

ETF Investing

Vol.10 - 2015 Summer

T&C XTF Japan 2015年6月29日発行

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
- ◇ 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
- ◇ 当面の為替動向
- ◇ TAA 戦略の検討
- ◇ T&C グローバル ETF ポートフォリオについて

2. ETF 活用のヒント

- ◇ ETF を活用した金利上昇に強いポートフォリオの作り方

T&C XTF Japan
New York Office
和田康志, CFA
井上秀之

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: 債券

アンダーウェイト: コモディティ

世界経済の成長見通しは下方修正へと再転換

国際通貨基金(IMF)が4月14日に公表した「世界経済見通し(WEO)」によると、2015年の世界経済の成長率見通しは3.5%と、前回1月の見通しが据え置かれた。2016年については3.8%と1月の3.7%から0.1%ポイント上方修正された。ユーロ圏やインドでの見通しが上振れたほか、原油安や円安の恩恵を受けて日本が上方修正された。一方、ドル高が懸念されて米国の見通しが引き下げられたほか、新興国ではロシア、ブラジル、南アフリカで懸念が高まっているとした。また、中国についても景気が鈍化しているとし、米利上げが実施された場合には、新興国からの資金流出が懸念されるとした。

経済協力開発機構(OECD)が6月3日に公表した、世界経済見通し(エコノミックアウトルック)によると、2015年の世界経済の成長率は3.1%となり、前回11月の3.7%から0.6%ポイント下方修正された。2016年は3.8%と11月の4.1%から0.3%ポイントの下方修正となった。尚、OECDは3月18日に中間報告を公表しているが、中間報告では2015年が4.0%、2016年が4.3%と11月の見通しからそれぞれ上方修正されており、中間報告と比べると6月の見通しはより大幅な下方修正となる。

世界銀行が6月10日に公表した世界経済見通しによると、2015年の世界経済の成長見通しは2.8%となり、1月時点の3.0%から下方修正された。2016年については、3.3%と1月時点の見通しが据え置かれている。

年初の米成長率が予想外に低下したことも手伝って、2015年の世界経済の成長見通しが軒並み下方修正となっている。下方修正の背景には、米利上げによるドル高とその影響で新興国からの資金流出やコモディティ価格の下落といった懸念もあることから、アセットアロケーションは、株式やコモディティへの投資比率を引き下げ、債券のウェイトを引き上げることが推奨される。加えて、ギリシャの債務不履行への懸念が強まっており、ユーロ離脱も現実味を帯びてきている。ギリシャでのイベントリスクが高まっていることも、リスク回避の債券買いをサポートしよう。

図表1 世界経済の成長見通し(前年比%)

	2013	2014	2015	前回との差	2016	前回との差
IMF(4月)	3.4	3.4	3.5	0.0	3.8	0.1
世界銀行(6月)	2.5	2.6	2.8	-0.2	3.3	0.0
OECD(6月)	3.3	3.3	3.1	-0.9	3.8	-0.5

注：前回見通しはIMFと世界銀行が2015年1月、OECDは2015年3月。

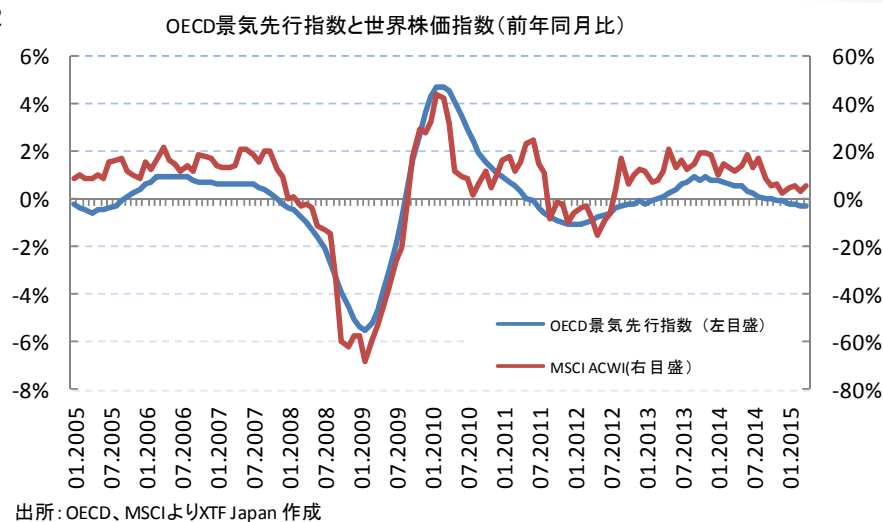
出所：IMF、OECD、世界銀行よりXTF Japan作成

株式市場は上値の重い展開か、景気先行指数が弱含む

年初からおおむね堅調に推移してきた株式市場は、4月以降もほぼ1-3月期の上昇ペースを維持している。23の先進国・地域と21の新興国・地域の計44カ国・地域の株価指数で構成されているMSCIオール・カントリー・ワールド・インデックス(ACWI)の年初来の騰落率は6月19日現在で3.6%上昇、4月以降の騰落率は1.7%上昇となった。23の先進国・地域で構成されるMSCIワールド・インデックスは年初来では3.8%上昇、4月以降では2.0%上昇した。21の新興国・地域で構成されるMSCIエマージング・マーケット・インデックスは年初来では1.9%上昇したが、4月以降は横ばいとなった。年初から先進国が新興国をアウトパフォームする状況が続いており、4月以降はこの傾向がより顕著になっている。

経済協力開発機構(OECD)がアイスランドを除く33の加盟国の経済指標に基づいて算出しているOECD景気先行指数と世界株価指数(ACWI)のそれぞれの前年同月比の動きを比べると、おおむね方向性が一致している。2015年4月まで過去10年の月次データの相関係数は0.87と高い正の相関を示している。OECD景気先行指数を前年同月比でみると、2013年12月の0.9%上昇をピークにその後は緩やかに伸びを低下させている。2015年に入ってもこの傾向は続いており、2014年11月に前年同月比0.1%低下とマイナスに転じた後、2015年4月は同0.3%低下と下げ幅を拡大している。世界の成長率見通しが下方修正されるなか、先行指数も弱含みで推移していることから、株価の先行きについても警戒が必要となろう。

図表2



金融政策の見通しは日米欧で三者三様

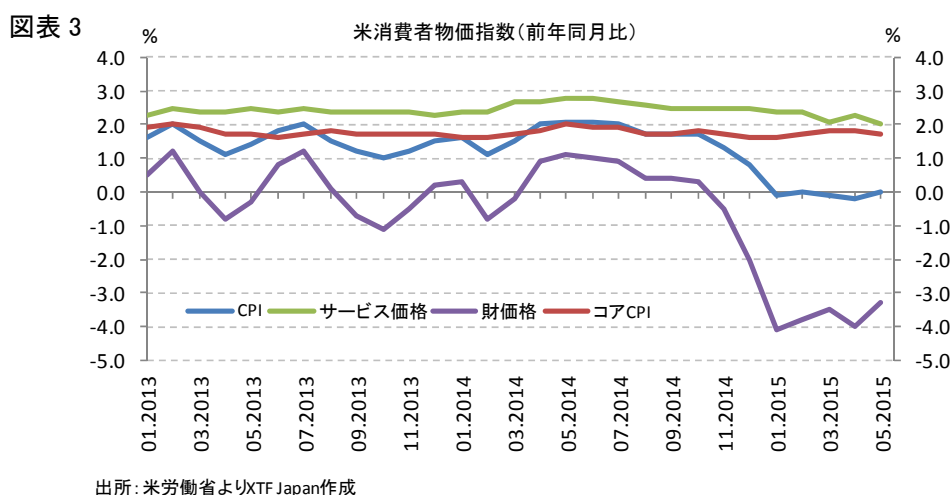
6月16・17日に開かれた米連邦公開市場委員会(FOMC)では、政策金利の据え置きが決定された。年初には6月に利上げ開始のとの見方も有力視されていたが、1-3月期の国内総生産(GDP)が予想外のマイナス成長となったことで、利上げ開始時期が先送りされている。市場では、早ければ9月開始との声もある一方で、来年以降にずれ込むとの見方もあり、予想の幅は広いが、年内には開始されるとの見方がコンセンサスとなりつつあることから、12月開始をメインシナリオとしつつ、状況を見守ることになりそうだ。

政策委員の中心的な経済見通しによると、2015年の米成長率が1.8~2.0%となり、前回3月の2.3~2.7%から大きく引き下げられた。ただし、下方修正は1-3月期のマイナス成長が主因であり、2016年以降については若干の上方修正がみられることから、今後の米経済についてはむしろ強気といえる。また、2016年末における政策金利水準の見通しが低下したことから、利上

げが開始されても利上げスピードはかなり緩やかなものになると解釈されている。背景としては、株価やドルへの影響が懸念されているもようだ。

5月の非農業部門の雇用者数は前月比28.0万人の増加となり、雇用情勢は引き続き堅調さを維持している。物価と雇用の安定がFRBの金融政策の2つの柱であることを踏まえると、利上げ時期の判断には物価動向がカギを握ることになりそうだ。5月の消費者物価指数は前年同月比で横ばいと4月の同0.2%低下から持ち直したものの、ようやくデフレ状態を脱したばかりである。懸念されるのはサービス価格の上昇が鈍化している点で、5月のサービス価格は前年同月比2.0%上昇と2012年8月以来の低水準となった。財価格は主に国際経済の影響を受けやすく、サービス価格は国内経済の影響を受けやすい。サービス価格の低下は国内景気に陰りが出始めたサインの可能性もある。ドル高の修正で財価格が持ち直したとしてもインフレ率が低水準にとどまる公算があり、注意が必要だ。

年初からおおむね2.0%を中心に推移してきた米10年債利回りは、5月にやや水準を引き上げた。6月中旬には一時2.5%近辺まで上昇しており、年内利上げを徐々に織り込んでいっているもようだ。



欧州中央銀行(ECB)は6月3日の理事会で、現行の量的緩和(QE)政策の維持を決定した。ECBは今年1月の理事会で国債を含む債券の買い入れを決定し、3月から本格的なQEを開始した。これを受け、年初に0.5%台を推移していたドイツ10年債利回りは3月中旬に0.1%台まで低下、4月中旬には0.1%を割り込み、7年債までがマイナス金利となった。しかし、その後発表された経済指標が市場の予想を上回ったことから、金利は急反発となり、ドイツ10年債利回りは6月上旬に1.0%近辺まで上昇した。

6月の理事会で公表されたECBの経済見通しでは、ユーロ圏のGDP見通しは、2015年が1.5%増加、2016年が1.9%増加と前回3月時点での見通しが据え置かれた。インフレ率は、2015年が0.3%、2016年が1.5%とし、3月見通しから2015年は0.3%ポイント上方修正されたが、2016年は据え置きとなっている。5月のユーロ圏の消費者物価指数は前年同月比0.3%上昇となり、6カ月ぶりにプラスとなった。ECBはQEを2016年9月まで実施するとしているが、1月には同0.7%下落していた物価が予想以上に早く回復したことから、2016年9月を待たずにQEを終了するのではないかとの見方が出ている。ECBは6月の理事会で予定に変更はないことを強調しているが、ドイツ国債利回りはQE実施前の水準を大きく上回っており、当面は早期終了への警戒感がくすぶり続けるもようだ。

日銀は6月18・19日に開かれた金融政策決定会合で、現行の量的・質的緩和(QQE)政策の継続を決定した。現状維持は予想通りでサプライズはなかったものの、政策運営が大きく見直されている。これまで年14回開催されていた決定会合を年8月とし、FRBやECBと足並みを合

わせた。また、現在4月と10月の年2回公表している「経済・物価情勢の展望(展望レポート)」を1月と7月にも公表し、計年4回とする。さらに、議事録要旨に先立って、1週間後に政策委員から出た主な発言を公表するとした。

2013年4月に実施されたQQEでは「2年で2%」のインフレ目標が設定されたが、2015年4月の消費者物価指数(生鮮食品を除く、コアCPI)は前年同月比0.3%上昇となり、消費税率引き上げの影響を除くと実質ゼロ%となった。6月5日に公表されたESPフォーキャスト(民間エコノミストによる予測の集計)によると、7-9月期の消費者物価指数は前年同期比でマイナスに転じる見通しとなっている。その後はプラスに転じる見通しではあるものの、実際にマイナスに転じた場合には、将来のインフレ見通しに対する悪影響が懸念され、日銀は追加緩和に踏み切るとの見方は根強い。一方、日銀は既に4月の会合において、2%目標を2016年度前半とし、ゴールポストを動かしていることから、当面は追加緩和の必要がないとの見方もある。

このように、日米欧で金融政策の見通しが三者三様となっており、米国では年内利上げ、欧州では早期解除、日本では追加緩和が市場の関心となっていることから、金利の上昇リスクは日本、欧州、米国の順で高まることになろう。

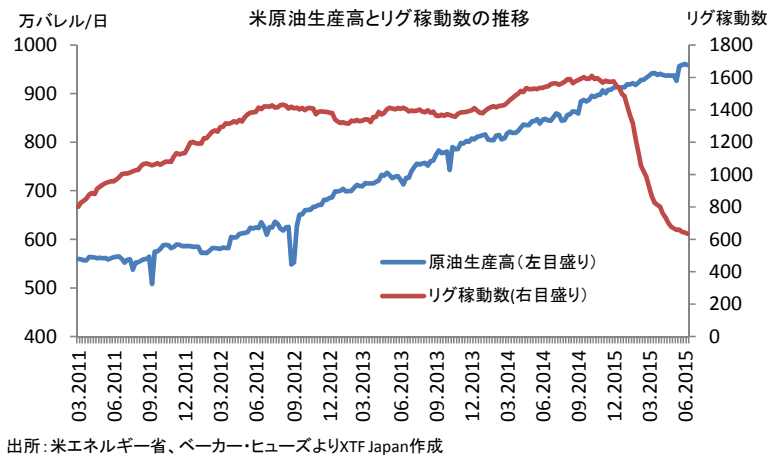
商品市場は原油価格の回復で持ち直すも持続性には疑問

商品市場は、ユーロが対ドルで急反発し、ドルが軟調となったことからやや持ち直しの動きとなっている。原油価格(WTI期近)は6月19日現在で1バレル=59.45ドルとなり、年初来の騰落率は11.6%上昇、4月以降の当落率は24.9%上昇と、過去3カ月で急速に持ち直している。ドルが軟調に転じたことに加え、米国内での石油生産が低下したことで、需給面からの引き締めも期待されている。米国内での原油生産高は、3月中旬に日量942万バレルでいったんは頭打ちとなり、5月中旬には同926万バレルまで低下した。ただし、その後は再び増加に転じ、6月に入ると同960万バレル前後となっている。原油価格は3月中旬の43ドル台で底入れとなり、5月上旬までには60ドル台を回復したものの、その後はこの水準を挟んでもみ合いとなっている。

ニューヨーク金先物価格(期近、終値)の年初来の騰落率は6月19日現在で1.6%上昇、4月以降の騰落率は1.5%上昇となっている。ドルが下落する場面やギリシャでの債務不履行(デフォルト)懸念が高まる場面では、1200ドルの節目を回復する場面もみられたものの、ユーロ圏や米国で金利水準が上昇したことが、金利を生まない金にとっては逆風となり、この節目を維持できないでいる。年初から6月19日までの平均価格は1206ドルで前年同期の1290ドルを6.5%下回っている。

22品目の商品先物価格で構成されるブルームバーグ商品指数(旧ダウ・ジョーンズUSB商品指数)の年初来の騰落率は6月19日現在で4.3%下落と依然としてマイナス圏にある。4月以降の騰落率は1.7%上昇と持ち直してはいるものの、上げ幅はわずかにとどまっている。過去5年のブルームバーグ商品指数と名目ドル指数を時系列で見ると、相関係数はマイナス0.92と高い負の相関を示しており、国際商品価格がドルの影響を強く受けていることがわかる。ドイツ国債利回りの急上昇に伴い、ドルが軟調に推移する場面もみられたが、量的緩和を維持するECBと利上げを視野に入れるFRBとの政策スタンスの差を考えると、今後ともドルが軟調に推移するとは考えづらく、むしろ再びドル高歩調に戻る事が警戒されることから、商品価格の持続的な上昇は見込みづらいらう。(井上秀之)

図表 4



◇ 当面のカントリーアロケーション

オーバーウェイト： **日本**

アンダーウェイト： **中国**

ギリシャ問題や中国での株価急騰を警戒

4月から6月にかけて、主な国際機関から公表された2015年および2016年の成長見通しを国別でみると、まだらもようとなるなかで、前回の公表分から総じて上方修正されている国として、先進国ではユーロ圏と日本、新興国ではインドが挙げられる。アセットクラスとして株式を念頭に置くと、カントリーアロケーションは、まずベースラインとして、ユーロ圏、日本、インドがオーバーウェイトの候補となりそうだ。ただし、ユーロ圏がギリシャ問題の震源地であること、新興国より先進国へのアロケーションが推奨されることを考え合わせると、消去法的に日本が選択されてくる。

日本の2015年の成長見通しには下方修正もみられるが、これには2014年のマイナス成長が影響しており、2015年後半から来年に向けて、世界的に見通しが下方修正されているなかで、日本の見通しは据え置かれている。また、日銀や公的年金からの買い支えも期待されていることから、ダウンサイドリスクも相対的に小さいと思われる。

一方、米国、中国、ブラジル、ロシアといったところが、下方修正されており、アンダーウェイトの候補となる。ただし、米国は年初の景気失速を反映した下方修正であり、将来的な見通しが低下したわけではない。ブラジルに関しては、株価が下げ止まりの兆しを見せ始めており、さらなる下落リスクは小さくなっているもようだ。一方、中国では、成長の鈍化が継続するなかで、金融緩和を好感して株価が急騰しており、目先の調整への警戒感が強まっていることから、中国をアンダーウェイトとしたい。

図表 5 主要国・地域の成長見通し

単位：%

	IMF				OECD				世界銀行			
	4月見通し		1月からの修正		6月見通し		3月からの修正		6月見通し		1月からの修正	
	2015	2016	2015	2016	2015	2016	2015	2016	2015	2016	2015	2016
先進国	2.4	2.4	0.0	0.0	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	2.0	2.4	-0.2	0.0
米国	3.1	3.1	-0.5	-0.2	2.0	2.8	-1.1	-0.2	2.7	2.8	-0.5	-0.2
ユーロ圏	1.5	1.6	0.3	0.2	1.4	2.1	0.0	0.1	1.5	1.8	0.4	0.2
ドイツ	1.6	1.7	0.3	0.2	1.6	2.3	-0.1	0.1	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
フランス	1.2	1.5	0.3	0.2	1.1	1.7	0.0	0.0	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
イタリア	0.5	1.1	0.1	0.3	0.6	1.5	0.0	0.2	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
日本	1.0	1.2	0.4	0.4	0.7	1.4	-0.3	0.0	1.1	1.7	-0.1	0.1
英国	2.7	2.3	0.0	-0.1	2.4	2.3	-0.2	-0.2	2.6	2.6	-0.3	0.0
カナダ	2.2	2.0	-0.1	-0.1	1.5	2.3	-0.7	0.2	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
新興国	4.3	4.7	0.0	0.0	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	4.4	5.2	-0.4	-0.1
中国	6.8	6.3	0.0	0.0	6.8	6.7	-0.2	-0.2	7.1	7.0	0.0	0.0
インド	7.5	7.5	1.2	1.0	6.9	7.6	-0.8	-0.4	7.5	7.9	1.1	0.9
ブラジル	-1.0	1.0	-1.3	-0.5	-0.8	1.1	-0.3	-0.1	-1.3	1.1	-2.3	-1.4
ロシア	-3.8	-1.1	-0.8	-0.1	-3.1	0.8	n.a.	n.a.	-2.7	0.7	0.2	0.6

出所：IMF、OECD、世界銀行よりXTF Japan作成

米経済は低成長の長期化リスクが高まっている

1-3 月期の米実質国内総生産(GDP)は前期比年率 0.7%減少と予想外のマイナス成長となった。2009 年 6 月に景気のボトムをつけて以降、米経済がマイナス成長となるのはこれで 3 回目であるが、すべてが第 1 四半期となっており、季節調整に問題があるのではないかと指摘も多く、数字ほどには悪化していない可能性がある。また、雇用情勢が引き続き堅調を維持していることも景気の先行きに対して安心感を与えている。とはいえ、米経済の回復が予想を下回り、低成長が長期化する兆候はうかがえる。FRB のプレイナーダ理事は 6 月 2 日、「米景気の低迷が一時的なものにとどまらない恐れがある」と指摘し、消費や投資が低調に推移しており、ドル高や海外需要の低迷が米景気の回復を阻害しているとの認識を示している。

個人消費の動きをみると、4 月の米個人所得は前月比 0.4%増加したものの、個人消費は同変わらずとなった。貯蓄率が 5.6%と前月の 5.2%から上昇しており、所得の増加が貯蓄に回っている。米貯蓄率は、昨年 11 月の 4.5%から今年 2 月には 5.7%にまで上昇しており、昨年来の原油価格の急落でガソリン価格も大幅に低下したが、浮いたお金は消費に回らず、貯蓄に回った可能性が指摘されている。貯蓄率の上昇は将来に対する不安の裏返しともみられており、米消費者信頼感指数の期待指数が低下していることも気がかりだ。

生産関連に目を移すと、5 月のシカゴ連銀全米活動(CFNAI)はマイナス 0.17 と 5 カ月連続でマイナスとなった。5 カ月連続は 2009 年以来となり、景気が本格的な回復局面に入ってから以降、生産活動は最も不活発となっている。また、5 月の米鉱工業生産指数は前月比 0.2%低下し、4 月の同 0.5%低下に続き 2 カ月連続でマイナスとなっている。さらに、1-3 月期の米労働生産性は 3.1%低下し、2006 年以来初めて 2 四半期連続でマイナスとなった。一方、1-3 月期の労働コストは 6.7%増加と大幅な伸びを示しており、賃金の上昇が期待できることはプラス面とも捉えられるが、企業収益を圧迫する懸念もある。

フィラデルフィア連銀が 5 月 15 日に公表したエコノミスト調査によると、4-6 月期の米 GDP 見通しは 2.5%増加となり、前回 3 月の 3.0%から 0.5%ポイント下方修正された。一方、アトランタ連銀が公表している GDP ナウによると、6 月 16 日現在での 4-6 月期の米 GDP は 1.9%増加と予想されており、2.5%には届いていない。GDP ナウは 1-3 月期の速報値が 0.2%増加と発表さ

れた当時、0.1%増加と予想し、市場コンセンサスの 1.0%増加に比べより正確に予測していたとして注目を集めた。

米経済は、景気後退が懸念されるほど悲観的な状況ではないとはいえ、低成長が長期化するリスクには引き続き警戒が必要と思われる。利上げ見通しやドル高による企業収益の悪化も懸念されており、S&P500 株価指数の年初来の騰落率は 6 月 19 日現在で 2.5%上昇、4 月以降では 2.0%上昇と小幅な伸びにとどまっている。

ユーロ圏はユーロ反発の影響を見極めへ、ギリシャ問題も要警戒

ユーロ圏の 1-3 月期の実質域内総生産(GDP)は前期比 0.4%増加となり、10-12 月期の同 0.3%増加から伸び率を拡大し、8 四半期連続でプラス成長を確保した。中心国のドイツでは同 0.3%増加と 10-12 月期の同 0.7%増加から伸びが鈍ったものの、10-12 月期にともに横ばいに終わったフランスとイタリアがそれぞれ 0.6%増加、0.3%増加と成長を加速させた。また、スペインも同 0.9%増加と 10-12 月期の同 0.7%増加に続いて高い伸びとなった。一方、ギリシャは同 0.2%減少と 10-12 月期の同 0.4%減少に続き、2 四半期連続でマイナス成長となった。

ユーロ圏経済は、ユーロ安を追い風に堅調に回復してきたが、追い風は既に弱まっているもようだ。ユーロ・ドルは 3 月中旬に 1 ユーロ=1.04ドル台まで下落したものの、5 月中旬には 1.14ドル台まで回復している。ユーロの反発とともに景気の回復を主導してきたドイツの成長が鈍化したことが懸念されている。また、ユーロ安はデフレ脱却にも寄与してきたが、ユーロの下落に歯止めがかかったことで、物価の伸びが再び低調になることも懸念されている。

ギリシャの債務問題も引き続き懸念材料だ。6 月 25・26 日の EU 首脳会議で正式合意を目指してはいるものの、合意に至らなければ、ギリシャの債務不履行(デフォルト)、財政破綻、ユーロ離脱が現実味を帯びてくる。仮に、合意できたとしても、ギリシャが再び債務返済で行き詰まる可能性は高く、問題を先送りしているに過ぎない。安全網の整備などから、ギリシャ問題を過小評価する声もあるが、実際にデフォルトが起きた場合の不確実性は高く、警戒が必要だ。

日本の株式市場は実体経済とのかい離を警戒も公的資金が下支え

日本の 1-3 月期の実質国内総生産(GDP)は前期比年率 3.9%増加し、10-12 月期の同 1.2%増加から成長を加速した。期待はずれに終わった 10-12 月期からは伸びが高まったとはいえ、2014 年度は 0.9%のマイナス成長に終わっている。

4 月の実質賃金は前年同月比 0.1%低下し、24 カ月連続で前年水準を下回った。消費税率引き上げの影響がはく落することからインフレ率が低下し、実質賃金もプラスを回復すると見込まれていたが、結果はマイナスを維持した。短期的にはデフレリスクが高まっており、実質賃金もプラスを回復することが想定されるものの、デフレにともなう実質賃金の上昇では個人消費の伸びは期待薄となる。また、日本では 2013 年度から家計の貯蓄率がマイナスになっており、成長に必要な投資を家計の貯蓄で賄うことが難しくなっている。貯蓄率の低下は潜在成長率の抑制要因とみられている。

実体経済は堅調とはいいがたいが、株価は好調だ。日経平均株価の年初来の騰落率は 6 月 19 日現在で 15.6%上昇、4 月以降の騰落率も 5.0%上昇とやや勢いは鈍化しているものの、日銀や公的年金の購入を背景とした買い安心感も手伝って堅調を維持している。ただし、量的緩和により長期金利が名目 GDP を下回る状況が続いており、これはバブルを助長する面もあることから上昇ペースが速すぎるようだと警戒も必要となりそうだ。

新興国では、中国市場の過熱感を警戒

新興国では成長率鈍化の続く中国で、相次ぐ金融緩和を好感して株価が急騰しており、実体経済との乖離が懸念されている。インドは中国を抜いて主要国では最も高い成長率を達成したが、株価はやや軟調に推移している。ブラジルでは、成長率がマイナスに転じ、このまま景気後退りする可能性が高まっているが、株価は底堅い動きとなっている。

まず、中国をみると、1-3 月期の実質国内総生産(GDP)は前年同期比 7.0%増加にとどまり、10-12 月期の同 7.3%増加から減速し、伸び率は 6 年ぶりの低水準となった。3 月の全国人民代表大会で 2015 年の成長目標は 7.0%前後へと前年の 7.5%から引き下げられたが、7.0%でも達成が危ぶまれている。2014 年の成長率が 7.4%にとどまり、16 年ぶりに目標未達となったことから、2 年連続で目標を下回ることになれば、政権への批判も避けがたく、政治的にも不安定になりかねない。

主な経済指標を見る限りでは中国の成長鈍化に歯止めがかかったようすはまだうかがえない。5 月の主要 70 都市の新築住宅価格は前月比 0.2%上昇と 13 カ月ぶりに上昇し、住宅価格には底入れの兆しが出ている。ただし、前年同月を 5.7%下回るほか、在庫は前年同月比 21.9%増加と高水準が続いている。1-5 月期の不動産投資は前年同期比 5.1%増加と 1-4 月期の同 6.0%増加から減速し、6 年ぶりの低い伸びとなった。1-5 月期の不動産販売も前年同期比 0.2%の減少となっており、仮に住宅価格が底入れしたとしても高水準の在庫が重しとなり、不動産投資の回復には時間がかかるとみられている。また、1-5 月期の固定資産投資は前年同期比 11.4%増加と 1-4 月の 12.0%増加から伸び率が低下し、2000 年以來の低い伸びとなっている。6 月の中国製造業購買担当者景気指数(PMI)は 49.6 となり、5 月の 49.2 から小幅に上昇したものの、景況感の改善・悪化の分かれ目となる 50 を 4 カ月連続で下回った。

一方、相次ぐ金融緩和を受けて株価が急騰している。上海総合指数の年初来の騰落率は 6 月 12 日現在で 59.7%上昇、4 月以降の騰落率は 37.8%上昇、前年比では 151.8%上昇と驚異的な伸びを示している。住宅バブルの崩壊を未然に防ぎ、成長の鈍化に歯止めをかけるために中国政府が相次いで景気対策を打ち出していることが株高の背景にある。中国経済は、経済対策の効果が始まってはいるものの、まだ成長スピードの鈍化に歯止めがかかったとは言い難い。さらなる金融緩和が見込まれており、株価をさらに押し上げる公算がある一方で、速すぎる株価の上昇への警戒感も強まっている。

インドをみると、1-3 月期の実質国内総生産(GDP)は前年同期比 7.5%増加となり、10-12 月期の同 6.6%増加から伸びを加速した。中国の 7.0%成長を上回り、主要国のなかではインドが最も高い成長を達成したことになる。一方、インド準備銀行(中央銀行、IRB)は 6 月 2 日、今年 3 回目となる利下げを実施、政策金利を 0.25%ポイント引き下げ 7.25%とした。インド政府は今年から GDP の算出方法を変更しており、1-3 月期の 7.5%成長は実体を正しく反映していないのではないかと懸念されている。IRB のラジャン総裁も新しい算出方法に疑問を持っており、IRB は利下げの背景について低調な設備稼働率を挙げている。高成長を達成したわりには株式市場はさえない値動きが続いている。SENSEX 指数の年初来の騰落率は 6 月 19 日現在で 0.7%下落、4 月以降の騰落率は 2.3%下落となっている。

ブラジルの 1-3 月期の実質国内総生産(GDP)は前期比 0.2%減少となり、10-12 月期の同 0.3%増加からマイナスに転じた。ブラジルは経済の立て直しを優先しており、歳出削減や増税、電気料金の引き上げなどで財政再建を進めるのと並行し、インフレを抑制するために利上げも継続しており、金融・財政の両面から景気にはネガティブなインパクトを与えている。ブラジル中銀は 6 月 3 日、政策金利を 0.5%ポイント引き上げ、13.75%とした。利上げは 6 会合連続となっ

ている。ただし、景気後退が予想されるなかでも株価は底堅く推移している。ボブスパ指数の年初来騰落率は6月19日現在で7.5%上昇、4月以降では5.1%上昇した。（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：公益

輸送株の下落に関する一考察

春先以降、輸送株の軟調さが際立っている点に市場関係者の注目が集まっている。主要指数が高値圏での推移を続ける中、ダウ輸送株指数は昨年12月に史上最高値を付けた後は上値の重い展開が続いており、年初来の騰落率(6月2日時点)はマイナス8%となっている。

一般的に輸送株は景気動向に敏感に反応し、相場全体に先んじて動く傾向があると言われていた。5月鉱工業生産が予想に反して前月比マイナスとなるなど、経済指標が弱含む中でダウ輸送株指数が下落していることが近い将来の弱気相場入りを示唆するのでは、と見る向きもあるようだ。過去のデータを検証しつつ、足もとの輸送株指数の下落が示唆することについて考えてみよう。

1950年代以降、米株式相場は10回の弱気相場(高値から20%以上の相場下落)を経験しているが、相場のピーク時点とダウ輸送株指数のピーク時点を比べてみると、A)輸送株が遅行するケース(2回)、B)輸送株が1~2カ月先行するケース(4回)、C)輸送株が9~10カ月先行するケース(4回)、の3つのパターンがあることが分かる。すなわち、過去10回のうち8回で輸送株は相場のピークに先行する形で下落している。(図表6)

S&P500指数			ダウ輸送株		
相場高値 日付	Index	その後の底値 までの下落率	高値 日付	Index	ピークの先行度 (カ月)
1956/8/2	49.7	-21.6% +	1956/5/9	181.2	2.8
1961/12/12	72.6	-28.0%	1961/10/11	152.9	2.0
1966/2/9	94.1	-22.2%	1966/2/15	271.7	-0.2
1968/11/29	108.4	-36.1% +	1969/2/7	279.9	-2.3
1973/1/11	120.2	-48.2% +	1972/4/7	275.7	9.1
1980/11/28	140.5	-27.1% +	1980/2/8	305.8	9.7
1987/8/28	336.8	-33.5%	1987/8/14	1101.2	0.5
1990/7/16	369.0	-19.9% **	1989/9/5	1532.0	10.4
2000/3/24	1527.5	-49.1% +	1999/5/12	3783.5	10.4
2007/10/9	1565.2	-56.8% +	2007/7/19	5446.5	2.7

(*) 同時期ダウ工業株平均が20%超の下落となったため、通例ベア相場に含めることが多い

(+) 景気後退を伴うベア相場

(出所)ブルームバーグ等よりT&C XTF Japan

ここでCの4回のケースに注目してみると、幾つかの共通点が浮かび上がる。第一に、これらの弱気相場がいずれも景気後退を伴っている点である。第二に、相場下落のきっかけは必ずしも金融政策(利上げ)ではないという点である。例えば90年のケースでは、FRBが金融緩和策をとる中で湾岸危機(地政学的ショック)や業績見通しの大幅修正が相場下落をもたらした。73年のケースでは「ニフティフィフティ」と呼ばれた一部優良株の株価割高感が相場の反落につながった。第三に、エネルギー相場の乱高下が同時進行していた点である。例えば2000年のケ

ースでは、98年11月にWTI先物が底値(バレル当り10ドル台)を付けた後急反発し、2000年初めには前年比80%高もの急騰をみせた。最後に、特定の材料(テーマ・セクター)が人気化し、局地的バブルの様相が見られた点である。73年のニフティフィフティや2000年のインターネットバブルがそれに当たる。

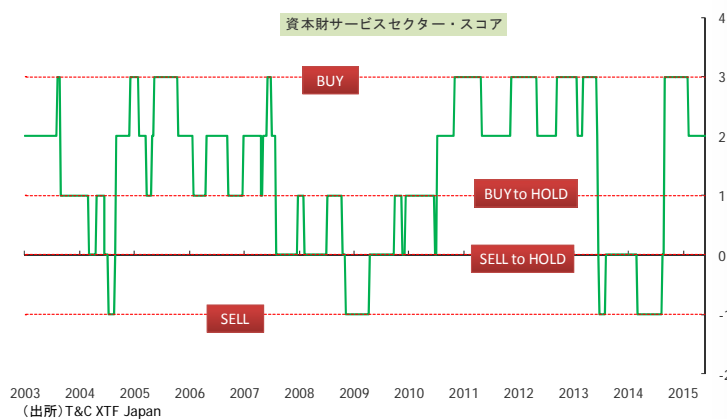
仮に、足もとの相場がCのようなケースを辿るとすれば、ダウ輸送株の高値(ザラ場で11月28日、終値で12月29日)から9~10カ月後は今年の9月前後となり、このタイミングで相場がピークをつける可能性があるということになる。またそのきっかけは、必ずしもFRBの利上げでなく、「エネルギー価格の急変動」、「特定セクター・テーマの割高感」、「業績見通しの大幅下方修正」といった材料になるかもしれない、これらへの注意を怠らないようにしたい。

資本財サービスセクター・タイミング・モデルの検証

上述した輸送株は、弊社セクター判断のベースとしているGICS経済10分類では資本財サービスセクターに含まれる。そこで、資本財サービスセクターの売買タイミング・モデルについて以下の検証を行った。同セクターのスコアについて2003年からの推移を見たのが図表7である。スコアは最大が+3、最小が-1、トータルで4スコアの振れ幅となっている。このためスコアが+3以上の時に「買い(ロングポジション)」、スコアが-1以下の時に「売り(ショートポジション)」となるようにシグナルの水準を設定する。また「買い」から「中立」に戻す水準は+1、「売り」から「中立」へ戻す水準は±0とする。これらの設定のもと同セクター・タイミング・モデルの売買判断とそのタイミングを検証したのが図表8である。2003年以降、「買い」判断は計5回記録し、このうち3回で相対パフォーマンスがプラスとなっている。一方、「売り」判断は計4回記録し、このうち3回で相対パフォーマンスがマイナスとなっている。

なお資本財サービスセクターの直近のスコアは2となっており、タイミング・モデルによる投資判断は「買い」ということになる。

図表7



図表8 資本財サービスセクター売買タイミング・モデル実績

「買い(ロングポジション)」判断				「売り(ショートポジション)」判断			
開始	終了	週数	相対パフォーマンス (vs.S&P500)	開始	終了	週数	相対パフォーマンス (vs.S&P500)
08/08/2003	08/29/2003	3	2.4%	07/16/2004	08/27/2004	6	-1.6%
12/03/2004	03/25/2005	16	0.5%	11/07/2008	04/17/2009	23	-6.4%
05/13/2005	01/27/2006	37	-4.9%	06/21/2013	08/09/2013	7	0.9%
06/08/2007	08/03/2007	8	6.1%	03/07/2014	08/15/2014	23	-4.2%
11/05/2010	06/14/2013	136	-2.8%				
平均		40.0	0.2%	平均		14.8	-2.8%

グローバル・サイクルの変化を理由にエネルギーをオーバー、公益をアンダー

最後に7つのマクロ・サイクルの直近の状況を確認した上で、今後3カ月のセクターアロケーション判断を示す。7つのサイクルのうち、足もとで局面の変化が生じたのが「グローバル・サイクル」である。ドル実効為替指数は3月13日に付けた100.33をピークに頭打ちの傾向が強まっており、同指数のトレンド線(13週移動平均)は6月上旬にドル高傾向からドル安傾向へと局面が転換した。この変化によって、生活必需品セクターやヘルスケアセクターなどのスコアが押し上げられる一方、一般消費財や金融セクターのスコアが引き下げられた。(図表9)スコアの絶対水準や直近変化、ヒストリカル(相対)水準といった点を考慮のうえ、今後3カ月のセクター判断は、エネルギーセクターをオーバーウェイト、公益セクターをアンダーウェイトとする。

なおグローバル・サイクル以外にも「モメンタム・サイクル」で局面の転換点が近づいていることに留意しておきたい。すなわちS&P500指数の同20週移動平均値からのかい離率はかろうじてプラスを維持しているが、状況次第でマイナスに転じる可能性もある。仮にそうなった場合には、オーバーウェイトすべきセクターはエネルギーセクターで変わらないものの、アンダーウェイトすべきセクターは公益セクターよりも金融セクターの方がより適切と考えられる。

(和田康志)

図表9 セクタースコア・サマリー(2015年6月12日時点)

	スコア			ヒストリカルレンジ		
	現在	3か月前	変化	MAX	MIN	現在ポジション
生活必需品	-3	-4	1	1	-5	33%
一般消費財サービス	0	2	-2	5	-3	38%
エネルギー	4	3	1	6	0	67%
素材	1	2	-1	3	-1	50%
資本財サービス	2	2	0	3	-1	75%
ヘルスケア	3	2	1	5	-1	67%
情報技術	3	2	1	6	-2	63%
金融	-3	-1	-2	4	-6	30%
通信サービス	-1	-2	1	1	-6	71%
公益	-4	-3	-1	1	-6	29%

(注) 現在ポジションはMax-Minを百分率した時の現在の位置を%で示す。(出所) T&C XTF Japan

◇ 当面の為替見通し

ドル円は強弱材料が交錯し、120円台前半でのレンジ相場を形成か

4月以降のドル円相場は、やや水準を引き上げて、1ドル=122円~125円を中心としたレンジへと移行した。昨年10月の追加緩和を受けて、ドル円相場はそれまでの110円近辺から120円近辺へと円安が進んだ後、12月以降は円安の流れも止まり、年初から120円を中心とした比較的狭い範囲での動きが続いていが、5月に入るとドイツ金利の上昇に歩調を合わせて米金利も上昇したことから、円は対ドル、対ユーロで弱含みとなった。

年末に向けてのドル円相場は、米利上げ観測が引き続き円安要因となる一方で、日米金利差の縮小や日本の経常黒字の拡大が円安抑制要因として働く見通し。10年債利回りからインフレ率(消費者物価指数の前年同月比)を引いた値を実質金利とみなすと、4月の実質金利は米国の2.1%、日本がマイナス0.3%となり、米国の実質金利から日本の実質金利を差し引いた値を

日米実質金利差とすると、4月は2.4%と3月の4.1%から大きく低下した。当面、米インフレ率の上昇と日本のインフレ率の低下により、実質金利差は縮小することが見込まれることから、相対的にドルの魅力が低下し、ドル円の上値を抑制する可能性がありそうだ。

5月の日本の貿易収支は2160億円の赤字となった。3月に2年9カ月ぶりの黒字となったほか、5月の赤字額は前年同月比で76.5%減少しており、貿易収支は改善傾向にある。一方、4月の経常収支は1兆3264億ドルの黒字となり、4月としては5年ぶりの高水準を記録した。再び円安が進んだことで目先の貿易収支の改善の動きが止まる公算もあるが、経常黒字の着実な拡大は円安抑制要因となろう。

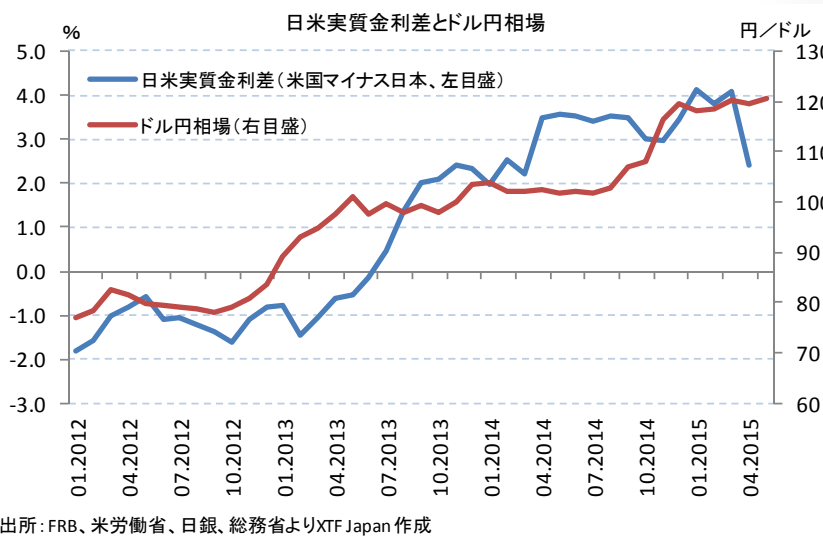
4月の円の実質実効レートは71.99となり、昨年12月の69.20を直近のボトムにやや持ち直しの動きとなっている。ただし、1973年以來の円安水準である状況に変わりはない。

日銀の黒田総裁が6月10日、「実質実効為替レートがここまで来ているということは、ここからさらに実質実効為替レートが円安に振れるということは、普通に考えればありそうにない」と発言したことから、円安牽制発言との見方が広まったが、「普通に考えれば」ありそうもない水準まで円安が進行していることは確かである。一方、5月のドルの実質実効レートは93.0と3月の94.9をピークにやや低下しているものの、水準は2009年以來、6年ぶりの高水準となっている。

米年内利上げをにらみ、円安・ドル高基調が維持される公算ではあるものの、日銀の追加緩和がない場合には、円安が既に「ありそうもない」水準まで進んだこと、ドルも6年ぶりの高値となっていることから、円安もかなり限界に近づいた観がある。今後は日米でインフレ率が逆転する可能性が高いこともあり、当面は120円台前半を中心としたレンジ相場が見込まれる。

(井上秀之)

図表 10



◇ 戦術アセットアロケーション(TAA)戦略の検討

本号における戦術アセットアロケーション戦略に基づいたETF銘柄選択

以上で検討した当面のアセット/カントリー/セクターアロケーション戦略をまとめたものが図表11である。これをもとに、以下では投資対象となりうる具体的なETFの選択を行う。

図表 11

目先3カ月のTAAマトリックス

	オーバーウェイト/ロング	アンダーウェイト/ショート
アセット	債券	コモディティ
カントリー	日本	中国
セクター	エネルギー	公益

(出所)T&C XTF Japan, Inc.

アセットでは債券をオーバーウェイトとした。最も適当な銘柄を選ぶとすればバンガード米国トータル債券市場 ETF(ティッカー:BND)ということになるだろうが、ここではもう少し選択肢を増やすことにする。例えば、ここ数カ月の下げが大きかった投資適格債の戻りを狙うのであれば、iシェアーズ iBoxx 米ドル建て投資適格社債 ETF(同:LQD)も選択肢になる。またやや不安定な相場が続いている長期債ではなく中期債を嗜好してバンガード米国中期債券 ETF(同:BIV)を選ぶという手もあるだろう。

一方、4 四半期連続でコモディティをアンダーウェイトとした。注意したいのは原油相場で、目先3カ月というレンジで見れば大きく下に行く可能性も、あるいはその後急反発する可能性もあり、先行きを見通すのが難しい。よってエネルギーの比重があまり大きくないコモディティ指数に連動する ETF が無難だろう。時価総額が小さいものの、経費率も手頃で、エネルギー・工業金属・穀物がほぼ均等にバランス良く含まれているE-TRACS DJ-UBS コモディティ指数 ETN(ティッカー:DJCI)をここでは選ぶことにする。

図表 12

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			
バンガード米国トータル債券市場ETF	BND	0.08	27,384
iシェアーズ iBoxx 米ドル建て投資適格社債 ETF	LQD	0.15	20,724
バンガード米国中期債券ETF	BIV	0.10	17,313
ウィズダムツリー通貨ヘッジ型日本株ETF	DXJ	0.48	18,460
SPDRエネルギーセレクトセクターETF	XLE	0.15	13,232
SPDR石油探検生産セクターETF	XOP	0.35	1,685
ショートポジション			
E-TRACS DJ-UBSコモディティ指数ETN	DJCI	0.50	112
db X-trackersハーベストCSI300中国A株ファンド	ASHR	0.80	1,160
iシェアーズ 中国大型株 ETF	FXI	0.74	8,285
SPDR公益セレクトセクターETF	XLU	0.15	5,989

(注)時価総額、経費率はともに6月24日現在 (出所)T&C XTF Japan, Inc.

次にカントリーアロケーションについては日本をオーバーウェイトとした。通貨ヘッジ指数連動型かドルベース指数連動型かの判断が難しいが、ひとまず為替相場の影響を受けないウィズダムツリー通貨ヘッジ型日本株 ETF(ティッカー:DXJ)を選ぶこととする。一方、アンダーウェイトしたのは中国である。年初来の上昇率は中国 CSI300 指数が 38.1%、深セン総合指数に至っては 99.5%と一時的な「バブル」が懸念されるほどの急騰ぶりとなっている。中国株に連動する代表的なETFはiシェアーズ 中国大型株 ETF(同:FXI)ということになるだろうが、これは香港上場の中国株を対象としたETFであり、どちらかといえば香港ハンセン指数に近い動きとなる。上昇幅がより大きなものであった中国本土株の方が反落もまた大きいと予想するならば、中国 A 株に

連動する db X-trackers ハーベスト CSI300 中国 A 株ファンド(同: ASHR)をショートポジションとした方が面白いかもしれない。

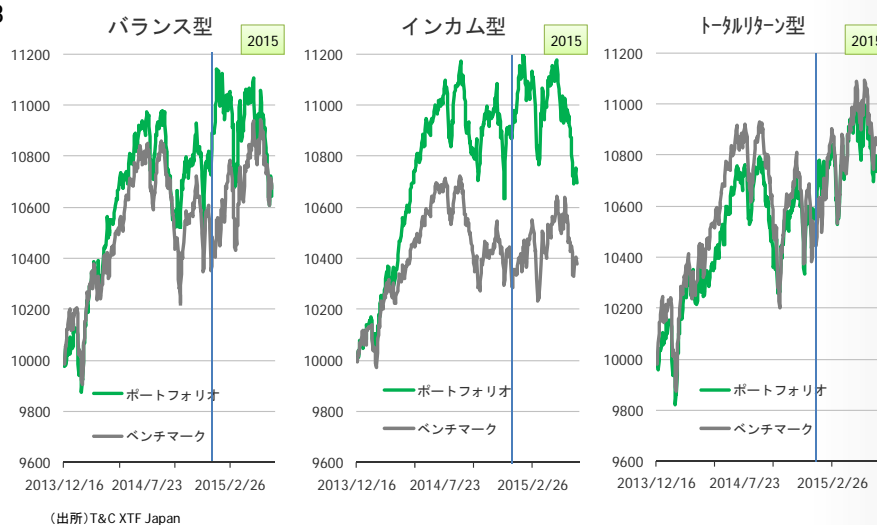
セクターアロケーションは、オーバーウェイトをエネルギーセクターとした。代表的な ETF としては、SPDR エネルギーセレクトセクターETF(ティッカー: XLE)が挙げられる。なお、比較的リスク許容度の高い投資家であれば、エネルギー価格の動きにより敏感に反応する川上セクターの比重の大きい ETF を選ぶことも可能だろう。その場合、SPDR 石油探索生産セクターETF(同: XOP)も選択肢となる。アンダーウェイトとした公益セクターについては、さほど選択肢は多くない。構成銘柄等も ETF 銘柄間で大きな差異はなく、代表的な SPDR 公益セレクトセクターETF(同: XLU)を選べば間違いはないだろう。(和田康志)

◇ グローバル ETF ポートフォリオについて

T&C グローバル ETF ポートフォリオの 4~6 月期動向

弊社が運用する 3 つのグローバル ETF ポートフォリオは、この 4-6 月期にバランス型が-1.6%(ベンチマークは 0.9%)、インカム型が-2.2%(同 0.1%)、トータルリターン型が 0.6%(同 1.3%)となった(いずれも 6 月 11 日時点)。全てのポートフォリオがベンチマークを下回る結果となり、1-3 月期とは全く逆の結果となった。良好であった 1-3 月期の反動が生じる可能性は十分想定できたものの、その程度は我々の想定よりもやや大きなものであり、その要因を詳しく吟味する必要がありそうだ。

図表 13



図表 14

	設定来				2015 4-6			
	リターン	年率	リスク	シャープレシオ*	リターン	年率	リスク	シャープレシオ*
バランス型	7.2%	4.8%	9.7%	0.48	-1.6%	-7.6%	3.7%	N.A.
ベンチマーク	7.1%	4.7%	8.4%	0.55	0.9%	4.4%	3.4%	1.25
インカム型	7.5%	5.0%	7.9%	0.62	-2.2%	-10.0%	2.8%	N.A.
ベンチマーク	4.1%	2.7%	6.4%	0.41	0.1%	0.3%	3.0%	0.08
トータルリターン型	8.0%	5.3%	9.7%	0.54	0.6%	2.8%	3.6%	0.75
ベンチマーク	8.7%	5.7%	9.6%	0.59	1.3%	6.4%	3.7%	1.71
参考)								
S&P500TR指数	21.7%	14.0%	17.0%	0.82	2.4%	12.2%	5.2%	2.32
MSCIコクサイ指数	14.8%	9.7%	15.2%	0.63	2.7%	13.8%	5.2%	2.63
JPMグローバル債券指数	-2.0%	-1.3%	6.2%	(0.23)	0.0%	0.0%	3.0%	N.A.

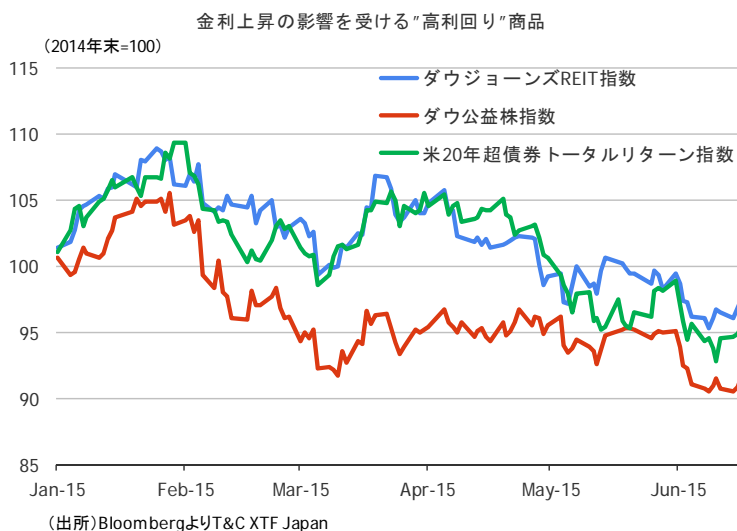
(注) 6月11日時点のデータに基づく。シャープレシオを計算する際の無リスク金利はドル短期資金の利回り。

(出所) T&C XTF Japan

長期金利上昇による影響を色濃く受けた社債市場とREIT市場

4-6月期のパフォーマンスに大きな影響を与えたのが長期金利の急騰である。FRBの利上げ観測などを背景に、10年債利回りは3月末時点の1.92%から2.48%(6月10日)まで60bp近く上昇した。この金利上昇に最も敏感に反応したのが、社債やREIT株、公益株といったいわゆる「高利回り商品」である。金利の上昇によって、相対的な魅力が薄れるとの懸念から、これらの商品は4月以降5%を超える下落をみせた。弊社ポートフォリオはベンチマークよりも比較的これらの商品のウェイトが高いことから、その影響を色濃く受けたことになる。(図表15)

図表 15

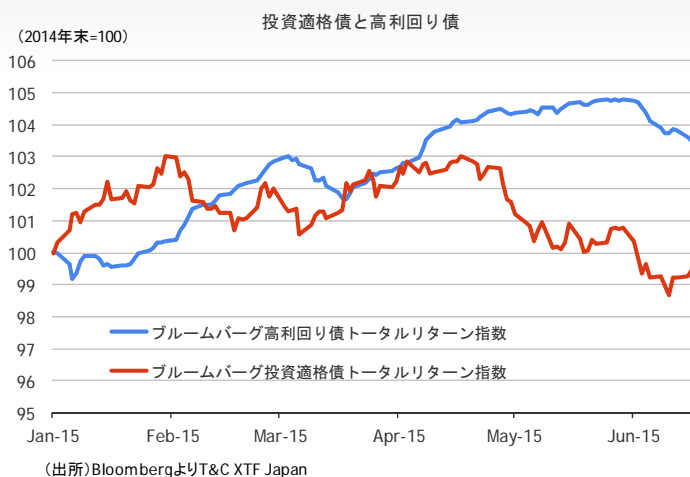


需給懸念が投資適格債市場の重し

4月以降の社債市場で特徴的なのは、相対的にリスクの低い投資適格債がリスクの高い高利回り債よりも大幅な価格下落に見舞われたことである。ブルームバーグが算出する投資適格債トータルリターン指数と高利回り債トータルリターン指数の推移をみると、4月以降、高利回り債はほぼ横ばいか若干の上昇をみせている。もともと高利回り債は株式に近いリスク特性を持っており、株式相場が比較的堅調な推移をみせたことが、高利回り債の値動きにも反映されたとみることができる。

一方で、投資適格債は、4月以降3%近い下落をみせており、この間の金利上昇の影響を素直に受けている。加えて、投資家の間では、社債発行の増加による影響も指摘されている。1) 米主要企業の利益増加ペースに陰りがみられること、2) 歴史的な低金利環境、3) 企業買収の増加、などを背景に企業の借入れが増えており、M&Aに伴う社債発行も増えているという。2月以降6月までの5カ月間、米企業の起債額は毎月1000億ドル超となっており、これは過去最長の記録と報道されている。

図表 16



足もとの軟調さを理由に高利回り商品のウェイトを下げるべきではない

REIT も含め、これら高利回り商品のアンダーパフォーマンスは果たして持続性があるだろうか。仮に、米国経済の回復がさほど力強いものとはならず、FRB の利上げも単発にとどまるならば長期金利の上昇は長続きせず、再び低下する公算が大きい。その際、大きく売られたこれら高利回り商品の買い戻しが必然的に起こるものと考えられる。

逆に、夏場以降の米国景気が予想以上の回復を示し、長期金利の上昇が継続した場合はどうであろうか。そのような景気の回復は最終的にインフレ期待を押し上げ、賃料や企業マージンの改善を促すものとなり易く、これら高利回り商品のファンダメンタルズを下支えることを意味する。実際、過去の金利上昇期においては(これらのファンダメンタルズを背景に)REIT 株や社債が株式や国債を上回るパフォーマンスを示す傾向にある。足もとの軟調さは、金利サイクルの端境期における需給ショック的な側面が強いと考えられ、これら高利回り商品のウェイトを引き下げることは拙速であろうと考えている。

(和田康志)

2. ETF 活用のヒント

◇ ETF を活用した金利上昇に強いポートフォリオの作り方

ETF の普及により、持続的な金利の上昇に対する投資戦略は、一般投資家にとっても明らかにその選択肢が増した。ETF を活用した「金利上昇に強い」ポートフォリオの作り方をまとめてみた。

来るべき持続的な金利上昇という事態に、どのようにポートフォリオを調整すべきか

足もと米長期金利が上昇している。10年債利回りは1月末に1.64%の底値を付けたあと上昇に転じ、6月10日には2.48%と昨年9月以来の水準を付けた。今後も金利が上昇を続け3%台を付けるのか否かは夏場の景気動向次第といえようが、仮にFRBの見方どおり景気が順調に回復するのであれば、早晩金利には一段の上昇圧力がかかることになる。

機関投資家はいざ知らず、こと一般投資家に限って言えば、金利上昇にともなう資産価格の下落を回避(ヘッジ)する手段は従来必ずしも多くなかった。しかし様々なETFの登場によって、一般投資家も金利上昇期における対応が格段に容易になったものと考えられる。以下では、米国上場ETFの売買が可能であり、ETFでポートフォリオを運用している個人投資家(ならびに小規模機関投資家)をイメージしつつ、ETFを活用した「金利上昇に強いポートフォリオ」のつくり方についてまとめた。

デュレーションの短期化と金融株

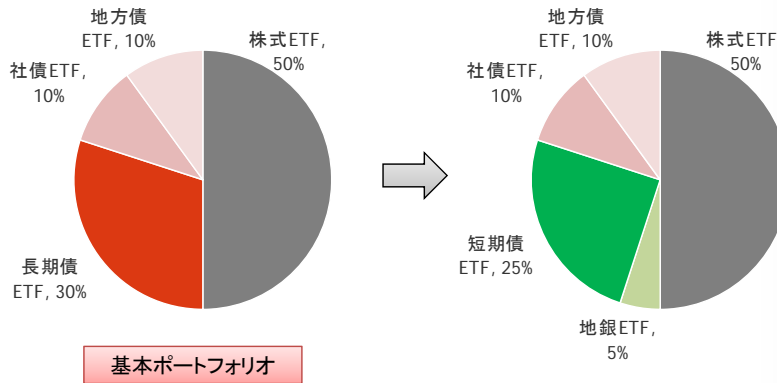
金利上昇に対応した戦略として最も一般的なのが「デュレーション短期化」であろう。デュレーションが短ければ短いほど金利上昇による価格下落リスクを抑えられるため、例えばiシェアーズ米国国債20年超ETF(ティッカー:TLT、デュレーションは約18年)を保有しているならば、これをiシェアーズ米国国債1-3年ETF(同:SHY、デュレーションは約1.8年)へ乗り換えることで金利上昇による価格下落圧力を相当程度抑えることができる。ただし、金利上昇の初期においてはイールドカーブがスティープ化(拡がる)する傾向があるため、デュレーションの短期化はすなわち分配金利回りの大幅な低下を招くことになる。上記の例でいえば、TLTの分配金利回り2.71%に対し、SHYのそれは0.52%にとどまり、分配金収入に頼っているリタイア層投資家にとっては、この点がネックになる。

デュレーション短期化に伴う受取り分配金の減少をある程度補うために、一部で金融株を購入するという手もある。というのも、イールドカーブの拡大が見られる金利上昇初期には、利ざや改善期待から金融株が比較的買われやすく、配当利回りも十分な水準にあるからだ。なお、金融セクター全体というよりは銀行(地銀)セクターに連動するETFの方がより適切な選択であろう。具体的にはSPDRセレクトセクター金融ETF(同:XLF)よりもSPDR S&P地銀ETF(同:KRE)等を選びたい。なお足もとのKREの配当利回りは1.65%となっている。

例えば、現在資産ポートフォリオを株式50%債券50%に配分し、債券部分の60%(ポートフォリオ全体の30%)を長期国債ETFで運用しているとすると、また、債券部分の残り40%を社債と地方債に均等に分配したこのポートフォリオを以下基本ポートフォリオと呼ぶことにする。この

基本ポートフォリオの長期国債 ETF 部分を、短期国債 ETF と地銀株 ETF に振り向けることで、金利上昇により強いポートフォリオになるだろう。(図表 1)

図表 1



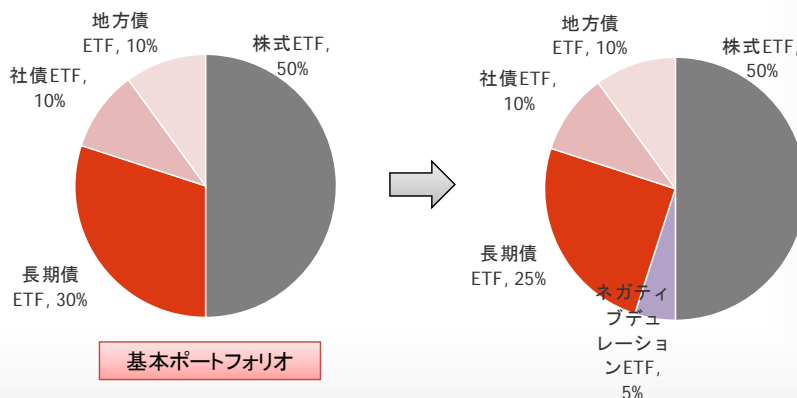
金利ヘッジ型商品を選択する

デュレーションの短期化は最も一般的な対応策であるが、長期債 ETF を売って短期債 ETF に乗り換えるというトレードは、余計なコスト(往復の売買コストと課税等)の発生につながる。これを踏まえて、既存の長期債 ETF のポジションをある程度保持したまま、金利上昇リスクをヘッジするという手も考えられる。これは、金利の上昇に合わせて価格が上昇するような仕組みの債券 ETF~債券インバース型 ETF、ネガティブ・デュレーション ETF~を購入することで実現可能である。例えば、債券インバース型 ETF で代表的なものはプロシエアーズショート 20 年超国債 ETF(ティッカー:TBF)やプロシエアーズウルトラショート 20 年超国債 ETF(ティッカー:TBT)といったものがある。

ネガティブ・デュレーション ETF は比較的新しい ETF であり、例えばウィズダムツリー・パークレイズ米債券総合指数ネガティブ・デュレーション ETF(同:AGND)がその代表である。当該 ETF は先物を活用することで、ファンドのデュレーションがマイナス 6 年になるよう設定されており、金利が上昇すると価格が上昇する仕組みとなっている。債券インバース型 ETF との違いは、インバース型は通常分配金が無いのに対し、ネガティブ・デュレーション ETF は分配金が支払われるという点である(足もとの AGND の分配金利回りは 1.5%ほど)。ただし、比較的新しい ETF であるため、時価総額・流動性が限られている点は留意が必要だろう。

例えば、上記基本ポートフォリオの長期国債 ETF の 10%だけ売却すると同時に、その資金でウィズダムツリー・パークレイズ米債券総合指数ネガティブ・デュレーション ETF(同:AGND)を買えば、売買コスト等を最小限に抑えると同時に分配金利回りも確保しながら、金利上昇による資産価格下落を相当程度抑えるポートフォリオにつくり変えることが出来る。

図表 2



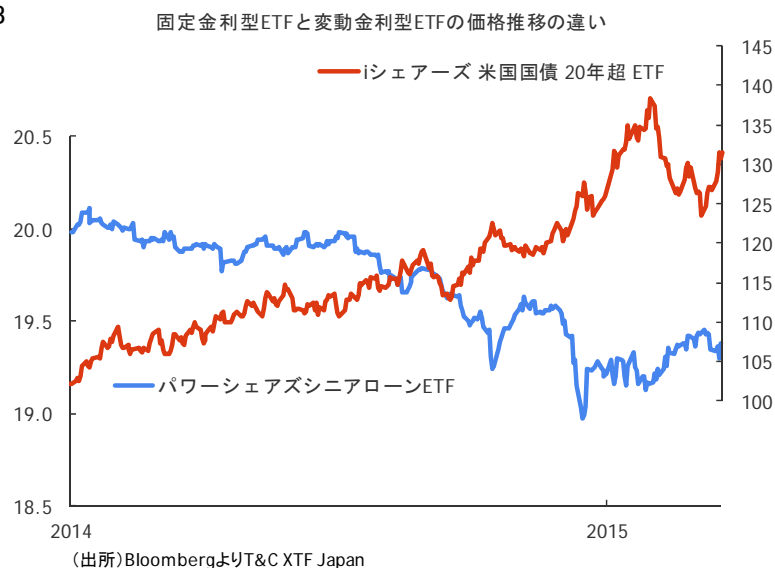
変動金利型の債券ETF

クーポンレートが短期間でリセットされる変動金利型商品は、市中金利が上昇しても、実勢に合わせてクーポンレートがリセットする(上がる)ため、一般的に金利上昇による価格下落圧力は軽微とされている。米国に上場している変動金利型債券ETFは、フローティングノートを裏付け資産とするiシェアズフローティング・レート債券ETF(ティッカー:FLOT)や、Liborとのスプレッドに基づく貸付債権(レバレッジドローン)を裏付け資産とするパワーシェアーズシニアローンETF(同:BKLN)等がある。

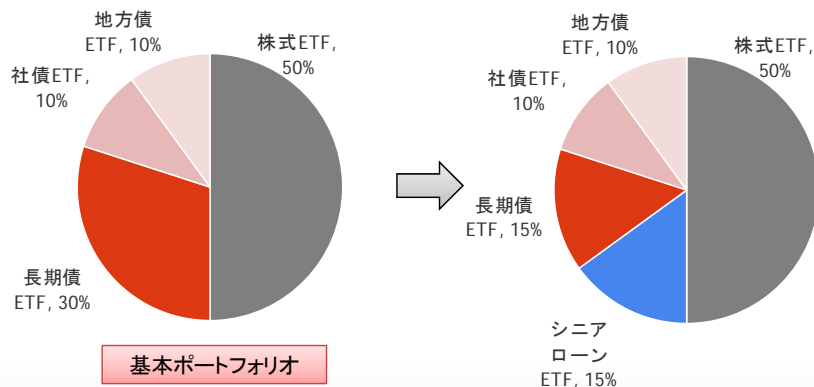
例えば、BKLNの価格推移をみる(図表3)と、固定金利型債券ETFであるiシェアーズ米国国債20年超ETF(ティッカー:TLT)とはかなりの違いが見られ、長期金利が直近底値を付けた1月末以来の値動きはTLTが4.9%下落する一方で、BKLNは1.1%の上昇となっており、確かに金利上昇に強いことが確認できる。なお、BKLNの分配金利回りは3.8%と比較的高いことも注目できる。その点、フローティングノートも変動金利型の債券ではあるが、基本的には数カ月満期の短期債であるため、FLOTの分配金利回りは0.48%と低い。

例えば、上記基本ポートフォリオの長期国債ETF部分の約半分をシニアローンETFに振り向けることで、分配金利回りを確保しながら、金利上昇に強いポートフォリオにつくり変えることが出来る。

図表3



図表4



満期型の債券ETFでラダー型ポートフォリオを作る

最後は少々手間がかかるが、満期型債券ETFでラダー型のポートフォリオを作成するという手もある。債券ETF(投信)は個別債券と違い満期が無いために、(債券投資にもかかわらず)最終利回りが確定しないという欠点がある。ところが、数は多くないものの、裏付け資産の満期がほぼ一定になるように構成され、満期と同時にETFも償還されるよう設計された満期型債券ETFという商品が上場している。代表的なものがグッゲンハイムファンズのバレットシェアーズシリーズである。シリーズのETFはどれも時価総額が10億ドルに満たない(流動性に乏しい)点は注意が必要だが、頻りに売買するような商品でないことから流動性をさほど問題視する必要はないだろう。

例えば、上記基本ポートフォリオの長期債ETFを10%だけ残し、残りの40%部分でグッゲンハイムバレットシェアーズ社債2016年満期(ティッカー:BSCG)、同2018年満期(同:BSCI)、同2020年満期(同:BSCK)、同2022年満期(同:BSCM)を4等分購入する。それぞれ1年、3年、5年、7年の満期まで保有し、償還されるごとに7年満期のバレットシェアーズETFの購入に充てれば、仮に今後数年かけて金利が急上昇したとしても資産価格の大幅な減少は避けられるだろう。個別債券では得られない分散効果も実現しながら、金利上昇に強いラダー型の債券ポートフォリオを作ることが出来る。(和田康志)

図表5

