

# ETF Investing

Vol.12 - 2015 Winter

T&C XTF Japan      2015 年 12 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

- ◇ スマートベータ型 ETF をポートフォリオに組み入れるべきか？

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

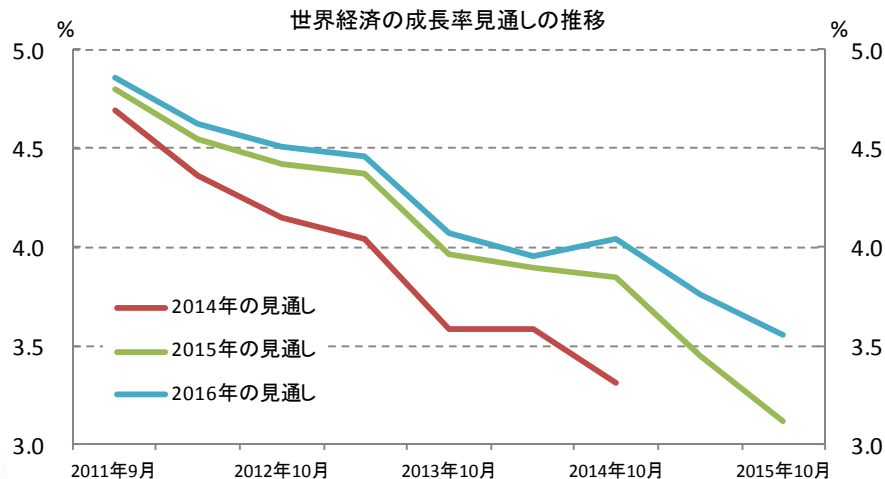
アンダーウェイト: 株式

### 世界経済は成長見通しの鈍化に歯止めがかからず、資源国の減速を懸念

世界経済の成長見通しは、資源国での成長鈍化が重しとなり、下方修正が続いている。国際通貨基金(IMF)が10月6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見通しは3.1%と、前回7月の3.3%から0.2%ポイント引き下げられた。2016年は3.6%とこちらも前回の見通しから0.2%ポイント引き下げられている。先進国ではカナダ、新興国ではロシア、ブラジルといった資源国の成長見通しが大幅に下方修正された。また、経済協力開発機構(OECD)が11月9日に公表した「経済見通し(EO)」によると、2015年の世界経済の成長率は2.9%と9月時点の3.0%から0.1%ポイント引き下げられた。2016年は3.3%と9月の3.6%から0.3%ポイントの大幅な下方修正となった。

エネルギー価格の低迷により資源国での成長見通しが軒並み悪化しているほか、米利上げを背景としたドル高により、新興国からの資金流出が懸念され、新興国の成長見通しもさえない。利上げに踏み切った米国といえども成長見通しは低下しており、ユーロ圏や日本では追加緩和や補完措置が相次いで発表されている。こうした状況下、IMFやOECDといった国際機関による世界経済の見通しも下方修正を継続しており、成長見通しの鈍化に歯止めがかかったようすはまだうかがえない。したがって、アセットアロケーションはリスク資産(株式)を避けて安全資産(債券)へとシフトすることが推奨される。リスク資産であるコモディティ(商品)も回避するのが無難な選択となるが、米利上げ開始で米金融政策に対する不透明感が払しょくされた場合、ドル高を嫌気した商品価格の下落も落ち着きを取り戻す可能性がある。ドル高が一服するようであれば、商品価格も底入れの公算が大きくなることから、リスクを取りに行くのであればコモディティへの投資も検討に値するとみている。

図表 1



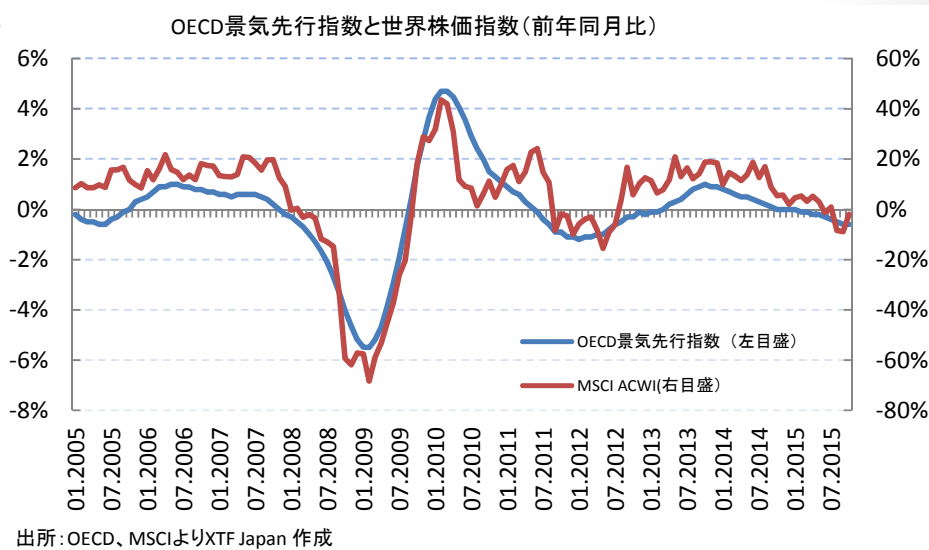
## 米利上げ開始で2016年の株式市場は軟調なスタートを警戒へ

株式市場は、8月に人民元の切り下げをきっかけとして起きた世界同時株安からは持ち直したものの、依然として急落前の水準には達しておらず、総じて伸び悩みとなっている。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、12月18日現在で5.8%下落、10月以降では2.9%の上昇となった。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4.4%下落、10月以降では3.3%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17.4%下落、10月以降では0.3%下落となった。総じてみると、先進国では株価が持ち直している一方で、新興国では底ばいとなっている。

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景気先行指数をみると、10月は99.8と前月から変わらずとなった。年初から緩やかな低下傾向が続いており、10月は前年同月比で0.6ポイントの低下となっている。同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。先行指数が発表されるまでのタイムラグを踏まえて指数と株価の因果関係を検証してみると、統計的には因果性が確認されており、先行指数が株価の予想に役立つことを示唆している。先行指数は前年水準を下回る状況を継続しており、まだ底入れが確認できる状況には至っていない。今後同指数が持ち直すまでの間は、株価が前年水準を下回る公算も小さくはなさそうで、注視が必要だ。

また、過去3回の米利上げサイクルでは、利上げ開始後の数カ月間は米株価が軟調に推移したことから、当面は下振れリスクが警戒されよう。

図表2



## 米利上げ開始、今後は利上げペースに注目

12月15・16日に開かれた米連邦公開市場委員会(FOMC)では、2006年6月以来、ほぼ10年ぶりとなる利上げが決定された。利上げは予想通りでサプライズはなかった。ここ数年、米利上げ開始時期をめぐって、しばしばマーケットが混乱する場面もみられたが、ようやくイベントを通過したことで、今後の関心は利上げの「スピード」に移った。FOMC後に発表された参加メンバーによる経済見通しでは、2016年末の政策金利が1.4%、2017年末は2.4%となったことから、今後2年間の利上げペースは0.25%刻みで年4回との見方が広まっている。FOMCの定例会合は年8回あるので、2会合に1回という計算となり、次回の利上げは3月のFOMCが有力視されている。

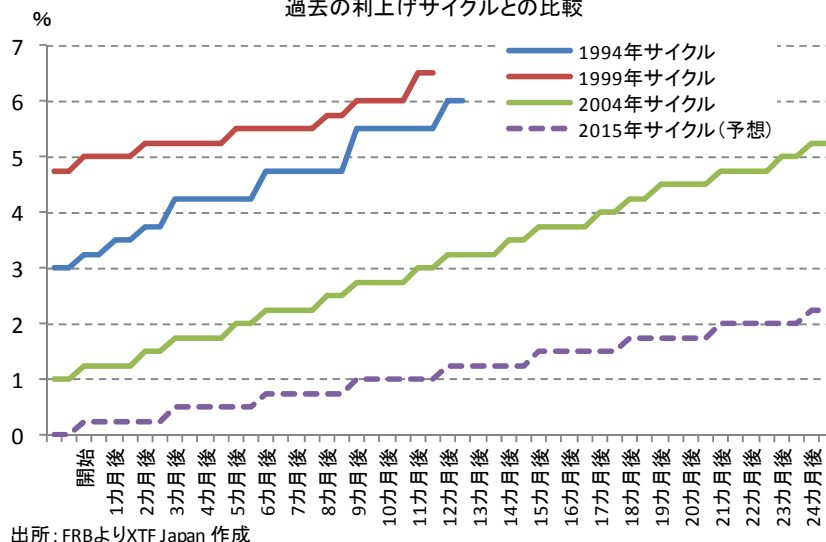
見通しの上下3つを除く中心的なレンジをみると、2016年末で0.9-1.4%となっており、2回から4回の利上げが示唆されている。前回、2004年6月から始まった利上げサイクルでは、定例会合ごとに年8回、0.25%ずつ利上げが実施され、2年間で計4.00%引き上げられた。前回に比べると、今回のペースははかなり「緩やか」であることがわかる。

今後の利上げペースを考える上で、もうひとつ市場が注目している指標としてフェデラルファンド(FF)金利先物が挙げられる。12月18日現在の2016年12月限は0.8%となっており、こちらは年2回とFOMCメンバーより緩やかペースを見込んでいる。

今回の利上げ前後の米金利の動きをみると、利上げにともない短期債金利が上昇した一方で長期債はより緩やかな上昇にとどまり、イールドカーブはベアフラット化した。利上げペースがかなり緩やかになると伝えられたことから、FOMC直後の10年債利回りはむしろ弱含みとなった。

今後の利上げペースを占う上で、インフレ率は重要なカギとなる。11月の米消費者物価指数(CPI)は前月比横ばいとなり、前年同月比も0.5%上昇にとどまっており、FRBが目標としている2.0%を大きく下回っている。ただし、食品とエネルギーを除くコア指数は前年同月比2.0%上昇しており、エネルギー価格下落の影響を除くと、巡航速度といえる。原油価格が底入れした場合には、全般的な物価にも上昇圧力がかかることが予想され、金利上昇リスクとなりそうだ。

図表3 過去の利上げサイクルとの比較



### ECBが追加緩和を決定、市場は内容に失望

欧州では、欧州中央銀行(ECB)が12月3日の理事会で追加緩和を決定したが、緩和の内容がマーケットの期待に届いておらず、失望を誘う結果となった。今回の決定では、中銀への預金金利を現在のマイナス0.2%からマイナス0.3%へと0.1%ポイント引き下げたほか、現行の量的緩和の終了目途を「2016年9月」から「2017年3月」に延長することがなどが決定された。市場には現在の月600億ユーロの資産購入規模そのものを拡大するとの観測も出ていたことから、規模の拡大が見送られたことでユーロ高・株安が進行した。

ECBの経済見通しでは、ユーロ圏の成長率は2016年が1.7%、2017年が1.9%となり、前回9月の見通しから2016年は据え置き、2017年は0.1%ポイント上方修正された。インフレ率は2016年が1.0%、2017年が1.6%とし、それぞれ0.1%ポイントずつ引き下げられている。

量的緩和の規模拡大が見送られた背景としては、FRBの利上げが確実視されていたことから、ECBが積極的に動く必要が薄らいだ、おおむね堅調なマクロ経済状況から、規模の拡大を正当化することは難しかった、将来のデフレリスクに対応するために切り札を温存した、といった点が挙げられている。今回の追加緩和を後押ししたのはインフレ率の低さであるが、ユーロ圏の消費者物価指数はゼロ近辺で推移しており、エネルギーを除いても1.0%前後となっている。ECBが

目標とする 2.0%にはかなり距離があることから、低インフレが継続すれば、いずれは量的規模の拡大に踏み切るとの見方は根強く残されている。

### **日銀は金融緩和の補完措置を決定**

日銀は 12 月 17・18 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)の補完措置の導入を決定した。購入国債の平均償還期間をこれまでの「7~10 年程度」から「7~12 年程度」としたほか、ETF の購入額を現在の年間 3 兆円ペースから 3000 億円増額することなどが決定された。今回の会合では金融政策の変更が見込まれていなかったこともあり、会合後の株価は乱高下となった。発表直後には追加緩和との見方から株高となったが、その後補完措置であることが伝わると、一転反落となった。日銀の黒田総裁は会合後の記者会見で、「(今回の決定は)あくまで補強措置であり、追加緩和ではない」と述べている。

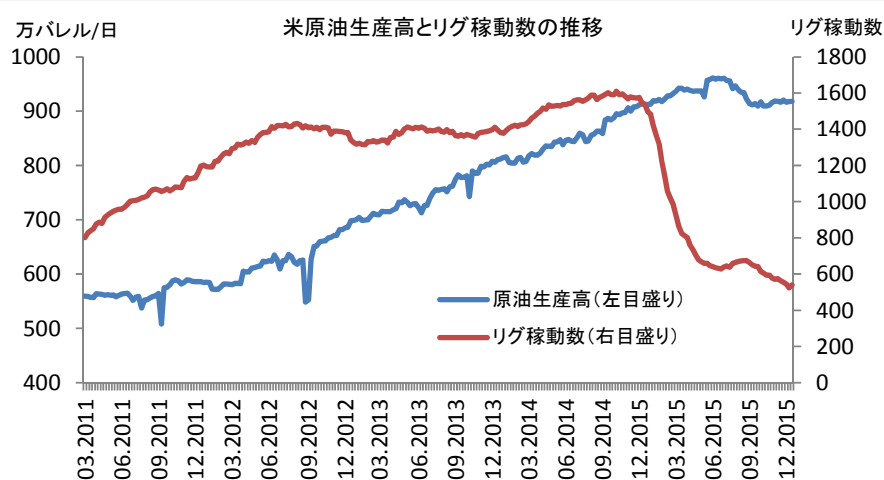
日銀は原油安の影響を除けば物価は上昇基調にあるとのスタンスを崩していないが、10 月の消費者物価指数(CPI)は、食品とエネルギーを除くコア指数でみても前年同月比 0.7%上昇にとどまっており、9 月の同 0.9%上昇から伸び率を低下させている。先行指標となる 11 月の東京都区部のコア指数も同 0.6%上昇となっており、上昇基調とは言い難い。12 月以降は円安による物価の押し上げ効果がはく落することから、コア指数の伸びも抑制されることが見込まれる。ECB 同様、目標となる 2%の達成が困難となりつつあり、低インフレが継続すれば、日銀も追加緩和を実施するとの見方も少なくない。

### **商品市場は「米利上げペースは緩やか」との見方を好感も**

原油価格(WTI 期近)は 12 月 18 日現在で 1 バレル=34.73 ドルとなり、年初来の騰落率は 34.8%下落、10 月以降だと 23.0%下落した。米国内での生産増加や中国を始めとする世界的な景気の減速で供給過剰が長期化するとの見通しに圧迫されている。また、12 月 4 日に開かれた石油輸出機構(OPEC)総会で、減産が見送られたことも下落に拍車をかけた。OPEC 加盟国のなかには減産を希望する産油国も少なくないが、盟主であるサウジアラビアがシェアを優先する方針を維持しており、非 OPEC 産油国との協調がなければ減産には応じられないとしている。また、石油生産枠の上限を設定したところで、遵守される可能性が低いことも、減産見送りの背景として伝えられている。

米国内での石油生産高は、12 月 18 日現在で日量 918 万バレルとなり、9 月以降はおおむね横ばいで推移している。足もとでのリグ(掘削設備)稼働数は 550 基前後となり、昨年後半のピーク時と比べると 3 分の 1 程度まで減少している。リグ稼働数の減少は継続しているものの、生産は横ばいを維持しており、生産性が上昇していることがわかる。リグ稼働数の減少に伴って、米石油生産高も減少することが期待されたが、リグ数は価格の先行指標というよりも、価格に合わせて調整される遅行指数となっており、リグ稼働数の減少が生産の減少を通じて価格を上昇させる、とのメカニズムは期待薄となっている。もちろん、今後とも価格の低迷とリグ稼働数の減少が継続すれば生産高にも影響するはずであるが、あまり多くを期待しないほうがよさそうだ。

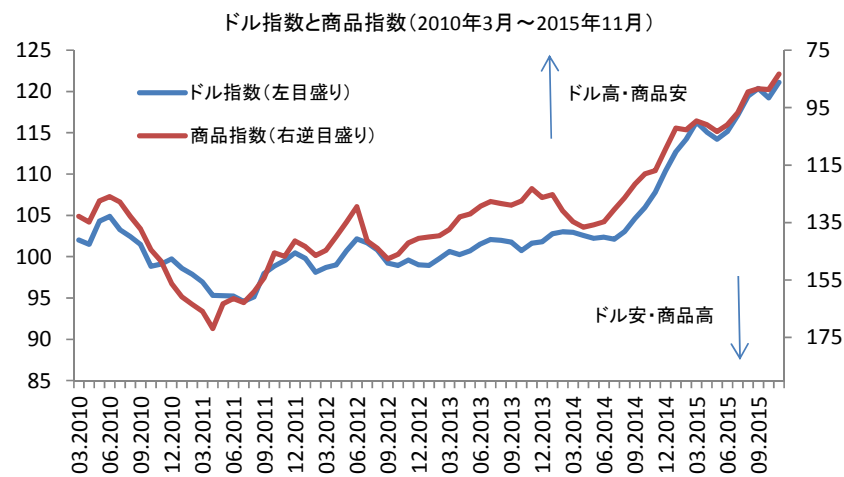
図表 4



金価格(ロンドン値決め、午後)の年初来の騰落率は12月18日現在で11.9%下落、10月以降では4.6%下落した。世界的に商品価格が下落しているなかで、ドルの上昇がドル建ての金価格を圧迫したほか、金利を生まない金にとって米利上げも売り材料視された。地政学的リスクの高まりや不安定な金融市場の動きに反応して、一時的に値を上げる場面も見られたが、2015年は年初からおおむね右肩下がりとなった。年平均価格で見ると、2015年(12月18日まで)は前年比で8.2%下落、2014年の同10.2%から下げ幅を縮小している。年ベースでの下落は3年連続で、2012年と比べると30.4%下落した。長期的な下げ基調が続いているが、下落スピードは減速している。2014年の産金コストは世界平均で1300ドル前後と推計されており、2015年まで3年連続でコスト割れとなった可能性が高いが、徐々に均衡的に向かっていることも確かだ。こうした状況を踏まえると、当面の金価格は底堅い動きが期待できそうだ。米利上げペースがかなり緩やかとの見通しも、金価格の下落圧力を弱めるだろう。

22品国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12月18日現在で25.8%下落、10月以降では11.8%下落と底探りが続いている。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見ると、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。12月FOMCで米利上げが開始されたことで先行きに対する不透明感が後退したほか、利上げペースも緩やかとなることが確認されたことから、ドル高基調が一服する可能性がある。ドルの上昇に歯止めがかかれば、商品相場も底入れを視野に入れた展開が予想される。(井上秀之)

図表 5



## ◇ 当面のカントリーアロケーション

オーバーウェイト: **インド**

アンダーウェイト: **米国**

### インド経済が堅調を維持、米国は利上げ開始で不透明に

世界全体みると成長見通しが鈍化していることから、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一般論としては推奨される。ただし、FRBが約10年ぶりとなる利上げに踏み切ったことで、資金の流れも転換期を迎えた可能性があり、機械的な判断では大局を見逃しかねない。

2015年を振り返ると、米利上げ観測を受けて、新興国からの資金流出が懸念されたことから、ドル高・新興国通貨安をきっかけに新興国の株価が軒並み下落した。問題はこの流れが継続するかどうかとなるが、利上げ開始で材料が出尽くしたとの見方から、新興国が買い戻される場面は十分に考えよう。前回、FRBの利上げサイクルが始まったのは2004年の6月であるが、これを境に先進国では株価が反落した一方で、新興国の株価が反発した。同じことが繰り返されるとは限らないが、米利上げ開始までの流れは前回と同じであり、相対的に新興国の株価が割安となっていることから、今回はバリュエーションを優先して先進国から新興国への資金シフトを推奨する。

まず、新興国に目をむけると、IMFとOECDがそれぞれ10月と11月に公表した主要国の経済見通しでは、ブラジルやロシアといった資源国が大きく下方修正された一方で、インドや中国の底堅さが目立つ。中国は見通しこそ据え置かれたものの、今年から来年にかけて成長率は低下する見通しだ。逆に、インドは成長が加速する見通しとなっており、投資先としてはインドの魅力がより高いと考えられる。

図表6 主要国・地域の成長見通し

単位: %

|            | IMF    |      |      |         |      | OECD   |      |      |         |      |
|------------|--------|------|------|---------|------|--------|------|------|---------|------|
|            | 10月見通し |      |      | 7月からの修正 |      | 11月見通し |      |      | 9月からの修正 |      |
|            | 2014   | 2015 | 2016 | 2015    | 2016 | 2014   | 2015 | 2016 | 2015    | 2016 |
| <b>先進国</b> | 1.8    | 2.0  | 2.2  | -0.1    | -0.2 | 1.9    | 2.0  | 2.2  | n.a.    | n.a. |
| 米国         | 2.4    | 2.6  | 2.8  | 0.1     | -0.2 | 2.4    | 2.4  | 2.5  | 0.0     | -0.1 |
| ユーロ圏       | 0.9    | 1.5  | 1.6  | 0.0     | -0.1 | 0.9    | 1.5  | 1.8  | -0.1    | -0.1 |
| ドイツ        | 1.6    | 1.5  | 1.6  | -0.1    | -0.1 | 1.6    | 1.5  | 1.8  | -0.1    | -0.2 |
| フランス       | 0.2    | 1.2  | 1.5  | 0.0     | 0.0  | 0.2    | 1.1  | 1.3  | 0.1     | -0.1 |
| イタリア       | -0.4   | 0.8  | 1.3  | 0.1     | 0.1  | -0.4   | 0.8  | 1.4  | 0.1     | 0.1  |
| 日本         | -0.1   | 0.6  | 1.0  | -0.2    | -0.2 | -0.1   | 0.6  | 1.0  | 0.0     | -0.2 |
| 英国         | 3.0    | 2.5  | 2.2  | 0.1     | 0.0  | 2.9    | 2.4  | 2.4  | 0.0     | 0.1  |
| カナダ        | 2.4    | 1.0  | 1.7  | -0.5    | -0.4 | 2.4    | 1.2  | 2.0  | 0.1     | -0.1 |
| <b>新興国</b> | 4.6    | 4.0  | 4.5  | -0.2    | -0.2 | 4.7    | 3.7  | 4.2  | n.a.    | n.a. |
| 中国         | 7.3    | 6.8  | 6.3  | 0.0     | 0.0  | 7.3    | 6.8  | 6.5  | 0.1     | 0.0  |
| インド        | 7.3    | 7.3  | 7.5  | -0.2    | 0.0  | 7.3    | 7.2  | 7.3  | 0.0     | 0.0  |
| ブラジル       | 0.1    | -3.0 | -1.0 | -1.5    | -1.7 | 0.2    | -3.1 | -1.2 | -0.3    | -0.5 |
| ロシア        | 0.6    | -3.8 | -0.6 | -0.3    | -0.8 | 0.6    | -4.0 | -0.4 | n.a.    | n.a. |

出所: IMF、OECDよりXTF Japan 作成

一方、先進国はおおむねどこも小幅な下方修正となっているが、追加緩和の可能性が残るユーロ圏や日本についてはショートポジションをとりづらい。資源国のカナダは2015年の低迷から

の持ち直しが期待されている。利上げを開始した米国は、経済ファンダメンタルズが依然としてさえない状況にあり、利上げの影響を慎重に見極めたい。今回は利上げ開始で先行きに対する不透明感が強まった米国への投資をアンダーウェイトすることを推奨する。

### 米経済は利上げの影響を見極める局面に

7-9 月期の米実質国内総生産(GDP)は前期比年率 2.0%増加となり、4-6 月期の同 3.9%増加から失速した。4-6 月期の高成長には、寒波の影響などから同 0.6%増加に落ち込んだ 1-3 期からの反動も含まれるので、ならしてみると潜在成長率近辺での成長を維持している。堅調な雇用と低調な生産という構図に変化はなく、特に加熱感もないなかで利上げが開始されたことから、今後は米経済が利上げに耐えうるのかどうかを試されることになる。

11 月の米雇用統計では、非農業部門の雇用者数が前月比 21.1 万人増加と高い伸びを示し、利上げを後押しした。雇用者数の増加は申し分ないものの、フルタイムの就労者数が伸び悩む一方で、パートタイムが増加している点は気がかりだ。これは企業が積極的な採用を控えはじめの前兆とも考えられる。また、賃金の伸びが上向いている点も懸念材料だ。11 月の単位時間当たりの賃金の伸び率は前年同月比で 2.3%増加となり、物価の伸びを上回った。賃金が伸びて消費が活発化し、成長が加速するというのがバラ色のシナリオではあるが、ドル高で米企業の収益力が低下しているなかで、賃金が上昇していることから、賃金の伸びはむしろ雇用の足かせとなりかねない。7-9 月期の企業の税引き後利益は前期比年率 1.7%減少、前年同期比では 8.2%の減少となり、2008 年 10-12 月期以来の大幅な落ち込みとなった。

生産関連に目を移すと、11 月のシカゴ連銀全米活動指数(CFNAI)はマイナス 0.30 と 4 カ月連続でマイナスとなり、11 月の米鉱工業生産指数も前月比 0.6%低下し 3 カ月連続でマイナスとなった。低調な生産活動からすると 10-12 月期に成長が加速するとは考えづらい。フィラデルフィア連銀が 11 月 13 日に公表したエコノミスト調査によると、10-12 月期の米 GDP 見通しは 2.6%増加となり、前回 8 月の 2.8%から 0.2%ポイント下方修正された。下方修正されたとはいえ、7-9 月期の 2.0%からは成長の加速を見込んでおり、2016 年 1-3 月期についても 2.5%増加と堅調を維持することが予想されている。一方、アトランタ連銀が公表している GDP ナウによると、12 月 23 日現在の 10-12 月期の米 GDP は 1.3%の増加にとどまっており、エコノミスト調査とは大きな差がでている。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。

米株価は QE3 が終了した 2014 年 10 月以降は伸び悩んでおり、2015 年は通年でほぼ横ばいに終わりそうだ。S&P500 株価指数の年初来の騰落率は、12 月 18 日現在で 2.6%下落、10 月以降では 4.5%上昇している。急落からは持ち直したものの、急落前の水準を回復できてはいない。利上げの開始、さえない成長率、資産効果のはく落など 2016 年の米経済は向かい風が強まる見通しで、経済指標の動きには一層の注意が必要であろう。

### ユーロ圏経済は低成長・低インフレを持続、リスクは難民問題

ユーロ圏経済は成長スピードに鈍化が見られるものの、当面は堅調な個人消費に下支えられ、低成長ながらも景気の拡大を維持する見通し。ユーロ圏の 7-9 月期の実質域内総生産(GDP)は前期比 0.3%増加となり、4-6 月期の同 0.4%増加から小幅に減速した。1-3 月期が同 0.5%増加だったことを踏まえると、伸び率が緩やかに鈍化しているようすがうかがえる。成長をけん引しているのは個人消費で、失業率の低下にみられる雇用情勢の改善、原油価格の下落や金



利の低下により家計の購買力が向上したことなどが消費を下支えている。消費マインドもしっかりしており、個人消費は底堅いのだが、賃金の伸びが低いことが懸念されている。

一方、生産は弱く、10月の鉱工業生産指数は前月比0.6%上昇と3カ月ぶりにプラスを回復したものの、総じて一進一退の動きが続いている。物価の伸びが低いことも成長の抑制要因とみられており、11月の消費者物価指数(CPI)は前年同月比0.2%上昇と前月の0.1%上昇からわずかに上昇したものの、引き続きゼロ近辺での推移が続いている。

ECBは2014年に非伝統的な金融政策に踏み出し、今年3月には国債の買取を含む「量的緩和」へと移行した。低インフレが定着しつつあることから、12月3日には追加緩和に踏み切った。ただし、2.0%のインフレ目標にはまだ距離があることから、追加緩和の余地はまだ残されている。緩和的な金融政策を背景に、緩やかな景気拡大が見込まれるものの、当面の課題として難民問題など政治的なリスクが指摘されている。ここ数年、EUへの難民申請が加速的に増加しており、受け入れ能力には限界があることを理由に、受け入れ反対の声が強まっている。さらに、11月にパリでテロ事件が発生したことも難民問題をさらに複雑にしている。難民のみならず、EUからの移民も制限したい英国では、2017年末までにEU加盟継続の是非を問う国民投票が実施される予定であり、キャメロン英首相は2016年中に実施したい意向を示している。また、12月20日に実施されたスペイン総選挙では、与党国民党が過半数割れとなる一方で、左派が躍進し、連立協議の難航が予想されている。スペインは、ユーロ圏のなかでは比較的高い成長を実現してきたが、政情不安による景気への悪影響が懸念されている。

### **日本は景気後退を回避後も成長の加速は期待薄**

日本の7-9月期の実質国内総生産(GDP)は前期比年率1.0%増加となり、4-6月期の同0.5%減少から2四半期ぶりにプラスに転じた。速報値の同0.8%減少から上方修正されたことで、2四半期連続のマイナス成長による事実上の景気後退入りを免れた。

12月18日には2015年度の補正予算が閣議決定されたが、財政規律への配慮もあり、総額3.3兆円と比較的小規模な補正にとどまった。景気の下支えとなることが期待される一方で、景気拡大の起爆剤となることはない。12月7日に公表されたESPフォーキャスト調査によると、10-12月期の実質成長率は1.3%が見込まれている。また、補正予算によるGDPの押し上げ効果は0.3%程度が見込まれている。

10月の実質賃金は前年同月比0.4%上昇し、4カ月連続でプラスを維持した。明るい材料ではあるものの、名目賃金の伸びは同0.7%上昇にとどまっており、低インフレ率が実質値を押し上げているとも受け取れる。今後のインフレ率次第では実質賃金が再びマイナスとなる可能性もあり、インフレ率の上昇と歩調をあわせるように名目賃金が上昇できるのかが課題となる。

日経平均株価の年初来の騰落率は12月18日現在で8.8%上昇、10月以降では9.2%上昇した。公的年金の買いは2015年内でほぼ一巡することが見込まれているほか、2016年に入ると、翌年4月の消費税率再引き上げも意識されてこよう。追加緩和がない場合には力強さを欠く展開が予想される。

### **新興国ではインドが成長を加速、物価の安定で**

2015年は新興国が軒並み総崩れとなったなかで、インド経済が安定的に拡大を維持したことはポジティブなサプライズだったといえる。7-9月期の実質国内総生産(GDP)は前年同期比7.4%増加となり、3四半期連続で7%を上回った。年ベースで中国の成長率を上回れることは確実な情勢となっており、今後とも成長セクターとしての役割を果たすことが期待されている。イン

ド経済は依然として農業の比率が高く、天候に左右されやすいというリスクはあるものの、原油安という追い風も手伝って、物価の抑制に成功したことが景気見通しに安心感を与えている。

モディ政権の発足時には 8%台半ばで推移していたインフレ率も、その後は一時 4%を下回るまで低下し、10 月は 5.0%となっている。政権が目標とする 4-6%のレンジを維持しており、金融政策を利上げから利下げへと転換できたことも景気を後押しした。通貨ルピーは、金利が連続的に引き下げられたことも手伝って、2015 年を通じてほぼ一貫して下落しているが、最近では景気の拡大と物価の安定を受けて利下げが見送られており、ルピーの下落に歯止めがかかりつつある。インドの代表的な株価指数である SENSEX 指数の年初来の騰落率は、12 月 18 日現在で 7.2%下落、10 月以降では 2.4%の下落となっている。

中国の 7-9 月期の実質国内総生産(GDP)は前年同期比 6.9%増加と 6 年半ぶりに 7.0%を下回った。成長鈍化は織り込み済みとなるが、減速スピードの見通しには幅がある。中国は 2020 年に GDP を 2010 年の 2 倍にするとの目標を掲げており、第 13 次五カ年計画(2016-2020 年)は平均で 6.5%以上の成長を目指す見通しだ。しかし、2016 年の成長見通しは OECD が 6.5%、IMF が 6.3%としており、その後も低下することはあっても上昇する見込みは小さい。このほか、ゴールドマン・サックスは 2018 年の成長率を 5.8%、日本経済研究センターは 2020 年の成長率を 5.2%と予測している。一方、中国人民銀行は 2016 年の中国の成長率を 6.8%と見込んでおり、これは予想というより目標に近い。中国が目標とする今後 5 年間で平均 6.5%という成長率はかなりハードルが高いとみてよさそうだ。

減速が続く中国経済ではあるが、経済指標はまだ模様となっており、ソフトランディングの可能性は残されている。中国購買担当者景気指数(PMI)をみると、製造業では好不況の分かれ目となる 50 を割り込んでいるものの、非製造業はこの節目を維持しており、サービス業は好調だ。個人消費は堅調で、自動車販売台数が過去最高を更新しているほか、住宅価格も上昇に転じている。製造業では景況感の悪化が続いているものの、鉱工業生産は持ち直している。その一方で、住宅投資や物価にはまだ弱さが残っている。中国の代表的な株価指数である上海総合指数の年初来の騰落率は、12 月 18 日現在で 10.6%上昇、10 月以降では 17.2%上昇している。

ブラジルでは経済の悪化に歯止めがかからなくなっている。ブラジルの 7-9 月期の実質国内総生産(GDP)が前年同期比 4.5%減少となり、6 四半期連続で前年水準を下回り、減少幅は 3 四半期連続で拡大した。景気後退による税収減で財政収支が悪化しており、ブラジル国債の格付けは投機的水準にまで引き下げられている。格下げで財政が手詰まりとなるなかで、レアル安を背景にインフレが加速していることから、ブラジル中銀は断続的に利上げを実施している。緊縮財政と金融引き締め、さらにインフレと八方ふさがりの状況が続いており、こうしたなかで、ペトロブラスをめぐる汚職事件が政界へと拡大し、政情も不安定だ。まずは、物価の安定が優先されるなか、2016 年もマイナス成長が見込まれている。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 12 月 18 日現在で 12.2%下落、10 月以降では 2.5%の下落となっている。(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: 情報テクノロジー**

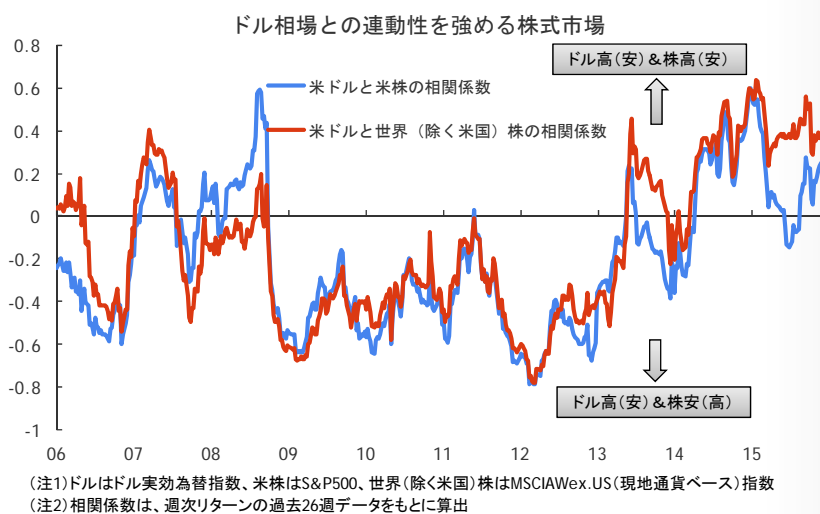
**アンダーウェイト: 生活必需品**

**2015 年下期~ドル高・株高並走も、足並みに乱れ出始める**

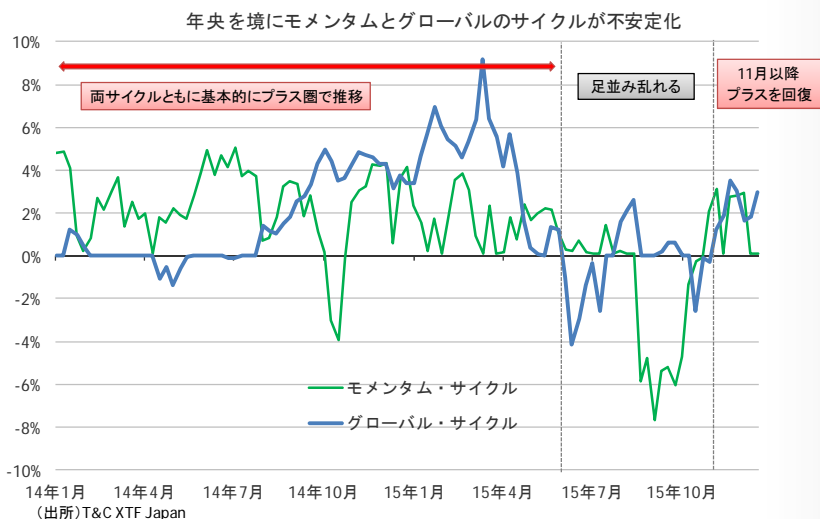
ここ数年、株式相場とドル相場の相関は比較的高い状況が続いている(図表7)。2015年前半に連動性はやや低下したものの、年央以降は再び連動傾向を強めている。近年は特に、米株よりも世界(除く米国)株とドル相場の相関の方が高くなっており、ドル高(米国経済の相対的安定と他国の自国通貨安政策)が世界の株式市場を支えている構図が顕著である。

とはいえ、ドル高で株価を支えるというここ数年の流れは2015年後半に入って息切れの兆しもみせ始め、それに合わせる形でセクター動向も不安定さを増している。図表8は弊社セクター・タイミング・モデルを構成する二つのサイクル～グローバルサイクル(ドル相場)とモメンタムサイクル(株式相場)の動きを見たものであるが、2015年の年央までは(ごく短期を除けば)基本的にどちらのサイクルもプラス圏で安定した推移をみせていた。しかし年央以降、両サイクルがマイナスとプラスを行き来し足並みが乱れている。この間、ヘルスケアセクターや金融セクターを筆頭に値動きが一段と激しくなり、けん引セクターと出遅れセクターが短期で交替する状況が目立つようになった。

図表7



図表8



11月以降は再び二つのサイクルが足並みを揃えプラス圏を回復したことから、セクター動向もヘルスケアや一般消費財セクターが相場をけん引する2015年年央以前の姿に戻った。しかし、このような状況が2016年を通じて持続するとは考えにくい。特に、名実ともに金融引き締め局面に入った米国では、年明け以降の景気動向にわずかでも陰りがみられるようだと、株式市場のモメンタムが損なわれる可能性が高い。一方ドル相場については、米国と他国の金融政策に

依然方向感の違いがみられるため、今しばらくはドルが支えられる可能性もある。いずれにしても、「ドル高&株高」というここ数年の流れは、2016年に転換点を迎えるとみている。

### 目先3カ月は情報テクノロジーをオーバー、生活必需品をアンダー

弊社セクター・タイミング・モデルを構成する7つのマクロサイクルのうち、上述したモメンタムサイクルとグローバルサイクル以外について現状を確認すると、景気サイクル(景気サプライズ指数)は、11月上旬にプラス圏に転換する寸前まで行ったものの及ばず、マイナス圏での推移を続けている。また、12月FOMCで0.25%の政策金利引き上げが実施されたものの、政策サイクル(長短金利差)、実質リターンサイクル(実質金利)、期待サイクル(期待インフレ率)は局面に変化が見られなかった。

これら7つのマクロサイクルをもとに各セクターのスコアを算出し、まとめたのが図表9である。各セクターのスコアの絶対水準、9月末時点からの変化、ヒストリカル(相対)水準を総合的に判断すると、情報テクノロジーセクターのオーバーウェイト、生活必需品セクターのアンダーウェイトが妥当ということになる。

図表9 セクタースコア・サマリー(2015年12月19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     | -5  | -3   | -2 | 1         | -5  | 0%      |
| 一般消費財サービス | 1   | 0    | 1  | 5         | -3  | 50%     |
| エネルギー     | 2   | 3    | -1 | 6         | 0   | 33%     |
| 素材        | 2   | 2    | 0  | 3         | -1  | 75%     |
| 資本財サービス   | 1   | 1    | 0  | 3         | -1  | 50%     |
| ヘルスケア     | 1   | 2    | -1 | 5         | -1  | 33%     |
| 情報技術      | 4   | 2    | 2  | 6         | -2  | 75%     |
| 金融        | -2  | -4   | 2  | 4         | -6  | 40%     |
| 通信サービス    | -1  | 0    | -1 | 1         | -6  | 71%     |
| 公益        | -3  | -2   | -1 | 1         | -6  | 43%     |

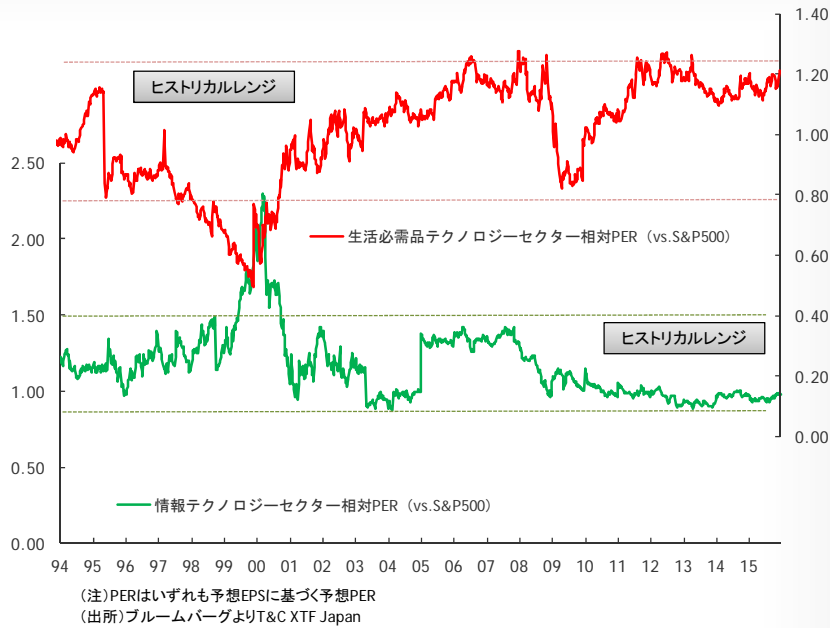
(注)現在ポジションはMax-Minを百分率した時の現在の位置を%で示す。(出所)T&C XTF Japan

それでは、仮に年明け以降の1~3月の間にモメンタムサイクルがマイナス圏へ転じた場合、戦略の見直しが必要になるだろうか。弊社セクター・タイミング・モデルに基づけば、この場合、情報テクノロジーセクターよりはエネルギーセクターが、生活必需品よりは金融セクターがより有効な組み合わせになることを示唆している。一方、1~3月の間にグローバルサイクルがマイナス圏に転じた場合は、情報テクノロジーセクターのオーバーウェイトと、生活必需品セクターのアンダーウェイトは依然として有効な組み合わせになることが示唆されている。

上述したようにドル高・株高の並走という環境は、2016年に転換点を迎えるとみているが、そのタイミングが1~3月期となるのかももう少し先となるのか、現時点でその判断は難しい。よって、ここまでの分析を踏まえた上で、目先3カ月のセクターアロケーション戦略は、情報テクノロジーセクターをオーバーウェイトとし、生活必需品セクターをアンダーウェイトとする。同判断をサポートする材料として付け加えるならば、前者の相対予想PER(セクターPER/S&P500PER)は歴史的に割安なレベルにある一方で、後者のそれは歴史的レンジの上限に達している(図表10)。もちろん、利上げの影響は割高なセクターほどより大きく現れるものとみておくべきであろう。

図表 10

過去を参考にすれば生活必需品は割高、情報テクノロジーは割安

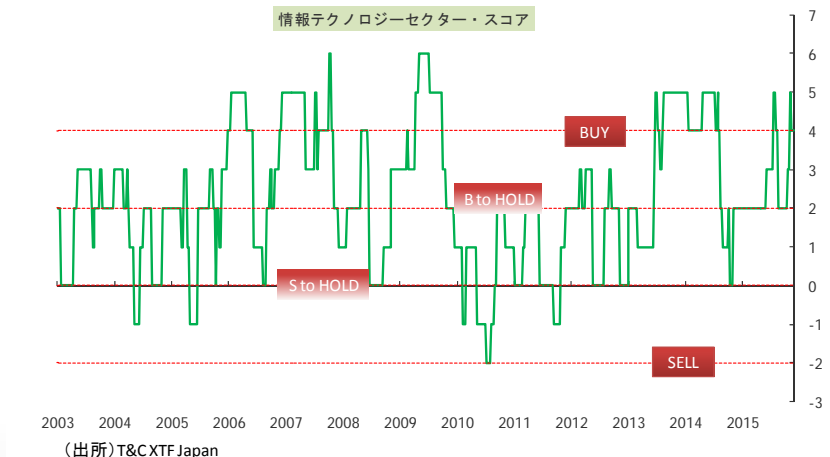


### 情報テクノロジーセクター・タイミング・モデルの検証

最後に、今回オーバーウェイトとした情報テクノロジーセクターのセクター・タイミング・モデルについて、過去データの検証を行った。(セクター・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 11 である。スコアは最大が +6、最小が -2、トータルで 8 スコアと比較的振れ幅は大きい。このためスコアが +4 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」に戻す水準は +2、「売り」から「中立」へ戻す水準は ±0 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 12 である。2003 年以降、「買い」判断は計 6 回記録し、このうち 4 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 4.2%と比較的良好な結果となっている。一方「売り」判断は過去 1 回を記録したのみであり、その期間も僅か 7 週間にとどまるなど、売り判断となるケースは極めて稀である。なお情報テクノロジーセクターの直近のスコアは 5 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。(和田康志)

図表 11



図表 12 テクノロジー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<br>(vs.S&P500) | 開始                | 終了         | 週数  | 相対パフォーマンス<br>(vs.S&P500) |
| 12/23/2005       | 06/09/2006 | 24   | -8.3%                    | 07/09/2010        | 08/27/2010 | 7   | -2.3%                    |
| 11/24/2006       | 11/09/2007 | 50   | 5.0%                     |                   |            |     |                          |
| 04/25/2008       | 06/20/2008 | 8    | 5.1%                     |                   |            |     |                          |
| 02/20/2009       | 10/23/2009 | 35   | 16.3%                    |                   |            |     |                          |
| 06/21/2013       | 08/15/2014 | 60   | 9.5%                     |                   |            |     |                          |
| 07/17/2015       | 08/21/2015 | 5    | -2.5%                    |                   |            |     |                          |
| 平均               |            | 30.3 | 4.2%                     | 平均                |            | 7.0 | -2.3%                    |

(出所) T&amp;C XTF Japan

## ◇ 当面の為替見通し

### ドル円はもみ合いを継続、追加緩和がない場合には円高も

ドル円相場は、8月の世界同時株安で一時1ドル=120円前後へと円高が進んだものの、その後は株式市場が落ち着きを取り戻したことから、123円台まで円が反落した。年末にかけては不安定な株式市場の動きを嫌気して、やや円が強含む展開となっている。

米利上げはかなり緩やかなペースで実施されるとの認識が広まっており、米利上げの円安要因としての影響力は弱まった。一方、日銀も金融緩和の補完措置を実施したが、これは市場が期待していた追加緩和からはほど遠く、市場はむしろ円高に反応した。したがって、今後、米利上げペースのサプライズがなく日銀も追加緩和を見送り続けた場合には、米利上げ観測と日銀の追加緩和への期待という円安要因はほぼはく落することになる。

米利上げサイクルが「休止」となれば、サプライズとして円高要因となりそうだ。次の利上げは来年3月のFOMCとの見方が有力視されているが、世界的な景気の減速、原油価格の下落、ドル高などの逆風を米国が跳ね返せるとは限らない。また、サプライズが期待できるという点では、日銀の追加緩和への期待が後退すればするほど、追加緩和を実施しやすい環境が整うことになる。実施されれば大きく円安に振れることになろう。

ファンダメンタルズに目を移すと、日米金利差の縮小、米貿易赤字の拡大、日本の経常黒字の拡大などが円高要因として作用する公算がある。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、10月の実質金利は米国が1.9%、日本が0.0%となり、米国の実質金利から日本の実質金利を引いた値を日米実質金利差とすると、10月は1.9%となり、7月以降はほぼ横ばいで推移している。インフレ率は日米ともに低迷しているものの、食品とエネルギーを除くコア指数(日本ではコア・コア指数)で見ると、10月は米国の1.9%に対し日本は0.7%にとどまることから、実質金利差は大きく縮小する。基調的なトレンドとしては実質金利差は縮小する傾向にあることを示唆しており、円高要因と考えられる。

実需の動きをみると、10月の日本の経常収支は1兆4584億円の黒字となり、前年同月比で72.3%増加した。経常黒字は16カ月連続で、原油安で輸入が減少したことを主因として10月まで2カ月連続で貿易収支も黒字となっている。一方、10月の米貿易収支は439億ドルの赤字となり赤字額は前月比で3.4%増加した。ドル高で輸出が大きく落ち込んでおり、輸出から輸入を引いた純輸出は7-9月期の国内総生産(GDP)を0.22%ポイント押し下げている。日本の経常黒字と米貿易赤字がそろって拡大しており、円高を支援する可能性がある。

11月の円の実質実効レートは70.71と前月の71.64から低下し、低下は2カ月連続となった。6月に68.19まで低下し、1972年8月以来の低水準となったが、その後は底ばいとなっており、反発の兆しはまだうかがえない。一方、ドルの実質実効レートは昨年後半から急速に上昇しており、昨年7月から今年11月までで23%上昇し、2002年11月以来、13年ぶりの高値となっている。したがって、円の実質的価値は変動相場制が始まって以来の安値圏まで低下している一方で、ドルの価値は10数年ぶりの高値まで上昇している。6月10日に黒田・日銀総裁が「さらなる円安はありそうにない」と発言して以降、125円が黒田ラインとして意識されているが、日銀の追加緩和がない場合には、このラインを超える円安が定着するとは普通に考えてありえないと言えそうだ。（井上秀之）

図表 13



## ◇ 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14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 14

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           | 株式            |
| カントリー | インド          | 米国            |
| セクター  | 情報テクノロジー     | 生活必需品         |

(出所) T&C XTF Japan, Inc.

アセットアロケーションでは債券をオーバーウェイトとした。世界経済の見通しは、比較的堅調と言われる米国においても引き下げられており、下方修正に歯止めがかかったようすはうかがえない。目先はリスク資産を避けて安全資産を重視するアロケーション戦略が妥当とみる。その上で、具体的なETFを選択する際には、(1)グローバル債券連動型か、米国債券連動型か、(2)国債連動型か、社債を含む総合債券指数連動型か、という二つの判断を加える必要がある。(1)に関して言えば、米国以外の経済が弱いことはほぼ価格に織り込まれている可能性があり、金利低下(価格上昇)余地と言う点では米国に限定した方が効果的とみる。一方、(2)に関しては、

安全資産(質への逃避)という点を考慮すれば、国債のみに連動するETFを選ぶべきだろう。以上を踏まえるとiシェアーズ米国国債20年超ETF(ティッカー:TLT)が最も戦略に合致したETFと考えられる。その上で、もし見立てに自信があるのであれば、金利低下に伴う価格上昇が大きい(デュレーションの大きい)PIMCO25年超ゼロクーポン米国国債指数ファンド(同:ZROZ)を選択するという手もある。一方、アンダーウェイトとすべきアセットクラスは株式とした。経費率やカバレッジ等の点でバンガード全世界株式ETF(同:VT)が最も適当な選択であろう。

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・地域はインドとした。バリュエーションが割安な新興国株の中でも、インドは成長が加速する見通しとなっており、投資先として魅力が高い。インド株に連動する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。一方、アンダーウェイトとしたのは米国である。先進国の中では、追加緩和という手を残す日欧よりも、利上げ開始で経済の先行きに対する不透明感が強まった米国に株式の下落余地が大きいとみる。米国株式に連動するETFとしてはSPDR S&P500ETF(同:SPY)が代表的だが、下げ幅が大きくなるようだと大型株中心のS&P500指数よりも銘柄数の多いラッセル1000指数、小型株中心のラッセル2000指数に連動するETFにショート対象としての妙味がありそうだ。iシェアーズラッセル2000小型株指数ETF(同:IWM)やiシェアーズラッセル1000大型株指数ETF(同:IWB)が選択肢になるだろう。

セクターアロケーションは、オーバーウェイトを情報テクノロジーセクターとした。情報テクノロジーセクター株に連動するETFは非常に多く上場しているが、代表的なテクノロジー企業を多く含むと言う点では、バンガード情報テクノロジーETF(ティッカー:VGT)とiシェアーズ米テクノロジーETF(同:IYW)の二つが選択肢となる。なお時価総額の最も大きなSPDRテクノロジーセレクトセクターファンド(同:XLK)は、ベライゾン(同:VZ)やAT&T(同:T)といった通信キャリアを含むため、ここでは除外する。二つのうちから、構成銘柄(388銘柄と148銘柄)がより広範で、経費率(0.10%と0.46%)も低いバンガード情報テクノロジーETF(ティッカー:VGT)を選択する。アンダーウェイトとした生活必需品セクターについてはさほど選択肢は多くない。バンガード生活必需品ETF(同:VDC)とSPDR生活必需品セレクトセクターファンド(同:XLP)があるが、経費率に大きな違いが無いことから、構成銘柄の少ない(=リスク大)後者を選択する。(和田康志)

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<br>(百万\$) |
|---------------------------|-------|--------|----------------|
| <b>ロングポジション</b>           |       |        |                |
| iシェアーズ米国国債20年超ETF         | TLT   | 0.15   | 5,982          |
| PIMCO25年超ゼロクーポン米国国債指数ファンド | ZROZ  | 0.15   | 160            |
| iシェアーズMSCIインド株ETF         | INDA  | 0.68   | 5,704          |
| バンガード情報テクノロジーETF          | VGT   | 0.10   | 8,385          |
| <b>ショートポジション</b>          |       |        |                |
| バンガード全世界株式ETF             | VT    | 0.17   | 5,418          |
| iシェアーズラッセル1000大型株ETF      | IWB   | 0.15   | 15,107         |
| iシェアーズラッセル2000小型株ETF      | IWM   | 0.20   | 27,887         |
| SPDR生活必需品セレクトセクターETF      | XLP   | 0.14   | 8,209          |

(注)時価総額、経費率はともに12月24日現在 (出所)T&C XTF Japan, Inc.

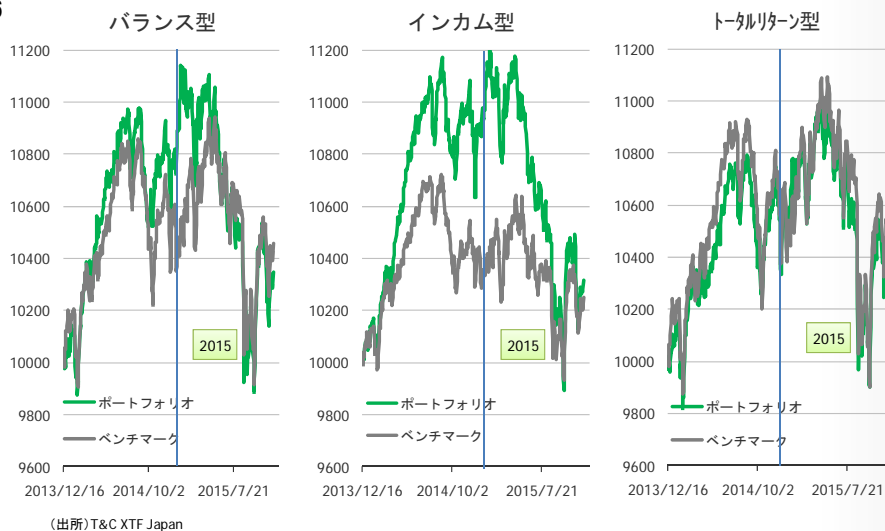
## ◇ グローバルETFポートフォリオについて

### T&C グローバルETFポートフォリオの10~12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、10-12 月期にバランス型が-1.8% (ベンチマークは-1.2%)、インカム型が-2.7% (同-0.8%)、トータルリターン型が-1.8% (同-1.4%)となった(12月4日時点)。10月以降、先進国株式は反発基調を取り戻したが、新興市場株式の上値の重さや高利回り債相場の悪化等が重しとなったために、7-9月期に引き続いて弊社ポートフォリオ、ベンチマークともにマイナスリターンを余儀なくされた。また、今四半期は初めて弊社ポートフォリオの全てがベンチマークを下回るという、厳しい四半期となった。

図表 16



図表 17

|                  | 設定来   |       |           |              | 2015 10-12 |        |           |              |
|------------------|-------|-------|-----------|--------------|------------|--------|-----------|--------------|
|                  | リターン  | 年率    | リスク<br>年率 | シャープ<br>レシオ* | リターン       | 年率     | リスク<br>年率 | シャープ<br>レシオ* |
| <b>バランス型</b>     | 3.5%  | 1.7%  | 8.7%      | 0.19         | -1.8%      | -8.0%  | 11.2%     | N.A.         |
| ベンチマーク           | 4.6%  | 2.2%  | 7.7%      | 0.28         | -1.2%      | -5.4%  | 18.4%     | N.A.         |
| <b>インカム型</b>     | 3.2%  | 1.5%  | 7.1%      | 0.21         | -2.7%      | -11.8% | 17.0%     | N.A.         |
| ベンチマーク           | 2.5%  | 1.2%  | 5.6%      | 0.21         | -0.8%      | -3.5%  | 12.0%     | N.A.         |
| <b>トータルリターン型</b> | 4.6%  | 2.2%  | 8.9%      | 0.24         | -1.8%      | -8.0%  | 21.8%     | N.A.         |
| ベンチマーク           | 5.6%  | 2.7%  | 9.0%      | 0.30         | -1.4%      | -6.4%  | 22.0%     | N.A.         |
| 参考)              |       |       |           |              |            |        |           |              |
| S&P500TR指数       | 22.6% | 10.6% | 15.9%     | 0.66         | 2.9%       | 14.0%  | 21.6%     | 0.65         |
| MSCIコクサイ指数       | 11.1% | 5.3%  | 14.2%     | 0.37         | -0.6%      | -2.9%  | 19.1%     | N.A.         |
| JPMグローバル債券指数     | -1.7% | -0.8% | 5.5%      | N.A.         | 0.1%       | 0.7%   | 6.7%      | 0.09         |

(注) 2015年12月4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

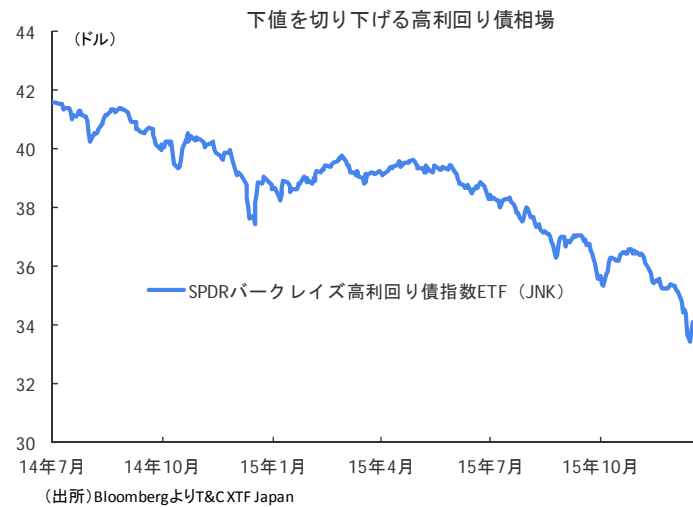
### 下げ止まらない高利回り債市場

10月以降の相場を振り返ると、最も顕著な動きをみせたのが高利回り債相場と原油先物相場であり、いずれも「底割れ」という表現が相応な展開となった。弊社ポートフォリオのパフォーマンス悪化もほぼこの二つの要因で説明することができる。

ハイイールド債相場は2014年6月をピークに下げ基調(金利は上昇)が続き、2015年6月以降は下落スピードに拍車がかかった形となった。その背景としては、第一に米企業業績の頭打ち感がある。第二に、原油価格の下落を受けてエネルギー関連中小企業の破たん懸念が強まったことも大きい。そして、第三に金利全般の先行きに対する不透明感が強まったことである。これらに加えて、足もとでは第四の要因も加わりつつある。すなわち、ファンド投資家による投資資金の引き揚げ懸念がそれであり、12月9日には高利回り債への投資を行っている「サード・アベニュー・フォーカスト・クレジット・ファンド」が運用資産の清算と目先の換金停止を発表し、市場関係者に衝撃を与えた。投資家の資金引き揚げ観測が一段の売りにつながるという状況は

「セリングクライマックス」が近いと見ることも可能だが、そのためには第一、第二要因の好転を必要とするかもしれない。

図表 18

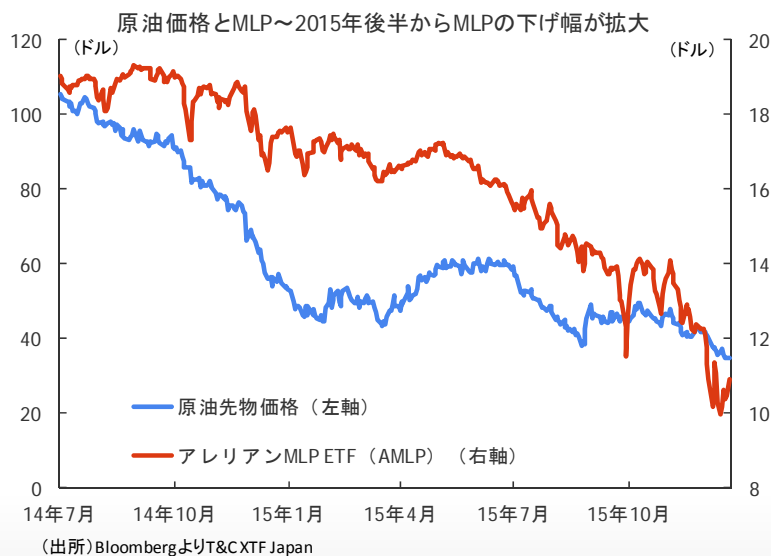


### 7年ぶり安値のエネルギー価格～MLP企業への影響も

一旦下げ止まったかに見えた原油先物市場であったが、11月以降こちらも再び底割れの様相をみせている。きっかけの一つは、12月4日開催の石油輸出国機構(OPEC)総会で減産が見送られたことであり、これによって供給過剰が長期化するとの見方が一段と広がった。年明け後の米国景気次第では、1バレル=20ドル台へ突入することは避けられないとの見方も徐々に支配的になり始めている。

原油価格の下落が様々な市場へと波及するなか、懸念されているのがMLP(マスターリミテッドパートナーシップ)への影響である。MLPは原油や天然ガスの備蓄やパイプライン施設といったエネルギー・インフラにかかわる事業の共同投資事業形態であるが、一般的に負債比率が高く、足もとのエネルギー価格下落と利上げがまさにダブル・パンチとなっている。実際、負債の借り換えが困難になるとの懸念から、減配を実施する企業も出始めた。原油価格下落が今後も続くようであれば、キャッシュフローの悪化→格下げ→資金調達難といった経路を通じて、米企業業績全体への下押し圧力あるいは金融機関の不良債権拡大懸念へと広がりがかねない。これ以上の原油価格下落は、エネルギー・コストの低下による景気押し上げよりも、資金市場のひっ迫と言う形で経済にネガティブな影響を与えることになるだろう。(和田康志)

図表 19



## 2. ETF 活用のヒント

### ◇ スマートベータ型 ETF をポートフォリオに組み入れるべきか？

2015 年は“スマートベータ型ETF 普及元年”ともいえる年となった。その多くはバリューストック効果を狙ったものであるが、問題はコストに見合った効果が得られるか否かにある。スマートベータ型ETF への投資を考えている投資家は、他の選択肢も十分に考慮した上で判断を下す必要があるだろう。

### 続々登場するスマートベータ型ETF～シェアも緩やかに拡大

2015 年のETF 業界で最も大きなトレンドを二つ挙げるならば、一つはロボ・アドバイザーの普及であり、もう一つがスマートベータ型ETF の普及であろう。調査機関のETFIGIによれば、2015 年10 月までに上場したスマートベータ型ETF の数は全世界で148 本(運用機関の数で数えれば48 ファンド)を数え、新規の資金流入額も537 億ドルに達したという。ちなみに、全体の上場ETF 数は764 本(金融機関数は106 ファンド)であるから、2015 年の新規上場ETF のうち、5 本に1 つはスマートベータ型ETF ということになる。

また、同調査によれば、過去5 年と言うスパンで見ても、全世界のスマートベータ型ETF の純資産増加率が年率40%増に達し、ETF 市場全体(同19%)の2 倍のペースで成長している<sup>1</sup>。背景には、競争が激化する中でETF 運用会社の残された“フロンティア”がスマートベータ型ETF の分野に絞られてきたという、「供給サイド」の思惑が働いているようにも見える。

図表1 2015年に登場した主なスマートベータ型ETF

| 上場日       | 名称                          | ティッカー | 運用会社           | 経費率(%) | 時価総額<br>(Mil.\$) |
|-----------|-----------------------------|-------|----------------|--------|------------------|
| 1/7/2015  | JPM分散リターン新興市場株式ETF          | JPEM  | JPモルガン         | 0.45   | 34               |
| 2/26/2015 | ラティス先進国(除く米)株式ストラテジーETF     | RODM  | ラティスストラテジーズ    | 0.50   | 28               |
| 3/23/2015 | iシェアーズエクスポネンシャルテクニカルETF     | XT    | ブラックロック        | 0.47   | 5,099            |
| 4/30/2015 | iシェアーズファクターセレクトMSCI米国株ETF   | LRGF  | ブラックロック        | 0.35   | 55               |
| 4/9/2015  | パワーシェアーズS&P500除く金利敏感低ボラETF  | XRLV  | パワーシェアーズ       | 0.25   | 110              |
| 5/7/2015  | パワーシェアーズ欧州株通貨ヘッジ型ETF        | FXEU  | パワーシェアーズ       | 0.25   | 171              |
| 4/30/2015 | iシェアーズファクターセレクトMSCI世界株ETF   | INTF  | ブラックロック        | 0.45   | 52               |
| 6/12/2015 | ベアサートレンドパイロット750ETF         | PTLC  | ベアサー           | 0.60   | 304              |
| 7/22/2015 | IQ50%ヘッジ型FTSE世界株ETF         | HFXI  | インデックスIQ       | 0.35   | 41               |
| 7/14/2015 | オーシェアーズFTSE米国株高クオリティ配当ETF   | OUSA  | オーシェアーズ        | 0.48   | 31               |
| 7/8/2015  | ヴィクトリー高配当100指数ETF           | CDL   | ヴィクトリーポートフォリオズ | 0.35   | 24               |
| 9/29/2015 | JPM分散リターン米国株ETF             | JPUS  | JPモルガン         | 0.29   | 26               |
| 9/29/2015 | ゴールドマンサックスアクティブベータ新興市場株ETF  | GEM   | ゴールドマンサックス     | 0.45   | 555              |
| 9/21/2015 | ゴールドマンサックスアクティブベータ米大型株ETF   | GSLC  | ゴールドマンサックス     | 0.09   | 225              |
| 10/9/2015 | パワーシェアーズDWAセクターローテーション戦略ETF | DWTR  | パワーシェアーズ       | 0.15   | 99               |
| 11/5/2015 | パワーシェアーズラッセル低ボラティリティ株式ETF   | USLB  | パワーシェアーズ       | 0.35   | 114              |
| 12/3/2015 | SPDRラッセル1000モメンタム株式ETF      | ONEO  | ステートストリート      | 0.20   | 325              |

(注)2015年に米国市場に上場したETFのうち、対象が株式で時価総額が2000万ドル以上のETFの中から選び出したもの  
(出所)T&C XTF Japan

とはいえ、投資家やアドバイザーなど「需要サイド」においても、積極的にスマートベータ型ETF を資産ポートフォリオに取り入れようという動きが出てきている。近頃行われたアドバイザー

<sup>1</sup> なお近年急速に運用資産が拡大したウィズダムツリー社の通貨ヘッジ型株式ETF(DXJ, HEDJ)はファンダメンタル加重法を採用しており、スマートベータ型ETF に分類される。同ETF に投資する目的はスマートベータではなく通貨ヘッジにあると考えるならば、スマートベータ型ETF の資産急増というニュースは必ずしも額面通りには受取れない面もある。

を対象としたアンケート調査(ETF.com とブラウブラウザによるもの)によれば、6 割近くの回答者がこの 1 年間でスマートベータ ETF をポートフォリオに組み入れたと回答しており、投資家の間でもスマートベータ型 ETF が徐々に浸透している様子がうかがえる。

図表 2 スマートベータ型ETFに関するフィナンシャルアドバイザー調査

| 過去1年でスマートベータ型ETFを購入したか |     | 現在運用資産のどの程度をスマートベータ型ETFに振り向けていますか |     |
|------------------------|-----|-----------------------------------|-----|
| はい                     | 57% | 20%超                              | 15% |
| いいえ                    | 43% | 11~20%                            | 9%  |
|                        |     | 5~10%                             | 21% |
|                        |     | 5%未満                              | 55% |
| スマートベータ型ETFをどう利用しましたか  |     | 今後スマートベータETFの比率は                  |     |
| パッシブ型ファンドの代わりとして       | 32% | 変わらず                              | 62% |
| スマートベータ型ETFは利用しなかった    | 31% | 増やす                               | 36% |
| アクティブ型ファンドの代わりとして      | 13% | 減らす                               | 1%  |
| サテライトコア運用のサテライトとして     | 8%  |                                   |     |
| 新規資金の振り向け先として          | 7%  |                                   |     |
| その他                    | 9%  |                                   |     |

(出所)ETF.com"Annual ETF investor survey 2015"

次に、一体どのような ETF をスマートベータ型 ETF と呼ぶのか、その判断基準について簡単に説明する。スマートベータ型 ETF に関する公式な定義は存在しないが、一般的に次の二つの要件のどちらか(または両方)を満たしているものを「スマートベータ型 ETF」と呼ぶことが出来そうである。第一に、ETF の連動する指数の加重方法が、時価総額加重ではないことである。第二に、人為的な判断を排除し機械的なルールに基づいた(ルール・ベース)銘柄選択が行われていることである。ここで、第一はパッシブ型 ETF との差異に関する要件であり、第二がアクティブ型 ETF との差異に関する要件とみなすことも可能だろう。つまり、スマートベータ型 ETF とは、パッシブとアクティブの中間的な特性をもった商品ということになる。なお、「スマートベータ」と同じ内容の名称として、古くからは「エンハンス」、最近では「アクティブベータ」といった名称も使われているようだが、以下、本レポートでは「スマートベータ」という名称で統一することにする。

### スマートベータ型ETFの多くはバリューストックを狙ったもの

このようなスマートベータ型 ETF を「ETF ポートフォリオの中に取り入れるべきか否か？」というのが本レポートの本題である。結論から言えば、現時点でスマートベータ型 ETF を積極的にETF ポートフォリオに組み入れる必要性は低いとみている。

まず、米国市場に上場されているスマートベータ型ETF483銘柄(2015年12月時点)を、その加重方法や選択基準の違いによって7つのカテゴリーに分類したのが図表3である。ここで「その他」に分類されているものは、(マーケットニュートラルやM&Aアービトラージ等)ヘッジファンド戦略やマルチアセット戦略のETFが含まれており、どちらかと言えばアクティブ型ETFに近いものと考えられる。そこで、この「その他」を除いて考えると、いわゆるスマートベータ型ETFの7割超が配当戦略やファンダメンタルズウェイトなどのバリューストック戦略で占められていることが分かる。スマートベータ型ETFの大半がバリューストック戦略をとっていることは極めて妥当といえるだろう。というのも、長期的に存在する市場のアノミーとしては、バリューストックのみが確認できると多くの実証研究が報告しているからである。

図表3 スマートベータ型ETF~7つのカテゴリー(2015年12月時点)

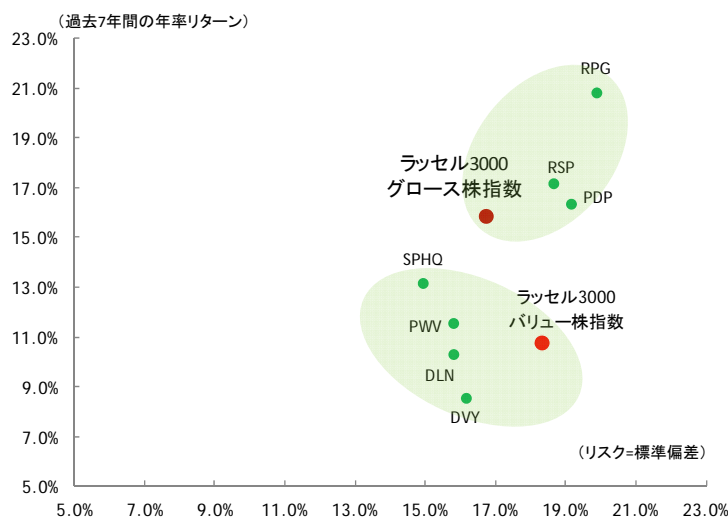
|                 | 本数  | 全体に占める比率 | 特性  |
|-----------------|-----|----------|---|
| 1 配当戦略          | 100 | 21%      |   |
| 2 ファンダメンタルズウェイト | 75  | 16%      | バリュー・ファクター(割安株の特性)を持つ傾向(その他を除く全体の74%を占める) |
| 3 バリュー戦略        | 14  | 3%       |   |
| 4 低ボラティリティ戦略    | 53  | 11%      |   |
| 5 等金額ウェイト       | 45  | 9%       | グロース・ファクター(成長株の特性)を持つ傾向(その他を除く全体の26%を占める) |
| 6 モメンタム・テクニカル戦略 | 30  | 6%       |   |
| 7 グロース戦略        | 12  | 2%       |   |
| その他             | 154 | 32%      | どちらかと言えばアクティブ型に近い                         |
| 合計              | 483 | 100%     |   |

(注1)XTF.comのエンハンス型ETF(535銘柄から商品関連52銘柄を除く)をベースに作成

(注2)その他にはヘッジファンド戦略やマルチアセット戦略等が含まれる

(出所)XTF.comよりT&C XTF Japan作成

図表4



(注)アルファベットはそれぞれティッカーを示す。DVYは配当戦略、DLNはファンダメンタルズウェイト、PWVはバリュー戦略、SPHQは低ボラティリティ戦略、RSPは等金額ウェイト、PDPはモメンタム、RPGはグロース戦略を示す  
(出所)BloombergよりT&C XTF Japan

図表4は、上述したスマートベータ型ETFの7つのカテゴリーそれぞれから代表的銘柄(5年以上の過去データのある銘柄)を選び出し、リスク・リターン特性をプロットしたものである。1~4のカテゴリーに含まれるスマートベータ型ETFが実際にバリュー株指数に近いリスク・リターン特性を有していること(5~7のカテゴリーがグロース株指数に近いリスク・リターン特性を有していること)が同図で確認できるだろう。つまり、これらのスマートベータ型ETFを評価する場合、バリュー・ファクター系のはバリュー株指数と、グロース・ファクター系のはグロース株指数と比較して、その有効性を判断する必要がある。

そのような視点で図表4をみると、バリュー・ファクター系のスマートベータ型ETFは、リターンについてはバリュー株指数と大きな違いがみられないものの、リスクについては指数よりも低い値にとどまっている。少なくとも過去7年程度のスパンで見れば、「スマート」な戦略の効果が発揮されていると評価することができそう(グロース・ファクター系については同図での判断は難しい)。しかし、そのためにどれだけの追加的なコストを支払ったのか、を次に見る必要がある。

例えば図表4のバリュー・ファクター系スマートベータ型ETF4銘柄の平均経費率は0.39%であるが、ラッセル3000バリュー株指数に連動するパッシブ型のETF=iシェアーズコア米バリュー株ETF(ティッカー:IUSV)の経費率は0.07%である。この経費率の違いを補って余りある効果が果たして得られるのだろうか。

## スマートベータ型 ETF は「隠れインデックスファンド」である

本レポート 2014 年春号 (Vol.5、2014 年 3 月 28 日発行) では、アクティブ投資を謳いつつ、実際にはインデックス投資とほとんど変わらない「クローゼット(隠れ)インデックスファンド」の問題を取り上げた。そこでは、ベンチマークに対する構成銘柄・ウェイトの差異を数値化したアクティブ比率(0%~100%の値をとり、100%に近いほどアクティブ度が高い)という新しい概念を導入し、同比率が 60%を下回るファンドは「隠れインデックスファンド」とみなすべきであるという見方を紹介した。この考え方を適用するならば、スマートベータ型 ETF とは決して「スマート」でも何でもなく、まさに「隠れインデックスファンド」に他ならない。

ETF 投資家向けのアセットアロケーションツール等を提供し、自らもスマートベータ ETF を上場・運用している Alpha Architect (<http://www.alphaarchitect.com/>) は、アクティブ比率の概念を導入して、現状の平均的なスマートベータ型 ETF の経費率について、その妥当性を検証している。同社の計算では、スマートベータ型 ETF の平均経費率(0.45%)をパッシブ部分とアクティブ 100%部分の経費率に分解し、前者に 0.05%(総合株式指数 ETF の平均的経費率)という経費率を想定すると、スマートベータ ETF に投資している投資家は“スマートな部分”に 1.38%もの高率の経費率を払っていることになるという。

もちろんスマートベータ型 ETF の経費率が今後一段と低下すれば、議論は変わり得る。また、図表 4 を引いて指摘したように、代表的なスマートベータ型 ETF についていえば、スマートな効果が全くみられないと言っている訳ではない。しかし現状においては、そのコストを正当化するだけの十分な効果があるとも言い難い。1) 低コストのアクティブ型投信(少額)をポートフォリオに組み入れる、2) バリューストック指数連動型 ETF をポートフォリオに組み入れる、という二つの代替的な選択肢を十分に検討した上で、投資家はスマートベータ型 ETF への投資の是非を判断すべきであろう。(和田康志)