

ETF Investing

Vol.1 - 2013 Spring

T&C XTF Japan

2013年3月4日発行

1. Outlook【ETF アロケーション戦略】

- ◇ 当面のアセットアロケーション
- ◇ 当面のカントリーアロケーション
- ◇ 当面のセクターアロケーション
- ◇ グローバルETFポートフォリオについて

2. Focus【ETF 銘柄分析・比較】

- ◇ マーケットベクトル新興市場現地通貨建て債券ETF (EMLC)

3. Concept【ETF 活用のヒント】

- ◇ パッシブ運用、アクティブ運用、ETF運用

T&C XTF Japan

New York Office

和田康志, CFA

k_wada@tandcfrusa.com

212-646-8612

井上秀之

h_inoue@tandcfrusa.com

212-646-8619

1. ETF アロケーション戦略

◇ 当面のアセットアロケーション

オーバーウェイト: 不動産

アンダーウェイト: 長期国債

米景気は回復局面から本格的な拡大局面をうかがう展開か

2009年6月に底入れした米景気は、回復期から拡大期へと本格的に移行しつつあるもようで、当面は安定的な成長が予想されている。景気循環からみると、株式市場は堅調を維持、債券市場はもちあいから軟調な展開への移行が見込まれることになる。景気回復期に出遅れていた住宅投資が活発化しており、資産クラスとしては REIT のオーバーウェイトが推奨されよう。一方、景気回復を下支えてきた緩和的な金融政策に対しては、量的緩和の出口が意識され始めていることから、長期債はアンダーウェイトすることが無難な選択となりそうだ。

株式市場は 2013 年を堅調にスタート、新興国では東南アジアが好調

3月5日にはダウ平均株価が史上最高値を更新するなど、米株式市場は年初からおおむね堅調を維持している。3月5日のダウ平均の PER は 12.72 倍で益回りは 7.86%となっている。なお、3月8日までの年初来の騰落率は 9.9%の上昇となっている。給与税減税の失効や歳出の自動削減などにより、米景気の抑制要因として働くとみられているものの、景気の後退は回避される見通しで、米経済は低空飛行ながらもプラス成長を維持する見通しとなっていることが株式市場に安心感を与えているもようだ。また、金融危機後の人員整理で高い収益率が期待できる構造に変化したことも米株式への投資を促しているとの指摘もある。

日経平均株価は3月6日に1万2000円越え。3月8日までの年初来騰落率は 18.2%の上昇となっている。安倍政権がデフレ脱却と円高是正を打ち出しているほか、日銀の新総裁には積極的な緩和派で知られる黒田元財務官の就任が決定的となっており、当面は円安基調に変化はないと見込まれている。実際に円安の流れが続くのであれば、株価の上昇トレンドにも変化はないとみられている。

24の先進国・地域で構成される MSCI ワールド・インデックスをみると、3月8日現在で年初来の騰落率は 6.7%の上昇となり、好調な米株式市場にけん引されて堅調に推移している。一方、21カ国・地域の新興国への株式市場で構成される MSCI エマージング・マーケット・インデックスをみると、3月8日現在の年初来の騰落率は 1.0%上昇にとどまっている。総じて堅調な先進国の株式市場に対して、新興国の株式市場は伸び悩んでいると言える。主な新興国市場での3月8日までの年初来の騰落率をみると、ブラジルのボブスパ指数が 4.1%の下落と低迷しているほか、インドの SENSEX 指数が 1.3%の上昇と伸び悩んでいる。一方、フィリピンのフィリピン総合指数が 17.6%上昇、タイの SET 指数は 13.4%上昇、インドネシアのジャカルタ総合指数は 12.5%上昇となるなど、東南アジアの株式市場が好調で、新興国になでも明暗が分かれている。

債券市場は量的緩和の解除と欧州不安の綱引きに

米 10 年債利回りは年初からおおむね 2.0% 近辺での推移が続いており、レンジ相場を形成しつつある。2 月 20 日に公表された 1 月の FOMC 議事録で、資産の買い入れペースの縮小が議論されていたことが明らかとなり、量的緩和の解除が意識されて債券価格の上値を抑えている。一方、2 月下旬に実施されたイタリア総選挙では、緊縮財政に反対する中道右派の台頭などから、政局が流動的となっており、沈静化しつつあった欧州債務問題への懸念が再び台頭したことから、米国債への買いが集まる場面もみられている。

FOMC の議事録では、「労働市場の見通しに大幅な改善があったと認められる前に、現在継続的に行っている資産買い入れの効果とコスト、リスクの分析によって、FOMC が資産買い入れを徐々に減少または終了させる可能性がある」としている。

現在の FRB の金融政策は、ゼロ金利と量的緩和の 2 本の柱からなっている。ゼロ金利政策については、1 年から 2 年先のインフレ見通しが 2.5% を上回らない限り、失業率が 6.5% になるまで継続するとしており、2013 年内に解除される可能性は限りなく低いとみられている。問題は QE3 の解除時期となり、現在は毎月 400 ドルの住宅ローン担保証券(MBS)と 450 億ドルの長期国債の買い入れを行っている。終了時期は明示されておらず、「労働市場の見通しが著しく改善」することを終了の条件としているが、「効果とコスト」を勘案するともしており、この点はあいまいである。

FRB が何をもってコストと考えて、労働市場の改善を前に量的緩和を解除するのが当面の焦点となるが、景気の先行きを考えれば、近い将来の話とは考えづらい。量的緩和の解除時期の議論を横目にみながら、欧州の債務問題を探る展開となりそうで、ギリシャ、イタリア、スペインでの政情には引き続き留意が必要となる。

低迷が続く金価格

金価格は年初から軟調な展開が続いている。金価格(ロンドン値決め、午後)は 1690 ドル台で 2013 年をスタートしたものの、2 月に入って下振れると 2 月下旬には 1580 ドル近辺まで値を下げている。

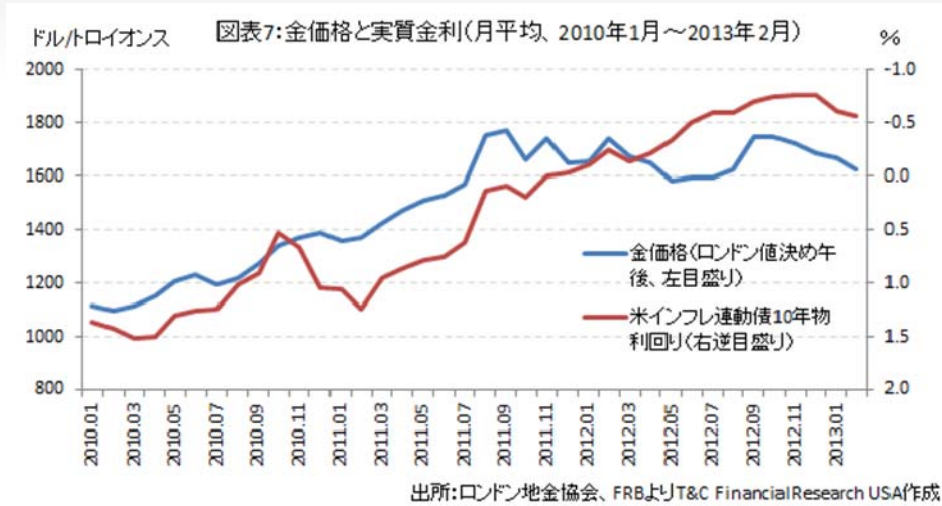
金の供給は常に宝飾品などの実需を上回っていることから、投機資金の流入がない場合には価格は下落する傾向があるとみられている。金への投資資金の流入は金利の影響が大きく、近年の金価格の上昇は欧米諸国が実質マイナス金利に転じたことで、利子や配当を生まない金の相対的な価値を押し上げたとされている。

金へ投資資金が流入するのかどうかは、主に金利に左右されるものの、金融政策やドルの影響も少なからず受けている。FRB による量的緩和による過剰流動性の一部が、市場規模の小さい金市場に流れ込むことで金価格が押し上げられた。また、ドルが下落する局面では、ドル資産へのヘッジとして金が購入される傾向にある。

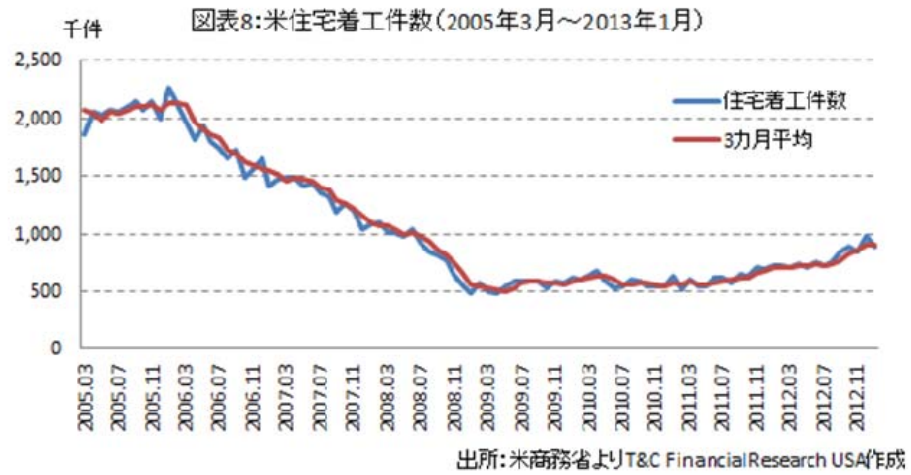
足もとではこれらの要因が金価格への逆風となっている。米インフレ連動債 10 年物利回りを見ると、2012 年の終盤に下げ止まり、2013 年に入ってから上昇に転じている。また、FRB では量的緩和の出口が注目され始めている。加えて、イタリア政局の混迷や相対的に高い米成長見通しなどから、ドルが対ユーロで上昇しており、米インフレ率が落ち着いていることもあり、主要通貨に対するドル高基調が続いている。

商品市場では、米国内での原油生産の増加などから原油価格も弱含んでいるほか、在庫の増加を嫌気して銅相場も水準を引き下げており、総じて軟調となっている。ブラジルやインドなど一部の新興国を除くと、主要先進国を始めとして当面は低成長・低インフレが見込まれていることから、目先的にはコモディティ関連への投資は慎重さが求められる。

図表 1



図表 2



回復に向かう米不動産市場

FRB の緩和的な金融政策に下支えられて住宅市場は堅調な回復が続いている。2012 年の住宅着工件数は 78 万件と 2011 年の 61 万件から 28%の大幅増加となった。また、2012 年の新築住宅販売件数は 36.7 万件と 2011 年の 30.6 万件から 20%増加した。加えて、2012 年の新築住宅価格(中央値)は 24 万 5000ドルと 2011 年の 22 万 7200ドルから 8%上昇した。堅調な住宅市場を背景に、ダウ・ジョーンズ REIT 指数は、2012 年に 13.3%上昇。2013 年に入っても増勢を維持しており、3 月 8 日時点で年初来の騰落率は 5.0%上昇となっている。

米住宅市場は、FRB の超緩和的な金融政策により、住宅ローン金利が過去最低の水準にあることに下支えられている。また、住宅価格の持ち直しにより、これまで担保価値の低下を警戒して融資に慎重だった金融機関に貸し出し態度が緩和している。加えて、住宅価格の底入れでこれまで買い控えていた購入者が買いに動いている。バーナンキ FRB 議長も 2 月 27 日の議会証言で「住宅市場は底入れし、回復過程にある」としており、住宅市場は米経済のけん引役として当面は堅調が見込まれている。米住宅市場の回復基調が続いていることから、代替投資先としての REIT の魅力は当面高止まりすると考えられよう。

(井上秀之)

◇ 当面のカントリーアロケーション

オーバーウェイト: **新興国**

アンダーウェイト: **欧州**

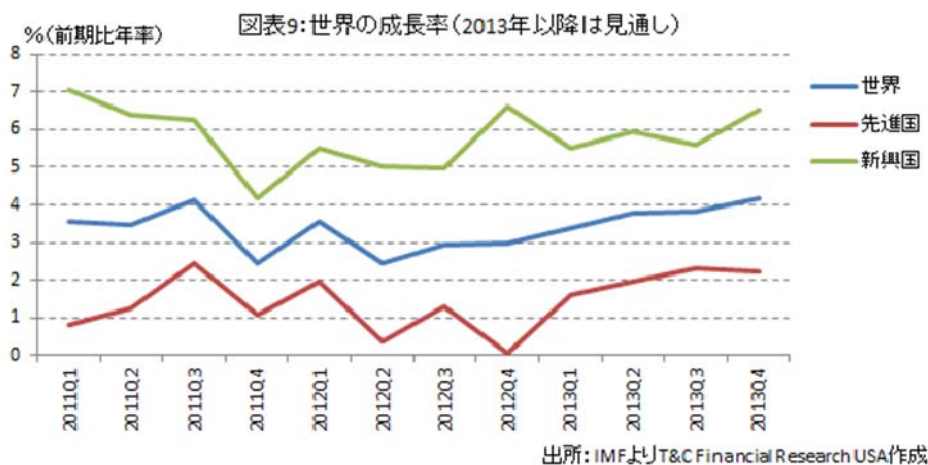
2013年の世界経済の成長は緩やかや拡大へ

1月23日に国際通貨基金(IMF)が公表した、世界経済見通し(改訂版)によると、2013年の世界の成長率は3.5%と2012年の3.2%をやや上回る見通し。ただし、昨年10月の見通しからは0.1%ポイント下方修正された。

2013年の成長見通しを国・地域別にみると、米国が2.0%と前年の2.3%から減速し、ユーロ圏はマイナス0.2%と前年のマイナス0.4%から持ち直すものの、依然としてマイナス成長が続く見通しとなっている。日本は1.2%と前年の2.0%からの失速が見込まれている。

10月時点の見通しと比べると、米国と日本がそれぞれ0.1%ポイント下方修正にとどまったのに対し、ユーロ圏は0.3%ポイントとやや大幅な下方修正となっている。新興国では中国の2013年の成長率は8.2%で前回の予想から据え置かれている。成長の絶対値において大きな差があることに加え、当面の相対的成長見通しを加味して考えると、ユーロ圏をアンダーウェイト、中国などの新興国のオーバーウェイトが推奨されよう。

図表3



米景気はかろうじて後退を回避、原油の生産増が成長を下支え

2012年10-12月期の米実質国内総生産(GDP)は1月下旬に発表された速報値では2009年4-6月期以来、3年半ぶりにマイナス成長となったものの、2月28日に公表された改定値では前期比年率0.1%増加とわずかながらプラスサイドへと改訂され、かろうじてマイナス成長を回避した。

住宅市場や個人消費がおおむね堅調を維持している一方で、企業の投資マインドが低迷していることも手伝って雇用の伸びは緩やかにとどまっている。景気の後退こそ回避してはいるものの、低成長が続いており、財政再建による景気抑制で当面は低成長が続くとみられている。

米国内景気はやや低調となるなかで、貿易収支の改善により純輸出の赤字幅が縮小しており、成長を下支えている。12月の米貿易収支は385億ドルの赤字となり、赤字幅は3年ぶりの低

水準に縮小した。貿易収支の改善には輸出の増加や石油輸入の減少が寄与したが、ともに非従来型のエネルギー資源であるシェールガス・シェールオイルが貢献している。

米エネルギー省によると、12月の米国内での原油生産量は日量703万バレルと2カ月連続で同700万バレルを維持した。11月の同701万バレルは1992年12月以来、約20年ぶりの700万バレル越えとなった。年間ベースでみると、米原油生産高は1970年の日量964万バレルをピークに減少に転じ、2008年には同500万バレルまで低下したが、その後はシェールオイルの生産増加などから、2012年は日量640万バレル、2013年には同730万バレル、2014年は同790万バレルへと回復することが見込まれている。

米国内での天然ガスの過剰供給によるガス価格の低下を受けて、石油化学製品の原料が原油から天然ガスへとシフトしたことから、米国内での原油需要が減少し、その一方で、石油関連製品の輸出が増加している。2012年通年での米石油関連製品の輸出額は1238億ドルと2011年の1132億ドルから9.3%増加した。一方、石油関連製品の輸入額は4151億ドルと2011年の4393億ドルから5.5%減少した。

図表4



欧州はマイナス成長を継続中、イタリアの政局混迷で債務懸念が再浮上も

2012年10-12月期のユーロ圏の域内総生産(GDP)は前期比0.6%減少と3四半期連続でマイナス成長となった。また2012年1-3月期のゼロ成長も含めると、2011年10-12月期以降、5四半期連続でプラス成長を逃しており、債務問題が重しとなって、景気の停滞が長期化している。

2012年9月に欧州中央銀行(ECB)が無制限の国債購入プログラムを開始したことで、債務問題を抱える南欧諸国の国債利回りが安定し、欧州債務危機をきっかけとした金融不安は後退したとされている。ただし、金融不安が和らいだ一方で、景気のほうは依然として低迷が抜け出せておらず、特に緊縮財政を背景とした政治的な不安定が景気の回復を遅らせているとの指摘は多い。

2月24-25日に実施されたイタリア総選挙では、4つの陣営に票が分かれ、議会には明確な多数勢力が誕生することなく、再選挙が必要になる可能性がある。

下院はベルサニ氏の率いる中道左派連合が押さえたものの、上院ではベルルスコーニ前首相の率いる中道右派連合が、過半数には満たないものの他の勢力を封じ込めるには十分な議席を獲得した。

国民が緊縮財政を拒絶し、金融危機のさなかに退陣を余儀なくされたベルルスコーニ前首相を支持したことで、市場には不安が広がった。イタリアでは首相が上下両院をコントロールする必要のあることから、過半数政党のない議会では経済プログラムや構造改革が前進することが期待できず、政治的な混迷が経済に悪影響を及ぼす可能性がある。

当面は、ナポリターノ大統領が暫定政権を置き、再選挙を視野に新たな選挙法の策定を進める見通しとなっている。現行ルールのままだと、いれかのず政党が上下院で優位を確保するのは難しいとされている。現行制度では、下院では得票数最大の陣営が自動的に 54%の議席を得るが、上院では州ごとに得票数の多い党に配分される。

再選挙を回避する可能性として、今回の選挙で躍進した「五つ星運動」を率いるグリッロ氏の動きが注目されている。ベルサニ氏はグリッロ氏に協力を求めているが、これまでのところグリッロ氏は連立を拒否している。ベルサニ氏は中道右派連合との連立を否定していることから、グリッロ氏を説得できるかどうか、再選挙を回避できるかどうかのカギとなっている。

一方、イタリアと並んで債務問題が懸念されているスペインでは、財政再建の遅れが指摘されている。2012年のスペインの財政赤字の対 GDP 比は 6.7%と目標の 6.3%には届かなかった。ただし、欧州委員会の見通しである 7.0%を下回ったことから、モントロ伊財務相は欧州委員会の見通し以上に財政赤字を削減したことを受けて、2013年に新たな緊縮措置を導入する必要はないとの考えを示した。しかし、財政赤字の予想以上の削減に対しては、税金の前倒し計上や業者への政府支払の遅延があったとみられている。2013年へ問題を先送りしたに過ぎず、スペインの財政問題が改善に向かっているとは言い難く、財政危機の再燃が懸念されている。

日本は円安株高の流れが続く、貿易赤字の拡大も円安を支援

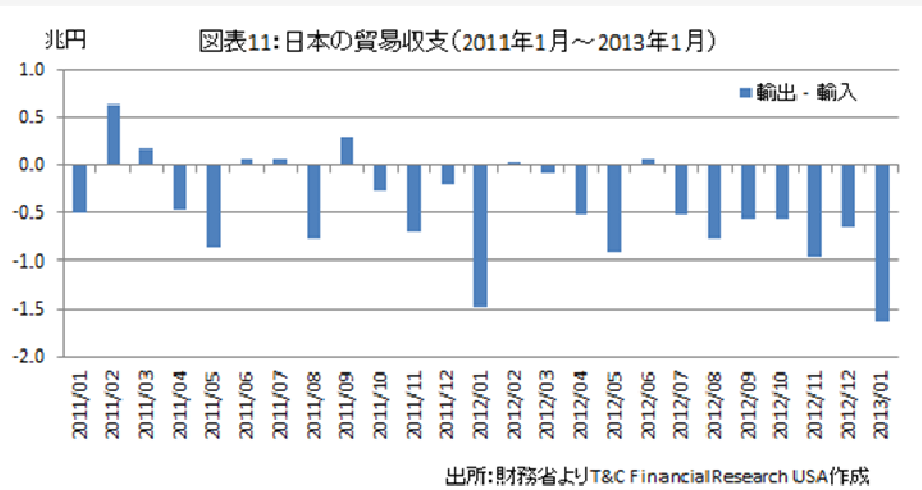
2012年10-12月期の日本の実質国内総生産(GDP)改定値は前期比年率 0.2%増加となり、速報値の同 0.4%減少から上方修正された。プラス成長は 3 四半期ぶりとなり、昨年 7-9 月期の同 3.8%減少から持ち直した。実質 GDP の増減への寄与度をみると、内需が前期比プラス 0.2%ポイントだったのに対し、輸出から輸入を差し引いた外需が同マイナス 0.2%ポイントとなり、貿易収支の悪化が成長の足かせとなった。

2012年の日本の貿易収支は 6 兆 9273 億円の赤字となり、1979年に統計が開始された以降での最大の赤字額を大幅に更新した。これまでの最大の赤字額は 1980年の 2 兆 6129 億円だった。2011年に年間ベースでの貿易収支が 31年ぶりに赤字へと転落していたが、これで 2年連続での赤字となったほか、赤字額も昨年の 2 兆 5647 億円から約 3 倍となり、貿易赤字の定着が一段と鮮明化している。また、2013年1月の貿易赤字額は 1 兆 6294 億円となり、赤字額は比較可能な 1979年以降で最大となった。また、貿易赤字は 1 月まで 7 カ月連続となっている。円安の進展により長期的には輸出の回復で貿易収支の改善も期待されてはいるものの、当面は輸入の増加により赤字幅は拡大するとみられている。

「アベノミクス」による円安株高が進行し、日経平均株価は 1 万 2000 円を上回った。安倍政権は、2~3%のインフレ率を目標としているが、少なくとも同じスピードで賃金が上昇しないと、実質賃金が低下して購買力が下がり、景気を押し下げることになりかねない。賃金の上昇を伴う形でリフレに成功するかどうか経済再生のカギを握っていると言えそうだ。

総裁を含む日銀の新執行部人事は、総裁に黒田元財務官、副総裁に岩田学習院大学教授と中曾日銀理事を登用することで、国会審議が進んでいる。積極的な緩和派として知られる黒田氏と岩田氏の執行部入りにより、円安基調の継続が見込まれており、当面は円安株高の流れも続くと思われる。

図表 5



中国は新執行部の不動産規制の行方に注目

中国の2012年10-12月期の実質国内総生産(GDP)は前年同期比7.9%増加し、7-9月期の同7.4%増加から伸び率を拡大した。GDPの伸びが前期を上回るのは8四半期ぶりのことで、景気の減速による歯止めがかかったもようだ。2012年通年での成長率は7.8%となり、政府目標の7.5%を上回った。ただし、成長率が8%を下回るのは13年ぶりのことで、高成長にかけりが見え始めていることは否めない。政府の成長目標は2013年も引き続き7.5%に据え置かれている。

2013年も引き続き、緩和的な金融政策と積極的な財政政策による景気の下支えが期待されている。また、景気の底入れへの期待感から個人消費も上向いており、当面は景気の回復が加速する見通しとなっている。ただし、景気の持ち直しにともなって、住宅価格の上昇が再び問題視されており、3月に発足した新政権による景気のかじ取りが注目される。景気回復を損ねることなく、景気の過熱を防げるかどうか焦点となっている。

全国人民代表大会は3月5日、共産党の習近平総書記を新たな国家主席に選出した。また、首相には李克強氏が選出された。これに先立つ3月1日、中国政府は不動産規制を発表し、不動産取引のキャピタルゲイン税(20%)課税や2件目以降の住宅購入者の頭金比率引き上げなどが導入される見通しとなった。実施時期がまだ不明なため、3月上旬の不動産取引が激増したほか、不動産規制に対する警戒から株価も軟調となっている。国家统计局によると、1月の主要70都市の新築住宅価格は前年同月比で0.8%上昇と、11カ月ぶりに前年水準を上回った。また、1-2月期の住宅販売は前年同期比55%増加した。

執行部の交代と規制導入のタイミングが重なったため、今回の規制が新執行部の意図したものなのか、旧執行部の指示によるものなのかが不透明となっている。仮に、新執行部の指示だった場合には、不動産市場の持ち直しによる景気回復シナリオを描くことは難しくなる。また、規制強化で不動産価格が下落に転じるようだと、景気への悪影響も避けられないことから、中国経済に対する先行き不透明感が強まっている。

新興諸国ではブラジル、インドなどで根強いインフレ懸念

ブラジルの2012年10-12月期の実質国内総生産(GDP)は前期比0.6%の増加となった。2012年通年では前年比0.9%増加と、2010年の同7.5%増加や2011年の同2.7%増加から伸び率は大きく鈍化し、2009年の同0.3%減少以来、3年ぶりの低水準となっている。一方、インフ

レ率は 6%を越える水準が続いており、ブラジル政府がインフレ目標とする 4.5%プラス・マイナス 2%の上限付近を推移している。ブラジルの政策金利は 7.25%と過去最低の水準にあるが、低金利政策による物価の上昇と通貨安が懸念されており、低成長が続くなかでも、追加的な緩和を見送っている。さらに、インフレへの懸念から利上げの可能性も指摘されており、景気のかじ取りが非常に難しくなっている。

インドの 2012 年 10-12 月期の実質国内総生産(GDP)は前年比 4.5%となり、2009 年 1-3 月期の同 3.5%以来の 5%割れとなった。インドの成長率は 2010 年 1-3 月期の同 11.2%をピークに低下基調が続いている。一方、インドのインフレ率は 7.5%と高く、景気が減速するなかで、高インフレとルピー安に悩まされている状況はほぼブラジルと同じと言える。ただし、インドでは物価の上昇圧力は鈍化しており、インド中銀は 1 月 29 日、政策金利を 8.00%から 7.75%へと 0.25%ポイント引き下げた。利上げは昨年 4 月以来、9 カ月ぶりのこと。今後ともインフレ率に落ち着きが見られるようだと、追加的な利下げも期待できる環境を整えつつあり、景気の支援材料として期待されている。

先進資源国ではカナダ、オーストラリアが伸び悩み

先進資源国では、カナダ、豪州ともに景気は安定的ながらも、成長率はやや精彩を欠いており、伸び悩みとなっている。カナダの 2012 年 10-12 月期の実質国内総生産(GDP)は前期比年率 0.6%増加と同 7-9 月期の同 0.7%増加に続き、緩慢な伸びにとどまった。カナダ中銀は 3 月 6 日の理事会で政策金利を 1.00%に据え置いた。1 月に雇用者数が予想外の減少となったほか、個人消費も低迷しており、2013 年に入って経済的につながりの深いとされる米景気に比べるとやや見劣りする経済情勢となっており、金融の引き締めバイアスも大きく後退している。

豪州の 2012 年 10-12 月期の実質国内総生産(GDP)は前期比 0.6%増加となり、7-9 月期の同 0.7%増加から小幅に増加した。成長のけん引役だった設備投資が減少したほか、主要な貿易相手国である中国景気の減速で個人消費も低調となっている。豪州準備銀行(RBA)は 3 月 5 日、政策金利を 3.0%に据え置いた。RBA は 2 月の四半期報告で 2013 年の成長見通しを 2.5%前後とし、昨年 11 月時点から 0.25%ポイント下方修正しており、景気の下振れリスクを警戒している。RBA は昨年 12 月に 0.25%ポイントの利下げを実施し、足もとでは利下げの効果を見極めているが、今後とも緩慢な成長が続くようだと、追加利下げも検討されるとみられている。
(井上秀之)

◇ 当面のセクターアロケーション

オーバーウェイト: エネルギー

アンダーウェイト: 金融

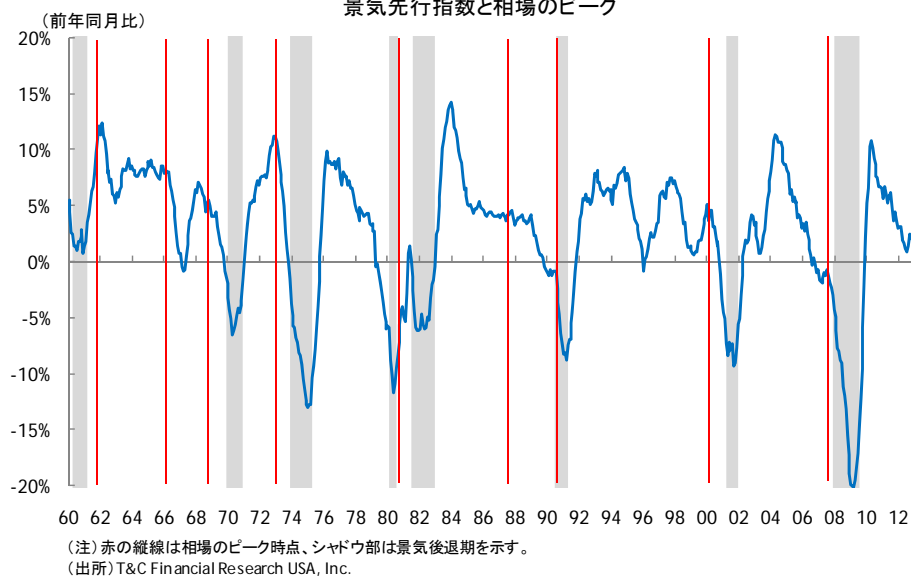
2013 年の相場展開～スムーズな右肩上がりか、それとも凹凸に注意か？

米株式相場は昨年の勢いを新しい年になっても持続している。1 月 25 日には S&P500 が約 5 年振りの 1500 ポイントをつけた。2013 年は全般的に株価の上昇を見込む向きが多いようだが、たとえ年末の株価水準が年初のそれを上回っていたとしても、そこに至るまでの過程が平たんな右肩上がりということも考えにくい。先進国の財政問題と経済、さらにはドイツなどでは行われる選挙などの政治イベントも控えている。ハイイールド債利回りの 6%割れや過去最低レベルに

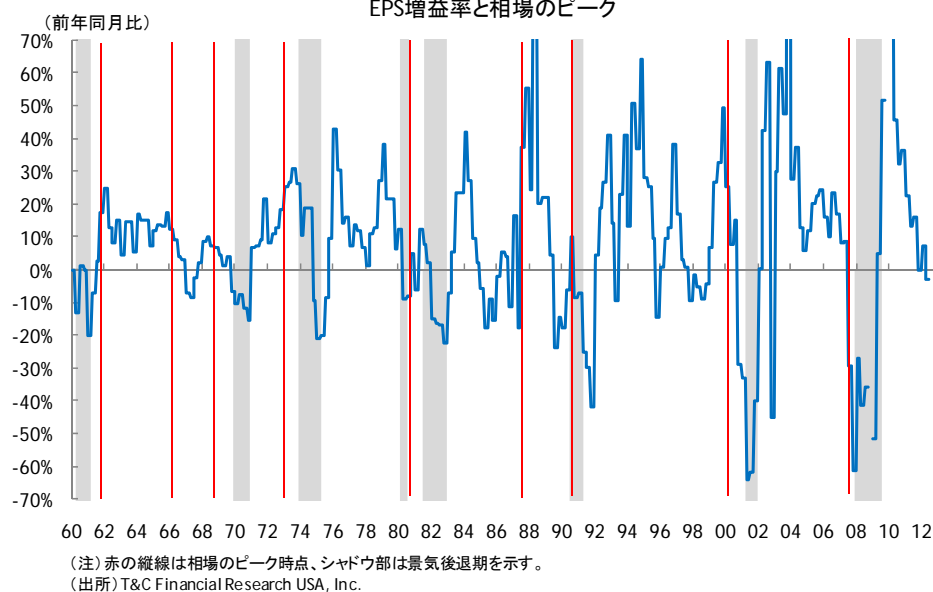
ある VIX 指数など、突然のイベントに対する市場参加者のガードが下がり気味であることをみても、リスクへの備えは必要であろう。

では、足もとの外的環境(ファンダメンタルズ)から相場の調整は近いと言えるのだろうか。図表 1、2 は相場がピークを付けた時点(縦線)と景気・企業業績の動きを重ねたものである。なお、以下、強気相場という場合、高値から 20%以上の下落を経験しない期間と定義している、すると、景気や業績が力強く加速している時期(例えば 61 年 12 月、66 年 2 月、73 年 1 月、2000 年 3 月)にあっても強気相場が終わり弱気相場に転じることはあり、この意味で相場と経済環境はかならずしも連動していない。ただし、それ以外の時期は、経済環境の弱さが強気相場の終焉と一致している。どのくらいの弱さを大雑把に測定するなら、景気先行指数で前年同月比 0%前後、増益率で小幅増といったレベルを明確に下回ると、強気相場は崩れやすいといえる。足もと前者は同 1.1%、後者が 2%増益であるから、楽観は許さない環境ではある。

図表 6 景気先行指数と相場のピーク



図表 7 EPS増益率と相場のピーク



もっともバリュエーションについていうならば、S&P500 の株価収益倍率(PER、過去 4 四半期累計利益ベース)は足もとで 15.4 倍ほどと過去の平均(14~15 倍)を大きく上回っているわけではない。1960 年以降、過去 9 回の強気相場のピーク時点における PER、をみると、古い順に 23 倍、17 倍、18 倍、17 倍、9 倍、21 倍、15 倍、27 倍、19 倍となっている。ばらつきはあるものの、おおむね 17~19 倍程度が一つの目安になりうることから、強気相場が終わるまでには、もう少し上昇余地を残しているともいえる。

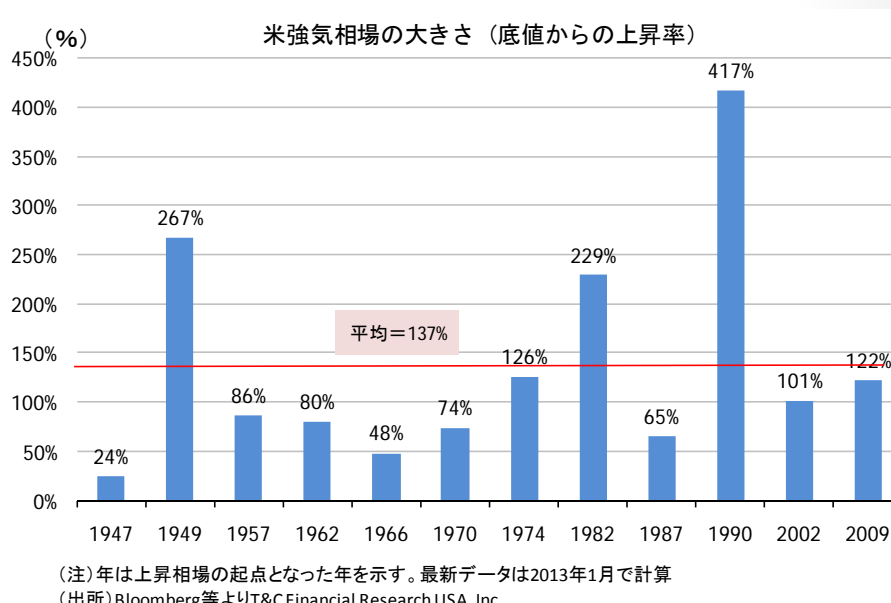
強気相場の持続性~「革命」「ブーム」のない平均的な強気相場は 100%前後の上昇率

一般的に強気相場はどのくらい続き、そしてどのくらいの規模となるものなのであろう。まず規模からみると、戦後 11 回の強気相場の上昇率は平均して底値から 137%の上昇となる。1 月 25 日時点で、2009 年 3 月の底値から 122%の上昇となることから、足もとの強気相場は平均的な強気相場ほどにはまだ達しておらず、あと 10%超の上昇余地は十分にあるということになる。(図表 3)

とはいえ、全く懸念が無い訳ではない。図表 3 をみると、3 回の「超」強気相場(それぞれ 1949 年、1982 年、1990 年を起点とする強気相場)を除けば、平均的な強気相場は 70~120%程度の上昇率にとどまっている。その 3 回の突出した強気相場は、いずれも革新的な技術や投資が米経済と相場をけん引した。具体的には、50 年代が「宇宙開発」、80 年代は「PC 革命」、90 年代は「インターネット革命」である。いわば「革命」や「ブーム」というようなものが超強気相場には不可欠である。果たしてここ数年のあいだに、これら革命的・革新的な投資が米企業で行われてきたかといえば疑問である。この 4 年余り企業は投資をせずに過剰なキャッシュを保持し続けたことをふまれば、今回の強気相場が「超」強気相場になる可能性は小さいだろう。

あるいは、もしかしたらシェールガス「革命」が足もとで進行しているとする向きもあるかもしれない。そうであるならば、もう少しエネルギーセクターが市場平均を上回ってもおかしくないのだが、そうっていない事を考えれば、やはり「革命」とまではいえないのだろう。

図表 8



図表 9 過去の米国株式市場のブーム・テーマ・けん引役

	セクター、テーマ	きっかけ	主な銘柄
1957-1958	航空宇宙	スプートニク打ち上げ	
1961	ボーリング	-	ブラウンズウィック、AMF、ボウルモアコープ、メジャーリーグボーリング
1961	自動販売機	-	
1960年代後半	コングロマリット	-	リットン、ゴルフ&ウェスタン、リングテムコボウト
1968	コンピュータ・リース	-	ユニバーシティーコンピューティング、レビンタウン
1971	モービルホーム	-	ゼント、アイテック、ゼネラルインスツルメンツ
1972	ニフティーフィフティ商品	-	ウィネバゴ、チャンピオンホームビルダーズ、フボラロイド、エイボン、マクドナルド、ゼロックス
1978	カジノ	ニュージャージー州でカジノ管理法可決	リゾートインターナショナル、シーザーズワールド、パリー
1978-1981	エネルギー、鉱山	-	
1982-1983	PC	81年8月にIBMがPC参入	IBM、アップル、タンディー、コモドール、アタリ、TI、
1991	バイオテクノロジー	アムジェンが89/6(エボジェン),91/2(ニューホジエン)上市	アムジェン、バイオジェン、セントコア、カイロン、ジェネテック、ジェンザイム、イミュネックス、シナジェン、ゾーマ、ジェネティックスインスティ
1995-	インターネット第一期	90年に民間企業に開放	ネットスケープ、アメリカオンライン、ヤフー
1999-	インターネット第二期	98年年末のクリスマス商戦	アマゾンドットコム、eBay、
2004-2006	住宅建設		レナー、トールブラザーズ、
2009-	クラウドコンピューティング?ビッグデータ?シェールガス?		

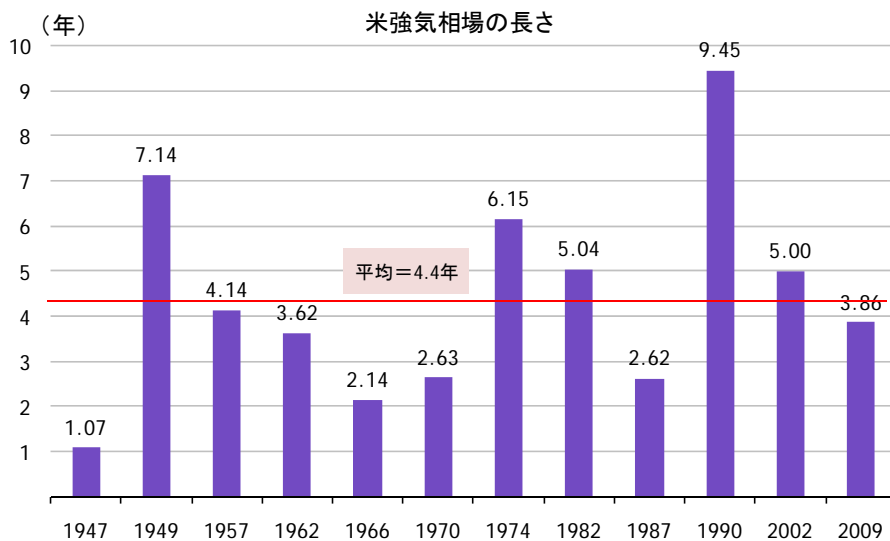
(出所)各種資料よりT&C Financial Research USA, Inc.

金融政策スタンスが強気相場の長さを左右する

次に、強気相場の期間について見てみよう。同じく戦後 11 回の過去の強気相場は平均して 4.4 年の長さになっていた。2009 年 3 月を起点とする今回の強気相場は、来月 4 年目を迎えるため、今年の後半あたりには、そろそろガス欠となる可能性はすくなくない。(図表 5)

ただし、図表 5 をみると、90 年代、2000 年代など、株式市場に優しい金融政策が採られていた時期は、強気相場は比較的長くなる傾向もみられる。実際、2011 年以降の株式市場も FRB の量的緩和が実施されている時とそうでない時期の値動きは対照的である。この意味でも、足もとの上昇相場の持続性のカギは金融政策が握っているとみてよいだらう。FOMC 議事録等からは FRB が前倒しで量的緩和の解除に踏み切る可能性もないわけではなく、それが強気相場の終焉をもたらしかねない。金融当局の政策スタンスに変化がみられるかどうかには引き続き注意が必要だろう。

図表 10



(注) 年は上昇相場の起点となった年を示す。最新データは2013年1月で計算
(出所) Bloomberg等よりT&C Financial Research USA, Inc.

強気相場の末期であることを想定したセクター戦略が求められる

以上の見方を総合すれば、今年前半は強気相場が継続する余地はいまだ残されているものの、年央あたりからは弱気材料に反応しやすくなっていく可能性が高く、2013年は緩やかな右肩上がりというよりは、春先を山とした凸型(いわゆる「往って来い」)の相場展開を見ておくべきだろう。年末時点の株価水準が年初よりも上にあるか下にあるかはひとえに春先の上昇スピード次第だが、いずれにしても2013年の年間上昇率は10%を超えることは無いとみている。また、想定している年後半にかけての調整が、2014年まで継続し高値からの下落率が20%を超える「弱気相場」になるか否かの判断は、今春の景気を見極めてからということになるだろう。

セクター判断も強気相場が末期であることを想定して行う必要がある。相場が高値をつけるまでの一年間の主要10セクターの市場平均(.S&P500指数)に対する超過リターンを過去5回にわたって調べてみたところ、いくつかの傾向が確認できる。一つは消費関連セクターと金融セクター、そしてディフェンシブ(公益・通信)セクターのアンダーパフォーマンス傾向である。中でも金融セクターは過去5回とも全て相場がピークをつけるまでの期間に市場平均を10%以上もアンダーパフォーマンスしている。昨年の株価パフォーマンスで同セクターが突出して良かったことから、今後は反動が生じやすいと考えられ、当面は同セクターのアンダーウェイトが有効と見る。

一方、市場平均をアウトパフォーマンスしやすいのはエネルギーや資本財といったいわゆる「Late Cyclical」セクターで、中でもシェールガスブームや原油価格の安定といった支援材料が期待できるエネルギーセクターのオーバーウェイトを推奨する。

(和田康志)

図表 11

相場がピークをつける前1年間のセクター別超過リターン(vs市場平均)

	PEAK 1980/11/28	PEAK 1987/8/28	PEAK 1990/7/16	PEAK 2000/3/24	PEAK 2007/10/9	セクター判断
エネルギー	40.6%	11.0%	4.9%	-8.7%	29.8%	Over
素材	41.7%	44.4%	-3.8%	-15.3%	19.2%	Over
資本財	0.9%	16.5%	2.6%	-2.3%	5.3%	
一般消費財サービス	-39.7%	10.9%	13.7%	-11.7%	-11.0%	Under
生活必需品	-32.6%	-5.8%	1.9%	-48.9%	-4.3%	
ヘルスケア	-20.4%	16.6%	27.8%	-33.8%	-6.3%	
金融	-33.1%	-22.5%	-17.8%	-19.7%	-14.2%	Under
情報テクノロジー	-25.9%	6.0%	-0.6%	79.6%	8.1%	Under
通信	-44.0%	-27.3%	-2.8%	-8.3%	8.6%	
公益	-28.4%	-32.2%	-7.3%	-22.5%	5.4%	

(出所)S&P等よりT&C Financial Research USA, Inc.

◇ グローバル ETF ポートフォリオについて

アメリカで急拡大する ETF マネージドポートフォリオ

全ての投資家は、ETF を活用することで 1) 透明性・機動性に優れ、2) 様々な投資環境に柔軟に対応できるポートフォリオを構築できる。弊社では ETF のみで構成される「グローバル ETF ポートフォリオ」の設計・運用サービスを提供している。“ETF 先進国”アメリカでは、ETF マネージドポートフォリオと呼ばれる、ETF で構築されたポートフォリオを富裕個人投資家に提供する投資アドバイザー（個人向け投資顧問）が急拡大している。モーニングスター社の調べによれば、昨年半ばまでに数にしておよそ 500 社、運用資産残高にして約 500 億ドルを超える規模に拡大しているという。

弊社のグローバル ETF ポートフォリオ

中長期的なマクロ経済シナリオに基づき、弊社では投資家のリスク許容度やインカムニーズに応じた 3 種類（トータルリターン型、バランス型、インカム型）のグローバル ETF ポートフォリオを「基本ポートフォリオ」として設計している。同ポートフォリオは全て米国市場に上場する主要 ETF で運用されることから、特にコスト面で優れ、流動性や透明性の高さも併せ持っている。また、ETF 自体がリスク分散された商品であることを踏まえ、ポートフォリオを構成する ETF 銘柄数は 10 銘柄前後にとどめている。つまり、最終投資家にとっても理解しやすいシンプルなポートフォリオでありながら、良好なリスク・リターンを実現することを目指したポートフォリオである。2013 年 XX 月より、上記 3 種類の ETF マネージドポートフォリオに基づく投資資金の運用を開始、運用体制の強化と運用資産の拡大を進めている。

3 種類の基本ポートフォリオについて

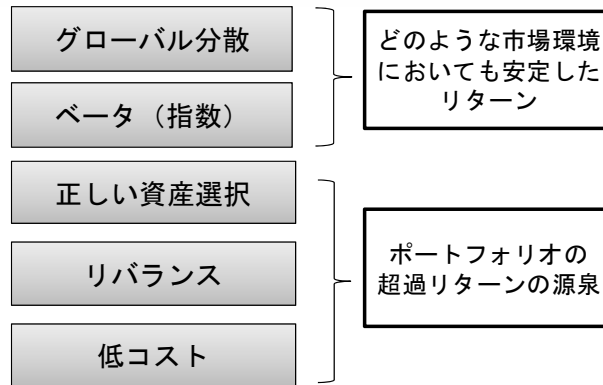
弊社の提供する 3 つの基本ポートフォリオは、中長期のマクロ経済シナリオに基づいて銘柄構成が決定されている。これらは、ポートフォリオ運用における「政策アセットアロケーション」と呼ばれるものであり、適宜リバランスを実施しながらその比率を維持することを目指すものである。ここでは、1) 正しい資産配分と、2) 定期的なリバランスによる「Buy Low Sell High」が超過リターンの源泉であり、さらに 3) 売買コスト・運用コストの極小化によって、運用資産の拡大を図ることになる。なお基本ポートフォリオのベースになる、中長期のマクロ経済シナリオの考え方等については、別資料（“T&C グローバル ETF ポートフォリオの基本方針”）でまとめているので、ご参照頂きたい。また、図表 13 は、T&C グローバル ETF「バランス型」ポートフォリオの推計 NAV 推移を示したものである。

基本ポートフォリオ+「戦術アセットアロケーション(TAA)」

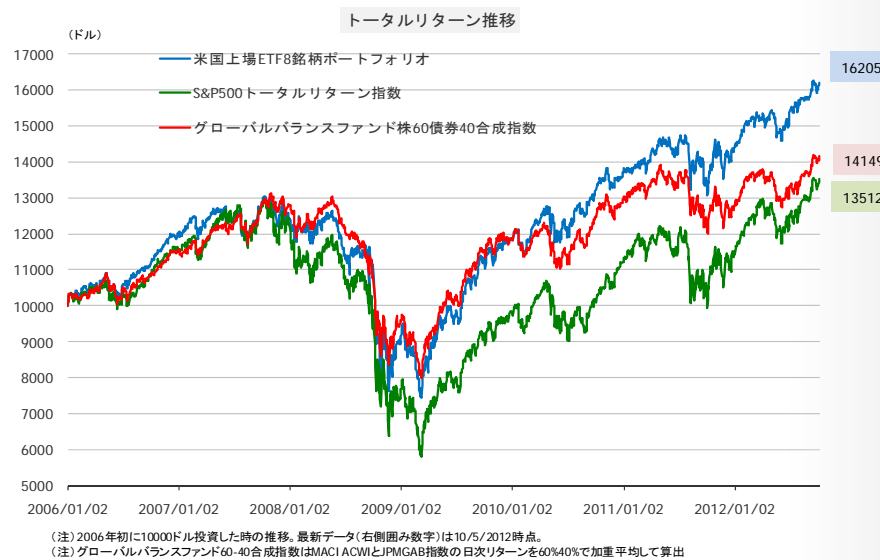
「正しい資産選択」+「リバランス」+「低コスト」が組み合わされた基本ポートフォリオのみでも、十分安定したパフォーマンスを実現できる可能性は高い。ただし、より高いリターンを獲得するには、目先 3 カ月程度の短期において上昇・下落が見込まれる資産を活用した「戦術アセットアロケーション(TAA)」を基本ポートフォリオに加えることが必要になる。当「ETF インベスティング」レポートは、グローバル ETF ポートフォリオに戦術的アセットアロケーションを導入する際の参考とする考え方をまとめたものであり、年 4 回の発行（季刊）を予定している。

図表 12

グローバルETFポートフォリオのコンセプト



図表 13



本号における戦術アセットアロケーション戦略の検討

前段までにおいて検討した目先3カ月程度のアセット・カントリー・セクターアロケーション戦略をまとめたのが図表14になる。これらはいわば「アイデア」の段階であり、これらのアイデアをどのようにポートフォリオに反映させるのかについては、さらに検討が必要になる。

まず強気とすべき資産クラス・ETFを検討すると、米国を中心に不動産市場は安定傾向を見せており、世界的な超低金利・量的緩和政策のバックアップも当面期待できることから、これをポートフォリオに加えることは重要と言えよう。とはいえ、カントリーアロケーションでは欧州市場を弱気の判断としていることから、グローバルREITというよりは、米国REITか新興国REIT、アジアREITが好ましいと考えられる。米国以外の地域をカバーするREITでは、中国REITに連動するETF(グッゲンハイム中国不動産ETF(ティッカー:TAO))があるのみで、新興国やアジア地域のREIT市場に連動するETFは米国市場に上場していない(ただし東証には日本REITと豪州REITに連動するETFが上場している)。中国REITに関しては政府の規制強化等から不透明感もあるため、おのずと米国REITに連動するETFが最終候補として残る。多くの米国REITETFの経費率が0.40%~0.60%で設定されているなか、経費率が0.10%のバンガードREITETF(ティッカー:VNQ)、同0.07%のシュワブ米国REITETF(同:SCHH)などをポートフォリオに組み入れるべきであろう。

図表 14 目先3カ月のTAAマトリックス

	強気	弱気
アセット	不動産	長期国債
カントリー	新興国	欧州
セクター	エネルギー	金融

図表 15 戦術的アセットアロケーション～検討すべきETF

名称	ティッカー	経費率	時価総額 (百万\$)
ロングポジション			
バンガードREIT ETF	VNQ	0.10%	18,095
シュワブ米国REIT ETF	SCHH	0.07%	491
アレリアンMLP ETF	AMPLP	0.85%	5,728
プロシエアーズショート20年超国債ETF	TBF	0.95%	995
ショートポジション			
iシェアーズバークレイズ20年超国債ファンド	TLT	0.15%	3,521
iシェアーズMSCI欧州金融セクター指数ファンド	EUFN	0.48%	42

セクターではエネルギーセクターを強気としているが、特に先進国経済の不透明感が残るなかでは原油価格の変動に影響を受けやすい探索など川上のサブセクターは避けるべきであり、逆に比較的安定的なビジネスでダウンサイドリスクに強いMLP(パイプラインなどの保守運用を行うパートナーシップ)セクターは有望と考える。アレリアンMLPETF(ティッカー:AMPLP)等のETFが検討に値しよう。

次に、弱気とすべき資産クラス・ETFを検討する。アセットクラスでは長期国債を弱気としているが、欧州経済のぜい弱性を踏まえると、欧州主要国債券のショートポジションは、取るリスクに対するリターンが大きさが魅力的とはいえない(欧州周縁国債券に連動するETFがあればよいのだが)。米国長期債に連動するiシェアーズバークレイズ20年超国債ファンド(ティッカー:TLT)のショートポジションあるいはインバース型のプロシエアーズショート20年超国債ETF(同:TBF)のロングポジションが良いだろう。

セクターでは金融、なかでも金融危機が依然としてくすぶっている欧州金融セクターのショートポジションが考慮に値しよう。同資産クラスに連動するETFとしては、iシェアーズMSCI欧州金融セクター指数ファンド(同:EUFN)がある。

(和田康志)

2. ETF 銘柄研究・比較

◇ マーケットベクトル新興市場現地通貨建て債券 ETF (EMLC)

為替リスクをヘッジしつつ、新興国経済の高い成長（リターン）を最低水準のコストで取り込める使い勝手の良いETF

新興国の現地通貨建て債券のパフォーマンスに連動するETF

マーケットベクトル新興市場現地通貨建て債券ETF (EMLC)は2010年7月に上場した新興市場の現地通貨建ての債券(国債・社債)のパフォーマンスに連動するETFである。連動指数はJPモルガン国債指数新興市場グローバルコア指数(GBIEMCOR)で、同指数の年初来騰落率(2月26日まで)は+1.0%となっている。保有する債券銘柄数225銘柄で、連動指数(176銘柄)よりも分散されている。また連動する指数は国債指数であるが、同ETFの保有銘柄のうち14%程度は銀行・電力などが発行する社債が占めている。最も比重の高い銘柄はチリ国債で全体の2.97%、次にラシュドロファイナンス社債(アイルランド)で2.62%となっている。債券発行国別では、ブラジル、ポーランド、南アフリカ、メキシコがそれぞれ10.0%と比較的高い比率を占めている。経費率は0.47%となっており、後述するように競合商品の中では最も経費率が低い。また、毎月分配型であり、分配金利回り(過去12カ月実績ベース)は、4.09%となっている。(以上いずれも2月25日時点のデータ)。

図表1

マーケットベクトル新興市場現地通貨建て債券ETF (EMLC)

マーケットベクトル新興市場現地通貨建て債券ETFはJPモルガン国債指数新興市場コア指数のトータルリターンパフォーマンスに連動する事を目的としたETF。連動指数は新興国の政府によって発行された現地通貨建て債券に投資した場合に得られるリターンを示し、新興市場の債券市場に投資した場合と同じリスクを提供する。

アセットクラス	債券	上場日	2010/07/23
地域・国	新興市場	上場市場	NYSE Arca
リスク	中レベル	経費率	0.47
連動指数	JPモルガン国債指数新興市場コア指数	連動指数の構成銘柄数	176
リプリケーション手法	フルリプリケーション	当銘柄の構成銘柄数	221

(出所)ブルームバーグ等よりT&C XTF Japan

同カテゴリーの競合4銘柄のなかでは最も低い経費率

(上場年月日・時価総額)EMCL が含まれるカテゴリーである「新興市場現地通貨建て債券ETF」は2010年後半から2011年前半にかけて人気化し、上場が相次いだ。その嚆矢となったのが2010年7月の同銘柄の上場であり、その後、2010年8月にウィズダムツリー(ELD)、2011年2月にステートストリート(EBND)、同年10月にiシェアーズ(LEMB)が競合する商品を

それぞれ投入した。現時点で時価総額が最も大きいのは、ウィズダムツリー新興市場現地通貨建て債券 ETF (ELD) で約 18 億ドルとなっている。ちなみに、新興市場の「ドル建て債券」ETF では i シェアーズ JP モルガン米ドル新興市場債券 ETF (EMB) が最も時価総額が大きくおよそ 63 億ドルとなっている。

図表 2

ティッカー	EMLC	EBND	ELD	LEMB
名称	Market Vectors Emerging Markets Local Currency Bond ETF	SPDR Barclays Capital Emerging Markets Local Bond ETF	WisdomTree Emerging Markets Local Debt Fund	iShares Emerging Markets Local Currency Bond Fund
経費率	0.47	0.50	0.55	0.60
時価総額(億ドル)	15.38	1.56	17.95	5.78
平均売買高/日(千株)	524	130	211	41
分配金利回り	4.09	4.44	4.07	3.40
分配金頻度	毎月	毎月*	毎月	毎月
ディスカウント/プレミアム	0.06	0.50	-0.22	0.95
ビッド/アスクスプレッド(%)	0.07	0.30	0.14	0.38
トラッキングエラー	0.69	0.67	2.00	0.53
上場年月日	2010/07/23	2011/02/23	2010/08/09	2011/10/18
上場市場	NYSE Arca	NYSE Arca	NYSE Arca	NYSE Arca
運用会社	Van Eck Associates Corp	SSGA Funds Management Inc	WisdomTree Asset Management Inc	BlackRock Fund Advisors
連動指数(ティッカー)	GBIEMCOR	BLCDTRUU	JGENVUUG	BMBNTRUU
指数構成銘柄数	176	416	N.A.	308
ファンド構成銘柄数	221	233	113	85
リブリケーション手法	Full	Optimize	Active	Optimize
国別構成比	ブラジル 10% ポーランド 10% 南アフリカ 10% メキシコ 10% マレーシア 9%	ブラジル 12.8% 韓国 12.6% メキシコ 8.9% ポーランド 7.4% マレーシア 6.0%	メキシコ 10.6% インドネシア 10.6% マレーシア 10.3% ブラジル 9.9% トルコ 7.1%	韓国 21.8% ブラジル 12.4% メキシコ 7.4% インドネシア 4.5% フィリピン 4.5%

(注) データは全て2/25時点。なおD-P、B-A、TEはブルームバーグの定義で揃えている。

(出所) 各社ホームページ、ブルームバーグよりT&C XTF Japan

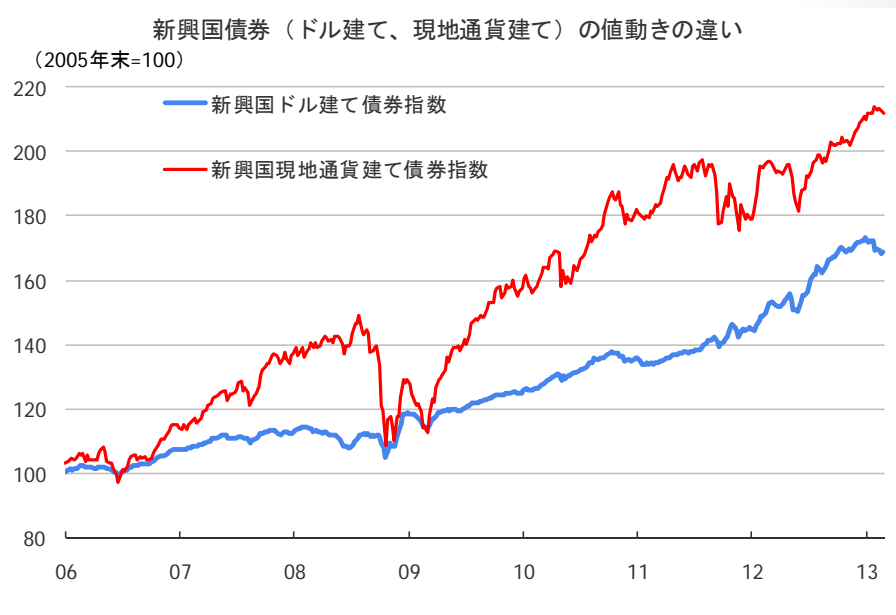
(連動指数・構成銘柄) 競合する ETF 全て連動指数は異なっており、また国別構成もばらばらであり、この点では同じ「新興国現地通貨建て ETF」といってもそのパフォーマンスはかなりばらつきがありそうだ。実際今年に入ってから4銘柄のパフォーマンスは-0.9%(ELD)から+0.4%(EBND)とわずか2カ月で1.3%ポイントものパフォーマンス格差が生じている。国別構成比をみると、ブラジル、メキシコはほぼどの銘柄でも主要な割合を占めているが、韓国の比率が銘柄間で大きく異なっている点が大きなポイントと言えよう。

(銘柄数・トラッキングエラー) 銘柄数を見ると、いずれのETFも100~200銘柄と十分に分散されていると言えるが、一つ注意したいのはウィズダムツリーのELDである。これは「アクティブ

型」ETFとして登録されており、対象指数(ベンチマーク)に連動することを目的としたものではない。このため、ELDのトラッキングエラーは他の銘柄に比べ極端に大きくなっているが、それが大きな問題というわけではない。実際、ELDのポートフォリオには為替の先物契約が多く含まれているとともに、時価総額加重ではなく3段階の等金額加重などの手法をとっている。このため、為替ヘッジ運用やこれらアクティブな運用手法が原因で他の銘柄とは異なる動きをすることもありそうだ。なおトラッキングエラーの面ではLEMBが最も少ないが、これは指数・ファンドの構成銘柄数の少ないために、連動させやすい事が理由であろう。

(経費率)新興市場現地通貨建て債券ETFの経費率はいずれも0.5%前後に設定されており、わずかではあるものEMLCが0.47%と最も低い経費率となっている。ディスカウント/プレミアムやビッドアスクスプレッドといった「見えないトレーディングコスト」も比較的抑えられていることを踏まえると、「新興国現地通貨建て債券」へのエクスポージャーを得るためのツールとしては、EMLCが最も効率が良いETFと言えそうだ。なお分配金利回り(過去12カ月実績)はおおむね4%前後となっており、まずまず高い水準を維持している。その中でEBNDが4.44%と最も高いが、基本毎月分配としている中で、EBNDは分配を見送る月も過去何度か見られることから、「毎月分配」に重きを置く投資家はEBND以外を選ぶべきだろう。

図表3



当ETFの活用法～新興国の通貨上昇と経済成長を同時に獲得しポートフォリオを分散させる

新興国の債券市場は一般的にドル建て債券と現地通貨建て債券があり、ドル建ての場合、新興国通貨の下落リスクに晒されないという利点がある。一方で、新興国経済の安定的な成長とインフレ抑制・対外収支改善といった面が評価される時期には債券高と通貨高が同時に生じるため、ドル建て債券よりも現地通貨建て債券の方がその恩恵を十分に受けることができる。2000年代中盤以降の新興市場ブームにおいては、同地域経済の成長性ととも安定性が評価されたこともあり、自国通貨の上昇を伴ったものであった。(図表3)今後も新興国と先進国の経済格差は縮小に向かうとみるのであれば、ドル建て債券よりも現地通貨建て債券の方が高いパフォーマンスを期待できる。

図表 3 でも明らかなように、為替の変動が加わるため、新興国現地通貨建て債券の値動きは新興国ドル建て債券のそれよりも大きくなる点には注意が必要であるが、資産分散という点では新興国現地通貨建て債券をポートフォリオに組み入れることは意味がある。実際、2003 年以降の週次データを使って、新興国債券・通貨と伝統的資産の相関係数をみると、新興国現地通貨建て債券と米国債との相関係数は 0.125 となっており、その水準とともに、新興国ドル建て債券(0.295)よりも相関が低い点が注目される。一方、新興国現地通貨建て債券は米国株との相関がやや高い点は注意が必要だろう。

図表 4

新興国債券～主要な資産との相関

主要アセット	新興国USD債	新興国LC債	US株式	US債券	新興国株	新興国通貨
新興国USD債	1.000					
新興国LC債	0.786	1.000				
	0.766					
	0.795					
US株式	0.395	0.580	1.000			
	0.273	0.312				
	0.434	0.674				
US債券	0.295	0.125	-0.211	1.000		
	0.362	0.278	-0.188			
	0.272	0.037	-0.232			
新興国株	0.389	0.558	0.864	-0.227	1.000	
	0.209	0.169	0.798	-0.261		
	0.451	0.703	0.885	-0.216		
新興国通貨	0.601	0.863	0.579	-0.003	0.584	1.000
	0.540	0.693	0.302	0.051	0.245	
	0.629	0.937	0.685	-0.036	0.718	

(注) 週次騰落率の相関係数。上段が2003-11年、中段が2003-07年、下段が2008-11年の相関係数を示す

(出所) BloombergよりT&C Financial Research USA, Inc.

ファンダメンタルインデックスの考案者でもある、リサーチ・アフィリエイトのロバート・アーノット氏によれば、新興国の政府債務/GDP 比率は先進国のそれよりも相対的に低いことから、通貨リスクやソブリンリスクといったものを分散化させるという観点からも、(先進国)投資家のポートフォリオに占める新興国債券の比率は高まるだろうと指摘している。

(和田康志)

3. ETF 活用のヒント

◇ アクティブ運用でもパッシブ運用でもない「ETF 運用」

「ETF 運用」はアクティブ運用でもパッシブ運用でもない、新しい運用のスタイルである。

「ETF 運用」とは何か

ETF という金融商品について、たいへん誤解されがちなのは、ETF=インデックス運用(パッシブ運用)とのとらえ方である。ETF という商品が登場した初期の段階では、この認識でも間違いではなかったのであろうが、米国において飛躍的に上場銘柄数が拡大した 2000 年代中ごろ(2005 年)から、ETF 運用とパッシブ運用は全く別のものとして発展してきた。初回となる本号では、この点について解説することにした。

実際、米国においては、ETF 運用をより積極的にとらえ、いわばアクティブ運用ともパッシブ運用とも異なる運用手法としてこれを活用している例が近年急増している。モーニングスター社は、大半が ETF で構成されたポートフォリオとそれを運用する投資アドバイザーを併せて「ETF マネージドポートフォリオ」という名称で呼んでいるが、現在その数はおよそ 500 社、運用残高は 500 億ドル超になるといわれている。以下では、ETF 運用がアクティブ運用とどう異なるのか、パッシブ運用とどのように違うのかについて説明することにしよう。

パッシブ運用の理論的基盤=CAPM、ETF 運用の理論的基盤=APT

いわゆるパッシブ運用(インデックス運用)の理論的背景は CAPM(資本資産価格モデル)である。すなわち、全ての投資家が合理的で、市場が完全に効率的であることを前提とした場合、最小リスクで最大リターンが得られる最適な(リスク資産の)ポートフォリオは時価総額加重された市場ポートフォリオである、との理論である。より噛み砕いてまとめれば、分散された投資を考える場合、リターンをもたらす要因(リスク)はたった一つ「市場ポートフォリオ」しかない。よって、市場を丸ごと買うというインデックス投資が最も優れているとの考え方である。

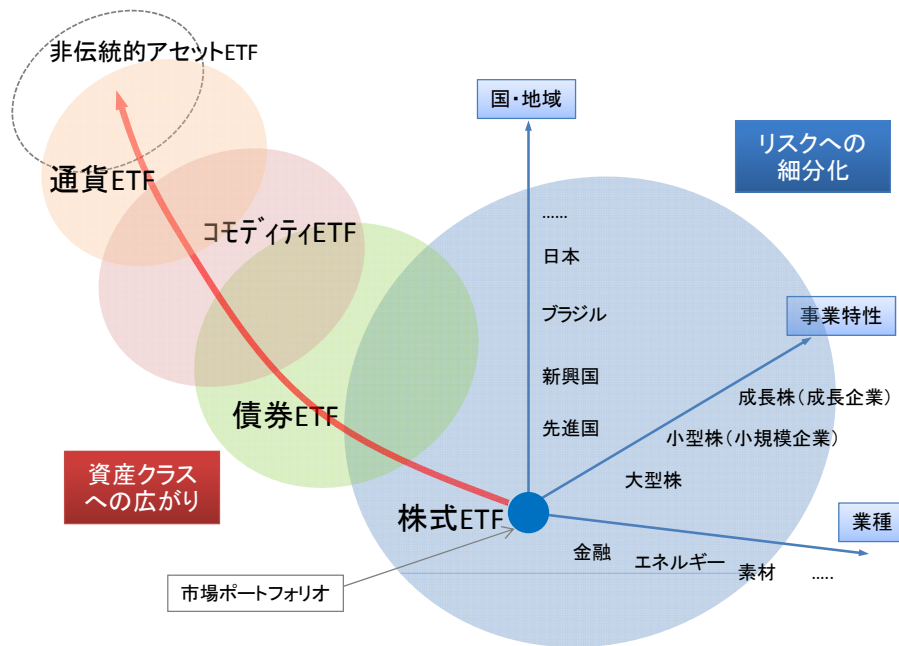
このような考え方の下、インデックス運用は次第に投資家にも受け入れられつつあり、また運用コストを考慮した後のパフォーマンスという点ではアクティブ投資を上回るというデータ・分析も近年事欠かない状況にある。しかしながら、長く投資に関わっているものであればおのずと経験したことがあるように、時に投資家は合理的でない場合もあり、時には十分に分散されたポートフォリオでも、市場ポートフォリオとは関係のない要因(リスク)が投資の成果につながることもある。そのような(市場リスク以外のリスク要因が投資リターンの源泉となる)可能性を取り込んだポートフォリオ理論としては資産価格理論(APT)があり、CAPM をシングルファクターモデルと呼ぶのに対応しマルチファクターモデルとも称される。

当初は ETF も「市場を丸ごと」のインデックス投資のツールとして始まったが、商品ラインアップが株式以外の資産(債券や商品)へ広がるにつれ、様々なリスク要因に機動的に投資するツールとして認識されるようになってきた。ここで言う様々なリスク要因とは、大きく分ければ資産、業種、国・地域、事業特性である(以下まとめて資産クラスと呼ぶことにする)。ETF 運用とは、これら複数の資産クラスを選択し、機動的に投資することで超過的なリターンを得ようという運用

であり、パッシブ運用の考え方(市場を丸ごと投資しそれを持ちっぱなしにする)とは明確に異なるのである。

なお同論点については、証券アナリストジャーナル 2010 年 11 月号に掲載されている藤川・国澤論文「グローバル ETF 市場について～海外に置いて ETF の利用が活発化する理論的な背景について～」に詳しいので、興味のある読者は併せて参照していただきたい。

図表 1 図表1 米国におけるETFの発展経路～資産クラスへの拡大とリスクへの細分化



アクティブ運用の超過リターン源泉＝銘柄選択、ETF運用の超過リターン源泉＝資産選択

次に、アクティブ運用との違いについても考えてみることにしよう。冒頭に指摘した「ETF＝パッシブ運用」という誤解をしている投資家は、アクティブ運用とETF運用が異なることは明らかだろうと言うかもしれないが、実はアクティブ運用とETF運用は思っているほど異なっていない。超過リターンの源泉が前者は銘柄選択にあり、後者は資産クラス選択にあるという違いでしかない。多くの投資家が、いわゆるテーマ投資というものを行っていることを踏まえると、アクティブ運用と言ってもかなりの部分がETF運用で代替が可能とさえ言えるかもしれないのである。

例えば、著名投資家のウォーレン・バフェット氏の投資スタイルに注目し、銘柄選択の参考としたとしよう。2006年頃、同氏は原油価格の上昇に伴い、物資輸送手段としての鉄道がコスト構造上で大きなメリットを得ると考え、鉄道会社のバーリントン・ノーザン・サンタフェ(BNI)への投資を拡大していった。このバフェット氏の投資ロジックを吟味すると、重要なのはBNIという銘柄選択というよりも鉄道という業種選択にあり、そうであるならば「鉄道」という資産クラスに投資をした方が効率的な投資とは言えないだろうか。テーマをベースにした投資の場合、あえて銘柄にまで落とす必要はなく、ETFを活用した効率的な運用が可能になる。重要なことはテーマを発掘することであり、適切な資産クラスを見つけることである。

資産クラスへの選択は銘柄選択よりも難しいか？

以上のように考えると、ETF 運用のカギを握るのは超過リターンを生み出す資産クラスを如何に見極められるかという点にかかってくる。果たして、有望な資産クラスを選択することは、有望な個別銘柄を選択することよりも容易であろうか、あるいは困難であろうか？筆者自身、この問いに対する明確な答えを持ち合わせていないものの、資産クラスの特徴について幾つか指摘しておくことは無駄ではないと考える。

第一に指摘すべき点は、資産クラスのリスク値(標準偏差)が比較的安定している点である。主要な資産のリスク値を1990年以降の約20年間と、5年毎に区切って算出したものが下図にまとめてある。もちろん時期によって多少のぶれはあるものの、その序列が大きく変化することは少ない。すなわち、過去「高リスク」とみられていた資産クラスが、将来「低リスク」の資産クラスとなる可能性は極めて限られている。この点を踏まえれば、資産クラス選択の際には、高リスク資産であるにもかかわらず、過去数年のリターンが相対的に低い資産クラスというのが、狙い目になる。

図表 2

図表1 リスクは比較的安定している

	5年毎に区切ってみたリスク値					全期間	
	'90-'94	'95-'99	'00-'04	'05-'09	'10-'12	'90-'12	
香港株 (ハンセン指数)	24%	29%	24%	25%	23%	25%	高 リ ス ク 資 産
日本株 (TOPIX)	21%	19%	19%	22%	18%	20%	
新興国株 (MSCI新興市場指数)	18%	18%	18%	23%	17%	19%	
米国株 (S&P500指数)	12%	15%	19%	22%	19%	17%	中 リ ス ク 資 産
先進国株 (MSCI EAFE指数)	14%	14%	16%	21%	17%	16%	
ドル円	10%	14%	10%	11%	10%	11%	低 リ ス ク 資 産
米国ハイイールド債 (BofAメリルリンチ指数)	5%	4%	8%	11%	8%	8%	
米国長期国債 (10年国債TR指数)	5%	6%	6%	6%	7%	6%	
グローバル債券 (JPMグローバル債券指数)	5%	6%	6%	6%	5%	6%	

(注) 株はプライスリターン指数、債券はトータルリターン指数について、各期間における週次リターンの年率標準偏差を求めたもの
(出所) BloombergよりT&C Financial Research USA, Inc.

ETF 運用に定期的なリバランスが必要不可欠な理由

第二のポイントは、個別銘柄への投資がゼロになる(つまり倒産という)リスクはあるが、資産クラスへの投資がゼロになる可能性は極めて低いという点である。もちろん、資産クラスの範囲がより狭い場合、例えば太陽エネルギーセクターなどが消滅してしまうリスクが無い訳ではないが、より広範囲の代表的な資産クラスへの投資がゼロになる可能性は低い。

投資判断で最も難しいのは、売り、買いの判断ではなく、買ったにもかかわらずその後も値を下げ続けている投資をどうするか(ロスカットまたは買い増し)という判断にある。投資歴の長いベテラン投資家でも、そのような時に判断を間違えることは避けられない。しかし、個別銘柄とは異なり、資産クラスは常に存在し、そのリスク値は他の資産クラスとの関係において安定している。このため、保有した資産クラスが下げ続けた場合の投資判断は、ロスカットではなく「買い増し」に絞られることになる。つまり資産クラスをポートフォリオで保有し、それをリバランスし続けることによって、投資家は大きな投資のミスを避けることができるのである。ETF 運用において、

定期的なりバランスが必要不可欠であるということが、この点からも明らかであろう。資産クラス
の選択は決して容易ではないものの、銘柄の選択におけるような大きなミスを回避することは可
能なようにみえる。

さらに言えば、金融危機以降「市場間・市場内連動性の強まり」という傾向が顕著に見られて
おり、このような投資環境がアクティブ運用よりもETF運用が有利になる背景ともなっている。次
号でこの点について議論を進めるとともに、ゆくゆくは「かくれインデックス」(Closed Index)運用
の問題も指摘しながらETF運用の利点といった点を明らかにしていきたいと考えている。

(和田康志)