

ETF Investing

Vol.3 - 2013 Fall

T&C XTF Japan 2013年9月25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
- ◇ 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. Focus【ETF 銘柄分析・比較】

- ◇ iシェアーズ好配当株式 ETF (DVY)

3. Concept【ETF 活用のヒント】

- ◇ 「ETF+リバランス」でパッシブ投資に差をつける

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: **長期国債**

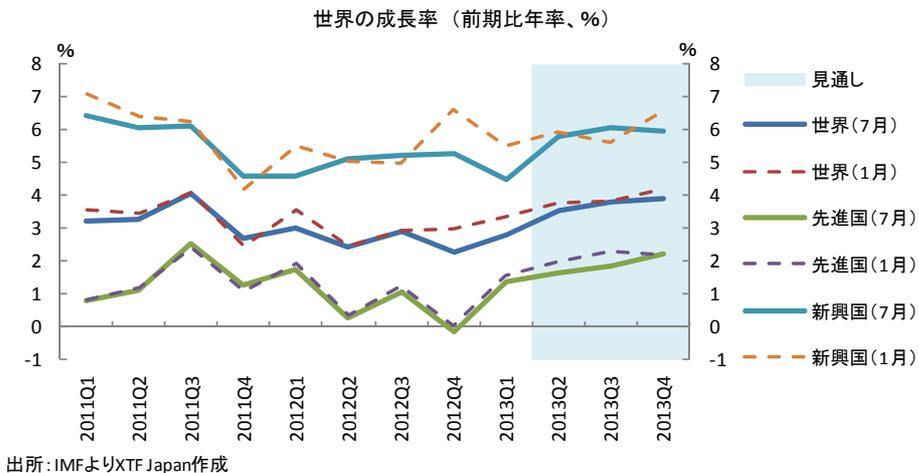
アンダーウェイト: **株式**

世界経済は成長見通しが鈍化、成長率は前年を下回る可能性も

国際通貨基金(IMF)が7月9日に公表した世界経済見通し(改訂版)によると、2013年の世界経済の成長率は前年比3.1%と4月時点の3.3%から0.2%ポイント下方修正された。1月時点は3.5%だった。IMFは10月8日に次回の見通しを発表する予定だが、IMFのラガルド専務理事は9月19日、「世界経済は依然として抑制されている」としていることから、さらに下方修正される可能性もある。今年1月時点では3.5%と前年の3.1%から成長が加速する見通しとなっていたが、その後の下方修正で前年水準まで見通しが引き下げられており、さらに減速した場合には前年を下回る伸びとなりそうだ。2014年についても前年比3.8%と4月時点の4.0%から0.2%ポイント下方修正された。世界経済は来年に向けては持ち直すものの、これまでの見通しよりも成長スピードは鈍化する公算となっている。

世界経済の成長スピードが年初の見通しから減速しているなかで、9月18日の米連邦公開市場委員会(FOMC)では米成長率についても見通しが下方修正された。また、多くの新興国でも成長の鈍化が懸念されている。こうした状況を踏まえると、世界経済の成長率が持ち直し、成長見通しが上方修正されるような状況に転じるまでは、リスク資産である株式をアンダーウェイトとし、安全資産とされる長期国債へとウェイトをシフトすることが推奨されよう。また、米住宅市場にかげりが見え始めていることから、代替資産としてのREITへの投資も控えたほうが無難であろう。低迷の続く金価格や不安定な原油価格などから商品への投資魅力も乏しいとみている。

図表 1



米株式市場は景気減速懸念が重し、米債務上限引き上げ問題も警戒

9月18日の米株式市場では、米量的緩和が縮小されるとの大方の見方に反して量的緩和政策が維持されたことを受け、S&P500指数が過去最高値を更新した。量的緩和の縮小観測が浮

上した5月以降、同観測が嫌気されて調整場面が訪れたものの、量的緩和の縮小は堅調な米経済を背景としていることから、売り一巡後は買い戻されて、8月から9月にかけてはおおむね調整前の水準に戻っていた。量的緩和継続を好感して最高値を更新したものの、量的緩和継続の背景には米景気の減速見通しがあることを踏まえると、上値余地は乏しいだろう。また、今回の決定は昨年9月に決定された量的緩和の第3弾(QE3)の継続であり、新規に量的緩和が実施されるわけではない。量的に拡大されるわけでもないことから、量的緩和の継続を好感した株価上昇は限定的となりそうだ。一方、景気の持続的な拡大による株価の下支えは、景気の減速懸念により弱まる公算が大きい。目先的には米債務上限引き上げ問題も株価の重しとなる可能性がある。米景気の先行きに対する見通しが改善するまでは、株価は総じて軟調となりそうだ。

日本に目を向けると、日経平均株価は5月21日に1万5381円まで上昇し、年初来の高値を付けた後、6月13日には1万2445円まで急反落した。その後は持ち直し、7月以降はおおむね1万4000円を挟んでやや値動きの荒い展開となっている。来年4月に消費税率の引き上げを控え、先行きに対する不透明感が相場の重しとなっているもようだ。

世界の株式市場を俯瞰すると、46の先進国・新興国で構成されるMSCIオール・カンントリー・ワールド・インデックスの年初来の騰落率は、9月20日現在でプラス14.0%と6月末のプラス4.7%から伸び率を拡大した。23の先進国・地域で構成されるMSCIワールド・インデックスの年初来の騰落率は、9月20日現在でプラス16.8%と6月末のプラス7.1%から伸び率を拡大した。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・インデックスの年初来の騰落率は、9月20日現在でマイナス4.0%と6月末のマイナス10.9%から下げ幅を縮小した。欧州の主要16カ国で構成されるMSCIヨーロッパ・インデックスの年初騰落率は、9月20日現在でプラス14.3%と6月末の0.0%から大幅なプラスとなっている。

図表2 FOMCの経済見通し(9月)

単位: %

	2013	2014	2015	2016	長期見通し
実質GDP	2.0~2.3	2.9~3.1	3.0~3.5	2.5~3.3	2.2~2.5
6月時点	2.3~2.6	3.0~3.5	2.9~3.6	N.A.	2.3~2.5
失業率	7.1~7.3	6.4~6.8	5.9~6.2	5.4~5.9	5.2~5.8
6月時点	7.2~7.3	6.5~6.8	5.8~6.2	N.A.	5.2~6.0
PCE物価指数	1.1~1.2	1.3~1.8	1.6~2.0	1.7~2.0	2.0
6月時点	0.8~1.2	1.4~2.0	1.6~2.0	N.A.	2.0
コアPCE物価指数	1.2~1.3	1.5~1.7	1.7~2.0	1.9~2.0	N.A.
6月時点	1.2~1.3	1.5~1.8	1.7~2.0	N.A.	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XTF Japan作成

債券市場は米量的緩和の縮小見送りで地合いが好転

債券市場は9月のFOMCで米量的緩和の縮小が見送られたことから、地合いが好転している。米10年債利回りは、5月中旬まで2.0%以下で推移していたが、その後はじり高歩調となり、9月上旬には3.0%前後まで上昇していた。ただし、量的緩和の現状維持が決定されたことを受けて、9月24日現在は2.6%台まで低下している。

景気動向次第では10月もしくは12月のFOMCで量的緩和の縮小が決定される可能性は残されているものの、米連邦準備理事会(FRB)は景気の減速を警戒しており、景気の底堅さを確認するまでにはしばらく時間がかかるかもしれない。また、実際に景気が減速するようだと、量的緩和の縮小は来年以降にずれ込む公算もありそうだ。米インフレ率がFRBの目標を下回って低位安定していることも量的緩和継続の支援材料となる。8月の米消費者物価指数(CPI)は前年同月比1.5%上昇とFRBが目標としている2.0%を下回っている。

金価格は下げ止まるも先行きは不透明

年初から軟調を継続していた金価格がようやく下げ止まった。金価格(ロンドン値決め、午後)を月平均で見ると、2012年10月の1747ドルを直近のピークに2013年7月の1287ドルまで9カ月連続で下落していたが、8月は1347ドルへと反発した。

金の生産コストは1300ドル程度と推定されており、この水準を割り込むと不採算鉱山の閉鎖により生産が縮小する可能性が高まることから、1300ドル割れでは買い戻しが膨らんだ。また、中東情勢の緊迫化による地政学的リスクの高まりも安全な逃避先としての金需要を高めた。

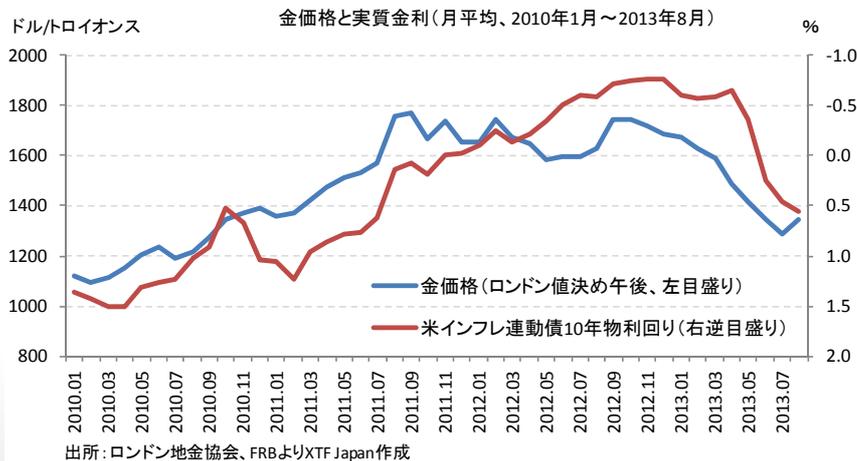
しかし、利子や配当を生まない金にとって金利の上昇が向かい風となり、反発後の上値は重い。また、価格の急落を受けて金鉱山会社がヘッジ売りを再開したことも上値を抑えている。金鉱山会社は1990年代、多い年には年間500トン前後の金のヘッジ売りをしており、金価格低迷の一因とみられていたが、2000年代に入ると金価格が上昇に転じたことから、ヘッジ売りを買戻す動きが活発化し、金価格の上昇を後押ししてきた。ただし、2011年頃にはヘッジ売りが底を突き、その後は買い戻しの動きがほとんどなくなっている。今年に入り、金価格の下落が急速に進んだことから、一部の鉱山会社がヘッジ売りを再開している。90年代に比べると規模が小さいことから、これまでのところは価格に与える影響は軽微とみられているが、今後とも低調な価格で推移するようだと、規模が拡大する可能性もあり警戒が必要となっている。

このほか、世界最大の金需要国であるインドが、経常赤字の拡大に歯止めをかけるために金の輸入規制に動いていることも懸念材料だ。インド政府は9月17日、金の宝飾品に対する輸入税を10%から15%に引き上げた。インド政府は年初から金輸入関税を度々引き上げているが、効果はいま一つで、4-6月期のインドの金需要は価格下落も追い風となり前年同期比71%増加の310トンとなっている。ただし、ルピーの急落で国内価格はドル建てほど低下しておらず、規制も強化されていることから、好調な需要を維持できるかどうか懸念されている。

金価格は、重要な節目とみられる1300ドル近辺で底堅さを示してはいるものの、金利の上昇、鉱山会社のヘッジ売り、インドでの規制強化といった弱材料により再び下値が模索される公算も小さいとは言いきれず、当面は底入れの確認が優先されよう。

原油市場に目を向けると、原油価格(WTI先物、期近)は9月23日現在で104ドル近辺を推移しており、100ドルを上回る高値圏を維持している。米国のシリアへの軍事介入観測が強まった8月下旬には一時110ドル前後まで上昇したが、その後は緊張の緩和で徐々に水準を引き下げている。当面の原油価格は、地政学的リスクによるプレミアムと世界的な成長鈍化による需要減少の綱引きとなり、100ドル近辺でのレンジ相場を形成することになりそうだ。中東情勢は依然混沌としており、このリスクプレミアムが残る限り下値は限定的とみているが、短期的に大きく変動する可能性が小さくないことから、中長期的な視点からの投資は難しい状況にある。

図表3



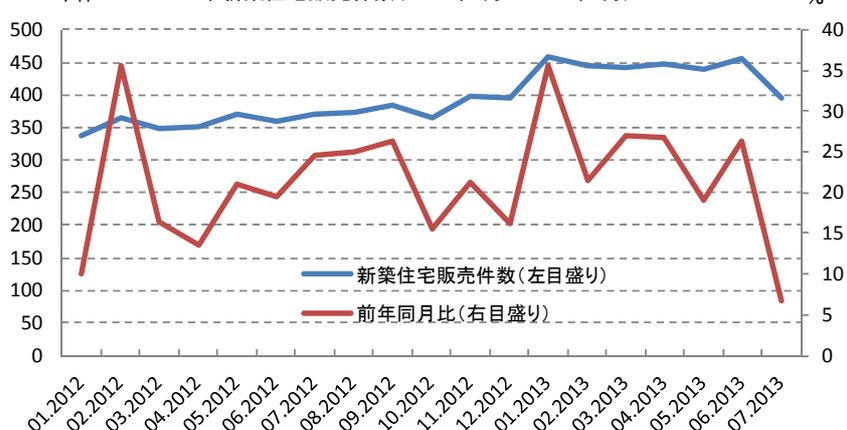
米住宅市場はローン金利の上昇で騰勢にかげり

米住宅市場はおおむね堅調を維持しているものの、住宅ローン金利の上昇を受けて騰勢にはややかげりが見え始めており、先行きに対する警戒が必要となりそうだ。8月の米住宅着工件数は89.1万戸と7月の88.3万戸から小幅に増加したものの、3月の100.5万戸を直近のピークに伸び悩みとなっている。3カ月平均を前年同月比で見ると、3月の34.0%増加をピークに8月は16.1%増加まで低下している。今後とも伸び悩みが続くようだと、年末から年始にかけては前年水準を下回ることになりそうだ。

全米不動産協会(NAR)が公表した8月の米中古住宅販売件数は、前月比1.7%増加の548万戸となり、2007年2月以来の高水準となった。ただし、NARによると、8月の動きは金利が上昇した6月以降の遅行指数と指摘しており、近い将来に反動減が訪れる公算は小さくないとみられている。7月の米新築住宅販売件数は前月比13.4%減少の39.4万戸と急減速した。新築住宅販売は1月に45.8万戸まで増加した後は頭打ちとなっていたが、7月は金利上昇の影響から大幅に失速した。米住宅ローン金利(30年固定)は5月上旬の3.3%台から6月に入ると4.0%台へと乗せ、8月中旬には4.6%前後まで上昇し、以後は同水準で高止まっている。

ダウジョーンズ REIT 指数の年初来の騰落率をみると、9月20日現在でプラス2.7%と8月19日のマイナス3.9%を直近のボトムにやや持ち直している。ただし、5月21日にプラス18.3%で高値を付けた後は、総じてみると軟調な推移となっており、目先的に住宅市場が調整局面を迎える公算が大きくなっていることも踏まえると、投資を見送るかウェイトをやや引き下げておくのが無難な選択と言えそうだ。

図表4 千件 米新築住宅販売件数(2012年1月~2013年7月)



出所:米商務省よりXTF Japan作成

(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: ユーロ圏

アンダーウェイト: 日本

世界経済見通しは、引き続き新興国でやや大幅な下方修正

2008年の金融危機、いわゆる「リーマンショック」から5年が経過し、世界経済もようやく安定期に入りつつある。とはいえ、成長率の水準が低いほか2013年後半から2014年にかけての成長は、これまでの見通しよりも弱い可能性が高まっている。

世界的に景気見通しが下方修正されているなかで、先進国・新興国ともに鈍化の見通しとなっているが、下方修正幅は新興国が先進国を上回る。したがって、新興国から先進国への資金シフトが推奨されるが、既にこうした資金シフトが始まってから数カ月の時間が経過しており、ここではIMFの成長見通しを参考にしながら、シフト後の次の一手を考えることにする。

まず、先進国をみると、2013年は日本の成長率が0.5%ポイント上方修正された一方で、米国とユーロ圏はともに0.2%ポイント引き下げされた。しかし、2014年をみると、日本は0.3%ポイント引き下げされた一方で、ユーロ圏は0.1%ポイントの引き下げにとどまっている。注目されるのは、2013年から2014年にかけての方向性である。日本の場合、2013年の2.0%から2014年は1.2%へと0.8%ポイント成長率が縮小する。一方、ユーロ圏はマイナス0.6%から0.9%へと1.5%ポイント成長率が拡大する。こうしたマクロ経済の状況を踏まえると、資産のアロケーションは成長が鈍化する日本から、成長が加速するユーロ圏へのシフトが推奨されよう。米国も1.7%から2.7%へと成長が加速する見通しではあるが、先行きに対する不透明感が高まっていることから、投資にはやや慎重さが必要とみている。

新興国では、成長の鈍化が見込まれる中国や下方修正幅の大きいブラジル、ロシアといった国への投資は避けるべきであろう。一方、成長の加速が期待されるインド、2014年成長見通しが上方修正されたASEANには投資機会がありそうだ。

図表5 主要国・地域の成長見通し

単位:%

	7月見通し		4月見通し		1月見通し	
	2013	2014	2013	2014	2013	2014
先進国	1.2	2.1	1.3	2.3	1.3	2.1
米国	1.7	2.7	1.9	2.9	2.1	3.1
ユーロ圏	-0.6	0.9	-0.4	1.0	-0.1	1.1
ドイツ	0.3	1.3	0.6	1.4	0.5	1.5
フランス	-0.2	0.8	-0.1	0.8	0.3	0.9
イタリア	-1.8	0.7	-1.5	0.5	-1.1	0.5
スペイン	-1.6	0.0	-1.6	0.7	-1.5	0.8
英国	0.9	1.5	0.6	1.5	1.2	0.7
日本	2.0	1.2	1.5	1.5	1.0	1.8
新興国・途上国	5.0	5.4	5.3	5.7	5.5	5.8
中国	7.8	7.7	8.1	8.3	8.1	8.5
インド	5.6	6.3	5.8	6.4	5.9	6.3
ブラジル	2.5	3.2	3.0	4.0	3.5	3.9
ロシア	2.5	3.3	3.4	3.8	3.7	3.8
ASEAN	5.6	5.7	5.9	5.5	5.6	5.7

出所:IMFよりXTF Japan作成

米国経済は景気減速を懸念へ、労働市場や住宅市場を警戒

2013年4-6月期の米実質国内総生産(GDP)改定値は前期比年率2.5%増加となり、速報値の同1.7%増加から大きく上方修正された。1-3月期の同1.1%増加から成長ペースを加速させたこともあり、米連邦準備理事会(FRB)による量的緩和縮小を後押しするとみられたが、9月の米連邦公開市場委員会(FOMC)では量的緩和の縮小が見送られた。

2013年の米国経済は緊縮財政の影響から上半期は減速するものの、下半期には持ち直し成長を加速させるとみられていたが、実際のところ、上半期の成長率は予想されていた以上に堅調となり、逆に下半期に失速するのではないかと、との懸念が強まっている。

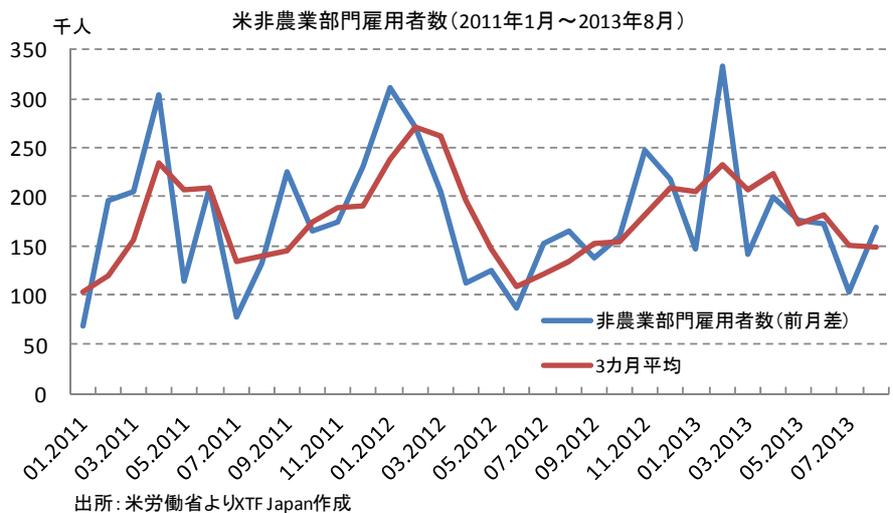
米国経済が抱える当面の課題としては、労働市場と住宅市場の鈍化、原油高、財政問題などが挙げられている。労働市場では、8月の非農業部門の雇用者数が前月比16.9万人の増加にとどまり、3カ月平均は同14.8万人増加と、昨年8月以来、1年ぶりの低水準となった。量的緩和の第3弾(QE3)が開始される以前の水準に戻ったことになる。昨年9月にQE3が開始され

て以降、雇用者数の伸びが拡大し、6カ月平均では5月まで4カ月連続で20万人以上の増加となっていた。量的緩和の縮小観測が浮上した6月以降、雇用者数の伸びが鈍化しており、量的緩和の縮小は時期尚早との見方につながった可能性がある。

また、景気の回復をけん引してきた住宅市場も金利の上昇を受けて失速しつつある。堅調な雇用情勢や住宅価格の上昇が個人消費を下支えてきたとみられており、雇用拡大の鈍化や住宅市場の減速は、中東情勢の緊迫化による原油高とあわせ個人消費の向かい風となりそうだ。

加えて、連邦債務の債務上限額を引き上げなければ、早ければ10月中旬にも底を突くとされる政府資金への懸念も強まっており、財政問題で妥協が見出せない場合には、政府機関の一時的な閉鎖も見込まれている。可能性は小さいとはいえ、発生した場合には大きな混乱を招くと予想されており、不確実性がもたらす市場への心理的な影響が警戒されている。

図表 6



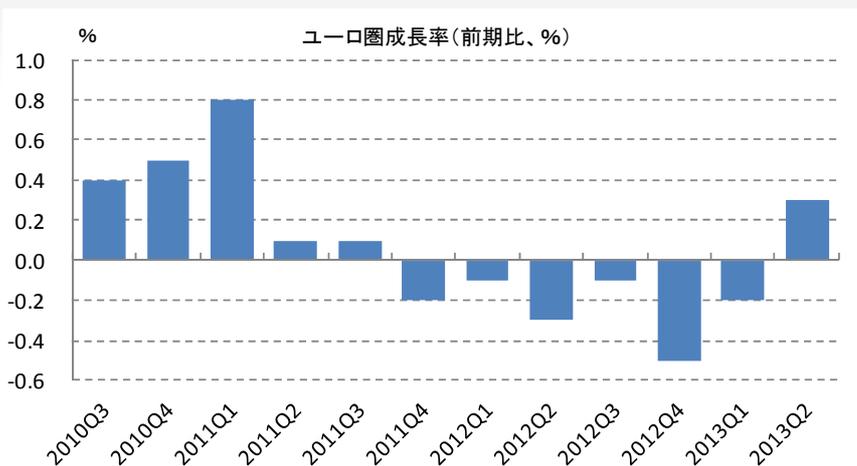
ユーロ圏は来年にかけて成長を加速へ

2013年4-6月期のユーロ圏の域内総生産(GDP)改定値は前期比0.3%増加となり、7四半期ぶりにプラス成長を回復した。ユーロ発足以来、最長となった景気後退をようやく抜け出し、景気改善の初期段階に到達したもようだ。7月のユーロ圏の失業率は12.1%と高止まりした状況にあるが、4月と5月の12.2%をピークに悪化には歯止めがかかっている。欧州中央銀行(ECB)は9月5日、2013年のユーロ圏の成長率見通しをマイナス0.4%とし、6月時点のマイナス0.6%から0.2%ポイント上方修正した。2014年の見通しはプラス1.0%としている。

ECBのドラギ総裁は9月16日、4-6月期のユーロ圏成長率がプラス0.3%を記録したことを歓迎するとして一方で、「回復は初期段階にすぎない」と指摘。ユーロ圏経済は依然「ぜい弱」であり失業率は「高止まりしている」と述べ、低金利政策の維持を改めて示した。また、9月23日には「追加の長期資金供給オペ(LTRO)を実施する用意がある」ともしており、景気の回復にもなう金利上昇を回避し、必要な限り緩和的な措置を取り続けるとの姿勢を示している。

9月22日に実施されたドイツ議会選挙では、メルケル首相が率いる与党のキリスト教民主・社会同盟が大勝し、メルケル首相の続投が確実となった。欧州経済の回復は端緒についたばかりではあるが、「欧州の盟主」とされるドイツでの政治的な安定が確保されたほか、ECBが引き続き景気回復を支援するために緩和的な措置を取り続けるとしていることもあり、ユーロ圏の景気は徐々に回復を加速させていく見通しだ。

図表 7



出所: ユーロ統計局よりXTF Japan作成

消費税率の引き上げを控え、日本は先行きへの不透明感が強い

2013年4-6月期の日本の実質国内総生産(GDP)改定値は前期比年率3.8%増加と1-3月期の同4.1%増加に続き高い伸びを示した。景気動向次第では先送りの可能性も指摘されていた消費税率の引き上げは、おおむね良好な経済環境が確認されたことから、予定通り来年4月に実施される見通しとなっている。増税による消費の減速を考慮して、増税と同時に法人税減税を実施するのかが当面の注目点となる。家計負担の増加と企業負担の減少という組み合わせは国民の理解を得にくいとの見方から、法人税減税には慎重な見方も少なくはなく、法人税をめぐる動きは先行き不透明感を高めることになりそうだ。また、法人税減税などの景気対策が見送られた場合には、景気減速への警戒感が強まることが予想される。

2013年については金融緩和や緊急経済対策などの政策効果により高成長が見込まれるものの、2014年については消費税率の引き上げや公共投資の景気押し上げ効果のはく落などから、成長スピードは鈍化する見通しで、消費税引き上げの影響を見極めるまでは投資スタンスには慎重さが求められよう。

中国は安定の兆しがうかがえるものの、成長率の鈍化傾向は変わらず

中国の2013年4-6月期の実質国内総生産(GDP)は前年同期比7.5%増加と1-3月期の同7.7%増加から伸び率が鈍化した。世界的な景気の減速による外需の低迷が生産の重しとなり、成長の鈍化が続いている。

2012年の成長率が7.8%と13年ぶりに8.0%を下回ったことから、中国政府は成長率の政府目標をそれまでの8.0%から7.5%へと引き下げているが、4-6月期はこの目標と一致した。また、各種報道によると中国政府は2014年の政府目標を7.0%に引き下げるのではないかと観測も強まっている。

9月のHSBC中国製造業購買担当者景気指数(PMI)が6カ月ぶりの高水準となったほか、8月の消費者物価指数が前年同月比で2.6%上昇にとどまり、政府目標の3.5%以内でおおむね安定的に推移していることなどから、成長は鈍化しているものの、安定の兆しも見え始めている。短期的には持ち直しの動きがみられる可能性もあるが、中長期的には成長率の鈍化が継続していることから、積極的な投資スタンスを推奨するのは難しい状況にある。

(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：一般消費財サービス

アンダーウェイト：エネルギー

セクターアロケーション投資の実践

本号から、米国の主要 10 セクターのアロケーション投資について、基本的な考え方をまとめていくこととしたい。

セクターアロケーション投資とは、個別銘柄の選択によってではなくセクターウェイトの機動的な変更によって追加のリターンを獲得する投資戦略である。参考までに、主要セクターの年間株価パフォーマンスを過去に遡って見ると(図表 8)、その格差(トップとボトムの騰落率格差は平均 45%ポイント)のみならず順位の変動も極めて大きいことから、アロケーション投資のチャンスもまた大きいと考えられる。仮にパフォーマンストップのセクターとボトムのセクターを正確に選び出すと同時に、それぞれを小幅(例えばポートフォリオの 5%分)にオーバー/アンダーウェイトし、他の 8 つのセクターは全てニュートラルウェイトとした場合でも、S&P500 を平均して年率 220bp アウトパフォーマンスできる計算となる。たった二つのセクターについてわずかにリスクを取った結果としては、十分それに見合うだけの追加リターンといえるのではないだろうか。

図表 8

各年の主要10セクター株価騰落率ランキング

2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
耐久消費財 2%	生活必需品 -6%	情報技術 47%	エネルギー 29%	エネルギー 29%	通信サービス 32%	エネルギー 32%	生活必需品 -18%	情報技術 60%	耐久消費財 26%	公益 15%	金融 26%
素材 1%	素材 -8%	耐久消費財 36%	公益 20%	公益 13%	エネルギー 22%	素材 20%	ヘルスケア -24%	素材 45%	資本財 24%	生活必需品 11%	耐久消費財 22%
資本財 -7%	エネルギー -13%	素材 35%	通信サービス 16%	ヘルスケア 5%	耐久消費財 17%	公益 16%	公益 -32%	耐久消費財 39%	素材 20%	ヘルスケア 10%	ヘルスケア 15%
生活必需品 -8%	金融 -16%	資本財 30%	資本財 16%	金融 4%	公益 17%	情報技術 16%	通信サービス -34%	資本財 17%	エネルギー 18%	耐久消費財 4%	情報技術 13%
金融 -11%	ヘルスケア -20%	金融 28%	耐久消費財 12%	素材 2%	金融 16%	生活必需品 12%	耐久消費財 -35%	ヘルスケア 17%	通信サービス 12%	エネルギー 3%	通信サービス 12%
エネルギー -12%	耐久消費財 -24%	エネルギー 22%	素材 11%	生活必需品 1%	素材 16%	資本財 10%	エネルギー -36%	金融 15%	金融 11%	情報技術 1%	資本財 12%
ヘルスケア -13%	資本財 -28%	公益 21%	金融 8%	情報技術 0%	生活必需品 12%	通信サービス 8%	資本財 -42%	エネルギー 11%	生活必需品 11%	通信サービス 1%	素材 12%
通信サービス -14%	公益 -33%	ヘルスケア 13%	生活必需品 6%	資本財 0%	資本財 11%	ヘルスケア 5%	情報技術 -44%	生活必需品 11%	情報技術 9%	資本財 -3%	生活必需品 8%
情報技術 -26%	通信サービス -36%	生活必需品 9%	情報技術 2%	耐久消費財 -7%	情報技術 8%	耐久消費財 -14%	素材 -47%	公益 7%	公益 1%	素材 -12%	エネルギー 2%
公益 -32%	情報技術 -38%	通信サービス 3%	ヘルスケア 0%	通信サービス -9%	ヘルスケア 6%	金融 -21%	金融 -57%	通信サービス 3%	ヘルスケア 1%	金融 -18%	公益 -3%

(注)上段がセクター名、下段が年間騰落率(配当を含まない)。(出所)T&C XTF Japan, Inc.

景気サイクルに基づくセクターアロケーションの難しさ

もちろん、上記の試算は正しい 2 つのセクターを選び出すことが前提である。それでは何に基づいてオーバーウェイトとアンダーウェイトのセクターを選び出すべきであろう。

株式市場に関する一般論として、景気サイクルの局面に応じて、相場をけん引するセクターにも相応の変化が生じるとされている。例えば、景気サイクルは 4 ないし 5 つの局面に分類されるのが一般的であるが、「景気後退初期」には公益セクターや通信サービスセクター等のディフェンシブセクターが選好されやすいとされている。(図表 9) また、「景気後退後期」には政策金利

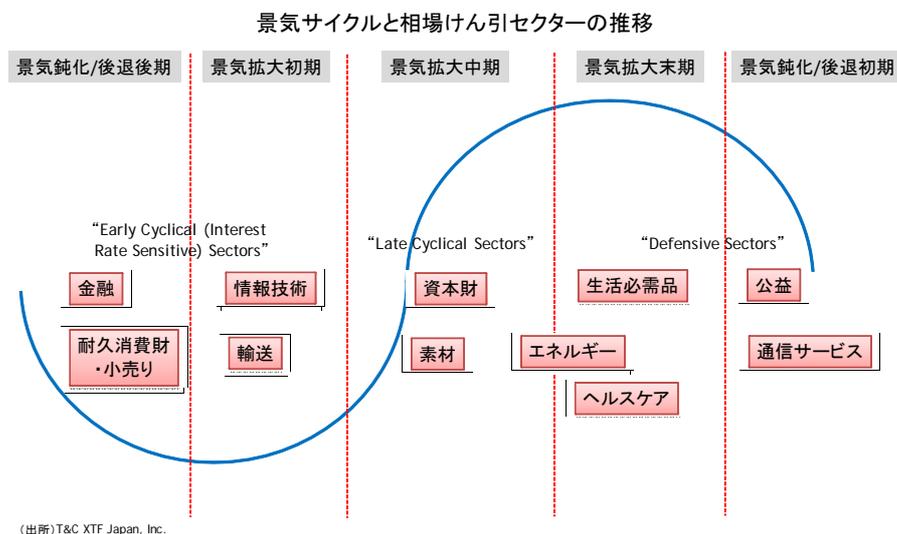
の大幅な引き下げによって金融セクターなどの金利敏感セクターが相場をリードすると考えられている。「アーリーシクリカルセクター」といった言葉自体、景気サイクルとセクターが密接に関係していることを示している。

景気サイクルに基づいてセクターのアロケーションを行うという考え方は、このように論理的であるし一般的でもあるが、とはいえ、これを実践しようとするときと少なくない困難に直面する。第一に足元が景気循環のどの位置にあるのかという判定が難しい。将来の見通しをどう考えるかによって、景気が加速しているのかそれとも減速しているのかという判断が分かれることになる。

第二に景気サイクルがかつてほど明確ではなくなっている。米国の公式な景気循環日付では、過去 30 年間に景気の山は 3 度しか出現しておらず、10 年に 1 サイクルという計算になる。にもかかわらず、現実には図表 8 にあるようにけん引セクターは目まぐるしく変わる。景気サイクルの内のかなりの期間においては、景気の加速とも減速とも判断しづらい状況ということになる。

第三に、経済統計によって景気の局面を判断しようにも、統計自体にも様々な不備がある。発表までの時間的なズレのみならず、度々改定されるなど、リアルタイムで正しい景気判断ができるとは限らない(正式な景気循環日付も 1 年近く後に正式に認定されるのが現実である)。景気サイクルに応じたセクターアロケーション戦略を実践する際、これらが大きな障害になる。

図表 9



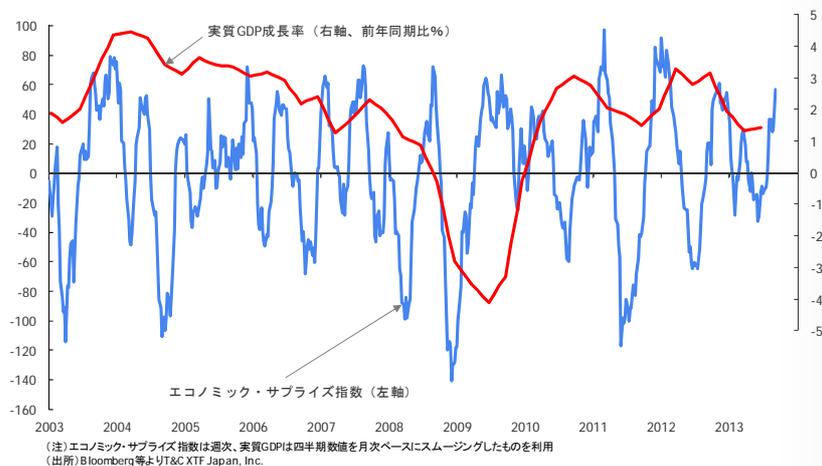
サプライズのサイクルに基づくセクターアロケーション

ところで、実際の景気サイクルとは別に、事前の予想値・期待値に対する景気の強さもまたサイクルを描くと考えられる。例えば、様々な理由によって事前の予想が相当慎重なものであったとする。その時、実際の統計の内容が悪くても、予想ほどには悪くない場合、市場関係者はこれを好材料と判断するのが一般的である。さらにその後も予想を上回る統計が相次ぐと、今度は予想が次々と上方修正され、慎重であった予想が今度は過度な期待へと移行し、その後は過度な期待が修正されるサイクルに突入する。実際、株価という観点からは「現実のファンダメンタルズ」よりも「サプライズ」の方が重要との見方は少なくない。「景気サイクル」ではなく「サプライズのサイクル」を基にして、セクター判断のヒントを得ることは出来ないだろうか。

経済指標のサプライズの大きさを示すものとして、シティグループによるエコノミック・サプライズ指数がある。頻度(日次)や速報性(寄付き前公表)のみならず、改定の少なさを踏まえれば、実際の経済統計よりも使い勝手は良さそうだ。エコノミック・サプライズ指数と実質 GDP 成長率の動きを重ねると、前者のサイクルは後者よりも頻度が高く、大雑把に「サプライズのサイクル」は一年弱で 1 回転するようである。(図表 10)。目先半年から 1 年程度のセクターアロケーション戦略を考える際には、適当な頻度であろう。

そこで、エコノミック・サプライズ指数がプラスの時期とマイナスの時期に分け、それぞれの時期において各セクターの株価パフォーマンスがどうなっているかを確認したのが図表 11 である。なお、以下においては、同指数が短期間でプラスとマイナスを行き来するケースに対応するため、反対の符号に転換する際において、(1)3 日以上のお反対符号の連続、かつ(2)反対符号で±20 超の数値の出現があるまでは符号が変わらないとのルールを設けている。

図表 10



図表 11

	日次リターン(年率)		平均超過リターン		超過リターン確率(勝率)		ウェイト判断	
	プラスの期間	マイナスの期間	プラスの期間	マイナスの期間	プラスの期間	マイナスの期間	プラス時	マイナス時
S&P500	10.5%	5.7%	-	-	-	-		
生活必需品	10.5%	4.7%	0.1%	0.6%	40%	53%		
一般消費財サービス	14.1%	9.5%	1.3%	0.7%	67%	60%	Over	
エネルギー	11.2%	24.5%	0.3%	4.7%	53%	67%		Over
素材	10.1%	12.9%	-0.2%	2.0%	60%	60%		
資本財	13.6%	4.5%	1.1%	-0.3%	53%	53%		
ヘルスケア	10.2%	4.5%	-0.2%	-0.2%	60%	60%		
情報技術	10.0%	12.6%	0.0%	1.4%	40%	53%		
金融	19.3%	-10.2%	2.0%	-5.8%	73%	27%	Over	Under
通信サービス	-0.9%	13.4%	-4.2%	2.8%	27%	60%	Under	Over
公益	2.2%	16.3%	-2.7%	2.9%	33%	60%	Under	Over

(注) 超過リターン確率は、全期間(15回)のうちS&P500をアウトパフォームした回数を率で示したものの。太字は突出した数字を示す。
(出所) T&C XTF Japan, Inc.

一部のセクターは「景気のサプライズ」のサイクルに株価が反応

エコノミック・サプライズ指数(以下 ES 指数と略す)は 2003 年の年初から日次ベースで発表されており、このうちプラスの期間、マイナスの期間ともに足元までに計 15 回、一回当たりの平均期間は前者が 99 営業日(5 カ月弱)、後者が 72 営業日(3 カ月強)である。まず S&P500 についてみると、ES 指数がプラスの期間のリターン(平均日次リターンを年率化したもの)は 10.5%、マイナスの期間では同 5.7%となっており、ポジティブなサプライズが優勢である時期ほど株式市場が堅調に推移する傾向がみられる。これは一般的な認識とも整合的な結果であろう。

次に、各セクターの株価パフォーマンスを 3 つの尺度で測る。第一が、S&P500 と同じ期間内の平均日次リターン(年率)である。第二が、各々の期間における対 S&P500 超過リターンの平均値である。第三が、合計回数のうちアウトパフォームした回数の比率、すなわち勝率である。

これらの結果をまとめた図表 11 をみると、エネルギーや金融、通信サービス、公益といったセクターが ES 指数のサイクルに応じて比較的顕著な動きを見せている。後者二つは ES 指数がプラス(ポジティブ・サプライズ優勢)の期間に極端にリターンが低く、ES 指数がマイナス(ネガテ

イブ・サプライズが優勢)の期間にリターンが高く、一般的認識と整合的である。一方、エネルギーセクター(と素材セクター)は ES 指数がマイナスの時に高いリターン、金融セクターは ES 指数がプラスの時に高いリターンとなっており、一見整合的ではないようにも見える。ただし、エネルギー価格の上昇が景気鈍化を促すとすれば、景気のネガティブサプライズとエネルギーセクターのアウトパフォーマンスは同時に起こり得るだろう。また、景気持ち直しによって貸出市場の質・量がともに改善するとの期待が高まれば、景気のポジティブサプライズと金融セクターのアウトパフォーマンスは同時に起こり得るだろう。

安定成長セクターの判断には結びつかないが、景気・金利敏感セクターの判断に有効か

注目すべきは、生活必需品、ヘルスケア、情報技術等のいわゆる(安定)成長セクターにおいてはサプライズのサイクルによって特徴的な動きが見られない点である。これら(安定)成長セクターについては、異なる切り口・材料をもとにセクター判断を考える必要があるようだ。

以上の結果をもとに、当面のセクター判断をまとめたのが図表 11 の右端のコラムである。ES 指数の符号(+/-)に応じて、景気敏感セクターと金利敏感セクターにおいて、セクターをスイッチする戦略が考えられる。まず景気敏感セクターでは、ES 指数がプラスであれば一般消費財サービスセクター、ES 指数がマイナスに転じたらエネルギーセクターのウェイトを引き上げる。金利敏感セクターでは、ES 指数がプラスであれば金融セクター、マイナスに転じたら公益・通信サービスのウェイトを引き上げるという具合である。

エコノミック・サプライズ指数は直近 5 月中旬にマイナスに転じた後、8 月にふたたびプラスへと転じ、9 月 19 日現在 44 と引き続きプラス圏で推移している。金融政策の不透明感が残ることから、ここでは金利敏感セクターよりも景気敏感セクターでのスイッチ戦略に注目し、一般消費財サービスを強気、エネルギーセクターを弱気としたい。

(和田康志)

◇ 当面の為替見通し

ドル円は強弱材料が交錯し方向性のない展開に

ドル円相場は強弱材料が交錯し、方向性のない展開が続いている。ドル円は 5 月 22 日に 1 ドル=103 円台まで上昇した後、6 月 13 日は 94 円台まで急反落したが、その後はチャート上では比較的きれいな形でペナントを形成しており、テクニカル的には三角もみ合いをブレイク後に次のトレンドを形成することが見込まれる。

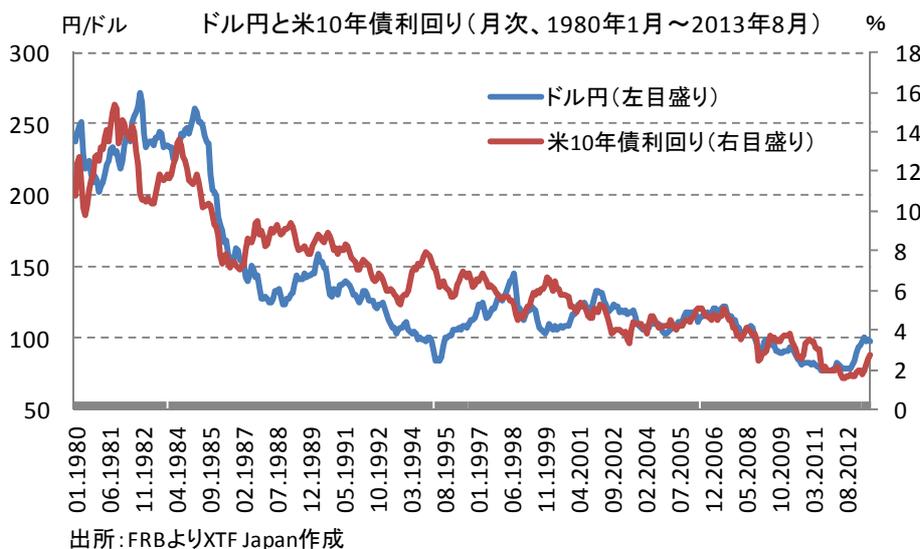
いわゆるアベノミクスへの期待を背景に進んだ株高・円安の流れは、来年に消費税率の引き上げを控え、日本の成長力に対する慎重な見方が広がるとともに小休止となっており、株価の調整を背景としたリスクオフの動きが円安に歯止めをかけている。一方、米国では量的緩和の縮小が意識され、長期債を中心に金利が上昇したことから、日米金利差を背景としたドル買いの動きが円高を抑制している。

ドル円相場と米 10 年債利回りの間には高い相関関係があることが知られている。1980 年 1 月から 2013 年 8 月までの月次データでみると、両変数間の相関係数はプラス 0.88 となり、高い正の相関を示している。5 月下旬以降の米金利上昇局面では、ドル円に大きな上昇はみられなかったが、これは昨年 11 月以降にドル円が先行して上昇していることが影響しており、5 月以降の動きは両変数のギャップを埋める動きとの解釈も可能であろう。日次データでみると、昨年 11 月から 4 月末までの相関係数は 0.27 と正の相関が弱まっていたが、その後は徐々に正の相

関を取り戻し、8月1日から9月13日まで間の相関係数は0.74と、足もとでは再び正の相関を強めている。当面のドル円相場は米10年債利回りとの連動性を強める可能性がありそうだ。

米10年債利回りは、5月上旬の1.6%台から9月上旬には3.0%近辺まで上昇していたが、9月18日の米連邦公開市場委員会(FOMC)で量的緩和策の継続が決定されたことから、当面は3.0%を超えて金利が上昇する公算は小さくなった。一方、景気減速リスクが懸念材料として浮上したことから、実際に景気の減速が確認された場合には債券が買い戻される展開となり、長期金利の低下を促すことになろう。米長期金利の見通しからは目先の円高・ドル安の可能性が高いと言えそうだ。

図表 12



中長期的な円安見通しには変化はみられない

大方の予想に反して米量的緩和策の継続が決定したことから、短期的には円高リスクが上昇したと考えられるが、米金融政策の次の一手は引き続き量的緩和の縮小であり、拡大となる公算は小さいこと、また日本の貿易赤字が解消に向かう兆しがうかがえないことから、中長期的な円安見通しは維持できよう。

先延ばしされたとは言え、QE3は将来的に終了を迎えるとの見方に変更はなく、中長期的なスタンスに立てば、米金利上昇を背景としたドル高・円安見通しに変化はみられない。また、日本の貿易赤字が定着しており、赤字額が拡大傾向にあることにも変わりはない。加えて、米経常赤字が縮小していることも円安を後押しする可能性がありそうだ。

8月の日本の貿易赤字額は9603億円となり、8月としては過去最大を記録した。赤字は14カ月連続で、原発の稼働停止の影響によるエネルギー輸入の増加が続いており、赤字の構図が解消する兆しはうかがえず、むしろ拡大の方向にある。一方、4-6月期の米経常赤字額は989億ドルと1-3月期の1049億ドルから縮小し、4年ぶりの低水準となった。対国内総生産(GDP)比率は2.4%と1998年以来の低水準となり、2005年10-12月期につけた過去最大の6.2%から大きく低下している。

図表 13



新興国通貨は軒並み安、米金融緩和継続でひとまず底入れか

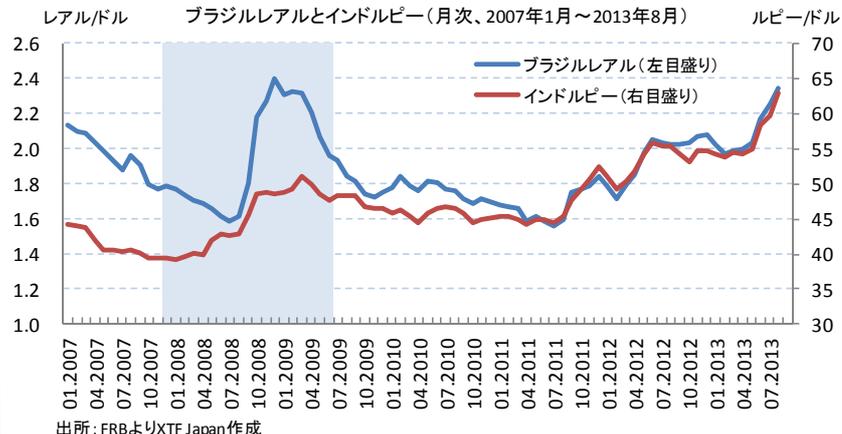
新興国通貨が軒並み急落となっている。背景には米量的緩和の縮小観測があり、米金利の上昇でドルの魅力が高まったことが、リスクの高い新興国からの資金の流出を促した。特に、ブラジルとインドが大幅な通貨安に見舞われており、5月以降の3カ月間での対ドルレート下落率は15%前後となっている。このほかでは、インドネシア・ルピア、トルコ・リラ、メキシコ・ペソ、タイ・バーツ、フィリピン・ペソも軒並み10%前後の大幅下落となった。

ブラジル、インドともにインフレに悩まされている。ブラジル中銀は8月22日、政策金利を0.5%ポイント引き上げ、9.0%とした。インフレの抑制と通貨防衛が主目的である。4月以降、4会合連続で利上げを実施しているものの、7月のブラジル消費者物価指数は前年同月比で6.3%上昇と高止まりが続いている。インフレが懸念されて、通貨安に歯止めがかからないことから、8月22日には6000億ドル規模の介入を実施している。

インド中銀は9月20日、政策金利を0.25%ポイント引き上げて7.50%とした。利上げは2011年10月以来、約2年ぶりのこと。インドでは、景気減速のなかインフレ率が高止まりしており、加えて資金流出の動きから経常収支も悪化していることがルピーの急落を招いている。8月のインド卸売物価指数は前年同月比6.10%上昇、消費者物価指数は同9.52%上昇となっている。

FRBの量的緩和縮小観測を背景に、新興諸国からの資金流出が相次ぎ、新興諸国通貨は軒並み下落となったが、9月18日のFOMCで量的緩和の維持が決定されたほか、通貨防衛策も相次いで出されていることから、通貨安の動きにも歯止めがかかりつつある。新興諸国は、景気減速、高いインフレ率、経常赤字の拡大などさまざまな問題を抱えており、中長期的に通貨安の流れが止まったとの判断は時期尚早と思われるが、米量的緩和継続を受けて、短期的には持ち直しの動きが期待できそうだ。(井上秀之)

図表 14



◇ 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の検討

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のが図表 15 になる。以下、同図に基づいて投資対象となりうる具体的な ETF を絞り込むことにする。

図表 15

目先3カ月のTAAマトリックス

	強気	弱気
アセット	長期国債	株式
カントリー	欧州	日本
セクター	一般消費財サービス	エネルギー

(出所) T&C XTF Japan, Inc.

9月18日、FRBが量的緩和の規模縮小を見送った。直後の反応は株高・債券高・ドル安であったものの、その動きは一時的なものにとどまったようだ。時間が経つにつれ、今回の決定は金融政策やその背後にある当局の景気判断に対する不透明感を高め、不安定な状況が先延ばしされたとの見方も強まりつつある。このような状況下では、債券などの低リスク資産に資金がシフトする公算が大きく、バンガード米国トータル債券市場ETF(ティッカー:BND)やiシェアーズ米国国債20年超ETF(同:TLT)などを強気銘柄として選択する。

次にカントリーについては欧州を強気としたが、景気の方角性は相対的にポジティブながらも、成長率の絶対水準は依然低く、企業業績が大きく改善する環境ではない。このため、欧州への資金シフトも株式市場よりは債券市場で顕著となる可能性がある。欧州債市場に連動するETFは実はあまりなく、唯一ウィズダムツリーユーロ債ファンド(同:EU)があるが、時価総額(447万ドル)など流動性の面でやや問題がある。代替案としてカレンシーシェアーズユーロETF(同:FXE)を考慮しておきたい。セクターではバンガード一般消費財セクターETF(同:VCR)が競合ETFの中で最も経費率が低い。

一方、弱気銘柄の候補としては日本株に連動するETFということになる。目的的に円高ドル安のリスクもあるため、現地通貨ベースの値動きに連動するウィズダムツリー通貨ヘッジ型日本株ETF(同:DXJ)を選択したい。セクターでは流動性や経費率といった点を考慮し、セレクトセクターSPDRエネルギーETF(同:XLE)を選択する。

図表 16

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			
バンガード米国トータル債券市場ETF	BND	0.10	16,980.7
iシェアーズ米国国債20年超ETF	TLT	0.15	2,958.5
ウィズダムツリーユーロ債ファンド	EU	0.35	4.5
カレンシーシェアーズユーロETF	FXE	0.40	241.0
ショートポジション			
ウィズダムツリー通貨ヘッジ型日本株ETF	DXJ	0.48	11,066.4
セレクトセクターSPDRエネルギーETF	XLE	0.18	8,284.6

(出所) T&C XTF Japan, Inc.

(和田康志)

◇ 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～3つの基本ポートフォリオ

弊社では、中長期的なマクロ経済シナリオに基づき、投資家のリスク許容度やインカムニーズに応じた3種類のグローバルETFポートフォリオを設計している。具体的には、(1)中レベルのリスク許容度の投資家を想定したバランス型、(2)リスク回避的な投資家を想定したインカム型、(3)積極的にリスクテイクする投資家を想定したトータルリターン型、の3つである。これら3つのポートフォリオは、いずれも米国に上場する代表的なETFで構成され、投資・運用コストを極力抑える一方で、流動性・透明性も高く運用効率に優れたポートフォリオである。

リスク考慮後のリターン最大化をめざすT&C グローバルETF バランス型ポートフォリオ

本号では、上記3つのポートフォリオのうち(1)のバランス型ポートフォリオについて解説する。同ポートフォリオは、世界の株式と債券に投資する10銘柄のETFでポートフォリオを構成する。各々のETFの裏付け資産でみれば、実質的には2500近い銘柄に分散投資したポートフォリオと言うことも出来る。株式(コモディティを含む)と債券の比率は前者60%、後者40%で標準的なリスク選好度を持つ投資家向けの資産配分である。

株式は比較的配当を重視した銘柄選択となっており、債券については金利上昇にも対応できるものを中心に銘柄を選択している。ある程度の配当金利回りにも配慮しつつ安定したリターンを獲得することを目指しており、リスク考慮後のリターンを最大化することが当ポートフォリオの目標である。

図表17、18は同ポートフォリオのリスク・リターン特性とポートフォリオの特性についてまとめたものである。図表18にあるように、ベンチマークと同じリスク値に抑えつつ、ベンチマーク以上のリターンを獲得することに成功している。年毎のリターンも、今年に入ってからのそれはやや見劣りするが、ほぼ毎年ベンチマークを上回っている。

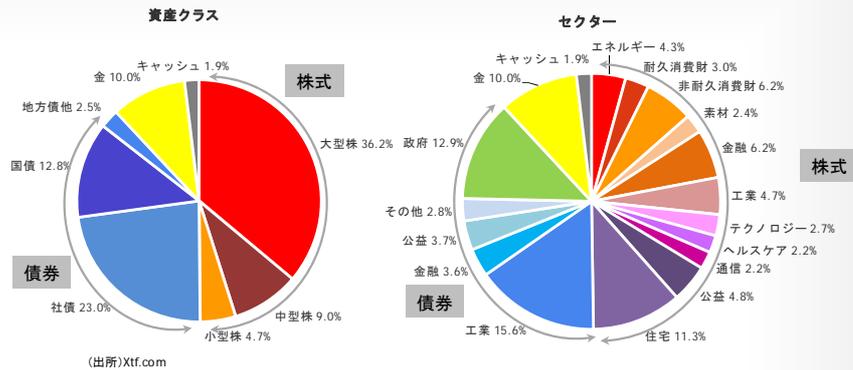
ポートフォリオの内容をみると、大型株が中心であるが中小型株もバランス良く保有することで、相場上昇に出遅れないよう配慮している。また債券部分では、社債の比率を国債よりも大きくし、プラスアルファの配当金を獲得することを目指している。セクター別にみると株式では住宅や非耐久消費財、金融といったセクターのウェイトが高く、債券では社債(工業)が大きな比率を占めている。

図表 17

項目	T&Cグローバルバランスポートフォリオ	ベンチマーク*
加重平均経費率	0.31%	—
配当金利回り	3.55%	—
年率リターン	6.9%	2.9%
(2008年)	-23.6%	-26.2%
(2009年)	36.9%	25.4%
(2010年)	16.0%	9.7%
(2011年)	4.0%	-1.7%
(2012年)	13.4%	10.9%
(2013年*)	1.8%	6.0%
年率リスク(標準偏差)	14.5%	14.5%

(注) 配当利回りは直近値。網掛けは最も良いパフォーマンスのものを示す。2013年は7/26までのリターン
 (注) ベンチマークはグローバル株式指数とグローバル債券指数のパフォーマンスを60%・40%で案分して試算したものの
 (注) 年率リターン、リスクは2008年初から2013年7月26日までのもの。リスクは週次リターンの標準偏差の年率換算

図表 18



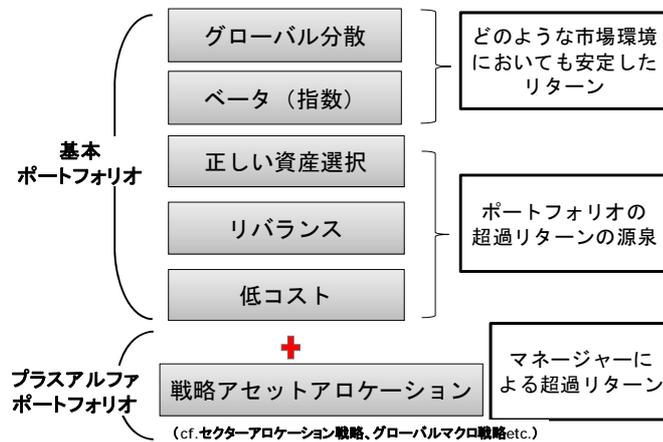
基本ポートフォリオ+TAA=プラスアルファポートフォリオ

冒頭記したように、弊社では「バランス型」に加え、「インカム型」「トータルリターン型」の3つのポートフォリオを基本ポートフォリオとして実際に運用している。これら基本ポートフォリオはどれも同じコンセプトで運用され、「正しい資産選択」「リバランス」「低コスト」によって十分なリターンを獲得する仕組みになっている。また、「グローバル分散」「ベータ投資」を徹底することで不要なリスクを取らないように設計されている。

この基本ポートフォリオにファンドマネージャーの短中期の相場観すなわち「戦術アセットアロケーション(TAA)」を加えることで、より高いリターンを獲得するチャンスもある。近い将来、基本ポートフォリオに TAA を加えた「プラスアルファポートフォリオ」の運用を開始する予定であるが、当「ETF インベスティング」レポートは、そのベースとなる考え方・相場観についてまとめたものである。

図表 19

グローバルETFポートフォリオのコンセプト



(和田康志)

2. ETF 銘柄研究・比較

◇ iシェアーズ好配当株式 ETF (DVY)

利回りのみならず将来の増配余地が高い「好配当株」をセレクトしたポートフォリオ。退職期投資家層のコア資産として最適であり、インフレ時や相場不安定時にも相対的な強さが期待できる。

配当に関する様々な基準をクリアした配当基盤の強い 100 銘柄によって構成される ETF

iシェアーズ好配当株式 ETF(ティッカー:DVY)は配当に注目した米国株式 ETF である。連動指数はダウジョーンズセレクトディビデンド指数で、同指数は配当に関する様々な基準をクリアした配当基盤の強い上位 100 銘柄で構成される。このため、「高」配当株ではなく「好」配当株という名称が当てられている(以下、当レポートでも同カテゴリーの ETF を好配当株 ETF と呼ぶ)。また指数の加重方法は配当利回りの高さなどが考慮された特殊なものが用いられている。

保有銘柄数は 100 銘柄と連動指数と完全に一致しているため、指数からの乖離はほとんど生じない。保有銘柄のうち最もウェイトの高い銘柄はたばこ会社のロリラード(同:LO)で全体の 3.6%を占めている。上位 10 銘柄をみるとエネルギーや防衛などの銘柄が目立ち、その占有率は 21.6%である。同カテゴリーの ETF の中では上場が最も早く、時価総額も 126 億ドルに達している。同カテゴリー内ではバンガード配当成長指数ファンド(同:VIG)に次いで 2 番目の規模である。経費率は 0.40%と競合するものの中では高めである。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、3.27%となっている。

図表 1

iシェアーズ好配当株式 ETF (DVY)			
iシェアーズ好配当株式ETFは比較的高配当の米国株式で構成される指数と同等の投資成果を上げることを目指している。連動指数はダウジョーンズセレクトディビデンド指数で一定のルールに基づいて選ばれた100銘柄によって構成される。			
アセットクラス	株式	上場日	11/7/2003
地域・国	米国	上場市場	NYSE Arca
リスク	中リスク	経費率	0.4
連動指数	DJセレクトディビデンド指数	連動指数の構成銘柄数	100
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	100

(出所)ブルームバーグ等よりT&C XTF Japan

連動指数や構成銘柄などで競合 ETF との差異

(上場年月日・時価総額・流動性)DVY は 2003 年 11 月に上場した。その後ウィズダムツリー社でファンダメンタル指数連動 ETF が開発されるのと同時に、米 ETF 市場では「配当」は注目すべきトピックの一つとなり、多くの配当株 ETF が上場した。2005 年には SPDR S&P 配当株式 ETF(ティッカー:SDY)が、2006 年にはバンガード配当成長指数ファンド(同:VIG)が上場した。いずれも、配当利回りの高さのみならず、配当成長率や配当性向など様々な基準で採用銘柄を

選択している。かなり後発となったシュワップ配当株式 ETF(2011 年上場)を除けば、時価総額、一日平均売買高ともに十分であり、流動性の点で問題はない。

図表 2

ティッカー	DVY	VIG	SCHD	SDY
名称	iShares Select Dividend ETF	Vanguard Dividend Appreciation Index Fund	Schwab US Dividend Equity ETF	SPDR S&P Dividend ETF
経費率	0.40	0.10	0.07	0.35
時価総額(億ドル)	125.68	174.04	11.99	124.86
平均売買高/日(千株)	1061	1198	296	975
分配金利回り	3.27	2.06	2.59	2.63
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	-0.02	0.01	0.01	-0.03
ビッド/アスクスプレッド(%)	0.03	0.02	0.05	0.03
トラッキングエラー	0.09	0.07	0.07	0.04
上場年月日	11/7/2003	4/27/2006	10/20/2011	11/15/2005
上場市場	NYSE Arca	NYSE Arca	NYSE Arca	NYSE Arca
運用会社	BlackRock Fund Advisors	Vanguard Group Inc/The	Charles Schwab Investment Management Inc	SSgA Funds Management Inc
連動指数(ティッカー)	DJDVY	DVGTR	DJUSDIVT	SPHYDATR
指数構成銘柄数	100	146	100	83
ファンド構成銘柄数	100	146	100	85
リプリケーション手法	フルリプリケーション	フルリプリケーション	フルリプリケーション	オプティマイズ
セクター構成比	公益 28.0% 資本財 17.8% 消費財 16.8% 金融 11.3% 素材 6.1%	消費財 23.3% 資本財 21.3% 消費サービス16.5% エネルギー12.6% ヘルスケア 8.0%	消費財 26.0% 資本財 19.4% エネルギー12.6% 情報技術 12.5% ヘルスケア12.0%	消費財 18.0% 金融 16.7% 資本財 14.1% 素材 11.4% 公益 10.4%

(注)データは全て9/13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)「好配当」という明確な定義が存在しないこともあり、構成銘柄やセクターウェイトは銘柄ごとに特徴がある。例えば、DVY では公益セクターが 28%と 1 位であるが、SDY、VIG などは消費財セクターが 1 位、SCHD は情報技術セクターが 13%を占めている。また構成銘柄 1 位も、DVY がロリラードに対し、VIG は消費財のプロクター&ギャンブル、SDY は通信サービスの AT&T、SCHD は石油大手のシェブロンとそれぞれ異なっている。このため値動きは銘柄間でややばらつきがみられ、年初来上昇率(9/17 まで)は DVY が 17.1%に対し、VIG が 18.7%、SDY が 20.1%、SCHD が 21.6%となっている。ただし、配当利回り(実績ベース)がそれぞれ 3.3%、2.1%、2.6%、2.6%であることを踏まえれば、トータルリターンの格差は縮小する。インカムゲインとキャピタルゲインのどちらを重視するか、が銘柄を決めるポイントといえそうだ。DVY はどちらかといえばインカム重視型である。

(銘柄数・トラッキングエラー)構成銘柄数はいずれも 100 銘柄前後と運用には理想的な銘柄数であると同時に完全リプリケーション型であるため、トラッキングエラーはほとんど生じていない。またいずれも流動性の高い大型株を裏付け証券としているため、ビッドアスクスプレッドやディスカウントプレミアムもほとんど無視できるレベルといえる。

(経費率)経費率を比較すると先発の DVY、SDY が 0.35~0.4%とやや高く、後発の VIG、SCHD が 0.07~0.1%とかなり低く、二極分化している。経費率が低いに越したことはないが、銘柄選択の際には上述の「インカムゲインとキャピタルゲインのバランス」にも注意したい。

好配当株式に注目する理由

株式の中でも特に好配当株式に注目すべき理由がいくつかある。第一に、相場が急騰している時期には(無配)成長株に出遅れる傾向はあるが、長期で見れば好配当株式の実績リターンは他を抜き出ている。図表 4 は、株式を(1)増配株(長期間継続して増配している株で「好配当」株に近いイメージ)、(2)有配株(配当を出している株)、(3)無配株の三つに分類した時の、それぞれの実績リターンを計算したものであるが、長期になればなるほど、無配株よりも有配株、有配株よりも増配株が高いリターンを実現している。

第二に好配当株は低リスクである。比較的成熟産業に属する企業が含まれ、ディフェンシブな性格を持つと同時に、配当支払いがある程度のクッションとなるため、特に相場急落時に強い。

第三に好配当企業はそれ以外の企業に比べ事業や財務の面が強固である。業績が長期にわたって拡大していなければ、長期にわたる増配は困難である。配当を増やし続けるということは、株主を大事にするという明確なコミットメントでもある。

第四に、インフレ期にも強い点である。配当の増加がインフレによる実質リターンの低下を抑えるため、投資家の人気が集まり易くインフレ期ほど有利な投資対象になる。(図表 5)

図表 4 長期になればなるほど増配株が有利に

	1年	3年	5年	10年	30年
トータルリターン					
増配株	33.6%	3.3%	1.9%	4.5%	10.4%
有配株	33.4%	3.1%	0.5%	3.7%	9.4%
無配株	32.4%	1.3%	-1.0%	-2.5%	1.5%
ボラティリティ(標準偏差)					
増配株	14.8%	22.3%	18.1%	15.3%	15.8%
有配株	16.1%	26.4%	21.3%	17.8%	16.6%
無配株	18.1%	29.8%	24.6%	26.1%	24.2%

(注)いずれも2011年6月末時点におけるそれぞれの期間のリターン/リスク実績値

(出所)Ned Davis Research Inc.

図表 5 インフレになるほど増配株が有利に

CPI前年比伸び率	インフレ安定期 0%-2%	インフレ拡大期 2%-4%	高インフレ期 4%-6%
トータルリターン			
増配株	10.8%	12.3%	-2.6%
有配株	9.7%	11.5%	-5.2%
無配株	0.5%	6.3%	-20.1%
増配株-無配株(bp)	1030	600	1750
有配株-無配株(bp)	920	520	1490

(注)2011年6月末時点実績値。100bp=1%

(出所)Ned Davis Research Inc.

退職を迎える投資家層にとってのコア資産との位置づけ

好配当株は相場下落時やインフレ時という逆風下においても安定したリターンを提供する資産クラスであり、特に退職を控えた 50~60 代の投資家の投資対象として適している。これらの投資家層のコア資産と位置づけることが出来るだろう。

(和田康志)

3. ETF 活用のヒント

◇ ETF 投資+リバランスでパッシブ投資に差をつける

パッシブ投資はバブルやクラッシュという一時的な「市場の非効率」を活用しない投資である。一方、ETF (+リバランス) 投資は、これらを積極的に活用することでパッシブ投資以上のリターンを獲得できる。

バブルやクラッシュを活用しないパッシブ投資

過去 2 回の当コラムでは、「ETF 投資」が「パッシブ投資」とも「アクティブ投資」とも異なる全く新しい投資手法であること(第 1 回)、近年、市場間・銘柄間の連動性が高まっていることで ETF 投資はより有効な投資手法になっていること(第 2 回)を指摘した。第 3 回の本号では、ETF 投資とパッシブ投資の違いにスポットを当て、ETF 投資の優位性を指摘することにしよう。

パッシブ投資とは、その理論(CAPM)に忠実に従うならば、全ての資産について時価総額加重された市場ポートフォリオを、相場がどんな状況でも何もせずに「持ち続ける」ことである。もちろん厳密な意味での市場ポートフォリオはこの世に存在しないが、「市場インデックス」のみを「持ち続ける」というのがパッシブ投資の本質・原則である。

しかし、時価総額加重された市場ポートフォリオを持ち続ける事が果たして賢明な投資なのか、と考えられる場面に我々はしばしば直面する。つまり、バブルやクラッシュといった、(どう考えても)市場が効率的でないと思われる場面である。パッシブ投資はこのような場面でも「常に市場は効率的である」とし何もせずにやり過ごすのであるが、ETF 投資は一時的には市場が非効率な時もあるというスタンスをとり、これをリターンを獲得する機会ととらえるのである。以下では、S&P500 指数をそのまま持ち続ける投資(=パッシブ投資)と S&P500 を構成する 10 のセクターをポートフォリオで持ちながら、適宜リバランスをし続ける投資(=ETF 投資)の違いをしてみることにしよう。

S&P500 を構成する 10 セクターの構成比率

S&P500 指数は、いわゆるパッシブ投資の際の市場インデックスとして利用されるが、同指数に含まれる 500 銘柄は全て 10 のセクターに振り分けられ、S&P エコノミック 10 セクター指数の構成銘柄となる。このため、10 セクターの株価指数を S&P500 指数のセクター構成比率と同じ比率で持ち続ければ、S&P500 指数を持ち続けるのとほぼ同じ結果をもたらすことになる。10 のセクターのうち主要なものの構成比率の推移を図表 1 に示すが、(1)比率が 15%程度の「高ウエイト」セクター(金融など)、(2)比率が 10%程度の「平均ウエイト」セクター(ヘルスケアなど)、(3)比率が 5%程度の「低ウエイト」セクター(素材など)という三つのグループに分けることができる。

図表 1 S&P500主要セクターの時価総額構成比率



図表 2

	金融	ヘルスケア	テクノロジー	生活必需品	通信サービス	公益	資本財サービス	一般消費財サービス	エネルギー	素材
時価総額構成比率 (90~2013年平均)	15.4%	11.7%	14.6%	11.4%	5.9%	4.1%	10.7%	12.9%	8.9%	4.5%
98年末のウェイト	15.8%	12.4%	16.3%	10.9%	10.2%	3.1%	8.5%	14.1%	5.3%	3.4%
セクターETFリバランスファンドの 基本ウェイト	15.0%	10.0%	15.0%	10.0%	5.0%	5.0%	10.0%	15.0%	10.0%	5.0%

(出所)S&P等よりT&C XTF Japan, Inc.

セクターETFのポートフォリオを一定のルールでリバランスするとどうなるか

10 セクターの構成比率を上記の 15%、10%、5%でそれぞれ配分し、そこから大きく(15%以上)かい離れた場合には「リバランス」するポートフォリオを作り、これをセクターETF リバランスファンドと名付けることにする。例えばヘルスケアセクターは 10%が基本ウェイトであり、これが 11.5%を超えるか 8.5%を下回った場合には、売りまたは買いによってウェイトを 10%に戻す「リバランス」を実施することになる。こうすることで、99 年のテクノロジーセクターや、2007 年の金融セクターなど、特定のセクターで行き過ぎが生じた時に、その機会をうまく活用できることになる。このセクターETF リバランスファンドと S&P500 のパフォーマンスを比べることで、具体的に ETF 投資の効果を測る。

なお、期初のセクター構成比率に大きな差異があると、パフォーマンス格差がセクター効果によるものなのか、それともリバランス効果によるものなのか判別しにくい。このため、二つのポートフォリオの期初のセクター構成比率はできるだけ近いことが望ましい。過去にさかのぼって調べると、1998 年末の S&P500 のセクター構成比率がセクターETF リバランスファンドの基本ウェイトに近い(図表 2)ことがわかる。このため、以下では、98 年末に 10000ドルを投資した場合の S&P500 とセクターETF リバランスファンドの NAV 推移を比較した。(図表 3)すると、IT バブル(とその崩壊)を活用できた 2000 年~2001 年、信用バブル(とその崩壊)を活用できた 2007 年前後に両者のパフォーマンスかい離が進んでいることが確認できる。99 年以降 13 年 9 月までの年率リターンは、セクターETF リバランスファンドが 4.3%と S&P500 の年率リターン(2.4%)を 190bp も上回っている。

図表 3

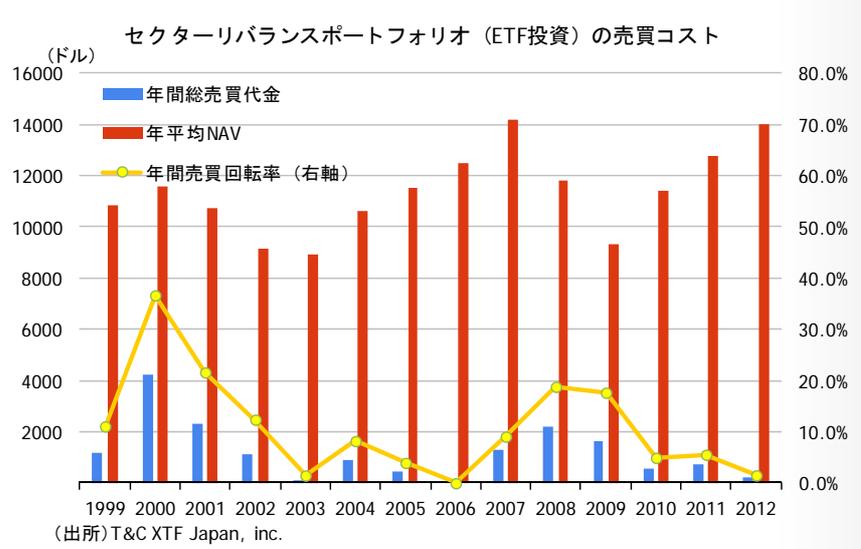


売買コストに注意を払いつつ「ETF 投資+リバランス」でパッシブ投資を上回るリターンを

このように、市場の非効率性を有効に活用する ETF 投資であるが、一方でリバランスに伴う売買コストの発生というデメリットもある。これが頻繁となりコストが無視できないほど大きくなれば、ETF 投資のメリットも大きく損なわれることになる。

図表 4 はセクターETF リバランスファンドのリバランス売買について、年間の総売買代金とその回転率を見たものである。相場が大きく荒れた年、例えば 2000 年～2001 年や 2008 年～2009 年には 20%近い(またはそれを超える)売買回転率となるものの、それ以外の年はおおむね 10%以下の回転率にとどまっている。仮に売買コスト(取引手数料)を 1%として、売買コスト考慮後のセクターETF リバランスファンドの年率リターンを計算し直しても 4.2%となり、売買コスト考慮前のリターンからわずか 0.1%ポイント低下するだけである。「ETF 投資+リバランス」でパッシブ投資を上回るリターンを獲得するチャンスは十分にあると考えられる。

図表 4



(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カ月流出入額
DXJ	WisdomTree Japan Hedged Equity Fund	\$8.70B	\$-57.14M
IWM	iShares Russell 2000 ETF	\$6.78B	\$2.29B
EWJ	iShares MSCI Japan ETF	\$5.28B	\$558.68M
VTI	Vanguard Total Stock Market ETF	\$4.73B	\$398.02M
BSV	Vanguard Short-Term Bond ETF	\$4.35B	\$191.98M
BKL	PowerShares Senior Loan ETF	\$4.27B	\$457.69M
SPY	SPDR S&P 500 ETF	\$4.22B	\$5.41B
VGK	Vanguard FTSE Europe ETF	\$4.09B	\$1.42B
IVV	iShares Core S&P 500 ETF	\$4.07B	\$947.17M
XLF	Select Sector SPDR-Financial	\$3.95B	\$110.28M
VEA	FTSE Developed Markets ETF	\$3.53B	\$276.00M
VOO	Vanguard S&P 500 ETF	\$3.39B	\$418.38M
VIG	Vanguard Dividend Appreciation ETF	\$2.99B	\$138.76M
FLO	iShares Floating Rate Note ETF	\$2.91B	\$571.54M
VTV	Vanguard Value ETF	\$2.69B	\$-41.70M
XLK	Select Sector SPDR-Technology	\$2.47B	\$243.75M
EZU	iShares MSCI EMU ETF	\$2.44B	\$1.22B
IEI	iShares 3-7 Year Treasury Bond ETF	\$2.26B	\$2.76B
VCS	Vanguard Short-Term Corporate Bond ETF	\$2.21B	\$205.39M
GDX	Market Vectors Trust Gold Miners	\$2.19B	\$1.25B
HYS	PIMCO 0-5 Year High Yield Corporate Bond Index Fund	\$2.16B	\$99.27M
MIN	PIMCO Enhanced Short Maturity Strategy Fund	\$2.06B	\$191.35M
AML	Alerian MLP ETF	\$2.02B	\$133.51M
CSJ	iShares 1-3 Year Credit Bond ETF	\$1.98B	\$209.97M
XLI	Select Sector SPDR-Industrial	\$1.97B	\$615.49M
IEM	iShares Core MSCI Emerging Markets ETF	\$1.96B	\$196.17M
GUN	FlexShares Morningstar Global Upstream Natural Resources Index Fund	\$1.95B	\$8.56M
XLY	Select Sector SPDR-Consumer Discretionary	\$1.88B	\$370.24M
EEM	iShares MSCI Emerging Markets Minimum Volatility ETF	\$1.84B	\$33.37M
VNQ	Vanguard REIT ETF	\$1.84B	\$-100.92M
IJR	iShares Core S&P Small-Cap ETF	\$1.79B	\$253.19M
SJN	SPDR Barclays Capital Short Term High Yield Bond ETF	\$1.72B	\$499.91M
FEZ	SPDR EURO STOXX 50 ETF	\$1.66B	\$206.72M
IWD	iShares Russell 1000 Value ETF	\$1.62B	\$-17.09M
VB	Vanguard Small Cap ETF	\$1.57B	\$258.55M
MDY	SPDR S&P MidCap 400 ETF	\$1.53B	\$655.12M
VYM	Vanguard High Dividend Yield ETF	\$1.52B	\$45.38M
SCP	SPDR Barclays Capital Short Term Corporate Bond ETF	\$1.48B	\$76.42M
EWU	iShares MSCI United Kingdom ETF	\$1.42B	\$253.31M
EFA	iShares MSCI EAFE ETF	\$1.38B	\$188.16M
VEU	Vanguard FTSE All-World ex-US ETF	\$1.35B	\$44.51M
RSP	Guggenheim S&P Equal Weight	\$1.31B	\$376.01M
QQQ	PowerShares QQQ	\$1.31B	\$513.45M
VUG	Vanguard Growth ETF	\$1.28B	\$-122.00M
SHV	iShares Short Treasury Bond ETF	\$1.26B	\$22.03M
PKW	PowerShares Buyback Achievers	\$1.25B	\$309.93M
SDY	SPDR S&P Dividend ETF	\$1.19B	\$-60.23M
FIG	Barclays ETN+ FI Enhanced Global High Yield ETN	\$1.18B	\$7.35M
VXX	iPath S&P 500 VIX Short-Term Futures ETN	\$1.12B	\$32.70M
TDT	FlexShares iBoxx 3-Year Target Duration TIPS Index Fund	\$1.11B	\$64.74M

(注)9/24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	\$149.72	0.09%
VVO	Vanguard FTSE Emerging Markets ETF	\$51.50	0.18%
IVV	iShares Core S&P 500 ETF	\$46.11	0.07%
EFA	iShares MSCI EAFE ETF	\$45.92	0.34%
EEM	iShares MSCI Emerging Markets ETF	\$42.39	0.68%
GLD	SPDR Gold Trust	\$38.66	0.40%
QQQ	PowerShares QQQ	\$38.15	0.20%
VTI	Vanguard Total Stock Market ETF	\$34.31	0.05%
IWM	iShares Russell 2000 ETF	\$28.35	0.25%
IWF	iShares Russell 1000 Growth ETF	\$21.03	0.20%
IWD	iShares Russell 1000 Value ETF	\$19.14	0.21%
IJH	iShares Core S&P Mid-Cap ETF	\$17.61	0.15%
VIG	Vanguard Dividend Appreciation ETF	\$17.42	0.10%
VNQ	Vanguard REIT ETF	\$17.22	0.10%
LQD	iShares iBoxx \$ Investment Grade Corporate Bond ETF	\$17.21	0.15%
BND	Vanguard Total Bond Market ETF	\$16.95	0.10%
VEA	FTSE Developed Markets ETF	\$16.26	0.10%
XLF	Select Sector SPDR-Financial	\$15.37	0.18%
HYG	iShares iBoxx \$ High Yield Corporate Bond ETF	\$15.29	0.50%
MDY	SPDR S&P MidCap 400 ETF	\$14.43	0.25%
AGG	iShares Core Total U.S. Bond Market ETF	\$14.42	0.08%
TIP	iShares TIPS Bond ETF	\$14.17	0.20%
BSV	Vanguard Short-Term Bond ETF	\$13.50	0.10%
DVY	iShares Select Dividend ETF	\$12.67	0.40%
SDY	SPDR S&P Dividend ETF	\$12.49	0.35%
IJR	iShares Core S&P Small-Cap ETF	\$12.27	0.17%
EWJ	iShares MSCI Japan ETF	\$12.08	0.50%
XLK	Select Sector SPDR-Technology	\$11.84	0.18%
VUG	Vanguard Growth ETF	\$11.54	0.10%
VOO	Vanguard S&P 500 ETF	\$11.48	0.05%
VTV	Vanguard Value ETF	\$11.31	0.10%
CSJ	iShares 1-3 Year Credit Bond ETF	\$11.19	0.20%
DXJ	WisdomTree Japan Hedged Equity Fund	\$11.11	0.48%
DIA	SPDR Dow Jones Industrial Average ETF	\$10.80	0.17%
VEU	Vanguard FTSE All-World ex-US ETF	\$10.44	0.15%
VGK	Vanguard FTSE Europe ETF	\$10.05	0.12%
PFF	iShares U.S. Preferred Stock ETF	\$9.45	0.47%
JNK	SPDR Barclays High Yield Bond ETF	\$9.37	0.40%
IWR	iShares Russell Midcap ETF	\$8.47	0.22%
SHY	iShares 1-3 Year Treasury Bond ETF	\$8.26	0.15%
XLE	Select Sector SPDR-Energy	\$8.24	0.18%
IWB	iShares Russell 1000 ETF	\$8.04	0.15%
IVW	iShares S&P 500 Growth ETF	\$7.82	0.18%
VB	Vanguard Small Cap ETF	\$7.64	0.10%
IAU	iShares Gold Trust	\$7.57	0.25%
XLV	Select Sector SPDR-Health Care	\$7.54	0.18%
SLV	iShares Silver Trust	\$7.40	0.50%
GDX	Market Vectors Trust Gold Miners	\$7.37	0.52%
VCS	Vanguard Short-Term Corporate Bond ETF	\$6.94	0.12%
XLI	Select Sector SPDR-Industrial	\$6.89	0.18%

(注)9/24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	\$20.51B
IWM	iShares Russell 2000 ETF	\$3.79B
EEM	iShares MSCI Emerging Markets ETF	\$2.71B
QQQ	PowerShares QQQ	\$2.21B
GLD	SPDR Gold Trust	\$1.64B
EFA	iShares MSCI EAFE ETF	\$1.07B
TLT	iShares 20+ Year Treasury Bond ETF	\$1.01B
DIA	SPDR Dow Jones Industrial Average ETF	\$977.16M
GDX	Market Vectors Trust Gold Miners	\$915.10M
XLF	Select Sector SPDR-Financial	\$904.76M
XLE	Select Sector SPDR-Energy	\$876.36M
VXX	iPath S&P 500 VIX Short-Term Futures ETN	\$871.96M
IYR	iShares U.S. Real Estate ETF	\$819.57M
VWO	Vanguard FTSE Emerging Markets ETF	\$816.93M
EWZ	iShares MSCI Brazil Capped ETF	\$769.38M
IVV	iShares Core S&P 500 ETF	\$724.52M
FXI	iShares China Large-Cap ETF	\$651.15M
EWJ	iShares MSCI Japan ETF	\$529.61M
MDY	SPDR S&P MidCap 400 ETF	\$496.75M
SSO	ProShares Ultra S&P 500	\$493.20M
TNA	Direxion Daily Small Cap Bull 3X Shares	\$488.29M
XLI	Select Sector SPDR-Industrial	\$460.40M
SDS	ProShares UltraShort S&P 500	\$442.49M
XLU	Select Sector SPDR-Utilities	\$441.10M
FAS	Direxion Daily Financial Bull 3X Shares	\$438.55M
HYG	iShares iBoxx \$ High Yield Corporate Bond ETF	\$434.98M
XLP	Select Sector SPDR-Consumer Staples	\$417.22M
TZA	Direxion Daily Small Cap Bear 3X Shares	\$394.88M
XLV	Select Sector SPDR-Health Care	\$386.00M
TBT	UltraShort Barclays 20+ Year Treasury	\$346.48M
XIV	VelocityShares Daily Inverse VIX Short Term ETN	\$340.08M
DXJ	WisdomTree Japan Hedged Equity Fund	\$333.71M
XLY	Select Sector SPDR-Consumer Discretionary	\$314.43M
LQD	iShares iBoxx \$ Investment Grade Corporate Bond ETF	\$278.22M
SLV	iShares Silver Trust	\$272.51M
XRT	SPDR S&P Retail ETF	\$267.82M
XLB	Materials Select Sector SPDR ETF	\$259.95M
JNK	SPDR Barclays High Yield Bond ETF	\$257.83M
EWG	iShares MSCI Mexico Capped ETF	\$243.34M
XOP	SPDR S&P Oil & Gas Exploration & Production ETF	\$242.79M
XLK	Select Sector SPDR-Technology	\$242.42M
FAZ	Direxion Daily Financial Bear 3X Shares	\$241.90M
VNO	Vanguard REIT ETF	\$238.97M
UVX	ProShares Ultra VIX Short-Term Futures	\$219.75M
USO	United States Oil Fund	\$219.24M
UPR	ProShares UltraPro S&P 500	\$205.79M
XHB	SPDR S&P Homebuilders ETF	\$196.45M
NUG	Direxion Daily Gold Miners Bull 3X Shares	\$189.02M
VTI	Vanguard Total Stock Market ETF	\$185.16M
OIH	Market Vectors Oil Services ETF	\$167.81M

(注)9/24時点のデータ (出所)T&C XTF Japan, Inc.

◇ ETF 空売り残比率ランキング(上位 50 銘柄)

ティッカー	ETF名称	空売り残比率
XRT	SPDR S&P Retail ETF	273.8%
XOP	SPDR S&P Oil & Gas Exploration & Production ETF	266.2%
VII	VelocityShares Daily Long VIX Medium-Term ETN	240.7%
FXE	CurrencyShares Euro Trust	237.2%
VXZ	iPath S&P 500 VIX Mid-Term Futures ETN	179.6%
USO	United States Oil Fund	152.7%
SMH	Market Vectors Semiconductor ETF	129.5%
IYR	iShares U.S. Real Estate ETF	95.3%
TLT	iShares 20+ Year Treasury Bond ETF	93.6%
TMF	Direxion Daily 20-Year Treasury Bull 3X	93.4%
FXV	CurrencyShares Japanese Yen Trust	89.9%
VXX	iPath S&P 500 VIX Short-Term Futures ETN	74.2%
RKH	Market Vectors Bank and Brokerage ETF	71.1%
CVO	C-Tracks on Citi Volatility Index ETN	69.5%
UCO	ProShares Ultra DJ-UBS Crude Oil	57.0%
IWM	iShares Russell 2000 ETF	52.9%
KIE	SPDR S&P Insurance ETF	50.9%
KRE	SPDR S&P Regional Banking ETF	48.4%
XBI	SPDR S&P Biotech ETF	46.3%
XLE	Select Sector SPDR-Energy	43.8%
JJS	iPath Dow Jones-UBS Softs ETN	43.6%
KBW	PowerShares KBW Regional Banking Portfolio	41.7%
RTH	Market Vectors Retail ETF	41.7%
DRV	Direxion Daily Real Estate Bear 3x Shares	40.6%
XME	SPDR S&P Metals & Mining ETF	40.3%
DBB	db-X MSCI Brazil Currency-Hedged Equity Fund	39.0%
RRG	AdvisorShares Global Alpha & Beta ETF	38.7%
AZI	Global X Central Asia & Mongolia Index ETF	38.5%
OIH	Market Vectors Oil Services ETF	38.4%
TVI	VelocityShares Daily 2x VIX Medium Term ETN	37.4%
XIV	VelocityShares Daily Inverse VIX Short Term ETN	34.4%
SOX	Direxion Daily Semiconductor Bear 3x Shares	33.6%
UNG	United States Natural Gas Fund	33.5%
XLU	Select Sector SPDR-Utilities	33.2%
SPY	SPDR S&P 500 ETF	31.7%
WDI	SPDR S&P Global Dividend ETF	31.7%
SVX	ProShares Short VIX Short-Term Futures	30.1%
XLP	Select Sector SPDR-Consumer Staples	29.7%
EWZ	iShares MSCI Brazil Capped ETF	28.7%
XLB	Materials Select Sector SPDR ETF	28.7%
IYT	iShares Transportation Average ETF	28.6%
ERY	Direxion Daily Energy Bear 3X Shares	28.4%
XSD	SPDR S&P Semiconductor ETF	28.0%
TNA	Direxion Daily Small Cap Bull 3X Shares	27.9%
FXI	iShares China Large-Cap ETF	27.2%
FXA	CurrencyShares Australian Dollar	27.0%
PBS	PowerShares Dynamic Media	26.9%
XLI	Select Sector SPDR-Industrial	26.9%
IDO	ALPS International Sector Dividend Dogs ETF	26.7%
PXE	PowerShares Dynamic Energy Exploration & Production	26.7%

(注)9/24時点のデータ (出所)T&C XTF Japan, Inc.