

# ETF Investing

Vol.11 - 2015 Fall

T&C XTF Japan      2015年9月30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

- ◇ 荒れ相場でETF投資家がしてはならない事とすべき事

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: 株式

アンダーウェイト: 債券

### 世界経済の成長見通しは下方修正を継続

世界経済の成長見通しは下方修正を継続中となっている。国際通貨基金(IMF)が7月9日に公表した「世界経済見通し(WEO)改訂版」によると、2015年の世界経済の成長見通しは3.3%と、前回4月の見通しから0.2%ポイント引き下げられた。2016年の見通しは3.8%に据え置かれた。米国、カナダ、ブラジルといったところが大きく下方修正された一方で、ロシアの見通しが改善した。経済協力開発機構(OECD)が9月16日に公表した「経済見通し(EO)中間報告」によると、2015年の世界経済の成長率は3.0%と前回6月の3.1%から0.1%ポイント下方修正された。2016年は3.6%と6月の3.8%から0.2%ポイント引き下げられた。

IMFによる昨年7月時点での2015年の世界経済の成長見通しが4.0%、またOECDの今年3月時点での見通しも4.0%だったことも踏まえると、時間の経過とともに成長見通しは鈍化しており、アセットアロケーションはリスク資産から安全資産へのシフトが標準的な運用方針となろう。ただし、2015年の成長が期待はずれとなったこともあり、2016年は成長の加速が見込まれること、経験則では実際に米利上げが始まるまでは株価はおおむね堅調が見込まれること、9月の米連邦公開市場委員会(FOMC)では米成長見通しが引き上げられたこと、などを踏まえると、8月以降の世界的な株価の下落はやや売られ過ぎている可能性がある。

株価が底入れしたどうかの判断は現状ではまだ難しいものの、相対的に割安となった株式への投資比率を今から引き下げることは躊躇されるのも事実である。一方、9月のFOMCでは見送られたものの、米利上げが年内に開始される公算が小さくないことや中国の外貨準備の減少などを踏まえると、米国債への投資リスクは小さくない。また、中国の成長鈍化や米利上げについては、これまでの株価の下落にある程度織り込まれたとも考えられる。さらに、株価の下落により、ECBや日銀に対する追加的な金融緩和への期待が高まっており、今後株価がさらに下落した場合には追加緩和の可能性がより高まることになろう。こうした状況を踏まえると、安全資産へと資金をシフトするのではなく、押し目を拾うという選択肢もありえよう。リスク資産であるコモディティへの投資比率の引き上げも検討されるが、中国経済の先行き不透明感や基調的なドル高が終焉したとは考えづらいことから、現状では中立を推奨する。

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(7月)	3.4	3.4	3.3	-0.2	3.8	0.0
OECD(9月)	3.3	3.3	3.0	-0.1	3.6	-0.2

注: 前回見通しはIMFが2015年4月、OECDは2015年6月。

出所: IMF、OECDよりXTF Japan作成

## 米利上げ見送りで株式市場はひとまず買い戻しが優勢か

過去の米金融政策を振り返ると、1994年2月4日、1999年6月30日、2004年6月30日が直近3回の利上げサイクルのスタート時点となる。これらの時点の3カ月前と3カ月後の株価を比較すると、利上げ開始までの3カ月間では株価は上昇、開始後3カ月間では株価は下落するパターンがうかがえる。ただし、前回2004年の利上げ開始では、新興国の株価は利上げ前に下落し、利上げ後に上昇となっている。こうした過去の経験則に従うと、実際に利上げが開始されるまでは米国を中心とした先進国への株式投資はリスクが小さいと言える。12月の利上げ開始をメインシナリオとした場合、当面は買い戻しが優先されることになりそうだ。

図表2 米利上げ前後の株価の動き

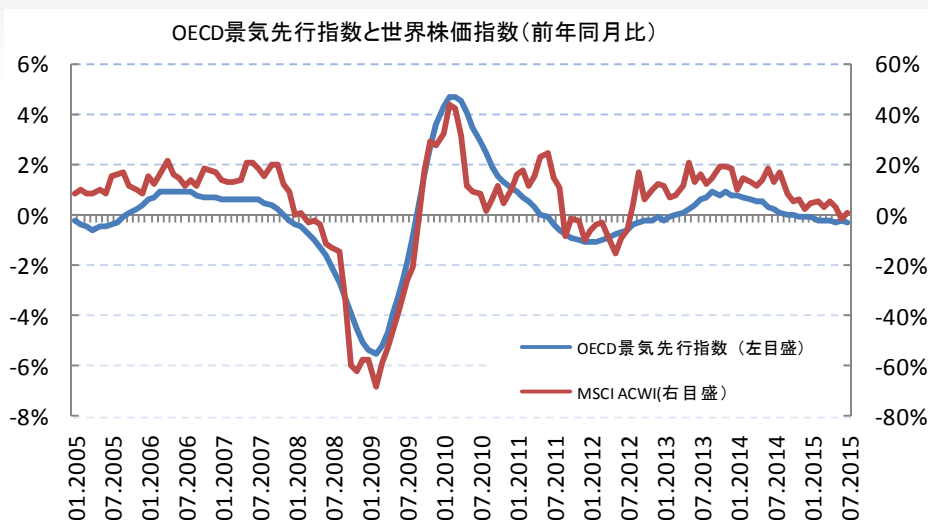
	S&P500		MSCI World		MSCI Emerging	
	株価	騰落率	株価	騰落率	株価	騰落率
11/4/1993	457.49	-	596.81	-	446.98	-
2/4/1994	469.81	2.7%	631.07	5.7%	562.72	25.9%
5/4/1994	451.72	-3.9%	610.74	-3.2%	466.07	-17.2%
3/30/1999	1300.75	-	1188.22	-	334.38	-
6/30/1999	1372.71	5.5%	1240.75	4.4%	413.81	23.8%
9/30/1999	1282.71	-6.6%	1218.9	-1.8%	391.07	-5.5%
3/30/2004	1127.00	-	1055.98	-	476.44	-
6/30/2004	1140.84	1.2%	1062.51	0.6%	432.20	-9.3%
9/30/2004	1114.58	-2.3%	1047.86	-1.4%	464.15	7.4%

出所:ブルームバーグよりXTF Japan 作成。

年初からおむね堅調に推移してきた株式市場は、中国での株価急落をきっかけとして軟調に転じ、8月から9月にかけては軒並み安となった。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、9月18日現在で5.5%下落、7月以降の騰落率は7.0%下落となった。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4.6%下落、7月以降では6.0%下落となった。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13.2%下落、7月以降では14.6%下落した。世界的に株価が下落したなかで、先進国に比べると新興国での調整がより大きくなっている。

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。7月の景気先行指数が発表されたのは9月8日であったことを踏まえ、景気先行指数を2カ月ほど先送りし、発表された月の株価との因果関係をベクトル自己回帰(VAR)モデルを用いて推計すると、因果性が確認された。これは、例えば9月8日に発表された7月の景気先行指数は9月の株価の予想に役立つことを示唆している。その7月の景気先行指数は前年同月比0.3%低下となり6月の同0.2%低下から下げ幅を広げている。同指数は昨年11月から9カ月連続で前年を下回っており、株価の先行きには引き続き警戒が必要となっている。

図表 3



出所: OECD、MSCIよりXTF Japan 作成

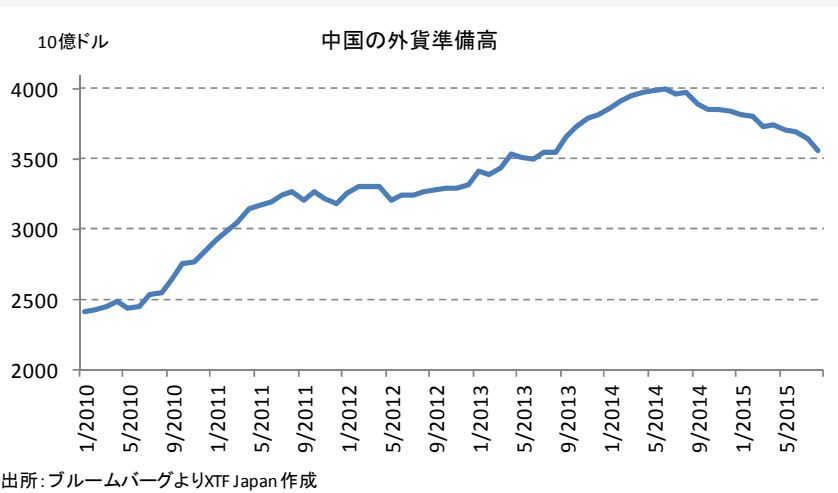
### 中国の外貨準備が過去最大の減少、米国債の重しに

9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。9月に利上げ開始との予想も少なくともはなかったが、中国を中心とした金融市場の不安定な動きが配慮された。6月以降は、いつ利上げが開始されてもおかしくはない状況が続いているなかで、FRBがなかなか利上げに踏み切らないことがむしろ金融市場の波乱要因となりつつあるが、年内には利上げが開始されるとのコンセンサスは維持されているもようで、12月開始をメインシナリオとしつつ、引き続き状況を見守るほかない。

株価が大幅に下落した割には米国債への買いが集まっていない。米10年債利回りは、株価が急落する以前の6月から7月にかけて2.3%前後で推移していたが、その後、株価が大きく下振れした8月から9月にかけては2.2%前後となっている。年内に利上げ開始が予想されていることに加え、米債への買いが躊躇される要因として、中国の外貨準備高の減少が指摘されている。

中国人民銀行(中央銀行)は8月11日、人民元の切り下げを実施した。景気対策との見方も多いが、外貨準備高の推移をみるとそうとも言い切れない。中国の外貨準備高は1990年代からおおむね右肩上がり増加してきたが、2014年6月の3兆9932億ドルをピークに減少に転じ、2015年8月現在は3兆5574億ドルとなり、1年2カ月で4358億ドルも減少している。外貨準備高の減少は1年以上前から始まっており、これは人民元の価値を維持するために、元買い・ドル売りの介入をしていたことを示唆している。したがって、8月の人民元切り下げは中国が自国通貨の防衛に失敗したとの見方もできよう。通貨価値の下落による輸出の拡大を通じて景気を押し上げることを期待しているというより、ポンド危機やアジアの通貨危機のように自国通貨をペッグすることができなくなったとみるほうが現実的かもしれない。市場の反応をみても、通貨切り下げ後に株価の下落が加速しており、通貨価値を維持できないことへの失望が資本の流出を加速させたとも考えられる。さらに、外貨準備高の減少に歩調をあわせるように、7月の中国の米国債保有高が304億ドル減少しており、中国による米国債の売りが米国債の上昇を抑制したことを示唆している。米QE3の終了に向けた量的緩和の縮小では、毎月の米国債の購入額の減額が50億ドルだったことを振り返ると、7月の中国の米国債売却のインパクトは無視できない大きさだったと推測できる。加えて、米国債の主要な買い手である中東のオイルマネーも原油相場の下落で買い余力が乏しくなっているとの見方もある。中国の外貨準備の減少やオイルマネーの縮小はしばらく継続する可能性があることから、当面の米国債投資には注意が必要と思われる。

図表 4



### ECBは追加緩和の準備があることを示唆

欧州では、欧州中央銀行(ECB)が現行の量的緩和(QE)を拡大するとの見方が強まっている。9月3日のECB理事会では現行のQE政策の維持が決定されたが、理事会後の記者会見ではドラギ総裁が「行動する意思と能力がある」ことを強調しており、追加緩和の用意があることを示唆した。また、対象国債の買い入れ上限比率を発行額の25%から33%へと引き上げたことも、緩和の拡大観測を後押しした。

ECBの経済見通しでは、ユーロ圏の成長率は2015年が1.4%、2016年が1.7%となり、前回6月の見通しからそれぞれ0.1%ポイント、0.2%ポイント引き下げられた。インフレ率は2015年が0.1%、2016年が1.1%とそれぞれ0.2%ポイント、0.4%ポイント下方修正されている。ECBは月額600億ユーロの資産買い入れを2016年9月まで継続する予定であるが、インフレ率の見通しは目標となる2.0%から大きく下振れている。8月のユーロ圏の消費者物価指数は前年同月比で0.1%上昇にとどまり、7月の同0.2%上昇から伸び率をさらに低下させ、デフレの淵に立っている。

昨年の9月には1ユーロ=1.30ドル前後だったユーロドル相場は、量的緩和が本格化した今年3月には一時1.05ドル付近までユーロ安が進んだが、その後はユーロが持ち直しており、9月18日現在は1.13ドル台となっている。ユーロの反発は輸入物価を押し下げるほか、中国経済の減速と合わせて輸出の伸びを抑制する可能性がある。9月のFOMCで米利上げが見送られたことで、ユーロが対ドルでやや強含みとなったことも追加緩和への期待を高めている。

### 弱いインフレ率で強まる日銀への追加緩和期待

日銀は9月14・15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が、物価の弱含みを受けて、追加緩和への期待が高まっている。8月の消費者物価指数は変動の激しい生鮮食品を除く総合指数が前年同月比0.1%低下となり、2年4カ月ぶりに物価の伸びがマイナスに沈んだ。先行指標となる9月の東京都区部の消費者物価指数は前年同月比0.2%低下となり、こちらは3カ月連続でマイナスとなっている。

日銀は原油価格の下落の影響を除けば物価は上昇基調にあるとのスタンスだが、食料とエネルギーを除いた指数でみても物価は前年同月比0.8%上昇にとどまることから、原油安の影響を除いても目標の2.0%には程遠い。9月7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)では、7-9月期の消費者物価指数は前年同期比でマイナス0.14%とな

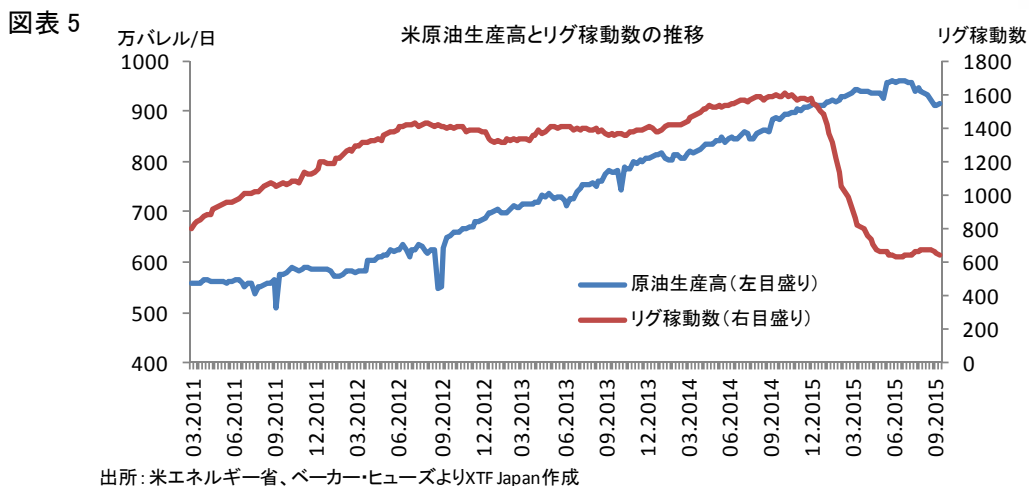
る見通しだ。また、2016 年度は 1.04%上昇とみており、2016 年度前半に 2.0%の目標に届く可能性は極めて低い。

日銀の黒田総裁は「原油価格が物価に影響することは事実」とした上で、「必要があれば調整する」との姿勢を崩していない。中国経済の減速を受けて、原油を始めとする国際商品価格が軒並み下落していることを踏まえると、「必要な調整」に迫られるのも時間の問題となりそうだ。

### 商品市場は中国の景気減速懸念で値を崩す

商品市場は中国の景気減速懸念の強まりを受けて、軟調な展開となっている。原油価格(WTI期近)は9月18日現在で1バレル=44.68ドルとなり、年初来の騰落率は16.1%下落、7月以降だと24.9%下落した。原油価格は、米国内での原油生産が低下したことなどから、3月に43ドル台まで低下したところでいったんは底入れし、5月には60ドルまで回復していたが、中国経済の先行き不透明感から再び軟調に転じている。

米国内での石油生産高は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が、その後再び増加に転じると6月には同961万バレルまで上昇した。ただし、7月以降は9月まで減少基調を維持しており、9月18日現在は同914万バレルまで水準を引き下げている。今後とも生産の減少が続くようだと、原油価格の下支えとなる可能性がある。

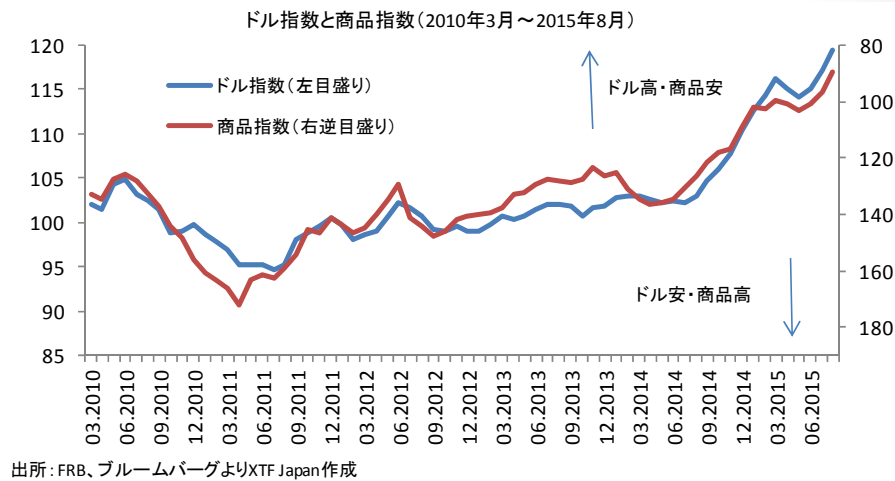


金価格(ロンドン値決め、午後)の年初来の騰落率は9月18日現在で5.3%下落、7月以降は2.5%下落した。米利上げ観測に圧迫され、7月には一時1100ドルの節目を割り込む場面もみられたが、その後は米金利が弱含んだことでやや持ち直している。世界的な株価の急落で金融市場が不安定な動きとなっているものの、安全な逃避先としての金買いは限定的となっている。金利を生まない金にとって金利の上昇は逆風であることから、米利上げが予想されるなかでは買いが集まりにくい。年初から9月18日までの平均価格は1179ドルで2014年の平均となる1265ドルを6.8%下回っている。

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9月18日現在で15.9%下落、7月以降では14.6%下落と急速に値を崩している。過去5年のブルームバーグ指数と名目ドル指数を時系列でみると、相関係数はマイナス0.93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。9月のFOMCで米利上げが見送られたことで、目先的にはドルが軟調に推移する可能性もあるが、ECBや日銀が追加緩和に動く公算も小さくはないことから、持続的なドル安

は見込みづらく、商品価格の抑制要因となろう。加えて、中国での景気減速懸念が続くようだと、底探りの展開も見込まれる。（井上秀之）

図表 6



## ◇ 当面のカントリーアロケーション

オーバーウェイト：ユーロ圏

アンダーウェイト：インド

### ユーロ圏経済に安定感、インド経済を警戒か

世界的に景気の先行きへの不透明感が増しており、金融市場も不安定なことから、カントリーアロケーションはリスクの高い新興国を避けてより保守的な先進国への資金シフトが推奨される。まず、先進国に目を向けると、IMFとOECDがそれぞれ7月と9月に公表した主要国の経済見通しでは、全般的に下方修正が目立つなかで、ユーロ圏が相対的な底堅さ示唆している。3月から実質的な量的緩和が開始され、ユーロ圏を追い風に緩やかな景気回復基調を維持しており、懸案となっていたギリシャ問題もひとまずは合意に達した。加えて、物価見通しの下方修正を受けて追加緩和の観測が高まっていることも支援材料となる。また、米利上げが見送られたことで、ユーロが強含む可能性があることも追加緩和を後押ししよう。成長見通しに安定感があり、金融緩和も期待できることから、まずはユーロ圏のオーバーウェイトを推奨する。日本も金融緩和が期待できるが、再びマイナス成長に陥っており、成長見通しが不透明で下振れリスクが警戒される。米国は年初の低迷からは回復しているものの、当初の見通しに比べると成長の鈍化は否めない。依然として利上げ時期が不透明なこともあり、積極的な買いは控えたい。

新興国はどれも避けたいのが実情ではあるが、中国、ブラジル、ロシアといったところは既に株価が急落している。震源地となった中国の株価は、8月下旬以降、一進一退の動きとなっており、ひとまずは下落に歯止めがかかっている。ロシアとブラジルは2四半期連続でマイナス成長となり、景気後退入りした。今後は景気の底入れを確認して買い場を探すフェーズへの移行が見込まれる。ロシアは既に成長見通しが上方修正されており、新興国でリスクを取るならロシアということになるが、現状では外部環境の悪化でリスクが高すぎる。こうしてみると、これまで比較的堅調だったインドがその分下値余地が大きい可能性があり、警戒が必要となりそうだ。インド通貨のルピーが軟調となっており、ロシアやブラジルで起きた株安・通貨安のスパイラルを防げるかどうか注目される。

図表 7 主要国・地域の成長見通し

単位: %

	IMF				OECD			
	7月見通し		4月からの修正		9月見通し		6月からの修正	
	2015	2016	2015	2016	2015	2016	2015	2016
<b>先進国</b>	2.1	2.4	-0.3	0.0	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
米国	2.5	3.0	-0.6	-0.1	2.4	2.6	0.4	-0.2
ユーロ圏	1.5	1.7	0.0	0.1	1.6	1.9	0.1	-0.2
ドイツ	1.6	1.7	0.0	0.0	1.6	2.0	0.0	-0.4
フランス	1.2	1.5	0.0	0.0	1.0	1.4	-0.1	-0.3
イタリア	0.7	1.2	0.2	0.1	0.7	1.3	0.1	-0.2
日本	0.8	1.2	-0.2	0.0	0.6	1.2	-0.1	-0.2
英国	2.4	2.2	-0.3	-0.1	2.4	2.3	0.0	0.0
カナダ	1.5	2.1	-0.7	0.1	1.1	2.1	-0.4	-0.2
<b>新興国</b>	4.2	4.7	-0.1	0.0	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
中国	6.8	6.3	0.0	0.0	6.7	6.5	-0.1	-0.2
インド	7.5	7.5	0.0	0.0	7.2	7.3	-0.1	-0.1
ブラジル	-1.5	0.7	-0.5	-0.3	-2.8	-0.7	-2.0	-1.8
ロシア	-3.4	0.2	0.4	1.3	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.

出所: IMF、OECD、世界銀行よりXTF Japan 作成

### 米経済は逆資産効果の影響を見極めへ

4-6 月期の米実質国内総生産(GDP)は前期比年率 3.7%増加となり、寒波などの影響で同 0.6%増加まで減速していた 1-3 月期から成長を加速させている。1-3 月の成長率は速報値では同 0.7%減少と予想外のマイナス成長となっていたが、その後の改訂でプラス成長へと転じている。堅調な雇用と低調な生産という構図に変化はうかがえないものの、米経済は 1%台後半と推計されている潜在成長率をやや上回るペースで拡大を続けているもようだ。

8 月の米雇用統計では、非農業部門の雇用者数が前月比 17.3 万人増加した。事前予想の 22 万人増加を下回ったものの、過去分が上方修正されたこともあり、過去 3 カ月の平均は 22.1 万人となり、基調は堅調を維持している。7 月の米個人消費は前月比 0.3%増加となり、堅調だった 4-6 月期に続き、7-9 月期も好調なスタートを切った。7 月の米個人所得は前月比 0.4%増加、賃金も同 0.5%増加と消費を上回る伸びとなっており、所得の伸びが消費を下支える公算が大きい。ただし、8 月以降、株価が急落したことから、株価の下落による逆資産効果がどの程度消費に影響を与えるのかを慎重に確認する必要がある。

生産関連に目を移すと、8 月のシカゴ連銀全米活動指数(CFNAI)はマイナス 0.41 と 2 カ月ぶりにマイナスとなった。今年に入り、プラスとなったのは 4 月と 7 月の 2 カ月のみで、全般的に弱含みな状況が続いている。8 月の米鉱工業生産指数も前月比 0.4%低下と弱含んでおり、低調な生産活動により 7-9 月期の成長ペースは緩やかなものにとどまることになりそうだ。

フィラデルフィア連銀が 8 月 14 日に公表したエコノミスト調査によると、7-9 月期の米 GDP 見通しは 2.7%増加となり、前回 5 月の 3.1%から 0.4%ポイント下方修正された。2015 年通年では 2.3%増加と前回の 2.4%増加から小幅に下方修正されたものの、米経済は概ね堅調な推移が継続する見通しとなっている。また、アトランタ連銀が公表している GDP ナウによると、9 月 17 日現在の 7-9 月期の米 GDP は 1.5%増加と予想されており、エコノミスト調査とは大きな差がある。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。FRB は 9 月の FOMC で 2015 年の米成長率を 6 月時点の 1.9%から 2.1%へと 0.2%ポイント引き上げている。

米経済は堅調な雇用と低調な生産の綱引きが続いているが、総じて堅調な成長ペースを維持している。世界的な株価の下落を受けて、S&P500 株価指数の年初来の騰落率は、9 月 18



日現在で 4.9%下落、7 月以降では 5.1%下落とマイナスサイドに値を沈めているものの、米経済は 2014 年の 2.4%成長とほぼ同じペースでの成長が見込まれており、経済ファンダメンタルズに大きな変化がないなかでの株価下落となっている。

### **ユーロ圏経済は堅調維持も、難民問題で政治的リスクが浮上**

ユーロ圏の 4-6 月期の実質域内総生産(GDP)は前期比 0.4%増加となり、1-3 月期の同 0.5%増加に続き、堅調さを維持した。前年同期比では 1.5%増加だった。原油価格の下落を背景に個人消費が底堅く推移したほか、ユーロ安を追い風に輸出が大幅に伸びた。設備投資は 1-3 月期の伸びが高かったことの反動もあり、マイナスに転じたが、ギリシャ問題が企業の設備投資を躊躇させたとの指摘もあり、目的的には回復が見込まれている。7 月の鉱工業生産が前月比 0.6%上昇と 3 カ月ぶりにプラスに転じたのは明るい材料だ。

4-6 月期の成長を国別にみると、スペインが前期比 1.0%と 1-3 月の同 0.9%に続き好調を維持した。中心国のドイツは同 0.4%と 1-3 月期の同 0.3%から伸びを加速した。一方、フランスは同変わらずと 1-3 月期の同 0.7%から失速した。イタリアは同 0.3%と 1-3 月期の同 0.4%から成長を鈍化させている。

財政支援を巡って紛糾していたギリシャ問題は、8 月に「第 3 次金融支援」が合意されたことでひとまず懸念が後退している。9 月 20 日に実施されたギリシャの総選挙では与党・急進左派連合が第 1 党の座を守り、選挙前に辞任したチプラス前首相が復帰した。ギリシャ問題への懸念が一服している一方で、難民問題が浮上しており、景気への悪影響が懸念されている。EU 内では自由に移民ができるため、比較的裕福なドイツ、フランス、イギリスなどで増加する移民に対する不満がここ数年強まっているなか、最近では中東・北アフリカからの難民が欧州に押し寄せており、移民・難民問題が EU 加盟国の政治的な対立につながるのではないかと危惧されている。

### **日本の株式市場は追加緩和待ち、実体経済の回復は見込みづらい**

日本の 4-6 月期の実質国内総生産(GDP)は前期比年率 1.2%減少し、1-3 月期の同 4.5%増加から急減速した。マイナス成長は 3 四半期ぶりとなり、昨年 4 月の消費税率引き上げ後のマイナス成長からの回復が腰折れしている。9 月 7 日に公表された ESP フォークキャスト調査によると、7-9 月期の実質成長率は前期比年率で 1.67%が見込まれている。

7 月の実質賃金は前年同月比 0.3%上昇し、27 カ月ぶりにプラスとなった。ただし、7 月の名目賃金の伸びは前年同月比 0.6%上昇にとどまっており、5 月の同 0.7%上昇を下回っている。6 月はボーナスの支給が遅れた影響で、同 2.5%低下となっていた。実質賃金がプラスとなったのは明るい材料ではあるが、賃金が伸びたというよりも物価の伸びが弱まったことが影響しており、所得の伸びは低調なままとなっている。2014 年度の名目賃金の伸びは 0.5%上昇となっており、伸びが加速しているようすはうかがえない。

世界的な株価の下落を受けて、日本の株価も急反落となった。日経平均株価の年初来の騰落率は 9 月 18 日現在で 3.5%上昇、7 月以降では 10.7%下落となっている。日銀や公的年金の購入も手伝って、上半期の日本の株価はやや上昇ペースが速すぎた観は否めない。その分、調整もやや大きくなったことに加え、中国経済への不安から世界的にデフレ圧力が強まっており、日銀の追加緩和への期待も強まっている。

### **新興国では、インドの成長鈍化を注視**

不安定な中国の金融市場や米国が年内の利上げを視野に入れていることを勘案すると、新興国への投資は引き続き慎重さが求められよう。新興国へ投資リスクが高まっているなかで、成長鈍化が顕在化しているインドへの投資には特に注意が必要となりそうだ。

2014年5月に誕生したモディ政権による経済政策、「モディノミクス」への期待から、インドの代表的株価指数であるSENSEX指数は2014年2月の安値から2015年1月の高値まで1年弱で約50%上昇した。その後、株価は伸び悩みとなり、おおむね横ばいでの推移が続いていたが、6月以降、世界的な株価の急落に歩調を合わせて下値を探っている。ただし、6月末時点から9月18日現在までの下げ幅は5.6%にとどまっており、新興国のなかでは底堅かったといえる。SENSEX指数の年初来の騰落率は9月18日現在で4.7%下落となっている。

インドの4-6月期の成長率は前年同期比7.0%と1-3月期の同7.5%から伸びが鈍化した。市場予想が7.4%と高かったこともあり、失望を誘う結果となっている。これまで、全般的に値崩れが激しい新興国のなかで底堅さをみせていた背景にはモディ政権の経済改革への期待があったと推測されるが、期待値が高い分、下方修正のリスクも大きいとみられる。「モディノミクス」への期待のはく落が最大のリスク材料となりそうだ。成長鈍化を受けて金融緩和への期待が高まっているものの、インド・ルピーが軟調に推移しており、資本の流出懸念から金融緩和が躊躇される可能性があることも懸念材料だ。

中国の4-6月期の実質国内総生産は前年同期比7.0%増加と1-3月期の同7.0%増加から横ばいとなった。中国政府は2015年の成長目標を7.0%に設定しているが、政府系のシンクタンクである中国社会科学院が9月21日、2015年の成長率は7.0%を下回るとの予想を発表しており、目標の達成は既に困難との見方が広まっている。IMFやOECDも7.0%を下回る見通しとなっており、問題は7.0%からどの程度の下振れで収まるのかになりつつある。

中国政府は公共投資の拡大を柱に景気のでこ入れに動いているほか、中国人民銀行(中央銀行)も相次いで金融緩和を実施するなど景気浮揚を支援しているが、いまのところ中国の景気減速に歯止めがかかった様子は確認できない。9月の中国製造業購買担当者景気指数(PMI)は47.0と、2009年3月以来6年半ぶりの低水準となった。同指数は好不況の分かれ目となる50を7カ月連続で下回っている。PMIの低下に歯止めがかかっていないことから、7-9月期の成長率は7.0%を割り込む公算が大きいとみられている。

8月の中国の主要70都市の新築住宅価格は前月比0.3%上昇と4カ月連続で上昇した。前年同月比は1.7%上昇となり、2014年9月以来のプラスとなった。ただし、住宅価格は都市によってまちまちで大都市ほど堅調な一方で中小都市での下落には歯止めがかかっていない。深センでは前年同月比31.1%上昇したほか、上海が同5.6%上昇、北京が同3.0%上昇している。堅調な住宅価格の背景には、株を売却した利益で住宅を購入する向きが増加しているとの指摘もあり、マネーゲームの観は否めない。中国の住宅価格は2014年5月から低下に転じているが、その後は、住宅価格が低下する一方で株価の上昇が続いていた。そして、2015年5月から住宅価格が上昇に転じると、ほどなく株価が下落している。1-8月の不動産開発投資は前年同期比3.5%増加にとどまり、1-7月の同4.3%増加から伸び率を鈍化させた。

ブラジルの4-6月期の実質国内総生産(GDP)は前期比1.9%減少となり、1-3月期の同0.7%減少から下げ幅を拡大した。2四半期連続でマイナス成長となったことから、景気後退に突入している。金融引き締めとインフレ加速で経済活動が急速に悪化しており、インフレ率が目標の2倍に達するなかで、失業率も上昇している。9月10日にはスタンダード&プアーズがブラジル国債の格付けを投機的水準に引き下げたことで、通貨や株価の下落に拍車をかけた。ブラジルの代表的な株価指数であるボベスパ指数の年初来の騰落率は9月18日現在で5.5%下落、7月以降では11.0%下落となっている。(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: **通信サービス**

アンダーウェイト: **金融**

### チャイナショック後のセクター選好

8月11日、中国人民銀行は突然の人民元切り下げを発表すると(13日まで3日連続で合計4.5%の切り下げ)、翌週には中国株式市場が急落し、その動きは世界中の株式市場へ波及した(チャイナショック)。8月24日にはダウ平均が一時前日比1000ドルを超える下落となり、ザラ場では2014年2月以来の15300ドル台を付けた。相場はその後やや回復の動きもみせているが、いぜん値動きの荒い展開が続いている。このような相場環境の中、米国株のセクター動向にも変化が生じている。

主要10セクターについて、チャイナショックが生じるまで(8月19日)の年初来騰落率と、ショック発生後(8月19日~9月4日まで)の騰落率を見ると、その前後で大きくパフォーマンスを悪化させたのはヘルスケアセクターと金融セクターである。前者はバイオ株など割高な銘柄のバリュエーション調整、後者は金融市場の不安定化による業績不透明感がパフォーマンス悪化の理由と考えられる。

一方、急落の前後で相対パフォーマンスを改善させたのが、エネルギーや素材などのコモディティセクターと通信サービスセクターである。前者は、売られ過ぎ感からの買い戻し、後者は金融市場の不安定化によるディフェンシブシフトがその理由と考えられる。

新興国の通貨切り下げを契機とした世界的な株価の調整という点で、今回のチャイナショックに似たケースを過去に求めると1998年8月のロシア危機が思い出される。セクター動向を見ても、割高な銘柄(当時は情報テクノロジー株)のバリュエーション調整と金融株の急落、コモディティセクターと通信サービス株の(相対的な)底堅さなど、今回との共通点も少なくない。

当時との比較で興味深いのは、小売株を含む一般消費財サービスセクターがショックの前後を通じて堅調さを維持している点である。あえて理由を探すならば、「世界の工場」である中国の通貨切り下げは、小売業にとってはコスト面で必ずしもマイナスではないということだろうか。いずれにしても、消費関連株がこのまま持ち堪えるか否か、すなわち米国内景気が年央以降も底堅さをみせるかどうか、今後の相場展開を左右するカギになりそうだ。

図表8 チャイナショック前後のセクター動向 (vs. ロシアショック前後のセクター動向)

	参考) ロシアショック(1998年8月25日)時			
	ショック前 (年初~8/19)	ショック後 (8/19~9/4)	ショック前 (年初~8/24)	ショック後 (8/24~9/10)
S&P500	1.0%	-7.6%	12.6%	-10.3%
エネルギー	-16.5%	-5.2%	-5.3%	0.4%
素材	-7.4%	-6.9%	-6.1%	-8.3%
資本財サービス	-4.5%	-6.9%	1.3%	-11.5%
一般消費財サービス	9.4%	-6.7%	27.2%	-13.1%
生活必需品	1.4%	-6.1%	5.0%	-11.8%
ヘルスケア	10.4%	-9.4%	26.9%	-6.8%
金融	1.1%	-9.7%	3.7%	-17.0%
情報テクノロジー	1.5%	-6.8%	38.2%	-10.8%
通信サービス	-0.4%	-5.5%	13.9%	-5.9%
公益	-3.5%	-10.9%	1.8%	-0.7%

(注) 網掛け部分は市場平均をアウトパフォーマンスしたことを示す

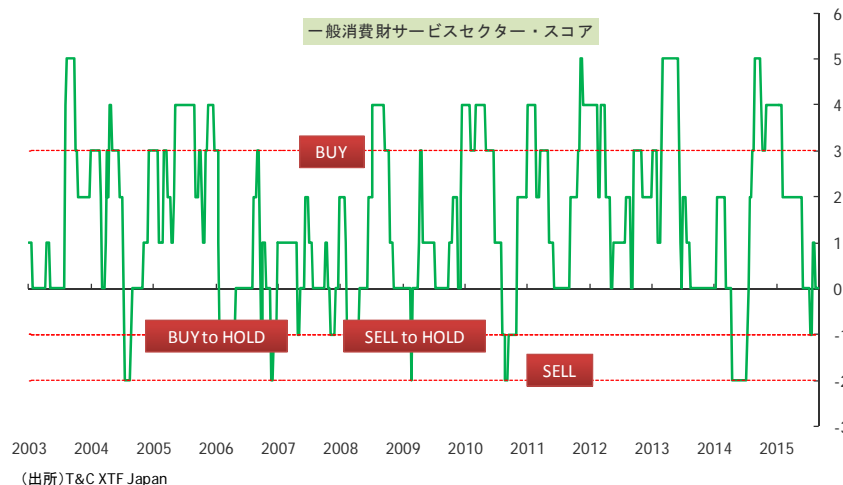
(出所) T&C XTF Japan

## 一般消費財サービスセクター・タイミング・モデルの検証

本号では、その一般消費財サービスセクターの売買タイミング・モデルについて検証を行った（売買タイミング・モデルの詳細については2015年春号 Vol.9 を参照のこと）。

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9である。スコアは最大が+5、最小が-2、トータルで7スコアと比較的振れ幅は大きい。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-2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、「売り」から「中立」へ戻す水準はいずれも-1に設定する。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10である。2003年以降、「買い」判断は計7回記録し、このうち5回で相対パフォーマンスがプラスとなっており、また平均超過リターンも5.8%と比較的良好な結果となっている。一方「売り」判断は過去5回計測したうち、いずれもが小幅のプラス（すなわち売り判断の失敗）を記録している。同タイミング・モデルについていえば、買いの判断はますます良好だが、売り判断の信頼性には劣るということになる。なお一般消費財サービスセクターの直近のスコアは0となっており、タイミング・モデルによる投資判断は「中立」ということになる。

図表 9



図表 10 一般消費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)
01/24/2003	07/16/2004	49	-2.3%	07/16/2004	08/27/2004	6	0.3%
12/03/2004	01/27/2006	60	-10.0%	11/24/2006	12/08/2006	2	0.0%
09/01/2006	09/22/2006	3	3.2%	02/20/2009	02/27/2009	1	3.0%
07/11/2008	02/20/2009	32	4.3%	08/27/2010	09/17/2010	3	1.2%
04/17/2009	08/06/2010	68	13.2%	08/15/2003	07/11/2014	12	0.2%
01/07/2011	04/18/2014	171	23.2%				
08/15/2014	07/17/2015	48	9.3%				
平均		61.6	5.8%	平均		4.8	1.0%

(出所)T&C XTF Japan

## 市場モメンタムの変化を考慮し、通信サービスをオーバー、金融をアンダー

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まとめよう。7つのサイクルのうち、7月以降に局面変化が生じたのが「モメンタム・サイクル」である。3月以降 S&P500 指数は 2050~2150 ポイントの比較的狭いレンジでの変動

が続く一方で移動平均線はじりじりと上昇していたが、8月下旬の急落によって一気に200日移動平均線を下回った。これは2014年10月以来ほぼ10カ月ぶりということになるが、当時はわずか1週間で同移動平均線を上回ることに成功した。今回、その回復にはもうしばらく時間がかかると見ておかねばならないだろう。「モメンタム・サイクル」の局面変化はエネルギーセクターや通信サービスセクター等のスコアを押し上げる一方、金融セクターや情報テクノロジーセクターのスコアを引き下げるようになった。(図表11)

その他のサイクルでは「景気サイクル」(=シティグループ景気サプライズ指数)が8月27日にプラス転換まであと少し(-2.7)というところまで戻したものの、その後は再びマイナス幅を広げ、9月17日時点では-27.4となっている。目先注意すべきは政策サイクルである。9月FOMCでは利上げが見送られたものの、仮に10月や12月のFOMCで利上げに踏み切ると、長期金利の動き次第ではあるが政策サイクル(長短金利差)に変化が生じる可能性がある。その場合、素材セクターや情報テクノロジーセクターにポジティブ、金融セクターや資本財セクターにネガティブな影響を与えることになる。最終的に、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した上で、今後3カ月のセクター判断は、通信セクターをオーバーウェイト、金融セクターをアンダーウェイトとする。前述したように、これらのセクターは1998年のロシア危機の後も相対的に堅調・不調なセクターであった点を再度指摘しておきたい。(和田康志)

図表11 セクタースコア・サマリー(2015年9月11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	-3	0	1	-5	33%
一般消費財サービス	0	0	0	5	-3	38%
エネルギー	3	4	-1	6	0	50%
素材	2	1	1	3	-1	75%
資本財サービス	1	2	-1	3	-1	50%
ヘルスケア	2	3	-1	5	-1	50%
情報技術	2	3	-1	6	-2	50%
金融	-4	-3	-1	4	-6	20%
通信サービス	0	-1	1	1	-6	86%
公益	-2	-4	2	1	-6	57%

(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

### ドル円はもみ合いを継続へ、日銀追加緩和なら125円超えも

ドル円相場は、世界的な株価の急落を受けて、リスク回避的に円が買い戻され、1ドル=125円近辺から120円前後へと円が反発した。米利上げ観測を背景に強含んでいた米金利が株価の下落で若干弱含みに転じたことも円の反発を後押しした。

年内が有力視されている米利上げ観測が引き続き円安要因として影響力を持ち続ける一方で、目的的には中国経済への懸念を背景とした株安・円高も意識されやすい状況が続くとみられることから、当面のドル円相場は強弱材料が打ち消し合ってもみ合いとなる公算が大きい。ただし、日銀が追加緩和に踏み切った場合には、最近の円の下値ラインを突破し、125円以上へと円安が進行する可能性が高い。

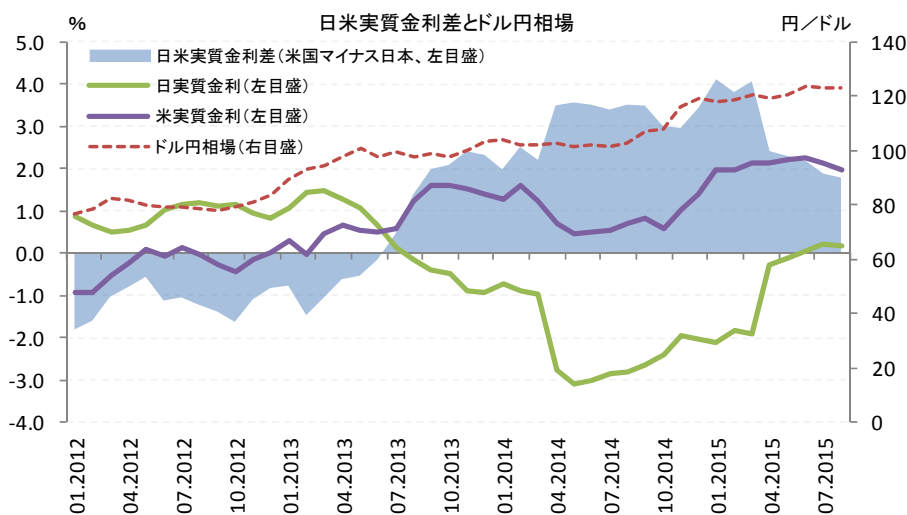
追加緩和が見送られた場合には、日米金利差の縮小や日本の経常黒字の拡大が円安を抑制し、短期的にはやや円高に振れる場面も想定される。10年債利回りからインフレ率(消費者

物価指数の前年同月比)を差し引いた値を実質金利とみなすと、8月の実質金利は米国が2.0%、日本が0.2%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、8月の金利差は1.8%となり、2013年8月以来、2年ぶりの低水準へと縮小している。民主党政権時代の日本では、デフレにより実質金利が高止まりし、実質金利は米国よりも高かった。安倍政権下ではこの関係は逆転し、日本では実質マイナス金利の状態が続いていたが、インフレ率の低下で日本の実質金利が再びプラス圏へと浮上しており、相対的に円の魅力が高まる可能性がある。

7月の日本の経常収支は1兆8086億円の黒字となった。経常黒字は13カ月連続で、黒字額は前年同月の約4.5倍に膨らみ、7月としては5年ぶりの高水準となった。2015年上半期は約8兆円の経常黒字となり、前年同期の4977億円の赤字から大幅な黒字へと転換している。8月の貿易収支は5697億円の赤字となり、貿易赤字は5カ月連続となったものの、8月の赤字額は前年同月を40.2%下回った。2015年上半期の貿易赤字額は前年同期比77.4%減少となり、貿易収支は大幅に改善している。エネルギー価格の下落による輸入の減少が貿易収支の改善に寄与した。円安が進んでいるにも関わらず、期待された輸出の伸びは低調なままではあるが、円安の恩恵は投資収益の大幅な黒字拡大を通じて、経常黒字の拡大に寄与している。一般に、経常黒字の拡大と貿易赤字の縮小は円安抑制要因となる。

円の実質実効レートは6月に68.19まで低下し、1972年8月以来の円安水準となった。8月は70.32とやや円高方向に振れてはいるものの、円の実質的な価値は1973年に変動相場制が始まって以来、最も低い状況にある。一方、ドルの実質実効レートは昨年7月を直近のボトムに今年8月までの1年余りで14.8%上昇し、水準は2006年3月以来の高水準となっている。円の実質的な価値が極めて低くなっていることも、追加的な金融緩和がない場合には、一段の円安には振れにくい要因として指摘されている。(井上秀之)

図表 12



## ◇ 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13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 13

## 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	株式	債券
カントリー	ユーロ圏	インド
セクター	通信サービス	金融

(出所)T&amp;C XTF Japan, Inc.

アセットアロケーションでは株式をオーバーウェイトとした。為替を含めて新興市場への下押し圧力は当面残存すると考えられることから、ここは世界株式というよりは先進国株式に限定した方が良さそう。またリスクを考慮して大型株に限定するとバンガード S&P500ETF(同:VOO)が適当な選択肢になる。あるいは、構成銘柄が少ない(30 銘柄)というデメリットはあるが、1)グローバルな優良企業のみで構成され、2)同カテゴリーの ETF の中で分配金利回りが比較的高く、3)毎月分配型の SPDR ダウ平均 ETF(同:DIA)も選択肢になり得る。どちらか一つということであれば、ここでは後者を選びたい。一方アンダーウェイトとすべきアセットクラスは債券とした。欧州景気の相対的な底堅さなどから、ここではインターナショナル債券(=米国除く世界債券)を中心に考えたい。流動性なども鑑みるとバンガード全世界(除く米国)債券 ETF(ティッカー:BNDX)が最も適当であろう。また、年内の米利上げを予想するのであれば、米短期債は上値が重いと予想され、バンガード米短期国債 ETF(同:BSV)等も選択肢となるだろう。

カントリーアロケーションは、アセットクラスとして株式を念頭に置いた判断となる。オーバーウェイトとすべき国・地域はユーロ圏とした。先進国の中でも景気が相対的に安定していることや追加緩和の余地があることで、株価を下支えすると期待できる。欧米金融当局の政策次第で為替(ユーロドル)相場がどちらの方向にも動く可能性があるため、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イズダムツリー通貨ヘッジ型欧州株 ETF(ティッカー:HEDJ)を選ぶこととする。またリスク面を考慮し、欧州の大型株に絞るとすれば、SPDR ユーロ STOXX50ETF(同:FEZ)も考慮に値しよう。

アンダーウェイトとしたのはインドである。足もとルピーが軟調に推移しており、これが株価へ波及する可能性がある。インド株 ETF は米国で 11 銘柄が取引されているが、経費率が一番低く、時価総額が最も大きな iシェアーズ MSCI インド株 ETF(ティッカー:INDA)を選択する。

図表 14 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\$)
<b>ロングポジション</b>			
バンガードS&P500ETF	VOO	0.05	34,315
SPDRダウ平均ETF	DIA	0.17	10,755
ウイズダムツリー通貨ヘッジ型欧州株ETF	HEDJ	0.58	11,104
SPDRユーロSTOXX50ETF	FEZ	0.29	4,004
バンガード通信サービスETF	VOX	0.12	793
<b>ショートポジション</b>			
バンガード全世界(除く米国)債券ETF	BNDX	0.20	3,896
バンガード米短期国債ETF	BSV	0.10	17,018
iシェアーズMSCIインド株ETF	INDA	0.67	3,401
SPDR金融セレクトセクターETF	XLF	0.15	17,453

(注)時価総額、経費率はともに9月24日現在 (出所)T&amp;C XTF Japan, Inc.

セクターアロケーションは、オーバーウェイトを通信サービスセクターとした。米通信サービスセクター株に連動する ETF は米国で 5 銘柄が取引されているが、大手キャリアのペライゾン(ティ

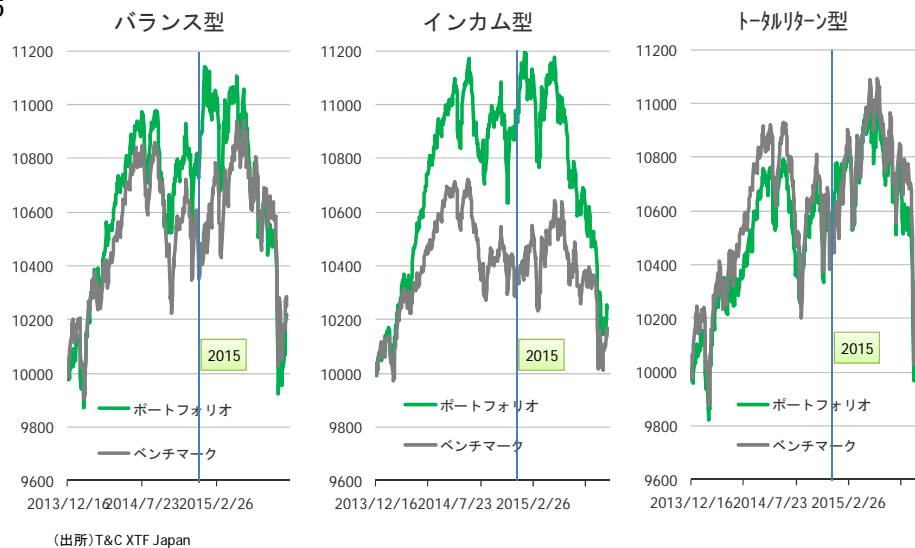
ッカー：VZ)と AT&T(同：T)が構成ウェイトの 4 割超を占めるバンガード通信サービス ETF(同：VOX)と、構成銘柄がほぼ等ウェイトでブロードコム(同：BRCD)などの通信機器メーカーも含めた SPDR 通信セクターETF(同：XTL)ではパフォーマンスにかなりの差が生じるだろう。分散効果よりは安定性を重視し、ここでは前者を選択することにする。アンダーウェイトとした金融セクターについては、SPDR 金融セレクトセクターETF(同：XLF)が流動性や経費率の点で最も適当である。比較的ディフェンシブな保険や REIT を除いた金融セクターにフォーカスするなら、SPDR S&P 銀行セクターETF(同：KBE)あるいは i シェアーズ証券セクターETF(同：IAI)という手もある。ただし後者は時価総額が 2.8 億ドルとやや小さい点に注意が必要だろう。(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 7~9 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、7-9 月期にバランス型が-3.0%(ベンチマークは-3.1%)、インカム型が-3.4%(同-1.9%)、トータルリターン型が-3.6%(同-4.1%)となった(9月18日時点)。相場環境が8月を境に急変動するなか、ベンチマークとともに弊社ポートフォリオもマイナスリターンを余儀なくされた。中でもインカム型ポートフォリオが引き続き不振だが、トータルリターン型やバランス型は底堅さも見せ始めている。

図表 15



図表 16

	設定来			2015 7-9		
	リターン	リスク	シャープ	リターン	リスク	シャープ
	年率	年率	レシオ*	年率	年率	レシオ*
<b>バランス型</b>	2.1%	0.8%	7.2%	-3.0%	4.4%	N.A.
ベンチマーク	2.5%	1.0%	6.3%	-3.1%	4.6%	N.A.
<b>インカム型</b>	2.4%	0.9%	5.7%	-3.4%	4.9%	N.A.
ベンチマーク	1.4%	0.5%	4.5%	-1.9%	2.7%	N.A.
<b>トータルリターン型</b>	2.6%	1.0%	7.3%	-3.6%	5.2%	N.A.
ベンチマーク	2.7%	1.0%	7.3%	-4.1%	6.0%	N.A.
参考)						
S&P500TR指数	15.5%	5.8%	13.1%	-3.1%	4.5%	20.9%
MSCIロクサイ指数	7.2%	2.8%	11.6%	-4.1%	5.9%	17.9%
JPMグローバル債券指数	-0.9%	-0.3%	4.4%	1.0%	1.4%	5.7%

(注)9月18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

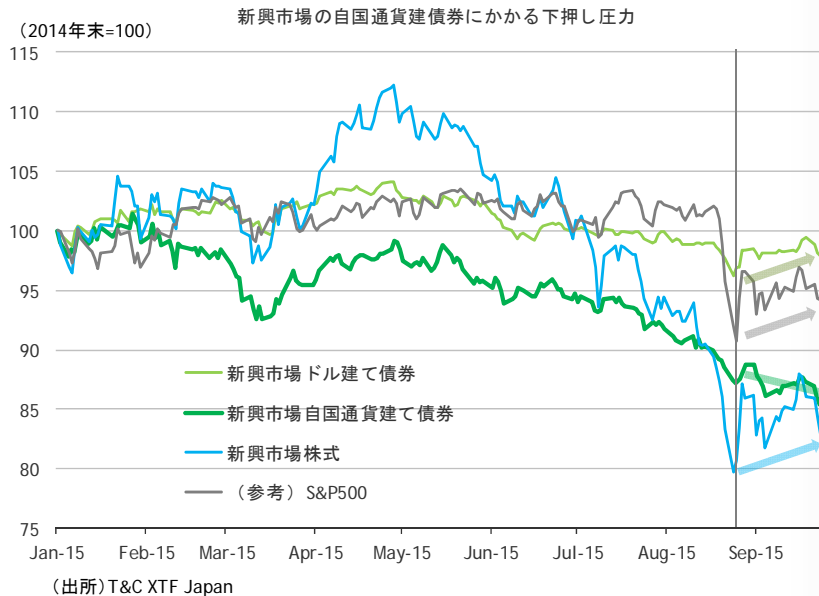


## 新興市場で最も軟調なアセットクラス＝自国通貨建て債券

8月以降、世界的な成長鈍化懸念が強まり、株式や商品相場が一段と不安定化した。これらを背景に、9月17日FOMCでは米金利引き上げが見送られたものの、株式市場はその後も軟調な展開を続けている。世界的な金融市場の混乱を主導している震源地は「新興市場」である。

その新興市場に関係するアセットクラスの中で最も下押し圧力がかかっているのが「自国通貨建て債券」である。新興国通貨の下落によって、8月までの年初来騰落率も-9%と同ドル建て債券のそれ(-1%)を大幅にアンダーパフォームしていたが、米株急落(8月24日)後の推移を見ても、新興市場株式や同ドル建て債券に比べて極めて軟調となっている。その理由は、やはり8月11日から3日連続で実施された人民元の切り下げと考えられる。人民元切り下げを契機に、新興国通貨の一段の下落が避けられないとみて、自国通貨建て債券から為替リスクが限られるドル建て債券へと投資家が乗り換える動きが強まっているものと考えられる。

図表 17



## 人民元が今後追加的に切り下げられるリスク

問題は、人民元の切り下げが8月に実施されたものにとどまらない可能性があるという点だ。中国のファンダメンタルズは依然として脆弱さを抱えており、人民元はなお30%近く割高と指摘する向きもある。今後弱い経済指標の発表とともに人民元が追加的に切り下げられる可能性は決して低くない。

人民元の切り下げは世界的なデフレ傾向を促すものとみられる。人民元の切り下げで中国株市場が安定したことから、新興市場株式は短期的には落ち着きを取り戻したが、グローバル・デフレが進めば再度下落ペースが強まるだろう。当面、新興市場のアセットクラスでは、消去法的にドル建て債券が選好され易いと考えられる。(和田康志)

## 2. ETF 活用のヒント

### ◇ 荒れ相場で ETF 投資家が「してはならない事」と「すべき事」

夏場以降、世界的に相場が荒れ模様である。このような環境下で、ETF 投資家が「してはならない事」と「すべき事」をそれぞれまとめた。

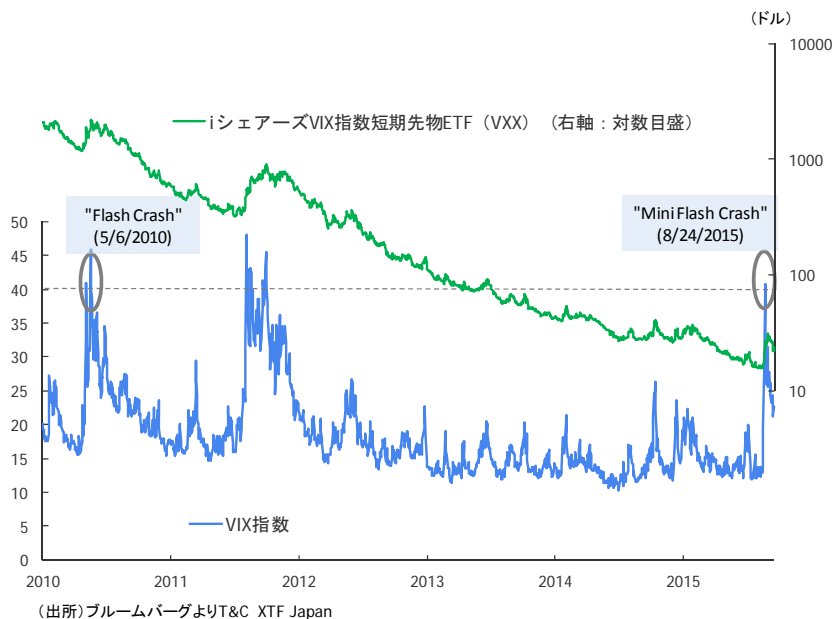
#### 「してはならない事」その 1 = ボラティリティ連動型 ETF の買い

荒れ相場の時に高いリターンが期待できる ETF として、ボラティリティ(VIX)指数連動型 ETF は一般投資家にも既に認知されつつある。このため相場下落に対するヘッジとしてこれらを活用しようとする投資家もいるかもしれないが、これは「してはならない事」である。

最初に断っておくならば、VIX 指数連動型 ETF が下げ相場のヘッジとして全く役に立たないというわけではない。ただし、それには「タイミングが正確であれば」という但し書きが必要である。勿論、同じことはヘッジ商品全般にいえることであるが、なかでも VIX 指数は短期の騰落が激しいことから「売り抜ける」タイミングを見極めることが難しい。つまり他のヘッジ商品と比べても、リスクの大きさに見合うリターンが期待できない。

売買タイミングを見極めようとするうちに保有期間が長期にわたると、リターンを得ることが一段と難しくなることも、VIX 指数連動型 ETF の弱点である。例えば i パス VIX 指数短期先物 ETF (ティッカー: VXX) は、1) VIX 指数先物のロールコストが嵩むこと、2) 短期変動の激しい指数に連動することなどを背景に、(VIX 指数がほぼ 15~20 の間で推移した) 過去 3 年ほどの間に 100 ドル近くから 30 ドル割れまで 70% 超も下落した。(図表 1) VIX 指数連動型 ETF は短期の「ヘッジ商品」でも長期の「投資商品」でもなく、いわば「投機商品」と割り切る必要がある。

図表 1

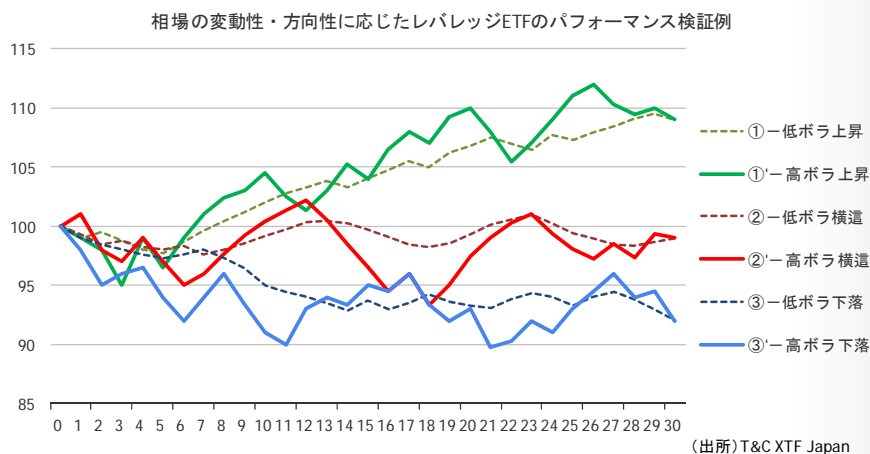


## 「してはならない事」その2=レバレッジ型ETFの買い

相場変動が激しくなると、損失を手っ取り早く埋めたいとの思惑から、レバレッジ型ETFへの投資を考える投資家もいるかもしれない。しかし、止むを得ず長期の保有となった場合には、これらのETFも相当不利な投資となることを理解しておく必要がある。

図表2と3は、荒れ相場と平穏な相場のそれぞれの下で、基準となる指数と3倍レバレッジ型ETFがどのようなリターンになるかをシミュレートしたものである。3倍レバレッジ型ETFは毎日リバランスされるために、必ずしも基準指数の3倍のパフォーマンスにならず、特に荒れ相場ではその傾向が強いということがわかる(図表3)。上昇/下落にかかわらず荒れ相場を経た後では、レバレッジ型ETFが予想外に低いリターンにとどまる可能性がある。

図表2



図表3

	リターン	(X)基準指数	(Y)理論値 (基準指数*3)	(Z)3倍レバレッジETF	(Z)-(Y)	
①	低ボラ相場	9.00%	27.00%	28.93%	1.93%	①'-①
①'	高ボラ相場	9.00%	27.00%	25.73%	-1.27%	-3.20%
②	低ボラ相場	-1.00%	-3.00%	-3.23%	-0.23%	②'-②
②'	高ボラ相場	-1.00%	-3.00%	-5.49%	-2.49%	-2.26%
③	低ボラ相場	-8.00%	-24.00%	-22.48%	1.52%	③'-③
③'	高ボラ相場	-8.00%	-24.00%	-24.93%	-0.93%	-2.46%

(出所)T&C XTF Japan

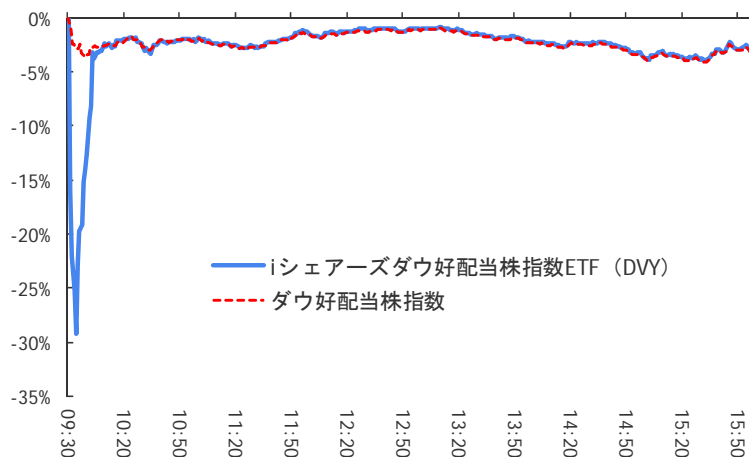
## 「してはならない事」その3=ストップロスオーダー(損切り注文)

大荒れ相場になると、予想外の損失を限定させるために、ストップロスオーダー(損切り注文)を活用する投資家もいるかもしれない。しかし、ETFの場合このような注文が思わぬ結果を招く可能性がある点に注意したい。というのも、相場が荒れるとETFはNAVから大きくかい離れた価格が付き易い(この点、投信はどんなに荒れた相場であってもNAVと同じ価格で売ることが出来るという点は利点であろう)。特にボラティリティ指数が40を超えるような混乱が生じた時には、少なくないETFが一時的に異常値を付けることがある。(図表1)実際、2010年5月6日の「Flash Crash」に続き、ダウ平均が寄り付き直後に1000ドル近い下落をみせた8月24日にも「Mini Flash Crash」と呼ばれる事態が生じたのである。

図表4は同日のiシェアーズDJ好配当指数ETF(ティッカー:DVY)の値動きを見たものである。寄り付き直後に連動指数の動きから大きくかい離れた価格で取引が生じていることが分かる。この他にも、グッゲンハイムS&P500等金額ウェイトETF(同:RSP)など少なくない銘柄が前日比30%を大きく超える安値で取引がなされた。相場が混乱し裏付け証券の価格が正しく得られないために、マーケットメーカーが売買を控える(ETFの流動性が一気に縮小する)というのが

一般的な説明であるが、米証券取引委員会 (SEC) の調査にもかかわらず、はっきりとした理由は分かっていない。いずれにしても、条件付きの成り行き注文であるストップロスオーダーが、予想もしないような低価格で執行されてしまうというリスクは避けたいところであろう。

図表 4 相場が急落した8月24日(月)寄り付きに異常値を付けたETFの例  
(前日比)



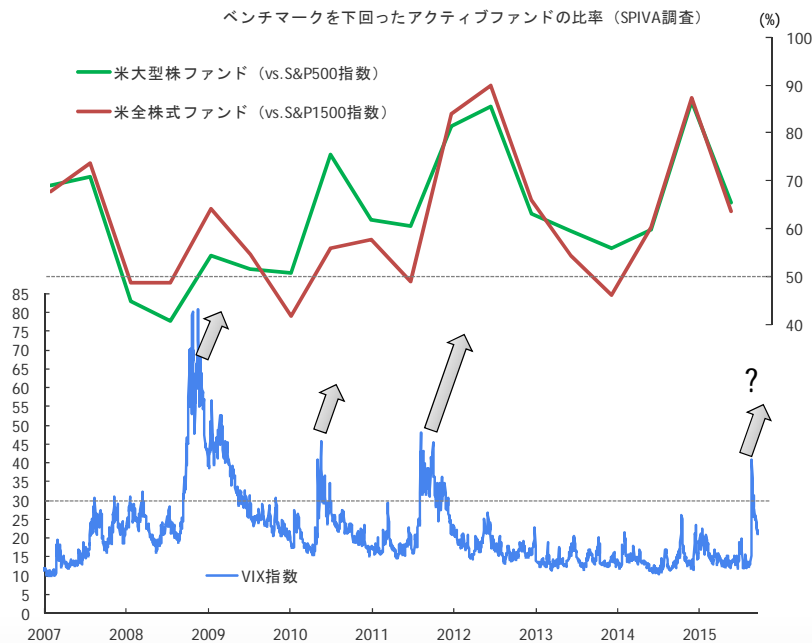
(注)分足チャート (出所)ブルームバーグよりT&C XTF Japan

### 「すべき事」その1=インデックス投資(ベータ投資)に徹する

最近ではETFでもアクティブ型や“スマートベータ”をうたうエンハンス型が増えてきているが、荒れ相場では特にインデックス投資に徹するべきである。

図表5は、S&Pが半期に一度実施しているSPIVA調査とVIX指数の2007年からの推移を重ねてみたものである。SPIVA調査は「アクティブ投信のうちベンチマークに負けた投信の比率」をみたもので、数字が大きいほどアクティブ投信がベンチマークに負けている、すなわちインデックス投資が有効であることを示している。なお、同数値は「過去1年リターンがベンチマークを上回った/下回ったか」を調査したものであることから、相場環境とは半年ほどのラグがあるものと捉えていただきたい。これが恒常的に50%を上回っているということは、アクティブ投資が追加的なリターン(アルファ)を生みだしていないことを意味している。

図表 5 ベンチマークを下回ったアクティブファンドの比率 (SPIVA調査)



(注)SPIVA調査は6月末、12月末に「過去1年リターン」のベンチマークと比較を集計したものである  
(出所)ブルームバーグよりT&C XTF Japan

注目すべきは、荒れ相場(VIX 指数の急上昇)の後に、特にこの比率が高まっている点である。これは、VIX 指数が高止まりするような時期には、銘柄間の連動性が高まり、銘柄選別投資の効果が薄れることが理由と考えられる。一つの目安として、VIX 指数が 30 を上回っている間は、インデックス投資に徹することを心掛けたい。

### 「すべき事」その 2=オルタナティブアセットを(少し)増やす

近年は株式・債券・為替市場の連動性が高まっていることから、「資産の分散よりもタクティカルな戦略に基づく資産の入れ替え」によってパフォーマンスの向上をうたう ETF ストラテジストが支持を集めている。しかし、あまりにも短期の資産入れ替えはマーケットタイミング戦略と変わりないし、様々な資産を併せ持つことによる分散効果を軽視すべきではないだろう。伝統的資産(株式・債券)が大荒れの時こそ、それらとは異なる動きをするオルタナティブ資産を持つことでポートフォリオの急変動を抑えられる。オルタナティブ資産を全く持っていない投資家は 10%程度を目処に、既に持っている投資家はそのウェイトを少し増やすことを検討したい。

具体的にどのような ETF が対象になるかといえば、第一はコモディティである。最近では株式との連動性も高く、(中国経済の不透明感を伴う)足もとの相場環境では慎重さが求められるものの、金や商品総合指数は短期的(売られ過ぎからの反発)にも長期的(分散効果の発揮)にも効果があるかもしれない。代表的なものとしては、SPDR ゴールドトラスト(ティッカー:GLD)やパワーシェアズ DB 商品指数ファンド(同:DBC)などがある。第二は不動産・REIT である。REIT は株式市場との連動性も高い点に注意が必要であるが、長い目でみれば分散効果が期待できる。代表的なものとしてバンガード REIT ETF(同:VNQ)などがある。第三はマルチアセット型 ETF やヘッジファンド指数連動型 ETF である。ただしこれらは流動性やコスト、裏付け資産等の点で問題も少なくないため、事前の精査が必要となる。例えば、ヘッジファンド指数連動型 ETF などは保有資産の半分以上がキャッシュとなっている場合もあり、経費率に見合った運用とは言えないものも少なくない。

最後に、地域分散をより広げることも一つの手であろう。ある程度のリサーチの裏付けが必要であるが、主要国・地域以外の国(例えばチリ、フィンランド、イスラエル、ポルトガルなど)の株式もオルタナティブ資産と言えなくもない。ただし、流動性や経費率などには十分留意すべきだろう。

### 「すべき事」その 3=リバランス&分配金再投資

大荒れ相場はリバランスのチャンスととらえたい。ターゲットウェイトから一定率(一定幅)かい離した場合にリバランスする投資家であれば、ルール通りのタイミングでリバランスし、半期あるいは四半期といった定期でリバランスする投資家であれば、相場が大きく動いたタイミングで(予定を繰り上げて)リバランスする手もあるだろう。ポートフォリオのリバランスによって、相対的に下げ過ぎた資産クラスを買い増し、相対的に買われ過ぎの資産クラスを売却するという、極めて理にかなった投資を行うことが出来る。

また、荒れ相場では保有 ETF の分配金(分配金)を再投資することを検討したい。特に分配金利回りの高い ETF は、相場回復時における複利効果を最大限享受することが可能になる。

(和田康志)