



## 米国中小型株は貿易戦争への耐性があるが、選別的な対応も必要



2018年8月14日

**ブルース・アルノウ(写真)**アライアンス・バーンスタイン・エル・ピー  
中小型グロス株式運用 最高投資責任者**ジェームズ・マクレガー(写真)**アライアンス・バーンスタイン・エル・ピー  
米国中小型バリュー株式運用 最高投資責任者**サマンサ・ラウ**アライアンス・バーンスタイン・エル・ピー  
中小型グロス株式運用 共同最高投資責任者**シュリ・シンヴィ**アライアンス・バーンスタイン・エル・ピー  
米国中小型バリュー株式運用 ポートフォリオ・マネジャー

世界的な貿易摩擦の激化に伴い、米国株式市場では、大企業と比べ海外売上への依存度が低い中小企業に投資家の関心が集まっている。しかし、業種によっては関税が予想外の形で中小企業にも影響し得ることに注意が必要だ。

各国による関税引上げの応酬が激化した場合、中小型

(SMID)株は投資先として相対的に有利だと考えられている。投資家がそうした考え方に沿って行動した結果、米国中小型株で構成されるラッセル2500指数は2018年6月30日現在、年初来で5.5%上昇している。それに対し、S&P 500指数は同期間で2.7%の上昇にとどまっている(次ページの図表1)。

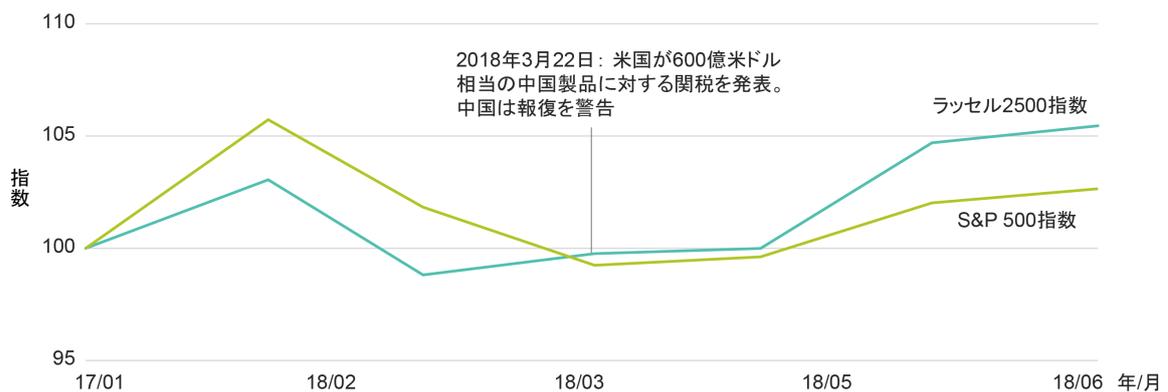
当資料は、アライアンス・バーンスタイン・エル・ピーのCONTEXTブログを日本語訳したものです。オリジナルの英語版はこちら。

<https://blog.alliancebernstein.com/library/think-small-in-a-trade-war-yes-but-think-carefully-too>

本文中の見解はリサーチ、投資助言、売買推奨ではなく、必ずしもアライアンス・バーンスタイン(以下、「AB」)ポートフォリオ運用チームの見解とは限りません。本文中で言及した資産クラスの過去のパフォーマンスは将来の運用成果等を示唆・保証するものではありません。

当資料は、2018年7月18日現在の情報を基にアライアンス・バーンスタイン・エル・ピーが作成したものをアライアンス・バーンスタイン株式会社が翻訳した資料であり、いかなる場合も当資料に記載されている情報は、投資助言としてみなされません。当資料は信用できると判断した情報をもとに作成しておりますが、その正確性、完全性を保証するものではありません。また当資料の記載内容、データ等は作成時点のものであり、今後予告なしに変更することがあります。当資料で使用している指数等に係る著作権等の知的財産権、その他一切の権利は、当該指数等の開発元または公表元に帰属します。当資料中の個別の銘柄・企業については、あくまで説明のための例示であり、いかなる個別銘柄の売買等を推奨するものではありません。アライアンス・バーンスタインおよびABはアライアンス・バーンスタイン・エル・ピーとその傘下の関連会社を含みます。アライアンス・バーンスタイン株式会社は、ABの日本拠点です。

【図表1】 貿易摩擦の激化に伴い小型株への資金流入が拡大



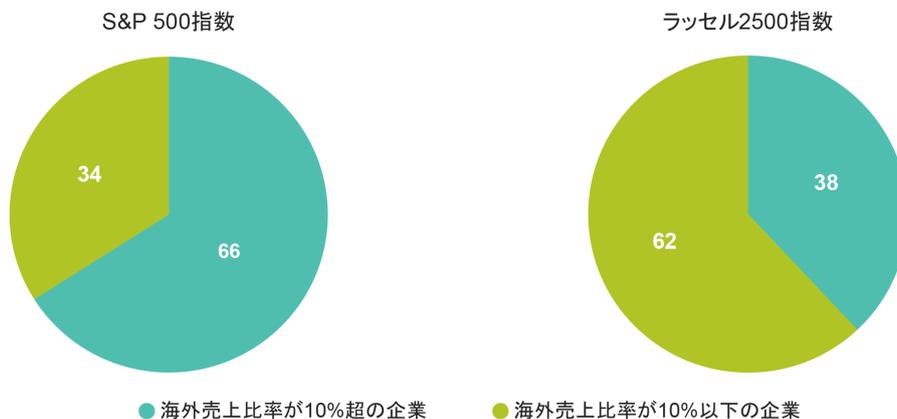
過去の分析は将来の運用成果等を示唆・保証するものではありません。  
2018年6月30日時点の日次リターンを指数化  
出所:ラッセル・インベストメンツ、S&P、AB

### 外需エクスポージャーの評価

しかし、現実はまだ少し複雑である。もちろん、米国内事業の比率が高い企業を見つけるには、多角化した国際的企業の多い大型株よりも小型株から探した方が早いというのは事実である。総売上高のうち海外比率が10%を超える企業の割合はS&P 500指数構成企業の66%に達するが、ラッセル2500指数構成企業では38%に過ぎない(図表2)。

それでも、海外取引へのエクスポージャーの本当の規模は、顧客の所在地だけで把握することはできない。しかも、それは業界や個別企業で大きく異なっており、そうした違いはもう少し詳しく吟味する必要がある。つまり、小型株指数に連動する上場投資信託(ETF)を購入するだけでは、保護主義から資産を守ることが思ったほどできない可能性がある。

【図表2】 大型株は外需依存度が高い



過去の分析は将来の運用成果等を示唆・保証するものではありません。  
2018年6月30日現在  
出所:ファクトセット、ラッセル・インベストメンツ、S&P、AB

### 銀行や運送会社にも影響

その理由を理解するには、例えば銀行について考えてみればよい。中小型の銀行は主に地方銀行で、融資先の大半を国内顧客が占めている。しかし、その顧客が誰であるかを具体的に知ることが重要である。米国の輸入関税引上げが招いた鉄鋼やアルミの価格上昇に苦し

んでいる建設機械メーカーが顧客だったとしたらどうだろう？ 地方銀行がすぐに影響を被ることはないかもしれないが、多くのメーカーが問題に直面し、返済を滞らせることになれば、その銀行のローン・パフォーマンスは徐々に悪化する恐れがある。中国が課した重い関税に直面する農家に融資している農村部の銀行についても、同じことが言える。

米国の運送会社も、見た目以上に世界の貿易摩擦による影響を受けやすいかもしれない。彼らのトラックは基本的に米国内を走り回っているが、どこに物を運んでいるかと同じくらい、何を運んでいるかが重要な意味を持つ。また、関税は物価を全般的に押し上げる傾向があり、それは消費者や企業が支出を拡大するよりも、支出を減らす道を選ぶリスクを高めることになる。その結果、運送会社は運ぶ荷物が少なくなる可能性がある。

### 消費支出に対する新たなリスク

貿易戦争が起きれば、消費支出はあらゆる企業にとってもう一つの問題点となる可能性がある。米国内だけに店舗を構えているレストラン・チェーンは、主に米国民の食欲に業績が左右されるものかもしれない。しかし、例えば米国の工場労働者や農業従事者が職を失ったり勤務時間が短縮されたりすれば、以前のように頻繁に外食しようとはしなくなる可能性がある。

投資家はこうした微妙な問題を認識し、貿易戦争が中小型株にとって「良い」というような単純化を警戒すべきである。実際には、貿易戦争はあらゆる規模の企業に重大な影響を及ぼす。投資家はポートフォリオに組み入れている個別企業が直面する具体的なリスクを相対的な観点から理解することが重要になる。

とは言え、ABも中小型株市場は外需へのエクスポージャーが比較的少ない企業を探し出す上で有望なカテゴリーだと考えている。しかし、ここでのキーワードは「探し出す」である。今は、ラッセル2500指数の最近のパフォーマンスがプラスだからといって、単純に同指数に追随すればいい場面ではない。貿易戦争が拡大しても堅調な業績を維持できる中小型株のポジションを構築するには、それぞれの企業が世界的な貿易摩擦やその二次効果によってどのような影響を被るかについて、慎重かつ能動的・選別的なアプローチで検証を行うことが唯一の方法となる。

## アライアンス・バーンスタイン株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第303号

【加入協会】 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／日本証券業協会／  
一般社団法人第二種金融商品取引業協会

<http://www.alliancebernstein.co.jp>

### 当資料についての重要情報

当資料は、投資判断のご参考となる情報提供を目的としており勧誘を目的としたものではありません。特定の投資信託の取得をご希望の場合には、販売会社において投資信託説明書(交付目論見書)をお渡ししますので、必ず詳細をご確認のうえ、投資に関する最終決定はご自身で判断なさるようお願いいたします。以下の内容は、投資信託をお申込みされる際に、投資家の皆様に、ご確認いただきたい事項としてお知らせするものです。

#### + 投資信託のリスクについて

アライアンス・バーンスタイン株式会社の設定・運用する投資信託は、株式・債券等の値動きのある金融商品等に投資します(外貨建資産には為替変動リスクもあります。)ので、基準価額は変動し、投資元本を割り込むことがあります。したがって、元金が保証されているものではありません。投資信託の運用による損益は、全て投資者の皆様に帰属します。投資信託は預貯金と異なります。リスクの要因については、各投資信託が投資する金融商品等により異なりますので、お申込みにあたっては、各投資信託の投資信託説明書(交付目論見書)、契約締結前交付書面等をご覧ください。

#### + お客様にご負担いただく費用:投資信託のご購入時や運用期間中には以下の費用がかかります

- + 申込時に直接ご負担いただく費用…申込手数料 上限3.24%(税抜3.00%)です。
- + 換金時に直接ご負担いただく費用…信託財産留保金 上限0.5%です。
- + 保有期間に間接的にご負担いただく費用…信託報酬 上限2.0304%(税抜1.8800%)です。

その他費用…上記以外に保有期間に応じてご負担いただく費用があります。投資信託説明書(交付目論見書)、契約締結前交付書面等でご確認ください。

上記に記載しているリスクや費用項目につきましては、一般的な投資信託を想定しております。費用の料率につきましては、アライアンス・バーンスタイン株式会社が運用する全ての投資信託のうち、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おります。

### ご注意

アライアンス・バーンスタイン株式会社の運用戦略や商品は、値動きのある金融商品等を投資対象として運用を行いますので、運用ポートフォリオの運用実績は、組入れられた金融商品等の値動きの変化による影響を受けます。また、金融商品取引業者等と取引を行うため、その業務または財産の状況の変化による影響も受けます。デリバティブ取引を行う場合は、これらの影響により保証金を超過する損失が発生する可能性があります。資産の価値の減少を含むリスクはお客様に帰属します。したがって、元金および利回りのいずれも保証されているものではありません。運用戦略や商品によって投資対象資産の種類や投資制限、取引市場、投資対象国等が異なることから、リスクの内容や性質が異なります。また、ご投資に伴う運用報酬や保有期間中に間接的にご負担いただく費用、その他費用等及びその合計額も異なりますので、その金額をあらかじめ表示することができません。