニーおよび世界の関連会社の資産運用ビジネスのブランドです。本資料は、以下のグループ会社により発行されたものです

- ブラジル: バンコ・J.P.モルガンS.A. (ブラジル)
- 英国: JPモルガン・アセット・マネジメント(UK) リミテッド
- 英国以外のEU諸国: JPモルガン・アセット・マネジメント(ヨーロッパ) Sà r.l.
- スイス: J.P.モルガン(スイス) SA
- 香港: JFアセット・マネジメント・リミテッド、JPモルガン・ファンズ(アジア) リミテッド、JPモルガン・アセット・マネジメント・リアル・アセット(アジア) リミテッド
- インド: JPモルガン・アセット・マネジメント・インド・プライベート・リミテッド
- シンガポール: JPモルガン・アセット・マネジメント(シンガポール) リミテッド(Co. Reg. No. 197601586K)、JPモルガン・アセット・マネジメント・リアル・アセット(シンガポール) プライベート・リミテッド(Co. Reg. No. 201120355E)
- 台湾: JPモルガン・アセット・マネジメント(台湾) リミテッド、JPモルガン・ファンズ(台湾) リミテッド
- 日本: JPモルガン・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330号 加入協会: 日本証券業協会、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、一般社団法人第二種金融商品取引業協会)
- 韓国: JPモルガン・アセット・マネジメント(韓国) カンパニー・リミテッド
- オーストラリア: JPモルガン・アセット・マネジメント(オーストラリア) リミテッド(ABN 55143832080)(AFSL 376919)(Corporation Act 2001 (Cth) 第761A条および第761G条で定義される販売会社に配布が限定されます)
- カナダ(機関投資家限定): J.P.モルガン・アセット・マネジメント(カナダ) インク
- 米国: JPモルガン・ディストリビューション・サービスズ・インク(FINRA/SIPC会員)、J.P.モルガン・インベストメント・マネージメント・インク

本資料は、アジア太平洋地域において、香港、台湾、日本およびシンガポールで配布されます。アジア太平洋地域の他の国では、受取人の使用に限りです。

Copyright 2018 JPMorgan Chase & Co. All rights reserved

Material ID: 0903c02a8222ffcb