

# ETF Investing

Vol.15 - 2016 Fall

T&C XTF Japan

2016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

- ◇ 便利なツール「低ボラティリティ ETF」の正しい使い方

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

# 1. ETF アロケーション戦略

## ◇ 当面のアセットアロケーション

**オーバーウェイト: 株式**

**アンダーウェイト: 債券**

### 世界経済は減速中も緩やかな回復を維持へ

国際通貨基金(IMF)が7月19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3.1%と前回4月の見通しから0.1%ポイント下方修正された。また、経済協力開発機構(OECD)が9月21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2.9%と前回6月の3.0%から0.1%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下方修正されていることから、景気は減速中とみて間違いのないのだが、2017年の見通しではIMF、OECDともに2016年を上回る成長を見込んでいる。したがって、今年から来年にかけては、景気がさらに減速し、リセッションに向かっている様子は確認できず、標準シナリオとしては成長の加速を見込んでいることになる。

当面のリスクとしては、11月8日の米大統領選挙が挙げられる。特に、共和党のドナルド・トランプ候補が勝利した場合には、市場が大きく混乱する可能性がある。しかし、6月の英国国民投票を振り返ると、リスク回避の動きが一巡すると、株価は元の水準に戻っている。もちろん、英国国民投票と大統領選挙では影響が異なるが、何れの候補が勝利したとしても、即座に景気が後退するとは考えづらく、こうしたイベント・リスクは短期間で収束する可能性が高いとみている。最近の世論調査では民主党のヒラリー・クリントン候補とトランプ候補の支持率の差はごくわずかとなっており、拮抗した状態が続くようだと、株式市場も神経質な展開となることが予想される。

一方、金融緩和政策に対する手詰まり感が強まっており、長期金利がやや強含んでいる。イールドカーブはスティープ化の傾向にあることから、債券投資へのリスクは高まっているもようだ。

また、緩やかな景気回復と金融緩和が並存する状況は株式市場には居心地がいいとされている。当面はこうした状況が続くと予想されることもあり、目先のアセットアロケーションは、株式のオーバーウェイト、債券のアンダーウェイトを推奨する。コモディティは原油が軟調となる可能性があり、買いづらい。金のみであれば、「トランプ・リスク」対策として投資妙味ありとみる。

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(7月)	3.4	3.1	3.1	-0.1	3.4	-0.1
OECD(9月)	3.3	3.1	2.9	-0.1	3.2	-0.1

注: 前回見通しはIMFが2016年4月、OECDは2016年6月。

出所: IMF、OECDよりXTF Japan作成

### 株価は回復、緩和的な金融政策が支援

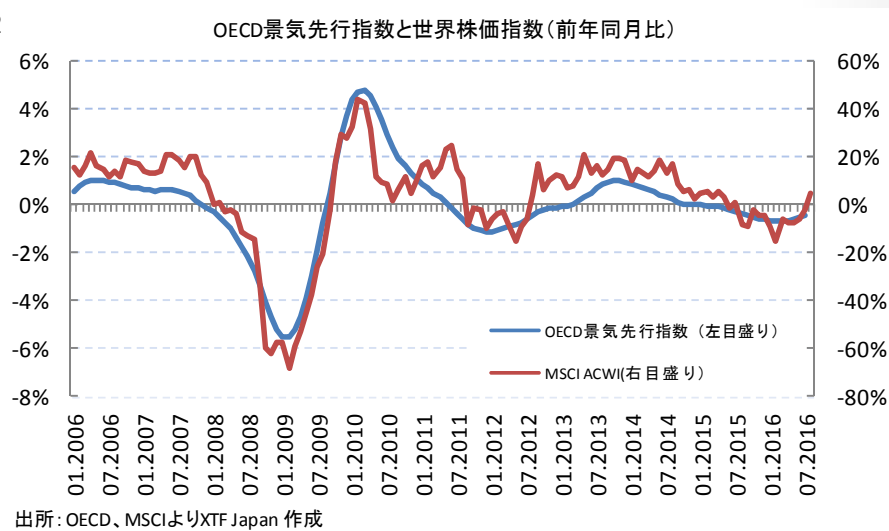
2016年の株式市場は年初から急落となったものの、その後は回復し、堅調さを取り戻している。23の先進国と23の新興国の計46カ国の株価指数で構成されているMSCIオール・カントリー・ワールド・インデックス(AWCI)の年初来の騰落率は、9月23日現在で5.2%上昇、7月以

降でも 5.2%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は、年初来で 4.0%上昇、7 月以降では 4.6%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 15.5%上昇、7 月以降では 10.0%の上昇となっている。

英 EU 離脱を受けた株安は短期間に終わり、これまでのところは懸念されていた大きな混乱は回避されている。逆にブレグジットを受けて主要中銀が緩和的な金融スタンスを維持したことでその後の株高を促した。世界経済は低成長ながらも腰折れすることなく推移しており、金融政策は緩和的なスタンスが維持されている。年末にかけてこうした流れが変化するとは考えづらく、株価を支援することになりそうだ。

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) を見ると、7 月は 99.7 と 5 カ月連続で変わらずとなった。水準は 2015 年 2 月 100.5 から緩やかな低下が続いているものの、前年同月比は 0.5%低下と 4 月の 0.7%低下をボトムに持ち直しており、ようやく底入れの兆しが見え始めている。過去データを見る限りでは、同指数と世界株価指数 (ACWI) はほぼ同調しており、先行指数の底入れにより、株価指数も徐々に下値を切り上げてくることが見込まれる。

図表 2

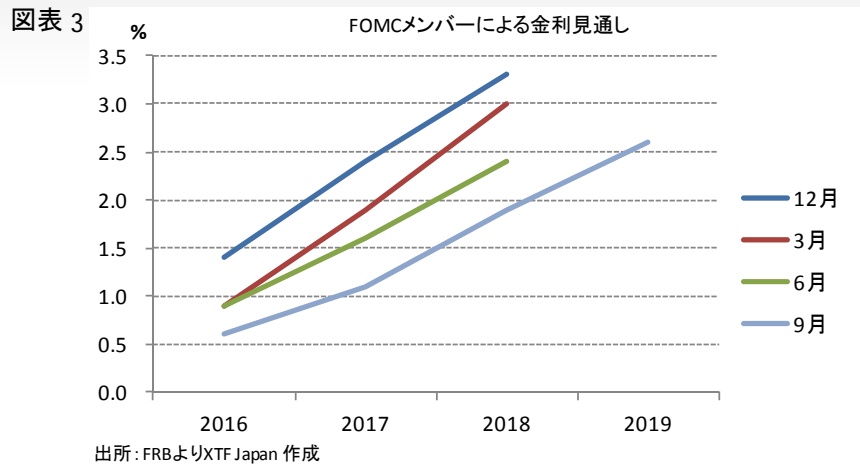


### 9 月 FOMC では利上げを見送り、年内も難しい状況

9 月 20・21 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。8 月下旬のジャクソン・ホールでのシンポジウムでイエレン FRB 議長が利上げに前向きな発言をしたことから、一時的に 9 月の追加利上げ観測が強まったものの、その後に発表された経済指標が振るわなかったことから、利上げ観測は後退していた。

CME (シカゴ・マーカンタイル取引所) のフェドウォッチによると、9 月 26 日現在、次回 11 月の会合での利上げ確率はわずかに 8%、12 月の会合でも 48% と 50% を割り込んでおり、年内利上げも厳しい状況だ。

9 月の FOMC では 3 人が反対票を投じており、FOMC 内でも意見の対立があるもようだが、イエレン議長は利上げに対して慎重な姿勢を崩していない。同議長は、FOMC 後の記者会見で、今回利上げを見送った理由として、労働市場にはまだスラック (緩み) があること、またインフレ率が目標の 2% に届いていないことを挙げている。しかし、雇用情勢がさらに改善する余地は徐々に乏しくなっているほか、インフレ率も年末までに 2% に届くとは考えづらい。したがって、年内の利上げにも懐疑的にならざるを得ないだろう。



### ECB は年内に追加緩和を実施へ、日銀は緩和策を強化

欧州中央銀行(ECB)は9月8日の理事会で金融政策の現状維持を決定した。英国のEU離脱を受けて、追加緩和への期待が強まっているが、これまでのところ経済への著しい悪影響が確認されていないことから、追加緩和を見送っている。

しかし、ECBは2017年と2018年のGDP成長率見通しを小幅に引き下げており、年内には追加緩和があると予想されている。また、8月の消費者物価指数(CPI)も前年同月比0.2%上昇と小幅なプラスに留まったことから、上昇ペースを加速させる必要もある。

日銀は9月20・21日の金融政策決定会合で、7月の会合で表明していたこれまでの金融緩和政策の効果についての総括的な検証を実施し、その結果新たに「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」政策を導入した。

今回の会合では、これまでの金融緩和策を「強化する」との目的で2つの政策が導入された。まず、長期金利を0%程度で推移するように国債の買入れ額を調整する。マイナス金利の導入後、長期金利もマイナスとなり、資産運用が悪化したことへの対応とみられている。また、「オーバーシュート型」のコミットメントを発表し、物価が2%に達しても安定するまで継続するとしている。

ECB、日銀ともに金融緩和政策に手詰まり感があることは否めないものの、こうしたなかでも緩和的な金融政策を維持しており、当面こうしたスタンスは維持される見通しだ。

### 商品市場は総じて軟調、原油が頭打ち

商品市場は年初の安値からは大きく上昇しているものの、7月以降は総じて軟調となっている。原油価格(WTI期近、終値)は9月20日現在で1バレル=43.44ドルとなり、年初来の騰落率は17.3%上昇、7月以降では10.1%下落した。6月にはカナダやクウェート、ナイジェリアなどでの供給障害を背景に、一時50ドル台まで持ち直したものの、需給の改善が当初よりも遅れるとの見方からその後は軟調に転じている。

国際エネルギー機関(IEA)は9月13日に公表した月報で、原油市場が需給均衡を回復するのは2017年後半になるとし、8月に2016年後半としていた見通しを先送りした。中国やインドでの需要増加が減速する一方で、OPECが増産していることが背景として挙げられている。OPECが9月12日に公表した月報によると、8月のOPECの原油生産高は日量3324万バレルで2015年の3210万バレルから増加基調にある。供給障害でナイジェリアやリビアでの生産が減少している一方で、サウジアラビアやイランでの生産が増加している。

9月28日にアルジェリアで開かれたOPECの非公式会合では増産凍結には至らず、合意形成の場所は11月のOPEC総会へと持ち越されたもようだ。8月のイランの原油生産高は365万バレルとなっているが、同国は400万バレルまで生産量を引き上げたいとしている。現在は不安定な政治情勢により大幅な減産状態となっているナイジェリアやリビアも現在の生産量での凍結を望んでいない。

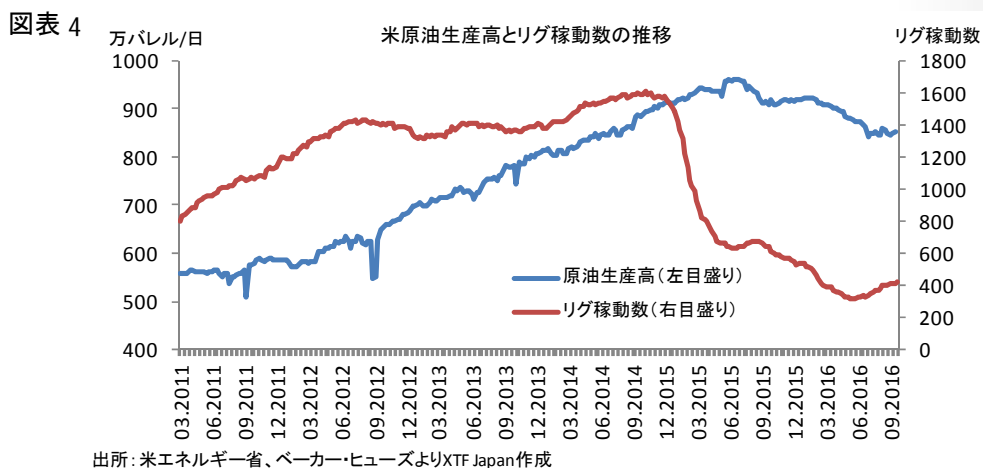
一方、米国内でのリグ(掘削装置)の稼働数の増加も継続している。リグ稼働数は5月27日時点の316基から9月23日現在は418基にまで増加しており、近い将来原油の生産量が増加することを示唆している。昨年の半ば以降、減少傾向にあった米原油生産量も7月以降はおおむね横ばいとなっており、減少に歯止めがかかっている。

シェールオイルの採算ラインは40ドル前半とみられており、多くのシェール企業は価格が50ドルを上回ると生産を増やすのではないかとみられている。したがって、原油価格は40ドルから50ドルをコアレンジとした動きを継続する可能性が高い。しかし、今後ともリグ稼働数の増加が続き、米原油生産量が増加した場合には一時的に下値を模索する展開も予想される。

金価格(ロンドン値決め、午後)は9月23日現在で1338.65ドルとなり、年初来騰落率は26.3%上昇となっている。ただし、7月以降の騰落率は1.4%の上昇にとどまっており、ここ3カ月は総じて横ばいの動きが続いている。6月の英国国民投票で市場が混乱したことで買いが集まったが、その後はドル安の動きが止まったことで、上値を伸ばせずにいる。一方、FRBが利上げを先送りしており、低金利環境が下値を支えている。

ワールド・ゴールド・カウンシル(WGC)によると、金価格の上昇で中国やインドでの消費需要が減少しており、需要の回復には価格の下落が必要と指摘されている。11月に米大統領選挙を控えて、目先的には「トランプ・リスク」に備えて資金の逃避先として金への需要が高まるとの見方もある。

22品目の商品先物価格で構成されているブルームバーグ商品指数の年初来の騰落率は9月23日現在で7.3%の上昇となっている。ただし、7月以降では5.1%下落とマイナスとなっている。原油価格が軟調となっているほか、豊作見通しで大豆やトウモロコシなどの穀物も安い。金も上値を伸ばせず、ドルの下落が止まったことで、全般的に伸びを欠いている。(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: 米国**

**アンダーウェイト: 英国**

## 来年に向けて成長の加速が期待される米国、先行き不透明な英国

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、よりリスクの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。とはいえ、最近の世界経済見通しの下方修正は英国の EU 離脱に絡んでおり、英国の成長見通しが大きく下方修正されているほか、ユーロ圏の成長見通しも小幅に下方修正されたことが影響している。したがって、アセットアロケーションはこの事実を素直に反映し、ひとまずは英国を回避してアンダーウェイトとすることが推奨される。

その上で、改めて先進国を見直すと、2016 年から 2017 年に向けて景気拡大への期待が大きいのは米国とカナダに絞られてくる。ただし、カナダは資源国であり、原油を中心とした商品市場の先行きに不安があることから、今回は米国のオーバーウェイトを推奨する。

新興国に目を向けると、ブラジルの成長見通しが大きく上方修正されている。ただし、政情はまだ不安定でハイリスクであることは否めず、もうしばらく様子を見たい。中国とインドは見通しに大きな変更がなく、投資魅力に乏しいが、安定的な景気の拡大が見込まれるインドは比較的风险が小さく、新興国のなかからピックアップするのであれば、検討する価値はありそうだ。ただし、11 月に大統領選挙、12 月にはイタリアでの国民投票と大きなイベントを控えていることもあり、少なくとも米大統領選を通過するまでは、リスクの高い新興国への投資は避けるべきだろう。

図表 5 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	
	2016	2017	2016	2017	2016	2017	2016	2017
<b>先進国</b>	1.8	1.8	-0.1	-0.2	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
米国	2.2	2.5	-0.2	0.0	1.4	2.1	-0.4	-0.1
ユーロ圏	1.6	1.4	0.1	-0.2	1.5	1.4	-0.1	-0.3
ドイツ	1.6	1.2	0.1	-0.4	1.8	1.5	0.2	-0.2
フランス	1.5	1.2	0.4	-0.1	1.3	1.3	-0.1	-0.2
イタリア	0.9	1.0	-0.1	-0.1	0.8	0.8	-0.2	-0.6
日本	0.3	0.1	-0.2	0.2	0.6	0.7	-0.1	0.3
英国	1.7	1.3	-0.2	-0.9	1.8	1.0	0.1	-1.0
カナダ	1.4	2.1	-0.1	-0.2	1.2	2.1	-0.5	-0.1
<b>新興国</b>	4.1	4.6	0.0	0.0	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
中国	6.6	6.2	0.1	0.0	6.5	6.2	0.0	0.0
インド	7.4	7.4	-0.1	-0.1	7.4	7.5	0.0	0.0
ブラジル	-3.3	0.5	0.5	0.5	-3.3	-0.3	1.0	1.4
ロシア	-1.2	1.0	0.6	0.2	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.

出所: IMF、OECDよりXTF Japan 作成

### 米経済は低成長が続くも、下振れるリスクは小さい

4-6 月期の米実質国内総生産(GDP)は前期比年率 1.1%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 月期が同 0.9%増加、1-3 月期が同 0.8%増加となっており、3 四半期連続で低成長が続いている。

アトランタ連銀が公表している GDP ナウによると、9 月 20 日現在で 7-9 月期の GDP 成長率は 2.9%と大きく持ち直す見通しとなっている。ただし、ニューヨーク連銀が公表しているナウキャストでは、9 月 23 日現在で 2.3%とやや慎重な見通しとなっている。さらに、ナウキャストでは 10-12 月期の見通しを 1.2%としており、年末にかけては再び減速することが見込まれている。

8 月の米雇用者数の増加は前月比 15.1 万人と市場の予想には届かなかったものの、失業率は 4.9%とほぼ完全雇用の状態にあることを踏まえると、満足のいく数字であろう。一方、8 月の

小売売上高は前月比 0.3%減少と予想外の落ち込みとなった。また、8月の自動車販売台数も前年同月比 4.2%減少と冴えない数字となり、自動車販売は 2016 年通年で前年割れが見込まれている。自動車販売は個人消費や景気のパロメータとされていることから、米景気の先行きに対する懸念材料として注視が必要となっている。

年内の米経済は低空飛行が見込まれるものの、リセッションに向かっている様子はいかがげない。年初からの動きを見る限りでは、低成長ながらも米主要株価指数は最高値を更新しており、年末にかけても小じっかりとした展開が見込まれよう。

S&P500 株価指数の年初来の騰落率は 5.9%上昇、7 月以降では 3.1%上昇となっている。

### ユーロ圏経済は英EU離脱を受けて成長が鈍化へ

ユーロ圏の 4-6 月期の実質域内 GDP は前期比 0.3%増加(年率換算 1.2%)と 1-3 月期の 0.6%増加から減速したものの、1.0%(年率)と推計されている潜在成長率は上回った。ドイツが 0.4%増加(前期は 0.7%増加)、スペインが 0.8%増加(前期は 0.8%増加)と健闘した一方で、フランスとイタリアがともにゼロ成長となった。イタリアでは景気回復が遅れるなかで、金融機関の不良債権問題が成長の足かせとなっている。

4-6 月期の GDP にはブレグジット(英 EU 離脱)の影響はほとんどないが、7-9 月期からはその影響で成長が鈍化する見通しとなっており、ユーロ圏の各国は状況に応じて財政出動に迫られる可能性もある。

英国の 4-6 月期の GDP 成長率は前期比 0.6%増加(年率換算 2.4%増加)となり、1-3 月期の 0.4%増加(同 1.8%増加)から成長を加速させた。しかし、6 月 23 日の国民投票で EU 離脱が決まったことから、企業や個人のマインドが急速に悪化しており、下半期には一時的に景気後退入りする可能性が高まっている。9 月までに発表された統計を見る限りでは、急速な落ち込みこそ回避されたもようであるが、景気の先行きに対する不透明感から景気の減速は避けられないだろう。

ユーロ圏では 12 月 4 日に実施が予定されているイタリアでの国民投票も注目されている。投票は憲法改正案の是非を問うものであるが、レンティ首相が「否決されれば辞任する」と表明したことから、事実上は政権への信任投票となっている。最近の世論調査では、賛成派と反対派がほぼ拮抗しており、波乱が起こる可能性は十分にある。反対派がユーロ離脱を掲げていることから、否決された場合には、英国の EU 離脱に続き、イタリアでも EU からの離脱が現実味を帯びることになり、市場に大きな混乱を招く恐れがある。

ドイツの DAX 指数の年初来の騰落率は 9 月 26 日現在で 1.1%下落となっているが、7 月以降では 9.8%上昇と大きく値を戻している。

### 日本はプラス成長を確保もデフレと円高を警戒

日本の 4-6 月期の実質 GDP は前期比年率 0.7%増加と 1-3 月期の同 2.1%増加から減速したものの、2 四半期連続でプラス成長を確保した。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、7-9 月期の GDP 成長率は 0.94%増加が見込まれており、緩やかな景気拡大が続く見通しとなっている。また、2016 年度の成長は 0.67%、2017 年度は 0.94%が予想されている。8 月に閣議決定された 28 兆円規模の景気対策が成長を下支えする。

7 月の消費者物価指数(CPI)は前年同月比 0.4%下落と 4 カ月連続でマイナスとなっている。変動の激しい生鮮食品を除くコア指数は同 0.5%下落と 5 カ月連続でマイナスとなった。2013 年 3 月以来の大きな下落となり、日銀の黒田総裁が就任後の 2013 年 4 月に実施した異次元

緩和前の水準に戻った。デフレに逆戻りしたことで、金融緩和の効果を疑問視する声が強まるとともに、円高要因にもなっているもようだ。

6月短観では大企業・製造業の想定レートは111.41円と3月短観の117.46円から大幅に円高方向へとシフトしたが、足もとの実勢レートからは大きくかけ離れており、9月短観ではさらに円高方向への修正が予想される。この修正は業績見直しにはネガティブに影響することが見込まれることから、企業業績は引き続き厳しいものとなりそうだ。

日経平均の年初来の騰落率は9月23日現在で12.0%下落、7月以降は7.6%上昇している。

### **ブラジルは新政権が発足も政局は依然として不安定**

ブラジルの4-6月期の実質GDPは前期比同期比3.8%減少と9四半期連続で前年を下回ったが、下げ幅は1-3月期の5.4%減少から縮小しており、最悪期は脱しつつある。とはいえ、前期比年率では2.3%減少と1-3月期の1.7%減少からマイナス幅を拡大しており、先行きについてはまだ楽観視は許されない状況だ。

ただし、消費者マインドや企業の景況感の改善を受けて、個人消費や設備投資が回復している点は明るい材料だ。GDPの約6割を占める個人消費を前期比でみると4-6月期まで4四半期連続でマイナス幅が縮小しているほか、GDPの約2割を占める設備投資も4-6月期は前期比0.4%増加となり、11四半期ぶりにプラスに転じている。

消費者心理の改善は主に株高が影響しており、株高を主導したのがルセフ大統領弾劾の動きと新政権への期待であった。8月31日にルセフ大統領の失職が決定し、5月から大統領代行に就任していたテメル氏が大統領に昇格した。テメル大統領は財政収支の目標を緩める現実路線をとっており、「成長重視」の姿勢には期待も大きい。財政の立て直しが急務であることに変わりはなく、財政再建下での景気浮揚という困難な課題が待ち受けている。また、ペトロbrasをめぐる汚職事件の影響で不安定な政情が続いていることも懸念材料だ。

リアル安の修正で7月の消費者物価指数は前年同月比で8.74%と2カ月連続で伸びが鈍化しているものの、物価目標の4.5%±2%まではまだ距離があることから、政策金利は14.25%で据え置かれたままである。

リアル安を追い風に企業マインドも改善してきたが、今年の1月をピークにリアル安も反転しており、4-6月期のGDPでは純輸出が6四半期ぶりに前期比でマイナス寄与となった。原油価格の回復が頭打ちとなっていることも資源国であるブラジルには逆風となる。

今後は歳出削減という国民に不人気な政策にも取り組まなくてはならず、財政支援や金融緩和が期待できないなかで、リアル高や原油安が景気回復の足かせとなる可能性もある。このまま景気回復に向かうとは考えづらく、警戒が必要な状況に変化はないもようだ。

ブラジルの代表的な株価指数であるボブスパ指数の年初来の騰落率は9月23日現在で35.4%上昇と高い伸びとなっており、7月以降でも13.9%上昇した。

### **インド経済は堅調を維持、新総裁の手腕に注目**

1-3月期のインドの実質GDPは前年同月比7.1%増加と、1-3月期の同7.9%増加から大きく減速し、事前予想の7.6%増加にも届かなかった。5四半期ぶりの低成長とはなったものの、7%台は確保したほか、1-3月期の反動との指摘も多く、年後半は成長を加速させるとの見方が多い。

今年は降雨に恵まれたことで農村部での消費回復が見込まれているほか、8月からは公務員の給与引き上げもあり、家計の消費が景気を押し上げると期待されている。また、インフレ率の



低下で利下げ余地があることも支援材料だ。8月の消費者物価指数は前年同月比5.0%上昇と7月の同6.1%上昇から大きく低下し、インフレ目標である4%±2%の範囲内に収まった。

モディノミクスを支えてきたラジャン・インド準備銀行(RBI)総裁が9月4日に退任し、後任にはパテル副総裁が就任した。ラジャン前総裁の手腕は国内外から高い評価を得ていたが、インフレの抑制に積極的だったことから、国内にはより緩和的な金融政策を求める声も少なくなかった。こうした事情からハト派の総裁が誕生し、通貨や物価の安定に対する懸念もあったが、ラジャン総裁の側近として「タカ派」路線のパテル氏が総裁に就任したことから、ラジャン路線の継続としてひとまずは好感されている。政治的な対応も含めて、今後の金融政策の舵取りへの注目が高まっている。

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9月23日現在で9.8%上昇、7月以降では6.2%上昇となっている。

### 中国は景気減速を継続、人民元安には引き続き注意

4-6月期の中国の実質GDPは前年同期比6.7%増加となり、1-3月期から変わらずとなった。政府目標である6.5-7.0%を達成しているものの、成長鈍化の主因である設備投資は弱いままであることから、基調的な成長の減速傾向に変化は見られない。

8月の固定資産投資は前年比8.2%増加と7月の3.9%増加から持ち直したが、7-8月の平均は4-6月を下回っている。1-8月期の固定資産投資は前年同月比8.1%増加と1-7月期から横ばいとなり、底入れの兆しはうかがえるものの、水準は16年ぶりの低水準にある。

ただし、8月の鉱工業生産は前年同月比6.3%増加と7月の6.0%増加から改善したほか、8月の小売売上高も10.6%増加と7月の10.2%増加から拡大しており、8月の経済指標は改善を示唆する数字が並んだことから、ソフトランディング(6.5-7.0%成長)が達成される蓋然性は高まっていると言える。

とはいえ、中国では過剰投資・債務が問題となっており、金融機関のバランスシート調整は長期化する見通しで、当面は景気の重しとなることが予想されている。

8月の外貨準備高は3兆1900億ドルと前月比で159億ドル減少し、2011年以来の低水準となった。2014年の6月に過去最高の4兆ドルを記録したが、その後は減少に転じている。2016年に入ってからには小幅な減少に留まっているものの、人民元の対ドルレートは下落は続いており、中国からの資金流出が加速するのではないかと懸念されている。

上海総合指数の年初来の騰落率は9月23日現在で14.3%下落となったが、7月以降では3.6%上昇とやや持ち直している。(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: 金融**

**アンダーウェイト: 公益**

### 高値圏にある米株式市場

1)4-6月期決算が予想されたほどの悪化とならなかったこと(S&P500一株当たり利益は前年同期比4.5%減益という直前予想に対し、結果は同2.2%減益)、2)6、7月雇用統計がいずれも予想を大幅に上回ったこと(非農業部門雇用者数はそれぞれ27.1万人増、27.5万人増)な

どの材料を背景に、7月 S&P500 株価指数は約一年ぶりに最高値を更新した。その後しばらくは薄商いのジリ高相場＝「サマーラリー」の様相をみせたが、8月後半からは金融政策に対する不透明感も手伝い、相場の動きは足もとやや神経質な展開となっている。とはいえ、その水準をみれば、株価はいまだ高値圏にあるといえるだろう。

足もと相場を動かしているのは、金融政策に対する不透明感と長期金利の上昇圧力である。夏場の労働市場が堅調だったことから、一時は9月の利上げは不可避との見方が強まったが、8月雇用統計や同ISM指数が市場予想を下回ったことで、景気を理由とした早期利上げ論はひとまず後退した。実際、9月FOMCでの利上げは見送られ、今後についても9～10月の景気指標次第で金融政策の見方も一方に定まりにくいものと予想される。

とはいえ、足もとの長期金利上昇は上述したような米景気・金融政策だけが理由ではない可能性がある。つまり、日欧の金融当局が相次いで量的緩和政策の限界を示唆するなど、ここまで株価を支えてきた超低金利政策が維持できない・手詰まりに陥っていると投資家がとらえ始めたという解釈である。仮にこのような解釈が正しいのだとすれば、米景気・金融政策の如何によらず、長期金利には上昇圧力がかかり易い状況が続くかもしれない。

### 長期金利上昇は公益や通信等のディフェンシブセクターにネガティブ

長期金利が上昇する局面で、そのネガティブな影響を受けやすいのがREITや公益、通信サービスセクターといった高利回り株である。長期金利の急騰を背景に株式相場が調整するような場合には、この点に注意が必要である。つまり景気悪化を背景にした相場調整の場合は公益や通信サービスといったディフェンシブセクターが選好され易いが、長期金利上昇を背景にした相場調整の場合は、これらのディフェンシブセクターは避けるべきセクターということになる。過去に例を探すと、少し古いところでは、1994年2～4月が挙げられる。当時、FRBは長年にわたる金融緩和策から引き締め策へと転じ、債券市場の混乱を招くと同時に株価の急落にみまわれた。もう少し最近の例を探すと、2013年5～6月が挙げられる。当時、FRBが量的緩和の縮小を示唆したために、長期金利が反騰し株価の下落を招いた（「テーパー・タントラム」）。いずれの例でも、1～2カ月で10年債利回りの水準は30%ほども上昇し、株価の調整につながった。これら二つの時期のセクター株価の動向をみると、公益、通信サービスといったディフェンシブセクターが大きく下落する一方、金融やヘルスケア、情報技術といったセクターが買われ易いという傾向を見て取ることが出来る。（図表6）

図表6 長期金利急騰がもたらした株価の下落の事例

①1994年1月31-5月9日			②2013年5月17日-6月24日		
10年債利回り	5.70%	→ 7.49%	10年債利回り	1.95%	→ 2.57%
(上昇率)		31.40%	(上昇率)		31.79%
S&P500	481.61	→ 442.32	S&P500	1667.47	→ 1573.09
(下落率)		-8.16%	(下落率)		-5.66%
当該期間のセクター騰落率			当該期間のセクター騰落率		
エネルギー		-3.25%	ヘルスケア		-4.29%
情報技術		-6.58%	一般消費財サ		-5.21%
生活必需品		-6.72%	資本財サービス		-5.32%
金融		-7.26%	情報技術		-5.60%
ヘルスケア		-7.53%	金融		-5.65%
素材		-8.13%	エネルギー		-5.72%
一般消費財サ		-9.17%	生活必需品		-5.97%
電気通信サービス		-9.25%	素材		-7.07%
資本財サービス		-9.58%	電気通信サービス		-8.34%
公益		-17.24%	公益		-8.86%

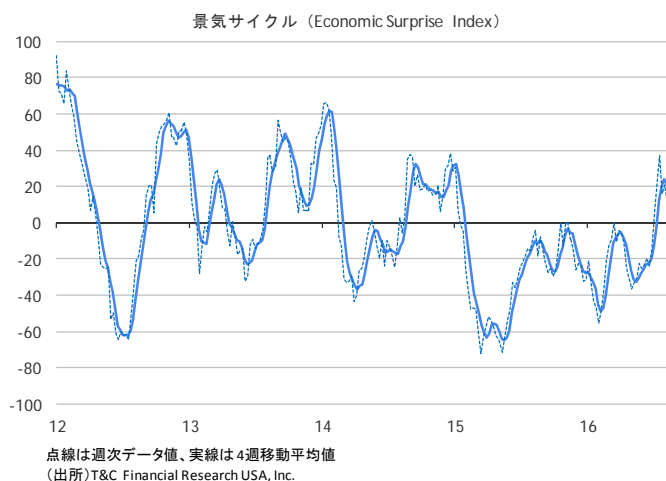
(注)セクターの網掛けはS&P500を上回った(アウトパフォーム)セクターを示す  
(出所)ブルームバーグ等よりT&C Financial Research USA

## 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、まず大きな動きがあったのは景気サイクルである。前号(6 月末)時点ではマイナス 20 前後で推移していた景気サプライズ指数は 7 月に急上昇し、同月 26 日に 43.1 を付けた。ただし 8 月以降はプラス幅を縮小する動きとなり、足もと(9 月 16 日時点)では 3.3 と転換点にかなり近づいている。いずれにしても 6 月末時点と比べれば、景気サイクルはマイナスからプラスへと転換したことになる。次に、変化がみられたのはグローバルサイクルである。実効ドル指数は 5 月上旬に 92 ポイント台を付けた後は、上下はあるものの足もと 96 ポイント前後まで反転回復をみせている。このためグローバルサイクルは 7 月にマイナス局面からプラス局面へと転換した。

このほかの 5 サイクル、すなわちモメンタムサイクル(S&P500 移動平均からの乖離)、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)、期待リターンサイクル(期待インフレ率)、実質リターンサイクル(実質金利)は 6 月末時点から変化がみられなかった。ただし、モメンタムサイクルは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は、マイナスに転じる可能性もある。具体的な水準で言うならば S&P500 指数が 2120 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。

図表 7



## 金融をオーバーウェイト、公益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(6 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 8 になる。同図で 6 月時点からの変化をみると、エネルギーや通信サービスセクターのスコアが比較的大きく悪化している一方で、金融セクターと一般消費財サービスセクターのスコアが大きく改善している。ヒストリカルレンジにおける相対ポジションをみると、資本財サービスや一般消費財サービスが比較的高く、生活必需品、通信サービス、公益といったディフェンシブセクターのスコアが低い。

冒頭で指摘したように、年末まで長期金利に上昇圧力がかかり易いと考えれば、公益等のディフェンシブセクターは避けたいところである。セクター・スコアの結果もこれを支持していることから、アンダーウェイトセクターとして公益セクターを選択する。一方、オーバーウェイトの候補としては、金利上昇のケースとセクター・スコア両方を勘案した上で、最も適当なのは金融セクターと判断し、同セクターをオーバーウェイトとする。

なお、主要指数プロバイダーが策定する GICS セクター大分類(エコノミックセクター分類)がこの9月から変更された。これまで金融セクターに含まれていた REIT セクターが独立し、従来 10 セクターだったものが 11 セクターになった。REIT が抜けた「新」金融セクターは、仮に長期金利が上昇した場合には、これまで以上に好影響を受ける可能性があるだろう。また REIT のタイミング・モデルが作成できるまでは、当レポートのセクターアロケーションはこれまで通り 10 セクターを対象に行う予定である。(和田康志)

図表 8 セクタースコア・サマリー(2016年9月16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	-3	-1	1	-5	17%
一般消費財サービス	4	0	4	5	-3	88%
エネルギー	2	4	-2	6	0	33%
素材	2	1	1	3	-1	75%
資本財サービス	3	2	1	3	-1	100%
ヘルスケア	2	3	-1	5	-1	50%
情報技術	2	3	-1	6	-2	50%
金融	1	-3	4	4	-6	70%
通信サービス	-4	-1	-3	1	-6	29%
公益	-5	-4	-1	1	-6	14%

(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

### ドル円は円高の流れを継続、米大統領選も円高リスク

ドル円相場は年初からの円高の流れが小休止となり、7月以降はおおむね1ドル=100~107円のレンジ取引となっている。ただし、9月下旬はレンジ下限である100円近辺での推移が続いており、リスクは引き続き円高方向にあるもようだ。

ファンダメンタルズをみると、日米実質金利差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、7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2015年以降、ほぼ右肩下がりで推移しており、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。

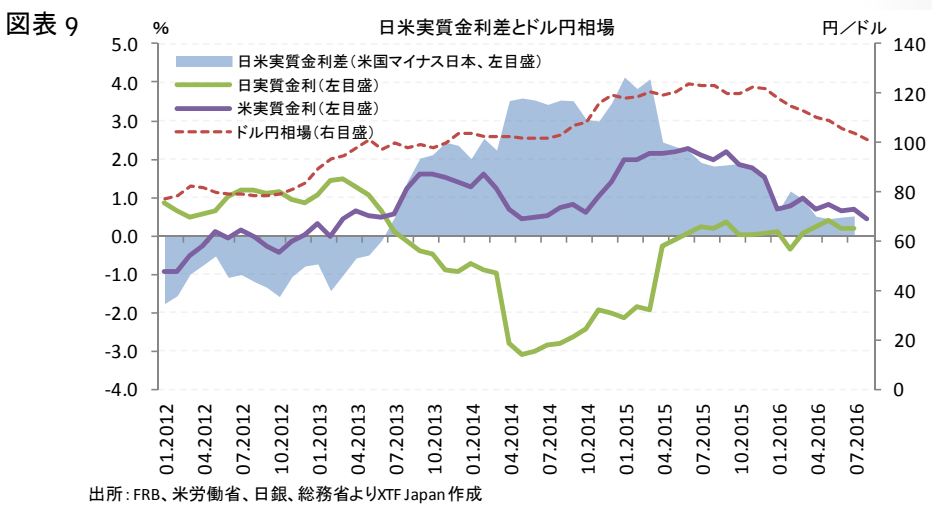
日銀は9月の金融政策決定会合で、マイナス圏にあった10年物国債利回りをゼロ%程度で推移するよう誘導するとしており、わずかではあるが長期金利が上昇している。一方、年初には2.0%を超えていた米10年債利回りは9月26日現在で1.5%台まで低下している。米国ではインフレ率も緩やかに上昇しており、日米の実質金利差が一段と低下していることが、円高要因として機能している可能性がある。

米大統領選挙は民主党のヒラリー・クリントン候補と共和党のドナルド・トランプ候補の争いで終盤戦を迎えているが、両候補とも保護主義的な発言が目立つことから、どちらの候補が勝利しても円高になるのではないかと予想されている。

クリントン候補は日本や中国を為替操作国として非難しており、人為的に輸出価格を抑えてきたと非難している。トランプ候補も同様に、日本や中国を「為替操作の名人」としており、「円安誘導は許さない」と発言している。

最近ではラエル・ブレイナード FRB 理事の為替に関する発言にも関心が高まっている。同理事はドル高が米景気回復の阻害要因となっているほか、低インフレの原因とも考えられるとしている。FRB が利上げをすればドル高を招く恐れがあるとして、利上げには慎重な態度を示している。

大統領候補と FRB 高官がともにドル高に敏感になっている点には警戒が必要で、政治情勢は円安になりにくい環境と言える。また、明示的ではないものの、日銀が金融政策の軸足を「量(マネタリーベース)」から「質(金利)」へと変更しており、国債の買い入れ増額など量的な拡大が期待しづらくなっていることも円には逆風となりそうで、年末に向けてはさらに円高が進むリスクが高まっている。(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 10 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 10 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	米国	英国
セクター	金融	公益

(出所) T&C Financial Research USA, 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。緩やかな景気回復と金融緩和が並存する状況は株式市場にとっては好都合であり、株価を後押しするものと考えられる。世界株式に連動する ETF としては、バンガード全世界株式 ETF(ティッカー:VT)とiシェアーズ MSCI 全世界株式指数 ETF(同:ACWI)の 2 銘柄が流動性・時価総額ともに双璧といえる。経費率(前者が 0.14%、後者が 0.34%)以外では両者の間に大きな差異は見出しにくく、ここは素直に前者を選択することにした。なお、低ボラティリティ型の iシェアーズエッジ MSCI 最小ボラティリティ世界株式 ETF(同:ACWV)も候補として考えたいものの、長期金利が上昇する場合は同銘柄の特

性が活かされない場合もあるため今回は見送ることにする。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。金融緩和政策に対する手詰まり感が強まっていることから、債券投資へのリスクは高まっている。イールドカーブがスティープ化するシナリオに立てば、短期債よりも長期債のショート・ポジションの方が有効であろう。バンガード米国トータル債券市場 ETF (同: BND) か、あるいはイールドカーブのスティープ化を見込んで iシェアーズ米国国債 20 年超 ETF (同: TLT) を選ぶのが妥当とみられる。

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・地域は米国とした。2017 年に向けて景気の回復が見込めそうなところは北米に限られるが、資源国カナダにはリスクがあることから消去法的に米国が選ばれた。米国株に連動する ETF 銘柄では現在 39 銘柄の経費率が 0.1% 未満となっているが、その中でも最も低い経費率 (0.03%) の 2 銘柄—シュワブ米大型株 ETF (ティッカー: SCHX) とシュワブ総米国株 ETF (同: SCHB)—から選択したい。強気相場も終盤に入り、ここからは大型優良株が選好され易いとみて前者を選択する。同じ発想をすれば、SPDR DOW 工業株平均 ETF (ティッカー: DIA) も選択候補の一つになるだろう。一方、アンダーウェイトとしたのは英国である。英国の EU 離脱により同国の成長見通しは大きく下方修正されている。英国株に連動する ETF は米国市場に 7 銘柄上場しているが、流動性という観点からみて iシェアーズ MSCI 英国株 ETF (同: EWU) に選択肢は限られる。ポンド相場の見方に自信があれば為替ヘッジ型—iシェアーズ為替ヘッジ型 MSCI 英国株 ETF (同: HEWU) という選択肢もあるが、今回はヘッジ無し (EWU) でも十分であろう。

セクターアロケーションは、金融をオーバーウェイトとした。経費率が最も低いバンガード金融セクターETF (ティッカー: VFH) を選択したい。また、長期金利上昇の恩恵が最も大きいとみられる地銀に特化した SPDR S&P 地銀セクターETF (同: KRE) も選択肢の一つになる。一方、アンダーウェイトとしたのは公益である。同セクターに連動する ETF の中で最も時価総額の大きな SPDR 公益セクターETF (同: XLU) が無難であろう。 (和田康志)

図表 11 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>			
バンガード全世界株式ETF	VT	0.14	6,188
シュワブ米大型株ETF	SCHX	0.03	6,271
SPDR ダウ工業株平均ETF	DIA	0.17	12,417
SPDRヘルスケアセレクトセクターETF	VFH	0.10	3,227
<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	0.06	32,259
iシェアーズ米国国債20年超 ETF	TLT	0.15	7,228
iシェアーズMSCI英国株ETF	EWU	0.48	1,906
SPDR公益セクターETF	XLU	0.14	8,032

(注) 時価総額、経費率はともに9月27日現在 (出所) T&C XTF Japan, Inc.

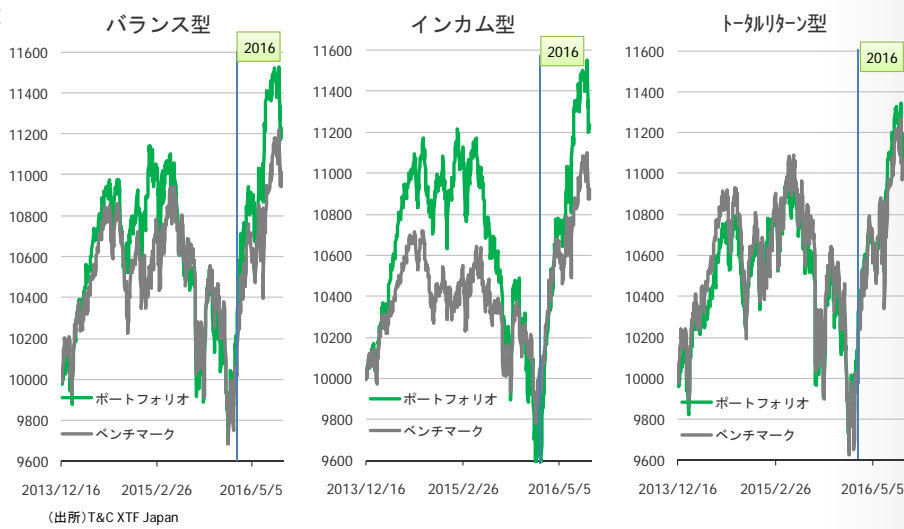
## ◇ グローバル ETF ポートフォリオについて

### T&C グローバル ETF ポートフォリオの 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 -0.4% (ベンチマークは +1.8%)、インカム型が +0.6% (同 +1.2%)、トータルリターン型が +1.9% (同 +2.2%) となった (いずれも 9 月 14 日時点の計算)。

1-3 月期、4-6 月とベンチマークを大きく上回るパフォーマンスとなった反動もあり、今四半期は全てのポートフォリオがベンチマークを下回った。特に、バランス型は 9 月に入ってからの長期金利上昇で REIT や配当連動型の ETF が軒並み下落した影響を受け、ベンチマークを大きく下回るパフォーマンスとなった。とはいえ、年初来で見れば3つのポートフォリオは全てベンチマークを上回っており、夏にそのスピード調整が入ったとみるのが妥当であろう。

図表 12



図表 13

	2016年初来				2016 7-9			
	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	10.0%	14.3%	9.2%	1.55	-0.4%	-1.8%	9.2%	N.A.
ベンチマーク	6.2%	8.9%	8.6%	1.03	1.8%	8.8%	7.3%	0.54
インカム型	11.1%	16.0%	8.5%	1.88	0.6%	2.7%	8.7%	0.13
ベンチマーク	7.0%	10.0%	6.2%	1.61	1.2%	5.5%	6.2%	0.40
トータルリターン型	8.4%	12.1%	9.5%	1.27	1.9%	9.1%	8.5%	0.47
ベンチマーク	5.8%	8.3%	10.0%	0.82	2.2%	10.5%	8.0%	0.58

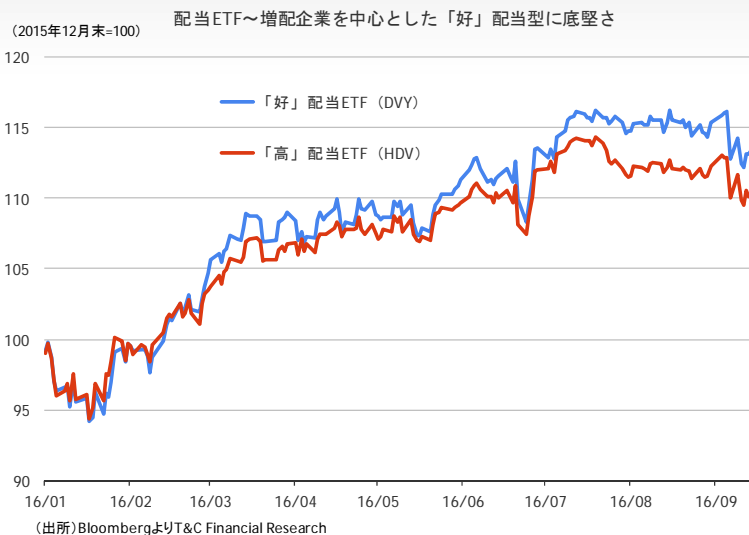
(注)2016年9月14日時点のデータに基づく。シャープレシオを計算する際の無リスク金利はドル短期資金の利回り。  
(出所)T&C XTF Japan

### 9 月に入ってからの長期金利上昇で、高利回り株が下落

9 月以降、世界的に長期金利に上昇圧力が加かったことで、債券市場はもちろんのこと、高い利回りを目当てに買われていた REIT や高配当株といった資産が比較的大きな値動きをみせている。まずダウジョーンズ米国 REIT 指数をみると、8 月 1 日に 1185 の直近高値を付けた後はしばらく高値圏で推移したものの、9 月に入って債券市場が軟調となると高値警戒感も手伝って、同指数は一時 1090 と高値から 8% の下落となった。

次に配当株をみると、i シェアーズコア高配当 ETF (ティッカー: HDV) は 7 月下旬に 83.9 ドルと年初来の高値を付けた後、こちらも 8 月は高値圏で推移したものの 9 月に値を崩し、9 月 14 日には 80.4 ドルと高値から 4% の下落となった。配当株についてもう少し詳しく説明すれば、高利回り株を多く含む「高」配当 ETF と、増配銘柄を多く含む「好」配当 ETF で値動きにやや差が出始めている。金利上昇後は後者の方が比較的値持ちが良いが、前者が金利上昇の影響を受け易いのにに対し、後者が増配余力のある(成長性のある)銘柄が多く金利上昇の影響を受けにくい、という違いが現れているものと考えられる。

図表 14



### 新興市場株式は7-9月期に再び相場のけん引役に

2016 年前半の相場の主役であった新興市場株式についてみれば、5、6 月にやや不安定な動きとなったあと、7-9 月期はふたたび騰勢を取り戻す形となった。米経済を中心に世界経済の腰折れ懸念が後退し、投資家がよりリスクの高い投資を選考したことが背景にある。一方、新興市場株式とも連動性が高い商品市況、とくに原油市場は、夏場に反発する場面はあったものの、趨勢としては5 月末をピークに上値を切り下げる展開となりつつある。WTI 原油先物価格は6 月に一時 50 ドル台を回復したものの、足もとでは 43 ドル台で推移している。仮に今後 40 ドル台を割り込むようなことになれば、新興市場株にも影響が出てきよう。(和田康志)

図表 17





## 2. ETF 活用のヒント

### ◇ 便利なツール「低ボラティリティ ETF」の正しい使い方

**ETF ポートフォリオ運用の普及とともに、低ボラティリティETF に対する投資家の需要は一段と拡大するものと考えられる。ただし、低ボラティリティETF へ投資する際には、1)債券の代替には成り得ぬこと(使い方)、2)金利急騰時に利点が失われ易いこと(タイミング)という二点に留意したい。**

### 2016 年は低ボラティリティETF の年に

2016 年も最後の四半期に入るが、米 ETF 業界の今年最大のヒット作は「低ボラティリティ ETF」ということになりそうだ。低ボラティリティ ETF は、2011 年 5 月にパワーシェアーズ S&P500 低ボラティリティ ETF (ティッカー: SPLV) が上場したのを嚆矢とするから、それから既に 5 年近くが経ち、決して目新しい商品というわけではない。しかし、年々投資家の人気が高まると同時に、上場 ETF 数も着実に増え続けている。現在、運用額が 1 億ドルを上回る銘柄は米国市場に 14 銘柄も存在し、それに満たない小型のものを含めれば、ゆうに 50 銘柄を超える銘柄が上場されている。その中で、時価総額が最も大きいのは i シェアーズエッジ MSCI 米国最小ボラティリティ ETF (同: USMV) で実に 142 億ドルに達している。この他 6 銘柄が 10 億ドルを上回る規模となっており、その人気ぶりがうかがえよう。ちなみに日本においても、同様のコンセプトに基づく MAXIS トピックスリスクコントロール(5%)上場投信(同: 1567)が 2012 年に上場されており、米国のみならず世界的にも低ボラティリティ ETF の普及が進んでいる。

図表 1

米国に上場する主要「低ボラティリティ」ETF(時価総額上位10銘柄)

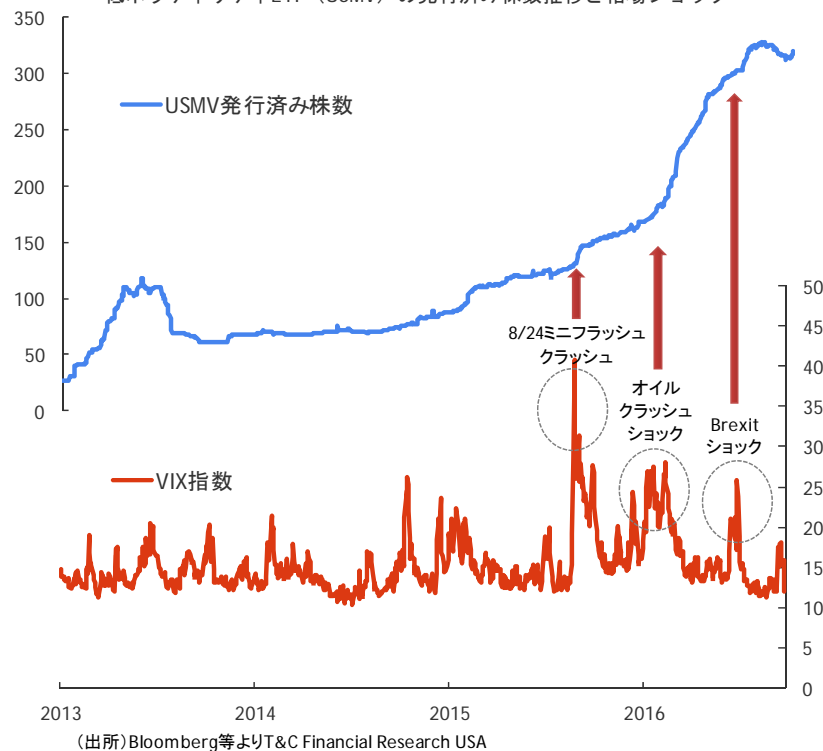
名称	運用会社	ティッカー	経費率(%)	時価総額 (百万\$)
iシェアーズエッジMSCI最小ボラティリティ米国株 ETF	ブラックロック	USMV	0.15	14,512
iシェアーズエッジMSCI最小ボラティリティ先進国株 ETF	ブラックロック	EFAV	0.20	8,271
パワーシェアーズS&P500低ボラティリティポートフォリオ	パワーシェアーズ	SPLV	0.25	7,124
iシェアーズエッジMSCI最小ボラティリティ新興国株 ETF	ブラックロック	EEMV	0.25	4,498
iシェアーズエッジMSCI最小ボラティリティグローバル株式 ETF	ブラックロック	ACWV	0.20	3,299
パワーシェアーズS&P500高配当低ボラティリティポートフォリオ	パワーシェアーズ	SPHD	0.30	2,653
パワーシェアーズS&P中型株低ボラティリティポートフォリオ	パワーシェアーズ	XMLV	0.25	697
SPDRラッセル1000低ボラティリティフォーカスETF	ステートストリート	ONEV	0.20	403
パワーシェアーズS&P先進国低ボラティリティポートフォリオ	パワーシェアーズ	IDLV	0.25	363
グローバルスーパー配当米国株ETF	グローバルX	DIV	0.45	340

(出所) ブルームバーグよりT&C Financial Research USA, Inc.

その人気ぶりに一段と拍車がかかったのが今年、2016 年である。年初の相場急落や 6 月のイギリス EU 離脱問題(Brexit)による株価急落などで、運用資産の変動を抑えたい投資家からの需要が一気に拡大し、大幅な資金流入に結びついた。実際、大きな「相場ショック」が起きると、

低ボラティリティ ETF への資金流入が増え、結果これらの ETF の発行済み株数が増えるという傾向は、図表 2 でも明らかである。

図表 2 低ボラティリティETF (USMV) の発行済み株数推移と相場ショック



### ETF ポートフォリオの考え方に合致した商品

ETF のみで構成された資産運用の考え方(すなわち「ETF ポートフォリオ」の考え方)が一段と普及しつつある現状を踏まえると、低ボラティリティ ETF 人気が高まりはいわば当然の結果といえるかもしれない。というのも、「如何にポートフォリオのリスク(ボラティリティ)を抑えるか」という点こそが ETF ポートフォリオの要諦であり、低ボラティリティ ETF という商品の特性は正にこれと合致するからである。ETF ポートフォリオの考え方が広がれば広がるほど、低ボラティリティ ETF に対する投資家の需要は今後ますます拡大していくものと筆者はみている。

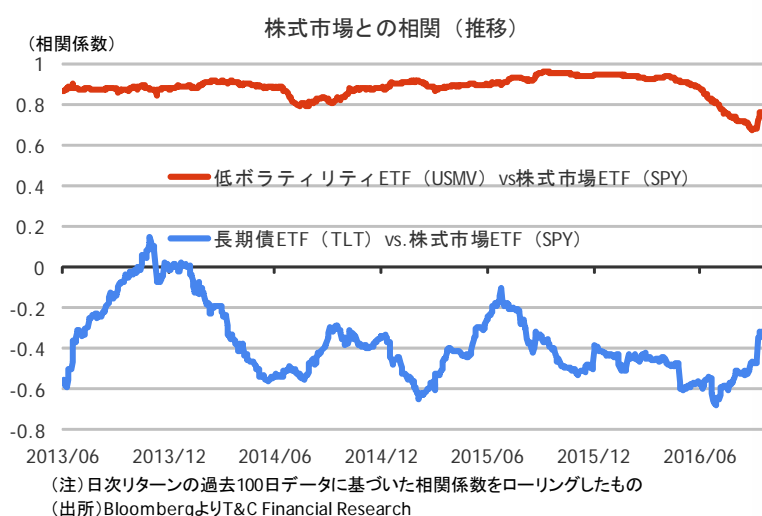
次に、低ボラティリティ ETF の商品コンセプト/商品デザインについて、その大枠を確認しておこう。上述のパワーシェアーズ S&P500 低ボラティリティ ETF(ティッカー:SPLV)を例にとると、SPLV は S&P500 指数構成銘柄のうち最も価格変動率の小さな 100 銘柄を含む ETF であり、相場が急落するような場面では下値が抑えられるという利点を持った株式 ETF である。この「利点」は、上昇相場においては市場平均ほどには上昇しないという「欠点」と表裏一体であるが、トータル(長期)で見れば利点 > 欠点という形になることが期待されている。バックデータによるシミュレーションでは、市場インデックス(S&P500)の値動きを 100%と想定した場合、同 ETF は上げ相場では 77%、下げ相場では 43%分の値動きにとどまるとパワーシェアーズは説明している。つまり上げ相場では相場の値動きの 8 割方の上昇にとどまる一方、下げ相場では相場全体の下落率の 4 割程度にとどまり、長期では市場インデックスをアウトパフォームするという訳だ。

このように、長期で ETF ポートフォリオ運用を考える時、低ボラティリティ ETF をポートフォリオに組み入れることはとても理にかなっていると言え、同 ETF は便利なツールの一つに成り得る。とはいえ、使い方やタイミングを間違えらると思わぬ怪我に繋がることもあるので、以下でこの点を確認しておこう。

### 注意点 1) 債券の代替商品として使うべきではない

第一に、低ボラティリティ ETF を債券の代替商品と考えてポートフォリオに組み込むべきではない。低ボラティリティ ETF は値動きが限定的な一方で、ある程度利回りも高いことから、一部の投資家からは「株式に近い債券」といった受取り方もされているようだが、あくまで「株式」ETF である。これは、各資産の相関係数をみた図表 3 から明らかであろう。歴史的にみると債券と株式の相関は決して一様でなく振れ幅が激しいものの、大きなプラスの値をとることは稀である。このため債券 ETF と株式 ETF を組み入れたポートフォリオでは分散(ポートフォリオ)効果を期待できる一方、低ボラティリティ ETF と株式 ETF を組み入れたポートフォリオでは分散効果はほとんど期待できない。低ボラティリティ ETF はあくまでポートフォリオ内の株式の代替商品として投資すべきである。

図表 3



	株式ETF	債券ETF	低ボラティリティETF
株式ETF	1.00		
債券ETF	-0.37	1.00	
低ボラティリティETF	0.89	-0.20	1.00

(注) 2013年1月～2016年9月までの日次変動率の相関(データ数=940)

(出所) T&C Financial Research USA

### 注意点 2) 低ボラティリティETF が高ボラティリティとなる時期を避ける

二つめの注意点は、低ボラティリティ ETF が一時的に「高ボラティリティ化」することもあるという点だ。実際、足もとではこの現象が生じている。図表 4 にあるように、主要な低ボラティリティ ETF の年初来上昇率(8 月末時点)は株式 ETF のそれを大きく上回り、本来の商品デザインから逸脱した動きとなった。その反動とも言える状況が、9 月 9 日の相場急落時に顕在化した。6 月の Brexit ショック以来の急落となったこの日、低ボラティリティ ETF は市場平均を大きく上回る下げ幅となったのである。

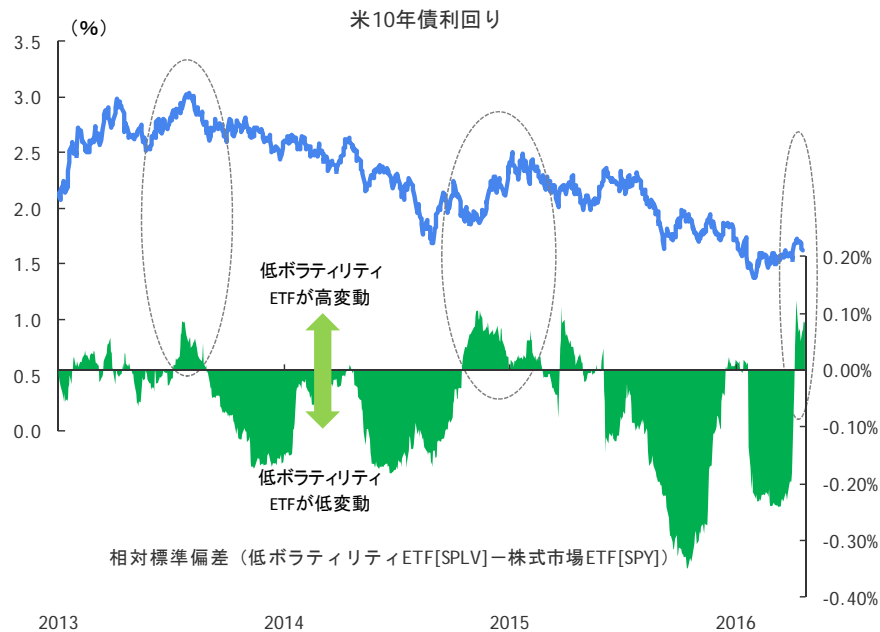
このように、上げ相場においても下げ相場においても低ボラティリティ ETF が市場平均を上回る変動をみせる「想定外」の事態が生じる場合がある。同 ETF に投資をする際には、そのような時期を避けて、うまくタイミングを計る必要がある。過去のデータを注意深く見ると、長期金利が上昇する時期に低ボラティリティ ETF が高ボラティリティ化し易い傾向があり(図表 5)、このような時期には同 ETF への投資を控えるか、同 ETF の取扱いに注意が必要になると考えられる。

図表 4

ETF名	ティッカー	株価騰落率		
		年初～8月末	9月9日	8月末～9/14
SPDR S&P500 ETF	SPY	6.6%	-2.4%	-1.9%
パワーシェアーズS&P500低ボラティリティETF	SPLV	8.7%	-2.9%	-2.6%
シェアーズエッジMSCI米国最小ボラティリティETF	USMV	9.9%	-2.7%	-2.5%

(出所)T&amp;C Financial Research USA

図表 5



(注) 標準偏差は日次リターンの50日データを使用(年率化はしていない)

(出所) T&amp;C Financial Research USA

### 「債券バブル」が解消された時、ETF ポートフォリオ運用の真価が問われる？

このように、金利上昇による株価下落すなわち「債券・株式の同時安」といった状況では、低ボラティリティETFの利点は失われ易い。ただしこのような傾向は、同ETFにとどまらずポートフォリオ運用全般にとっての課題とした方が正しいだろう。

例えば、低リスクをうたい文句とする「リスクパリティファンド」も9月以降、運用資産の大幅な変動がみられたと指摘されている(“Volatility Puts Some Funds at Risk”WSJ 2016/9/13)。リスクパリティファンドとは、債券価格が相対的に低リスクであることや債券先物などのデリバティブを活用することによって、低リスクと高リターンの実現を目指しているマルチアセット型投信である。このため、金利が急騰し、債券が株式と変わらないほどの変動をみせるときには、運用資産の予想外の急変動にみまわれることになる。一般の投資家のETFポートフォリオにおいても基本は同じである。債券と株式が同時安となる時には、運用資産の変動率が通常以上に大きくなることは避け難い。その意味で、「債券バブル」と言われる足もとの状況が解消された時こそ、ETFポートフォリオ運用の真価やその巧拙が問われる時かもしれない。(和田康志)