

# ETF Investing

Vol.4 - 2013 Winter

T&C XTF Japan      2013年12月26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. Concept【ETF活用のヒント】

- ◇ 「アセット選択」が「銘柄選択」よりも効果的な理由

T&C XTF Japan

New York Office

和田康志, CFA

[k\\_wada@tandcfrusa.com](mailto:k_wada@tandcfrusa.com)

212-646-8612

井上秀之

[h\\_inoue@tandcfrusa.com](mailto: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: REIT

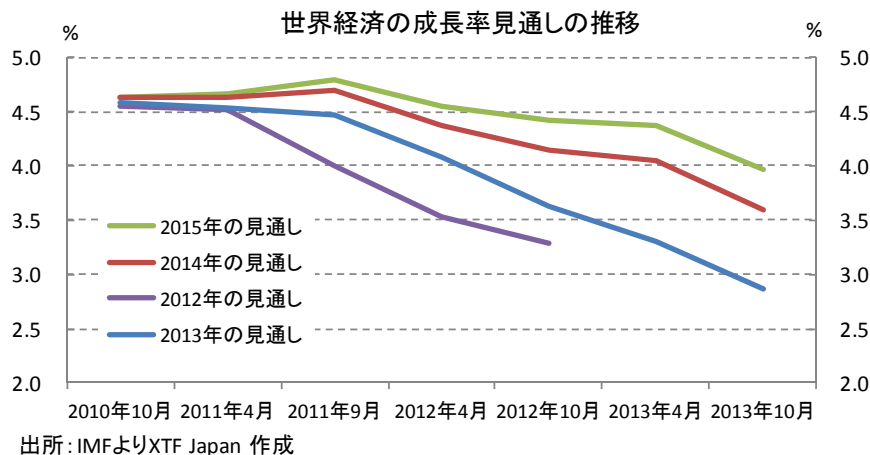
アンダーウェイト: コモディティ

### 世界経済の成長見通しは下方修正を継続中

国際通貨基金(IMF)が10月8日に公表した世界経済見通しによると、2013年の世界経済の成長率は前年比2.9%と7月時点の同3.2%から0.3%ポイント下方修正され、2012年の同3.2%を下回る公算となった。下方修正を主導したのは新興国で、2013年の新興国の成長率は4.5%と7月時点の5.0%から0.5%ポイント下方修正された。一方、2013年の先進国の成長率は1.2%と7月時点の見通しが据え置かれた。

また、2014年の世界の成長率は3.6%と7月時点から0.2%ポイントの下方修正となった。先進国は2.0%と7月時点から据え置かれたが、新興諸国は5.1%と7月時点から0.4%ポイント引き下げられた。2014年の成長率は2013年から持ち直す見通しとなっているものの、世界の成長率は鈍化傾向が続いている点には警戒が必要かもしれない。世界経済は2009年のマイナス成長から2010年には5.1%の成長を達成したが、その後は予想を下回る成長が続いている。2013年についても昨年10月時点では3.6%と2012年を上回る成長が期待されていた。金融危機以降の動きを総じてみると、これまでは先進国経済の低迷を新興国の成長で下支えてきたが、先進国の成長鈍化に底入れの兆しが見え始めていることから、今後世界経済が持ち直すかどうかのカギは新興国経済が握っているもようだ。IMFによると、金融危機後の景気刺激策により新興国での成長が急拡大したことを考えれば、足もとでの成長鈍化は自然な流れとの解釈は可能としている。ただし、米国の金融政策が転換期に近づいており、タイト化に転じた場合の下振れリスクにも言及している。

図表 1



世界経済の成長スピードの鈍化が継続しているなかで、米量的緩和の縮小も始まった。引き続き新興国での景気減速も懸念されており、景気の下振れリスクが意識されている間は、アセットアロケーションはリスク資産である株式への投資には慎重さが求められよう。一方、安全資産とされる長期国債へのウェイトをある程度確保しておくことが無難な選択肢となろう。また、新興

国での景気減速リスクを踏まえると、アセットクラスとしてのコモディティへの投資はアンダーウェイトが推奨される。一方、米住宅市場では上昇基調へ転じるとの見方が強まっており、REIT への投資魅力が高まっている。

### FRB が量的緩和の縮小をスタート

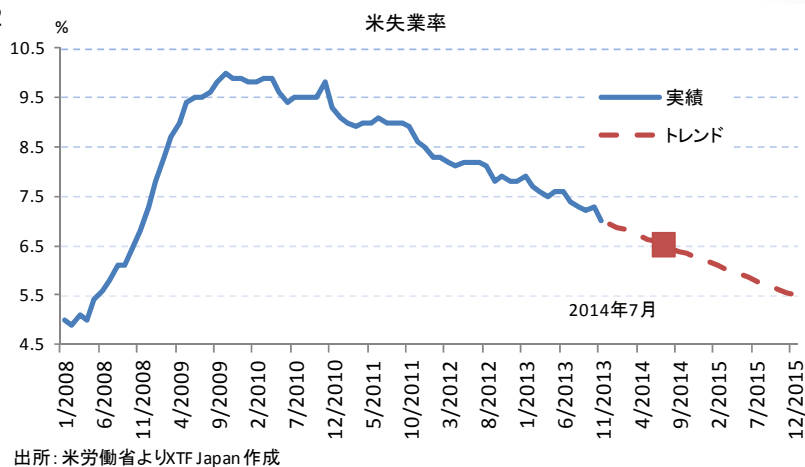
米連邦準備理事会(FRB)は12月17・18日に開かれた米連邦公開市場委員会(FOMC)で量的緩和(QE3)の縮小を決定し、出口戦略をスタートさせた。この決定を受けた18日の米株式市場では、S&P500 株価指数が最高値で終えるなど急上昇となった。FRB が量的緩和の縮小に踏み切ったということは、米景気が金融緩和を必要とせず、持続的な拡大が可能となったからだと市場は判断した。ただし、こうした楽観的な見方には注意が必要で、問題は失業率の低下とマクロ経済の改善との間にやや温度差があることである。失業率が順調に低下している割には成長が鈍い。

米失業率は1月の7.9%から11月までの11カ月で0.9%ポイント低下しているが、7-9月期の実質GDPは前年同期比で2.0%増加にとどまり、IMFの2013年の成長見通しである1.6%とともに、2.0%台前半とされる潜在成長率をやや下回っている。

このズレは主に失業率の低下スピードが速すぎることによる。雇用の拡大は毎月20万人程度とほぼ労働力人口の増加ペースと一致しているにもかかわらず、失業率の低下が続いているのは労働参加率が低下しているからである。労働参加率の低下はベビーブーム世代の退職による人口動態変化の影響に加え、失業期間の長期化などから職探しをあきらめて労働市場から退出してしまった労働者の増加によるとみられている。失業率の低下は雇用の増加というよりもこうした要因に主導されていることから、失業率の低下と景気回復との間に齟齬をきたしている。

FRB が緩和縮小に踏み切ったのは、フォワードガイダンスとの整合性をとった面もある。量的緩和の縮小観測は、5月22日にバーナンキ議長が「労働市場が持続的に改善すれば、今後数回の会合で資産の買い入れを縮小することは可能だ」と発言したことに端を発している。翌6月のFOMCでは「年内に資産買い入れペースを緩め、来年の年央には停止するだろう。停止する頃には失業率は7.0%程度に低下している」との見通しを示した。しかし、緩和の縮小が先送りされるなかで、11月の失業率は7.0%にまで低下した。FRBは失業率6.5%を利上げ開始時期の目処としており、このまま失業率の低下が続いた場合、失業率が6.5%に達しても量的緩和がまだ終了していない公算が大きくなっている。

図表 2



今回のFOMCでは、失業率が6.5%を下回ってもかなりの期間低金利を維持するとの文言が加わったが、これは量的緩和縮小のスタートが遅れた結果、これまでのガイダンスとの整合性が取れなくなったことへの対応と見方もできよう。

## 米株式市場は高値警戒局面か

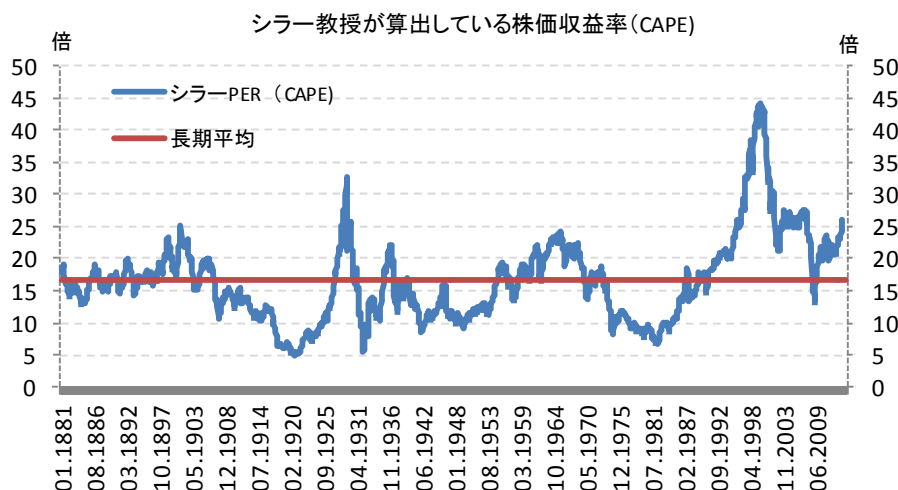
FRBによる量的緩和縮小の開始を受けて、米株式市場は一段高となったが、その一方で高値警戒感も広がりつつある。今年のノーベル経済学賞の受賞者のひとりである、イェール大学のシラー教授も警戒感を強めている1人だ。同教授は12月1日付けの独週刊紙シュピーゲルで、多くの国の株式市場が高値にあるとした上で、「米経済が依然としてぜい弱であることから、最も心配なのは米株式市場の活況だ」と述べている。

株価のバリュエーションの一つに株価収益率(PER、株価を一株当たり純利益で除した値)があるが、シラー教授は自身のホームページで景気循環やインフレ率などで調整した独自の株価収益率(CAPE)を公表している。12月20日現在でのCAPEは約26.0倍と推計され、1881年以降の平均値である16.5倍を57%上回っている。

また、PERの逆数は益回りと呼ばれ、PERが高いと益回りは低くなる。益回りと長期国債の利回りとを比較することも株価の評価モデルの一つとされており、通称フェド・モデルなどと呼ばれる。年初に約22倍だったCAPEは株価の上昇で約26倍となり、益回りは4.6%から3.8%へと低下した。金利が低下している場合には、益回りが低下しても相対的な価値は変わらないことから、PERの上昇が正当化されることがある。4月の米10年国債利回りは1.76%で、益回りは4.43%だったことから、益回りを債券利回りで除した値は2.5倍となり、この時点では長期平均である1.8倍を上回っていた。その後、債券利回りが上昇したことから、7月に1.8倍を割り込むと、株価の上昇による益回りの低下と債券利回りの上昇の相乗効果で12月には1.3倍まで低下している。

シラー教授が「市場は常に理論どおりに振舞うわけではなく、合理的でない動きをすることがある」と語っている通り、PERなどの評価モデルは目安に過ぎない。とはいえ、ITバブルや住宅バブルを正確に予想したことで知られる同教授の指摘もあり、株高への警戒感が強まっていることも否めないもようだ。

図表 3



出所: シラー教授のHPよりXTF Japan作成

## 債券市場は短期金利がアンカーとなり、利回り上昇は限定的

FRBが量的緩和の縮小に動いたものの、米10年債利回りは2.9%前後の水準にとどまっておろ、債券市場の反応は冷静だったといえる。背景のひとつとして、米財政赤字が急速に減少していることが挙げられよう。

2013年度(2012年10月から2013年9月)の米財政赤字額は6800億ドルと2012年度の1兆900億ドルから縮小し、過去最大を記録した2009年度の1兆4000億ドルに比べ半分以下となった。財政赤字の対GDP比率は、2009年度には10%を超えていたが、2012年度は6.8%、2013年度は4.1%とおおむね順調に低下している。景気の改善に加え、歳出の強制削減や景気対策として実施していた減税措置を元に戻したことで収支が大幅に改善した。2014年度は赤字額の改善は小幅にとどまるが、景気回復で対GDP比率はさらに低下する見通しとなっている。

QE3では月額450億ドルの長期債を購入しており、年間では5400億ドルとなる。これは2012年度の財政赤字の約5割となり、QE3の規模が財政赤字額の半分に設定されていたことがうかがえる。2013年度の赤字額が大幅に縮小したことから、実際には約8割をファイナンスした計算になる。2014年末にQE3を終了すると仮定し、2014年に予定されている8回の会合で50億ドルずつ購入を減少させた場合、2014年度の債券購入額は3750億ドルとなる。2014年度の財政赤字額を6400億ドルと試算した場合には、約6割を購入する計算となる。財政収支が改善していることと、購入額の減少スピードが緩やかであることを考えあわせると、量的緩和の縮小が債券市場の需給に与えるインパクトは比較的軽微にとどまるもようだ。

FRBはこれまで失業率が6.5%に低下するまでゼロ金利政策を維持するとしてきたが、失業率の低下が想定よりも早まったことから、12月の声明文では6.5%を下回ってもかなりの期間、ゼロ金利を維持するとの文言を加えた。これにより、利上げ開始時期の失業率への依存度が低下した一方で、ゼロ金利維持の条件としてインフレ率2%以下を挙げたことから、ややインフレに軸足が移動した観がある。

11月の米消費者物価指数(CPI)は前年同月比1.2%上昇と低調な伸びとなっているほか、FRBがより重視している11月の米個人消費支出(PCE)価格指数は前年同月比0.9%上昇、基調を示すコアPCE価格指数も1.1%にとどまり、物価はやや弱含みとなっている。FRBの見通しでは2016年末でも2.0%を超える物価の上昇は想定されておらず、利上げ開始時期は2016年以降にずれ込むとの見方も出ている。2年後のFF金利もゼロ近辺が維持されるとの見方から、2年債利回りの上昇が抑制されており、この2年債がアンカーとなって10年債利回りの上昇が抑制されている。10年債と2年債の利回り格差は1976年以降でみると3%以上に拡大したことがなく、2年債利回りが足もと0.3%台で維持された場合には、10年債利回りの上限は3.3%台が想定される。2年債の利回りが上昇しない限り、10年債の利回り上昇も難しいなかで、FRBはゼロ金利政策の長期化を示唆することで2年債の利回り上昇を押さえ込んでいる。

図表4

債券利回り格差



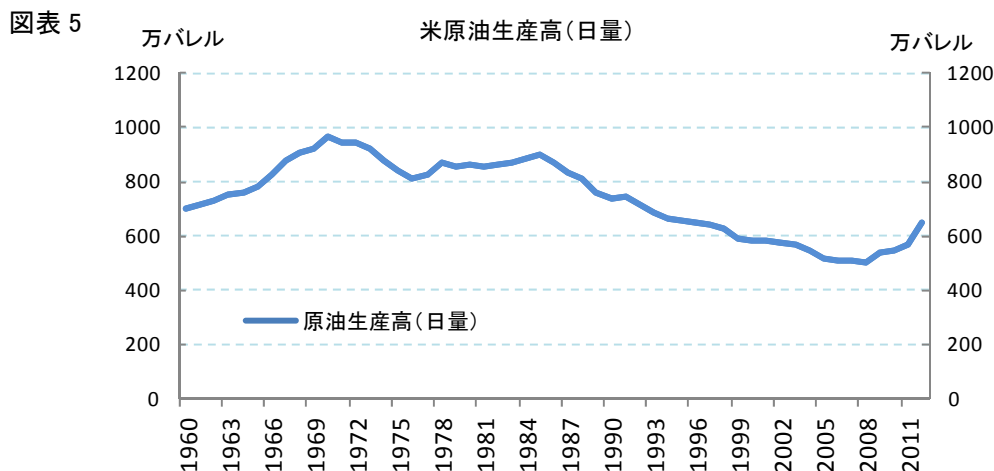
出所: FRBよりXTF Japan 作成

## 成長鈍化や豊作見通しなどから国際商品価格は低調

総じて先進国の景気拡大が勢いを欠くなかで、新興国の成長が鈍化していることに加え、豊作見通しも重なって国際商品価格が軒並み低調となっている。世界経済の減速で、銅やアルミ、ニッケルなどの非鉄金属が供給過剰となり、非鉄価格は 2013 年を通じて軟調な展開が続いているほか、穀物価格は主要産地である米国での気候が良好であったことから、生産が過去最高となる見通しのトウモロコシを中心に軒並み安となっている。

金価格は、世界的な金融危機やその後のユーロ圏での財政危機など世界的な金融市場の混乱に対する懸念が後退したことで、投資家が資産を守るために金を購入するインセンティブが低下し、金融危機などで保有した金を売却する動きが広がっている。米国では量的緩和の縮小が開始され、インフレへの懸念も薄いことから、金価格は底探りが続く見通しとなっている。また、中東情勢の緊迫化で一時上昇していた原油価格も、その後の緊張緩和で上昇前の水準に戻している。2014 年 1 月に米内陸部からメキシコ湾へのパイプラインが開通することから、米内陸部での在庫減少が見込まれており、足もとでの原油価格は底堅く推移しているものの、米国内での生産増加で需給が緩んでいるとの見方に変化はなく、地政学的リスクの高まりがなければ、上値は重いだろう。

国際商品価格の指標の一つであるダウジョーンズ・USB 商品指数の年初来騰落率は、12 月 20 日現在でマイナス 8.3%となっている。同指数は年初の 140 近辺から足もとでの 120 台まで 2013 年を通しておおむね軟調な展開が続いており、12 月に入りやや持ち直してはいるものの、2014 年に入っても軟調な地合いを継続するとみられている。



出所：米エネルギー省よりXTF Japan 作成

## 米住宅着工件数が 2008 年以來の高水準へと回復、新築住宅販売も堅調

米住宅市場は、量的緩和縮小観測を受けて回復が足踏みとなっていたが、雇用情勢の改善などを好感して再び堅調さを取り戻しつつある。11 月の住宅着工件数は 109.1 万件と前月比 22.7%増加、前年同月比では 29.6%増加した。住宅着工件数を 3 カ月平均でみると、2013 年 3 月に 95.7 万件まで上昇した後、住宅価格の上昇や住宅ローン金利の上昇などから頭打ちとなり、6 月から 11 月にかけては 87 万件前後を横ばいで推移していたが、11 月は 95.1 万件へと上振れた。

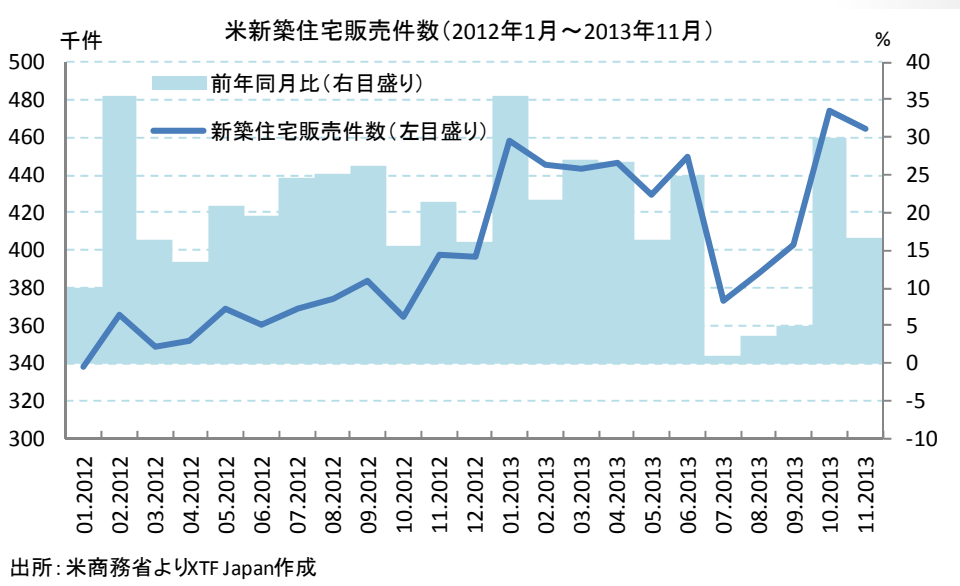
また、ローン金利の上昇が一服していることや住宅価格の伸びが鈍化したことなども回復を後押ししているもようだ。米住宅ローン金利(30 年固定)は 5 月上旬の 3.3%台から 7 月上旬には 4.5%台へと上昇したが、その後は量的緩和縮小の見送りもあって上昇が一服し、量的緩和の縮小開始を受けても 4.5%台にとどまっている。

11月の新築住宅販売件数は46.4万戸と前月比2.1%減少した。約5年ぶりの高水準となった10月から小幅に減少したものの、前年同月比では16.6%増加と前年水準は大きく上回っている。販売価格の中央値は27万900ドルで、前年同月から10.6%上昇した。販売価格は4月に前年同月比18.1%上昇まで強含んだ後、8月には同0.8%上昇まで低下していた。11月の中古住宅販売件数は前月比4.3%減少の490万戸となった。減少は3カ月連続で、前年同月比も1.2%減少となり、前年水準を下回るのは2011年6月以来、約2年半ぶりとなった。中古住宅販売価格(中央値)は19万6300ドルで前年同月比9.4%上昇した。前年比での上昇率が10%を下回るのは昨年11月以来、1年ぶりのことで、上昇率は7月の13.7%をピークに4カ月連続で低下している。

2013年7-9月期の家計の住宅ローン残高は前期比年率0.9%増加し、4-6月期の同1.0%減少からプラスに転じた。前期比での増加は2009年1-3月期以来、4年半ぶりのことで、家計が住宅ローンの借入れに対して前向きになりつつある姿がうかがえる。

ダウジョーンズ REIT 指数は5月までは堅調に推移したものの、その後は調整局面となり、年初来の騰落率は5月にプラス18%まで上昇した後、8月には一時マイナス3.9%まで下押され、12月20日現在はマイナス0.4%とほぼ年初と同じ水準にある。雇用情勢の改善が続くとの見直しから、2014年の住宅市場は再び上昇基調に戻るとの見方が強まっており、株式市場に比べてやや出遅れているREIT市場には投資妙味がありそうだ。

図表 6



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: インド
- アンダーウェイト: ブラジル

世界経済は、先進国では底堅いも新興国では成長鈍化を継続

世界経済の成長が全体的に鈍化しているなかで、特に新興国での成長見通しの下方修正が目立っている。FRB が量的緩和の縮小を開始したこともあり、大きな枠組みでは新興国から先進国への資金シフトが推奨される。ただし、各国の状況はまちまちであり、ここでは IMF の成長見通しを手がかりに、カントリーアロケーションを考えてみる。ポイントは、2014 年は 2013 年か

ら成長が拡大するのか縮小するのか、また見通しが下方修正されているのか上方修正されているのかの2点となる。

まず、先進国をみると、米国と欧州では2014年は前年より高い成長が期待されている。なかでも、英国は見通しも大きく上方修正されており、投資妙味がありそうだ。米国とユーロ圏については、見通しには大きな変化がなく、積極的にアロケーションを高めるには魅力に乏しい。日本は先進国で唯一成長の鈍化が見込まれており、2014年4月には消費税の引き上げという不透明要因も抱えていることから、投資には慎重さが求められよう。

新興国では軒並み見通しが下方修正されているが、成長率の低下が見込まれる中国と横ばいのブラジルには警戒が必要だろう。特に景気の先行きに対する懸念が強まっているブラジルへの投資は避けたほうが無難とみている。一方、インドは成長見通しが急速に低下しているものの、マクロ経済の改善と合わせて政権交代による経済改革への期待も高まっており、投資センチメントが大きく改善する可能性を秘めている。

以上をまとめると、先進国では英国をオーバーウェイト、日本のアンダーウェイトが推奨されるものの、先進国では全般的に見通しの修正が小幅となっており、積極的にアロケーションの変更が必要とは考えていない。ユーロ圏での景気回復の弱さが鮮明化していることから、英国の回復にも多くを期待できないだろう。アロケーションを変えるとすると、見通しの修正が大きい新興国で、ブラジルをアンダーウェイト、インドをオーバーウェイトとする。

図表7 主要国・地域の成長見通し 単位:%

	10月見通し		7月見通し		7月からの修正	
	2013	2014	2013	2014	2013	2014
<b>先進国</b>	1.2	2.0	1.2	2.1	0.0	0.0
米国	1.6	2.6	1.7	2.7	-0.1	-0.2
ユーロ圏	-0.4	1.0	-0.6	0.9	0.1	0.0
ドイツ	0.5	1.4	0.3	1.3	0.2	0.1
フランス	0.2	1.0	-0.2	0.8	0.3	0.1
イタリア	-1.8	0.7	-1.8	0.7	0.0	0.0
スペイン	-1.3	0.2	-1.6	0.0	0.3	0.1
英国	1.4	1.9	0.9	1.5	0.5	0.4
日本	2.0	1.2	2.0	1.2	-0.1	0.1
<b>新興国</b>	4.5	5.1	5.0	5.4	-0.5	-0.4
中国	7.6	7.3	7.8	7.7	-0.2	-0.4
インド	3.8	5.1	5.6	6.3	-1.8	-1.1
ブラジル	2.5	2.5	2.5	3.2	0.0	-0.7
ロシア	1.5	3.0	2.5	3.3	-1.0	-0.3
ASEAN	5.0	5.4	5.6	5.7	-0.6	-0.3

出所:IMFよりXTF Japan 作成

### 米国経済は安定的だが成長は力強さを欠く

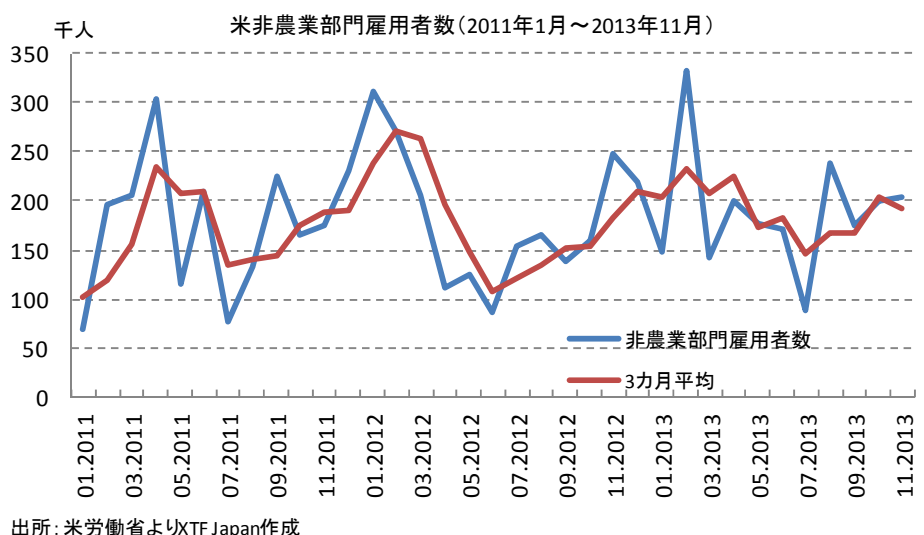
2013年7-9月期の米実質国内総生産(GDP、確定値)は前期比年率4.1%増加と4-6月期の2.5%増加から伸び率を拡大した。金融危機後の景気回復局面では2011年10-12月期の4.9%に次ぐ高い伸びとなったが、在庫の増加に押し上げられており、在庫投資と外需を除いた国内最終需要は2.3%増加にとどまっている。柱となる個人消費は2.0%増加と4-6月期の1.8%に続いてやや低調な伸びとなっており、冴えない個人消費が意図せざる在庫の増加をもたらした可能性がある。悲観的になる数字ではないものの、内容的には力強さを欠いており、短期的には在庫調整による一時的な下振れも警戒されよう。

米国経済はおおむね潜在成長率近辺での安定的な成長が続いており、懸念されていた緊縮財政の影響もこれまでのところは軽微にとどまっている。安定的な成長を背景にFRBも量的緩



和の縮小に踏み切っており、米国の景気後退リスクはかなり低いと考えてよいだろう。労働市場では雇用の拡大が続いているものの、ほぼ人口の増加に見合う程度にとどまっており、失業率の低下が示すほどには内容的に改善していない可能性がある。こうしたなかで、資産価格が大きく上昇していることから、短期的にはスピード調整への警戒が必要かもしれない。S&P500 株価指数の年初来の騰落率は 12 月 23 日現在でプラス 25.0%となっており、潜在成長率近辺にとどまる経済成長とはやや整合性を欠く上昇となっている可能性がある。一方、住宅価格の伸びが鈍化しており、こちらには妥当な調整が訪れた公算がある。

図表 8



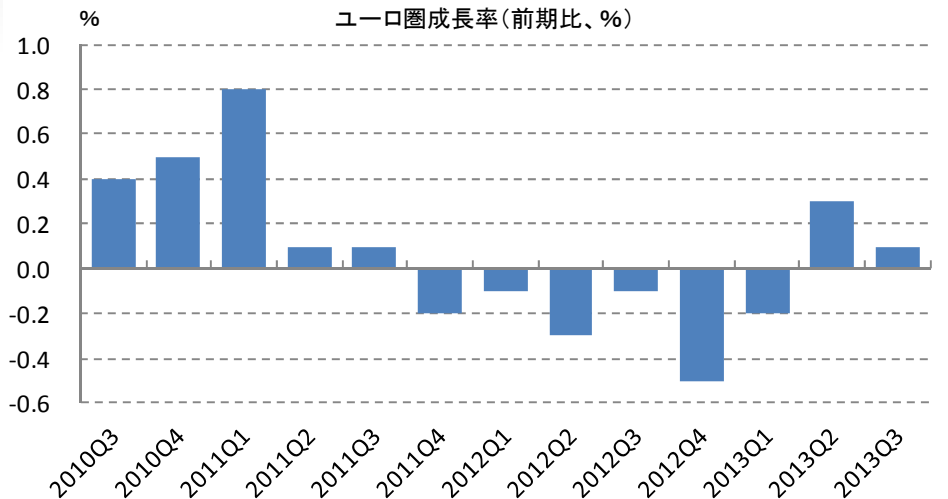
### ユーロ圏は回復の鈍さが鮮明に、ただし英国とドイツは比較的好調

2013 年 7-9 月期のユーロ圏の域内総生産(GDP)改定値は前期比 0.1%の増加となった。2 四半期連続でのプラス成長となり、景気後退からは脱却したもようだが、4-6 月期の前期比 0.3%増加から伸び率が鈍化したほか、前年同期比では 0.4%減少とまだ前年水準を下回っている。各国が緊縮財政を継続していることが足かせとなり、成長が加速できないもようで、失業率も過去最高の水準にとどまっている。

10 月のユーロ圏の小売売上高は前月比 0.2%減少と第 4 四半期に入っても個人消費は低調で、成長が加速しているようすはうかがえない。また、10 月のユーロ圏の鉱工業生産は前月比 1.1%減少と大きく落ち込んでおり、経済が依然としてぜい弱であることを示唆している。11 月のユーロ圏の消費者物価指数は前年同月比 0.9%上昇と 10 月の同 0.7%上昇からは持ち直したものの、依然として 1.0%を下回るデフレーション状況にある。10 月のユーロ圏の失業率は 12.1%と 9 月の 12.2%から低下したものの、過去最高の水準にあることに変わりはない。10 月のスペインの失業率は 26.7%に上昇、イタリアの失業率も 12.5%と高い水準にある。ECB は 11 月 7 日に予想外に 0.25%の利下げを実施したものの、デフレーションと高失業率を背景にさらなる金融緩和が期待されている状況だ。

ユーロ圏経済は回復力の弱さが浮き彫りになっているが、域内ではドイツ経済が比較的堅調となっている。ドイツの 10 月の失業率は 5.2%とユーロ圏の平均である 12.1%の半分以下であり、ユーロ圏の失業率が上昇トレンドにあるなかで、ドイツの失業率は 2013 年 1 月の 5.4%から 10 月には 5.2%へと低下している。また、企業の景況感も改善していることから、2014 年に入ってもドイツ経済は比較的堅調な回復が続くとみられている。一方、フランス、イタリア、スペインでは年初と比べて失業率が上昇しており、景気回復に温度差がみられる。ユーロ圏ではないが、欧州では英国経済が比較的堅調で、英失業率は 1 月の 7.9%から 9 月には 7.4%まで低下している。

図表 9



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7-9月期の日本の実質国内総生産(GDP)改定値は前期比年率1.1%増加と4-6月期の同3.6%増加、1-3月期の同4.5%増加から急速に伸び率を低下させた。

円安と株高を背景に上半期は高い成長を達成したものの、円安・株高ともに頭打ちとなったことから、成長を牽引していた輸出と個人消費に急ブレーキがかかった。輸出の伸びは4-6月期の前期比2.9%増加から7-9月期は同0.6%減少とマイナスに転じたほか、個人消費は4-6月期の同0.7%増加から7-9月期は0.2%増加へと減速した。7-9月期は設備投資も前期比横ばいと4-6月期の同0.9%増加から冷え込んでいる。

2014年4月に消費税の引き上げを控え、目的的には駆け込み需要が発生するとの見方から、2013年10-12月期、2014年1-3月期についてはやや楽観的にみられているが、その後については不透明感が根強い。

### インドでは経済改革への期待が高まる

新興国は全体的に成長の鈍化が懸念されている状況となっているが、こうしたなかでもインド経済には明るい兆しが見え始めている。インドは通貨ルピーの下落と経常収支悪化のスパイラルに悩まされてきたが、ルピーの下落に歯止めがかかり、足もとでは上昇基調に転じているほか、経常収支も大きく改善した。マクロ経済の好転を受けて、インドの代表的な株価指数であるSENSEX指数は10月に最高値を更新すると、その後も高値圏での推移が続いており、年初来の騰落率は12月23日現在でプラス7.0%となっている。

7-9月期のインドの経常赤字は52億ドルとなり、前年同期の210億ドルから赤字額が大きく縮小した。ルピーの下落で輸出競争力が回復し、自動車を中心に輸出が拡大したほか、6月に導入した金輸入抑制政策などから輸入も減少し、貿易赤字が縮小したことが経常収支の改善につながっている。

9月初めに元IMFチーフ・エコノミストのラジャン氏がインド準備銀行(RBI)総裁に就任し、9月と10月の金融政策会合では連続利上げを実施した。インドでは経常収支の悪化に加え、高止まりするインフレ率もルピー安の背景となっていたが、RBIが物価の安定を重視し、金融の引き締め姿勢を強める動きを示したこともルピーの安定につながった。

また、2014年5月までに総選挙が予定されているが、地方選挙で野党のインド人民党(BJP)が躍進したことで、政権交代の可能性が高まったことも株高を後押ししているようだ。BJPは首相候補としてグジャラート州首相のモディ氏を擁立する見通しだが、同氏はグジャラート州での構造改革で高成長を達成した実績が評価されており、政権交代による経済の活性化が期待されている。

一方、ブラジルでは景気の先行きに対する懸念が強まっている。7-9月期のブラジルの実質国内総生産(GDP)は前期比0.5%減少と4-6月期の同1.8%増加から急減速となり、マイナス成長へと転じた。米量的緩和の縮小観測に伴う金融市場の混乱や6月の反政府デモで企業マインドが悪化したことなどが背景として挙げられている。

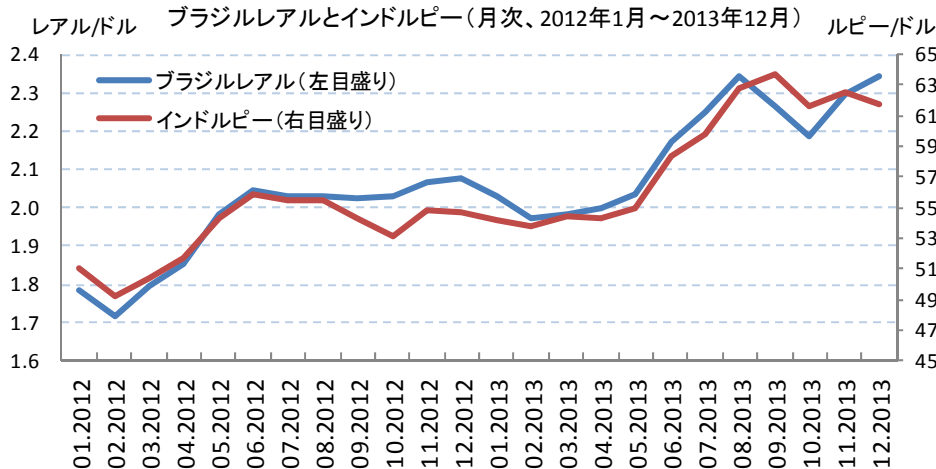
ブラジルは景気が停滞するなかで比較的高いインフレ率に見舞われており、いわゆるスタグフレーションの状況にある。ブラジル中銀はインフレの抑制や通貨防衛の観点から、4月から11月まで6回連続で利上げを実施し、政策金利は10.0%にまで引き上げられている。また、ブラジル当局は8月、年末までに600億ドル規模の為替介入プログラムを発表し、直接的な通貨防衛にも着手した。現在は一定の調整を加えて2014年上半期までプログラムを延期するとしている。しかし、ブラジル・リアルは介入や米量的緩和の先送りなどから、一時的には反発したものの、足もとでは再び軟調となっており、おおむね年初来の安値圏での推移となっている。

また、景気低迷による歳入の減少と景気対策に伴う歳出の拡大で財政収支が悪化していることも、リアル安の背景にある。格付け機関のS&Pは6月、格付け見通しを「安定的」から「ネガティブ」に引き下げたほか、ムーディーズも11月に「ポジティブ」から「安定的」に変更している。加えて、政府系金融機関の貸出が急増しており、成長ベースを上回る信用拡大が将来的な不良債権化のリスクとして警戒されている。

ブラジルのインフレ率は上昇が頭打ちとなり、緩やかな低下基調に転じているが、まだ十分な低下には至っておらず、2014年に入っても利上げが継続される見通しとなっている。11月のブラジルのインフレ率は5%台後半にあるが、政策金利が10%まで上昇したことから、実質金利が4%台にまで上昇しており、実質金利の上昇による景気回復への悪影響も懸念されている。

ブラジルの代表的な株価指数であるボベスパ指数の年初来の騰落率は12月23日現在でマイナス17.9%となっており、2014年に入っても軟調な地合いが継続する見通しとなっている。

図表 10



出所: FRBよりXTF Japan作成

(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: **資本財**

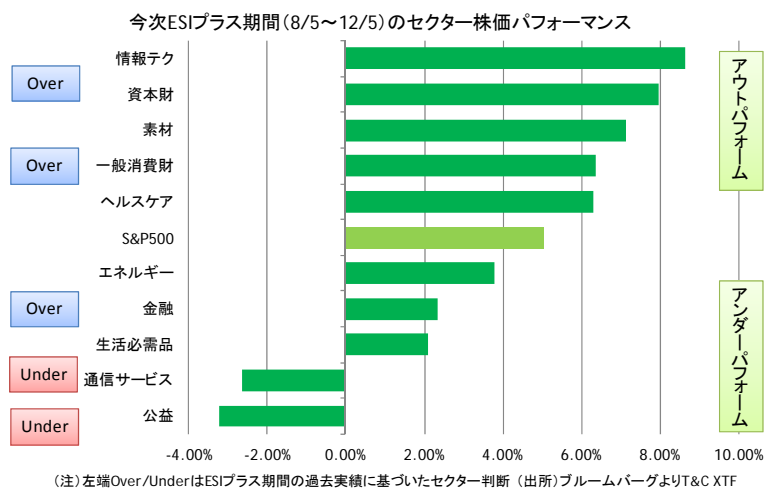
アンダーウェイト: **通信サービス**

### 前号まとめ～景気サイクルに基づいたセクター判断

前号では、予想以上の景気の強さ/弱さを指数化したエコノミックサプライズ指数(以下 ESI)のサイクルでセクターアロケーションを判断する手法についてまとめた。具体的には、ESI がプラスの期間には一般消費財や資本財、金融といったセクターの株価パフォーマンスが良好である一方、通信サービスや公益といったセクターの株価がアンダーパフォーマンスしやすい傾向がある。逆に ESI がマイナスの時は、通信サービスや公益に加えエネルギーセクターなどが市場平均をアウトパフォーマンスする一方、金融セクターがアンダーパフォーマンスする傾向がみられる。残る生活必需品、ヘルスケア、情報技術等のセクターは、ESI がプラスでもマイナスでも顕著な株価の動きは見られなかった。

足元の ESI を確認すると 5.3(12 月 4 日現在)となっており、8 月 5 日にプラスに転じて以降プラスの状態を維持している(指数が 0 近辺で上下する際のデータ処理については前号を参照のこと)。ちなみに、この間のセクターパフォーマンスを示したのが図表 11 であるが、今回もおおむね同様の傾向を確認することができる。

図表 11



### セクター特性の差異がセクター毎のパフォーマンス格差を生む

以上の結果は、景気変動が各々のセクターに与える影響度の違いが株価にも反映されたと言えるだろう。では、これらの違いをもたらすセクターの特性とは何か、を以下で考えてみたい。

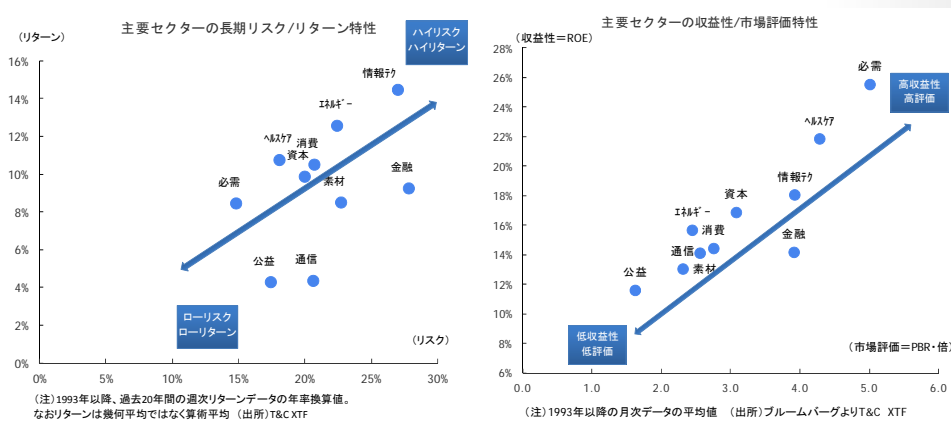
まずは各セクターのリターン/リスク特性をみたのが図表 12 左である。過去 20 年の週次リターンデータをもとに、リターンを縦軸、リスクを横軸にとったものであるが、「リスクが高ければ高いほどリターンも高い」という、おおむね妥当な結果となっている。これを見る限り、金融・情報技術・エネルギーは「高リスクセクター」、資本財・消費財・素材が「中リスクセクター」、ヘルスケア・生活必需品・通信サービス・公益が「低リスクセクター」と分けることが可能であろう。

次に、各セクターの収益性(ROE)とそれに対する市場の評価(PBR)について見たのが図表 12 右である。「収益性の高いセクターであればあるほど高い評価が付与される」という、こちらも

おおむね妥当な結果となっている。これを見る限り、生活必需品・ヘルスケア・情報技術が「高評価セクター」、資本財・消費財・素材・エネルギーが「中評価セクター」、金融・公益・通信が「低評価セクター」と分けられる。

最後に、各セクター間の相関をみたのが図表 13 になる。同じく過去 20 年間の相関を見たものであるが、ここでは 0.7 以上を「高相関セクター」(赤字)、0.4 以下を「低相関セクター」(緑字)とした。一般消費財、資本財、素材、金融の間には比較的高い相関がみられる一方、エネルギーや情報技術と公益・通信サービス間の相関は低く、株価が逆の動きを取るケースが少なくないことを示している。

図表 12

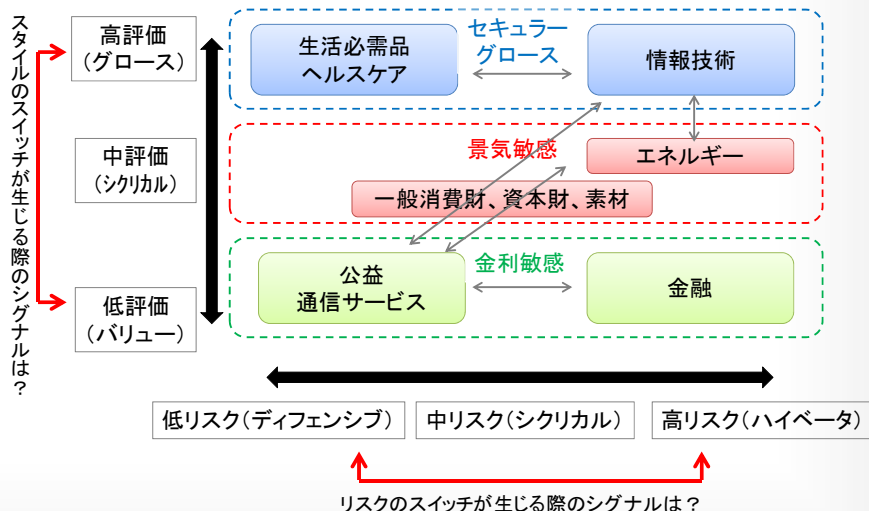


図表 13

	一般消費財	資本財	金融	素材	エネルギー	情報テク	ヘルスケア	生活必需品	サービス	公益
一般消費財	1.00									
資本財	0.86	1.00								
金融	0.80	0.79	1.00							
素材	0.72	0.80	0.64	1.00						
エネルギー	0.53	0.61	0.51	0.68	1.00					
情報テク	0.69	0.65	0.53	0.50	0.38	1.00				
ヘルスケア	0.58	0.61	0.57	0.47	0.45	0.40	1.00			
生活必需品	0.61	0.62	0.58	0.52	0.45	0.31	0.69	1.00		
通信サービス	0.58	0.54	0.53	0.39	0.38	0.49	0.43	0.43	1.00	
公益	0.45	0.49	0.47	0.45	0.56	0.29	0.44	0.52	0.44	1.00

(注) 1993年以降の週次リターンデータの相関を求めたもの。ここでは0.7以上を高相関(赤)、0.4以下を低相関(緑)としている。(出所) T&C XTF

図表 14



(注) 相関の高いセクター同士をまとめるとともに矢印は相関の低い関係を示す (出所) T&C XTF

## リスク(変動性)とスタイル(バリュー/グロース)でセクターを分類する

以上をもとに、横軸にリスク(変動性)、縦軸にスタイル(バリュー/グロース)をとって各セクターの位置づけを示したのが図表 14 である。同図をもとに、例えば生活必需品セクターは「ディフェンシブ・グロース」、金融セクターは「ハイベータ・バリュー」と言い換えることも可能である。このように、セクターアロケーションとはすなわち市場のリスク選好とスタイル(バリュー/グロース)選好がいつスイッチするのを見極めることに他ならない。そのようなスイッチの発生を示すシグナルを数多く持つことこそ、セクター判断の精度を高めることにつながる。

例えば、前号で検証した ESI サイクルは、リスク選好のスイッチ(横軸の移動)を示唆するシグナルの一つとして考えることができる。将来的には、複数のスイッチ・シグナルをもとにスコアの形で統合し、セクターアロケーション判断の助けとなるツールを作成したいと考えている。

## リスク・スイッチ・シグナルその 2～マーケットモメンタム

ESI サイクルとは異なるリスク・スイッチ・シグナルとして、本号ではマーケットモメンタム・シグナルを検証する。相場モメンタムの指標としては「S&P500 の 20 週(100 日)移動平均値からのかい離」に注目し、これがプラス(移動平均を上回っている)の時とマイナス(移動平均を下回っている)の時における各セクター株価の動きをみる。

1993 年以降、過去 20 年間の週次データをもとに、S&P500 の 20 週移動平均線からのかい離がプラスの時とマイナスの時に分けた時のセクター株価の動きを見たのが図表 15 である。パフォーマンス尺度としては前回と同様に(1)平均週次リターン、(2)各期間における平均超過リターン、(3)超過確率の三つをみることにする(なお、指数が 0 近辺で上下する際の処理については図表 15 注記を参照のこと)。

まず相場全体(S&P500)の動きをみると、プラスの時期の平均リターンが 13.5%、マイナスの時が-2.2%となっている。次に各セクターのパフォーマンスをみると、市場全体を上回る変動を見せているのが、情報技術や資本財、エネルギーの 3 セクターである。次にそれぞれの期間における平均超過リターン(vs.S&P500)をみると、ここでも情報技術の動きが突出している(ハイテクバブル時の極端な数値が平均値を引き上げている可能性が高い)。また生活必需品や通信サービスセクターはプラスの時期に市場平均をアンダーパフォームするものの、マイナスの時期には市場平均をアウトパフォームする傾向がみられる。最後に超過確率を見ると、プラスの期間には情報技術や資本財、エネルギーの 3 セクターの勝率がやはり高くなっている。

図表 15

	週次リターン(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	13.5%	-2.2%	-	-	-	-		
生活必需品	11.3%	1.8%	-1.7%	1.3%	44%	53%		Over
一般消費財サービス	14.2%	2.3%	0.6%	0.8%	44%	35%		
エネルギー	18.4%	-0.2%	1.6%	0.6%	67%	47%	Over	
素材	10.0%	4.8%	-5.2%	2.5%	56%	47%		
資本財	16.5%	-4.3%	1.9%	-0.8%	61%	41%	Over	Under
ヘルスケア	14.1%	3.5%	3.1%	1.8%	56%	59%		Over
情報技術	23.3%	-3.9%	10.8%	-0.8%	61%	53%	Over	
金融	13.2%	0.7%	1.4%	0.0%	50%	59%		
通信サービス	4.9%	2.8%	-7.7%	1.6%	28%	65%	Under	Over
公益	9.8%	-8.2%	-4.9%	-1.5%	50%	53%		Under

(注) 移動平均近辺での動きは、(1)3週以上の連続、かつ(2)3%以上のかい離を見た時点でプラスとマイナスの符号が変わるように設定。

(注) 超過リターン確率は、全期間(プラスは18回、マイナスは17回)のうちS&P500をアウトパフォームした比率。太字は突出した数字を示す。

(出所) T&C XTF Japan, Inc.

マーケットモメンタム・シグナルについての評価を同図右端に示したが、これをみると、ESI サイクル・シグナルが上手く働かなかったセキュアグロースセクター(情報技術・生活必需品・ヘルスケア)について、プラス時には情報技術、マイナス時にはヘルスケア・生活必需品というスイッチが、このシグナルの下で得られることになる。

### 目先は資本財をオーバーウェイト、通信サービスをアンダーウェイト

アウトパフォームしやすいと判断されたセクターを+1、アンダーパフォームしやすいと判断されたセクターを-1、ニュートラルは 0 と置き換え、二つのリスク・スイッチ・シグナルの結果をスコア化したのが図表 16 である。今のところ、スコアは最大で 2、最小で-2 の範囲にとどまるが、今後シグナルを 5~10 程度まで増やすことで、例えばスコア 5 以上ならばオーバーウェイト、スコア-4 以下ならアンダーウェイトなどの基準を定めセクターアロケーション判断に役立てることが出来るだろう。今後、マネタリーサイクル・シグナル、センチメント・シグナル、マーケットバリュエーション・シグナルなどを順次組み入れる予定である。

12 月 20 日現在、ESI サイクルはプラス、マーケットモメンタムもプラスである。二つをあわせたスコアでは、資本財セクターが+2、通信サービスセクターが-2 であるため、これらのセクターをオーバー/アンダーウェイトとしたい。

図表 16

	セクター特性		シグナル1 景気(ESI)サイクル		シグナル2 モメンタムサイクル		現在の スコア
	スタイル特性	リスク特性	Plus	Minus	Plus	Minus	
	情報テク	グロース	ハイベータ	0	0	1	
生活必需品	グロース	ディフェンシブ	0	0	0	1	0
ヘルスケア	グロース	ディフェンシブ	0	0	0	1	0
エネルギー	シクリカル	シクリカル	0	1	1	0	1
素材	シクリカル	シクリカル	0	0	0	0	0
一般消費財	シクリカル	シクリカル	1	0	0	0	1
資本財	シクリカル	シクリカル	1	0	1	-1	2
金融	バリュー	ハイベータ	1	-1	0	0	1
通信サービス	バリュー	ディフェンシブ	-1	1	-1	1	-2
公益	バリュー	ディフェンシブ	-1	1	0	-1	-1

(出所) T&C XTF Japan

(和田康志)

### ◇ 当面の為替見通し

#### ドル円は円安基調を継続か、米量的緩和の縮小や日本の貿易赤字拡大で

ドル円相場は再び円安基調で推移している。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、その後はおおむね 90 円台後半でのレンジ相場が続いたが、11 月に再び 100 円台に乗せると 12 月には 104 円台まで上値を伸ばし、年初来の高値を更新した。

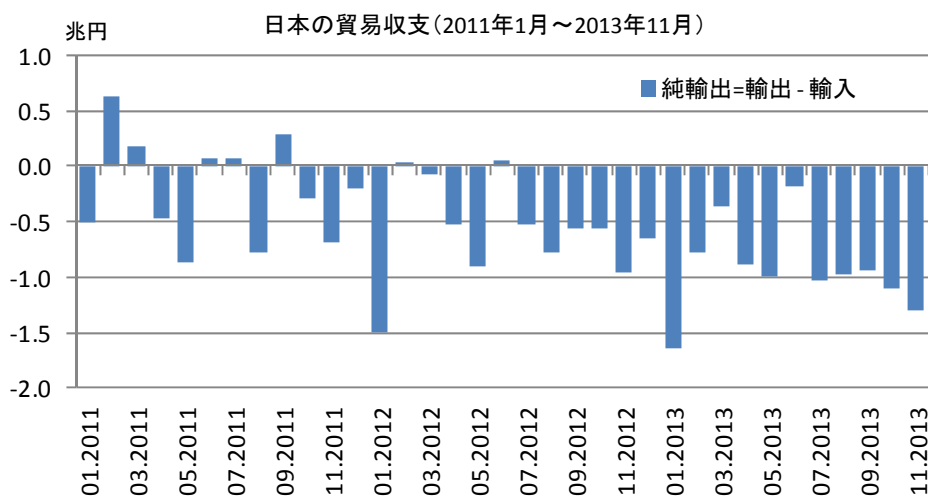
12 月の FOMC で米量的緩和の縮小が決定されたことで、方向性として米金融政策は緩和の度合いが小さくなる見通しとなった。一方、日本では来年 4 月に消費税の引き上げを控えて景気の先行きが不透明となっているほか、日銀は 2% の物価目標の達成が困難と判断した場合には追加的な緩和策を取る公算もある。緩和の縮小が始まった米国と追加緩和に含みを持

たせている日本との間には、金融政策のスタンスに温度差があり、この温度差は円安の支援材料となりそうだ。

また、日本の貿易赤字が拡大していることも円安要因として挙げられる。教科書的には日本の貿易赤字は赤字そのものが円安要因であるが、市場は赤字そのものよりも赤字が拡大していることに注目する傾向がある。日本では赤字が定着してからほぼ3年が経過しているが、この1年は特に赤字額の拡大が顕著であることが円安を後押ししている。11月の日本の貿易収支は1兆2929億円の赤字となり、1979年の統計開始以来で3番目の大きさとなったほか、初めて2カ月連続で1兆円を超える赤字を記録した。また、10月には経常収支も1279億円の赤字となっており、経常収支の赤字はまだ定着してはいないものの、将来的には貿易赤字を所得収支の黒字で補えず、経常収支の赤字化も視野に入りつつあるもようだ。

一方、米国では10月の貿易赤字が406億ドルと前月比5.4%縮小したほか、7-9月期の経常赤字も4年半ぶりの低水準となるなど、収支が改善しており、こちらはドル高要因となる。

図表 17



### 購買力平価からの乖離率は1985年以來の水準、円安ペースを抑制も

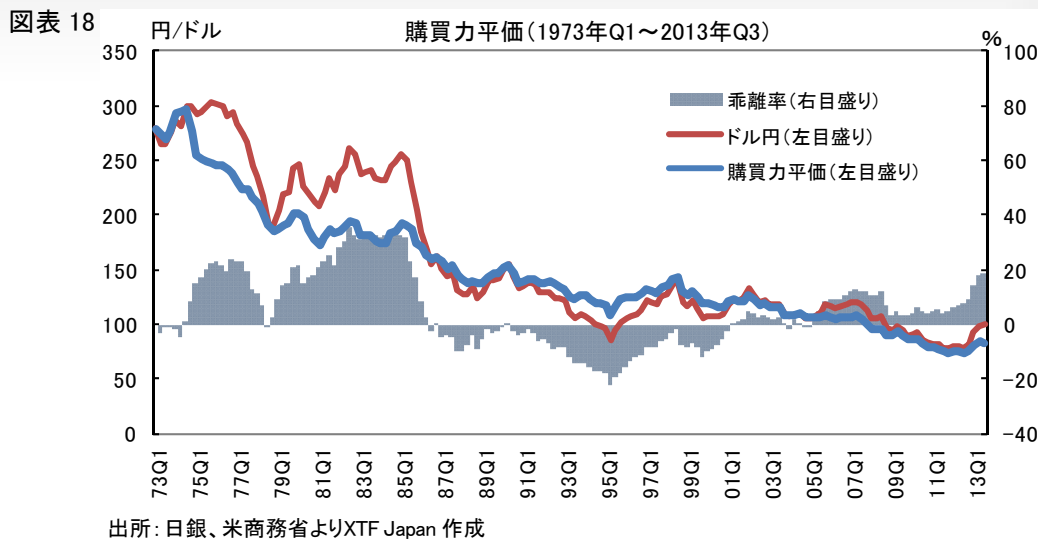
円安基調に変化がないとしても、2012年後半から急速に円安が進んでおり、足もとの水準からの円安スピードには自ずと限界があろう。

1973年を基準にして、日米の輸出物価指数を用いて購買力平価を推計すると、2013年7-9月期の購買力平価は1ドル=83.1円となった。実勢レートは98.9円だったことから、購買力平価からの乖離率は円安方向に19.0%となっている。これは、円のキャリートレードが盛んだった2007年の12.3%を上回り、1985年以來の円安方向への乖離率となっている。円高方向への乖離率では1995年の22.1%が最大となっており、プラザ合意以降でみると足もとの円安は購買力平価からの乖離という点では限界に近い数字となっている。

購買力平価は為替レートの変動からも影響を受けることから、円安が進めば購買力平価の水準も円安方向へとシフトする。2012年7-9月期から2013年7-9月期までの1年間で購買力平価は10円ほど円安にシフトしており、今後1年の間に購買力平価の水準が10円程度なら円安にシフトする可能性がありそうだ。

過去の経験則からみて、購買力平価からの乖離率がほぼ限界に達していると考えらるなら、円安のペースはほぼ購買力平価がシフトするスピードに歩調を合わせると予想されるほか、水準としては2014年末で115円程度と推定される。





(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ものが図表 19 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 19 目先3カ月のTAAマトリックス

	強気	弱気
アセット	REIT	商品
カントリー	インド	ブラジル
セクター	資本財	通信サービス

(出所) T&C XTF Japan, Inc.

アセットでは REIT を強気とした。REIT の ETF は米国市場にも数多く上場しているが、時価総額で最大となるバンガード REIT ETF(ティッカー:VNQ)が経費率も 0.1%と低く、最も無難な選択となりそう。唯一、これを選ばないという視点があるとすれば、同 ETF が米 REIT 指数に連動するという点で、米国以外の REIT 市場にも投資をしたいという投資家にとっては SPDR DJ ウィルシャー世界不動産 ETF(同:RXW)が候補になろう。これは世界(除く米国)の不動産市場に投資をする ETF で、時価総額も VNQ に次ぐ規模となっている。

一方弱気とした商品に連動する ETF も米国市場に数多く上場しているが、単一の商品(例えば金)に連動するものと、商品市場全体に連動するものがある。規模も取引も大きいのは前者であるが、商品市場全体に連動するものとしては、パワーシェアーズ DB 商品価格指数連動ファンド(ティッカー:DBC)が最も規模が大きい。ただし、これは ETN であり、クレジットリスク等を考慮する必要のない ETF の中から選ぶとすれば、iシェアーズ GSCI コモディティ指数 ETF(同:GSG)が無難であろう。経費率も前者が 0.93%、後者が 0.75%と若干後者が低めの設定である。

ただし、商品指数に連動する ETF に投資する際には、連動指数の構成比にかなりの違いがあるという点に注意が必要である。代表的な商品価格指数には、DJ-UBS、GSCI、RCI 等があるが、エネルギーや貴金属といった主要商品カテゴリーの指数に占める比率が指数によって大きく異なっているため、事前に確認しておくことが肝要だろう。

カントリーではインドを強気としたが、インドに関する ETF としては、ウィズダムツリーインドアーニングスファンド(ティッカー:EPI)、i シェアーズ MSCI インド ETF(同:INDA)が代表的なものとなる。株式のリスクを負いたくないというのであれば、ウィズダムツリーインドルピーファンド(同:ICN)で通貨のみエクスポージャーをとることも可能であるが、規模の面で難がある。弱気としたブラジルに連動する ETF としては、i シェアーズ MSCI ブラジル ETF(同:EWZ)が時価総額の面でも取引高の面でも競合する他の ETF を圧倒している。こちらもウィズダムツリーブラジルリアルファンド(同:BZF)で通貨のみを売り建てることもできる。

最後にセクターでは、資本財を強気としたが、代表的なものでかつ経費率も比較的安いものとして、セレクトセクターSPDR 資本財 ETF(ティッカー:XLI)、弱気とした通信サービスセクターではバンガード通信サービス ETF(VOX)を挙げる。

図表 20 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REIT ETF	VNO	0.10	17,449
SPDR DJウィルシャー世界不動産ETF	RWX	0.59	4,080
ウィズダムツリーインドアーニングスファンド	EPI	0.84	1,018
iシェアーズMSCIインドETF	INDA	0.67	521
ウィズダムツリーインドルピーファンド	ICN	0.45	30
セレクトセクターSPDR資本財ETF	XLI	0.17	9,659
<b>ショートポジション</b>			
パワーシェアーズDB商品価格指数連動ファンド	DBC	0.93	5,744
iシェアーズGSCIコモディティ指数ETF	GSG	0.75	1,179
iシェアーズMSCIブラジルETF	EWZ	0.59	4,350
ウィズダムツリーブラジルリアルファンド	BZF	0.45	520
バンガード通信サービスETF	VOX	0.14	572

(注)時価総額、経費率はともに12月24日現在 (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。

### 5%を超える分配金利回り(税前)を目指すT&C グローバルETFインカム型ポートフォリオ

本号では、上記3つのポートフォリオのうち(2)のインカム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2000を超える銘柄に分散投資したポートフォリオである。株式と債券の比率は前者40%、後者60%でややリスク回避的な投資家向けの資産配分である。

また、資産の形成というよりも、保有資産から得られる配当等現金収入に重きを置く、富裕投資家・高齢投資家に適したポートフォリオであり、分配金利回りは税引き前で5%を超えるレベルとなることを目指している(2013年12月時点の実績分配金利回りは5.3%)。具体的には、株式では高配当株、債券では新興国債券に加えて地方債などを組み入れている。まとめれば、リスク考慮後のリターンを最大化するとともに、出来得る限りの分配金利回りを獲得することを目指したポートフォリオである。

図表 21

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	0.44%	—
分配金利回り	5.27%	—
年率リターン	7.2%	3.6%
(2008年)	-22.7%	-15.9%
(2009年)	35.0%	18.8%
(2010年)	14.3%	8.1%
(2011年)	5.8%	1.0%
(2012年)	13.4%	8.7%
(2013年*)	3.1%	2.7%
年率リスク(標準偏差)	13.9%	10.5%

(注) 配当利回りは直近値。2013年は7/26までのリターン

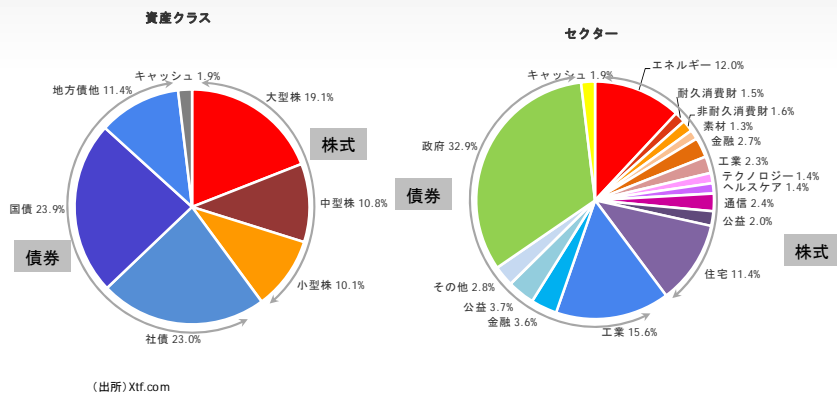
(注) ベンチマークはグローバル株式指数とグローバル債券指数のパフォーマンスを40%・60%で案分して試算したもの

(注) 年率リターン、リスクは2008年初年から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 21 は同ポートフォリオのリスク・リターン等の特性をまとめたものである。2008年初からの年率リターンは7.2%とベンチマークの3.6%を大きく上回っている。リスク(標準偏差)をみると、13.9%とベンチマークの10.5%を上回っており、ベンチマークを上回るリターンの一部は、ベンチマークよりもリスクを取った結果ともいえる。年毎で分けてみると、金融危機のあった2008年にやや大幅な下落を見せており、下げ相場における不安定さには留意が必要である。ただし、それ以降は、今年も含めて毎年ベンチマークを上回っていることから、平時においては非常に安定したパフォーマンスをみせると言えよう。また、分配金利回りを重視した結果、ポートフォリオ全体の経費率は0.44%とやや高めとなった。

ポートフォリオの内容(図表 22)をみると、株式については大型株と中小型株の比率が拮抗している点が特徴で、ベンチマークとの比較でいえば中小型株に傾斜していることになる。また債券部分では、地方債が一定比率を占め、国債、社債とバランス良く配分されている。セクター別にみると株式では住宅とエネルギーの比重が突出しており、その他のセクターはどれもウェイトが小さいことから、これら2セクターの動きに左右されやすいとも言える。債券では政府に次いで工業が大きな比率を占めている。

図表 22



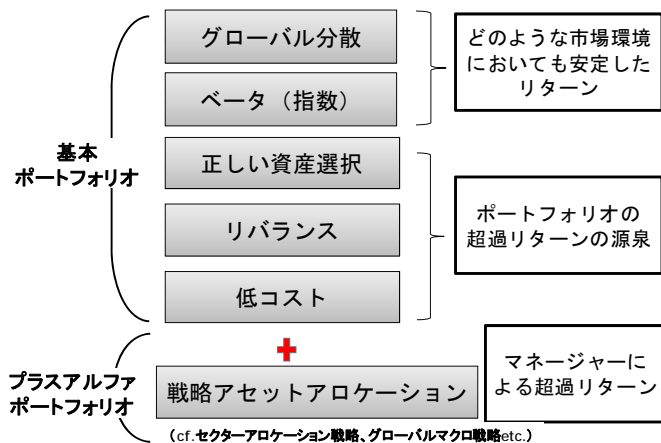
**基本ポートフォリオ+TAA=プラスアルファポートフォリオ**

弊社では、前号で解説した「バランス型」と本号で紹介した「インカム型」に加え「トータルリターン型」の3つの基本ポートフォリオの運用を始めている。これら基本ポートフォリオはいず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 23

**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 活用のヒント

◇ 「アセット選択」が「銘柄選択」よりも効果的な理由

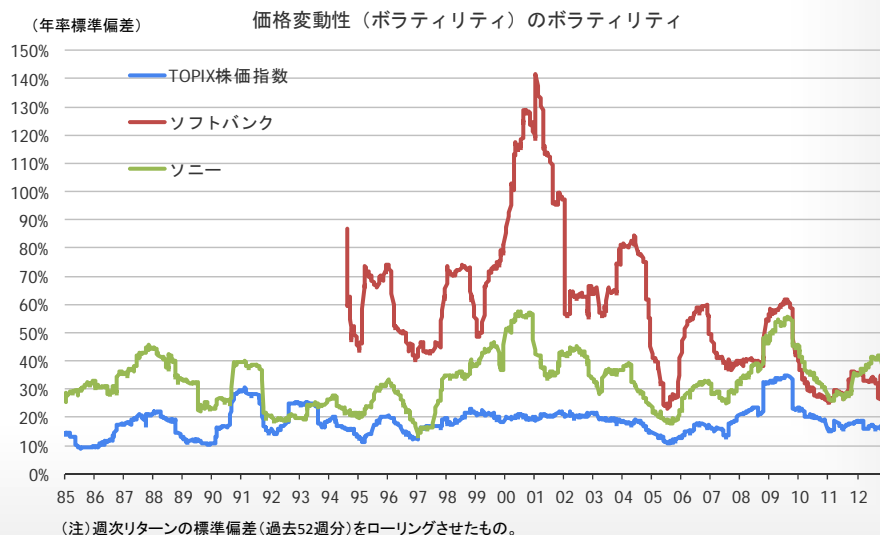
アセットは個別銘柄よりも価格変動性（ボラティリティ）が安定しているため、価格が平均回帰のパターンをとる蓋然性が高い。リターン・リバーサル戦略に基づいたリターンの向上が図れるETF投資は、リソースが限られる投資家にとって理想的と考えられる。

### 価格変動性（リスク）が安定しない個別銘柄

一般的にアクティブ投資とETF投資の違いは、前者がアルファ（リターンのうち市場に連動しない個別の部分）を追求する投資である一方、後者がベータ（リターンのうち市場に連動する部分）を追求する投資である、とされている。上記の後者部分が「パッシブ投資」となっていれば、それは正しいと考えられるが、前号でも解説したように、いわゆる市場全体を買うパッシブ投資とETF投資は別物である。よって「アクティブ投資とETF投資は、どちらも追加的なリターン（アルファ）を追求する投資ではあるが、単に選択する対象が異なっているだけである」とする方が正しいだろう。つまり前者は個別銘柄を選択し、後者は（リスク）アセットを選択するという違いである。なお、リスクアセットとは、同じ特性（リスク）をもつ個別銘柄のまとめりであり、いわゆる資産クラスのみならず業種（セクター）、国（市場）、ファクター（大型/小型）といったものを全て含むものである。例えば、バンガード新興市場株ETF（VWO）は、株式という資産クラスと、新興市場と言う地域の特徴（リスク）をもった個別銘柄の集合体である。

それでは、リスクアセットと個別銘柄の最も大きな違いはどこにあるだろうか。第一に、価格変動性の「水準」が違うといえよう。これは、リスクアセットが個別銘柄の集合体ということを考えれば当然である。第二に、価格変動性の「変動性」にも大きな違いがある。図表1は日本の代表的な個別銘柄とそれらを集合したリスクアセット（日本株式）の価格変動性について、時系列に見たものであるが、リスクアセット（日本株）の価格変動性は個別銘柄のそれと比較して非常に安定していることが分かる。

図表1



## 個別銘柄を選別するアクティブ投資の難しさ

実際、株式(企業)を考えてみた場合、経営陣の交代に始まり、新商品や異なる業種への新規参入、負債の増加といったファンダメンタルズが、その株式が持つリスクを将来にわたり大きく変化させることは容易に理解できよう。一方、リスクアセットの場合は、ある特性を共通とする個別銘柄の集まりであるから、個々の企業(あるいは国、住宅など)のファンダメンタルズの変化はリスクアセット全体に何ら影響を及ぼさない。すなわち、リスクアセットのリスクは、その特性が維持されている限り、過去も未来もさほど大きくは変わらないことになる。加えて、リスクアセット同士の相対的な関係もある程度固定的なものである。例えば株式というリスクアセットのリスクは、債券(確定利回り証券)のそれよりも低くなることはないだろうし、商品(定期的な将来キャッシュフローのない金融商品)よりも高くなることはないものと考えられる。

リスクが不安定な個別銘柄と、リスクが安定しているリスクアセットのうち、投資をしやすいのはどちらかと問えば、その答えは明らかである。例えば、リスクが大きく変化する個別銘柄の場合、価格が一方向的に下がっている場合でも、短時間で正常なレベルに価格が回復するとの確信を持ちにくい(バリュートラップにおけるバリュートラップの可能性)。特に株式の場合は、株価の下落が資金調達能力の低下に直結することから、そのままゼロになるまで下落し続けるというケースも常に起こりうる。一方、リスクアセットの場合、リスクが安定しているということは即ち将来の期待リターンもまた大きくは変わらないということであるから、現実のリターンがこれからかい離れた後、その修正の動きが続いて起こる可能性が高い。

## リスクアセットを選別するETF投資は「効率的」「低コスト」で「リターン向上」も

まとめるならば、リスクアセットを選択するETF投資では、価格が平均回帰するとの特性を利用したリターン・リバーサル戦略が有効に作用する公算が大きい。これは、特にリソースに限りがある投資家(個人投資家や中小機関投資家)にとって理想的であろう。運用の簡素化や低コスト化と同時に、リターンの向上を図ることも可能とみられるからである。

多くの研究によれば、ポートフォリオのリターンに与える影響は、銘柄選択によるものよりもアセット選択によるものの方がはるかに大きい。例えば、このテーマを取り上げた最初の著名な論文「Determinants Of Portfolio Performance」(Brinson, Hood, Beebower [1986])によれば、「運用成果の差異の93.6%がアセットアロケーションによって説明できる」としている。その後も同様の様々な研究がおこなわれているが、その多くは運用成果に対するアセットアロケーションの寄与が8割近くを占めるという結論となっている。つまり、アセットの選別こそが、投資のリターンに直結する。

個別銘柄ではなくリスクアセットによって構成されるETF投資は、「効率的」で「低コスト」であるのみならず、「リターン向上」も十分可能な投資といえる。

(和田康志)