



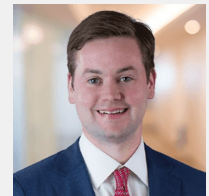
## 「下げれば買い」の株式トレンドは マルチアセット戦略の指針となるか？



2022年2月8日



マーク・グリーンソン

アライアンス・バーンスタイン・エル・ピー  
マルチアセット・ビジネス・ディベロップメント ディレクター

シャラット・コティカルプディ

アライアンス・バーンスタイン・エル・ピー  
マルチアセット・ソリューション部門 計量分析ディレクター

通常の市場環境では、大半の投資家はモメンタムに追随し、流動性を追い求めようとする。彼らは市場が上昇している時に買い、下落している場面では売却しようとする。しかし、2020年以降、あらゆる点で通常とはかけ離れた動きが起きており、特に投資家の株式売買の習慣に大きな変化が生じている。2021年は「安値で買い、高値で売る」という手法が試みられ、投資家は市場の回復局面で熱心に買い入れるのとはほとんど同じように、急落している場面でも果敢に市場に飛び込んでいる。

### 「下げれば買い」の動きは過去7年の平均の倍に

2021年は8月時点で、週間ベースで株価が下落したケースは7回あったが、上場投資信託(FTE)の資金流入データによると、そのうち5回は、投資家が平均以上の水準で買い続けていた(次ページの図表)。

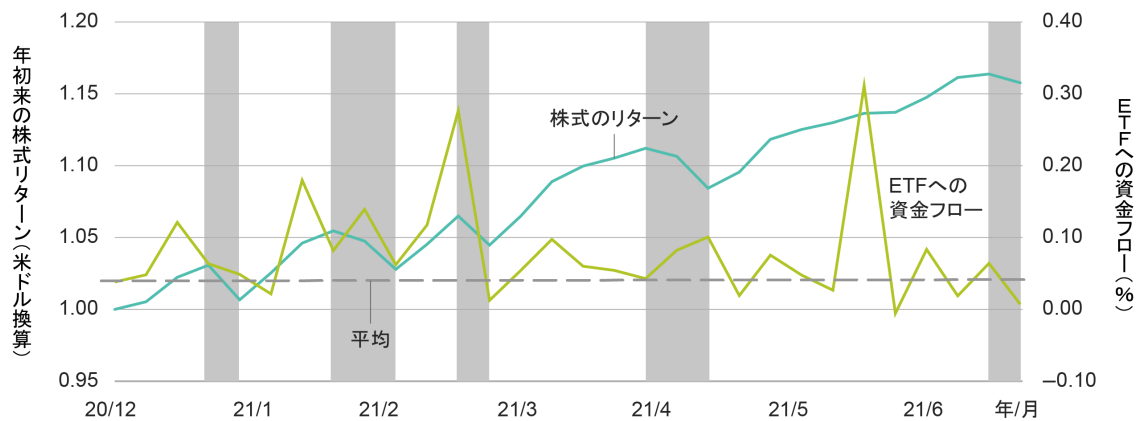
そのことは、市場が下落した週の71%でETFへの資金流入が平均を上回ったことを意味しており、投資家があらゆる機会を利用して「下げた場面で買いを入れた」ことを示唆している。2020年には、下落した週のうち平

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](#)。

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に関する過去の実績や分析は将来の成果等を示唆・保証するものではありません。

当資料は、2021年8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。当資料に掲載されている予測、見通し、見解のいずれも実現される保証はありません。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。当資料中の格付けは特に記載のない限りABの定義に基づきます。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・バーンスタイン及び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】 投資家は2021年1－8月期の下落局面7回のうち5回で買いを入れた



過去の実績や分析は将来の成果等を示唆・保証するものではありません。  
運用資産額で上位100のETFの資金フロー 対 前週の株式リターン  
2021年7月31日現在  
出所: MSCI ワールド指数、AB

均を上回る資金が流入したのはわずか11%で、週間ベースで下落した18回のうち資金流入額が平均を上回ったのは2回だけだった。2020年の市場環境が異常だったことは間違いないが、長期的に見ても、2014年以降にそうした動きが見られた週は35%で、投資家の行動に何らかの変化が起きているという見方を裏付けている。

下落している場面で買いを入れるという非典型的なパターンは「市場の下げを限定する」機能を強化する効果があり、株式のパフォーマンスを押し上げている。株価下落のモメンタムは通常、市場の下落局面で個人投資家が売りに走ることで増幅される。しかし足元は、そうした場面で投資家が買い向かっていることが逆の効果を生み、リターンに直接的な影響を及ぼしていることが、最近の研究で分かっている。このところ市場の下落局面でETFに高水準の資金が流入しているというパターンを考えれば、「下げれば買う」という行動は、少なくとも今のところ、ある程度は市場の緩衝材となっているようだ。

アライアンス・バーンスタイン(以下、「AB」)の見方では、「下げれば買う」という行動が、何度か急落に見舞われたにもかかわらず株式市場が堅調に推移している一因かもしれない。しかし、その影響力は、アロケーションを決定する際に、株式のリスク・シグナルに対するウェイトの著しい引き上げを正当化するほど強力で持続的なものだと考えにくい。実際、ABはこうした傾向が薄れていくと考えており、2021年8月の資金フローにはすでにその兆候が現れた。

しかし、定量的な観点から見れば、「下げれば買う」という動きはマルチアセット投資家の指針となる数多くの要因やシグナルの1つとして、注視していく価値がある。

### 記録的なキャッシュがけん引役に

はじめの疑問は、なぜ「下げれば買い」の動きがこれほど広がっているのか、そして、なぜ今なのか、ということである。その答えは、投資家の待機資金がかつてないほど積み上がっていることにあり、ABでは考えている。

米国では消費者のファンダメンタルズが異例なほど強く、新型コロナウイルスのパンデミックが始まって以来、貯蓄が過去最高のペースで拡大している。経済分析局によると、2021年3月までに個人貯蓄率(税金と消費を差し引いた後の貯蓄)は過去最高の27%に達した。その後は10%前後で推移しているが、それでも平均を大幅に上回っている。しかも、国内総生産(GDP)に対する純資産の比率は足元で平均6倍と、やはり過去最高水準に達している。

景気刺激策の一環として消費者に多額の小切手が配布されたことや、債務を返済し、貯蓄を増やそうとする意欲がいつも以上に高まったことなどが、記録的な資金をもたらした。しかし、経済活動の再開が続き、消費者が再び以前のような消費行動を始めれば、こうした潤沢な資金は減少に転じる可能性がある。正常化に向かうペースは、ワクチン接種の状況や新型コロナウイルスの変異株の動向に大きく左右されるだろうが、いずれは景気が全面的に拡大する場面が訪れそうだ。

今のところは、景気刺激策が終了しておらず、雇用が健全な水準にあるため、リターンへの動向にかかわらず、消費者のバランスシートが引き続き投資家の株式購入意欲を押し上げる主なけん引役となるだろう。

## 単一のトレンドは幅広いシグナルとはならず

特に、多くのリスク・リターン要因が分散型ポートフォリオの成功を左右するとみられる場面では、「下げれば買い」という現象は注目に値する。しかし、さまざまな資産クラスに一段と大きな影響を与える他の指標のモニタリングを怠るわけにはいかない。

さまざまな指標やファンダメンタルズに関するABの分析に基づけば、株式などリスク資産の長期的な見通しは、足元のまちまちのパフォーマンスにもかかわらず依然として良好である。世界経済は着実に正常な状態に戻りつつあり、蓄積している消費者や企業の需要、力

強い企業決算、景気を支える財政・金融政策などが、世界経済の段階的な回復を後押ししている。インフレリスクや生産能力の制約といった問題は存在するが、それらは一過性のものととどまりそうだ。こうした環境を踏まえれば、株式のウェイトはクオリティを重視しながら、若干ではあるがオーバーウェイトとすべきだとABでは考えている。

「下げれば買い」は、特に安値を拾おうとする投資家など、それぞれの投資家にとって異なる意味を持つ可能性がある。2021年に見られたほど大規模な動きが持続するとは考えにくく、ポートフォリオのアロケーションに与える影響を最小限にとどめるようにすべきだ。アクティブ運用を行うマルチアセット投資家は、ポートフォリオを調整し、柔軟性を維持する上で、幅広いシグナルを観察しながら、引き続き株式、債券、分散投資、実物資産を幅広く網羅していく必要がある。

## 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

<https://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3.3%(税抜3.0%)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2.068%(税抜1.880%)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。