

ETF Investing

Vol.2 - 2013 Summer

T&C XTF Japan 2013年6月21日発行

1. Outlook【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
- ◇ グローバル ETF ポートフォリオについて
- ◇ TAA 戦略の検討

2. Focus【ETF 銘柄分析・比較】

- ◇ バンガード米国 REIT ETF (VNQ)

3. Concept【ETF 活用のヒント】

- ◇ 「高連動性」環境下における ETF 投資の有効性

4. Data Bank【ETF データベース】

T&C XTF Japan

New York Office

和田康志, CFA

k_wada@tandcfrusa.com

212-646-8612

井上秀之

h_inoue@tandcfrusa.com

212-646-8619

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: 長期国債

世界経済は成長見通しがやや鈍化

世界の経済成長見通しが鈍化していることから、景気の先行きに対する楽観的な見方がやや後退しつつあり、5月下旬には世界の主要株式市場が軒並み調整局面を迎えた。国際通貨基金(IMF)が4月16日に公表した世界経済見通しによると、2013年の世界の成長率は3.3%と1月時点の3.5%から0.2%ポイント下方修正された。また、経済協力開発機構(OECD)が5月29日に公表した世界経済見通しも、昨年11月時点の3.4%から3.1%へと0.3%ポイント下方修正されたほか、世界銀行が6月12日に公表した世界経済見通しでも1月時点の2.4%から2.2%へと0.2%ポイント下方修正されている。一方、2014年については、IMFが4.0%と見通しを据え置いたほか、OECDが4.0%、世界銀行が3.0%への加速を見込んでいる。2013年後半から2014年にかけての景気見通しはおおむね良好となっており、足もとで弱含みとなっている株式市場も来年に向けては底入れから持ち直しの動きが期待できそうだ。調整局面では、押し目を拾う形でオーバーウェイトが推奨されよう。

一方、景気見通しがやや弱含んだとは言え、米連邦準備理事会(FRB)が量的緩和(QE3)の縮小を年内にも開始する用意があるとしていることから、米長期債については引き続きアンダーウェイトが無難な選択となろう。米国では長期国債の購入に先立って、住宅ローン担保証券(MBS)の購入縮小・停止が先行するとみられており、米住宅市場は依然として堅調さを維持しているものの、短期的にはREITをオーバーウェイとするのはリスクが大きい公算もある。ただし、MBSの購入額の縮小は住宅市場がFRBの支援なしでも自律的な回復を維持できると、少なくともFRBが判断して実施されることから、中長期的な視点に立てば、株式同様に調整局面で買いを拾うという選択肢は考慮するに値しよう。商品は金価格の低迷が続いているほか、原油市場も先行きが不透明となっており、様子見としたい。

図表1 世界経済見通し(実質国内総生産、前年比%)

	2011	2012	2013	前回	2014	前回
IMF(4月)	4.0	3.2	3.3	3.5	4.0	4.0
OECD(5月)	3.7	3.0	3.1	3.4	4.0	4.2
世界銀行(6月)	2.8	2.3	2.2	2.4	3.0	3.1

注: 前回見通しは、IMFと世界銀行が今年1月、OECDは昨年11月

出所: IMF、OECD、世界銀行よりT&C Financial Research USA作成

株式市場は調整局面、底確認を優先後に買い場を探る展開か

米株式市場では5月下旬まで過去最高値の更新が続いたが、その後は調整局面となった。ダウ平均株価は5月28日に年初来の騰落率がプラス14.9%にまで上昇したが、6月21日にはプラス10.0%まで伸び率を縮小している。米景気は拡大を維持しているものの、2%程度の成

長見通しに対して、年前半での 2 ケタ台の上昇はややスピードが速すぎた感がある。また、FRB が近い将来に量的緩和を縮小するのではないかと、との見通しも重しとなっており、目目的には底入れの確認が優先される。

足もとでの米株式市場は金融相場から業績相場へと移行しつつあるもようで、QE3 を好感した株高は、5 月下旬以降、米量的緩和の縮小観測を背景に買いポジションの整理が進んでいる。ただし、量的緩和の縮小は、米景気が堅調を維持し、労働市場の改善も続くことが前提となっており、おおむね良好な経済ファンダメンタルズが企業業績に反映されるのであれば、将来的には株式への投資妙味は高まる可能性が高い。一方で、景気見通しが怪しくなれば、量的緩和の縮小は見送られ、引き続き株価を下支えることになろう。従って、総じて言えば、ダウンサイドリスクが限定的と見込まれるなかで、アップサイドリスクがダウンサイドリスクを上回ると考えられよう。

日経平均株価は 5 月 23 日に 1000 円超の下落に見舞われた後、乱高下を繰り返しながらも下値の模索が続き、6 月 6 日には 1 万 3000 円の節目を割り込み、過去 2 カ月間の上げ幅を消した。安倍政権の成長戦略に対する疑問が広がったほか、為替市場で円安基調が反転したことも嫌気された。

24 の先進国・地域で構成される MSCI ワールド・インデックスをみると、6 月 18 日現在の年初来の騰落率はプラス 10.8%となり、3 月末時点のプラス 7.2%から伸び率を拡大した。5 月 21 日のプラス 13.6%から 6 月 5 日にはプラス 8.4%にまで伸び率を低下させたが、その後に持ち直している。一方、21 カ国・地域の新興国の株式市場で構成される MSCI エマージング・マーケット・インデックスをみると、6 月 18 日現在の年初来の騰落率はマイナス 9.7%と、3 月末時点のマイナス 2.0%から下げ幅を拡大している。5 月上旬に一旦プラスサイドに浮上したものの、5 月下旬からは再び軟調に転じ、その後はおおむね右肩下がりとなっている。

主な新興国市場での 6 月 18 日現在の年初来の騰落率をみると、ブラジルのボベスパ指数がマイナス 20.9%と 3 月末時点のマイナス 9.9%から下げ幅を拡大、インドの SENSEX 指数がマイナス 2.5%と 3 月末時点のマイナス 4.5%から下げ幅を縮小、フィリピンのフィリピン総合指数はプラス 11.2%と 3 月末時点のプラス 16.8%から上げ幅を縮小、タイの SET 指数はプラス 1.0%と 3 月末時点のプラス 10.9%から上げ幅を縮小、インドネシアのジャカルタ総合指数はプラス 11.4%と 3 月末時点のプラス 13.7%から上げ幅を縮小した。新興国市場は全体としては冴えない状況が続いているが、年初からマイナスサイドで推移している市場と、伸び率こそ鈍化しているものの、プラス圏を維持している市場もある点は留意しておきたい。

債券市場は量的緩和の縮小が意識されて軟調地合い

債券市場は、米量的緩和の縮小観測が嫌気され、軟調な地合いとなっている。5 月 22 日の議会証言で、バーナンキ米連邦準備理事会 (FRB) 議長が「今後数回の米連邦公開市場委員会 (FOMC) で債券の購入ペースの縮小を決定することもありうる」と発言したことをきっかけに、米量的緩和の縮小を織り込みつつ米長期債利回りは上昇基調となっている。5 月上旬には 1.7% 前後で推移していた米 10 年債利回りは、5 月 22 日に 2.0%を上回ると、6 月 19 日は 2.3%台まで上昇している。

6 月 18・19 日に開かれた FOMC 後の会見で、バーナンキ議長は量的緩和 (QE3) の縮小を年内に開始し来年半ばには終了するとの見通しを示した。QE3 の終了に関して、初めて具体的なタイムテーブルが示されたことで、今後の債券市場はこのタイムテーブルを見据えた動きとなる。

ただし、QE3 の終了は今後の景気動向次第であり、バーナンキ議長もタイムテーブルはあくまで FOMC の経済見通しを前提にしており、決定ではないとしている。FOMC の経済見通しによる

と、2013年の成長率は、実質国内総生産(GDP)の第4四半期の前年同期比で2.3~2.6%、2014年は同3.0~3.5%とした。3月時点の見通しと比べると、2013年を下方修正した一方で2014年の見通しを上方修正している。IMFや世界銀行などが公表している見通しと比べると、水準こそやや高めとなっているが、2013年から2014年にかけて成長が加速するとのシナリオは一致しており、特に違和感はない。失業率については、2013年末が7.2~7.3%、2014年末が6.5~6.8%としており、2013年5月現在の7.6%からの低下を見込んでいる。また、インフレ率については、個人消費支出(PCE)ベースの物価指数でみて2013年が0.8~1.2%、2014年が1.4~2.0%とし、緩やかな上昇を見込んでいる。2013年4月現在のPCE物価指数は前年同月比で0.7%の上昇となっている。

5月に失業率が上昇したことや、足もとでのインフレ率が弱含みとなっていることから、量的緩和の縮小は時期尚早との見方もあるが、FRBがこうした懸念を共有しているようすはうかがえない。5月の米失業率は7.6%と4月7.5%から0.1%ポイント上昇しているが、これには労働参加率の上昇が影響しており、家計調査での就業者数は31.9万人の増加と4月の29.3万人増加に続き、比較的大幅な増加となっている。失業率は上昇したものの、労働市場は総じて改善を維持しているとの判断は可能であり、失業率が上昇しているという数字のみをもって量的緩和縮小の先送りを見込むのは難しいだろう。

物価について、バーナンキ議長はインフレ率は時間の経過とともに2%の水準に回帰するとみており、期待インフレ率は安定しているとした。物価指数と期待インフレ率については、ニューヨーク連銀のエコノミストによる興味深い分析が6月5日付けのニューヨーク・タイムズ紙で紹介されている。同エコノミストの分析によると、消費者物価指数を財(モノ)とサービスに分けた場合、2つの指数は非常に異なる動きをすると指摘した上で、中長期的な期待インフレへの影響はサービス価格がより大きく、財の価格はより短期的な期待インフレ率に影響しているとした。また、財の価格は国内要因よりも世界的な需給バランス、供給障害の影響が大きく、一方でサービス価格は労働市場との連動性が強いとも指摘している。5月の消費者物価指数(CPI)は前年同月比で1.7%上昇とFRBの目標とされる2.0%を下回っている。ただし、サービス価格(除くエネルギー)は同2.3%上昇と目標を上回っている一方で、財の価格(除く食品とエネルギー)は同0.2%低下とデフレの状態にある。FRBの政策目標が足もとのインフレ率よりも中長期的な期待インフレ率の安定に軸足が置かれていることを考慮すると、足もとでの低いインフレ率の伸びが中長期的な期待インフレ率や国内の労働市場への影響がより小さい可能性がある財価格の低下によるものであり、サービス価格は比較的安定している点に、バーナンキ議長の物価見通しとの整合性がうかがわれる。

今後の景気動向次第ながらも、QE3はFOMCのタイムテーブルに従って順次縮小される公算となっており、米長期債への投資は引き続きアンダーウェイトが推奨される。

図表2 FOMCの経済見通し(6月) 単位: %

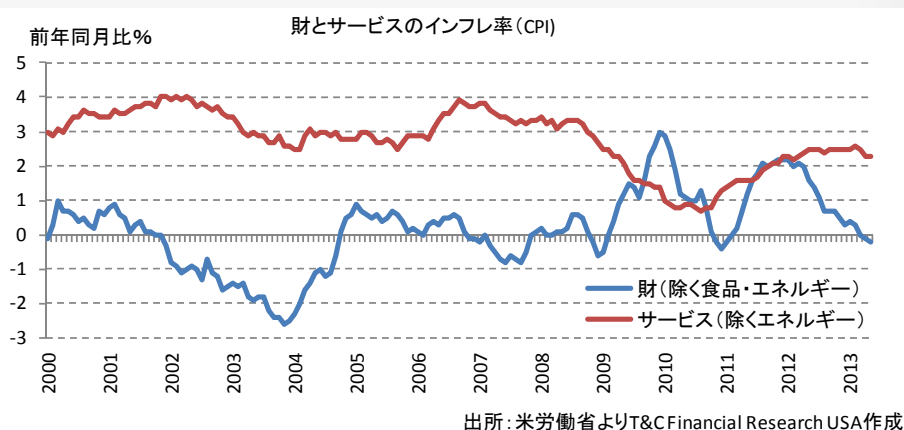
	2013	2014	2015	長期見通し
実質GDP	2.3~2.6	3.0~3.5	2.9~3.6	2.3~2.5
3月時点	2.3~2.8	2.9~3.4	2.9~3.7	2.3~2.5
失業率	7.2~7.3	6.5~6.8	5.8~6.2	5.2~6.0
3月時点	7.3~7.5	6.7~7.0	6.0~6.5	5.2~6.0
PEC物価指数	0.8~1.2	1.4~2.0	1.6~2.0	2.0
3月時点	1.3~1.7	1.5~2.0	1.7~2.0	2.0
コアPCE物価指数	1.2~1.3	1.5~1.8	1.7~2.0	N.A.
3月時点	1.5~1.6	1.7~2.0	1.8~2.1	N.A.

注: 実質GDPと物価指数は、第4四半期の対前年同期比。失業率は第4四半期。

見通しは、最も高い3つと最も低い3つを除いた中心的見通し。

出所: FRBよりT&C Financial Research USA作成

図表 3



低迷が続く金価格と不安定な原油価格

金価格は年初からの軟調な展開を継続している。金価格(ロンドン値決め、午後)は 1690 ドル台で 2013 年をスタートしたものの、2 月に入って下振れると 2 月下旬には 1600 ドルを割り込み、1600 ドルをはさんでもみ合った後、4 月中旬に急落すると 1400 ドルを下回った。一時 1400 ドル台後半まで反発するも、買い戻しの動きは続かず、5 月中旬には再び 1300 ドル台後半へと反落。6 月 19 日の FOMC 後には 1300 ドルを割り込み、6 月 20 日現在は 1290 ドル台となっている。

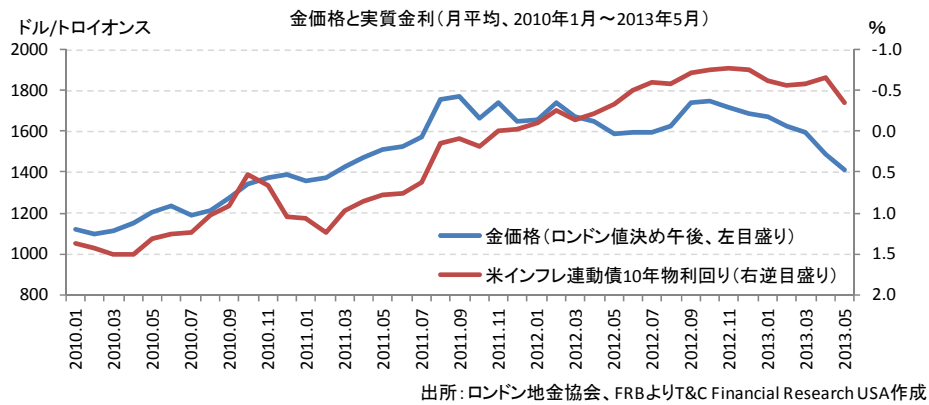
金価格の低迷は、これまで金価格を押し上げてきた支援材料が相次いで落していることが背景にある。欧州債務危機を背景としたリスク回避的な金買いは影を潜めており、米インフレ率の低下でインフレヘッジとしての金の魅力も低下している。米量的緩和を背景としたドル安リスクも、FRB が量的緩和の縮小へと動いていることから後退している。

一般に、利子や配当を生まない金にとって金利の上昇は逆風となるが、足もとでの金価格の下落はまさにこの影響を受けている。年内から来年前半にかけて、QE3 が順次縮小され、終了を迎える可能性が高まっていることから、当面は金への逆風が続く見通しだ。

原油市場に目を向けると、NY 原油先物価格(WTI、期近)は 6 月 18 日現在で 98 ドル近辺と昨年 9 月以来の高値圏にある。シリアでの内戦激化が周辺の産油国での供給障害を引き起こす可能性が懸念されている。一方、新興諸国での景気減速や株価の下落、対ユーロでのドルの上昇などが心理的な節目とされる 100 ドル台への浮上を妨げている。また、米国内では、在庫が比較的高い水準を維持しているなかで、ガソリン需要が緩やかな減少傾向にあり、ノースダコタ州やテキサス州でのシェールオイルやカナダからのサンドオイルの供給増加なども上値を抑制している。

足もとではシリア情勢に市場の注目が集まっており、ファンダメンタルズへの注目度は低い。地政学的リスクとしてはシリア以外にも、ナイジェリアやスーダン、ベネズエラといったアフリカや南米の産油国でも政情が不安定となっており、ダウンサイドリスクは限定的となりそうだ。向こう 3 カ月程度を想定した場合、アップサイドリスクがダウンサイドリスクを上回るとみられるが、積極的に買い進むにはややファンダメンタルズが弱く、ショートポジションを取らないことを推奨するにとどめたい。

図表 4



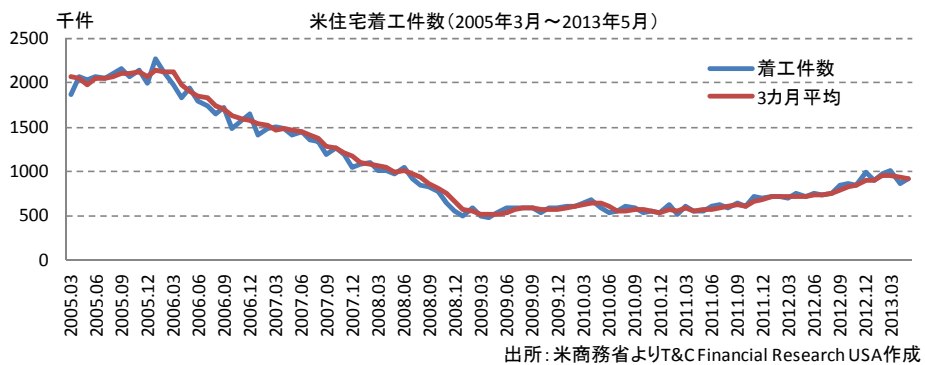
米不動産市場は堅調を維持もローン金利の上昇を警戒へ

米住宅市場は引き続き堅調を維持している。5月の米住宅着工件数は前月比6.8%増加と4月の同14.8%減少から持ち直した。やや振れの大きい動きとなっているものの、5月は前年同月比で28.6%増加しており、基調としての堅調さは維持しているもようだ。全米住宅建設業者協会(NAHB)が発表した6月の住宅建設業者指数は52と約7年ぶりに高水準となり、2006年4月以降で初めて業況判断の分岐点となる50を上回った。4月の米新築住宅販売件数は前年同月比29.0%増加、販売価格(中央値)は同14.9%上昇した。4月の米中古住宅販売件数は前年同月比9.7%増加、販売価格は同11.0%上昇した。

堅調を維持している米住宅市場であるが、量的緩和の縮小観測を背景に住宅ローン金利が上昇している点はきがりだ。米住宅ローン金利(30年固定)は年初の3.3%台から6月上旬には4.0%台まで上昇し、その後も4.0%近辺での推移が続いている。中古住宅販売件数は、前年同月比では大幅な増加となっているものの、昨年11月でほぼ頭打ちとなり、12月以降はおおむね横ばいの動きが続いている。同様に住宅着工件数も2013年に入ってから増勢が鈍化している。

ダウジョーン REIT 指数は、2012年に13.3%上昇した後、2013年に入っても増勢を維持し、5月21日時点での年初来の騰落率はプラス16.1%となっていたが、その後は急反落となり、6月21日現在の年初来の騰落率はマイナス1.0%となっている。量的緩和の縮小観測で下値不安は払しょくできていないことから、短期的にはまだダウンサイドリスクが大きい、住宅市場が弱気となれば、量的緩和の縮小も見送られる公算が大きいことから、中長期的には底入れを待つ買い場を探る展開となろう。

図表 5



(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: **日本、米国**

アンダーウェイト: **BRICs**

2013年の世界経済見通しは、新興国でやや大幅な下方修正

世界銀行は6月12日、世界経済見通し(改訂版)を発表し、2013年の世界経済の実質成長率を2.2%とし、前回1月時点の2.4%から0.2%ポイント下方修正した。中国が前回の8.4%から7.7%へ0.7%ポイント下方修正されたのをはじめ、インドが5.7%と0.4%ポイント、ブラジルが2.9%と0.5%ポイント、ロシアが2.4%と1.2%ポイントそれぞれ下方修正され、BRICsを中心とした新興諸国の見通しが大きく引き下げられた。また、ユーロ圏の見通しも前回のマイナス0.1%からマイナス0.6%へと0.5%ポイント下方修正されている。一方、米国は2.0%と前回から0.1%ポイント上方修正されたほか、日本は1.4%と前回から0.6%ポイント上方修正された。

4月16日に国際通貨基金(IMF)が公表した世界経済見通しによると、2013年の世界の成長率は3.3%と1月時点の3.5%から0.2%ポイント下方修正された。2012年の成長率が3.2%だったことから、成長の加速が期待された2013年の成長率は当初の予想を達成できず、2012年からほぼ横ばいの動きとなる公算が大きくなっている。また、2013年の成長見通しを国・地域別にみると、先進国では米国が1.9%と1月時点から0.2%ポイント下方修正されたほか、ユーロ圏はマイナス0.3%と1月時点から0.2%ポイントの下方修正となった。一方、日本は1.6%と1月時点から0.4%ポイント上方修正されている。新興国では中国が8.0%と1月時点から0.1%下方修正、インドが5.7%と1月時点から0.2%ポイント下方修正されたほか、ブラジルが3.0%と1月時点から0.5%ポイントとやや大きく下方修正されている。先進国全体では2013年が1.2%と1月時点から0.1%ポイント下方修正されたものの、2014年は2.2%と0.1%ポイント上方修正されている。新興国全体では2013年が5.3%と1月時点から0.2%下方修正され、2014年も5.7%と1月時点から0.1%ポイントの下方修正となっている。

先進国間や新興国間での成長見通しの格差がやや大きくなっており、単純に先進国か新興国かを軸にしてカントリーアロケーションを決めるのは難しくなっている。あえてこの枠組みで議論するならば、資本の流出が懸念されている新興国をアンダーウェイト、資本回帰が指摘されている先進国がオーバーウェイトとなるが、当面は臨機応変に、先進国・新興国という枠組みはとりあえず脇に置き、比較的成長の高い国・低い国を見極めてアロケーションを考えたほうがよいだろう。こうした観点からは、低成長が見込まれているユーロ圏は引き続きアンダーウェイトとする一方で、比較的堅調が予想されている米国や日本をオーバーウェイトとすることが推奨される。ただし、ユーロ圏のなかでも中心国のドイツ経済は依然として低成長ながらも底堅い推移が期待されていることから、ウェイトを落とす必要はなさそうだ。一方、成長率見通しが下方修正された、フランス、イタリア、スペインのほか、ユーロ圏ではないが成長見通しの下方修正が大きかった英国への投資比率は引き下げたほうがよさそうだ。新興国も同様に、下方修正の大きかったBRICsをアンダーウェイトとする一方で、上方修正されたASEANへの投資比率を引き上げることは検討に値しよう。先進資源国では米国に近いカナダについてはやや強気、中国に近いオーストラリアはやや弱気となろう。

図表 6 主要国・地域の成長見通し(実質GDP、前年比%)

	4月見通し		1月見通し	
	2013	2014	2013	2014
先進国	1.2	2.2	1.3	2.1
米国	1.9	3.0	2.1	3.1
ユーロ圏	-0.3	1.1	-0.1	1.1
ドイツ	0.6	1.5	0.5	1.5
フランス	-0.1	0.9	0.3	0.9
イタリア	-1.5	0.5	-1.1	0.5
スペイン	-1.6	0.7	-1.5	0.8
英国	1.6	1.4	1.2	0.7
日本	0.7	1.5	1.0	1.8
新興国・途上国	5.3	5.7	5.5	5.8
中国	8.0	8.2	8.1	8.5
インド	5.7	6.2	5.9	6.3
ブラジル	3.0	4.0	3.5	3.9
ロシア	3.4	3.8	3.7	3.8
ASEAN	5.9	5.5	5.6	5.7

出所:IMFよりT&C Financial Research USA作成

米国は個人消費が底堅さを維持も生産活動は依然として低調

2013年1-3月期の米実質国内総生産(GDP)速報値は前期比年率2.5%増加となり、事前予想の同3.0%を下回った。改定値では同2.4%増加と0.1%ポイント下方修正されている。2012年10-12月期の確定値、同0.4%増加からは持ち直したものの、10-12月期に下振れた反動との見方も考慮するとやや力強さを欠いている。とはいえ、住宅価格や株価の上昇、ガソリン価格の低下などを背景に5月までの個人消費は底堅く推移している。6月のFOMCの声明では、従来の「経済活動は穏やかに改善している」との基調判断に、「景気と労働市場の下振れリスクは昨秋以降減少してきた」との文言が加えられており、景気見通しはやや強気に修正されている。

5月の米小売売上高は前月比0.6%増加と4月の同0.1%増加から伸び率を拡大させた。給与税減税の終了や富裕層への増税、歳出の強制削減などが米成長の重しとなっているなかで、ガソリン価格の低下が緊縮財政の影響を一部緩和しているもようで、消費者は購買意欲を高めている。項目別では、ガソリンの売上高が前月比0.2%減少した一方で、自動車と同1.8%増加、建設資材が同0.9%増加と高い伸びを示した。また、5月の米ミシガン大学消費者信頼感指数は2007年7月以来、5年10カ月ぶりの高水準へと上昇しており、株高や住宅価格の上昇を背景に家計の見通しが改善したことが消費の伸びを後押ししている。ただし、6月の同指数は5月からやや水準を低下させている。株価の調整や住宅価格の伸びが鈍化するとの見方から、楽観的な見方が後退しているもようだ。

一方、企業の生産活動は低迷が続いている。4月の米鉱工業生産指数は前月比0.5%低下と予想を上回る落ち込みとなり、前年同月比では1.9%の上昇にとどまった。5月の同指数も前月比横ばいと持ち直しの動きは鈍い。4月のシカゴ連銀全米活動指数(CFNAI)はマイナス0.53と3月のマイナス0.23から一段と悪化した。3カ月平均でもマイナス0.04とマイナス圏にあり、米生産活動の停滞を裏付けている。また、5月ISM製造業指数が6カ月ぶりに拡大・縮小の分岐点となる50を割り込んでおり、企業のセンチメントも弱い。製造業の設備投資は更新・維持が中心となり、競争力を強化するための情報化・効率化および研究開発は実施するものの、増産には消極的で雇用にも慎重さがうかがえる。

5月の米雇用統計では、非農業部門の雇用者数が前月比17.5万人の増加となり、緩やかな増加傾向を維持した。3月の同14.2万人、4月の14.9万人から小幅ながらも増加幅を拡大しており、底堅い動きとなっている。一方、5月の米失業率は7.6%と4月の7.5%から0.1ポイント上昇した。ただし、家計調査での就業者は前月比31.9万人増加したほか、労働参加率も上昇したことから、失業率は上昇したものの、総じてみれば労働市場は改善していると判断してよさそうだ。ただし、時間当たりの平均賃金や平均週間労働時間の伸びが低く、所得の伸び悩みが懸念されている。

欧州はマイナス成長を継続中、失業率が過去最高に

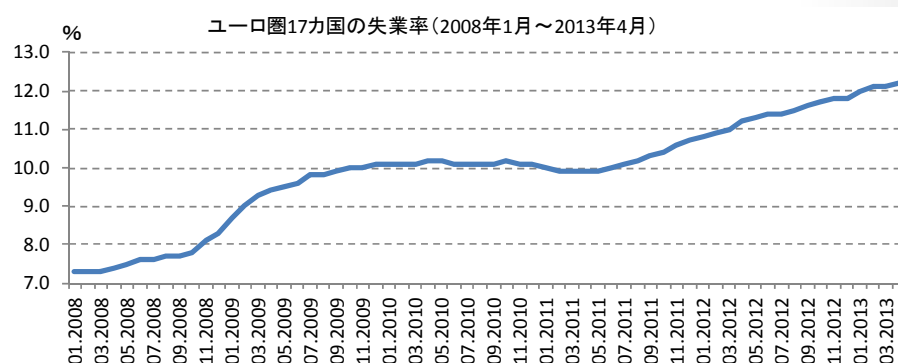
2013年1-3月期のユーロ圏の域内総生産(GDP)は前期比0.2%減少と4四半期連続でマイナス成長となった。前年同期比では1.1%減少した。2012年10-12月期の前期比0.6%減少からは下げ幅を縮小したものの、輸入が輸出以上に落ち込んだために、外需がプラス寄与となっており、域内の需要は依然として弱いままとなっている。欧州委員会は4-6月期のユーロ圏のGDPの伸びを前期比0.1%増加とプラス転換を見込んでいるが、4月のユーロ圏小売売上高は前月比0.5%減少と予想以上の大幅な落ち込みとなり、4-6月期のスタートから個人消費の低迷が明らかとなっている。

ユーロ圏では中心国と南欧諸国の政府債券利回りの格差が縮小し、金融危機への懸念が和らいでいるものの、家計や企業への信用が拡大している兆しはまだうかがえず、現行の金融政策では景気の下支えとして力不足であることが明らかになりつつある。

4月のユーロ圏の失業率は12.2%と1995年の統計開始以来で過去最悪となった。国別では、スペインが26.8%と最も高く、ポルトガルの17.8%、キプロスの15.6%と財政危機が深刻化した国が続いている。なお、ギリシャの失業率は3月時点で26.8%となっている。また、中心国ではドイツが5.4%、フランスが11.0%、イタリアが12.0%となり、ドイツ以外は高止まりとなっている。特に、若年層(15歳以上25歳未満)での失業が深刻化しており、ユーロ圏全体で24.4%となっている。南欧諸国では、スペインが56.4%、ポルトガルが42.5%、イタリアが40.5%と危機的な水準にある。ギリシャは3月時点で59.2%となっている。

ユーロ圏では2012年9月に欧州中央銀行(ECB)が無制限の国債購入プログラムを開始して以降、債務問題を抱えた南欧諸国の国債利回りが低下し、財政危機をきっかけとした金融不安が後退した。しかし、金融不安こそ和らいだものの、景気は一向に上向く気配がうかがえず、失業率の上昇に歯止めがかかっていない。ユーロ圏では債務危機から失業危機へと様相が転じており、ECBの追加的な金融緩和への期待も高まっている。

図表7



日本は参院選の結果を見極めへ、貿易赤字の拡大は円安を支援か

2013年1-3月期の日本の実質国内総生産(GDP)改定値は前期比年率4.1%増加となり、速報値の同3.5%増加から上方修正された。プラス成長は2四半期連続となり、昨年7-9月期をボトムに景気は底入れしたとの見方が強まっている。

4月26日に公表された日銀の展望レポートでは2013年度の実質国内総生産(GDP)は2.9%と1月時点の2.3%から0.6%ポイント上方修正された。また、2014年度についても、1.4%と1月時点の0.8%から0.6%ポイント上方修正されており、金融・財政の両面からの支援を受けて、日本経済は順調な拡大が見込まれている。

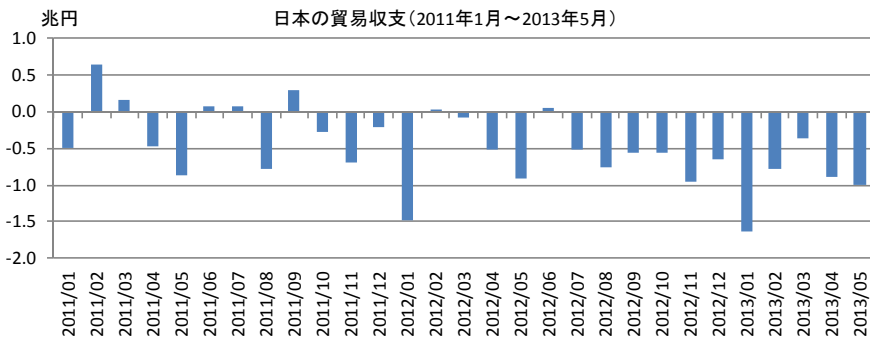
4月1日に日銀が公表した3月の全国企業短期経済観測調査(短観)によると、足もとの大企業の業況判断は製造業・非製造業ともに3四半期ぶりに改善し、企業マインドの改善が確認された。また、2013年度の想定為替レートは1ドル=85.22円となり、6月21日現在のドル円レートは97円台と、想定レートからは大きく円安に振れていることも手伝って、先行きに対する改善期待も高まっている。ロイター通信社によると、6月21日現在で、7月1日に発表予定の6月短観では、大企業の業況判断はさらに改善する見通しだ。

安倍首相が推進する「アベノミクス」による円安・株高で、5月22日にはドル円相場は1ドル=103円台まで円安が進み、日経平均も1万6000円に迫った。ただし、5月22日の金融政策決定会合後の記者会見で日銀の黒田総裁が「長期金利は中央銀行が完全にコントロールできるものではない」と発言したことや、同じ5月22日の議会証言でバーナンキFRB議長が「今後数回のFOMCで債券の購入ペース縮小を決定することもありうる」と述べたことなどから、金融市場が不安定となり、その後は円安・株高ともに調整局面となっている。

5月の貿易収支は9939億円の赤字となり、5月としては過去最大の赤字額となった。貿易赤字は11カ月連続で、赤字が定着しているほか赤字額も増加基調にあることから、円安には追い風となる。日本の場合、貿易収支が赤字の状況で円が下落したことから、当面はいわゆるJカーブ効果で収支の悪化が見込まれている。長期的には、輸入物価の上昇による輸入の抑制と輸出競争力の回復による輸出の増加で収支は改善に向かうはずであるが、現状では改善の兆しがうかがえない。貿易赤字の拡大は基調的な円安トレンドを支援すると考えられることから、不安定な金融市場が落ち着きを取り戻せば、再び円安基調へと回帰し、株価を下支えることが期待される。

当面の焦点としては、7月4日公示、7月21日投開票が有力視されている参院選での結果が注目される。「第3の矢」とされる成長戦略を速やかに実行するためにも、「決められない政治」の背景となっている「ねじれ国会」を解消できるのかがポイントとなる。6月23日の都議選で圧勝するなど、これまでのところ、自民党の優勢が伝えられてはいるものの、金融市場の混乱などから今後の景気見通しが下振れた場合には、厳しい戦いとなることも予想される。

図表 8



出所:財務省よりT&C Financial Research USA 作成

中国は成長が鈍化、金融緩和には慎重姿勢で先行き不透明

中国の2013年1-3月期の実質国内総生産(GDP)は前年同期比7.7%増加と2012年10-12月期の同7.9%増加から伸び率を縮小した。2012年の成長率は7.8%と13年ぶりに8.0%を下回り、中国政府は公共投資の認可加速などで景気の下支えに動いているものの、成長は加速せず、やや足踏み状態となっている。政府目標である7.5%こそ上回ってはいるものの、8.0%割れは4四半期連続となり、4-6月期の成長率は1-3月期からさらに減速するとみられていることから、政府目標の達成も怪しくなりつつある。

経済協力開発機構(OECD)は5月29日、2013年の中国の成長率見通しを3月時点の8.5%から7.8%に下方修正した。2014年についても8.4%と従来の8.9%から引き下げた。同じ5月29日には国際通貨基金(IMF)も従来の8.0%から7.75%へと引き下げている。

OECDによると、2013年の中国のインフレ率は2.0%、2014年は2.4%となる見通し。2013年の政府のインフレ目標は3.5%となっており、5月の消費者物価指数は前年同月比で2.1%上昇と落ち着いていることから、低いインフレ率を背景に中国人民銀行(中央銀行)が金融緩和に動くとの見方もある。また、HSBCが公表した6月の中国製造業購買部担当者景気指数(PMI)は48.3と5月49.2から低下し、2カ月連続で好不況の分岐点となる50を下回った。4-6月期に景気が一段と減速するリスクが高まっていることから、追加緩和を求める声も強まっている。

一方、中国政府は今年3月から不動産への規制を導入したが、住宅価格の上昇に歯止めがかかっていない。5月の中国主要70都市の新築住宅価格は前年同月比6.0%上昇と4月の同4.9%上昇から伸び率を拡大した。上昇は5カ月連続となり、伸び率は全国規模での算出が開始された2011年1月以降で最大となっている。景気の減速が懸念されるなかでも、不動産への投機を抑制するために金融緩和には動きづらいもようであり、政府が金融緩和に慎重な姿勢をみせていることから、景気の先行きに対する不透明感が高まっている。

新興諸国ではブラジルが低迷を継続、インドは通貨安を警戒

ブラジルの2013年1-3月期の実質国内総生産(GDP)は前期比0.6%増加と事前予想の同0.9%増加を下回った。前年同期比では1.9%の増加となった。2012年の成長率が0.9%と低迷したことから、持ち直しの動きが期待されたものの、製造業の低迷が長期化しているほか、インフレ懸念を背景に消費も弱く、成長の伸びを抑制している。

ブラジル中央銀行は5月29日、政策金利を0.50%ポイント引き上げて8.00%とした。政策金利の引き上げは2カ月連続のこと。5月のブラジルのインフレ率は6.50%と4月の6.49%からわずかに上昇した。政府目標である4.5%を大きく上回っており、追加利上げの可能性が指摘されている一方、一段の通貨安も懸念されている。ブラジル・リアルは6月21日現在で1ドル=2.24リアル台となり、年初来の高値となる3月11日の1.94リアル台から14.5%下落している。

ブラジル政府は6月4日、外国投資家が債券など固定金利資産に投資する際に課している税率6%の金融取引税(IOF)を撤廃した。IOFは、ブラジルの金利が相対的に高いことを背景に、ドルなどの安い金利で借り入れた資金がブラジル国内に流入し、リアル高を招いたことから導入されていた。ただし、最近では米国が量的緩和を見直すとの見方を背景にリアルが下落しており、IOFの撤廃により資金の流入を促し、リアル安の進行を阻止する意図があるもようだ。

ブラジル経済は景気停滞下で比較的高いインフレに見舞われており、いわゆるスタグフレーションの状態にある。2014年にワールド・カップ、2016年にオリンピックの開催を控えて、社会資本への投資拡大やインフラ整備への期待が強い一方で、低成長・高インフレに対する国民の不満が高まっており、モノではなく、医療や教育などへの投資を求める大規模なデモが発生し、政

情が不安定となっている。6月上旬に始まったデモは、6月20日現在で全国80都市、100万人規模に膨らんでいる。

インドの2013年1-3月期の実質国内総生産(GDP)は前年同期比4.8%増加と2012年10-12月期の同4.7%増加からわずかに伸びを拡大した。インドの成長率は2010年1-3月期の同11.8%をピークに低下傾向が続いていたが、ようやくこの傾向に歯止めがかかった。ただし、2四半期連続で5%割れとなり水準は低い。

インド中銀は6月17日、政策金利を7.25%で据え置いた。インド中銀は、インフレ圧力の鈍化を背景に、今年1月から前回まで3会合連続で利下げを実施していた。5月のインド卸売物価指数(WPI)は前年比4.7%上昇と4月の同4.89%上昇から伸び率を鈍化させた。伸び率の鈍化は4カ月連続で、水準は約3年ぶりの低水準となっている。

インド経済は成長の鈍化とインフレ率の上昇が並存する状況からはようやく抜け出したもようだ。ただし、金融緩和の影響もあり、依然として低成長が続くなかで、インドルピーの下落によるインフレ圧力の高まりや資本流出による経常収支の悪化が警戒されており、景気の足腰は依然としてせい弱とみられている。ルピー安への警戒からインド中銀は金融緩和には慎重になっており、景気の舵取りが難しくなりそうだ。インドルピーは6月21日現在、1ドル=59.2ルピー台となり、5月から始まった下落に歯止めがかかっていない。インドルピーは5月上旬の53ルピー台から6月21日までに10.7%下落している。

先進資源国ではカナダがおおむね堅調、オーストラリアはやや軟調

先進資源国ではカナダとオーストラリアでやや明暗が分かれている。カナダの2013年1-3月期の実質国内総生産(GDP)は前期比年率2.5%増加と2012年10-12月期の同0.9%増加から伸び率を大きく拡大した。鉱山、石油、ガスの探索が主導して鉱工業部門が牽引したほか、輸出の増加がGDPを押し上げた。カナダ経済は、2012年の下半期の緩慢な伸びから持ち直しているが、昨年下半年の停滞が一時的な要因によるものか、今年1-3月期を短期的な回復とみるか意見が分かれている。カナダ中銀は5月29日、政策金利を1.00%に据え置いた。見通しについては、利上げも利下げもありうるとする従来の姿勢を踏襲した。輸出の増加は米国内需拡大と歩調をあわせており、おおむね良好な米景気が今後も追い風になるとみられている。

オーストラリアの2013年1-3月期の実質国内総生産(GDP)は前期比0.6%増加となり、2012年10-12月期の同0.6%増加から横ばいとなった。前年同月比では2.5%増加と10-12月期の同3.2%増加から伸び率を低下させており、景気は減速しているといえる。オーストラリア中銀は5月7日、政策金利を0.25%ポイント引き下げ、過去最低となる2.75%とした。引き下げは昨年12月以来のこと。成長のけん引役だった設備投資の低迷が続いているほか、個人消費の伸びも鈍化している。1-3月期に関しては輸出が伸びたものの、最大の貿易相手国である中国の景気減速懸念から、企業マインドは冷え込んだままとされている。

(井上秀之)

◇ 当面のセクターアロケーション

オーバーウェイト：通信サービスセクター

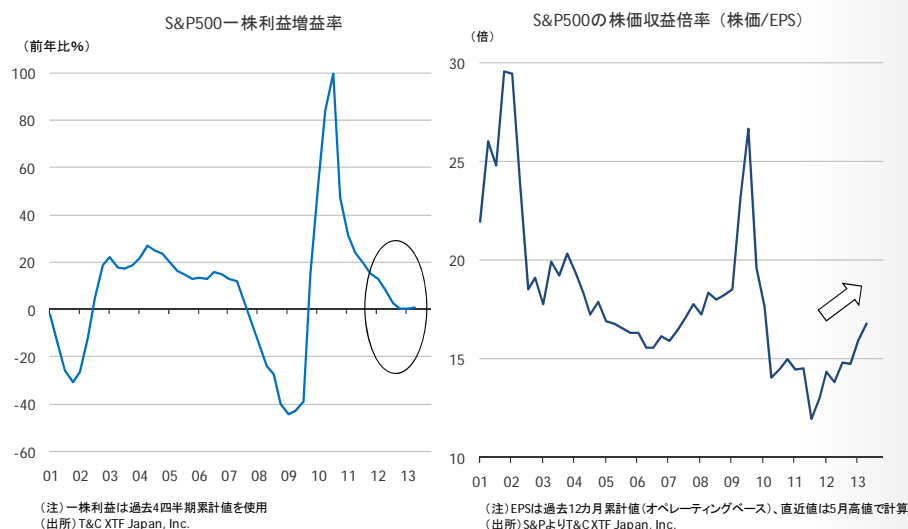
アンダーウェイト：一般消費財サービスセクター

サマーラリーかそれとも調整リスクか？

春先にかけて世界的に株式市場は堅調さを維持した。ダウ平均や S&P500 も 5 月までに年初来上昇率が 18% 近くに達し、年央から年後半にかけて強気相場はまだ上昇余地を残しているとの見方も強まった。しかし、FRB が量的緩和について近いうちに規模を縮小するとの見方が 5 月半ばに浮上すると、主要国中央銀行の量的緩和策拡大で最も恩恵を受けた日本株が調整色を強め、世界的に金融市場のボラティリティが足もと高まっている。

冷静に米国経済のファンダメンタルズをみるならば、春先以降の景気に加速感はみられず、FRB が量的緩和の規模縮小に乗り出すに足るだけの十分な根拠は見いだせない。規模縮小について時期尚早との見方を FRB が明確にすれば、金融政策に対する不透明感が払しょくされる過程で相場が再び堅調さを取り戻す可能性もある。一方、QE3 を実施した昨秋のような先行き経済に対する不透明感はひとまず薄れ、QE3 の期間や規模に関し、ある程度の制限を明示しようと FRB が考えたとしても不思議ではない。その場合、FRB の金融政策を巡っての投資家の疑心暗鬼は収まらず、予想外の金利上昇や業績・景気下振れに対し相場が過度に反応する可能性も高い。ところで、株価を一株あたり利益 (EPS) と株価収益倍率に分けて考えた場合、年初来の株価上昇はそのほとんどが PER の拡大によってもたらされている。このため、今後の相場を見通す上でも PER がどう変動するかを考える必要がある。PER が今後どう変化するかは、主に 1) 金利動向や 2) 将来への期待に加えて、3) 企業の効率よく利益を生み出す力 = 労働生産性に左右される。以下では特に 3) に注目して分析した後に、足もとの PER を基準とした当面のセクター判断を示す。

図表 9



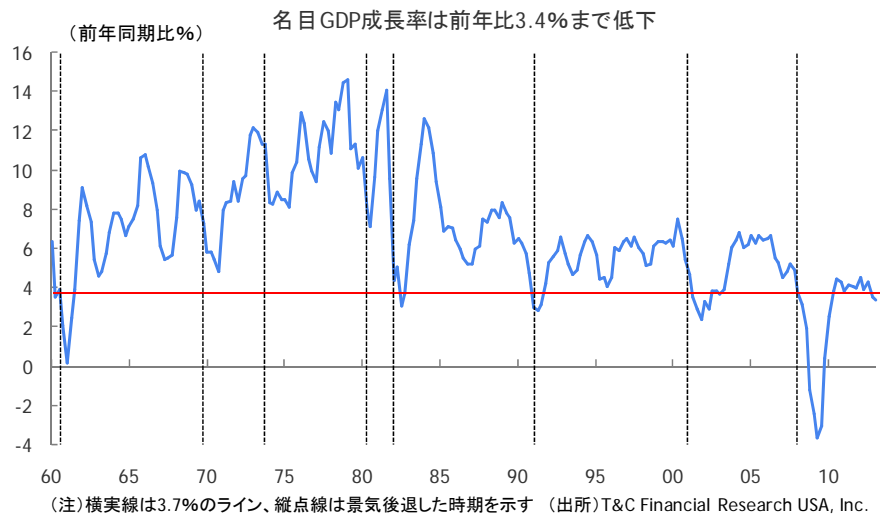
矢継ぎ早の量的緩和にもかかわらず、名目 GDP 成長率は鈍化傾向

3 次にわたる量的緩和を実施した FRB の目的が、デスインフレ傾向を防ぎ、雇用を拡大するに十分な実質成長率を実現するという点にあるとすれば、それを確認する最も優れた経済統計は名目 GDP 成長率 (= 実質成長率 + インフレ率) であろう。しかしながら、同統計を見る限り、FRB の政策が着実に実を結んでいるとは言い難い。1-3 月期実質 GDP 成長率は前期比年率 1.8% にとどまり、2012 年 10-12 月期の同 0.4% と併せてみれば、年末年始の米国経済は 1% 台程度の実質成長にとどまったことになる。

加えてインフレ率の鈍化傾向が足もとで鮮明となっている、4 月個人消費デフレーターは前年比 1.1% まで伸び率が鈍化し、FRB の目標とする 2% を大きく下回る水準で推移している。結果

1-3 月期名目 GDP 成長率は前年同期比 3.4%と、2010 年 1-3 月期(同 2.5%) 以来の低水準となった。名目 GDP 成長率が前年比 3.7%を下回った過去 4 回のケースは、いずれもその後に景気後退に陥っており、足もとの米国経済が依然ぜい弱であることをうかがわせる。

図表 10



労働生産性の伸びが大きく鈍化していることが低成長の原因？

FRB の矢継ぎ早の量的緩和策がこれほどまでに効果を発揮していない理由を探れば、それは労働生産性の伸び率が低迷している点に求めることができる。

1-3 月期労働生産性(非農業企業)は前期比年率 0.5%増にとどまり、前年同期比では 0.9%となった。ここ 2 年ほどは同伸び率が 1%を下回ることが多く、足もとの労働生産性の伸びは歴史的にみても低水準であることがわかる。短期の変動を均した 2 年平均値でトレンドを見ると、金融危機のあと一時的に生産性が回復したものの、2011 年以降は伸び率の鈍化が顕著であり、足もとの水準は 1994 年や 1982 年以来の低水準である。

そもそも FRB の量的緩和策に、労働生産性を押し上げるような効果を期待するのは無理があらう。逆に、ゼロ金利政策の長期化こそが労働生産性の低下をもたらしているとの見方も少なくない。例えば、長短金利がいずれもゼロ近辺にとどまると、リスクを取ってまで設備投資や融資を行うインセンティブが低下し、長期的な成長をもたらす投資活動が抑えられる。機会費用がほとんどないために、企業や金融機関はキャッシュの形で資金保持に努めることになる。また余剰資金を抱えている投資家が、本来市場から締め出されるべき不効率な企業の資金調達にも資金を投下することで効率的でない事業が延命することになる。最近でいえば JC ペニーの起債などがその例にあたるかもしれない。いずれにせよ、超低金利という状況が長引くことによって、経済全体の効率性が損なわれる可能性は否定できない。経済の効率性を高め、投資を促進するには、海外留保利益の国内還元に対する減税策や投資減税策、(代替エネルギーなど)新技術への補助金といった財政政策が必要だろう。米国の中期的な成長力を高めるために求められているのは投資不足(とその裏側にある貯蓄不足)を解消する政策であり、現行の金融政策ではその役割を果たすことは難しい。

図表 11

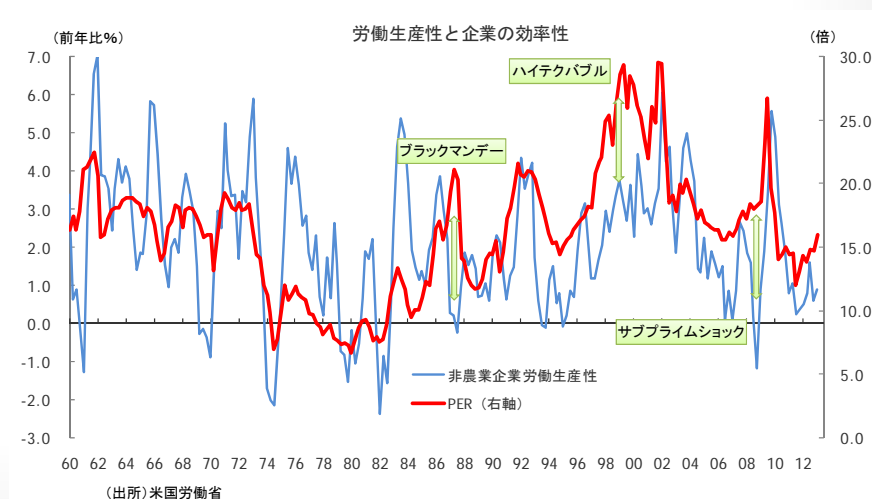


労働生産性の低迷を踏まえれば PER の拡大余地は限定的か

政策面での「べき」論のみならず、株式投資の観点でも労働生産性の低迷は重要な視点を提供している。というのも労働生産性と株価評価＝PER には小さくない関係が見出せるからである。図表 12 は労働生産性と PER の関係を過去にさかのぼってみたものである。投入要素あたりの生産量が増える(＝労働生産性の拡大)ということは、それだけ効率的に付加価値を生み出しているということになり、一国経済における企業の利益を生み出す力が増していると解釈することが出来る。そのような「企業の利益を生み出す力」を評価する場が株式市場であることを考えれば、労働生産性の伸び率と PER の変動が似た動きをするということは十分理屈に合う。

同図をみると、90 年代後半のいわゆるハイテクバブル期には、PER の水準が急上昇したが、同時期に労働生産性の伸び率も改善していたことがわかる。その意味では、ハイテクバブルが全く理由もなく生じたわけではないともいえる(ただし、労働生産性の改善で正当化できるのはせいぜい PER20 倍程度であり、それを越える部分は「バブルであった」ということだろう)。つまり、単に PER の水準のみをもって割高か否かを議論するよりも、労働生産性の伸びとの比較、つまり両者のかい離の大きさをもって割高か否かを判断した方がよさそうである。例えば、87 年も 99 年もそして 2008 年も両者が一時的に大きくかい離したことで、株式市場の割高な状況が発生したともいえ、単に PER の水準のみで割高・割安を判断すべきではない。

図表 12



春先から相場は史上最高値を更新し続ける動きとなっており「株式相場は行き過ぎか否か」といった議論も目立つようになってきた。PER の水準だけに注目すると、1999 年のような水準からはるかに低く、PER すなわち株価には上昇余地があるとの見方も多い。一方、労働生産性の低迷が続いていることから、PER 水準と生産性の伸びには足もとで乖離が目立ち始めている。労働生産性に改善の兆しが見られない場合には、PER 拡大の動きが続くという見方には懐疑的にならざるを得ない。

主要 10 セクターの今年に入ってから PER 変化と PER 水準

5 月 21 日に S&P500 が史上最高値を付けてから、相場はやや不安定な展開となっているが、この間のセクター動向をみると、住宅建設セクターの下げや公益・通信サービスセクターの下げ幅が大きくなっている。いずれのセクターも長期金利上昇によってネガティブな影響がみられるセクターであるが、仮に売られすぎということであれば「買い」のチャンスととらえることもできる。

昨年末と直近(6 月 7 日)時点の主要 10 セクターの PER と、その変化をまとめたのが図表 13 である。なお当分析で利用する各セクターの PER は 12 カ月後予想利益を利用した予想 PER であり、ブルームバーグが集計したデータ(週次)であることを最初にお断りしておく。FRB の流動性供給等を背景に、今年に入って比較的大きく PER が拡大したセクターを確認すると、ヘルスケア、情報テクノロジー、一般消費財といったセクターになる。一方で今年に入ってから PER にほとんど変化が生じていないセクターは、素材や通信サービスといったセクターになる。

次に、主要 10 セクターの PER 水準について過去の平均的な PER 水準と比較することによって、足もとの PER が高いか/低いかを確認する。図表 14 は、1993 年年以降、過去 20 年間にわたる PER の平均値をみたものである。最高値・最低値を求め、過去のレンジのどの辺りに位置するかをみる方法もあるが、景気の山や谷の局面で予想利益が異常値を取る場合もあるため、ここでは過去 20 年の平均値と足もとの PER 水準を比較し、どれだけ上回っているか下回っているかをそれぞれ%で示すことにする。すると、金融や公益、一般消費財といったセクターが過去との比較で割高なセクターと考えられ、逆に情報テクノロジー、エネルギー、ヘルスケアといったセクターが割安と考えられる。

図表 13

主要10セクター	PER(12カ月後予想利益ベース)			
	昨年末	現在	変化幅	変化率
一般消費財	16.2	17.9	1.7	10.5%
生活必需品	15.9	17.4	1.5	9.4%
エネルギー	11.4	12.6	1.2	10.8%
工業	13.9	15.3	1.4	10.3%
金融	12.4	13.4	1.0	8.1%
ヘルスケア	13.2	15.5	2.3	17.3%
情報テクノロジー	12.3	14.0	1.7	13.7%
素材	15.3	15.3	0.0	-0.3%
通信サービス	20.4	19.2	-1.2	-5.9%
公益	14.3	15.5	1.2	8.5%

(注)現在=6月7日時点

(出所)BloombergよりT&C XTF Japan

図表 14

主要10セクター	ヒストリカルレンジ(1993年からの 20年間、週次)		
	平均値	現在	平均値か らの位置
一般消費財	15.4	17.9	16.5%
生活必需品	16.1	17.4	8.4%
エネルギー	16.0	12.6	-21.5%
工業	14.4	15.3	6.2%
金融	11.2	13.4	19.6%
ヘルスケア	19.3	15.5	-19.3%
情報テクノロジー	20.4	14.0	-31.7%
素材	17.9	15.3	-14.4%
通信サービス	19.2	19.2	-0.3%
公益	13.8	15.5	12.1%

(注)現在=6月7日時点

(出所) BloombergよりT&C XTF Japan

一般消費財サービスセクターは「売り」、通信サービスセクターは「買い」

長期金利の不安定化や生産性の低迷などを背景に、年初以降の PER 拡大を背景とした株高は足もとで修正される可能性も高まっている。このため、セクター判断の視点としては、今年に入ってからの PER 変化があまり大きくなく、過去との比較で足もとの PER が割高でないセクターに注目すべきと考える。

まず、ヘルスケアや情報テクノロジーセクターは、歴史的に見れば水準はまだ割高とは言えず、今年に入ってから PER の拡大が進んだとはいえ、これを避ける必要はないだろう。一方で(住宅建設株や小売り株が含まれる)一般消費財サービスセクターは、年初以降 PER の拡大が進むと同時に、過去の平均的な PER 水準を既にかなり上回っており、PER が下方修正されるリスクは小さくないと考えられる。目的的に同セクターへのエクスポージャーを縮小することが賢明であろう。

次に、素材や通信サービスセクターは今年に入ってから PER の拡大がほとんどみられていないのみならず、過去平均 PER と比べてもかなりの割安(素材セクター)かほぼ平均程度(通信サービス)の PER 水準にとどまっている。素材セクターについては、今年後半に向けて中国や欧州などグローバル景気の下振れ懸念が残る中、「買い」の判断とするにはやや時期尚早のきらいがある。一方、通信サービスセクターは、長期金利の不透明感から「配当」目的の投資資金が大きく流出したもようだが、そのような動きもほぼ一巡したものと考えられる。金融資産からのインカムが必要な退職層の拡大といった人口動態もあり、高配当株に対する投資需要は引き続き高いと見込まれる。足もとの株価調整を受け、値ごろ感のある通信サービスセクターを「買い」としたい。

(和田康志)

◇ グローバル ETF ポートフォリオについて

アメリカで急拡大する ETF マネージドポートフォリオ

全ての投資家は、ETF を活用することで 1) 透明性・機動性に優れ、2) 様々な投資環境に柔軟に対応できるポートフォリオを構築できる。“ETF 先進国”アメリカでは、ETF マネージドポートフォリオと呼ばれる、ETF で構築されたポートフォリオを富裕個人投資家に提供する投資アドバイ

ザーが急増している。モーニングスター社の調べによれば、昨年半ばまでに数にしておよそ 500 社、運用資産残高にして約 500 億ドルを超える規模に拡大しているという。

弊社グローバル ETF ポートフォリオ

中長期的なマクロ経済シナリオに基づき、弊社では投資家のリスク許容度やインカムニーズに応じた 3 種類(トータルリターン型、バランス型、インカム型)のグローバル ETF ポートフォリオを「基本ポートフォリオ」として設計している。同ポートフォリオは米国市場に上場する代表的な ETF によって構成されていることから、特にコスト面で優れ、また流動性や透明性の高さも併せ持った「資産ポートフォリオ」である。さらに、ETF 自体がリスク分散された商品であることを踏まえ、ポートフォリオを構成する ETF 銘柄数は 10 銘柄前後にとどめ、運用の簡素化も考慮している。最終投資家にとっては、理解しやすいシンプルなポートフォリオを維持しながら、他の金融商品と遜色のないリスク調整後リターンを獲得することができる。

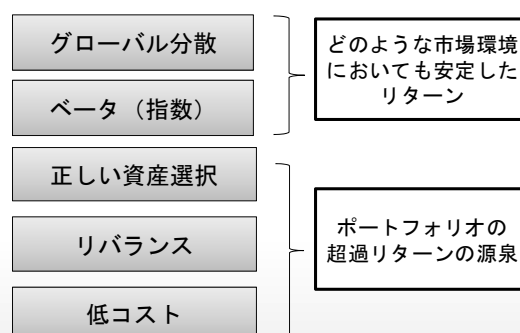
3 種類の基本ポートフォリオについて

弊社の提供する 3 つの基本ポートフォリオは、中長期のマクロ経済シナリオに基づいて資産(銘柄)構成が決定されている。これらは、ポートフォリオ運用における「政策アセットアロケーション」と呼ばれるものであり、適宜リバランスを実施しながらその比率を維持することを目指すものである。ここでは、1)正しい資産配分と、2)定期的なリバランスによる「Buy Low Sell High」が超過リターンの源泉であり、さらに 3)売買コスト・運用コストの極小化によって、運用資産の拡大を図ることになる。なお基本ポートフォリオのベースになる、中長期のマクロ経済シナリオの考え方等については、別資料(“T&C グローバル ETF ポートフォリオの基本方針”)でまとめているので、ご参照頂きたい。また、図表 16 は、T&C グローバル ETF「バランス型」ポートフォリオの推計 NAV 推移を示したものである。

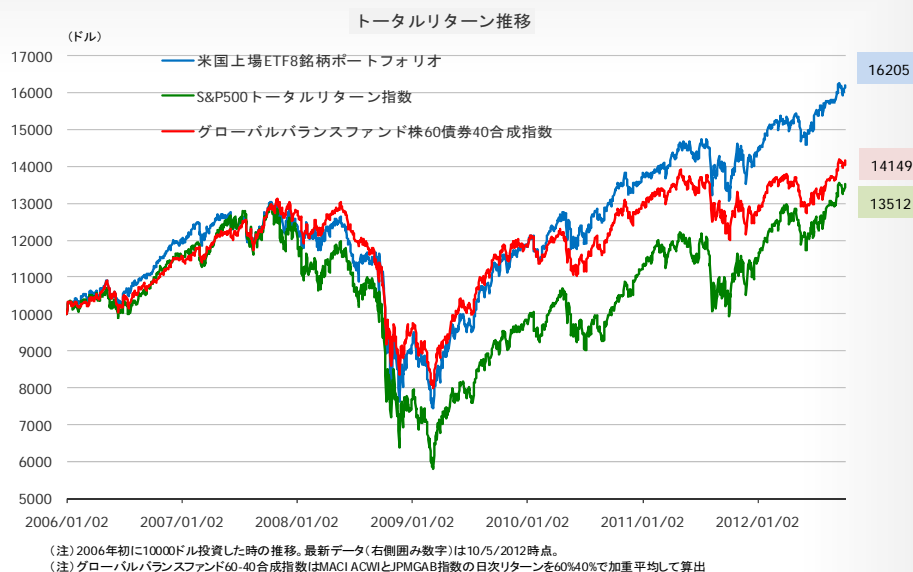
基本ポートフォリオ+「戦術アセットアロケーション(TAA)」

「正しい資産選択」+「リバランス」+「低コスト」が組み合わされた基本ポートフォリオのみでも、十分安定したパフォーマンスを実現できる可能性は高いとみている。ただし、より高いリターンを獲得するには、目先 3 カ月程度の短期において上昇・下落が見込まれる資産を活用した「戦術アセットアロケーション(TAA)」を基本ポートフォリオに加えることが必要になる。当「ETF インベスティング」レポートは、グローバル ETF ポートフォリオに戦術的アセットアロケーションを導入する際の参考とする考え方をまとめたものであり、年 4 回の発行(季刊)を予定している。

図表 15 グローバルETFポートフォリオのコンセプト



図表 16



本号における戦術アセットアロケーション戦略の検討

前段までにおいて検討した目先 3 カ月程度のアセット/カントリー/セクター・アロケーション戦略をまとめたのが図表 17 になる。同図はいわば「アイデア」の段階であり、これをどう組み合わせ、どう具体的な ETF に落とし込み、ポートフォリオに反映させるのかを以下で検討することにする。

図表 17

目先3カ月のTAAマトリックス

	強気	弱気
アセット	株式	長期国債
カントリー	日・米	BRICs
セクター	通信サービス	一般消費財サービス

政策期待で年初から堅調さを見せていた世界の株式市場だが、FRB による量的緩和の規模縮小懸念が浮上するとともに 5 月下旬以降は不安定さを見せ始めている。株式以上に不安定なのが債券相場であり、米国では 1980 年以降 30 年超に及ぶ「債券バブル」の終焉を指摘する向きも増えている。米長期金利は世界の金融市場の基準であり、その変動は米国内よりもむしろ海外、特に問題を抱える欧州周縁国や新興市場に少なくない影響を与える可能性が高い。もちろん米国内においても、モーゲージ金利の上昇や不安定な相場環境が消費センチメントを押し下げ、实体经济の足を引っ張る可能性には注意しなければならない。

ただし、過度な金利上昇にはならず景気も底堅く推移するならば、債券ファンドから流出した資金が株式ファンドへ向かい、相対的に株価がしっかりとる可能性も十分にある。他の資産との相対感でいえば、株式を「アンダーウェイト」にするのも現時点では時期尚早だろう。特に、高配当株や通信サービス株は長期金利の急上昇を受けて大きく売られたが、金利の落ち着きとともに利回り志向の投資家の資金が流入しやすいただろう。バンガード通信サービス ETF(ティッカー: VOX)は米国の主要な通信サービス株のパフォーマンスに連動する ETF で、時価総額は 5.2 億

ドル、経費率は 0.14%となっている。また、i シェアーズのダウ・ジョーンズ好配当株式インデックス・ファンド(同:DVY)やバンガード増配株 ETF(同:VIG)などが有望だ。

日本株は、これまでの上げ方がかなり急だったことの反動や、ドル・米株相場のあおりを受けたかっこうで、特にボラティリティの高い動きとなっている。政府が示した成長戦略等がやや期待外れであったものの、金融政策の方向性という点で目先は米国ほどの不透明感はない。世界的な株価下落の後に反発がみられる展開となれば、最も期待できる市場かもしれない。ただし米国上場の日本株 ETF はドル換算の値動きに連動する i シェアーズ MSCI 日本株ファンド(同:EWJ)と現地通貨ベースの値動きに連動するウイズダムツリー通貨ヘッジ型日本株 ETF(同:DXJ)の 2 種類があるが、円安・株高のリンクはしばらく続きそうなことから後者を選択したい。

一方、弱気なスタンスを取るべきなのが米長期金利上昇の影響を最も受ける資産であり、新興国の長期国債や株式がこれに当たるだろう。新興国債券 ETF もドルベースのものと、現地通貨ベースのものがあるが、こちらはショートポジションなので、後者ではなく前者を選びたい。パワーシェアーズ新興国国債ファンド(ティッカー:PCY)が時価総額(20 億ドル)、経費率(0.5%)ともに手掛けやすいと考えられる。

新興市場の中でも特に BRICKs は中国をはじめファンダメンタルズ面の問題も多く、株式についても下値不安がある。i シェアーズ FTSE 中国 25 指数ファンド(同:FXI)等がショートポジションの候補になるだろう。

図表 18 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			
バンガード通信サービスETF	VOX	0.14	510
i シェアーズDJ好配当株式インデックスファンド	DVY	0.40	12,006
バンガード増配株ETF	VIG	0.10	15,532
ウイズダムツリー通貨ヘッジ型日本株ETF	DXJ	0.48	9,141
ショートポジション			
パワーシェアーズ新興国国債ファンド	PCY	0.50	1,880
i シェアーズFTSE中国25指数ファンド	FXI	0.74	5,241

(出所)T&C XTF Japan, Inc.

(和田康志)

2. ETF 銘柄研究・比較

◇ バンガード米国 REIT ETF (VNQ)

REIT という資産クラスを保有することでポートフォリオのリスク分散を促進し、高分配金によるキャッシュニーズを満たす。

米国 REIT 株のパフォーマンスに連動する ETF

バンガード米国 REIT ETF (ティッカー: VNQ) は 2004 年 9 月に上場した米国の REIT (不動産投資信託) 株のパフォーマンスに連動する ETF である。連動指数は MSCI 米国 REIT 指数で、同指数の年初来騰落率 (6 月 7 日まで) は +6.9% となっている。保有する銘柄数 121 銘柄で、連動指数の銘柄数 (120 銘柄) とおおむね一致している。保有銘柄のうち最もウェイトの高い銘柄はサイモンプロパティグループ (同:) で全体の 9.8% を占めている。上位 10 銘柄の占有率は 43.3% となっている。REIT のカテゴリー別では、倉庫等の特殊 REIT (比率 30.3%) と商業 REIT (同 27.7%) のウェイトが大きく、アパート (住宅) REIT のウェイトは 15.9% となっている (以上いずれも 3 月 31 日時点のデータ)。

同カテゴリーの ETF のの中では時価総額が最大で、経費率は 0.10% となっている。シュワブ米国 REIT ETF (同: SCHH) の 0.07% には及ばないものの、他の競合 ETF がおおむね 0.3~0.5% の経費率となる中で、非常に低い水準で設定されている。分配金は四半期毎に支払われ、分配金利回り (過去 12 カ月実績ベース) は、3.4% となっている。

図表 1

バンガード米国 REIT ETF (VNQ)			
アセットクラス	REIT	上場日	9/29/2004
地域・国	米国	上場市場	NYSE Arca
リスク	中レベル	経費率 (%)	0.1
連動指数	MSCI 米国 REIT 指数	連動指数の構成銘柄数	120
リプリケーション手法	フルリプリケーション	当銘柄の構成銘柄数	121

(出所) ブルームバーグ等より T&C XTF Japan

連動指数は異なるが、銘柄数や構成ウェイトに大きな差異は無い

(上場年月日・時価総額・流動性) VNQ は 2004 年 9 月に上場した比較的歴史の長い ETF である。ちなみに最も上場日が古い RET ETF は i シェアーズ米国不動産指数ファンド (ティッカー:

IYR)の2000年6月である。一方、時価総額は約188億ドルと競合する代表的REIT ETFと比べても一つ飛び抜けて大きく、1日平均売買高も278万株と十分な流動性を有している。

図表2

ティッカー	VNQ	IYR	RWR	SCHH
名称	VANGUARD REIT ETF	ISHARES DJ US REAL ESTATE	SPDR DOW JONES REIT ETF	SCHWAB US REIT ETF
経費率(%)	0.10	0.47	0.25	0.07
時価総額(億ドル)	187.91	45.49	21.80	5.74
平均売買高/日(千株)	2,779	9,685	223	164
分配金利回り	3.40	3.60	2.86	2.32
分配金頻度	四半期	四半期	四半期	四半期
ディスカウント/プレミアム	0.03	-0.06	0.05	0.08
ビッド/アスクスプレッド(%)	0.02	0.02	0.05	0.14
トラッキングエラー	0.18	0.07	0.06	0.05
上場年月日	9/29/2004	6/12/2000	4/23/2001	1/13/2011
上場市場	NYSE Arca	NYSE Arca	NYSE Arca	NYSE Arca
運用会社	Vanguard Group Inc/The	BlackRock Fund Advisors	SSgA Funds Management Inc	Charles Schwab Inv. Mgmt Inc
連動指数(ティッカー)	MSCI米国REIT指数	ウィルシャーREIT指数	DJセレクト不動産指数	ウィルシャー米国REIT指数
指数構成銘柄数	120	93	83	102
ファンド構成銘柄数	121	94	85	86
リブリケーション手法	フルリブ [®] リケーション	フルリブ [®] リケーション	フルリブ [®] リケーション	フルリブ [®] リケーション
セクター別構成比	特殊不動産 30% 商業不動産 28% オフィス不動産 19% 住宅不動産 16% 複合 7%	特殊不動産 29% 商業不動産 21% オフィス不動産 18% 住宅不動産 13% モーゲージREIT 8%	商業モール 18% アパート 17% 病院 16% オフィス 12% 工業 7%	特殊不動産 28% 商業不動産 27% オフィス不動産 20% 住宅不動産 18% 複合 6%

(注) データは全て6/13時点。なおD-P、B-A、TEはブルームバーグの定義で揃えている。

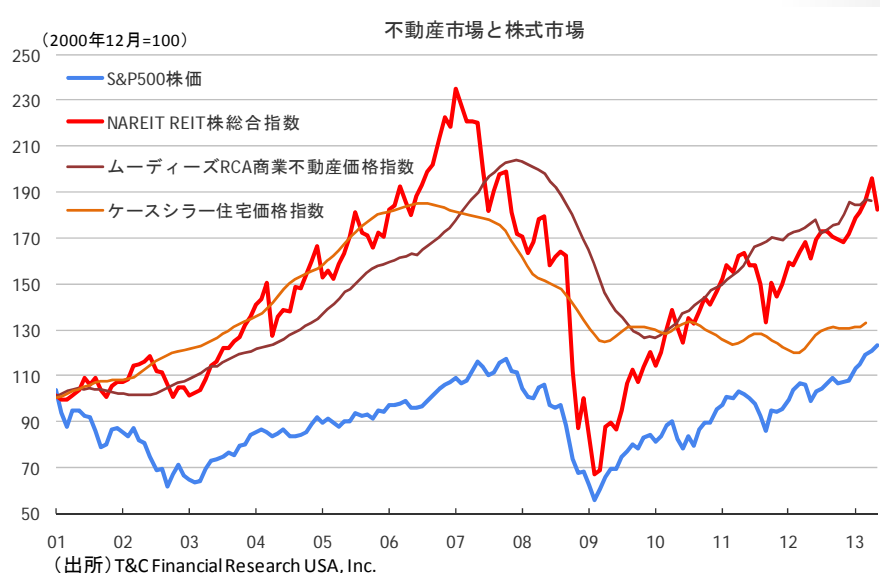
(出所) 各社ホームページ、ブルームバーグよりT&C XTF Japan

(連動指数・構成銘柄) 代表的な米国 REIT ETF はいずれも異なる連動指数を採用しているが、その多くは構成銘柄が100銘柄前後となっており、分散の程度には大きな違いはない。構成銘柄の内容についても、カテゴリー別では特殊(倉庫やデータセンター)が30%前後、商業が25%程度、オフィス・工業が20%弱、住宅が15%程度となり、病院やその他が残り占めるといった比率に大きな違いは無い。ただし、ICFはヘルスケアのウェイトが若干大きく、IFNAはオフィス・工業のウェイトが若干大きくなっている。また、特定のカテゴリーやモーゲージREIT(不動産資産の資本部分を裏付けとしたエクイティREITに対し、負債部分つまりモーゲージ債券を裏付けとしたREITのこと)に特化したREITETFもiシェアーズなどが積極的に投入しているが、時価総額が全般的に小型にとどまっており注意が必要である。

(銘柄数・トラッキングエラー) 上述したように、構成銘柄数はいずれも 80~120 銘柄となっており、ETF を運用する際には理想的ともいえる 100 銘柄前後のポートフォリオとなっている。連動指数の構成銘柄を忠実に再現する「フルリプリケーション」手法がとられているために、トラッキングエラーはどれも小さなものにとどまっている。その中で VNQ のトラッキングエラーが大きめに出ているが、これは銘柄数が最も多いこと(その分流動性の低い小型株が含まれてしまう)によるものと考えられ、ある程度は仕方ないものと考えられる。

(経費率) 主要 REIT ETF の経費率をみると、その多くは 0.3~0.5% 程度となっているが、VNQ と SCHH がともに 0.1% 以下とコスト面では他を圧倒して低く設定されている。流動性も十分な 100 程度の銘柄を運用するため、ディスカウント/プレミアムやビッドアスクスプレッドといった「見えないトレーディングコスト」もおおむね 0.1% 以下に抑えられており、純粋に経費率の違いがコストの違いになると考えてよさそうだ。分配金はいずれも四半期毎の支払いとなっており、分配金利回り(過去 12 カ月実績)については VNQ と IYR がやや高めの水準となっている。

図表 3



REIT は実物資産というよりも(実物資産を裏付けとした)株式である

不動産市場は株式市場や債券市場とは全く異なるリスク・リターンプロファイルを保有する資産クラスであることから、これをポートフォリオに組み込むことによっていわゆる分散効果を得られる、というのが教科書的な説明である。実際、多くの公的年金基金は伝統的な株式や債券だけでなく不動産やインフラストラクチャーといった実物資産の分野への投資も増やしている。

しかし不動産投資信託(REIT)は、その背後に不動産の資産が存在するとは言え、価格(株価)はかならずしも実物の不動産と同じように動くわけではない。図表 3 にあるように、実際の不動産価格の値動きは、(住宅にしろ商業不動産にしろ)月々の変動は比較的安定している一方で、REIT 株の値動きは株式市場と同様にかなり変動が大きくなる傾向がある。また、同図から REIT 価格の大まかな転換点や方向性をみると、住宅価格と商業不動産価格のちょうど中間的な動きになっているようにもみえる。

株式との相関は必ずしも低くない~金利敏感株と捉えるのが妥当か

実際に、株式や債券と REIT との連動性を見たのが図表 4 になる(データの制約で 2006 年以降の月次データしかない点には留意)。株式と住宅価格や商業不動産価格の間の相関はそれぞれ 0.19、0.09 となっており、ほぼ相関がないことからポートフォリオに加える資産クラスとして効果があることをうかがわせる。一方、株式と REIT、さらに住宅 REIT や商業 REIT との相関は、それぞれ 0.82、0.73、0.75 といずれも非常に高く、REIT の場合、実物の不動産に比べると株式市場との連動性が相当に高いということが確認できる。

一方債券市場との連動性を見ると、実物の不動産と債券との相関はほとんどゼロに近い。一方、REIT と債券との相関はマイナスとなっているものの、株式と債券ほどの逆相関にはなっていない。これらは、REIT が金利敏感株であることを示すものといえそう。

次に、REIT のカテゴリ別の値動きを見たのが図表 5 になる。データ制約上、最新の住宅市場のサイクルにおける各 REIT カテゴリの値動きしか確認できないものの、幾つか特徴的な動きが確認できる。第一に住宅 REIT の調整が他に比べて比較的早かったという点である。図表 3 と併せて考える限り、やはり住宅 REIT は商業不動産価格よりも住宅価格により連動していたということがわかる。第二に、2009 年以降の回復局面においては、住宅 REIT の改善度合いが最も大きい。しかしながら、その改善ペースは、2009 年～2011 年が最も大きく、(住宅市場が本格的に回復した)2012 年以降はほとんど横ばいにとどまっている。これは住宅 REIT の背後にある資産がアパートメントであり 2009 年～2011 年は住宅価格が伸び悩む一方で賃料が大きく上昇したことを背景にしている。第 3 に 2011 年後半以降は商業 REIT やオフィス REIT の株価が大きく上昇しており、これは、図表 3 にあるように商業不動産価格が大きく値上がりしたことが背景にあろう。

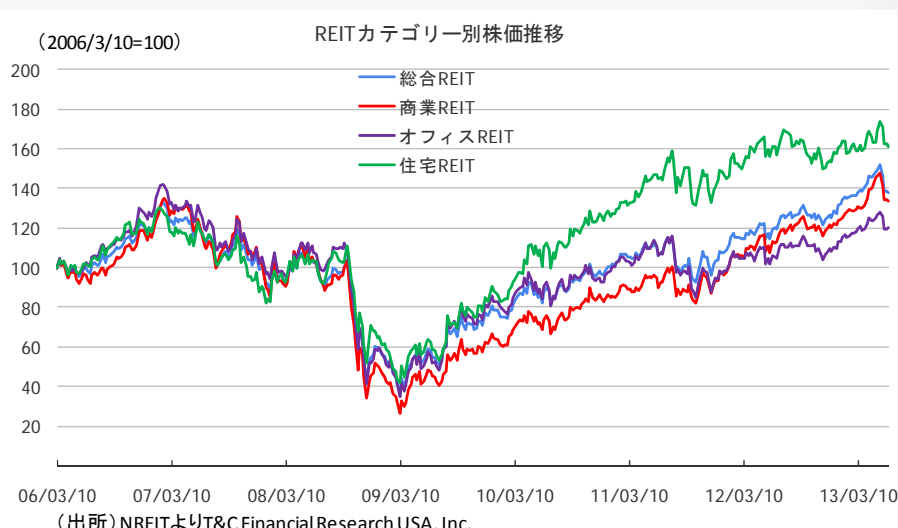
図表 4

	株式	債券	住宅価格	住宅REIT	商業不動産価格	商業REIT	REIT
株式	1.00						
債券	-0.33	1.00					
住宅価格	0.19	0.08	1.00				
住宅REIT	0.73	-0.15	0.24	1.00			
商業不動産価格	0.09	0.01	0.29	0.04	1.00		
商業REIT	0.75	-0.15	0.22	0.84	0.06	1.00	
REIT	0.82	-0.17	0.24	0.90	0.05	0.97	1.00

(注)月次リターン間の相関、2006年4月～2013年3月までのデータ

(出所)ブルームバーグ、ムーディーズ等よりT&C XTF

図表 5



分配金重視、インフレ防衛重視の際のツールとして活用したい

このように、総合 REIT は不動産市場の動きに左右されるものの、その値動きは(その資産構成比率から言っても)商業不動産価格に近い動きをする傾向がある。一方、住宅 REIT は住宅価格に近い動きをするものの、賃料と価格が異なる動きを示す場合には、より賃料に近い動きとなる。もちろん住宅市場の改善と商業不動産市場の改善は(完全には一致しないまでも)おおむね時を同じくして生じることが多いのも事実であり。住宅回復=REIT 投資という考え方が間違いというわけでは決してない。しかし純粋に住宅市場の改善というテーマで投資をしたいのであれば、REIT 株というよりも住宅建設株へ投資をする方が無難であろう。

実際、住宅市場の改善や景気の改善によって長期金利が急上昇すると、その金利敏感株的な性質から(住宅市場の回復にもかかわらず)REIT 株が伸び悩む可能性も十分に考えられる。長い目で見れば、賃料等の値上がりを背景とした分配金の引き上げがインフレヘッジとなるため、金利上昇による影響はある程度緩和することが出来るだろうが、短期的には住宅市場の改善によるポジティブな効果よりも金利上昇によるネガティブな影響に左右される局面もあるだろう。

よって、分散効果を期待したり、あるいは住宅市場の回復を期待して REIT 株に投資をした場合、かならずしも期待通りの結果を得られるとは限らない。それよりも、公益株や通信株のように高分配金狙いの投資手段として、あるいはインフレ防衛的な投資手段として REIT を活用するのが妥当と考えられる。

(和田康志)

3. ETF 活用のヒント

◇ 「高い連動性」という投資環境下における ETF 投資の有効性

個々の銘柄・資産クラス連動性を強めている昨今の投資環境下においては、アクティブ投資やパッシブ投資は従来ほど有効でなくなり、ETF 投資がより有効になる

銘柄同士の連動性の高まり

金融危機後に顕著となった傾向として、個別銘柄が相場全体と連動しやすい、つまり銘柄同士が同じような動きをする傾向である。図表 1 は米国の代表的な株価指数である S&P500 に採用された 500 銘柄と指数の値動きの相関係数を計算し、その平均値を見たものである。過去その数値はおおむね 0.2~0.5 の間で推移していたが、金融危機以降はこれが恒常的に高い数値をとるようになり、2011 年などは一時 0.8 近くまで上昇する場面もあった。シカゴオプション取引所にも同じようなコンセプトの指数先物(S&P500 インプライドコリレーション指数)が上場しているが、ほぼ同様の傾向を示している。2012 年以降は、やや落ち着きがみられるようになったものの、長期的な平均と比較した場合は依然として高い水準にあるといえる。

このような状況は、特にアクティブ投資をとる投資家(またはアルファの獲得を目指す投資家)にとっては厳しい投資環境とすることが出来るだろう。また銘柄分散投資が機能しにくいという点では、ETF を含めたパッシブ投資にとっても厳しい投資環境と言うべきかもしれない。いずれにしても、銘柄間の相関が強まり同じような動きをすることで、分散効果が薄れることに加え、個別の要因による差が出にくくなり、銘柄選択による超過リターンの獲得が(一昔前よりも)一段と困難になっていると思われる。

図表 1

図表 1) S&P500採用銘柄の連動性



*構成銘柄とS&P500指数の週間騰落率について26週間の相関係数を計算しその平均値を取ったもの
(出所) T&C Financial Research USA, Inc.

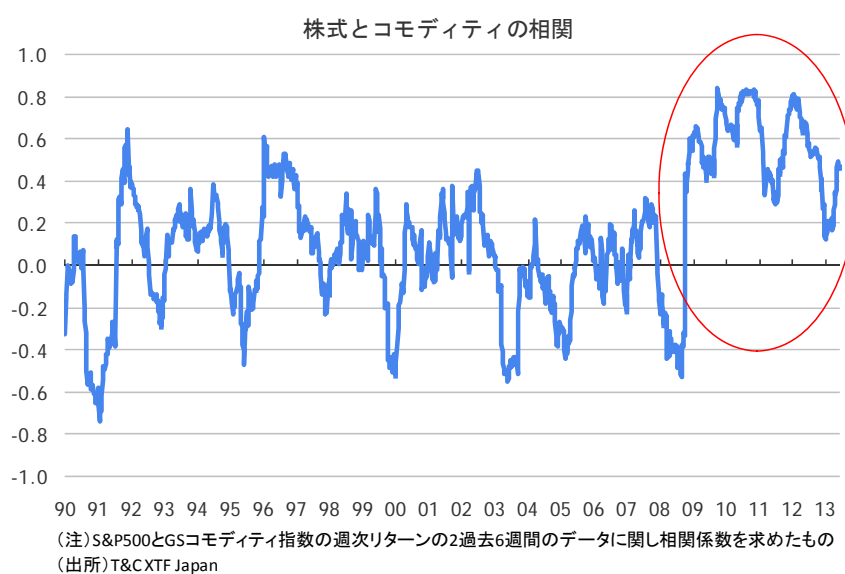
個別要因(アルファ)が従来以上に希少化している理由は何か？あくまで想像にすぎないが、リスクの所在が従来はミクロ(企業)にあったものが、近年はマクロ(政府)に移行しつつあるということに関係しているようにもみえる。つまり、世界の主要国において従来は企業部門が大幅な資金不足であったが、近年は(企業部門が大幅な資金余剰となる一方で)政府部門が大幅な資金不足となっているということである。このため、マクロの要因による価格変動がより強く現れる一方、個別の要因による価格変動差が生じにくくなっているのかもしれない。仮にこのような想定が正しいのだとすれば、先進国の財政問題に解決のメドがつかまでは、このような傾向が残存する可能性もあろう。

資産クラス間の連動性の高まり

個別銘柄間の連動性が高まっているのみならず、伝統的な資産クラス間の連動性もまた近年高まっているようだ。国内株と海外株、あるいは株式と社債、株式とコモディティといった資産同士の相関は一昔前に比べかなり高くなっているとの指摘は少なくない。実際、株式相場とコモディティ相場の相関係数は長い間 0 を中心としたマイナス 0.4~プラス 0.4 の間を取ることが多かったが、金融危機を境にプラス 0.4 を超える値を取ることが常態化している。(図表 2)情報伝達のスピードが増し、様々な市場の整備が進んだことによって、機関投資家のみならず個人投資家も国内現物株市場にとどまらず海外市場、先物市場へと参入、より多くの投資家がより多くの資産市場に関わるようになった。例えば、従来は伝統的資産である債券や株式にほとんどの運用資金を振り向けていた年金基金などがヘッジファンドやコモディティ、不動産市場などにも運用対象を広げた。

このため、市場間の情報・資金の行き来がスムーズになり、例えばコモディティ(商品先物)市場におけるパニック的な売りは、投資家による資金確保のための株式売り(換金売り)などを誘発し、異なる資産市場の連動性は一段と高まった。特に「パニック的な買い」よりも「パニック的な売り」の時にその傾向が強く現れ易いようだ。このため、資産分散を十分に行っている投資家であっても、例えば 2008 年の金融危機時においては資産分散の分散効果が従来想定したほどには得られなかったとも言われている。

図表 2



アルファではなくベータに投資機会を求めるETF投資

「アルファ獲得機会の縮小」「分散効果の縮小」はいわゆる運用ビジネスにとってはかつてない向かい風ともいえる。金融危機を経て、一般投資家はこれまで喧伝されていた投資信託の利点すなわち、1)分散投資と2)プロの銘柄選択による超過リターンを獲得、に対し懐疑的になり始めており、2008年以降相場が強気相場に転じたにもかかわらず、株式投資信託から資金が流出し続けた背景ともいえる。

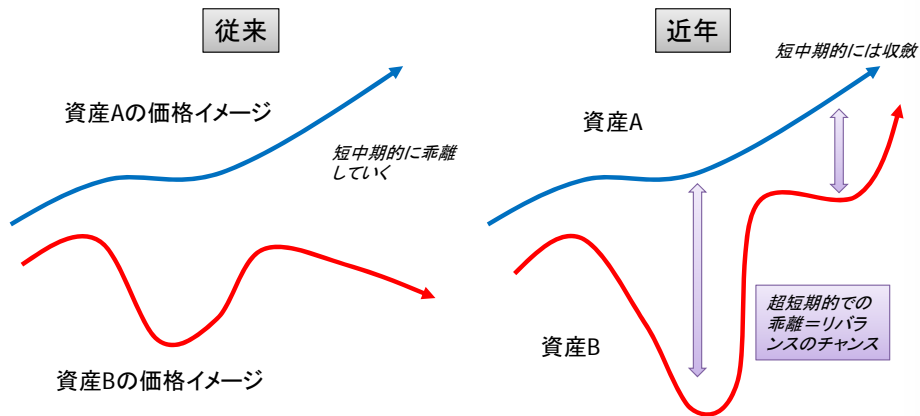
このような環境下、運用業界においても「発想の転換」が必要になっている。希少なアルファを獲得するために多大なリソースを割くよりも、いかに効率よくかつタイミング良く適切なベータを見つけ出すかにリソースを集中させるべきではないだろうか。実際、ETFという商品によって「ベータ獲得機会」は格段に増大し、ベータの適切な組み合わせによって、目標とするリスク調整後リターンは実現可能なのである。

分散効果でなくバランス効果でリスクをコントロールするETF投資

また資産クラス同士の連動性が高まっているということは、資産クラスごとにパフォーマンス格差が生じるのは一時的であり、これまで相対的にアンダーパフォームしていた資産クラスほど今後は相対的にオーバーパフォームする可能性が高いという予測を可能にする。これを投資の機会ととらえ、相対的にアンダーパフォームしている資産を買い、相対的にオーバーパフォームしている資産を売る、すなわちポートフォリオリバランスを積極的に行うことが有効となる。分散された銘柄(資産クラス)をバイ&ホールドし続けるパッシブ投資がその言葉通りに「受動的な」インデックス投資であるとするれば、分散された資産クラスを常にリバランスするETF投資はより「能動的・積極的」な投資手法であり、分散効果と言うよりもリバランス効果によってポートフォリオのリターンエンハンス・リスクコントロールを行うのである。

以上をまとめるならば、金融危機後の投資環境は、銘柄間、資産クラス間の連動性の高まりという点に特徴を見いだせる。これは、伝統的なアクティブ投資(銘柄選択による超過リターン追究型投資)やパッシブ投資(広く分散された銘柄・資産のバイ&ホールド投資)といった投資スタイルが従来ほど有効でない可能性を示している。新しい投資環境に合わせて発想を転換する必要があり、ETF投資(適切に選び出されたベータ(資産クラス)のリバランス投資)はそれに最も適合した投資であると考えられるのである。

図表3 資産間の連動性とリバランスのイメージ



(出所) T&C XTF Japan

(和田康志)

4. ETF データベース

◇ ETF 資金フローランキング(年初来流入額上位 50 銘柄)

ティッカー	ETF名称	年初来流入額	過去1カ月流入額
DXJ	WisdomTree Japan Hedged Equity Fund	\$3.76B	\$347.68M
EWJ	iShares MSCI-Japan	\$3.54B	\$-385.48M
BSV	Vanguard Short-Term Bond ETF	\$905.66M	\$266.31M
BKL	PowerShares Senior Loan ETF	\$1.63B	\$382.60M
VTI	Vanguard Total Stock Market ETF	\$848.93M	\$357.30M
IWM	iShares Russell 2000	\$207.10M	\$2.06B
XLF	Select Sector SPDR-Financial	\$1.34B	\$947.10M
USM	iShares MSCI USA Minimum Volatility Index Fund	\$972.19M	\$166.74M
VNO	Vanguard REIT ETF	\$743.63M	\$-229.93M
IVV	iShares Core S&P 500 ETF	\$-12.91M	\$-218.39M
VIG	Vanguard Dividend Appreciation ETF	\$956.43M	\$253.56M
SHV	iShares Barclays Short Treasury Bond	\$1.51B	\$473.97M
VTV	Vanguard Value ETF	\$1.08B	\$534.62M
VOO	Vanguard S&P 500 ETF	\$392.26M	\$125.79M
GUN	FlexShares Morningstar Global Upstream Natural Resources Index Fund	\$536.63M	\$123.58M
VEA	FTSE Developed Markets ETF	\$618.45M	\$118.21M
XLK	Select Sector SPDR-Technology	\$854.64M	\$-9.67M
VCS	Vanguard Short-Term Corporate Bond ETF	\$955.15M	\$135.94M
EEM	iShares MSCI Emerging Markets Minimum Volatility Index Fund	\$569.31M	\$260.82M
FLO	iShares Floating Rate Note ETF	\$980.42M	\$232.66M
AML	Alerian MLP ETF	\$653.28M	\$193.14M
CSJ	iShares Barclays 1-3 Year Credit Bond	\$525.60M	\$451.86M
XLY	Select Sector SPDR-Consumer Discretionary	\$1.19B	\$666.19M
HYS	PIMCO 0-5 Year High Yield Corporate Bond Index Fund	\$783.37M	\$-52.20M
IEM	iShares Core MSCI Emerging Markets ETF	\$585.10M	\$260.68M
MIN	PIMCO Enhanced Short Maturity Strategy Fund	\$660.74M	\$682.11M
VB	Vanguard Small Cap ETF	\$601.96M	\$488.41M
VYM	Vanguard High Dividend Yield ETF	\$582.75M	\$106.42M
FIG	Barclays ETN+ FI Enhanced Global High Yield ETN	\$1.14B	0
SDY	SPDR S&P Dividend ETF	\$704.90M	\$18.70M
UWM	ProShares Ultra Russell2000	\$219.53M	\$1.11B
IWD	iShares Russell 1000 Value	\$330.39M	\$120.03M
VUG	Vanguard Growth ETF	\$500.76M	\$284.41M
SPL	PowerShares S&P 500 Low Volatility Portfolio	\$152.05M	\$-527.68M
FEZ	SPDR Dow Jones EURO STOXX 50 ETF	\$375.07M	\$129.97M
VO	Vanguard Mid-Cap Index ETF	\$630.19M	\$477.22M
CIU	iShares Barclays Intermediate Credit Bond	\$855.53M	\$154.60M
BON	PIMCO Total Return ETF	\$219.54M	\$-432.32M
IJR	iShares Core S&P Small-Cap ETF	\$206.10M	\$30.96M
TDT	FlexShares iBoxx 3-Year Target Duration TIPS Index Fund	\$300.82M	\$138.10M
SDS	ProShares UltraShort S&P 500	\$90.58M	\$-51.19M
HDV	iShares High Dividend Equity Fund	\$427.84M	\$-192.88M
VEU	Vanguard FTSE All-World ex-US ETF	\$230.71M	\$0.02M
SJN	SPDR Barclays Capital Short Term High Yield Bond ETF	\$344.06M	\$149.92M
MLP	UBS E-TRACS Wells Fargo MLP ETN	\$827.09M	\$827.09M
SSO	ProShares Ultra S&P 500	\$-29.80M	\$210.32M
TLT	iShares Barclays 20+ Year Treasury Bond Fund	\$273.10M	\$284.24M
XLP	Select Sector SPDR-Consumer Staples	\$611.10M	\$305.19M
DEM	WisdomTree Emerging Markets Equity Income Fund	\$14.45M	\$-97.26M
EWU	iShares MSCI-U.K.	\$704.21M	\$569.28M

(注)5/17時点のデータ (出所)T&C XTF Japan, Inc.

◇ ETF 時価総額ランキング(上位 50 銘柄)

ティッカー	ETF名称	時価総額(10億ドル)	経費率
SPY	SPDR S&P 500 ETF	\$140.16	0.09%
VWO	Vanguard FTSE Emerging Markets ETF	\$50.50	0.18%
GLD	SPDR Gold Trust	\$43.41	0.40%
IVV	iShares Core S&P 500 ETF	\$42.81	0.07%
EFA	iShares MSCI EAFE	\$41.62	0.34%
QQQ	PowerShares QQQ	\$34.41	0.20%
EEM	iShares MSCI Emerging Markets Index	\$34.14	0.66%
VTI	Vanguard Total Stock Market ETF	\$31.08	0.05%
IWM	iShares Russell 2000	\$22.43	0.25%
LQD	iShares iBoxx \$ Investment Grade Corporate Bond	\$20.75	0.15%
IWF	iShares Russell 1000 Growth	\$19.11	0.20%
VNQ	Vanguard REIT ETF	\$18.38	0.10%
IWD	iShares Russell 1000 Value	\$18.01	0.21%
BND	Vanguard Total Bond Market ETF	\$17.61	0.10%
TIP	iShares Barclays TIPS Bond Fund	\$16.76	0.20%
IJH	iShares Core S&P Mid-Cap ETF	\$16.17	0.15%
VIG	Vanguard Dividend Appreciation ETF	\$16.02	0.13%
AGG	iShares Core Total U.S. Bond Market ETF	\$15.23	0.08%
XLF	Select Sector SPDR-Financial	\$13.86	0.18%
HYG	iShares iBoxx \$ High Yield Corporate Bond	\$13.82	0.50%
VEA	FTSE Developed Markets ETF	\$13.41	0.10%
MDY	SPDR S&P MidCap 400 ETF	\$12.46	0.25%
DVY	iShares Dow Jones Select Dividend	\$12.34	0.40%
BSV	Vanguard Short-Term Bond ETF	\$12.34	0.10%
DIA	SPDR Dow Jones Industrial Average ETF	\$12.28	0.17%
SDY	SPDR S&P Dividend ETF	\$11.99	0.35%
PFF	iShares S&P US Preferred Stock Index	\$11.27	0.48%
EWJ	iShares MSCI-Japan	\$11.05	0.51%
XLK	Select Sector SPDR-Technology	\$10.74	0.18%
CSJ	iShares Barclays 1-3 Year Credit Bond	\$10.61	0.20%
VUG	Vanguard Growth ETF	\$10.54	0.10%
VTV	Vanguard Value ETF	\$10.51	0.10%
IJR	iShares Core S&P Small-Cap ETF	\$10.42	0.16%
JNK	SPDR Barclays High Yield Bond ETF	\$10.00	0.40%
VOO	Vanguard S&P 500 ETF	\$9.62	0.05%
DXJ	WisdomTree Japan Hedged Equity Fund	\$9.43	0.48%
VEU	Vanguard FTSE All-World ex-US ETF	\$9.31	0.15%
XLE	Select Sector SPDR-Energy	\$8.08	0.18%
IAU	iShares COMEX Gold Trust	\$8.06	0.25%
SHY	iShares Barclays 1-3 Year Treasury Bond Fund	\$7.90	0.15%
IWB	iShares Russell 1000	\$7.74	0.15%
IWR	iShares Russell Midcap Index Fund	\$7.71	0.21%
IWW	iShares S&P 500 Growth	\$7.34	0.18%
XLP	Select Sector SPDR-Consumer Staples	\$7.19	0.18%
SLV	iShares Silver Trust	\$6.86	0.50%
VB	Vanguard Small Cap ETF	\$6.78	0.10%
XLV	Select Sector SPDR-Health Care	\$6.71	0.18%
DBC	PowerShares DB Commodity Index Tracking Fund	\$6.46	0.93%
AML	Alerian MLP ETF	\$6.40	0.85%
VCS	Vanguard Short-Term Corporate Bond ETF	\$6.28	0.12%

(注)5/17時点のデータ (出所)T&C XTF Japan, Inc.

◇ ETF 売買代金ランキング(上位 50 銘柄)

ティッカー	ETF名称	平均売買金額/日
SPY	SPDR S&P 500 ETF	\$21.02B
IWM	iShares Russell 2000	\$3.68B
EEM	iShares MSCI Emerging Markets Index	\$2.47B
QQQ	PowerShares QQQ	\$2.38B
GLD	SPDR Gold Trust	\$1.82B
EFA	iShares MSCI EAFE	\$1.12B
VXX	iPath S&P 500 VIX Short-Term Futures ETN	\$1.06B
TLT	iShares Barclays 20+ Year Treasury Bond Fund	\$937.48M
DIA	SPDR Dow Jones Industrial Average ETF	\$933.14M
XLF	Select Sector SPDR-Financial	\$927.69M
XLE	Select Sector SPDR-Energy	\$882.64M
VVO	Vanguard FTSE Emerging Markets ETF	\$796.32M
IYR	iShares Dow Jones US Real Estate	\$707.27M
EWZ	iShares MSCI Brazil Capped ETF	\$703.74M
GDX	Market Vectors Trust Gold Miners	\$671.54M
IVV	iShares Core S&P 500 ETF	\$643.50M
FXI	iShares FTSE China 25	\$636.19M
SSO	ProShares Ultra S&P 500	\$493.82M
MDY	SPDR S&P MidCap 400 ETF	\$492.27M
EWJ	iShares MSCI-Japan	\$490.16M
TNA	Direxion Daily Small Cap Bull 3X Shares	\$482.28M
FAS	Direxion Daily Financial Bull 3X Shares	\$477.33M
SDS	ProShares UltraShort S&P 500	\$473.54M
XLI	Select Sector SPDR-Industrial	\$435.34M
XLU	Select Sector SPDR-Utilities	\$371.88M
XLP	Select Sector SPDR-Consumer Staples	\$369.60M
HYG	iShares iBoxx \$ High Yield Corporate Bond	\$364.51M
XLV	Select Sector SPDR-Health Care	\$361.46M
XIV	VelocityShares Daily Inverse VIX Short Term ETN	\$353.60M
XRT	SPDR S&P Retail ETF	\$352.63M
TBT	UltraShort Barclays 20+ Year Treasury	\$334.92M
TZA	Direxion Daily Small Cap Bear 3X Shares	\$327.56M
SLV	iShares Silver Trust	\$309.55M
XLB	Materials Select Sector SPDR ETF	\$304.16M
XLY	Select Sector SPDR-Consumer Discretionary	\$296.36M
LQD	iShares iBoxx \$ Investment Grade Corporate Bond	\$277.87M
DXJ	WisdomTree Japan Hedged Equity Fund	\$257.48M
XLK	Select Sector SPDR-Technology	\$249.53M
XOP	SPDR S&P Oil & Gas Exploration & Production ETF	\$244.88M
JNK	SPDR Barclays High Yield Bond ETF	\$235.14M
UVXY	ProShares Ultra VIX Short-Term Futures	\$227.86M
EWG	iShares MSCI Mexico Capped ETF	\$215.04M
VNQ	Vanguard REIT ETF	\$207.05M
FAZ	Direxion Daily Financial Bear 3X Shares	\$201.12M
UPRO	ProShares UltraPro S&P 500	\$184.49M
OIH	Market Vectors Oil Services ETF	\$184.23M
USO	United States Oil Fund	\$176.77M
VTI	Vanguard Total Stock Market ETF	\$175.52M
XHB	SPDR S&P Homebuilders ETF	\$172.41M
IWF	iShares Russell 1000 Growth	\$164.50M

(注)5/17時点のデータ (出所)T&C XTF Japan, Inc.