

ETF Investing

Vol.14 - 2016 Summer

T&C XTF Japan

2016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

- ◇ マイナス金利とETFポートフォリオ運用

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

世界経済は先行きの不透明感を払しょくできず

世界経済の成長率は、既に低成長が見込まれているなかで、さらに見通しが低下している。国際通貨基金(IMF)が4月12日に公表した「世界経済見通し(WEO)」によると、2016年の世界経済の成長率は3.2%と前回1月の見通しから0.2%ポイント下方修正された。この数字は、世界的に景気後退から脱した2010年以降では最低の伸びとなる。IMFは世界成長が3.0%を下回ると実質的な景気後退と考えており、過去10年で3.0%を下回ったのは2009年(マイナス0.1%)のみである。世界経済は景気後退の淵に近づいているもようだ。

また、世界銀行が6月7日に公表した「世界経済見通し(GEP)」では、2016年の成長率は2.4%と1月の2.9%から0.5%ポイント下方修正され、2015年の実績値である2.4%に並んだ。加えて、経済協力開発機構(OECD)が6月1日に公表した「世界経済見通し(EO)」では、2016年の世界経済の成長率は3.0%と前回2月の見通しから据え置かれた。ただし、3.0%は2015年の成長率であり、この数字を下回ると拡大ペースは前年割れとなる。

世界経済はまだ景気後退入りしているわけではないし、当面は深刻なリセッションが予想されているわけでもないが、低迷から抜け出す気配はうかがえず、景気の先行きに対する不透明感を払しょくできていない。加えて、英国のEU離脱による景気への悪影響も警戒されていることも踏まえると、当面のアセットアロケーションはリスク回避が優先されよう。したがって、債券をオーバーウェイト、株式をアンダーウェイトとするのが基本スタンスとなる。一般に、商品はリスク資産とみなされていることから、当面の投資先とは考えづらいものの、英国のEU離脱により安全資産としての金が見直されており、債券を代替するアセットクラスとして金投資は選択肢となりうるだろう。

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(4月)	3.4	3.1	3.2	-0.2	3.5	-0.1
世界銀行(6月)	2.6	2.4	2.4	-0.5	2.8	-0.3
OECD(6月)	3.3	3.0	3.0	0.0	3.3	0.0

注: 前回見通しはIMFと世界銀行が2016年1月、OECDは2016年2月。

出所: IMF、OECD、世界銀行よりXTF Japan作成

株価は回復が頭打ち、成長見通しの鈍化を嫌気

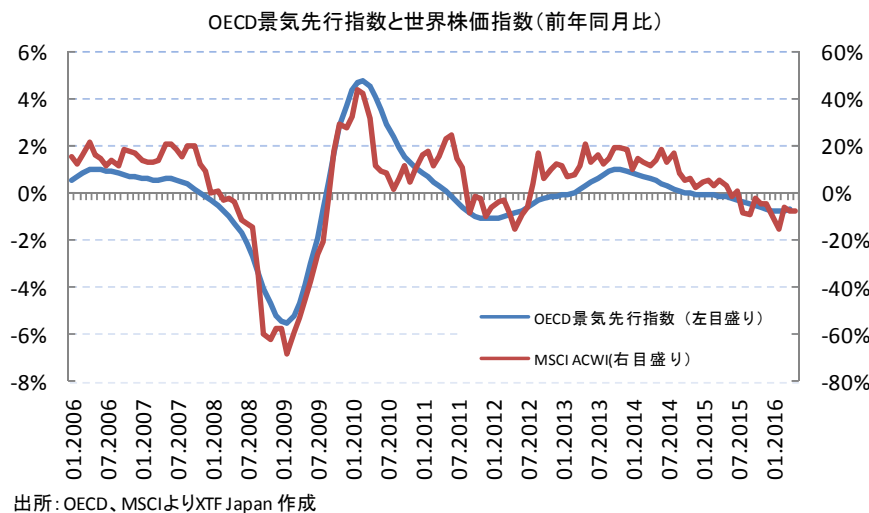
2016年の株式市場は世界的に急落して始まった後、3月下旬までにはおおむね下げ幅を取り戻したが、4月以降は総じてフラットな動きとなっている。23の先進国と23の新興国の計46カ国の株価指数で構成されているMSCIオール・カントリー・ワールド・インデックス(ACWI)の年初来の騰落率は、6月20日現在で0.4%上昇、4月以降では0.7%上昇となっている。同様に、23の先進国で構成されているMSCIワールド・インデックスをみると、年初来では0.1%上昇、4

月以降では 1.0%上昇した。23 の新興国で構成されている MSCI エマージング・マーケット・インデックスは年初来で 3.4%上昇、4 月以降では 1.9%の下落となっている。

米利上げを背景としたドル高や世界的な株価の急落を受けて、米連邦準備理事会(FRB)が利上げペースの鈍化を示唆するとともに、ドル高や世界経済の動きを注視するという姿勢を示したことで、株価もおおむね利上げ前の水準へと戻った。しかし、ドル高や株安は修正されたものの、成長の加速が期待された世界経済はむしろ停滞色が強まっており、株価の上昇も頭打ちとなっている。また、ドル高の修正が一服したことで、新興国の株価はやや軟調に転じている。

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(CLI)をみると、4 月は 99.6 と 3 月から変わらずとなった。水準は 2015 年 5 月の 100.5 から緩やかな低下が続いている。前年同月比では 0.7%低下と 3 月の 0.8%低下から下げ幅を縮小しており、底入れの兆しがうかがえる。過去データを見る限りでは、同指数と世界株価指数(ACWI)はほぼ歩調をあわせており、同指数の低下が続いていることから、株価の持続的な上昇はまだ期待薄といえる。ただし、先行指数の低下に歯止めがかかりつつあることから、転換期が近づいていることを示唆しており、今後の動きを注視したい。

図表 2



FOMC での年内利上げ観測は大きく後退、市場混乱なら利下げも

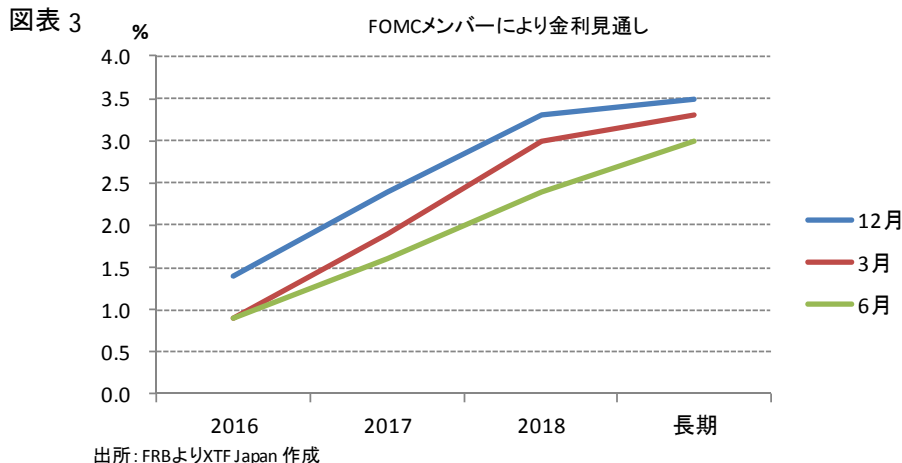
6 月 14・15 日に開かれた米連邦公開市場委員会(FOMC)では、政策金利の据え置きが決定された。据え置きは予想通りでサプライズはなかった。6 月上旬までは追加利上げが有力視されていたが、5 月の雇用統計が予想外に弱い内容となったことから、利上げ観測が急速に後退した。

CME(シカゴ・マーカント取引所)のフェドウォッチによると、6 月 21 日現在の FOMC での利上げ確率は 7 月が 14.3%、9 月が 34.9%、11 月が 36.2%、12 月が 57.5%となっている。70%が利上げの目安とされていることから、年内に 1 回の利上げがあるかどうか微妙な情勢となっているようだ。

FOMC メンバーによる見通しでは、昨年 12 月の利上げ開始当初は 2016 年中に 4 回の利上げを見込んでいたが、6 月の FOMC では 1 回か 2 回が大勢を占めており、金融政策は経済状況次第ではあるものの、あまり頻繁に変更されるようではフォワードガイダンスの役割を果たしているとは言いがたい。セントルイス連銀のブラード総裁は、「FRB の実際の利上げペースは、FOMC が過去に示した予想よりも大幅に緩慢となっている。こうした言行不一致が明らかに世界的な金融市場の歪みにつながっており、FRB の将来的な政策をめぐる不必要な混乱を招き、FOMC に対する信頼が損なわれる結果になっている」と指摘している。同総裁は、12 月の FOMC で 2016 年末までに 4 回の利上げ見通しが示されたことが年初の金融市場の混乱を招いた可

能性あるとしたほか、今後 2 年半の間に必要な利上げ回数は 1 回にとどまるとの見方も示している。

昨年 12 月の利上げ開始時点とくらべると、FRB はかなりハト派に傾いており、さらに英国が EU からの離脱を決めたことから「年内の追加利上げはなくなった」との見方が有力となっている。また、英離脱をきっかけに、金融市場が混乱するようだと、緊急措置として利下げを実施する可能性もありそうだ。



ECB は 9 月に追加緩和を実施か、英 EU 離脱で

ECB(欧州中央銀行)は 6 月 2 日の理事会で金融政策の現状維持を決定した。3 月の理事会で追加緩和を決定後、懸念されている物価の下振れが回避されたのかどうかを確認中となっている。ECB はインフレ率の低下は原油価格の下落の影響が大きいとしており、その原油価格が急回復したことから、今後原油相場の反発に歩調をあわせてインフレ率が上昇するのかが注目される。ドラギ ECB 総裁は理事会後の会見で「インフレ率は今後数カ月は低い水準にとどまるものの、下半期には上向く」との見通しを示した。

ECB スタッフによる 6 月の経済見通しでは、2016 年の成長率は 1.6%と前回 3 月の 1.4%から 0.2%ポイント上方修正され、インフレ率も 0.2%と前回の 0.1%から 0.1%ポイント引き上げられている。物価を除くと、比較的高い成長率や失業率の低下が継続していることなどから、景気そのものに対する懸念はもともと薄く、3 月に実施された追加緩和の必要性にも疑問の声は少なくなかった。すなわち、2%の物価目標にこだわる必要はないのではないかとのことだ。

とはいえ、足もとでのインフレ率の動きは引き続き鈍く、ユーロ圏の 5 月の消費者物価指数(CPI)は前年同月比 0.1%低下と 4 月の同 0.2%低下から下げ幅こそ縮小したものの、デフレ状態から脱却できていない。食品とエネルギーを除くコア指数をみても 0.8%上昇と低い伸びにとどまっている。英国の EU からの離脱が決定したことで、景気の先行きに対する不透明感も強まっており、インフレ率の低い伸びが続いた場合には 9 月にも追加緩和があるのではないかとみられている。

日銀は 7 月に追加緩和の可能性

日銀は 6 月 16 日の金融政策決定会合で金融政策の現状維持を決定したが、4 月の展望レポートでは 2016 年度の消費者物価(生鮮食品を除くコア指数)の見通しが 1 月の 0.8%から 0.5%へと下方修正されており、市場では 2%の物価目標の達成は困難との見方が一段と強まっている。

IMF(国際通貨基金)が6月20日に公表した日本経済に関する報告書でも物価目標や財政健全化目標は達成が困難と指摘されている。物価目標については、「信頼の確保も重要」、「政策の変更は可能」としており、達成可能な目標設定の重要性を強調している。2年で2%との目標が掲げられた2013年4月から3年が経過したが、インフレ率はゼロ近辺を推移しており、上昇の気配がない。また、財政健全化については「消費税率は少なくとも15%まで引き上げるべき」としている。

6月21日に公表された4月27・28日の金融政策決定会合の議事録では、2016年の物価見通しが下方修正されたことを受けて、政策対応の必要性が議論されていた。したがって、6月の会合で追加緩和が実施されても不思議ではなかったが、現状維持は翌週に英国での国民投票を控えて、政策余地を残して置きたかったのではないかとみられている。

4月の消費者物価指数(CPI)は前年同月比0.3%低下と、2%の物価目標の達成どころかデフレの状態にあり、さらに英離脱も決まったことから、早ければ7月の会合で追加的な金融緩和が実施されるのではないかとみられている。

商品市場はドル高修正が一巡し、伸び悩み

商品市場はドル安に後押しされて堅調となっていたが、ドル高修正が一巡後は伸び悩みとなっている。原油価格(WTI期近、終値)は6月20日現在で49.37ドルとなり、年初来の騰落率は33.3%上昇、4月以降では28.8%上昇となっている。1月に一時26ドル台まで下落したものの、FRBの利上げ観測後退にともない値を戻すと、6月上旬には一時51ドル台まで上値を伸ばし、年初来の安値からほぼ倍となった。

原油相場の回復は相次ぐ供給障害にも支援された。カナダでの大規模な森林火災、クウェートでのストライキ、ナイジェリアでの武装勢力による石油施設の破壊、リビアでの港湾封鎖などの供給障害により、おおよそ100万バレルと推計されていた供給過剰が一時的に解消したもようだ。カナダでの山火事は既に沈静化し、クウェートでのストライキも終結したことから、カナダとクウェートでの供給障害はほぼ正常化している。

リビアやナイジェリアでの政情不安は当面続く可能性があるものの、方向性としては悪化よりも改善の方向となりそうだ。5月のリビアでの原油生産量は日量30万バレルにまで低下しており、下げ余地は限定的となっている。政治的な混乱により、同国がイスラム教過激派組織の温床となっていることに対して世界的に懸念が高まっているほか、リビア経由で欧州への移民が急増していることから、特に欧州ではリビアの政治的な安定を求める声が強まっている。リビアでの生産量は短期的には100万バレル、中期的には150万バレルまで回復が可能とみられている。

また、5月のナイジェリアでの原油生産量は日量140万バレルと30年ぶりの低水準となっている。過激派組織による石油関連施設の破壊により50万バレル程度の供給障害が発生しているもようだが、過激派組織の目的は政府から石油収入の一部を受け取ることにあり、石油収入が減少してしまうと、目的の達成が困難になるというジレンマを抱えている。これ以上の破壊行為はかえって目的の達成を困難にする可能性があるほか、供給障害の長期化は政府と過激派組織の双方にとってメリットがない。6月21日にはいったん停戦合意が伝えられた後、合意の否定が報道されるなど、混乱した状態にはあるものの、状況が改善する兆しは既に見え始めている。

リビアやナイジェリアで供給障害が長期化した場合には、需要の増加にともなって年後半には世界的な供給過剰が解消するとみられている。しかし、供給障害が解消に向かった場合には需給の改善は後ズレすることになり、現在の価格水準を維持することは難しくなりそうだ。

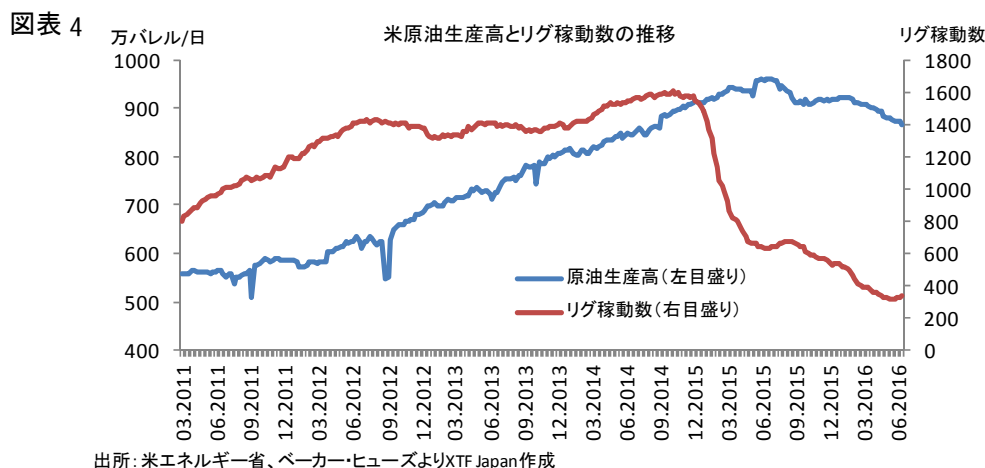
また、米国内でのリグ(掘削装置)稼働数が増加に転じていることも売り材料だ。減少が続いていたリグ稼働数が6月17日まで3週連続で増加しており、米国内での生産減少にも歯止めがかかる可能性が高まっている。

昨年を振り返ると、3月に43ドル台まで下落していた原油価格が5月には当時のシェールオイルの採算ラインとされた60ドルを回復し、その後一時的にリグ数が増加に転じている。リグ数の増加が確認されると原油価格が反落した昨年の経験を踏まえて、シェールオイル企業は採算ラインといわれている40ドルを上回ってもリグの再稼働を見合わせていたが、価格が50ドルに達したところでリグを再稼働させたもようだ。リグ数の増加が確認されて以降、原油価格の上昇は頭打ちとなっており、リグ数の増加が持続した場合には価格が反落する公算が大きい。

金価格(ロンドン値決め、午後)の年初来の騰落率は6月20日現在で20.9%上昇と堅調と維持している。ただし、4月以降では3.6%上昇にとどまっており、伸びが鈍化している。世界的な株価の急落で資金の安全な逃避先として買いが集まったが、その後は金融市場が安定したことで伸びが鈍化した。

米利上げ観測の後退とそれにとまぬドル高の修正が金価格の上昇を後押ししてきたが、市場では年内の利上げが既に懐疑的となっており、一段のドル安が進むことは期待しづらくなっている。一方、米国以外では追加緩和の余地が残されており、ドル高の修正も限界に近づいている可能性がある。米金利のさらなる低下やドル安の余地が限られた場合には、金価格の上昇は期待しづらい。ただし、英国のEUからの離脱にとまぬ、安全な資産の逃避先として金が注目されており、英離脱による市場の混乱が長期化、もしくは深化した場合には、金が再浮上することになりそうだ。

22品目の商品先物価格で構成されるブルームバーグ商品指数の年初来の騰落率は6月17日現在で12.9%上昇、4月以降では12.6%の上昇となっている。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、ドル安が止まると商品価格は下落しやすい。6月17日現在、ドルはユーロに対し、年初来で3.7%下落している。(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: ドイツ

アンダーウェイト: ブラジル

逃避先は総合力でドイツ、政局不安定なブラジルを回避

世界的に成長見通しが下方修正されていることから、まず大枠としての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、よりリスクが小さいとされる先進国へのアロケーションが推奨される。また、世界経済の鈍化が見込まれるなかでも、総じてみると株価は年初来での高値圏にあることを踏まえ、当面はリスク回避的なスタンスが妥当とみている。すなわち、上昇のポテンシャルよりも、下がりにくいということが優先される。

こうした視点からまず先進国をみると、成長見通しの下方修正の小さいユーロ圏が比較的安価な逃避先となりそうだ。ユーロ圏のなかでも中心国であり財政も黒字化しているドイツが有力な候補と言えるだろう。6月にFRBが米国の成長見通しを引き下げた一方で、ECBはユーロ圏の成長見通しを引き上げている点も考慮したい。

英国のEU離脱は初期反応としてはユーロ圏への影響が大きい可能性があるものの、影響は世界的なものとなることを見込まれる。比較的高い成長と財政黒字、さらにユーロ安の恩恵を受けるであろうドイツであれば、ネガティブなインパクトを最小限に抑えられるのではなかろうか。また、英離脱の影響を見極めた上で、必要となればECBが速やかに追加緩和を実施することも期待できる。一方、ドル高や円高が見込まれる米国や日本は通貨高が予想される分、景気への悪影響がより長期化する可能性がありそうだ。

新興国に目を向けるとブラジルの成長見通しが大きく下方修正されており、同国の不安定な政治情勢も考慮して、当面は投資を見送ったほうがよさそうだ。国際機関の見通しでは、インドや中国は比較的安定的な成長が見込まれているものの、最近の政治・経済状況を踏まえると、下振れリスクも小さくはなさそうで、両国への積極的な投資も控えたほうが無難であろう。

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		2月からの修正		6月見通し		1月からの修正	
	2016	2017	2016	2017	2016	2017	2016	2017	2016	2017	2016	2017
先進国	1.9	2.0	-0.2	-0.1	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	1.7	1.9	-0.5	-0.2
米国	2.4	2.5	-0.2	-0.1	1.8	2.2	-0.2	0.0	1.9	2.2	-0.8	-0.2
ユーロ圏	1.5	1.6	-0.2	-0.1	1.6	1.7	0.2	0.0	1.6	1.6	-0.1	-0.1
ドイツ	1.5	1.6	-0.2	-0.1	1.6	1.7	0.3	0.0	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
フランス	1.1	1.3	-0.2	-0.2	1.4	1.5	0.2	0.0	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
イタリア	1.0	1.1	-0.3	-0.1	1.0	1.4	0.0	0.0	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
日本	0.5	-0.1	-0.5	-0.4	0.7	0.4	-0.1	-0.2	0.5	0.5	-0.8	-0.4
英国	1.9	2.2	-0.3	0.0	1.7	2.0	-0.4	0.0	2.0	2.1	-0.4	-0.1
カナダ	1.5	1.9	-0.2	-0.2	1.7	2.2	0.3	0.0	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
新興国	4.1	4.6	-0.2	-0.1	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	4.3	4.9	-0.5	-0.4
中国	6.5	6.2	0.2	0.2	6.5	6.2	0.0	0.0	6.7	6.5	0.0	0.0
インド	7.5	7.5	0.0	0.0	7.4	7.5	0.0	0.2	7.6	7.7	-0.2	-0.2
ブラジル	-3.8	0.0	-0.3	0.0	-4.3	-1.7	-0.3	-1.7	-4.0	-0.2	-1.5	-1.6
ロシア	-1.8	0.8	-0.8	-0.2	-1.7	0.5	1.4	-0.3	-1.2	1.4	-0.5	0.1

出所: IMF、OECD、世界銀行よりXTF Japan 作成

米経済は低成長が続く、目先は生産関連の指標を注視へ

1-3月期の米実質GDP(国内総生産)は前期比年率0.8%の増加となり、1%台後半と推定されている潜在成長率を大きく下回った。昨年10-12月期も同1.4%増加と低成長だったことから、米経済は失速していると言える。ただし、アトランタ連銀が公表しているGDPナウによると、6月17日現在の4-6月期の見通しは2.8%上昇と大きく改善する見通しとなっている。また、NY連銀が公表しているナウキャストも2%以上の増加を予想していることから、このまま景気後退に向かう心配はなさそうだ。

米成長率は2014年と2015年がともに2.4%だったが、2016年はこの水準を下回ることが見込まれている。6月のFOMCでの経済見通しでは2016年が2.0%と予想されたほか、2017年と2018年についても2.0%が見込まれており、長期的にみても2.0%以上の成長を達成できるとは

予想されていない。ちなみに、昨年6月時点での見通しを振り返ると、2016年が2.6%、2017年が2.3%と2.0%を上回るペースでの成長が見込まれていた。したがって、この1年で米国が長期的に達成可能な成長率が低下していることがわかる。

長期的に低成長を受け入れざるを得なくなっているなかで、目先の懸念は雇用情勢となる。5月の米雇用統計では非農業部門の雇用者数の増加がわずかに3.8万人にとどまった。過去5年で最も低い数字となっており、ベライゾンのストライキの影響を割り引いても寂しい数字となっている。一方、5月の米失業率は4.7%と完全雇用が達成されたことを示唆しており、これまでのように平均的に20万人を超えるペースでの雇用の拡大は現実的ではなくなっている。イエレンFRB議長は人口の増加を吸収できる雇用拡大のペースは10万人程度としており、今後はこのペースを維持できるかどうかに関心が移ることになりそうだ。

また、生産関連が再び軟調に向かい始めている点も気がかりだ。5月のISM製造業景気指数は3カ月連続で分岐点となる50を上回り、足元での生産の拡大を示唆したものの、先行指標となる新規受注が鈍化しており、拡大を維持できるかどうかは不透明だ。また、5月の鉱工業生産指数が前月比0.4%低下しているほか、5月のシカゴ連銀全米活動指数もマイナス0.51と生産活動の低迷を示唆する数字も出ている。シカゴ連銀の全米活動指数は3カ月平均がマイナス0.7を下回ると景気後退のサインと言われているが、5月までの3カ月平均はマイナス0.36となっている。リセッションまでにはまだ距離があるものの、マイナス幅は3カ月連続で拡大しており、景気後退の足音が聞こえ始めている可能性はある。

これまで、生産活動の低迷はドル高や原油安が主因と指摘されていたが、ドル高が修正され原油価格も大きく上昇した現在でも生産が停滞しており、これまでの見方との整合性が失われつつある。個人消費を下支えてきた雇用の拡大もそのペースに鈍化の兆しが見え始めており、個人消費が減速した場合には既に弱含みつつある生産活動がさらに停滞するという悪循環が危惧される。

ユーロ圏経済は堅調を維持、インフレ率と個人消費を注視

ユーロ圏の1-3月期の実質域内総生産(GDP)は前期比0.6%増加と10-12月期の同0.4%増加から成長を加速した。前年同期比でも1.7%増加と10-12月期の1.6%増加から成長を加速している。ユーロ圏の潜在成長率は1.0%程度とみられており、潜在成長率からするとかなり高い数字を達成している。また、1年前の2015年1-3月期に1.0%の達して以降、伸びが拡大しているほか、来年も1%台後半の成長が見込まれている。

4月の失業率は10.2%と過去2年以上にわたり緩やかに低下しており、前年同月を約1%下回っている。雇用者数も持続的に増加しており、米国同様、雇用情勢の改善に下されえられた個人消費の増加が堅調な景気につながっている。

ECBはインフレ率の低下を懸念して3月に追加緩和を実施したが、成長率や失業率の動きをみる限りでは追加緩和が必要な状況にあるとは言いがたい。南欧を中心に賃金の伸びが抑制されていることもあり、インフレ率の上昇はむしろ個人消費にとっては脅威となるかもしれない。原油価格の上昇を受けてガソリンなどエネルギー価格が上昇した場合、一般的な消費者にとっては増税とほぼ同じとなる。ユーロ圏はデフレの状況にあるが、デフレといってもほぼゼロ近辺であり、安定していると言えなくも無い。賃金が伸び悩むなかでも個人消費が堅調となっている背景には、雇用の拡大に加え低いインフレ率も寄与している可能性がある。今後、インフレ率は緩やかに上昇してくることが見込まれており、個人消費への影響が心配される。

ドイツのDAX指数の年初来の騰落率は6月20日現在で7.3%下落、4月以降では横ばいとなっている。

日本は円高の影響でほぼゼロ成長となる見通し

日本の1-3月期の実質国内総生産(GDP)は前期比年率1.9%増加となり、2四半期ぶりにプラス成長を回復した。しかし、日本経済研究センターが公表しているESPフォーキャストによると、4-6月期の成長率は前期比でわずか0.12%となっており、2016年度でみても成長は0.68%にとどまる見通しとなっている。また、消費者物価の予測をみても、2018年に入っても上昇率は1.0%に届いておらず、中長期的に低いインフレ率が定着することが見込まれている。

成長率やインフレ率の見通しが下方修正されている主因は円高である。3月短観での大企業・製造業の2016年度の想定為替レートは117.46円となっており、実勢からかなりかけ離れている。6月短観では実勢に近い110円程度まで想定レートを円高にシフトしてくる見通しではあるが、それでもまだ実勢よりも円安である。加えて、これまで企業業績にプラスとされてきた原油安効果もはく落することから、日本企業の業績は厳しい状況が続くとみられている。

日経平均の年初来の騰落率は6月20日現在で16.1%下落、4月以降では4.7%下落となっている。

ブラジルは新政権への期待一巡で再び難局へ

ブラジルではルセフ大統領の弾劾審議が開始され、テルメ副大統領が大統領代行へと就任した。新政権の発足で政治的混乱が収拾に向かうのではないかと、との期待から株価の上昇や通貨レアルの上昇など好循環がみられているものの、やや期待先行だった観は否めず、目的には過度な期待がはく落する局面を迎えそうだ。

テルメ暫定政権は歳出削減を柱とした財政再建策を打ち出しているものの、もともと政権基盤が弱いこともあり、実行力はまだ未知数だ。新政権への期待感から短期的に経済活動も上向いているものの、持続性には疑問の声も少なくない。

また、ルセフ大統領の弾劾が上院で否決される可能性はまだ残されており、否決された場合には政治的混乱に拍車がかかる公算もある。中長期的に景気回復のカギを握るとみられているのが、まずは政治的な安定であり、合わせて財政の再建が求められている。現状でこの2つが改善に向かうと予想するには不確実な要因が多すぎるといえる。

実体経済に目を向けると、1-3月期のブラジルの実質国内総生産(GDP)は前年同期比5.4%減少となり、8四半期連続で前年を下回った。ただし、減少幅は10-12月期の同5.9%減少から縮小した。減少幅が縮小したのは5四半期ぶりのことで、ようやく底入れの兆しが見え始めている。とはいえ、成長率は依然としてマイナスの見通しとなっており、最悪期を脱したにすぎないとも言える。

5月の消費者物価指数は前年同月比9.32%上昇と4月の9.28%上昇から小幅ながらも伸びを拡大した。政府目標の4.5%±2%の上限である6.5%を大きく上回っていることから、過去最悪とも言われる景気の後退が続いているなかでも高金利政策を維持せざるを得ない状況となっている。ブラジル中央銀行は6月8日、政策金利を14.25%に据え置く決定をしており、据え置きは7会合連続となっている。

消費者物価は1月の10.7%上昇からは鈍化しており、趨勢的に6.5%以下へと低下する可能性が高まった場合には利下げの可能性はある。しかし、現状では近い将来に政府目標の達成が見込みづらいことから、利下げが実施される公算は小さい。また、政府目標は2017年より4.5%±1.5%へと許容範囲が縮小される予定となっており、かなり速いスピードでインフレ率の低下見られない限り、当面利下げは難しだろう。

景気の悪化に歯止めがかかった背景にはリアル安による経常収支の黒字転換があり、原油価格の上昇とともに景気を下支えてきた。既にリアル相場が底入れしていることから、経常黒字がさらに拡大するとは考えづらい。また、原油価格も上値余地が乏しくなっている可能性があり、リアル安・原油高による支援が息切れすることが懸念される。

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6月20日現在で16.1%上昇と高い伸びとなっているが、4月以降は0.5%上昇と伸び悩んでいる。

インドはラジャン総裁の退任後に不安

インドの1-3月期の実質国内総生産は前年同期比7.9%増加と、10-12月期の同7.2%増加から成長を加速させた。世界的に成長が鈍化し、特に資源国を中心に新興国での景気減速が鮮明化していたなかでは異例とも言える成長を達成している。インフレ率の低下がインド準備銀行(中央銀行)による断続的な利下げを可能にしており、金利低下を受けて個人消費が活発化している。また、インド政府は財政再建を進めつつも、インフラ投資を積極的に行っており、公共投資の伸びも高い。

従って、当面は高い成長を維持する見通しであるが、2つの点で警戒が必要となっている。まず最も警戒されているのが、これまでモディノミクスを金融面から支えてきたラジャン・インド中銀総裁の9月の退任だ。インフレ率の抑制や通貨ルピーの安定でその手腕が高く評価されているなかで、政治的な対立からインドでは異例といえる1期3年での退任となった。IMFのチーフエコノミストとして国際的な知名度が高かったこともあり、同総裁の退任によりインド中銀に対する信任の低下が危惧されている。

また、原油輸入国であるインドは原油価格下落の恩恵を受けてきた。原油安はインフレ率の低下や財政赤字と貿易赤字の双子の赤字の縮小などに貢献してきたが、原油価格の急回復が好調なインド経済にとって逆風となることが懸念されている。

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6月20日現在で2.9%上昇、4月以降では6.0%上昇となっている。

中国は投資減速と人民元安を注視

成長スピードが減速中の中国経済は、国際機関の見通しに大きな変更がないことから、ソフトランディングを継続中と言える。しかし、最近の経済指標をみると、将来的な景気見通しの下振れを示唆しており、楽観視はできない状況にある。

まず注視したいのが投資の弱さである。1-5月期の固定資産投資は、前年同期比9.6%増加にとどまり、1-4月期の10.5%増加から減速し、2カ月連続で伸びが鈍化した。10%を下回るのは2000年以来、実に16年ぶりのことで、投資の減少に歯止めがかからない状況にある。公共投資が堅調さを維持する一方で、民間企業による投資が急減しており、政府頼りの姿も浮き彫りになっている。また、5月の対内直接投資も前年同月比1.0%減少している。製造業が弱く、1-5月の累計は前年同期比3.2%減少と1-4月期の同1.5%減少から下げ幅を拡大した。

また、好調だった住宅市場も息切れしつつある。1-5月期の不動産開発投資は前年同期比7.0%増加と1-4月期の同7.2%増加から小幅ながらも低下した。1-5月期の商品住宅販売金額は前年同期比53.4%増加となり、水準こそ高いものの、1-4月期の同61.4%から低下している。住宅価格も伸びが鈍化しており、けん引役だった住宅市場にピークアウトの兆しがうかがえる点はきがりである。

5月末の外貨準備高は3.19兆ドルと2011年12月以来の低水準となっている。減少が加速しているわけではないが、最近では人民元が軟調に推移していることもあり、人民元の下値不安

が再燃するのではないかと危惧されている。上海総合指数の年初来の騰落率は6月20日現在で18.7%下落、4月以降では4.2%下落と軟調な展開が続いている。（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：ヘルスケア

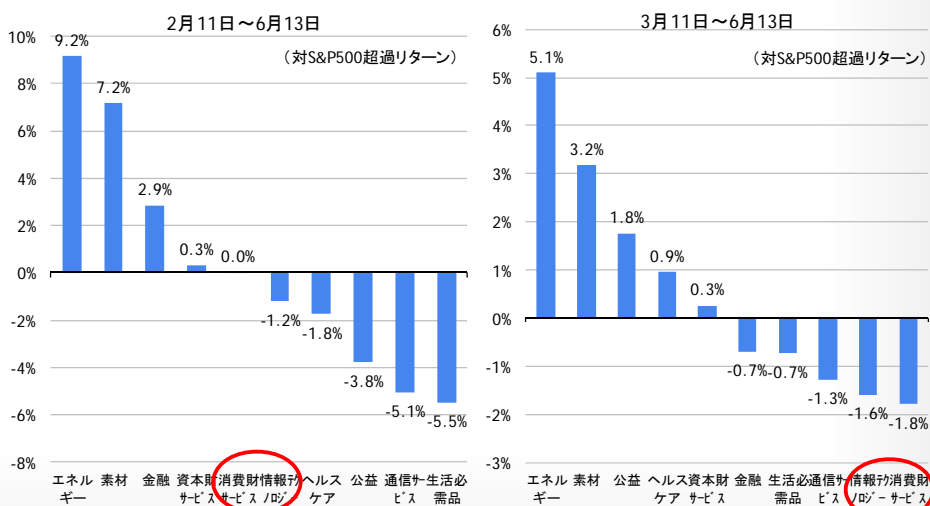
アンダーウェイト：情報技術

先行シクリカル・セクターにピークアウト感

FRBの利上げ時期をめぐる思惑や原油相場の反発を背景に、米国株式市場は春先以降回復基調が続き、6月初めにS&P500株価指数は昨年7月20日に付けた史上最高値(2132ポイント)をうかがう水準まで回復した。年初来の底値をつけた2月11日からそのあいだ約4カ月間の各セクターの値動きをみる(図表6左)と、シクリカル・セクターが市場平均をアウトパフォームする一方でディフェンシブ・セクターがアンダーパフォームする典型的な相場回復の姿を示している。ただし、節目の2000ポイントを超えた3月11日以降に限ってみると様相は少し異なっている。エネルギー・素材といった「遅行」シクリカル・セクターが大幅にアウトパフォームしている点には変化がないものの、一般消費財サービスや情報技術といった「先行」シクリカル・セクターがじりじりと出遅れ始めていることがわかる。

振り返ってみれば、相場が大底を付けた2009年以降の長期上昇相場をけん引したのは、これら先行シクリカル・セクター(=消費関連株とインターネット株)の代表的銘柄であった。具体例を挙げるとすれば、それはナイキ(ティッカー:NKE)であり、スターバックス(同:SBUX)であり、アマゾンドットコム(同:AMZN)といった銘柄である。これらの代表的消費株は相場が大底を付けた2009年3月以降ほぼ一貫して上昇基調を辿り、市場指数(S&P500)が底値比でほぼ3倍となる中、7~15倍という極めて大幅な株価上昇を実現した。しかし、ナイキにしてもスターバックスにしても、昨年末をピークに今年は頭打ちの傾向が色濃くなり、もはや相場けん引役の座からは降りたものと考えられる。すなわち、大底から2015年半ばまでは先行シクリカル>遅行シクリカル>ディフェンシブという傾向をみせていたセクター選好は、昨年末から遅行シクリカル>先行シクリカル>ディフェンシブと変わり、さらに足もとでは遅行シクリカル>ディフェンシブ>先行シクリカルという形に変化してきている。

図表6



(出所) BloombergよりT&C

図表 7



先行シクリカルから遅行シクリカルへのシフトは景気拡大後期(末期)を示唆

足もとの遅行シクリカル>ディフェンシブ>先行シクリカルというセクター選好は、いわば景気拡大後期に典型的なものといえる。図表 8 は景気サイクルとセクター選好について過去 8 回の景気サイクルの傾向を調査したレポート「The Business Cycle Approach to Equity Sector Investing」(Fidelity Investments)を要約したものである。景気のサイクルを四つの局面(景気拡大初期・景気拡大中期・景気拡大後期・景気後退期)に分け、それぞれの局面でアウトパフォーム、アンダーパフォームするセクターを++や--で示しているが、足もとのセクター選好が景気拡大後期におけるそれにほぼ一致していることが確認できるであろう。また現在の経済ファンダメンタルズもほぼ景気拡大後期の経済的な特徴(業績下押し、金融引き締め転換、在庫の積み上がり)を示しているということも確認できる。

図表 8

	景気拡大初期	景気拡大中期	景気拡大後期	景気後退期
経済ファンダメンタルズの特徴	生産・需要・所得の底打ち 信用が緩やかに拡大 企業収益の急回復 緩和・景気刺激策の継続	成長率が極大化 銀行信用の急増 持続可能な増益ベース 金融財政政策は中立化	成長率が鈍化 信用基準が厳格化 増益困難、利益下押し 引き締め政策転換	マイナス成長 貸し渋り 大幅減益 緩和政策転換
平均的期間	15カ月	38カ月	18カ月	10カ月
景気サイクルのイメージ図				
金融	+			-
一般消費財サービス	++		--	
情報テクノロジー	+	+	--	--
資本財サービス	++	+		--
素材		--	++	-
生活必需品	-		+	++
ヘルスケア	-		++	++
エネルギー	--		++	
通信サービス	--			++
公益	--	-	+	++

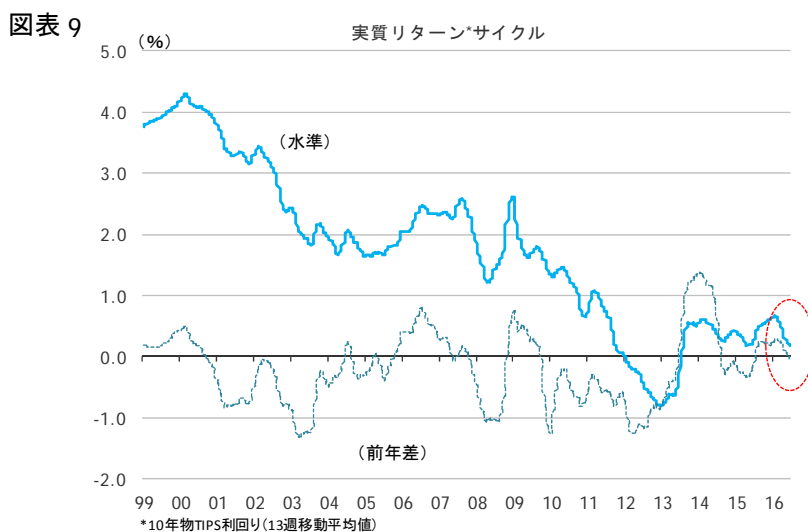
(注) +、-はそれぞれのセクターの選好(+はアウトパフォーム、-はアンダーパフォーム)を示す
(出所)「The Business Cycle Approach to Equity Sector Investing」(Fidelity Investments)

同調査レポートによれば、景気拡大後期の平均的な期間は 18 カ月という。これを一つの目安とするならば、2015 年末前後を境に景気拡大後期に突入したと考えても、年内は次のフェーズである景気後退期に突入する可能性は低いということになる。ただし、あくまでこれは平均的な数値であり、景気拡大後期と景気後退期は突発的イベントによって一気に事態が進展するのが常である。年内は景気拡大後期が継続するということをメインシナリオとしつつ、成長率を押し下げるようなイベント(欧州の政治リスクやエネルギー相場、中国経済リスク等々)が発生するか否か十分に注視しておくべきであろう。

セクター・タイミング・モデルの直近の変化

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、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)、コストサイクル(S&P500 推計資本コスト)、グローバルサイクル(実効ドル指数)、期待リターンサイクル(期待インフレ率)については局面の変化は見られなかった。唯一変化がみられたのが実質リターンサイクル(実質金利)である。これは 5 月雇用統計が予想を大きく下回るなど足もとの景気腰折れに対する懸念が強まったことから、インフレ連動債利回りが 6 月以降急低下したことが背景にある(図表 9)。

また目先局面の変化が生じそうなのが、モメンタムサイクル(S&P500 移動平均からのかい離)である。同サイクルは 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たが、移動平均線がじりじりと上昇していることから、仮に一時的な相場急落が生じた場合にマイナスに転じる可能性は小さくない。具体的な水準で言うならば S&P500 指数が 2040 ポイントを明確に下回ると同サイクルはマイナスに転じることになる。



ヘルスケアセクターをオーバーウェイト、情報技術セクターをアンダーウェイト

7 つのマクロサイクルのプラス・マイナスそれぞれの局面における実績パフォーマンスの高低によってセクターごとにスコア(+1、0、-1)を振り当て、足もとの局面における各セクターのスコアをみたのがセクター・タイミング・モデルである。その絶対水準と前回(3 月末)時点からの変化、ヒストリカルレンジとの比較をまとめたものが図表 10 になる。3 月時点からの変化をみると、情報技術セクターがスコアを二つ悪化させている点が目立つ。一方ヒストリカルレンジにおける相対ポジションをみると、エネルギー、資本財、ヘルスケア、通信サービス等のセクターが高ポジション(オーバーウエイト候補)にあり、生活必需品、金融、公益セクターが低ポジション(アンダーウェイト候補)となる。

図表 10 セクタースコア・サマリー(2016年6月10日時点)

	スコア			ヒストリカルレンジ			現在ポジション	モメンタムサイクルが変化した場合		
	現在	3か月前	変化	MAX	MIN	現在ポジション		スコア	変化	ポジション
生活必需品	-3	-4	1	1	-5	33%	-1	3	67%	
一般消費財サービス	0	-1	1	5	-3	38%	-1	0	25%	
エネルギー	4	3	1	6	0	67%	5	2	83%	
素材	1	1	0	3	-1	50%	1	0	50%	
資本財サービス	2	1	1	3	-1	75%	2	1	75%	
ヘルスケア	3	2	1	5	-1	67%	4	2	83%	
情報技術	3	5	-2	6	-2	63%	1	-4	38%	
金融	-3	-4	1	4	-6	30%	-5	-1	10%	
通信サービス	-1	0	-1	1	-6	71%	0	0	86%	
公益	-4	-4	0	1	-6	29%	-3	1	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

仮に S&P500 が目先軟調に推移し 2040 ポイントを明確に下回った場合はどうなるであろうか。この場合、モメンタムサイクルがプラスからマイナスに転じ、それに応じて各セクターのスコアも変化する。その変化は同じ図の右側に示してある。この場合、情報技術セクターのスコアが一段と悪化する一方で、生活必需品やエネルギー、ヘルスケアセクターのスコアが一段と改善することになる。

上述した景気拡大後期のセクター選好とも併せて考えるならば、一般消費財サービスセクターとともに情報技術セクターが今後しばらくは軟調な推移となる可能性が高い。特に想定よりも早く景気後退期が訪れた場合は、同セクターは最も避けるべきセクターということになる(図表 8 参照)。今後 3~6 カ月程度を見据えた場合、景気・相場下ぶれのリスクを勘案しつつ、情報技術セクターをアンダーウェイトとするのが妥当であろう。一方、オーバーウェイトとすべきセクターはエネルギーセクターまたはヘルスケアセクターと考えられる。春先にややオーバーシュート気味に上昇した原油価格が短期的に反落する可能性もあることから、今回はヘルスケアセクターを選ぶこととする。

(和田康志)

◇ 当面の為替見通し

ドル円は円高の流れが小休止も、リスクは引き続き円高の方向

ドル円相場は、英国の EU 離脱に絡んで一時 1ドル=99 円台まで円高が進行するなど、年初からの円高の流れを加速している。趨勢的な円高の背景は米金融政策にあるとみられており、FRB は昨年 12 月に利上げを実施したものの、今年に入るとドル高を懸念してハト派的なスタンスへと転じたことから、ドル高が修正され、円が上昇するという構図になっている。さらに、英国の EU 離脱や中国経済の先行不安などから、安全な資金の逃避先としての円の魅力が高まり、円高に拍車をかけているもようだ。

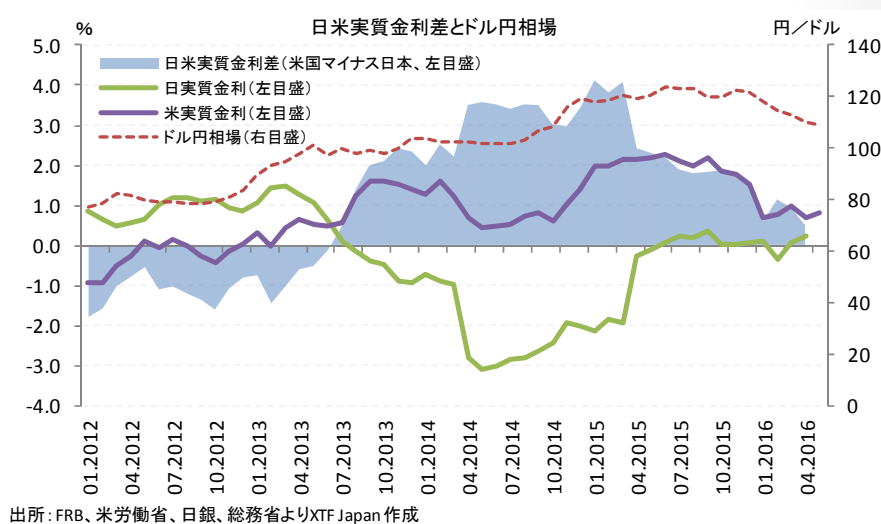
ファンダメンタルズをみると、日米実質金利の縮小が円高を後押ししていることがわかる。10 年債利回りからインフレ率(消費者物価指数の前年同月比)を差し引いた値を実質金利とすると、4 月の実質金利は米国が 0.7%、日本が 0.2%となり、日米実質金利差(米国マイナス日本)は 0.5%となる。実質金利差は過去 1 年以上にわたりおおむね右肩下がりとなっており、実質金利差の縮小により相対的に円の魅力が増している。

貿易収支をみると、5月は日本の貿易収支が4カ月ぶりに赤字に転落したが、米国では3月の貿易赤字が2013年12月以来の少なさとなるなど、おおむね赤字額は縮小の傾向にある。日本の貿易収支の赤字転落、米国の貿易赤字の縮小は円高・ドル安の流れに歯止めをかける要因となりそうだ。

今後の見通しでは、まず日米の金融政策の違いからさらに円高が進むとは考えづらい。既にマーケットでは米利上げは年内見送りを織り込みつつあり、また日銀による追加緩和も規定路線となりつつあるからだ。ただ、日銀の追加緩和については、マイナス金利が不人気だったことから、再び量的な拡大に戻す、あるいは新たな政策手段を打ち出すなどの政策の変更がみられるかもしれない。こうした動きでサプライズを演出できた場合には、円安が進むことも考えられる。

短期的な動きとしてはやや急激に円高が進行しているとの見方も少なくはなく、「介入」の可能性も指摘されていることも円高を抑制しよう。一方、英国のEU離脱をきっかけとして世界的にリスク回避の動きがみられており、当面は円が買われやすい状況となっている。以上を踏まえると、急速な円高からの自律的な反発も含めて、目先的には円高が小休止する可能性が大きいものの、リスクは引き続き円高の方向にあると言えそうだ。(井上秀之)

図表 11



◇ 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12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 12

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	ドイツ	ブラジル
セクター	ヘルスケア	情報テクノロジー

(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。世界経済は低迷から抜け出す気配がうかがえず、英国のEU離脱による世界景気への影響も不透明であることから、リスク回避の投資スタンスが有効であろう。ここでは、債券という商品の中でも最もリスク回避的な資金の受け皿となり易い米長期国債に連動するETFが最適と考えられ、iシェアーズ米20年超長期国債ETF(ティッカー:TLT)を選択したい。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。春先以降、ドル高の修正と株価の回復がみられたものの、世界経済はむしろ停滞色を強めており、不安定な為替市場とともに株価を押し下げる可能性がある。世界全体の株式を対象とするならばバンガード全世界株式ETF(ティッカー:VT)が最適であろうが、相対的に高い水準を維持していた米国株の下げがきつくなると予想するならSPDR S&P500 ETF(ティッカー:SPY)も候補になろう。

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。大枠としてはリスクの高い新興国を避け、よりリスクが小さいとされる先進国のウェイトを引き上げることが推奨される。オーバーウェイトとすべき国・地域はドイツとした。短期的には英国のEU離脱の影響がユーロ圏に大きく出る可能性も考えられるが、中期的にその影響は全世界的なものとなることを見込まれる。比較的高い成長と財政黒字、さらにユーロ安の恩恵を受けるであろうドイツの場合はネガティブなインパクトを最小限に抑えられるものと考えられる。ドイツ株に連動するETFの中では、為替の見方に基づいてiシェアーズMSCIドイツ株ETF(ティッカー:EWG)かiシェアーズ為替ヘッジMSCIドイツ株ETF(同:HEWG)のどちらかを選ぶのが適当であろう。目先ユーロドル高を見込むのであれば後者を選択したい。一方、アンダーウェイトとしたのはブラジルである。成長見通しの大幅な下方修正と不安定な政治情勢を考慮した。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)の選択するのが適当であろう。

セクターアロケーションは、ヘルスケアセクターをオーバーウェイトとした。経費率が0.09%と競合ETFの中で最も安いバンガードヘルスケア株ETF(ティッカー:VHT)は比較的バイオ株や中小型株を多く含んでおり、相場全体がやや不安定さをみせている現状では適当ではない。よりディフェンシブな性質の強い大手医薬品メーカーを高い比率で持つSPDRヘルスケアセレクトセクターETF(同:XLV)をここでは選択したい。一方、アンダーウェイトとしたのは情報テクノロジーセクターである。何度も指摘しているように、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ETF(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、ここでは適当ではない。同カテゴリーで経費率が最も低いバンガード情報テクノロジーETF(ティッカー:VGT)を選択したい。(和田康志)

図表 13 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			
iシェアーズ米長期国債20年超ETF	TLT	0.15	8,961
iシェアーズ為替ヘッジMSCIドイツ株ETF	HEWG	0.53	533
iシェアーズMSCIドイツ株ETF	EWG	0.48	4,855
SPDRヘルスケアセレクトセクターETF	XLV	0.14	14,326
ショートポジション			
バンガード全世界株式ETF	VT	0.14	5,444
SPDR S&P500 ETF	SPY	0.09	179,866
iシェアーズMSCIブラジルETF	EWZ	0.62	3,229
バンガード情報テクノロジーETF	VGT	0.10	8,104

(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.

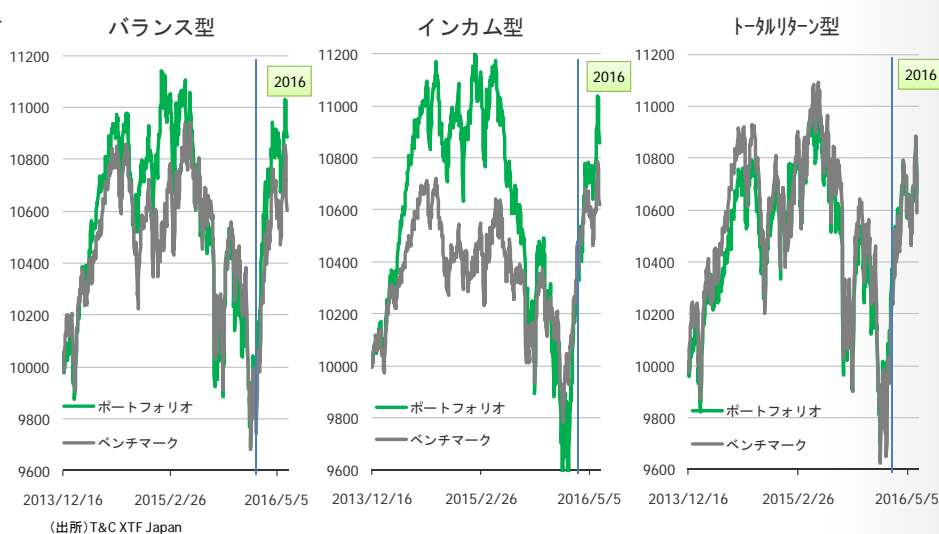
◇ グローバル ETF ポートフォリオについて

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、4-6 月期にバランス型が+1.1% (ベンチマークは+0.4%)、インカム型が+3.1%(同+0.9%)、トータルリターン型が+0.6% (同+0.2%)となった(いずれも 3 月 14 日時点の計算)。

1-3 月に引き続き株式市場は回復基調を維持したものの 6 月以降はやや伸び悩む展開となった。一方、世界景気の減速懸念から 6 月以降は債券市場が上値を切り上げる展開となり、ポートフォリオに占める債券のウェイトが高いインカム型のパフォーマンスを押し上げた。4-6 月期は 1-3 月期に引き続いてバランス型、インカム型、トータルリターン型のいずれもがベンチマークを上回る結果となり、年初来の好調さを維持することとなった。

図表 14



図表 15

	2016年初来				2016 4-6			
	リターン	年率	リスク	シャープ	リターン	年率	リスク	シャープ
バランス型	7.1%	16.2%	9.1%	1.77	1.1%	5.5%	7.8%	0.69
ベンチマーク	2.9%	6.6%	8.3%	0.79	0.4%	2.0%	7.5%	0.26
インカム型	7.6%	17.5%	8.3%	2.08	3.1%	15.7%	7.7%	2.03
ベンチマーク	4.5%	10.2%	5.9%	1.72	0.9%	4.3%	5.6%	0.76
トータルリターン型	4.3%	9.8%	9.4%	1.04	0.6%	2.8%	7.9%	0.35
ベンチマーク	2.1%	4.7%	9.6%	0.49	0.2%	0.9%	8.6%	0.10

(注)2016年6月14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

中国株相場の腰折れで新興国株式相場に息切れ感

2 月以降の相場急回復のけん引役となった原油相場、高利回り社債相場、新興国株式相場は 4 月以降も好調に推移したが、足もとではそれぞれ足並みの乱れも見られ始めている。中でも年初に先行して底打ちした新興国株式市場が 4 月以降は頭の重い展開となっている点が注目される。理由は中国株の不振にあり、中国 CSI300 株価指数は節目の 3000 ポイントを割り込みそうな様相である。中国については景気減速もさることながら、経常収支の一段の悪化が“中国リスク”を再発させるとの見方もあり、引き続き注視が怠れない。また、原油相場の持ち直しから堅調に転じたブラジル株やロシア株も原油相場次第の様相が色濃いため、このまま新興国株式相場をけん引していくには力不足であろう。

その原油相場は4月以降もじり高で推移し、6月初めには一時50ドル台を回復したが、その後は小幅反落している。2月以降の回復ペースがやや急激に過ぎたこともあり、相場のリズムとしては短期的な調整があってもおかしくない状況である。最後に高利回り社債相場をみると、5月雇用統計などをきっかけに債券相場が上昇した恩恵を受け6月以降も堅調さを維持している。もっとも米企業業績には回復の兆しが無く原油相場の上昇も一段落したとあれば、こちらも一段と相場を押し上げる材料には乏しいとみられる。

図表 16 低位での推移が続く中国株 (CSI300指数)



夏場に他の市場を上回るパフォーマンスとなりそうなのはREITと金か

1-3月期の相場をリードした原油、高利回り債、新興市場株式がいずれもその勢いを失いつつある中、2016年の資産市場を引き続きけん引している資産クラスは、REITと金である。前者は住宅市場の底堅さ、後者はドル安傾向といったファンダメンタルズの裏付けがあることから、目先しばらくは他の市場を上回るパフォーマンスをみせる可能性は高い。

ドル安を契機とした金相場の上昇を受けて注目したいのが金鉱株であろう。金鉱株は営業レバレッジが効くこともあり、金相場の上昇初期において金相場以上のパフォーマンスをみせる傾向がある。足もとでも、金先物価格の年初来上昇率が20%となる中で、金鉱株に連動するヴァンエック・ベクターズ金鉱株ETF(ティッカー:GDX)やヴァンエック・ベクターズ中小型金鉱株ETF(同:GDXJ)はそれぞれ同88%、同110%という大幅な上昇率となっている。金相場が当面良好に推移するとみるならば、投資対象としては金先物や金現物に連動するETFよりも金鉱株に連動するETFに妙味があると考えられる。(和田康志)

図表 17 金連動型ETFと金鉱株連動型ETF



2. ETF 活用のヒント

◇ マイナス金利とETFポートフォリオ運用

マイナス金利政策が世界的に広がり、かつ長期化した場合、投資家はどのように投資ポートフォリオを調整すべきだろうか。(1)株式・債券比率、(2)債券ポートフォリオ、(3)株式ポートフォリオという三つの観点から、有効なポートフォリオ調整の考え方を具体的なETFとともに指摘した。

マイナス金利政策が資産市場に浸透

2014年6月にECBが初めてマイナス金利政策(Negative Interest Rate Policy, NIRP)に踏み切ってから、スイス、スウェーデン、デンマーク、そして日本と、同政策を導入する国は着実に増えている。経済規模や資産市場規模が世界最大である米国が、依然プラス金利政策を維持しているものの、ある調査によれば先進国株市場の株式時価総額に占めるNIRP導入国のそれは3分の1に達しているという。同様に、全世界の国債(ソブリン債)市場の時価総額の30%、約8.3兆ドルの債券がマイナス利回りとなっているといわれている。NIRPが世界経済にどのような影響を与えるかはいまだ不透明であるが、NIRPが投資ポートフォリオに与える影響は着実に広がっているとも考えられる。本稿では、NIRPが投資ポートフォリオにどのような影響を与え、投資家がそれに対しどのような調整を加えるべきかを考えてみたい。

結論から言えば、(1)伝統的資産である株式と債券の比率は変えずに、(2)債券ポートフォリオに関しては短期的には米長期債、長期的には新興国債券のウェイトを増やし、(3)株式ポートフォリオでは金融株を避け金鉱株(あるいは金連動ETF)のウェイトを増やす、といった調整が有効とみられる。

株式・債券比率について

NIRPの浸透という環境変化を受けて、いわゆる伝統的な資産である債券と株の投資比率を変える必要はあるだろうか。もう少し具体的でわかりやすい言葉で言えば、期待リターンが大きく低下する債券投資の一部を株式投資に回すべきか、という問いになる。結論から言えば、債券投資の期待リターンが低下するとしても、投資ポートフォリオにおける債権の比率を下げるべきではない。ポートフォリオの基本となる株・債券比率(これを政策アセットミックスと呼ぶ)は、投資家自身のリスク許容度が変化した時にのみ変えるべきであり、投資環境の変化だけを理由に変えるべきではないからだ。

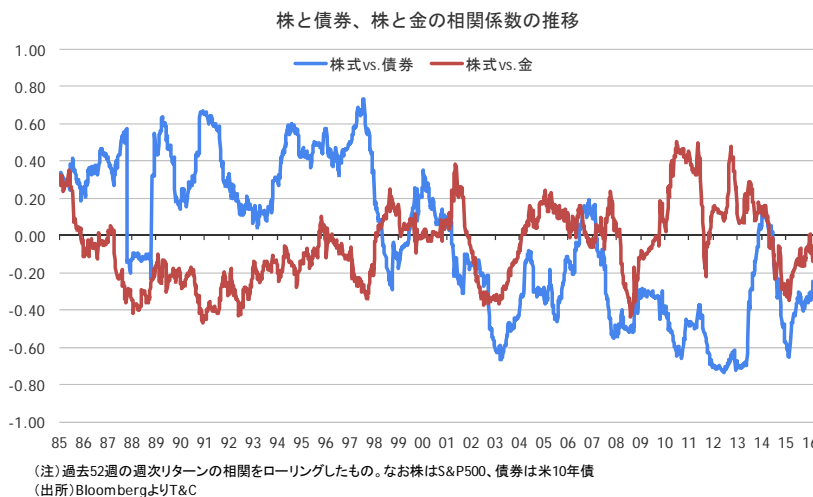
また、ポートフォリオに債券を含める理由はポートフォリオ全体の期待リターンを上げるためではないということも再確認しておこう。異なるアセットを複数持つこと(分散効果)によってポートフォリオのリスクを引き下げることが主眼と考えれば、債券と株式との相関係数が低い限りにおいて債券を保有する理由は十分ということになる。

さらに指摘するならば、NIRPの浸透によって債券のみならず株式の期待リターンも低下する可能性が高く(後述)、債券から株式へシフトしたところで、期待するほどのリターン押し上げ効果は得られない可能性も十分にある。

その上で、もし債券ポートフォリオの比率に手を加えたとすれば、それを株式に回すのではなく、債券と同じくらい株式との相関が低い資産へ振り向けることであろう。そのような資産クラスとしてはコモディティ、金、ヘッジファンド(ロングショート戦略)等が指摘できる。特に金は株式との相関が債券に次いで低いことから、マイナス金利下におけるポートフォリオの微調整として、債券の代わりに組み入れる価値があると考えられる。

★検討すべきETF＝SPDR ゴールドシェア(GLD)

図表 1



債券ポートフォリオをどうするか

マイナス金利下における債券ポートフォリオの微調整については、投資ホライズンが短期の場合と長期の場合で分けて考える必要がある。

まず、投資ホライズンが短い短期投資家は、債券ポートフォリオ内の米長期国債の比率を引き上げることが最適なものといえるだろう。既に米 10 年債利回りは過去最低レベルまで低下しているが、日本や欧州の長期債利回りを考えるならば、十分「高金利」である。また近い将来には日欧の後を追う形で米国でも NIRP が採用されると予想した場合は、短期的には(金利低下に伴う)キャピタルゲインがトータルリターンを押し上げるために、2%を上回るようなリターンを実現することも可能であろう。

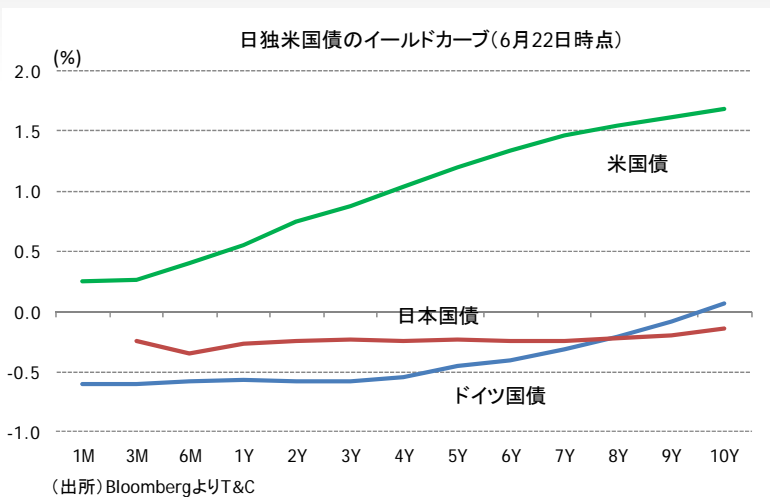
一方、投資ホライズンが 10 年超の長期投資家にとっては、少し異なるアプローチが必要である。ここでは二つ戦略を紹介する。第一が、新興国債券(為替ヘッジ無し)ETF の保有である(なお本稿ではドル建て投資家への助言を想定している)。これはいわば債券投資の期待リターン低下をドル安効果によって補うという戦略である。また仮に想定したようなドル安が生じなかったとしても新興国債券の高利回り水準がある程度ポートフォリオのリターンに貢献しよう。第二に国債や社債など主要な債券以外の利付商品に連動する ETF の比率を引き上げることである。これは流動性の低下をある程度受け入れることで、その分期待リターン(利回り)の引き上げを図る戦略ということも可能だろう。これら二つの微調整によって、マイナス金利的环境下においてもある程度債券ポートフォリオの期待リターンを維持することができると考えられる。

★検討すべきETF＝iシェアーズ米 20 年超国債ポートフォリオ(TLT)

★検討すべきETF＝パワーシェアーズ新興国債券ETF(PCY)

★検討すべきETF＝iシェアーズモーゲージ担保証券ETF(MBB)

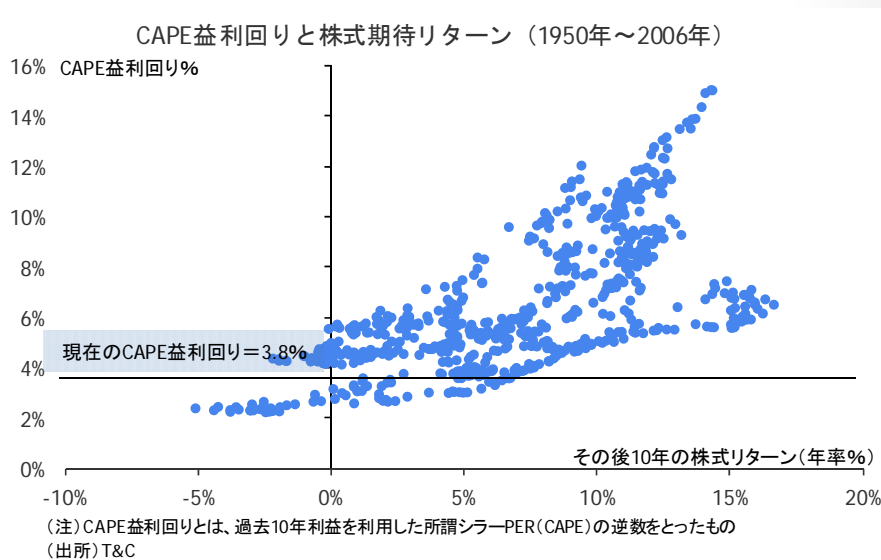
図表 2



株式ポートフォリオをどうすべきか

一般的には、マイナス金利となるような低金利環境は、(a)株価収益倍率(PER)の上昇、(b)景気拡大に伴う一株益(EPS)改善という二つの経路で株価を押し上げる、と理解されている。しかし、低金利環境も長年続くと、これら二つの効果は期待しにくくなる。むしろ、既に歴史的な高水準にある PER が常識的な水準へと回帰することによって、株式の期待リターンは(債券のそれ同様に)大きく低下する可能性もある。図表 3 は過去 10 年平均の EPS を使った PER(ノーベル賞を受賞したシラー教授の命名では CAPE)やその逆数をとった CAPE 益利回りと株式の期待リターンの関係を見たものである。プロット図にあるように、CAPE 益利回りとその後 10 年間の株式の年率リターンは右肩上がり(CAPE 益利回りが高ければ高いほど、将来リターンも高くなる)の関係にあることがわかる。同図に基づけば、足もとの CAPE 益利回り(3.8%)では今後 10 年間の株式リターンが 5%を大きく上回ることは難しそうだ。下部のテーブルでは PER の水準に区切って同じく将来リターンとの関係を見たものだが、足もとの CAPE=26 倍は、今後 10 年間の株式リターンが年率 2~3%程度にとどまる可能性を示唆している。

図表 3



CAPE水準とその後10年間の株式リターン(年率、平均)

CAPE	10倍未満	10倍以上15倍未満	15倍以上20倍未満	20倍以上25倍未満	25以上
1950以降平均	11.3%	10.3%	7.0%	3.7%	2.5%
2016年6月末時点CAPE=26.35倍					

(出所) T&C

このような低リターンが想定される中で、株式ポートフォリオをどのように調整すべきだろうか。二つの戦略を指摘したい。一つは株価指数を構成する主要セクターのうち金融セクターの比率を引き下げる事である。マイナス金利という環境は金融機関に最も甚大な被害をもたらす可能性が高く、一部で金融機関の破たんといった事態が生じるリスクもある。よって、金融株をできるだけ持たないようにすれば株式リターンは改善することが可能になる。これを実行するには、(1)ショート型の金融セクターETF の保有、(2)金融セクターを除いた市場指数連動型 ETF の保有の二つの方法があるが、ここでは後者を推奨したい。

もう一つは株式ポートフォリオの中の金鉱株の比率を引き上げることである。マイナス金利の長期化は資金待避先としての金の価値を高めることになろう。一般的に、金価格が上昇する局面では、金鉱株も大きく上昇する傾向がある。

なおマイナス金利下における株式ポートフォリオの戦略として、高利回り株(公益株や REIT 株)を推奨する向きも少なくないようだ。特に運用ポートフォリオからある程度のインカムを得る必要のある退職層の投資家にとっては、そのような戦略も選択肢となるかもしれない。しかし、これら高利回り株に付随するリスク(減配リスクや事業レバレッジリスク)が見逃されがちな点は注意が必要であろう。ある程度の利回りを確保しつつ、より安全性をもとめるのであれば優先株 ETF の方が無難であろう。

★検討すべき ETF = プロシエアーズ S&P500 除く金融指数 ETF (SPXN)

★検討すべき ETF = マーケットベクター金鉱株 ETF (GDX)

★検討すべき ETF = i シェアーズ優先株 ETF (PFF)

(和田康志)