

# 角川総一の 金融 逆さメガネ

**前**号では、投資信託の新規設定がピークを形成する時期が、往々にして株式市況のピークに重なることが多いことを述べた。

そしてその理由として、「大量の株式投信が設定される時期には、それによる需給の改善を見越した直接株式投資が増える」「つまり需要が前倒しになる」「いざ投資信託が株を買い始めたときに、すでに買っていた投資家は売りで応じる」「したがって、大量の株式投信設定時には、株価の高値圏が形成されることが多い」と説明した。

## 第18回

# 株式投信設定額のピークが 株式市況のピークと重なる理由

(その2)  
前回に続き「大規模ファンド設定時が相場の天井」となる理由を検証する。そこからは、投信という商品が、株式・債券市場に対して置かれた位置付けが見える。

高値つかみを余儀なくされる  
新設ファンドの受益者

このグラフを見る限り、過去10年余りの間に、月中の設定額が1兆1000億円程度を超え、しかもその前後の月からみてピークを形成しているポイント(月)が10回ある。

そしてこの10回のうちほとんど8回以上の局面で、その月から数カ月以内に相場はピークを形成していることが読み取れるのだ。そのタイムラグは長いときで5カ月後、早ければ当月に相場のピークを形作っていることがお分かりいただけると思う。

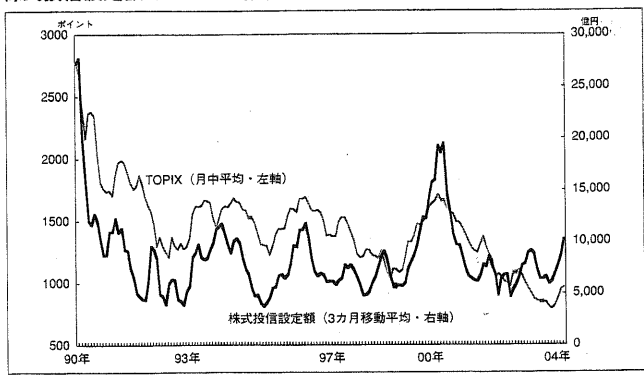
さらに詳細にみれば、93年4月の1兆円を超える設定を記録してから4カ月後の8月に、TOPIXは1667ポイントのピークを成しているし、2000年2〜4月の大量設定に対して、同年6月のTOPIXは1712ポイントというピークを形成しているのである。

託を通じて株式市場に投入された資金が株式市場に買い出動するに際しては、高値つかみを余儀なくさせられているとしか言いようがない。少なくとも結果から言うなら、平均的水準よりも高値で玉を仕込んでいくと判断せざるを得ない。

### ゲームの行方は 最初から分かっている

もう少し詳細に言ってみよう。例えば当初設定額が3000億円のファンドがあったとしよう。そしてこのファンドの運用方針が「TOPIXプラスアルファの運用成績を目指す」ものであったとする。こうしたアクティブ運用を目指すファンドについては、「全体の資産の80%程度を、TOPIX算出の基礎になる各銘柄ごとの加重(ウェイト付け)に基づいて組み入れる。そして残り20%を銘柄選択を行う」のが常識だ。とするなら、例えば「2400億円の資金がTOPIXを買うのだから、全体の時価総額の5%を占めるトヨタ自動車には120億

株式投信設定額とTOPIXの推移を振り返る



円の買いが入り、3%のNTTドコモには72億円の買いが入る」と容易に読めるのだ。

あるにもかかわらず、インサイダー規制には一切からならない。何しろ「3000億円近くの大型ファンドが登場する」という情報自体は公開されているのだから。何のことはない。新規ファンドの購入資金を払い込んだ受益者は、株式市場への直接参加者の餌食になっているとは言えないか。

言わば裸の王様のようなもの。あるいは、後ろに立つ観客を装ったスパイによって完全に手の内を読まれているポーカーの競技者のようなもの。最初からゲームの行方は決まっているのだ。

### 株式市場や債券市場の 下僕に甘んじてきた投信

この手のことは、どうやらほとんどの新規設定ファンドについてまわる宿命だとは言えないだろうか。以上のようなメカニズムが働くのは、何も「大

量設定」が行われる場合に限った話ではない。規模自体は小さくとも、運用方針が相当程度絞り込まれているファンドについては、これと同じようなメカニズムが働く

と見なしたほうがいいのではないかと。以下は推測だ。

例えば「バリュー株ファンド」「低位株ファンド」とか「地域限定ファンド」って奴はどうか。「低位株ファンド」では、目論見書にその運用方針が相当程度明確に示されている。簡単に言うと「PER, PBR, ROE, PCFRなどの尺度から見て割安だと判断される銘柄で、株価が低位に据え置かれていた銘柄に集中投資」と言った運用方針だ。これが信託約款に明言されていたとする。

この場合、個別銘柄についての以上のような投資尺度を簡単に入手できる人にとってみれば「どのような銘柄がこのファンドの買いの対象になるかが分かる」のは当然だろう。であれば、その需要を先食いしておけばいいのだ。「目論見書の運用方針どおりの運

用を行わなければならない以上、ここで宣言されている運用方針に則って銘柄が選択され、買い付けられることは間違いない」のだから。

こうした事情は「地域限定ファンド」も同じことだ。その地域に本社を持つか、工場などを有し、したがってその地域の雇用などに寄与している企業に重点投資、というのが基本コンセプトだ(ひとつの流行ったこの手のファンドは「ご当地ファンド」とも呼ばれた)。であれば、そのファンドの規模が小さくても、投資対象銘柄の絞込みはいとも容易に行える。

投資信託に関する私の持論の一つが、「歴史的に見ても投資信託は多くの場合、株式、債券市場というマーケットの興隆に資するたまただ」だ。

以上の事実(ならびに推論)はそれを何よりも雄弁に物語っている、と私は思う。