

米共和党へのレジーム・チェンジは投信にとってもゲーム・チェンジ!? ETF・パッシブ、Tシェア、ハイイールド債、バンクローン、 REIT、インフレ連動債、地方債、MLPは……

三菱UFJ国際投信株式会社 チーフファンドアナリスト 松尾 健治

- 2017年となった。米国では共和党が主導する政府と議会のスタートである。共和党へのレジーム・チェンジ/政権交代の年で、投信にとっても「ゲーム・チェンジ」となる可能性がある。
- 投信動向を見ると、労働省/DOLフィデューシャリー・ルール(以下DOLルール)の撤廃・縮小・延期の期待の高まりからミューチュアルファンドやアクティブファンドが純流入に転じる可能性が出ている。
- DOLルール向けにTシェア(クラス)というファンドが多数申請されている(まだ設定はされていない)が、全てのファンドで販売手数料2.5%(*大口割引あり)、12b-1手数料/代行手数料年0.25%となっており、投信会社からブローカー/販売会社へのリベートも禁止される。ブローカーは販売手数料よりフィーの方が長期では利益が上がることになるので、進んでDOLルールの方向に向かうという意見もある。
- 米投信を注目分類別で見る。ハイイールド債は特別顧問に就任する見込みのアイカーン氏が「バブル」と言ったが、流動性管理ルールでETFが除かれたこと、撤廃・縮小・延期の可能性が買い材料。
- バンクローンはリスク・リテンション・ルールの撤廃・縮小の可能性と米利上げ期待が買い材料。
- REITは債券利回り上昇が売り材料で総じて低調だが、一戸建て住宅REITはミレニアル世代の持ち家需要、産業施設REITはネット通販・Eコマースの当日配達の堅調な需要で好調。
- インフレ連動債はインフレ期待が買い材料だったが、FRBの積極的な利上げ姿勢は売り材料。
- 地方債は共和党が債券の最高税率を引き下げる案、金利・配当・売却益などの純投資収益にかかる付加税を廃止する案で社債などとの競争が激化する可能性が売り材料。ただ税制変更は市場に反映されているという意見もある。
- MLPはトランプ氏政権がシェール革命推進を公約していること、配当利回りが電力とREITを上回っていることが買い材料。ちなみに、2017年1月2日付バロンズ「利回りを見つける場所」として利回り志向の投資家にとって10ある選択肢は、(1) 欧州配当株、(2) 電力会社株、(3) 米国配当株、(4) 米国バンクローン、(5) 米国地方債、(6) REIT、(7) 米国優先株、(8) 米国内債もしくはインフレ指数連動国債/TIPS、(9) 米国・欧州通信株、(10) MLP。

米共和党へのレジーム・チェンジは 投信にとってもゲーム・チェンジ!?

2017年となった。米国では先の大統領選・議会選(2016年11月8日)で決まった新しい議員が1月3日に就任し、新しい大統領(トランプ氏)が1月20日に就任、共和党が主導する政府と議会のスタートである。16年ぶりの(民主党から)共和党へのレジーム・チェンジ/政権交代の年だ。

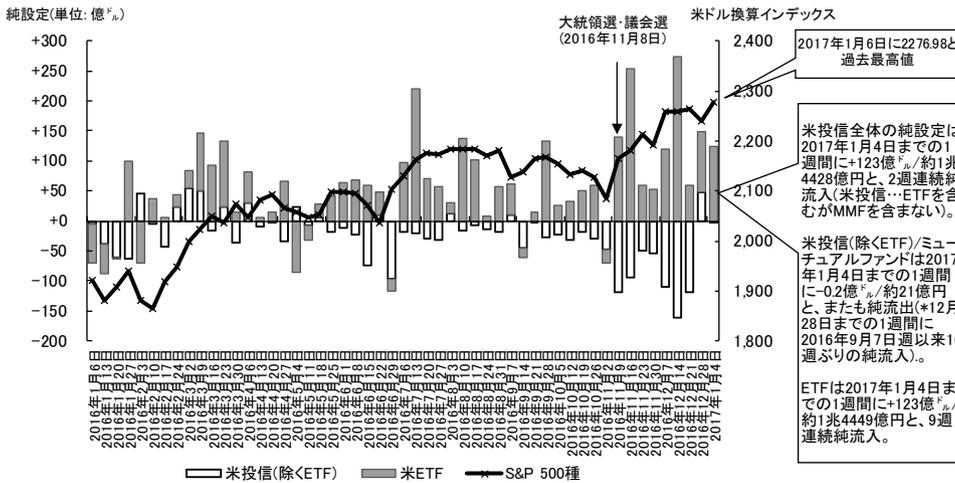
レジーム・チェンジは政治や市場において「ゲーム・チェンジャー(動向を大きく変える人物や出来事)」と言われるが、金融規制(投信関連規制を含む)も大きなチェンジが予想されており、自ずと、投信にとっても「ゲーム・チェンジ」となる可能性がある。このあたりの詳細については月刊「投資

信託事情」2017年1月号<Strategic Vistas>「2017年のトランプ大統領就任は金融規制(投信関連規制等)にとってゲーム・チェンジャー!〜ドッド=フランクリン法(中核のボルカー・ルール)、DOLフィデューシャリー・ルール、リスク・リテンション・ルール、ノンバンクG-SIFIs規制、流動性管理ルール、MMF規制改革、そして、国際金融規制全般〜」を参照のこと。

2016年11月8日の大統領選・議会選から2ヵ月以上が経過、2017年に入った今、大変多くの新しい情報も出ており、今回は、それらを加えながら最新の米投信動向を見ることとする(2017年1月11日現在入手できる情報による)。

図表① 米国の投信全体の純設定と米ドル換算インデックスの推移

(2016年1月6日～2017年1月4日、週次データ)
 *米投信(ETFを含むがMMFを含まない)・モーニングスターの「US Open-end & ETF ex MM ex FoF」。
 米ドル換算インデックス…S&P500



(出所: Morningstar Direct及びブルームバーグより三菱UFJ国際投信株式会社商品企画部が作成)

月4日までの1週間に+123億^{ドル} / 約1兆4449億円と、9週連続純流入となっている。

米国の投信全体を過去1年で見ると、投信(除くETF)つまりミューチュアルファンドが純流出傾向で、ETFが純流入傾向となっている。これはアクティブファンドとパッシブ(インデックス)ファンドに分けても似たような感じとなるが、2015年4月14日に米労働省/DOLから公表されたフィデューシャリー・ルール(以下DOLルール)以降、ミューチュアルファンドからETFへ、アクティ

ETF・パッシブ(インデックス)ファンドへのシフトに変化?

米投信全体の純設定は2017年1月4日までの1週間に+123億^{ドル} / 約1兆4428億円と、2週連続純流入(図表①参照、米投信…ETFを含むがMMFを含まない)。投信(除くETF)は2017年1月4日までの1週間に-0.2億^{ドル} / 約21億円と、またもや純流出となる中(*2016年12月28日週に2016年9月7日週以来16週ぶり純流入)、ETFは2017年1

ブファンドからパッシブ(インデックス)ファンドへのシフトが加速している。このあたりについては月刊「投資信託事情」2016年10月号<Strategic Vistas>「米国でフィデューシャリー・デューティー強化が加速、パッシブ・ミューチュアルファンドやETFに資金が向かっている! 低コストだけでなく議決権行使(プロキシ・アクセスなど)も考える必要がある」で述べた通りである。

<コラム: 米国でETF・パッシブ(インデックス)ファンドへのシフトが進んだ大きな原因がDOLルール>

ETF・パッシブ(インデックス)ファンドへのシフトにはドッド=フランク(ウォール街改革・消費者保護)法が関係する。民主党のオバマ大統領が2010年7月に署名して成立したドッド=フランク法にブローカー/販売会社による個人向け金融商品アドバイスにフィデューシャリー・デューティーを課す内容が含まれているからである。だが、ルールを策定するSEC/証券取引委員会が何もしてこなかったため、オバマ大統領が2015年2月に退職優遇税制口座に限定しERISA/米従業員退職所得保障法関連ルールということでDOLにルールの策定を指示、2015年4月14日にDOLルールを発表した。ここに「低フィー商品」の推奨が出ており、先のシフトが進んだのである。その後、2015年4月14日に大幅改定された最終版では「顧客の『最善の利益』を満たすことができる推奨であるなら、低フィー商品である必要は無い」とはなっているが、「SECはおそらくDOLルールを全ての投資口座に拡大するだろう。仮にそうならなくても、DOLルールはデファクトスタンダード/事実

上の標準になろう」(2016年7月9日付バロンズ)という思惑や「1回限りの販売手数料よりフィーの方が長期ではブローカーの利益が上がる」(2017年1月7日付バロンズ)ということで、シフトし続ける大きな要因となった。DOLルールは2017年4月10日に基本条項実施で、2018年1月1日までに完全実施(の見込み)である。

しかしこれが大統領選・議会選(2016年11月8日)でゲーム・チェンジとなり、DOLルールの撤廃・縮小・延期の可能性が一気に高まった。共和党が主導する政府と議会はドッド=フランク法と同様、DOLルールも批判、トランプ氏の顧問となる見込み(2017年1月11日WSJ)のスカラムッチ氏は「トランプが米大統領となったら、DOLルールを廃止することを約束する。同ルールで多くの資本が低コストのパッシブETFやインデックス・ファンドに向かい過ぎているためである」と語った(2016年10月18日付インベストメント・ニュース)。下院のヘンサーリング金融サービス委員会委員長(共和党)は2016年9月12日に既に金融チョイス

法案/FCAでドッド=フランク法の主要条項を撤廃(ボルカー・ルール)の廃止)と共にDOLルールの廃止(*SECによるルール策定の優先)を求めている。

「チョイス法案」(の2017年版)は2017年に共和党が過半数の下院で可決することが確実だ。だが、上院で民主党のフィリバスター/議事妨害に遭い可決できないことも確実である。だが、DOLルールは、ボルカー・ルールもそうだが、規制当局が策定したものだ。つまりDOL次第となる。DOLの長である労働長官はパズダー氏が就任する見込みだが、「DOLルールを採用しないと考える方が安心」(2016年12月8日付インベストメント・ニュース)とされている。また、パズダー氏の下メンバーもDOLルールに明らかに反対している(2016年12月14日付ブルームバーグ)。今後、DOLがルールの解釈を変え、実施を控えることは容易であり、「ほとんどの人がDOLルールの消滅、少なくとも延期を予想している」(2016年12月20日付インベストメント・ニュース)となるのである。

新年早々の2017年1月6日に下院共和党議員のウィルソン氏がDOLルール実施を2年延期する法案を紹介したが、これが上院でフィリバスターに遭ったとしても、共和党主導のDOLはルールを2019年まで延期、そこで廃止もしくは修正後実施にできる。

なお、労働長官やSEC委員長を含む閣僚や規制当局委員(及び連邦高裁判事)の就任に関する上院での人事承認は、オバマ大統領が2013年に上院規則変更を訴えた時から、仮にフィリバスターに遭っても過半数51人で可能となっていて、共和党は上院に51人いるので人事承認は容易である。

こうしてDOLルールの撤廃・縮小・延期の期待の高まりからミューチュアルファンドやアクティブファンドが純流入に転じる可能性が出ている。ただ「金融機関は既にそこに向けての努力をしてきており、DOLルールは業界のデファクトスタンダード/事実上の標準として生き残る可能性がある。また、民主党上院議員の上院リーダーのシューマー氏も『DOLルールは(共和党と民主党の)歩み寄りで生き残る可能性がある。私はコミッションの大きさに上限を付けるなどして、かなり切り詰めたルールを考えている』と言っている」(2016年11月23日付WSJ)とされているため、「DOLルール撤廃を期待しない方がいい。アドバイザーの会社にとって安全なのは、ゆっくり同ルールにビジネスを合わせることだ」(2016年11月27日付インベストメント・ニュース)と言われるので、長期のトレンドは変わらないかもしれない。しかしETF・パッシブ(インデックス)ファンドへのシフトに変化は起こる可能性がある。

<コラム: DOLルール向けTシェア(クラス)>

DOLルール向けにTシェア(クラス)というミューチュアルファンドが多数申請されている(まだ設定はされていない)。1回限りの販売手数料を徴収するAシェア(クラス)の仲間で、既存のTシェアが付いた名前のファンド242本は名前が変わる見込みである。

既存のAシェアの類はコミッション(販売手数料や12b-1手数料/代行手数料等)の平等さ/レベルでDOLルールに反するため。DOLルールではコミッションの平等さが求められ、このTシェアが必要となる。

Aシェアでは株式ファンドは短期債ファンドより高いコミッションであることが多い。新しいTシェアでは、全てのファンド分類において販売手数料や12b-1手数料/代行手数料が同じとなる。これは高いコミッションへの誘惑を無くするため。

またAシェアの類では投信会社によってコストが違う。同じファンド分類の中でも違う場合がある。これは投資家にわかりにくい。そこで投信業界はTシェアを設定し、販

売手数料2.5%で(*大口割引あり)12b-1手数料/代行手数料年0.25%に統一すると決めたのである。投信会社からブローカー/販売会社へのリポート/キックバックは禁止される。

Morningstar Directによると、2016年12月末現在、Aシェアは4127本(ミューチュアルファンドの15.2%)、純資産は209億ドル/2兆4339億円(占率14.9%)だが、その販売手数料の単純平均は4.93%で純資産加重平均は5.11%、12b-1手数料/代行手数料の単純平均は年0.25%で純資産加重平均は0.23%となっている。Aシェアの販売手数料は5.75%に集中しており1702本(Aシェアの41.2%)あり、純資産は119億ドル/1兆3891億円(Aシェアの57.1%)となっている。

「販売手数料が半分近くになるため、劇的な変化となる。販売手数料2.5%で12b-1手数料/代行手数料年0.25%ということは4年で3.5%のコストとなる。アドバイザーがノーロードで年1%のフィーとすれば4年で4%のコストがかかる。

これが10年ならTシェア(クラス)は5%のコスト、アドバイザーへは10%のコストだ」(2017年1月6日付モーニングスター「レクンターラー・レポート/Rekenthaler Report」)と言われている。

ただ、「問題は短期債券ファンドにも販売手数料2.5%を徴収することだ」である(2017年1月6日付インベストメント・ニュース)。さらに、販売手数料が半分近くになるため、株式ファンドなどは小口投資家がサービスを失う可能性がある。

加えて、前述通り、トランプ次期政権関連の人々から「DOLルールを取り除く必要がある」という声がある。こ

の件について「DOLルールを潰しても、既にブローカー/販売会社や金融サービス会社が準備を整えてきているし、1回限りの販売手数料よりフィーの方が長期では利益が上がる」(2017年1月7日付バロンズ)ということでDOLルールに反対してきたブローカー/販売会社が進んでDOLルールの方向に向かうという意見もある。

なお、上記に出てくる「レクンターラー・レポート」はMorningstarで唯一著者の名前を冠したレポートで、とても有用なレポートなので参照のこと(<http://beta.morningstar.com/articles/archive/208/articles-by-john-rekenthaler.html>)。

<コラム: DOLルール向けTシェア(クラス)>

ここでの米投信と同様に、日本の投信全体を過去1年で見たと、公募投信(含むETF)は2017年1月6日週に+3227億円と、2週連続純流入で、2016年11月11日週以来の大きな純流入である(図表②参照)。公募投信(除くETF)は2017年1月6日週に+147億円と、僅かな純流入で、2016年12月23日週まで6週連続純流出だった。一方、日本のETFは2017年1月6日までの1週間に+3081億円と、3週連続純流入となっている。

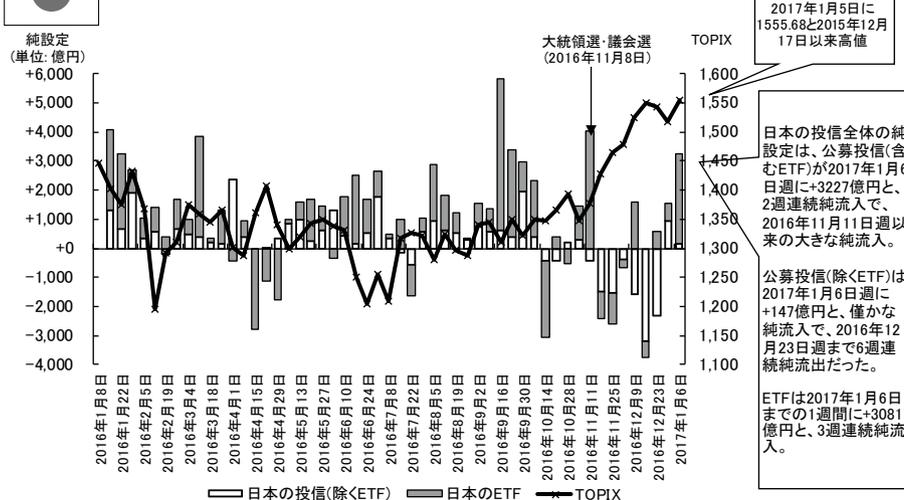
日本で米国と同様、フィデューシャリー・デューティー強化の流れが出ているようにも見える。だが、日本の投信(除くETF)は年末にかけての日本株高や円安により日本株を中心に「日本の投資家は逆張り志向が強く、上昇相場

時には利益確定の売りを優先する傾向がある」(2017年1月7日付日本経済新聞夕刊)の可能性が高い。ETFの純設定は大統領選・議会選(2016年11月8日)週のように突出する場合があるが、これは日銀の買入が大きい。日銀の買入注文を受けた指定参加者(証券会社)は業者間取引で株式バスケットを調達し現物拠出による設定をするためである。日本のETFは設定までの日数がT(約定)+6以上もあるため、買入日より遅れ気味の設定となっている。ETFの買入主体は日米でかなり違うものの、ETFの純流入が公募投信(除く)の純流出を埋めている構図は米国と似る。

図表② 日本の投信全体の純設定(推計)とTOPIXの推移

(2016年1月8日～2017年1月6日、週次データ)

*投信全体…単位型及び追加型投信(ETFを含むが、MMF等日々決算型を除く)



(出所: Morningstar Direct及びブルームバーグより三菱UFJ国際投信株式会社商品企画部が作成)

ハイイールド債、バンクローン、REIT、インフレ連動債、地方債、MLPは…

前述した通り、米投信全体の純設定は2017年1月4日までの1週間に+123億ドル/約1兆4428億円だった。この純流入を分類別にみると(全117分類)、1～3位は、米国大型ブレンド株(S&P500連動など)、米国小型ブレンド株、米国ハイイールド債となっていた(図表③参照)。

1位の米国大型ブレンド株(S&P500連動など)や2位の

米国小型ブレンド株、117位(最大の純流出)の米国大型グロース株など米国の国内株だが、ETFの指定参加者(証券会社)による裁定取引でETFが大きな純流出入を繰り返す場合が多い。2016年12月28日週の1位(最大の純流入)は2017年1月4日週の117位(最大の純流出)である米国大型グロース株だ。その意味で、米国国内株の純流出を投信(含むETF)で見る時はあまり重視しない方がよい。

投信(除くETF)で見れば良いが、前述通り、投信(除

くETF)からETFへのシフトが見られる今の局面ではやはり重視できない。ちなみに、投信(除くETF)の純設定は2017年1月4日までの1週間に-0.2億ドル/約21億円の純流出で、これを分類別にすると、1~3位は、米国小型バリュー株、米国ハイイールド債、米国バンクローンとなっている。

そこで今回はハイイールド債、バンクローン、REIT、インフレ連動債、地方債、MLPについて注目、その動向を見ることとする(*これらに注目する理由は後述)。

図表③



米投信の分類別週間純流出入(純流入の大きい順)

2017年1月6日発表

*ETFを含むがMMFを含まない。週次推計の為、月次のものとは異なる。★は注目の分類。

順位	分類名 (Morningstar Categories)	純流入 2017年 1月4日週 (百万ドル)	純流入 2017年 12月28日 週 (百万ドル)	純流入 4週計 (百万ドル)	純資産 2017年 1月4日現在 (百万ドル)	備考 (和訳は三菱UFJ国際投信商品企画部)
1	Large Blend	+4,663	+2,617	+15,987	1,264,343	米国大型ブレンド株(S&P500連動など)
2	Small Blend	1326.2	624.585	4164.533	239329.6	米国小型ブレンド株
3	High Yield Bond	1283.55	810.655	5448.663	214182.44	★米国ハイイールド債
4	Mid-Cap Blend	1131.06	-26.421	2874.452	232427.21	米国中型ブレンド株
5	Bank Loan	1005.66	899.762	4803.495	79125.357	★米国バンクローン
6	Small Value	877.019	18.5764	1824.951	128816.71	米国小型バリュー株
7	Ultrashort Bond	+810	+337	+2,494	71,187	米国超短期債
8	Financial	+732	+702	+1,984	52,114	金融株
9	Foreign Large Blend	+664	+1,558	+4,800	444,736	外国大型ブレンド株
10	Intermediate-Term Bond	614.757	-392.29	-1348.35	675733.29	米国中長期債(4-6年)
11	Real Estate	486.282	422.948	440.9257	88693.081	★米国REIT
12	World Bond	409.247	-33.594	421.3787	81495.058	世界債券
13	Equity Precious Metals	+368	+38	+326	21,306	貴金属株
14	Short-Term Bond	+353	+173	-888	206,498	米国短期債
15	Diversified Emerging Mkts	+342	-206	+816	310,689	グローバル・エマージング株
23	Inflation-Protected Bond	165.798	294.366	1040.369	60948.068	★米国インフレ連動債
27	Muni National Interm	+112	-358	-1,452	98,632	★米国全米地方債
28	Energy Limited Partnership	+100	+121	+667	46,934	★エネルギー株(MLP)
96	Muni National Long	-65.602	-141.35	-781.121	42767.089	★米国長期全米地方債
103	Mid-Cap Growth	-123	-658	-330	165,685	米国中型グロース株
104	Miscellaneous Region	-126	+81	+615	29,378	その他単一国株(カナダやドイツ等)
105	Volatility	-128	-162	-57	3,060	VIX指数連動(インバース含む)
106	China Region	-131	-364	-869	12,941	中国株
107	Trading--Inverse Commodities	-143	+32	-174	696	トレーディングインバース商品
108	Large Value	-174	+594	+4,666	749,717	米国大型バリュー株
109	MultiAlternative	-183	-32	-624	47,970	マルチオルタナティブ
110	World Allocation	-191	-174	-1,445	254,926	グローバル・アセットアロケーション
111	World Stock	-212	+2,808	-1,347	294,482	世界株
112	Managed Futures	-261	-380	-1,547	29,436	マネージド・フューチャーズ
113	Long Government	-271	-274	-698	15,515	米国長期国債(6年超)
114	Natural Resources	-293	-76	+34	27,484	天然資源関連株
115	Small Growth	-351	-216	-390	118,976	米国小型グロース株
116	Commodities Precious Metals	-368	-23	-2,110	46,229	商品・貴金属
117	Large Growth	-1,939	+8,365	+1,417	740,614	米国大型グロース株
	全117分類の合計	+12,329	+14,851	+32,441	9,067,015	

(出所: Morningstar Directより三菱UFJ国際投信株式会社商品企画部が作成)

ハイイールド債

米国ハイイールド債ファンド(含むETF)の純設定は2017年1月4日までの1週間で+13億ドル/約1501億円と、2週連続純流入(図表④参照)。米国ハイイールド債ファンド(除くETF)は+6億ドル/約722億円と、3週ぶり純流入。米国ハイイールド債ETFは+7億ドル/約779億円と、2016年11月27日週以来5週連続純流入。

2016年12月21日にトランプ氏から「規制改革に関する大統領特別顧問」への起用が発表されたカール・アイカーン氏は2015年7月17日にブラックロックのラリー・フィンクCEOも登壇したコンファレンスで「ハイイールド債ETFはバブルとなっている」と言っていた。これはハイイールド債の売り材料である。

ただし、ハイイールド債ファンドを主に対象とした流動性管理ルール最終案(2016年10月13日発表)で現物交換できるETF(*多くのETFが該当)が除かれたことはハイイールド債の買い材料である。さらに同ルールが純資産10億ドル以上の会社で2018年12月1日施行、純資産10億ドル未満の会社で2019年6月1日施行なので、それまでに共和党が主導する政府と議会により撤廃・縮小・延期の可能性も高まっている。これもハイイールド債の買い材料である(流動性管理ルールの詳細については月刊「投資信託事情」2017年1月号<Strategic Vistas>を参照)。

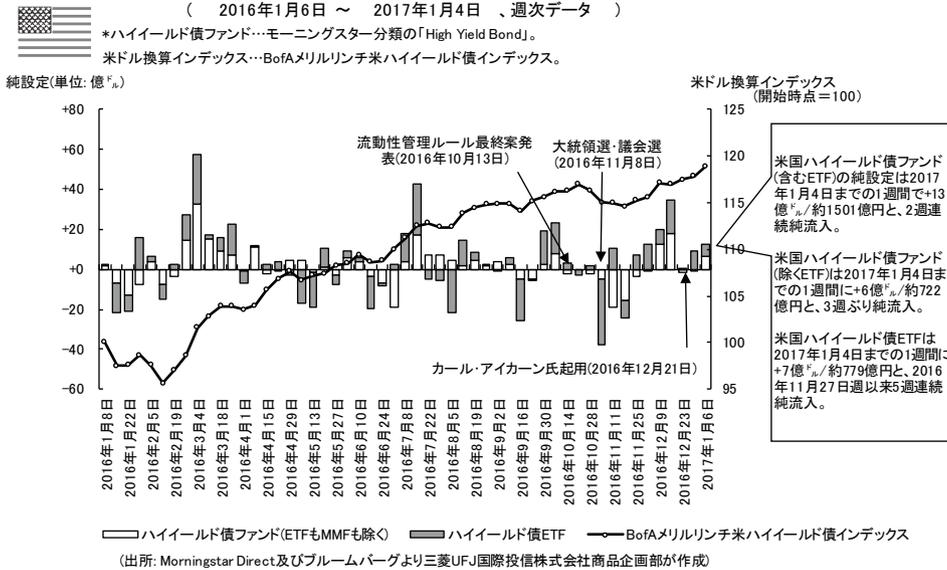
バンクローン

米国バンクローン・ファンド(含むETF)の純設定は2017年1月4日までの1週間で+10億ドル/約1177億円と、大統領選(2016年11月8日)後の2016年11月16日週以来8週連続純流入(図表⑤参照)。2016年12月7日週に付けた+16億ドル/約1844億円は2013年8月7日週に付けた+19億ドル(*2009年6月からの統計で過去最大)以来の大きな純流入だった。米国バンクローン・ファンド(除くETF)も米国バンクローンETFも8週連続純流入である。

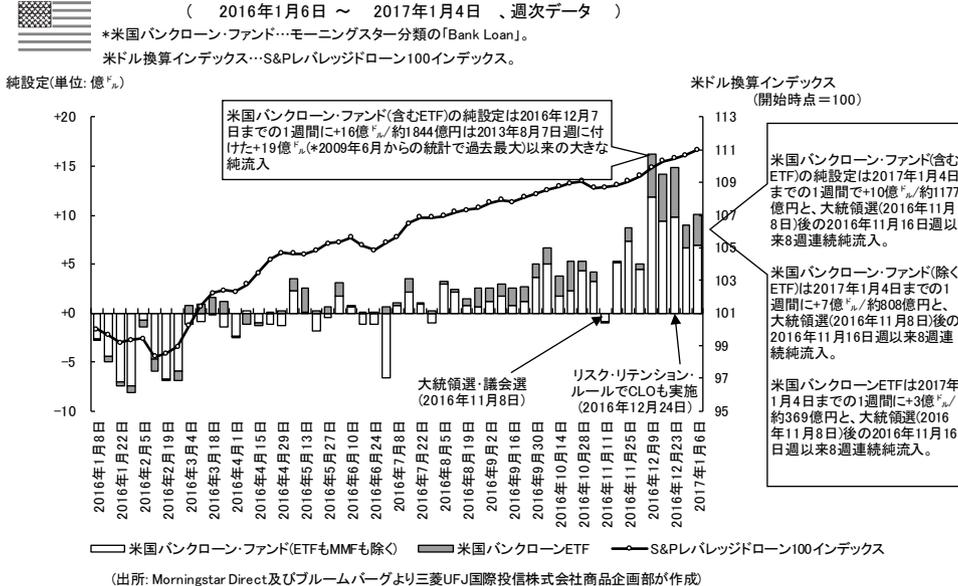
2016年12月24日からローン担保証券/CLOなど証券化商品全般に実施されたドッド=フランク法における(ドッド=フランク)リスク・リテンション・ルール/(ドッド=フランク法における)信用リスクの保持規制が、バンクローンの大きな売り材料(*バンクローン…レバレッジドローンとも言い、主に信用格付が比較的低い企業が銀行などから借り入れる優先担保付きの変動金利ローンの事)。証券化実施者が(移転または売却した)資産の信用リスクの5%以上を継続的に保有することが義務付けられるもので、この実施を前にCLO市場は大幅縮小していた。このCLOが最大の投資家であるバンクローン市場も縮小傾向となり、バンクローンに投資する投信も縮小傾向となってきたのである。

それがトランプ氏勝利によるドッド=フランク法撤廃期待でリスク・リテンション・ルールも撤廃・縮小の可能性が高まり、バンクローンファンドへの資金流入を誘っている。その他、変動金利ローンであることから米利上げ期待からのニーズも高い(リスク・リテンション・ルールの詳細については月刊「投資信託事情」2017年1月号<Strategic Vistas>を参照のこと)。

図表④ 米国のハイイールド債ファンドの純設定と米ドル換算インデックスの推移



図表⑤ 米国の米国バンクローン・ファンドの純設定と米ドル換算インデックスの推移



REIT

米REITファンド(含むETF)の純設定は2017年1月4日までの1週間で+5億ドル/約585億円と、3週連続純流入(図表⑥参照)。米REITファンド(除くETF)は-0.4億ドル/約51億円と、3週ぶり純流出。米REIT・ETFは+5億ドル/約620億円と、3週連続純流入。

REITは、バンクローンファンドとは対照的に、米利上げ期待による債券利回り上昇及び大統領選・議会選(2016年11月8日)後のさらなる債券利回り上昇が売り材料となった。REITは有利子負債に頼って収益の90%超を分配する構造であるためである。

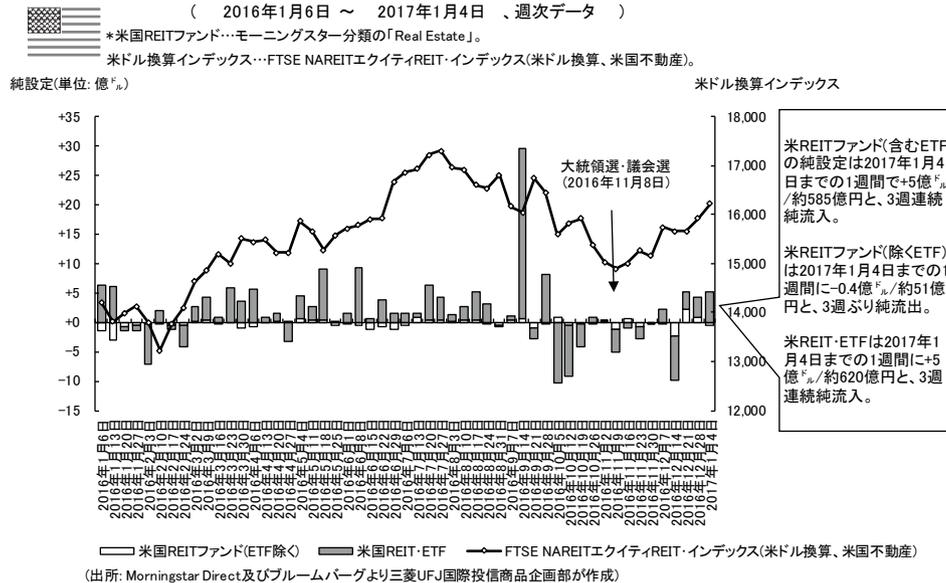
ただ、「一戸建て住宅はミレニアル世代の持ち家需要で好調だった。産業施設REITはネット通販・Eコマースの当日配達の堅調な需要で好調だった。総じて、不動産

のファンダメンタルは強い」(2016年12月27日付インベストメント・ニュース)と言う。「モールREITは電子商取引によってモールが終焉を迎える可能性を投資家が織り込み始めて、最近の株価は低調だ。一方で、モールREITは優良不動産を保有しており、電子商取引からの脅威から逃れているという強気の理由もある」(2017年1月2日付バロンズ～詳細は後述MLP欄参照)とも言われている。

「FTSE NAREIT オール・エクイティREITs TR指数」は夏から低調で、大統領選・議会選(2016年11月8日)後はさらに低調となっているが、「同・一戸建て住宅エクイティREITs TR指数」も「同・産業施設エクイティREITs TR指数」もそれほど低調ではない。

ベビーブーマー世代の子どもたちであるミレニアル世代は現在、15歳～36歳で、年長者では30歳代後半に入り一戸建て住宅を買う人が増えている(図表⑦参照)。

図表⑥ 米国のREITファンドの純設定と米ドル換算インデックスの推移
(2016年1月6日～2017年1月4日、週次データ)



また、ミレニアル世代はインターネットに囲まれて育ってきたため、ネット通販・Eコマースをベビーブーマー世代よりもはるかに使っている。産業施設REITの好調がネット通販・Eコマースの当日配達の堅調な需要より来ているのにもミレニアル世代が関係していそうだ。

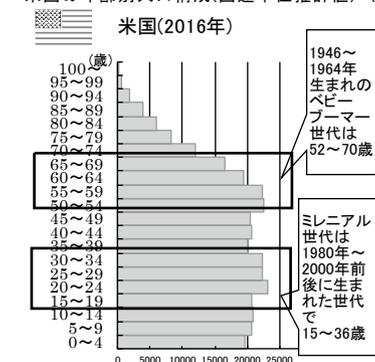
インフレ連動債

米国インフレ連動債ファンド(含むETF)の純設定は2017年1月4日までの1週間で+2億ドル/約194億円と、大統領選(2016年11月8日)を含む2016年11月9日週以来9週連続純流入(図表⑧参照)。

米国インフレ連動債ファンド(除くETF)は+0.7億ドル/約79億円と、大統領選(2016年11月8日)後の2016年11月9日週以来9週連続純流入。米国インフレ連動債ファンド・ETFは+1億ドル/約115億円と、4週連続純流入。

大統領選(2016年11月8日)後は「トランプ氏が公約通り大規模な減税やインフラ投資を進めれば、世界的にインフレが上昇すると思惑」(2016年11月10日付ロイター)などから、インフレ連動債ファンドには2016年11月9日週に+11億ドル/約1154億円の純流入と、2015年4月22日週以来の大きな純流入があった。だが、FRB/米連邦準備制

図表⑦ 米国の年齢別人口構成(国連中位推計値)(単位:千人)



度理事会がインフレ圧力の増す場合は積極的に利上げをする可能性を示したことから「ブルームバーグ・バークレイズ・米インフレ連動債インデックス」の低調に示される通り、インフレ連動債ファンドの純流入も縮小していった。

今後については「インフレ指数連動国債/TIPSは比較的好調で、トランプ次期大統領の財政・経済政策がインフレ的となれば、米国公債は悪影響を受ける。TIPSはインフレ率上昇に対するヘッジを提供するが、債券の弱気市場では価格は低下しよう」(2017年1月2日付バロンズ～詳細は後述MLP欄参照)と言われている。

地方債

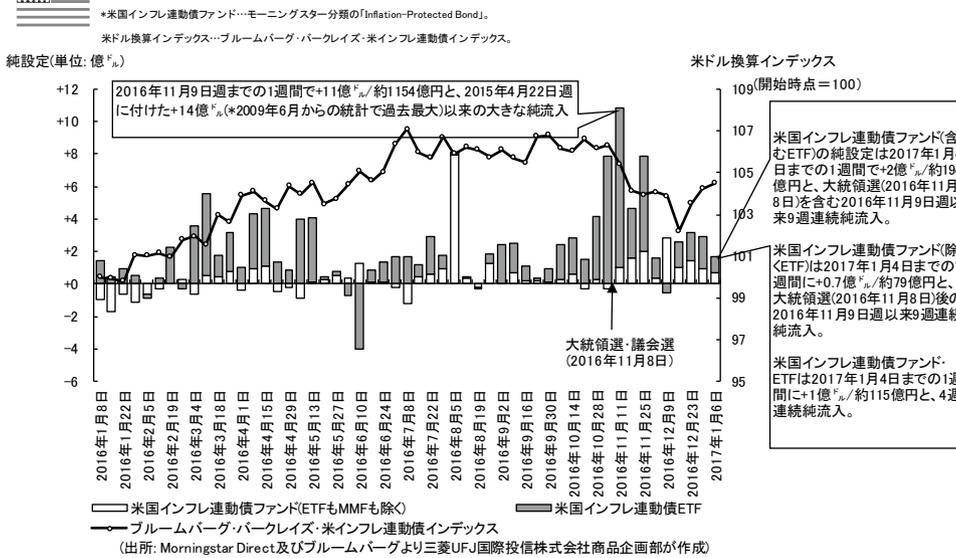
米地方債ファンド(含むETF)の純設定は2017年1月4日までの1週間で-0.8億ドル/約97億円と、大統領選(2016年11月8日)を含む2016年11月9日週以来9週連続純流出(図表⑨参照)。米地方債ファンド(除くETF)は-7億ドル/約851億円と、大統領選(2016年11月8日)を含む2016年11月9日週以来9週連続純流出。米地方債ETFは+6億ドル/約754億円と、4週連続純流入。

下院共和党は債券の最高税率を引き下げる案、金利・配当・売却益などの純投資収益にかかる3.8%の付加税*

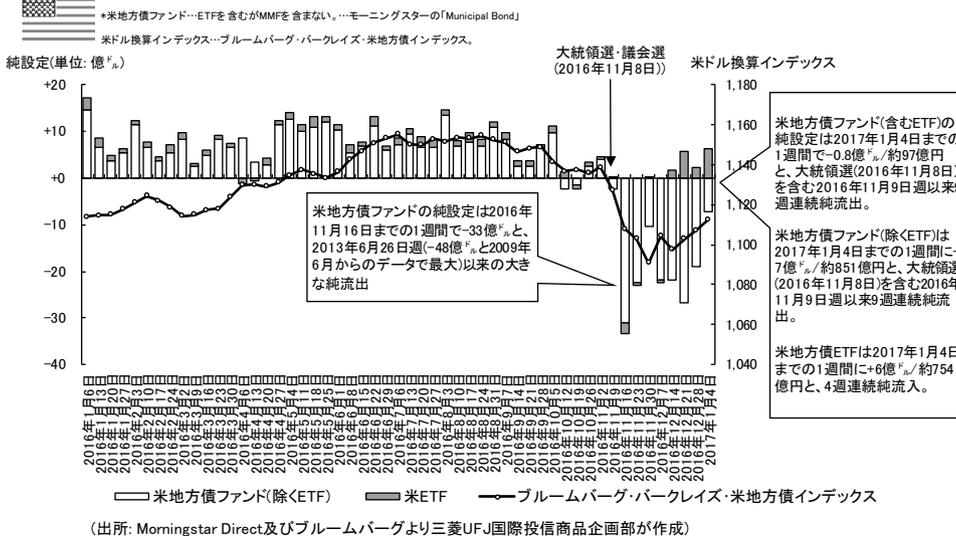
所得が夫婦世帯で25万ドル以上、単身者で20万ドル以上の場合)を廃止する案を検討している。米地方債は1986年の税制改革で金利の最高税率を50%から28%に引き下げられて以降、大掛かりな改革に直面したことが無いという。「米地方債の投資家は過去30年ほどの間、税優遇措置を享受してきた。だがこうした利点が劇的に縮小する可能性が浮上してきた」(2016年12月16日付WSJ)と言われている。「利回り求める日本の投資家、米地方債に注目-低リスクでリターン上々。3.8兆ドル/約400兆円規模の米地方債市場は、税制上の優遇措置を理由に低金利を甘んじて受け入れる米国人が主な投資家だった。だが、税制上の優遇措置を全く受けることができない米国外の投資家からの資金流入が過去1年でますます増えてきた」(2016年10月6日付ブルームバーグ)という日本にも関わる話である。

ただ、「課税対象の債務の利息に対する税率が引き下げられれば、地方債と社債、米国公債、住宅ローン証券などの競争が激化する可能性がある。しかし、高格付けの地方債の利回りが米国公債とほぼ同水準になってい

図表⑧ 米国の 米インフレ連動債ファンドの純設定と米ドル換算インデックスの推移 (2016年1月6日～2017年1月4日、週次データ)



図表⑨ 米国の 米地方債ファンドの純設定と米ドル換算インデックスの推移 (2016年1月6日～2017年1月4日、週次データ)



るため、税制変更は市場に反映されているように見える」(2017年1月2日付バロンズ～詳細は後述 MLP 欄参照)とも言われている。

MLP

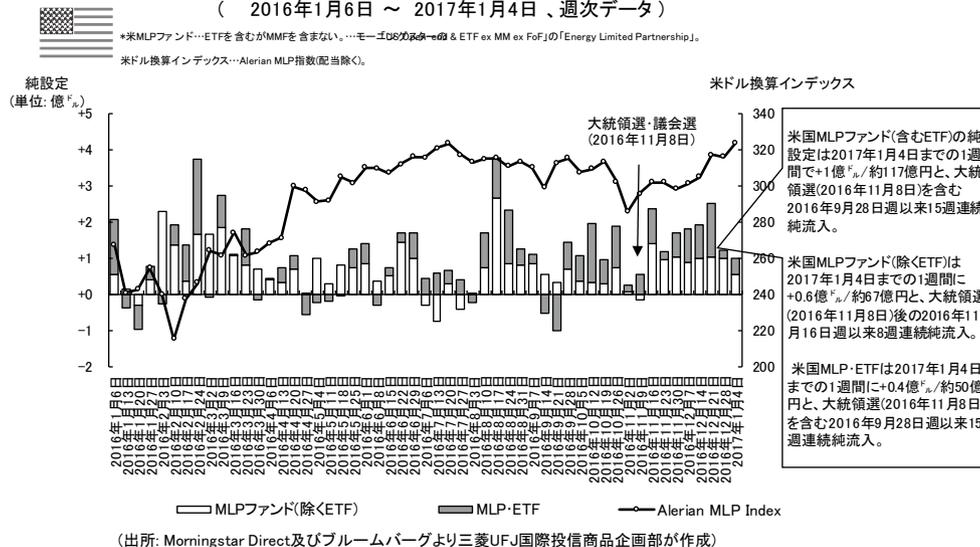
米国 MLP ファンド(含む ETF)の純設定は2017年1月4日までの1週間で+1億ドル/約117億円と、大統領選(2016年11月8日)を含む2016年9月28日週以来15週連続純流入(図表⑩参照)。米国 MLP ファンド(除く ETF)は+0.6億ドル/約67億円と、大統領選(2016年11月8日)後の2016年11月16日週以来8週連続純流入。米国 MLP・ETFは+0.4億ドル/約50億円と、大統領選(2016年11月8日)を含む2016年9月28日週以来15週連続純流入。

MLPは Master Limited Partnerships/マスター・リミテッド・パートナーシップのことで、“総収益の90%以上をエネルギーや天然資源に関連する事業、金利、配当、不動産賃貸料などから受動的に得ているパートナーシップは法人課税を免除される”というもの(さらなる詳細は月刊「投資信託事情」2014年11月号<Strategic Vistas>「日米最新投信資金フローから見える「エネルギー版 REIT」MLPの大きな伸びと拡大余地」を参照のこと)。

トランプ氏政権移行チームの政権移行ウェブサイトにある「エネルギーの自立/Energy Independence」のため、シェール革命推進を公約していることがMLPの買い材料。

「MLPの配当利回りは、『アリアン MLP ETF(*MLPの代表的インデックスであるアリアン MLP インデックスに連動するETF)』で7%超になっているなど、電力とREITを上回っている」(2017年1月2日付バロンズ)と言われている。2017年1月2日付バロンズには「利回りを見つける場所/Where to Find Yield」という見出しで「2016年下半期の債券・株式金利敏感セクターの価格下落を受け、利回り志向の投資家にとっては2017年に向けて豊富な選択肢がある。債券・株式で配当利回りが3%から7%に達するものがあり、投資機会は2016年の年初と同等あるいはそれ以上となっている。大半が、トランプ氏の勝利以降の債券利回り上昇のお陰だ。以下に10セクターを挙げる(バロンズ選好順)。それは、(1)欧州配当株、(2)電力会社株、(3)米国配当株、(4)米国バンクローン、(5)米国地方債、(6)REIT、(7)米国優先株、(8)米国国債もしくはインフレ指数連動国債/TIPS、(9)米国・欧州通信株、(10)MLPである」と述べられている。

図表⑩ 米国の 米国MLPファンドの純設定と米ドル換算インデックスの推移
(2016年1月6日～2017年1月4日、週次データ)



略歴: 1959年生まれ。静岡大学人文学部経済学科卒。日興アセットマネジメントのファンドマネージャー、リッパ・ジャパン(ロイター・ジャパン)のアナリスト、ドイチェ・アセット・マネジメントのストラテジスト、国際投信投資顧問の投信調査室長などを経て2015年7月より現職。1987年より公益社団法人日本証券アナリスト協会検定会員。

著書: 日本実業出版社「本当に知りたい投資信託 儲け・手数料・評価のしくみ」(2007年)、青春出版社「図解『為替』のカラクリ」(2003年)、同「図解『為替』のカラクリ 賢く増やす!外貨投資入門編」(2006年)、など。