

# ETF Investing

Vol.13 - 2016 Spring

T&C XTF Japan      2016年3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

- ◇ “インデックスファンド・バブル”考

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: 商品

アンダーウェイト: 債券

### 世界経済の成長鈍化で主要国が景気対策に本腰

世界経済の成長見通しは新興国での成長鈍化が重しとなり、下方修正を継続している。国際通貨基金(IMF)が1月19日に公表した「世界経済見通し(WEO)」では、2016年の世界経済の成長率は3.4%と前回10月の見通しから0.2%ポイント下方修正された。また、世界銀行が1月6日に公表した「世界経済見通し(GEP)」でも、2016年の世界経済の成長率は2.9%と前回6月の見通しから0.4%ポイント引き下げられたほか、経済協力開発機構(OECD)が2月18日に公表した「世界経済見通し(EO)」でも、2016年の世界経済の成長率は3.0%と前回11月の見通しから0.3%ポイント下方修正されている。

このように世界経済の成長見通しが鈍化しており、いずれの見通しにおいても先進国に比べて新興国の低迷が目立っている。こうしたなかで、2月下旬に開かれた20カ国・地域(G20)財務相・中央銀行総裁会議では、「市場安定のためにすべての政策を総動員する」ことで合意。金融政策の限界を認識し、財政出動へと舵を切った。新興国の景気減速と原油安が各国共通の懸念材料となっているが、背景となっているのはドル高だ。ドル高が是正されれば、新興国からの資金流出も緩和され、ドル建ての原油価格も押し上げられる。

5月下旬のG7(主要国首脳会議)では財政出動で合意することが期待されており、世界経済の失速を受けて主要国がドル高の是正と財政出動による景気浮揚策を検討している流れを踏まえると、アセットアロケーションはリスク選好が妥当といえそうだ。したがって、株式のオーバーウェイトと債券のアンダーウェイトが基本となる。また、これまではドル高に圧迫されてコモディティ価格が下落していたことから、ドル高が是正されて最も恩恵を受けそうなのが商品市場となる。短期的にはコモディティが株式をアウトパフォームする公算が大きく、株式より商品へのアロケーションが優先されよう。

図表1 世界経済の成長見通し(前年比%)

	2014	2015	2016	前回との差	2017	前回との差
IMF(1月)	3.4	3.1	3.4	-0.2	3.6	-0.2
世界銀行(1月)	2.6	2.4	2.9	-0.4	3.1	-0.1
OECD(2月)	3.3	3.0	3.0	-0.3	3.3	-0.3

注: 前回見通しはIMFが昨年10月、世界銀行は昨年6月、OECDは昨年11月。

出所: IMF、OECD、世界銀行よりXTF Japan作成

### ドル高一服で新興国の株価が急回復

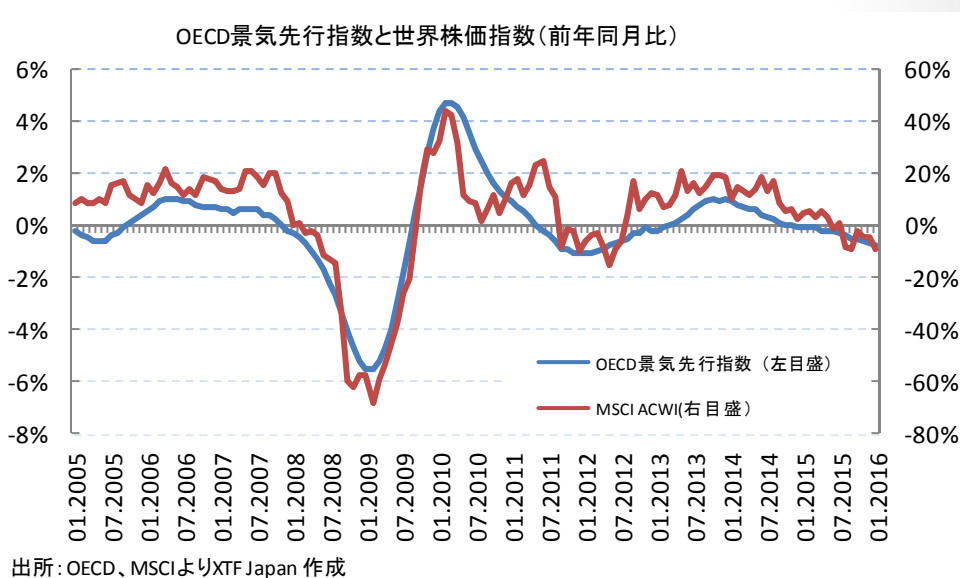
2016年の株式市場は世界的に急落して始まったが、2月中旬から切り返すと、3月下旬現在ではほぼ往って来いとなっている。23の先進国・地域と23の新興国・地域の計46カ国・地域の株価指数で構成されているMSCIオール・カントリー・ワールド・インデックス(ACWI)の年初来の騰落率は、3月18日現在で0.5%下落、23の先進国・地域で構成されるMSCIワールド・インデ

ックスは 1.0%下落、23 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 4.1%上昇となっている。

昨年 12 月に米利上げが開始されると、ドル高を背景とした新興国からの資金流出懸念と原油価格下落の流れが継続し、年初から世界的に株価が急落となった。しかし、その後は米利上げペースが緩やかなものにとどまるとの見方が広がり、ドル高の一服とともに原油価格も反発に転じ、歩調をあわせて株価も回復した。特に、これまでドル高を懸念して売り込まれていた新興国で株価が急回復している。2015 年の株価は総じて軟調となり、ACWI は通年で 4.3%下落したが、先進国に限ると下げ幅は 2.7%にとどまったのに対し、新興国では 17.0%も下落していた。

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(CLI)をみると、1 月は 99.6 と前月から 0.1 ポイント低下した。2014 年 12 月に前年同月を下回って以降、緩やかな低下傾向が続いており、1 月は前年同月比で 0.8 ポイントの低下となった。過去のデータを見る限りでは、同指数と世界株価指数(ACWI)はほぼ歩調を合わせており、同指数の低下にまだ歯止めがかかっていないことから、株式への投資はまだ慎重さが求められそうだ。しかし、既に株価が反発していることもあり、今後同指数が底入れするようだと株高にも持続性があるといえそうだ。逆に同指数に転換がみられなければ、株価の反発は一時的とみるのが妥当であろう。転換期にあることを念頭に、今後の動きに注視が必要となっている。

図表 2



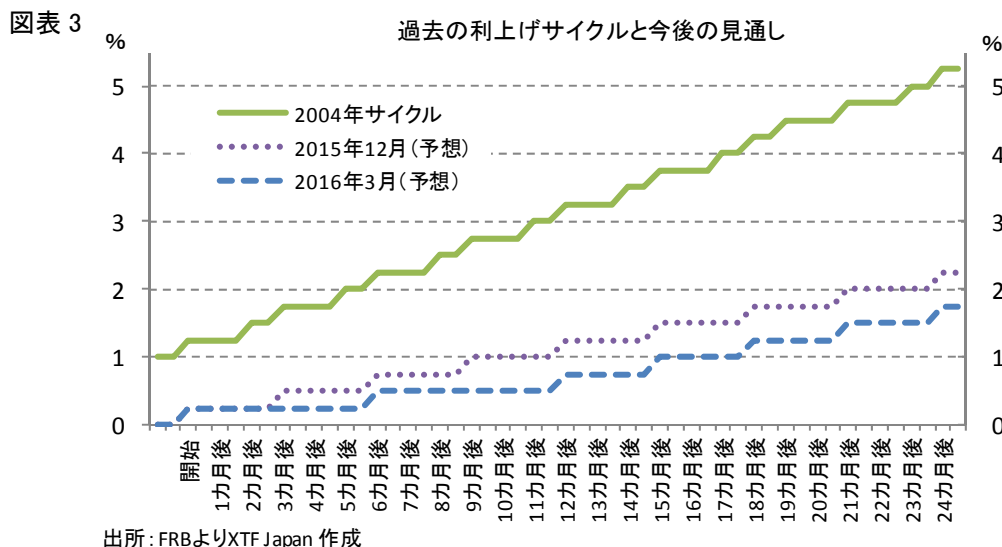
### FOMC の焦点はコアインフレ率へ

3 月 15・16 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。据え置きは予想通りでサプライズはなかった。FOMC 後に発表された参加メンバーによる経済見通しによると、政策金利は 2016 年末が 0.9%、2017 年末は 1.9%となり、それぞれ前回 12 月の見通しから 0.5%ポイントずつ引き下げられた。12 月と比べると、2016 年の利上げ回数が 4 回から 2 回へ、2017 年は 4 回のままとされている。市場参加者の見通しといわれる CME(シカゴ・マーカンタイル取引所)のフェッドウォッチでは昨年 12 月の時点で 2016 年の利上げはもともと 2 回であったことから、市場見通しに FOMC が歩み寄ったことになる。フェッドウォッチによると、3 月 21 日現在で 6 月の FOMC での利上げ確率は 38%、9 月が 60%、12 月が 74%となっている。年初の株価急落で一時的には年内の追加利上げは無理との見方も広まったが、現在は 1 回はあるが 2 回は難しいとみられているようだ。

米成長率は 2015 年まで 2 年連続で 2.4%となっており、潜在成長率が 1%台後半と推定されているので、2%以上の成長を維持した場合には失業率は低下し、インフレ率は上がるはずであ

る。米国でインフレ率の上昇がみられないのは外部要因が大きい。2月の米消費者物価指数(CPI)は前年同月比1.0%上昇にとどまっているが、物価の基調的な動きを示すコア指数は同2.3%上昇しており、昨年11月以降、4カ月連続で2.0%を上回った。過去1年の動きをみても、緩やかに上昇している。米国は潜在成長率を上回る成長を達成しつつ、基調的な物価動向も強含みで推移しており、利上げを正当化できる状況にあるといえる。

3月の利上げ見送りは市場への配慮といえそうだ。年初から株価が急落したことに加え、ドル高を起点として新興国経済が低迷しており、米国への風当たりは強い。堅調とはいえ力強さを欠く成長が続いているなかで、ドル高が米企業収益を圧迫している。利上げ環境は整っているものの、慎重となる理由にはことかかない。次回の利上げ時期については、懸案事項は総合的なインフレ率の低さではなくコアインフレ率の高さとなりそうで、今後はコアインフレ率の動きがより注目される。



### ECB 追加緩和を決定も、打ち止め観測で市場の反応はいまいち

ECB(欧州中央銀行)は3月10日の理事会で追加緩和を決定した。ただし、理事会後の記者会見でドラギ総裁が追加緩和の可能性を否定したことから、金融緩和の打ち止め観が広がり、市場の反応はユーロ高・株安となり、金融緩和が通常示唆する方向とは逆の動きとなった。今回の決定では、中銀への預金金利をマイナス0.3%からマイナス0.4%へマイナス幅を0.1%ポイント拡大したほか、資産購入規模も600億ユーロから800億ユーロへと引き上げられた。前回12月の追加緩和では量的な緩和が見送られ、市場の失望を誘ったが、今回は利下げと量的拡大の合わせ技となり、緩和策自体については「満額」回答と評価されている。

米国同様、ユーロ圏も潜在成長率を上回るペースでの景気拡大が続いており、失業率も順調に低下していることから、追加緩和を支援する材料はみつげづらい。インフレ率の低下は原油安の影響が大きく、直接原油を購入するならともかく、ECBが金融を緩和したところでどう原油価格の上昇に結びつくのかははっきりしない。ユーロ安はドル建ての原油価格を圧迫するのでむしろ逆効果ともいえる。2月のG20では日銀やECBが過度に金融緩和を実施したことでドル高を招き、金融市場をかく乱しているとクギを指されたとも言われている。ECBの追加緩和の可能性はまだ残されているが、かなり低いといえそうだ。

### 日銀は追加緩和の可能性もインパクトは限定的

日銀は1月29日に開いた金融政策会合でマイナス金利の導入を決定した。これまでは、銀行が日銀に預ける当座預金には0.1%の金利が付いていたが、新たに積み増される当座預金にはマイナス0.1%の金利が適用される。既存の当座預金については0.1%のまま据え置かれた。日銀はこの決定を「マイナス金利付き量的・質的緩和」とし、「量・質・金利」の3つの方向で緩和措置を講じるとしたが、2013年4月に導入した量的・質的緩和(異次元緩和)が「3次元」へと格下げされてしまったことから、市場の反応は冷ややかとなり、円高と株安を招いた。

1月の会合では、物価目標(2%)の達成時期を2017年度前半に先送りしたほか、3月の会合ではインフレ期待についても「弱含んでいる」としており、目標の達成は困難な状況に変わりはない。1月の消費者物価指数(CPI)は前年同月比横ばいとなり、物価の伸びは「ゼロ」となっている。食料とエネルギーを除くコアコア指数は同0.7%上昇したことから、基調的な物価はまだプラスを維持しているが、コアコア指数は昨年11月の0.9%上昇から2カ月連続で低下しており、伸び率は鈍化している。コアコア指数では原油安の影響が取り除かれる一方で、円高による輸入物価の下落は反映されるので、当面は伸びが鈍化する見通しだ。

4月の展望レポートでは成長率やインフレ率の見通しが下方修正される公算が大きく、公表に合わせて追加緩和が実施される可能性がある。マイナス金利幅の拡大に加え、債券やETFの購入規模を拡大するなど3方向での緩和が実施されるかもしれない。しかし、市場の期待は金融政策から財政政策に移っていること、また追加緩和が予想の範囲内となりサプライズが期待しづらいこともあり、市場へのインパクトは限定的となりそうだ。

### 商品市場は米追加利上げ観測の後退で反発

商品市場はドル高が一服したことで持ち直している。原油価格(WTI期近、終値)は3月18日現在で1バレル=39.44ドルとなり、年初来の騰落率は6.5%上昇となっている。1月に一時26ドル台まで下落したが、世界的な金融市場の混乱で米追加利上げ観測が大きく後退し、ドル高が止まったことに加え、2月16日にサウジアラビア、ロシア、カタール、ベネズエラの主要産油4カ国は増産凍結に合意したことを好感して持ち直した。

OPEC(石油輸出国機構)と非OPECは4月17日に会合を開き、増産凍結を目指しているが、生産高は既にほぼ上限に達しており、増産を見送ることに大きな意味はない。市場に影響があるとすると、「減産」で合意した場合が考えられる。アジア通貨危機の影響で世界的に原油需要が低迷し、原油価格が下落した1998年に減産により価格維持に成功した例がある。この時はOPEC加盟国のならず、非加盟国も価格の下落に耐え切れずに減産に合意したことがポイントとなった。

しかし、1980年代に原子力エネルギーの普及と北海油田やアラスカ油田の開発で原油価格が急落し、サウジアラビアは生産量を80%も削減したことがあったが、このときは価格の下落を止めることができなかつたのみならず、市場のシェアを奪われる結果となった。サウジアラビアは非加盟国との協調がない場合には減産には応じないと一貫して主張しているが、ここ数年の供給過剰は米シェールオイルの増産であることから、米シェール企業が減産に協調しないかぎり効果は期待できない。

3月の米国内でのリグ(掘削装置)稼働数は400基を下回っており2014年10月のピークに比べ4分の1になった。一方、生産はやや減少しているものの、ほぼ横ばいを維持している。1つのリグからの生産量がほぼ4倍となっているからだ。シェールオイルはハイテク産業であり技術は日進月歩で進化している。原油価格が100ドルを超えていた2014年当時、シェールオイルの採算ラインは80ドルといわれていたが、現在は40ドルといわれている。将来的には5-25

ドルまで低下すると予想されており、今後とも技術進歩により安い価格でより多くの生産が見込まれている。

米政府と米消費者、そして世界の消費者にとって、採算割れのシェール企業が撤退し、生産コストの低いシェール企業が参入して平均的なコストが下がるのは理想であろう。技術進歩での対応が難しくなる 30 ドル割れが長期化するとは考えづらい一方で、産油国の増産凍結や減産といった動きで価格が上昇した場合には、米シェールオイルの生産増が価格の上昇を抑制することになりそうだ。

金価格(ロンドン値決め、午後)の年初来の騰落率は 3 月 18 日現在で 18.1%上昇と大きく上昇した。年初からの株安で金融市場が不安定となったことで、資金の安全な逃避先として買いが集まった。また、米追加利上げ観測の後退で米金利が弱含んだことも金利を生まない金にとっては買い材料となった。年初に比べると金融市場も落ち着きを取り戻しつつあることから、金の上値も重たくなっている。ただし、米利上げペースの鈍化で米金利の上昇が限定的となっているほか、米国以外の主要国では金融が緩和されていること、ドル高に対する懸念が主要国で共有されていることなどを踏まえると、金への逆風も強くはなさそうだ。金価格は 2015 年通年で平均価格が前年比 8.4%下落し、年ベースでの下落は 3 年連続となり、累計で 30%以上下落している。まだ本格的な上昇トレンドに入ったとは考えづらいものの、当面は価格調整的な反発が期待できそうだ。

22 品目の商品先物価格で構成されるブルームバーク商品指数の年初来の騰落率は 3 月 18 日現在で 2.8%上昇した。ドル指数と商品価格はかなり緊密な逆相関の関係にあることから、ドル高が止まれば商品価格は浮上しやすい。(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: ブラジル**

**アンダーウェイト: 日本**

### **ドル高是正で新興国に追い風、日本には逆風**

世界経済は新興国を中心に成長見通しが下方修正されているが、ドル高が一服したことでこの流れが逆転しており、新興国の株価が先進国をアウトパフォームしている。この動きを踏まえると、当面のカントリーアロケーションは、大枠として新興国をオーバーウェイト、先進国をアンダーウェイトすることが推奨される。

世界的に成長が鈍化するなかで例外的に成長を加速させてきたインドは依然として堅調だ。ただし、原油価格の上昇はリスク要因となることから、手堅い投資先ではあるが伸びしろは小さいかもしれない。その点、資源価格の上昇の恩恵を受けやすいブラジルは、これまでの下げが大きかったこともあり、反発力がありそうだ。その分リスクも高いといえるが、ドル高の是正と商品価格の回復を前提とするなら、インドよりもブラジルが魅力的となろう。

一方、ドル高の修正で円高が急速に進んだ日本には逆風が吹いている。マイナス成長に落ち込んだ上に、金融政策も行き詰っているもようだ。7 月に選挙を控えて政治的な不透明感も強い。ユーロ圏では英国の EU 離脱問題、米国では個人消費の減速などのリスクが指摘できるが、景気そのものを比べると日本と欧米には大きな差があることから、アンダーウェイトするなら日本が選択肢となろう。

図表 4 主要国・地域の成長見通し

単位: %

	IMF				OECD				世界銀行			
	1月見通し		10月からの修正		2月見通し		11月からの修正		1月見通し		6月からの修正	
	2016	2017	2016	2017	2016	2017	2016	2017	2016	2017	2016	2017
<b>先進国</b>	2.1	2.1	-0.1	-0.1	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	2.1	2.1	-0.2	-0.1
米国	2.6	2.6	-0.2	-0.2	2.0	2.2	-0.5	-0.2	2.7	2.4	-0.1	0.0
ユーロ圏	1.7	1.7	0.1	0.0	1.4	1.7	-0.4	-0.2	1.7	1.7	-0.1	0.1
ドイツ	1.7	1.7	0.1	0.2	1.3	1.7	-0.5	-0.3	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
フランス	1.3	1.5	-0.2	-0.1	1.2	1.5	-0.1	-0.1	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
イタリア	1.3	1.2	0.0	0.0	1.0	1.4	-0.4	0.0	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
日本	1.0	0.3	0.0	-0.1	0.8	0.6	-0.2	0.1	1.3	0.9	-0.4	-0.3
英国	2.2	2.2	0.0	0.0	2.1	2.0	-0.3	-0.3	2.4	2.2	-0.2	0.0
カナダ	1.7	2.1	0.0	-0.3	1.4	2.2	-0.6	-0.1	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
<b>新興国</b>	4.3	4.7	-0.2	-0.2	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	4.8	5.3	-0.6	-0.2
中国	6.3	6.0	0.0	0.0	6.5	6.2	0.0	0.0	6.7	6.5	-0.3	-0.4
インド	7.5	7.5	0.0	0.0	7.4	7.3	0.1	-0.1	7.8	7.9	-0.1	-0.1
ブラジル	-3.5	0.0	-2.5	-2.3	-4.0	0.0	-2.8	-1.8	-2.5	1.4	-3.6	-0.6
ロシア	-1.0	1.0	-0.4	0.0	-3.1	0.8	n.a.	n.a.	-0.7	1.3	-1.4	-1.2

出所: IMF、OECD、世界銀行よりXTF Japan 作成

### 米経済は個人消費の減速を警戒へ

10-12 月期の米実質 GDP(国内総生産)は前期比年率 1.0%増加と 7-9 月期の同 2.0%増加から失速した。ただし、2015 年通年では 2.4%増加と潜在成長率を上回る伸びとなっている。また、アトランタ連銀が公表している GDP ナウによると、3 月 21 日現在で 1-3 月期 GDP の見通しは 1.9%増加となっており、潜在成長率に近いペースに回復する見通しだ。

FRB が昨年 12 月に利上げを実施し、追加利上げを検討していることからわかるように、米経済は堅調だ。また、これまで低迷していた生産活動に回復の動きがうかがえるのも明るい材料だ。ISM 製造業景況指数は 2 月まで 5 カ月連続で拡大と縮小の分岐的となる 50 を割り込んでいるが、水準は 2 カ月連続で上昇しており、製造業に底入れの兆しがみえている。

懸念材料としては個人消費の鈍化が挙げられる。2 月の小売売上高は前月比 0.1%減少と小幅なマイナスにとどまったものの、1 月が同 0.4%減少と大幅なマイナスだったことを踏まえると、今年に入り個人消費に急ブレーキがかかっていることがわかる。背景と考えられるのは 2 点あり、まずは株価の下落による逆資産効果が挙げられる。そしてよりやっかいなのがインフレ率の上昇による消費の停滞となる。原油安の影響でインフレ率自体は低いですが、内容を見ると家計を圧迫している可能性がある。ガソリンのように変動の激しい商品の物価が低下しても、家計は安値が続くとは考えずに消費を増やさない可能性がある。一方、家賃や医療費が着実に上昇している場合、将来的にも上昇が続くと考えて消費を抑制しかねない。2 月の消費者物価指数(CPI)は前年同月比 1.0%上昇にとどまっているが、家賃は同 3.3%上昇、医療費は同 3.5%上昇しており、全体の伸びの 3 倍以上のスピードとなっている。世界的に金融市場が動揺したこともあり、FRB は利上げを躊躇しているが、物価の上昇で家計が生活防衛的になっている可能性には警戒が必要となりそうだ。

### ユーロ圏経済はおおむね良好、英国の EU 離脱が懸念材料

ユーロ圏の 10-12 月期の実質域内総生産(GDP)は前期比 0.3%増加と 7-9 月期から横ばいとなった。年率換算で 1.1%増加、前年同期比では 1.5%増加した。ユーロ圏の潜在成長率は 1.0%程度と考えられているので、景気は良好といえる。

ユーロ圏ではインフレ率の低下が懸念材料として挙げられているが、これは ECB にとっての懸念であり、経済にとっては必ずしもマイナスとはいえない。2 月のユーロ圏の消費者物価指数 (CPI) は前年同月比 0.2% 低下とデフレの状態にある。ただし、食品とエネルギーを除くコア指数は同 0.8% 上昇となっており、エネルギー価格の下落は消費にとってはプラス材料と考えると、インフレ率の低下はさほど深刻ではない。実際、ユーロ圏の 1 月の小売売上高は前月比 0.4% 増加、前年同月比 2.0% と好調を維持。12 月が前月比 0.6% 増加と高い伸びだったことを踏まえると個人消費は絶好調ともいえる。好調な個人消費の背景には原油安を背景としたガソリン価格の下落などエネルギー支出の減少が挙げられており、原油安を背景としたインフレ率の低下は懸念材料ではなくポジティブな材料とさえいえる。また、ユーロ圏の 1 月の失業率は 10.3% と 4 年 5 カ月ぶりの低水準となっており、昨年 8 月の 11.0% から低下傾向が鮮明化している。

ユーロ圏の抱えている問題は経済よりも政治にある。ベルギーでのテロ事件は混迷する難民問題に拍車をかける可能性がある。6 月 23 日には英国の EU 離脱を問う国民投票が予定されている。残留派と離脱派が拮抗しており、最後まで不透明感を払しょくできない見通しだ。EU からの離脱はメリットとデメリットがあり、一概に言うことは難しいが、全体としてみた場合にはユーロ圏経済にとってはマイナスに作用する公算が大きいとされている。

ドイツの DAX 指数の年初来の騰落率は 3 月 18 日現在で 7.4% 下落となっている。2015 年通年では 9.6% 上昇した。

### 日本は景気回復へ政策を総動員へ

日本の 10-12 月期の実質国内総生産 (GDP) は前期比年率 1.1% 低下となり、2 四半期ぶりにマイナス成長となった。2015 年通年では前年比 0.5% 増加とほぼ潜在成長率に見合う水準に落ち着いているが、政府は実質 2% を目標としており、この目標には程遠い。また、日銀はインフレ目標を 2% に置いているが、2 月の消費者物価指数 (CPI) は前年同月比で横ばいとなり、こちらも目標を大きく下回っている。

こうした状況から、政府・日銀は政策を総動員して景気浮揚とインフレ率上昇を目指す見通しだ。まずは 5 月の G7 サミットで減速する世界経済へのこ入れとして主要国が財政出動することでの合意を目指す。7 月に衆参ダブル選挙を実施し、選挙公約として来年 4 月の消費税率引き上げを再度延期、もしくは凍結した上で、大型の景気対策を打つ。日銀は 1 月に導入したマイナス金利のマイナス幅をさらに拡大することで、財政を支援する。マイナス金利導入後、10 年債利回りまでがマイナスとなっており、国の借金が膨らめば膨らむほど金利収入が増えるという奇妙な状況となっており、財政を拡大しても赤字が膨らまないの、放漫財政に歯止めのかげようがない。

短期的に景気が浮揚する公算が大きい、長期的にはより悲惨な状況も予想されることから、市場の反応は読みづらい。衆院選や景気対策とその規模など現状ではまだ「観測」に過ぎない前提も多く、不確実性が大きいことだけが確かといえそう。日経平均株価の年初来の騰落率は 3 月 18 日現在で 12.1% の下落となっている。急落からは戻しているが、米国やドイツと比べると戻りは鈍い。2015 年は通年で 9.1% 上昇していた。

### 新興国ではブラジルに注目、資源価格の回復が追い風

ブラジルはマイナス成長と高いインフレ率が並存するスタグフレーションに悩まされてきたが、ようやくこうした状況に変化が訪れている。まず、成長率をみると、ブラジルの 10-12 月期の実質国内総生産 (GDP) は前年同期比 5.9% 減少した。マイナス成長は 7 四半期連続となり、マイナス幅も 4 四半期連続で拡大していることから、景気はまさに泥沼状態にある。一方、インフレ



動向をみると、2月の消費者物価指数は前年同月比で10.36%上昇と1月の10.71%から低下した。低下は5カ月ぶりのこと。依然として2桁台の高い伸びではあるが、伸びが鈍化した点は評価できる。

ブラジルではドル高を嫌気した資本の流出でリアルが急落し、インフレ率を押し上げてきたが、ドル高が止まったことでリアルが反発してインフレを抑制している。インフレ率の低下は家計の購買力を高めることから消費を刺激すると考えられている。今年に入って消費者信頼感指数も改善しており、2月まで2カ月連続で上昇した。また、リアルの急落で輸出競争力が回復しており、加えてドル高が止まったことで資源価格も持ち直したことから輸出も拡大している。

このように、インフレ率の鈍化、リアルと資源価格の下げ止まりを受けてブラジルの株価は急反発している。ペトロブラスをめぐる汚職事件が政界へと拡大し、不安定な政局も景気の悪化に拍車をかけていたが、政治的な混迷が深まっていることでルセフ大統領の退陣見通しが強まったことも買い材料となっている。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3月18日現在で17.2%上昇となっている。1月26日に付けた年初来安値からは35.5%上昇している。2015年は通年で13.3%下落していた。

新興国の成長鈍化が世界経済の足かせとなっているなかで、インドでは例外的な景気の拡大が続いている。インドの10-12月期の実質国内総生産(GDP)は前年同期比7.3%増加と引き続き高い成長を維持した。財政赤字と経常赤字の双子の赤字が縮小しているほか、インフレ率も低下しており、IRBによる断続的な利下げにより景気も順調に拡大している。2月の消費者物価指数(CPI)は前年同月比5.18%上昇と1月の5.69%から大きく低下した。インド準備銀行(中央銀行)はインフレ目標として4%±2%を設定しており、インフレ率がこの範囲に収まっていることから、近い将来に追加利下げ実施されると期待されている。物価の安定が消費を刺激するという好循環が続いており、追加利下げが投資を押し上げることで、高い成長が続く見通しだ。

ただし、エネルギーの輸入国であるインドは原油安の恩恵を受けている。原油価格の下落がインフレ率を押し下げたほか、エネルギー関連の補助金の必要がなくなり、財政収支の改善にも寄与している。原油価格が底入れし、強含みで推移した場合、インド経済にはネガティブな材料となる点には警戒が必要だ。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、3月18日現在で4.5%下落となった。2015年は通年で5.0%下落していた。

中国経済は引き続き減速中である。成長の鈍化そのものは既に織り込まれた観があるが、問題は中国政府の見通しとのかい離にある。3月5日~16日に開かれた全国人民代表大会(全人代、国会に相当)では2016年の成長目標は6.5~7.0%と設定された。2016年から5年間の平均を6.5%以上としており、かなり現実離れた数字となっている。これは、2020年のGDP(国内総生産)を2010年の2倍にするとの目標が先にあり、そこから逆算された数字だからである。

IMFによると、2016年の中国の成長率は6.3%、2017年は6.0%となっている。2016年に6.5%以上の成長を達成することすら難しくなっていることから、中国政府は次々を景気刺激策を打ち出している。昨年9月に自動車の購入税を半減したほか、今年2月には住宅ローンの頭金比率の引き下げなどの規制緩和を実施しており、その結果、自動車販売が増加したほか、住宅価格が上昇し、住宅販売金額や不動産開発投資も増加した。

中国の2月末の外貨準備高は3.2兆ドルと前月から微減となった。2014年6月のピーク時には約4兆ドルあったことからこの1年半あまりで20%減少した計算となる。人民元はドルに対して緩やかにペッグしていることから、ドル高と連動してドル以外の通貨に対して割高となっていたが、米追加利上げ観測が後退したことでドル高が一服し、人民元に対する切下げ観測も後退した。こうした状況を受けて、2月29日には預金準備率の引き下げを実施、昨年10月以来4カ月ぶりに金融緩和を再開している。

全人代では財政赤字の GDP 比率を 15 年の 2.3% から 3.0% へと引き上げており、さらなる財政拡大による景気でのこ入れも期待されている。税負担の軽減や金融緩和、財政出動により中国の成長鈍化が一時的に止まる可能性はある。一方で、輸出の減少には歯止めがかかっておらず、中長期的に現在の成長率を維持することは極めて難しい。端的に言えば、実力以上の成長を目標とすることで、仮にその目標が達成されたとしても構造的な歪みをもたらすことが懸念されている。

こうした懸念を背景に、次々と景気対策が打ち出されているわりには株価の反応は鈍い。上海総合指数の年初来の騰落率は 3 月 18 日現在で 16.5% 下落となっている。下げ幅は一時 25.0% まで拡大していたことから、戻り歩調にはあるものの、引き続き激しい値動きが続いている。2015 年は通年で 9.4% 上昇していた。（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

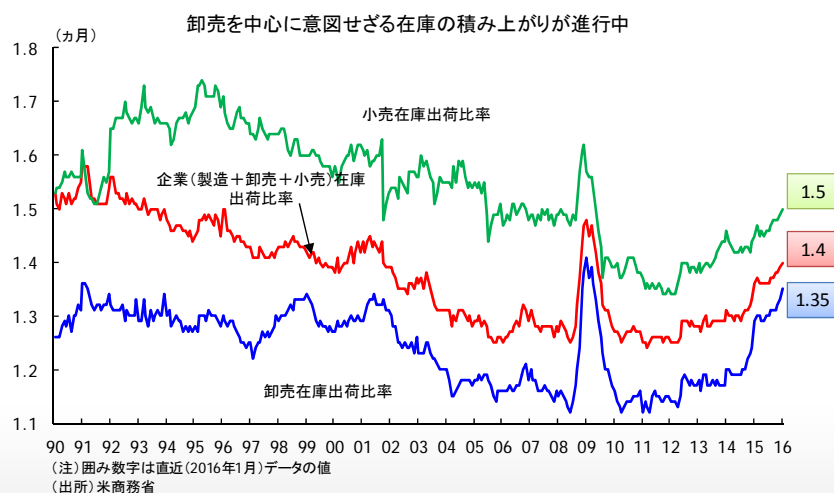
アンダーウェイト：金融

### 米国内経済ファンダメンタルズの変調を示す在庫出荷比率の急上昇

2016 年は年明け直後から世界的な株価急落となり、S&P500 は 2 月 11 日ザラ場ベースで最高値から 15% の下落となった。しかしその後株価は力強い反発へと転じると、3 月に入っても堅調さを維持し、年初からの下げ幅を取り戻す展開となっている。年明け直後の株価急落は、中国経済の不透明感や FRB の追加引き締め観測、原油安等々が理由として指摘されているが、米国内のファンダメンタルズにも気になる点が無いわけではない。中でも、注意したいのが急速な在庫の積み上がりと企業業績の悪化である。2015 年 10-12 月期実質 GDP は速報値の前期比年率 0.7% から暫定値の同 1.0% へ上方修正されたものの、内容は在庫増によるものであり、個人消費が下方修正された事と合わせてみれば「意図せざる在庫」が積み上がっている可能性がある。年明け後もその傾向は続いており、1 月企業在庫出荷比率は 1.40 カ月と前月の 1.39 カ月から更に上昇し、2009 年 5 月以来の高水準となった。

後述するように、過去数年のドル高傾向や(原油急落による)エネルギー企業の業績低迷で、米主要企業の業績は既に 2015 年後半から悪化し始めている。年明け以降の「意図せざる在庫」積み上がりは、2016 年の業績を一段と悪化させる可能性がある。

図表 5

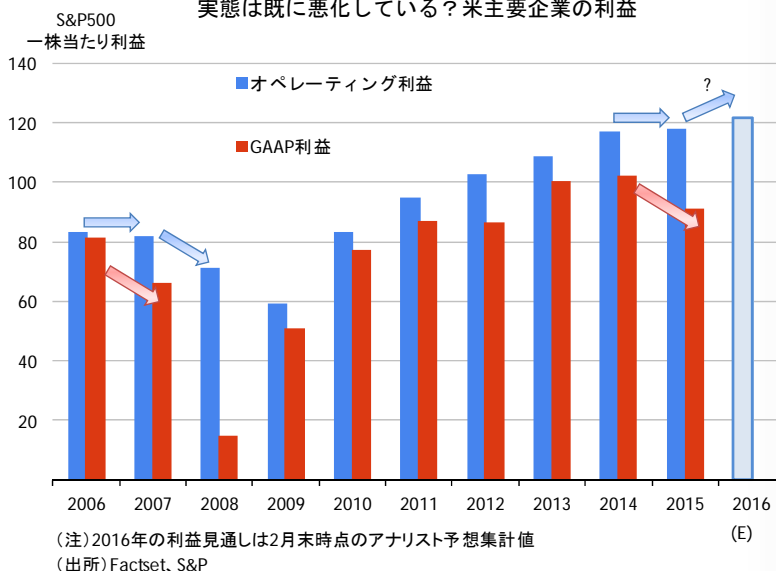


## オペレーティング利益と GAAP 利益のかい離

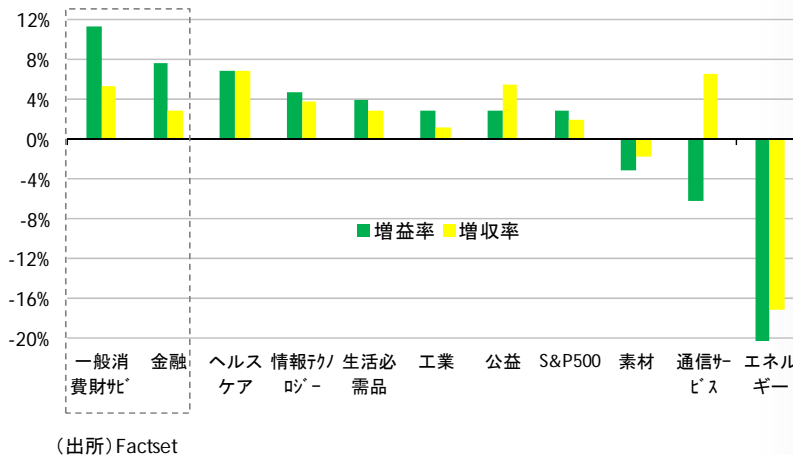
振り返ってみれば、FRB の金融緩和と好調な米企業業績が 7 年近くにわたる強気相場を支えてきた二本柱である。しかし、米株式市場は既にこれらの柱を失ったものと考えねばならない。特に米主要企業の業績は決算ニュース等で伝えられる以上に実態が悪化しているもようだ。

トムソンロイター等の業績集計機関によれば、S&P500 一株当たり利益(オペレーティング利益)は、10-12 月期に前年同期比 3.7%減と小幅の減益にとどまった。しかし、企業の発表する「オペレーティング利益」はリストラ費用などの一時費用を除いたベースであり、事業環境が悪化した時には必ずしも実態を示さない場合がある。一方、全ての一時的費用を含んだ GAAP 基準の一株当たり利益は、既に 2015 年 1-3 月期から減益に転じ、7-9 月期には二ケタ減益(14.4%減益、四半期累計値ベース)にまで悪化している。2015 年の年間ベースで見ても、オペレーティング利益が前年比 1%増益となる一方で GAAP 利益は 11%減益となっており、両者のかい離が際立っている。実は 2007 年にも同じような事態が生じており、この時は GAAP 利益に追従する形でオペレーティング利益も翌年大幅減益を余儀なくされた。(図表 6)

図表 6 実態は既に悪化している？米主要企業の利益



図表 7 前年比% セクター別コンセンサス見通し (2016年通年)



市場コンセンサスを確認すると、2016 年通年のオペレーティング EPS 増益率は前年比 3%程度の増益が見込まれている。しかし国内外の経済環境を踏まえるならば、このような市場参加者の見通しは今後大幅に下方修正されるリスクがある。中でも、2016 年の企業業績をけん引す

ると期待されている一般消費財サービスセクター(2016年コンセンサス予想=11%増益)や金融セクター(同8%増益)には注意が必要だろう。いずれも増収率を大きく上回る増益率が予想されているが、このことは市場参加者が同セクターの利益率改善を見込んでいることを意味している。しかし、前者の場合は上述した在庫の積み上がり、後者の場合は相場不安定化と貸倒れリスクの拡大といった要因から、利益率は改善するよりもむしろ悪化する可能性が高い。仮にそうなった場合、業績の下方修正幅は他のセクターよりも格段に大きくなるだろう。

### エネルギー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

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を確認すると、5つのサイクルー景気サイクル(景気サプライズ指数)、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)、期待リターンサイクル(期待インフレ率)、コストサイクル(S&P500推計資本コスト)ーには変化がみられなかった。一方、年明け以降2つのサイクルで変化が生じている。一つがモメンタムサイクル(S&P500移動平均からのかい離)、二つがグローバルサイクル(実効ドル指数)である。ただし、前者は1月にマイナスに転じた後3月にふたたびプラスへと転じ期末時点と比較した場合は変化が無かったことになる。

それぞれのサイクル(局面)におけるセクター株価パフォーマンス実績をもとに、各セクターのスコアを算出し、各セクターのスコアの絶対水準と2015年12月末時点からの変化、ヒストリカル(相対)水準との比較をまとめたのが、図表8になる。スコアの悪化が目立つのが一般消費財サービスセクターと金融セクターの2つであり、これは上述したファンダメンタルズの悪化とも整合的な動きとなっている。一方でスコアを改善させたのが、生活必需品セクターやエネルギーセクター、ヘルスケアセクター等である。ヒストリカルな水準との比較なども踏まえて総合的に判断し、今後3~6カ月程度を見据えた場合、エネルギーセクターをオーバーウェイトとし、金融セクターをアンダーウェイトとするのが妥当と考えられる。(和田康志)

図表8 セクタースコア・サマリー(2016年3月18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	-4	-5	1	1	-5	17%
一般消費財サービス	-1	1	-2	5	-3	25%
エネルギー	3	2	1	6	0	50%
素材	1	2	-1	3	-1	50%
資本財サービス	1	1	0	3	-1	50%
ヘルスケア	2	1	1	5	-1	50%
情報技術	5	4	1	6	-2	88%
金融	-4	-2	-2	4	-6	20%
通信サービス	0	-1	1	1	-6	86%
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

ドル円の流れは再び円安方向へ

昨年末に1ドル=120円台だったドル円相場は、年初から急速に円高が進行し、1年4カ月ぶりに一時110円台まで円が上昇、3月18日現在も111台と年初来の円高圏にある。円高の進行は、おおむね日米の金融政策に対する市場の見方が反映されている。年初からの金融市場の動揺で昨年12月に開始された米金融政策の正常化の動きがトーンダウンし、ドル高の是正が進むなかで、1月下旬には日銀が追加緩和に踏み切った。日銀は量的緩和の拡大ではなくマイナス金利の導入を選択したが、マイナス金利は金融機関の信用リスクを高めることで景気に対してマイナスとの見方が広がり、銀行株を中心に株価が下落。ヘッジの円売りポジションが解消されて円高が進んだ。さらに、3月のFOMCが予想されていた以上にハト派的な内容となったことで米金利が低下、ドルの魅力が低下して円が上昇した。

昨年までは日米の金融政策の方向性の違いが円安を後押ししていたが、実質実効円レートは変動相場制が始まって以来の円安水準に達したことを踏まえると、やや行き過ぎた円安であったことは否めない。年初からの円高は、日銀のマイナス金利が株価に対してポジティブな評価を得られなかったこと、米利上げペースが当初の見通しよりも緩やかとなったことで、行き過ぎた円安が是正されたとも解釈できよう。見方を変えると、日米の金融政策の方向性が依然として逆向きである以上、円高はあくまで行き過ぎた円安の調整局面ととらえることもできる。

今後の見通しとして、まず日本サイドを考えると、低インフレでデフレの淵にいることから日銀が追加緩和を実施する可能性は高い。既に消費税率の引き上げは延期もしくは凍結が既定路線となっており、マイナス成長や株安を受けて、金融緩和と財政拡大という景気後退局面を思わせる景気対策も現実味を帯びている。長期的には弊害も少なくないことから、市場の反応は読みづらいが、素直に解釈すれば株高・円安が期待できそうだ。

米国サイドに目を向けると、当初は最高4回、最低でも2回とみられていた年内の利上げ回数は、多くて2回、おそらく1回できるかどうかには下方修正された。しかし、インフレ率の上昇が個人消費にブレーキをかけ始めており、緩やかなペースでの利上げが許されるのかどうかは疑問が残るところだ。急落していた株価も年初来で一時プラス圏に浮上しており、金融市場が落ち着きを取り戻せば、いつ利上げが再開されてもおかしくはないだろう。

日米の金融政策の方向性の違いから、行き過ぎた円安の是正が一巡すれば、ドル円相場は再び円安の流れに戻るのがメインシナリオとなる。このシナリオに対するリスクとしては、日銀の金融緩和がむしろ円高に作用すること挙げられる。マイナス金利は市場に不人気となっており、マイナス幅の拡大が素直に金融緩和と受け止められない可能性がある。ECBは昨年12月と今年3月の2度にわたりマイナス金利のマイナス幅を拡大しているが、その後のユーロは対ドルで上昇している。他の要因も絡んでいるとはいえ、日銀の金融緩和に手詰まり感を抱く市場参加者も少なくはなく、「限界論」が広まるようだと円高が持続することになりそうだ。

(井上秀之)

## ◇ 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9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 9

## 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	商品	債券
カントリー	ブラジル	日本
セクター	エネルギー	金融

(出所) T&amp;C XTF Japan, Inc.

アセットアロケーションでは商品(コモディティ)をオーバーウェイトとした。主要国がドル高の是正と財政出動による景気浮揚策を検討していること、その際ドル高是正の恩恵を最も受けるアセットが商品であることを踏まえている。(1) 代表的な商品指数連動型 ETF で時価総額が大きく、比較的エネルギーの比重が高い i シェアーズ GSCI 商品指数ファンド(ティッカー: GSG)、(2) 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) 等が候補に挙げられるが、今回は後者を選ぶことにする。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。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。

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・地域はブラジルとした。インフレ率の鈍化、リアルと資源価格の下げ止まりを受けてブラジル株は足もと急反発しており、当面この流れが続くとみている。ここでは同国株式に連動する代表的な ETF である i シェアーズブラジル株式 ETF(同: EWZ)を選択するのが適当であろう。一方、アンダーウェイトとしたのは日本である。ドル高の修正で円高が急速に進んだことは、日本株には逆風となっている。加えて、金融政策面での行き詰まり感も醸成されやすいことから、日本株には下押しの圧力がかかり易いとする。なお、円高ドル安下の日本株安が見込まれるため、ドルベース指数連動型よりも通貨ヘッジ指数連動型の方が下げ幅は大きくなる可能性が高い。よって、ウィズダムツリー通貨ヘッジ型日本株 ETF(ティッカー: DXJ)を選択する。

セクターアロケーションは、エネルギーセクターをオーバーウェイトとした。経費率が 0.10% と競合 ETF の中で最も安いバンガードエネルギー株 ETF(ティッカー: VDE)を選択するのが妥当であろう。一方、金融セクターをアンダーウェイトとした。同じく経費率の低いバンガード金融株 ETF(同: VFH)を選択したい。(和田康志)

図表 10 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>			
E-TRACS DJ-UBSコモディティ指数ETN	DJCI	0.50	92
iシェアーズMSCIブラジルETF	EWZ	0.62	2,639
バンガードエネルギー株ETF	VDE	0.10	3,480
<b>ショートポジション</b>			
バンガード米国トータル債券市場ETF	BND	0.07	28,965
ウィズダムツリー通貨ヘッジ型日本株ETF	DXJ	0.48	10,026
バンガード金融株ETF	VFH	0.10	3,459

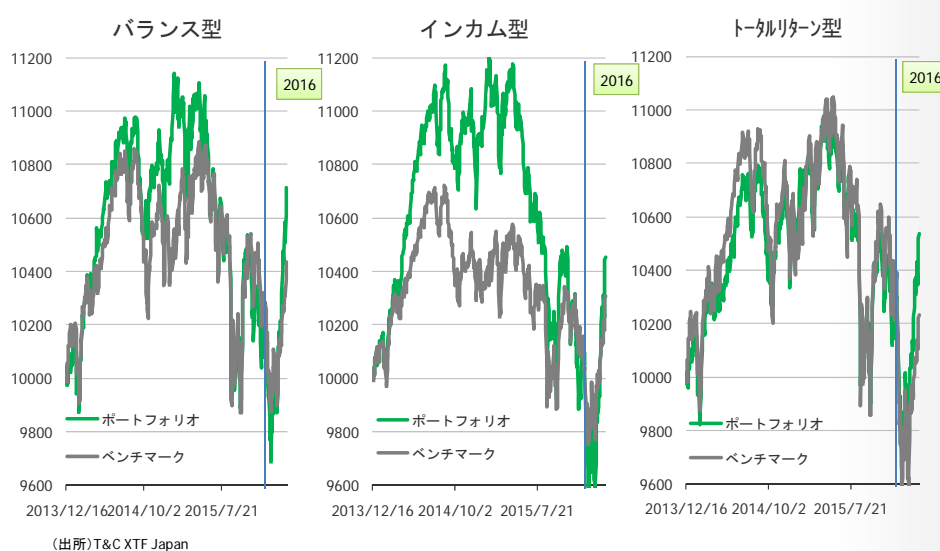
(注) 時価総額、経費率はともに3月24日現在 (出所) T&amp;C XTF Japan, Inc.

## ◇ 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 1~3 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、1-3 月期にバランス型が+5.4% (ベンチマークは+1.5%)、インカム型が+3.6% (同+1.5%)、トータルリターン型が+3.0% (同-0.9%)となった(いずれも 3 月 18 日時点の計算)。2016 年は年明け直後から、株式市場を中心に下げ幅を拡大し大荒れの相場展開となったが、昨年来下げ幅の大きかった原油相場や高利回り債市場、新興国株式が主導する形で 2 月以降力強く反転した。3 月に入ってもこの動きは続き、後者2つは年初来リターンがプラスになるまで戻している。弊社ポートフォリオの変動もこれらの恩恵を十分に受け、いずれのポートフォリオもベンチマークを 2~4%ポイント上回る好パフォーマンスを記録した。厳しい結果となった前四半期(10-12 月期)の挽回を早期に果たした形となった。

図表 11



図表 12

	設定来				2016 1-3			
	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*
<b>バランス型</b>	7.1%	3.0%	9.2%	0.33	5.4%	25.9%	12.1%	2.13
ベンチマーク	4.4%	1.9%	8.7%	0.21	1.5%	6.6%	17.3%	0.38
<b>インカム型</b>	4.5%	2.0%	8.3%	0.23	3.6%	16.7%	26.8%	0.62
ベンチマーク	3.1%	1.3%	6.4%	0.20	1.5%	6.6%	17.3%	0.38
<b>トータルリターン型</b>	5.3%	2.3%	9.4%	0.24	3.0%	14.1%	23.3%	0.60
ベンチマーク	2.4%	1.1%	10.8%	0.09	-0.9%	-4.1%	29.6%	N.A.

(注)2016年3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 Financial Research USA, Inc.

### 原油・新興国株・高利回り債の 3 市場が力強く反発

2 月以降の急反発の主役が原油相場と高利回り社債相場、新興国株式相場であることは上に述べた通りだが、反発に転じた時期に関してはそれぞれの間には若干のラグがある。具体的には、新興国株式が最も早く 1 月下旬に底打ちの動きとなったあと、原油市場が 2 月上旬に、そ

れに追従する形で2月半ばに高利回り債が底打ちの動きとなった(図表13)。こうしてみると、2月以降の世界的な相場回復は新興国株によって口火が切られたとみてよさそうだ。

では新興国株は何を材料に反発に転じたのか?一時期の悲観論が幾分後退したとはいえ、新興国の経済ファンダメンタルズには目立った改善はみられない。依然、経済成長率が伸び悩むと同時に高水準の負債と海外資本の流入に頼った不安定な経済状況が続いている。ただし、ここ数年顕著であった自国通貨安に歯止めがかかったことで、海外資金調達面の不安がひとまず解消されたことはポジティブな材料となったもようである。例えば、ブラジルレアルの対ドル相場は1月21日に4.1299レアル/ドルを付けた後はレアル高に転じ、足もと3.6レアル/ドルと2カ月で13%ほどの上昇をみせた。この他、ドルはロシアルーブル等の新興国通貨に対しても1月半ばごろを境に下げに転じ、そのまま下げ幅を広げる動きとなっている。

図表13 昨年後半の下げを主導した3市場が2月以降に急反発



### マイナス金利政策が引き金に～金価格を筆頭に商品相場の押し上げ

ドル相場が新興国通貨に対してピークアウトし始めた1月下旬といえば、日銀の発表をきっかけに先進国でマイナス金利政策(NIRP)が取りざたされ始めた時期と一致する。実際に舵を切ったのは日本(1月末)と欧州(3月上旬)であり、米国は依然表向き金融引き締めを続けているわけであるから、NIRPをドル安の原因とするのは強引に過ぎるかもしれない。しかし、米国においてもイエレンFRB議長が将来的にはNIRPを排除しないと発言するなど、米経済の足踏み状況と合わせてみれば、将来的なNIRP採択の可能性は高まりつつある。

仮に主要先進国でNIRPが恒常化した場合、金融資産を保有している投資家にはマイナスのリターンすなわち保有コストが発生し、そのようなコストの発生しない「実物資産」の相対的な価値を高めることになる。このような認識の広がりとともに、「金融資産売り実物資産買い」という資金移動が生じ、原油や金などの商品価格が上昇するシナリオが考えられる。商品価格の上昇は、新興国経済にとってはポジティブな材料であり、NIRP→ドル安・商品価格高→新興国経済改善という見方が新興国株を押し上げたのであろう。もっとも自国通貨高は必ずしも経済にプラスばかりではないことから、新興国の株高が長期的に持続するか否かには疑問も残る。NIRPをテーマにした相場は、短期的にも長期的にも商品価格に最も追い風となりそうだ。(和田康志)



## 2. ETF 活用のヒント

### ◇ “インデックスファンド・バブル”考

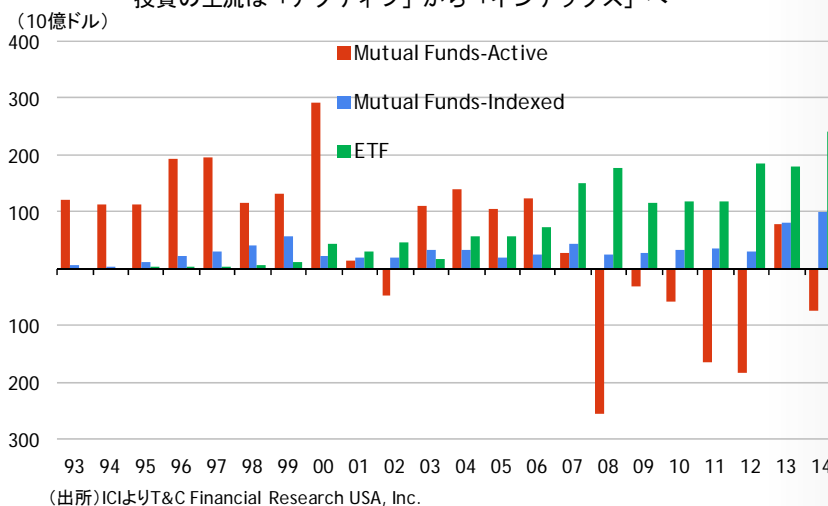
インデックスファンドは基本的に「順張り投資」であり、同ファンドの人気化は足もとでモメンタム株に有利に働いている。ただし、相場全体が既に割高なレベルに達していることを踏まえれば、今後バリュー株が有利な局面へ移行するものと考えられる。

### 著名投資家アックマン氏が指摘する“インデックスファンド・バブル”

2016 年は日銀によるマイナス金利政策 (NIRP、Negative interest rate policy) の導入という「歴史的」事件で幕を開けた。今後、日欧米の先進主要国においてマイナス金利が通常の状況になるという、かつてない時代に我々は突入するのかもしれない。仮にマイナス金利が常態化した場合、一般投資家のポートフォリオ運用にどのような影響をもたらすか、すなわち既存ポートフォリオをどのように調整すべきか、という点は極めて重要なトピックである。当コーナーにおいても今後この点について詳細な検討を試みるつもりだが、その前に、同じ頃に注目を集めたもう少し軽め的话题を本号では取り上げたい。

1 月 26 日、著名投資家のビル・アックマン氏が、ファンド年次報告書において、「インデックスファンドにバブルの兆し？」と言及したことが話題となった。同氏が運用するパーシングスクエアファンドは極めて少数の銘柄に集中投資するロングショート型ヘッジファンドであり、いわばインデックス投資とは対極に位置している。そのアックマン氏があえてインデックスファンドについて言及したことがメディアの関心を引いたわけだが、今回はその内容を少し掘り下げてみたい。

図表 1 投資の主流は「アクティブ」から「インデックス」へ



### インデックスファンド・ブームがもたらす企業や相場への影響

アックマン氏は、近年のインデックスファンド・ブームには十分な理由があるとしつつも、それが行き過ぎることで、市場や企業に少なくない影響を与えるだろうと指摘する。

まず企業に与える影響としては、企業統治の問題を指摘する。インデックスファンドは短期売買をしない長期投資家であることから、長期的な視点に基づいた株主提案が通り易くなるという好影響を指摘する。他方、インデックスファンドには低コスト運用に伴う制約があり、アクティビスト(いわゆる「物言う投資家」のこと)のように企業統治の問題に時間を掛けて取り組むことはできないため、大株主による経営監視機能が低下すると指摘する。

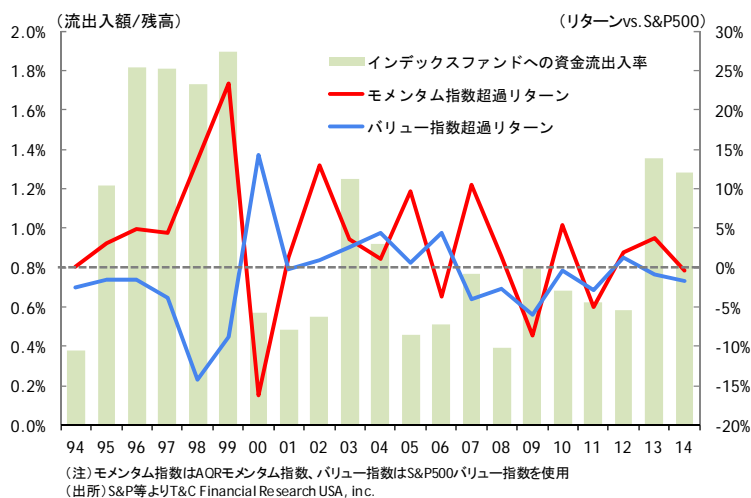
次に相場に与える影響としては、モメンタム投資(順張り投資)を後押しする要因となり、結果として相場の割高感をもたらすと指摘する。というのも、インデックスファンドの多くは時価総額加重平均法を採用しているため、相対的に上昇している株式ほど指数内の構成比率が上がり、追加的な資金がファンドに流入した場合には、これらの値上がりした株式により多くの資金が配分されることになる。その結果、上がるから買う、買うから上がるという「モメンタム」が生じ、少数のモメンタム株に資金が集中する不健全な形を取りながら、市場全体の割高感が醸成されると指摘する。

### インデックスファンドとモメンタム株

アックマン氏の言うことが正しいとすれば、インデックスファンドへ資金が流入すればするほど、いわゆるモメンタム株(直近の株価上昇率が高い株式)相場になり易いということになるが、データでこれを確認できるだろうか。図表 2 は、インデックスファンドへの資金流出入率(当該年流出入額/前年末残高)と、モメンタム株指数のパフォーマンス(対 S&P500 超過リターン)を重ねたものである。両者の相関は極めて強いという程ではないものの、インデックスファンドへの資金流入が大きい年ほどモメンタム株が好パフォーマンスを記録することが少なくないことが分かる。

一方、インデックスファンドは投資対象となる株についてのバリュエーション(割高・割安)判断を一切せずに投資し続けるファンドである。このことから、バリュー投資・バリュー型ファンドとは対極にあるファンドと考えることもできる。実際、図表 2 ではバリュー株指数のパフォーマンスも重ねて表示しているが、インデックスファンドへの資金流入とバリュー株指数のパフォーマンスの相関が極めて低いことがわかるであろう。

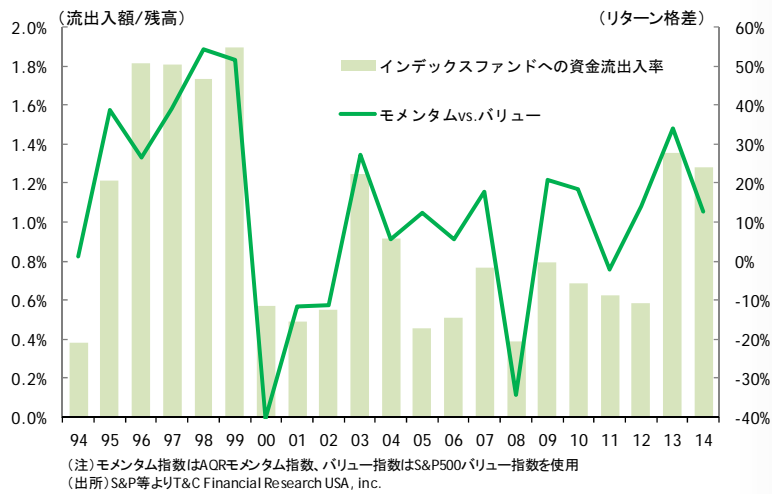
図表 2 モメンタム株、バリュー株のパフォーマンスとインデックスファンド



このように、インデックスファンドが人気化し、従来のアクティブファンドに代わってインデックスファンドが主流となると、いわゆる順張り(モメンタム)投資家が増えることになり、逆張り(バリュー)投資家が減ることになる。その結果モメンタム株がバリュー株をアウトパフォームする傾向が

強まり、両者のパフォーマンス格差をもたらすというアックマン氏の主張は、なるほど一理あるようにもみえる。(図表 3)

図表 3 インデックスファンドへの資金流入がモメンタム株を後押し



### インデックスファンド・ブームによって割高な水準まで押し上げられた株価

さらにアックマン氏は、このようなモメンタム株優位の相場が続いたことの結果として、現在の相場が割高になっていることを指摘する。確かに、足もとの株価水準は歴史的なレンジから見ると割高なレベルに達しており、それを後押しした一因がインデックスファンド・ブームであったという見方はデータによっても確認できる。

図表 4 の棒グラフは米国の株式投信残高に占めるインデックスファンドの比率を見たものである。20 年前はわずか全体の 3%程度を占めるに過ぎなかったが、2014 年には 20%まで高まっていることが確認できる。図表をさらに細かく見ると、同比率が大きく押し上げられた時期(すなわちインデックスファンド・ブーム)は 90 年代後半(96 年～2000 年)と 2009 年以降の二度あるが、その同じ時期に株価評価の持続的な上昇が生じていることが見て取れるだろう。

図表 4 インデックスファンドブームで割高なレベルまで押し上げられる株価



筆者の計算によれば、米株式投信残高に占めるインデックスファンドの比率はETFも含めれば、既に33%に達している。すなわち、同比率はこの20年間で3%→33%へ11倍になり、ファンドの3分の1は既にインデックス投資家(順張り投資家)が占めているということになる。

ただし足もとのバリュエーションを踏まえると、代表的な株価指数に連動するインデックスファンドの期待リターンは5年タームで見た場合ゼロから小幅マイナスという失望的なものになる可能性が高いことが図表5からも確認できる。このことは、インデックスファンドへの資金流入ペースを徐々に鈍化させ、モメンタム株よりもバリュー株が有利な局面へ相場が変化し始めることを意味しよう。このような投資環境を見据えた上で、ETFポートフォリオにも少しずつ「バリュー」のファクターを取り入れることを推奨したい。例えば、保有ETFポートフォリオの株式部分(50%)を全てSPDR S&P500 ETF(ティッカー:SPY)に振り向けている投資家は、その一部(上記50%の内の例えば10%)をバンガードバリューETF(同:VTV)に切り替えるという方法である。

(和田康志)

図表5 市場インデックスの期待リターンはバリュエーションに左右される

S&P500のPSR 水準(倍)	1未満	1以上1.2 未満	1.2以上 1.4未満	1.4以上 1.6未満	1.6以上 1.8未満	1.8以上2 未満	2以上
5年リターン (年率)	20.3%	16.0%	9.6%	0.6%	-0.2%	-2.3%	-3.3%

(注)1993年~2010年までの月次データに基づく (出所)T&C Financial Research USA, Inc.