

# ETF Investing

Vol.5 - 2014 Spring

T&C XTF Japan      2014年3月28日発行

## 1. ETF アロケーション戦略

- ◇ 当面のアセットアロケーション
- ◇ 当面のカントリーアロケーション
- ◇ 当面のセクターアロケーション
- ◇ 当面の為替動向
- ◇ TAA 戦略の検討
- ◇ T&C グローバル ETF ポートフォリオについて

## 2. ETF 活用のヒント

- ◇ 「アクティブ比率」と「運用フィー線」で運用コストを考える

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: 債券

### 世界経済の成長見通しは下げ止まりの公算

国際通貨基金(IMF)は1月21日、世界経済見通しを公表し、2014年の世界経済は低調に終わった2013年から加速するとした。世界の成長率は2010年の5.1%から2013年の3.0%まで3年連続で伸び率を低下させたが、2014年は成長鈍化によりやく歯止めがかかる公算となっている。また、2014年の世界経済の成長率は前年比3.7%と昨年10月時点の3.6%から0.1%ポイント上方修正されている。2011年9月時点では4.7%と予想されていた2014年の成長率はその後相次いで下方修正されてきたが、下方修正にも終止符が打たれている。

成長率の鈍化に底入れの兆しが見え始めており、成長見通しの上方修正を受けて、アセットアロケーションはリスク資産への選好を強めることが推奨される。ただし、今回の見通しは昨年12月までに入手可能であったデータに基づいている公算が大きく、昨年12月から始まったFRBの量的緩和の縮小やその後の新興諸国での通貨急落といった状況変化が十分に考慮されているとは考えづらい。

とはいえ、現状では世界経済は全体として失速しているようすはまだ確認できないこと、2013年の株価の上昇スピードがやや速すぎた観が否めないこと、経済的なファンダメンタルズよりも地政学的リスクの高まりによるリスク回避的な動きがみられることなどを総合して判断すると、足もとでやや軟調な株価と逆に堅調な債券のポートフォリオを想定した場合、株価と債券の組み入れ比率をもとに戻すリロケーション戦略が推奨されよう。

### 世界の株式市場は2014年を軟調にスタートも昨年末水準まで持ち直す

2014年の株式市場は、アルゼンチンに端を発した新興国での通貨安を受け、世界的にリスク選好的なポジションの巻き戻しが広がったことから、軒並み下落でのスタートとなった。ただし、ポジション調整一巡後は地合いを回復し、足元ではおおむね昨年末の水準まで戻している。

23の先進国・地域と21の新興国・地域の計44カ国で構成されるMSCIオール・カンントリー・ワールド・インデックス(ACWI)の年初来騰落率は3月19日現在で0.7%の下落となっている。23の先進国・地域で構成されるMSCIワールド・インデックスは同0.2%下落、21の新興国・地域で構成されるMSCIエマージング・マーケット・インデックスは同5.3%下落となっており、新興国での下げが大きくなっている。

2013年の世界経済の成長率が3.0%と2012年の3.1%から小幅ながらも減速したにもかかわらず、MSCI・ACWIは2013年通年で18.4%上昇し、伸び率は2012年の12.6%を上回った。これは2014年の成長加速を織り込んだものと考えられるほか、株式市場がやや加熱していたとも考えられる。2015年の成長率が3.9%と2014年の3.7%からさらに加速することが見込まれていることから、株価が足もとの水準で低迷するとは考えづらい。年初からの株式市場は総じ

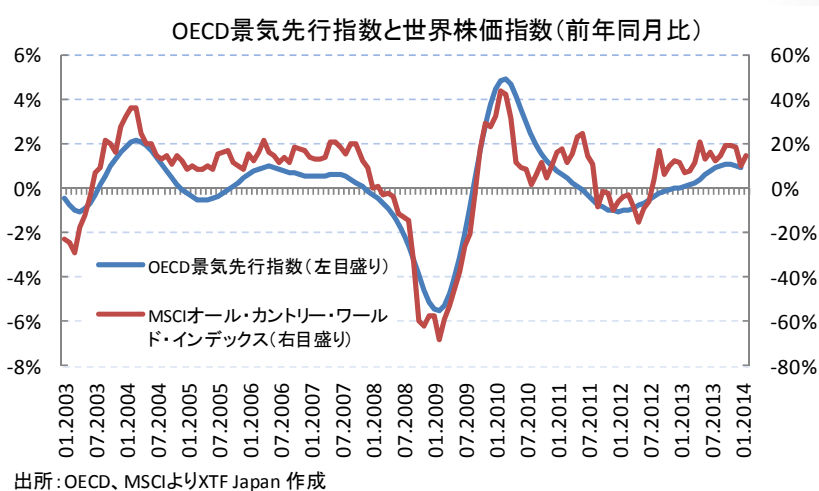
て伸び悩みとなっているが、スピード調整とも考えられ、過熱感が緩和した場合には本格的な上昇トレンドが待っている可能性がある。

主要な株価指数をみると、米 S&P500 の年初来騰落率は 3 月 19 日現在で 0.7% 上昇、日経平均は同 11.9% 下落、独 DAX は同 2.9% 下落、英 FTSE100 は同 2.6% 下落、香港ハンセン指数は同 7.7% 下落などとなっている。

経済協力開発機構(OECD)がアイスランドを除く 33 の加盟国の経済指標に基づいて算出している OECD 景気先行指数と世界株価指数(MSCI オール・カントリー・ワールド・インデックス)の前年同月比の動きをみると、おおむね方向性が一致する。景気先行指数は国内総生産(GDP)の動きを 6 カ月程度先行するとみられており、实体经济に先行するとされる株価の動きとは歩調が合いやすいからであろう。

OECD 景気先行指数は 2014 年 1 月まで 14 カ月連続で前年水準を上回っていることから、基調的な株価の上昇も維持される公算が大きい。ただし、足もとでは伸び率が鈍化していることから、株価の上昇も緩やかとなることが予想されるほか、今後の推移を慎重に見守る必要もありそうだ。

図表 1



### 米債券市場は量的緩和の終了をにらみ、利回り上昇を警戒

昨年 12 月の米連邦公開市場委員会(FOMC)で量的緩和の縮小が決定されたことを受け、米 10 年債利回りは 12 月下旬、約 2 年半ぶりに 3.0% を上回った。しかし、その後発表された米経済指標が予想を下回ったほか、新興国での通貨不安やウクライナでの地政学的リスクの高まりなどから、リスク回避的に米債へと買いが集まり、米 10 年債利回りは一時 2.6% 付近まで低下している。

米 10 年債利回りは、量的緩和の縮小が決定されたことを受け、基調的に上昇するとみられていたが、2014 年 1-3 月期に関しては予想に反して金利が低下した。米量的緩和の縮小が開始されても米長期金利が上昇しなかった背景には、米財政赤字の縮小と米インフレ率の低下も影響したもようだ。

米議会予算局(CBO)によると、2013 年度(2012 年 10 月から 2013 年 9 月)の米財政赤字額は 6800 億ドルと前年度の 1.1 兆ドルから 4070 億ドル縮小した。2014 年度の赤字額は 5140 億ドルまで縮小する見通しとなっている。2012 年 9 月に開始された量的緩和第 3 弾(QE3)では毎月の長期債購入額は 450 億ドル(12 カ月換算で 5400 億ドル)に設定されたが、財政赤字の縮小により長期国債購入額の減額が国債の需給に与える影響が小さくなっている。

2 月の米消費者物価(CPI)は前年同月比で 1.1% 上昇と 1 月の同 1.6% から低下した。また、変動の大きい食品とエネルギーを除いた 2 月のコア指数は前年同月比 1.6% 上昇と 1 月から横

ばいとなった。2013年のコア指数は前年比1.8%上昇とFRBが目標とする2.0%をやや下回ったほか、2014年に入って水準を小幅に引き下げている。

3月18・19日に開かれた米連邦公開市場委員会(FOMC)では、量的緩和縮小の継続が決定され、米長期債の毎月の購入額は350億ドルから300億ドルへ、住宅ローン担保証券(MBS)は300億ドルから250億ドルへ、それぞれ減額された。声明では、将来の金融政策の方向を示唆する「フォワードガイダンス」に関して、失業率6.5%としていた数値目標が削除された。失業率は労働参加率の影響も受けることから、失業率の低下が必ずしも労働環境の改善を意味しないことが問題点として指摘されていた。今後はより広範な経済指標を政策決定の参考にする考えを示している。

声明では引き続き「量的緩和終了後も相当期間低金利を維持する」としたが、イエレン議長はFOMC後の記者会見でこの「相当期間」を「6カ月程度」としたこと、早ければ来春にも利上げが開始されるのではないかと見方が広がった。また、FOMC参加者の2015年末の金利見通しがやや引き上げられたことも手伝って、利上げの開始時期は従来の2015年後半から前倒しとなるとみられており、当面の米金利は緩やかな上昇が見込まれよう。

### 商品市場では金が堅調も商品への投資は控え目に

商品市場では金が堅調。新興国通貨の下落でリスク回避の動きが強まったことから、安全な逃避先として金が見直されたほか、米金利の低下やドル安もドル建て金価格の上昇を後押しした。金価格(ロンドン値決め、午後)の年初来の騰落率は3月20日現在9.7%上昇となっている。

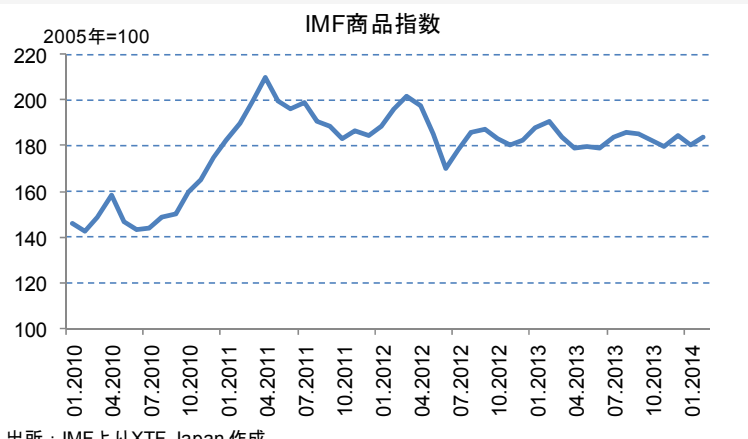
原油価格(WTI期近)の年初来の騰落率は3月18日現在で1.3%上昇とおおむね横ばいでの推移となっている。寒波によるエネルギー需要の高まりやウクライナ情勢の緊迫化などが買い材料視されたものの、需給の緩みを解消するには至らず、伸び悩みとなっている。

米エネルギー省は3月12日、戦略石油備蓄(SPR)から原油500万バレルの売却を発表した。流通システムの確認を目的としており、地政学的リスクとの関連性はないとされているものの、シェールガスやシェールオイルの開発で米エネルギー政策は大きく見直されており、米国内での天然ガスや原油の生産量が劇的に増加したことから、原油輸出の解禁に向けた布石との見方もでている。

国際商品価格の主要指標の一つであるダウジョーンズ・USB商品指数の年初来の騰落率は、3月19日現在で7.0%上昇した。同指数は2013年通年で10.1%下落していた。一方、IMFが公表している一次産品を対象とした国際商品指数は2月、前月比1.7%上昇したものの、12月と比べると0.5%下落しており、総じて横ばいとなっている。この指数は貴金属や加工品は含まれておらず、原材料価格の動きがより反映されている。3月には、中国経済の減速が懸念されて、国際的な景気の先行指標として注目度の高い銅価格が下落しており、全般的な商品相場は低調を続けるもようだ。

不測の事態への備えとしてポートフォリオの一部に金を保有することに異論はないが、米金利の上昇が見込まれるほか、インフレ見通しも落ち着いたことから金を積極的に購入する理由を見つけるのは難しい。逆に、ウクライナ情勢の緊張が緩和するようだと、金価格は水準を引き下げる公算もある。米国は量的緩和の終了に向けて動いており、米金利の低下やドル安見通しが難しい局面では、金を含めて商品の買いは控えめにとどめることが無難とみている。

図表 2



出所：IMFよりXTF Japan 作成

**米住宅市場は 2014 年を軟調にスタートも価格は堅調**

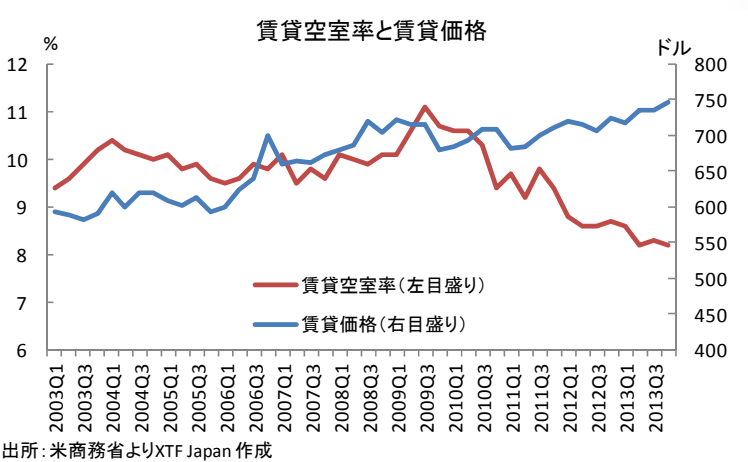
2014 年の米住宅市場は総じて軟調なスタートとなっている。2 月の米住宅着工件数は前月比 0.2%減少し、3 カ月連続での減少となった。昨年 12 月に同 7.3%減少、1 月に同 11.9%減少と大幅に減少しており、2 月は前年同月比でも 6.6%減少した。住宅着工件数が前年同月比で減少するのは 2011 年 8 月以来のこと。また、2 月の中古住宅販売件数は前月比 0.4%減少と 2 カ月連続で減少し、前年同月比でも 7.1%の減少となっている。1 月の新築住宅販売件数は前月比 9.6%増加したものの、増加は 3 カ月ぶり以前年同月比では 2.2%の増加にとどまっている。

ただし、販売が伸び悩むなかでも価格は総じて堅調だ。1 月の新築住宅販売価格は前年同月比 3.4%上昇と伸び率がやや鈍化しているものの、2 月の中古住宅販売価格は前年同月比 9.1%上昇と高い伸びを維持した。

住宅価格を下支えている背景として賃貸価格が挙げられよう。米住宅市場では持ち家比率が低下する一方で、賃貸の空室率の低下と賃貸価格の上昇が続いている。2013 年の全米の賃貸価格は前年比 2.3%上昇と 2 年連続で上昇した。住宅価格がピークを迎えた 2006 年と比べると 14.8%の上昇となっており、相対的に賃貸価格が割高となったことから潜在的な住宅購入意欲は高まっている公算が大きい。2013 年 10-12 月期の持ち家比率は 65.1%と 4-6 月期から 2 四半期連続で横ばいとなり、2004 年 4-6 月期の 69.4%をピークに低下基調が続いていたが、ようやく底入れの兆しが見えている。

以上の状況を総合的に判断すると、中長期的にみて REIT の魅力は大きく、短期的にみても、中国経済やウクライナ情勢などで株式市場の先行きに不安を感じるのであれば、代替として REIT のウェイトを高めることは検討に値しよう。ダウジョーンズ REIT 指数の年初来騰落率は 3 月 18 日現在で 7.4%上昇と株価が伸び悩むなかで堅調な推移となっている。同指数の 2013 年の騰落率は 0.5%下落と米主要株価指数に比べ大きく出遅れていた。 (井上秀之)

図表 3



出所：米商務省よりXTF Japan 作成



## ◇ 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

アンダーウェイト: ロシア

### 新興国での成長鈍化に歯止め

2013 年の世界経済は全体的に成長が鈍化したなかで、低成長ながらも底堅い先進諸国に対し新興諸国での成長鈍化が目立った 1 年であった。2014 年から 2015 年にかけての世界経済の見通しはこうした構図に変化が見え始めている。

まず、先進国をみると、IMF の経済見通しでは、2014 年の見通しが上方修正された一方で、2015 年の見通しが引き下げられている。これは、先進国では今年から来年に向けて成長の加速が期待薄となっていることを示唆している。一方、これまで下方修正が相次いだ新興国の成長見通しをみると、2014 年が据え置かれたほか、2015 年の見通しが上方修正されており、これは今年から来年にかけて新興国での成長鈍化が下げ止まりしつつあることを示唆している。

したがって、大きな枠組みでは先進国から新興国への資金シフトが検討されよう。しかし、新興国は依然として不安定であり、現状では投資先を慎重に選別する必要があるほか、先進国ではポートフォリオのリバランスを考慮したほうがよさそう。先進国を米国、ユーロ圏、英国、日本の 4 カ国・地域に分けると、米国、英国ではいつ利上げが開始されるかが注目されている一方で、ユーロ圏と日本ではいつ追加緩和が実施されるかが話題となっている。こうした状況を踏まえると、先進国への投資ポートフォリオ内で米英からユーロ圏・日本への資金シフトが推奨されよう。

新興国では、2014 年に入って経済指標の下振れの目立つ中国への投資は避けるのが無難であろう。また、成長見通しが大きく引き下げられたロシアは、ウクライナでの問題もあることから、速やかにアンダーウェイトすべきである。成長見通しの下方修正が止まらず、低成長が長期化しそうなブラジルも投資魅力に乏しい。一方で、成長見通しが上方修正されたインドは引き続きオーバーウェイトの対象となろう。また、底入れの兆しがうかがえる ASEAN 諸国への投資魅力が相対的に高まっている。

図表 4 主要国・地域の成長見通し 単位:%

	1月見通し		10月見通し		10月からの修正	
	2014	2015	2014	2015	2014	2015
<b>先進国</b>	2.2	2.3	2.0	2.5	0.2	-0.2
米国	2.8	3.0	2.6	3.4	0.2	-0.4
ユーロ圏	1.0	1.4	0.9	1.3	0.1	0.1
ドイツ	1.6	1.4	1.4	1.3	0.2	0.1
フランス	0.9	1.5	0.9	1.5	0.0	0.0
イタリア	0.6	1.1	0.7	1.0	-0.1	0.1
スペイン	0.6	0.8	0.2	0.5	0.4	0.3
英国	2.4	2.2	1.8	2.0	0.6	0.2
日本	1.7	1.0	1.3	1.2	0.4	-0.2
<b>新興国</b>	5.1	5.4	5.1	5.3	0.0	0.1
中国	7.5	7.3	7.2	7.1	0.3	0.2
インド	5.4	6.4	5.2	6.3	0.2	0.1
ブラジル	2.3	2.8	2.5	3.2	-0.1	-0.2
ロシア	2.0	2.5	3.0	3.5	-1.0	-1.0
ASEAN	5.1	5.6	5.4	5.6	-0.3	0.0

出所: IMFよりXTF Japan 作成

## 米国経済は異例の寒波の影響を見極める一方で、金利の上昇を警戒へ

米国は緊縮的な財政政策と量的緩和の縮小が景気の重しとなっており、成長を加速できないでいる。とはいえ、こうした政策を取れるのは景気が底堅いからでもあり、中長期的には潜在成長率とされる 2.0%近辺での成長が続く見通しである。目先的には異例の寒波の影響で経済状況の把握が難しくなっており、総じて軟調な米経済指標が寒波による一時的な失速なのかどうかの判断には今後数カ月を要するとみられている。

ただし、経済指標の下振れを寒波の影響とする見方に違和感があることも否めない。例えば、雇用統計をみると、非農業部門の雇用者数は 12 月が前月比 8.4 万人増加、1 月が同 12.9 万人増加、2 月が同 17.5 万人増加と寒さが厳しさを増すにしたがって増加している。また、鉱工業生産指数は 1 月に前月比 0.2%低下した後、2 月は同 0.6%上昇と急回復した。その他では、個人消費支出は 12 月に前月比 0.1%増加と伸び悩んだものの、1 月は同 0.4%増加と持ち直し、小売売上高は 1 月に前月比 0.6%減少と大きく落ち込んだ後、2 月は同 0.3%増加と底堅さを示した。

各種経済指標の動きをみて気づくのは、指標の鈍化が既に 12 月から始まり、その多くが 2 月に持ち直している点であり、この動きは金利に反応したとも考えられる。量的緩和の縮小を受けた米金利の上昇は、年末年始を挟んでピークアウトし、3 月まではおおむね弱含みで推移している。QE3 の年内終了、2015 年の利上げ開始を前提とした場合、米金利の上昇は既定路線となるが、寒波の影響とされる経済指標の弱含みが実は金利の上昇に対する脆弱性を示唆していた可能性には警戒が必要であろう。

## 日銀と ECB は景気低迷で追加緩和への対応を迫られるもよう

米国とは対照的に日本とユーロ圏は景気の低迷から抜け出せず、日銀と ECB に対する追加緩和への期待が高まっている。

2013 年 10-12 月期の日本の実質国内総生産(GDP)は前期比年率 0.7%増加にとどまった。2013 年の成長率は 1-3 月期が 4.5%、4-6 月期が 4.1%と高い伸びを示していたが、7-9 月期に 0.9%へと失速した。いわゆる「アベノミクス」は「財政支援」「金融緩和」「成長戦略」の 3 本の矢から成り立っているが、財政支援は早くも息切れとなっているもようだ。

日銀は昨年 4 月、2%のインフレ率を 2 年で達成するとして「異次元」緩和に踏み切ったものの、達成が怪しくなっている。1 月の消費者物価指数(生鮮食品を除くコア指数)は前年比 1.3%上昇と 8 カ月連続で前年水準を上回り、デフレからの脱却は進んでいる。しかし、2013 年の GDP デフレーターをみると、前年比 0.6%低下と依然としてマイナス圏にある。消費者物価と GDP デフレーターのかい離の原因は定義の違いであり、一般に輸入物価が上昇すると消費者物価も上昇するが、GDP デフレーターは低下する。したがって、消費者物価の上昇は円安による輸入物価の押し上げが寄与している公算が大きい。ドル円レートは昨年 4 月に 100 円近辺まで円安が進んだ後はレンジ相場となっていることから、今後は円安効果が徐々に弱まり、消費者物価の上昇は頭打ちとなる可能性がある。

政府・日銀は 2%のインフレ目標とともに実質 2%の成長も目指しているが、インフレ率、成長目標ともに達成が困難になりつつある。こうしたなかで、4 月からは消費税率が引き上げられ、景気の先行きに対する不透明も強まっており、日銀への追加緩和の期待が高まっている。

2013 年 10-12 月期のユーロ圏の域内総生産(GDP)は前期比 0.3%増加と 7-9 月期の同 0.1%増加から伸び率を拡大したものの、前年同期比では 0.5%の増加にとどまっており、4-6 月期に景気後退を脱して以降も低成長が続いている。また、1 月のユーロ圏の消費者物価指数は前年比 0.7%上昇となり、12 月の同 0.8%上昇から伸び率を低下させた。ユーロ圏の消費者物

価指数は10月以降、4カ月連続で1.0%を下回っている。欧州中央銀行(ECB)は昨年11月、インフレ率の低下を懸念して政策金利を過去最低の0.25%に引き下げたものの、その後もインフレ率に上昇する気配はうかがえない。ユーロ圏でも日本と同様に低成長・低インフレが定着しつつあり、目標とされる2%のインフレ率の達成に向けて追加緩和の観測が高まっている。

### まだら模様の新興国経済

新興国に目を向けると、中国での景気減速懸念が強まっているほかブラジルやロシアでは引き続き成長が鈍化している。一方、インドやASEANでは景気が持ち直しており、まだら模様となっている。

中国の10-12月期の国内総生産(GDP)は前年同期比7.7%増加と政府目標の7.5%を上回ったが、2014年に入ってから経済指標が軒並み冷え込んでいる。1-2月の鉱工業生産が前年同期比8.6%増加と約5年ぶりの低い伸びとなったほか、1-2月の小売売上高も同11.8%増加と2013年通年での13.1%増加を下回った。また、2月の貿易収支が229億ドルの赤字となったことも成長鈍化への懸念を強めた。経済指標の悪化に加え、3月7日には中国の国内では初となる社債のデフォルトが発生したことも投資家の不安心理を煽った。

ブラジルでは景気の低迷と政府の債務レベルの上昇を受けて、スタンダード・アンド・プアーズ(S&P)が3月24日に格下げを発表している。また、2013年は123億ドルの外貨流出超となり、通貨レアルが13%下落している。ロシアでは2013年の国内総生産(GDP)が前年比1.3%増加と2012年の同3.4%増加から減速し、マイナス成長となった2009年以降で最低となった。低成長が続くなかで、ウクライナ情勢が緊迫化していることから、同国がリセッション入りするとの見方が強まっている。

一方、インドでは2013年10-12月期の経常赤字が42億ドルと前年同期の319億ドルから大幅に縮小し、経常収支の改善を受けて通貨ルピーも上昇している。また、2月の消費者物価指数が前年同月比8.1%上昇と約2年ぶりの低水準となったほか、1月鉱工業生産指数が前年同月比で4カ月ぶりにプラスとなるなど、他の経済指標も改善している。経済指標の改善を受けて、インドのSENSEX株価指数の年初来騰落率は3月24日現在で4.1%の上昇となっている。このほか、東南アジアでは、タイ、フィリピン、インドネシアなどで株価が堅調となっている。

(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: エネルギー

アンダーウェイト: 金融

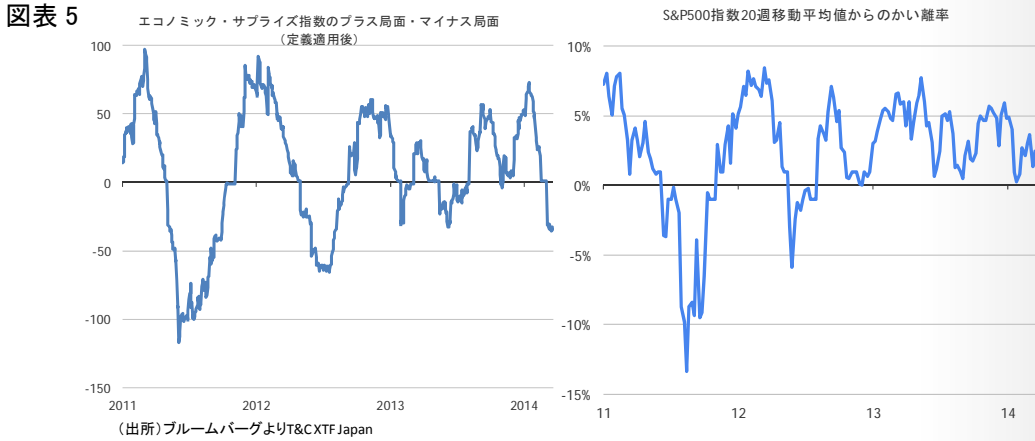
### 二つのサイクルのうち景気サイクルがマイナス転換

本コーナーでは、複数のサイクルに基づいてセクターアロケーションを判断する手法について考察を進めている。まずは、前号、前々号で取り上げた二つのサイクル～景気サイクルとモメンタムサイクル～の直近の動向を確認する。景気サイクル(エコノミックサプライズ指数)は1月雇用統計や同ISM指数などが予想を大きく下回った事などを背景に、原データが2月18日にマイナスへと転じ、その後もマイナス圏での推移を続けている。我々の符号反転の定義では、「マ



マイナスが3日連続以上かつマイナス20以下を記録」としているため、同指数がマイナス27をつけた3月5日をもって景気サイクルはプラスからマイナス圏へと転換したことになる。

一方、マーケットモメンタムサイクル(S&P500の20週移動平均からのかい離率)をみると、1月下旬の相場下落によってほぼゼロに近づいたものの、その後相場が反発したことから依然としてプラス圏にあり、こちらは前号から変化なしという状況にある。(図表5)

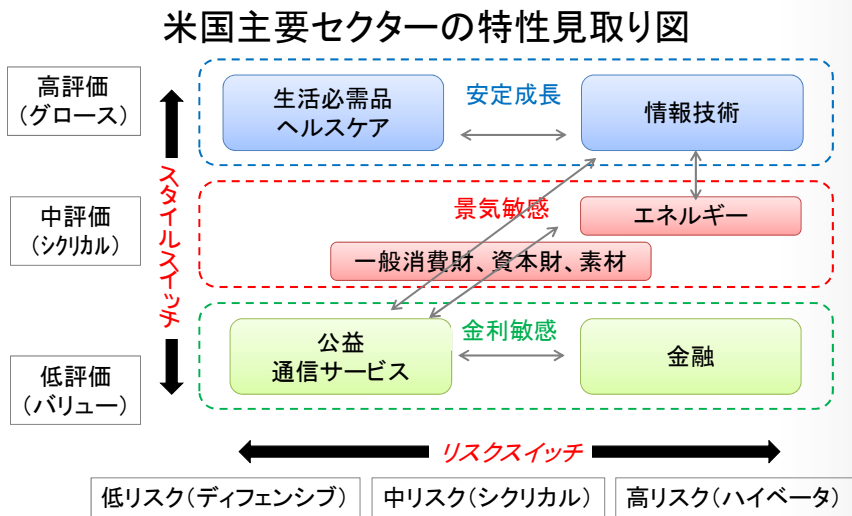


**「スタイル」スイッチを生じさせるサイクルは何か？**

ところで上記二つのサイクルはいずれも「リスク」スイッチ、すなわち図表6における右⇄左のスイッチを判断するサイクルであることは、前号で指摘した通りである。では、同図の上⇄下のスイッチを判断するサイクル、すなわち「スタイル」スイッチを生じさせるサイクルは何であろう。

低評価(バリュー)セクターと高評価(グロース)セクターの違いをビジネスモデルという観点から考えてみると、両者の違いは資本の収益性にある。つまり、前者は資本集約型で資本の収益性が低く、後者は知的資産集約型の資産軽量(アセットライト)産業で資本の収益性が高い。このため、資本コスト(Cost of Equity)が変動した時の影響は前者に大きく、後者に小さく出ると考えられる。資本コストは無リスク金利+株式リスクプレミアムで求められるが、金利については別途考察するとして、ここではリスクプレミアムのサイクルに注目する。

図表6



(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

## 株式市場のリスクプレミアム

一般的には株式リスクプレミアムは二通りの求め方がある。第一に、過去の株式市場のリターンと債券市場のリターンの差から求める「実現(ex-post)リターン法」である。第二に、将来の配当収入から割引配当モデルを使って株式の期待リターン(IRR)を算出した上で、債券利回りとの差を求める「期待(ex-ante)リターン法」である。どちらかといえば、後者の方が正確とみる識者が多いことから、以下の簡便式を利用して株式リスクプレミアムを求める。

$$\text{株式リスクプレミアム}(\%) = (1 \text{ 年後配当} \div \text{株価}) + \text{予想配当成長率} - \text{無リスク金利}$$

なお、ここで右辺第一項の 1 年後配当はブルームバーグによるアナリスト見通しの集計値(S&P500 指数)を利用する。また、米国株式市場の配当成長率は長期間をとれば年率 5%前後で安定しており(図表 7)、将来の配当成長率もこれから大きく外れないと想定しても問題あるまい。よって、右辺第二項は過去 20 年間(ローリング)の実績配当成長率をその時点の期待成長率として利用する。無リスク金利は財務省証券 10 年債利回りとする。以上の前提から求められた株式リスクプレミアムの推移をみたのが図表 8 である。

図表 7

S&P500の配当成長率(年率)			
過去20年間	過去30年間	過去50年間	過去100年間
5.2%	5.5%	5.7%	4.4%

(注)2014年2月末時点を起点とした各期間の実現成長率



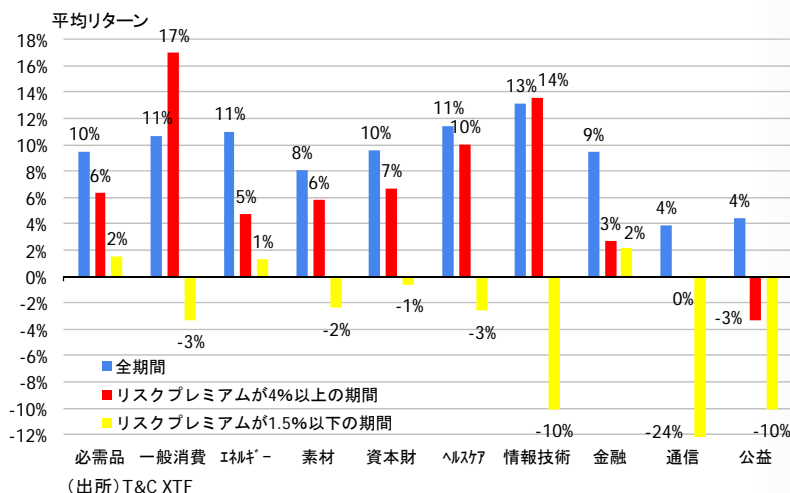
### 株式リスクプレミアムが高い時、バリューセクターを避ける

図表 8 をみると、米国の株式リスクプレミアムは、90 年代にじりじりと低下傾向を続け、2000 年前後には一時マイナスをつける「異常な」事態が生じた後、2000 年代に入ってから(金融危機の時期を除き)拡大傾向にある。また、米国の株式リスクプレミアムは概ね 2~3%が平均的な水準とみられ、4%を超えたり 1.5%を下回ったりすることは稀であるが、2012 年以降はその 4%を上回って推移している点が注目される。

図表 9 の青い棒グラフは、主要 10 セクターの週次リターンデータ(年率換算)を 1991~2014 年の全期間についてみたものである。一方、赤い棒グラフは、株式リスクプレミアムが高水準(4%超)の期間のリターンをみたものである。ヘルスケアや情報技術セクターの平均リターンがほぼ変わらない一方で、金融、通信、公益のバリューセクターは株式リスクプレミアムが高水準

の期間にリターンが大幅に悪化する傾向が確認できる。またエネルギーや素材、資本財でもリターンの悪化がみられ、これら「資本集約型」セクターの株価が株式リスクプレミアムの影響を受けやすいことを示している。なお、黄の棒グラフは、株式リスクプレミアムが低水準(1.5%以下)の期間のリターンを示しているが、IT バブル崩壊の時期(2000~02年)に重なっていること等から、必ずしも上記と逆(バリュー>グロース)の結果になっていない。株式リスクプレミアムのサイクルは、高水準か否かによってバリューとグロースのスイッチを行うことが有効と考えられる。

図表 9 リスクプレミアムが高い時と低い時のセクターリターン

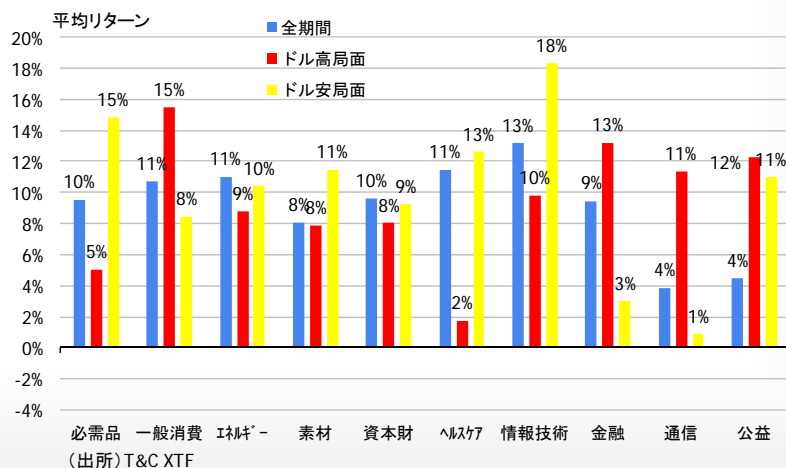


### ドル高が進んでいる時はグロースセクターを避ける

次に、グロースセクターは海外売上比率が高いグローバル企業が比較的多く、逆にバリューセクターは内需セクターという違いがある。このため、グロースセクターは海外景気の影響を受けやすく、海外景気の状態が反映された為替相場により影響を受けると考えられる。

図表 10 の青い棒グラフは、図表 9 と同じく 1991~2014 年の全期間の週次リターンを示している。一方、赤い棒グラフは実効ドルレートが上昇している(前年比 7%超)期間のリターンをみたものである。ヘルスケアや生活必需品、情報技術のグロースセクターはドル高が進行するとリターンが悪化し、金融等のバリューセクターはドル高局面でリターンが改善する。黄の棒グラフはドル安が進んでいる期間のリターンを示しているが、生活必需品や情報技術でリターンの改善がみられ、金融や通信サービスでリターンが悪化していることが確認できる。よって、ドル高が進行している時はグロース⇒バリュー、ドル安が進行している時はバリュー⇒グロースというスイッチが有効と考えられる。

図表 10 ドル高・ドル安局面のセクターリターン



## スタイル・サイクルを加えた新しいスコアに基づきエネルギーをオーバー、金融をアンダー

本号では「スタイル」スイッチを判断する二つのサイクル～株式リスクプレミアムサイクル、為替サイクル～について考察した。従来の二つの「リスク」スイッチに、これら二つの「スタイル」スイッチを加え、今回は4つのスイッチングシグナルをスコア化することでセクター判断の材料とする。具体的には、各々のサイクルの局面ごとに、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と表現され、その総合スコアを確認する。(図表 11)冒頭で指摘したように、3月に入って景気サイクルの符号がマイナスに転じた。また足もと株式リスクプレミアムは「高水準」にあり、為替サイクルはドル高でもドル安でもない「普通」の状態(前年比3%のドル安)である。右端のスコアを見ると、情報技術セクターとエネルギーセクターが+2、金融セクターが-2となっている。景気サイクルのマイナス転換という足元の変化を重視した上で、目先は「エネルギー」をオーバーウェイト、「金融」をアンダーウェイトと判断したい。

図表 11

	セクター特性		リスクスイッチ				スタイルスイッチ				現在のスコア	
			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		シグナル3 リスクプレミアム		シグナル4 為替サイクル			
			プラス	マイナス	プラス	マイナス	高水準	普通	ドル高	普通		ドル安
情報技術	グロース	ハイベータ	0	0	1	0	1	0	-1	0	1	2
生活必需品	グロース	ディフェンシブ	0	0	0	1	1	0	-1	0	1	1
ヘルスケア	グロース	ディフェンシブ	0	0	0	1	1	0	-1	0	1	1
エネルギー	シクリカル	シクリカル	0	1	1	0	0	0	0	0	0	2
素材	シクリカル	シクリカル	0	0	0	0	0	0	0	0	1	0
一般消費財	シクリカル	シクリカル	1	0	0	0	1	0	0	0	-1	1
資本財	シクリカル	シクリカル	1	0	1	-1	0	0	0	0	0	1
金融	バリュー	ハイベータ	1	-1	0	0	-1	0	1	0	-1	-2
通信サービス	バリュー	ディフェンシブ	-1	1	-1	1	-1	0	1	0	-1	-1
公益	バリュー	ディフェンシブ	-1	1	0	-1	-1	0	1	0	0	0

(出所) T&C XTF Japan

(和田康志)

## ◇ 当面の為替見通し

### ドル円は日銀の追加緩和による円安リスクを警戒

2014年の為替市場は、アルゼンチンでのペソ急落をきっかけに、新興諸国で通貨不安が広がり、新興諸国の通貨が軒並み下落して始まった。景気の先行き不安から主要国の株価も歩調を合わせて軟調となり、米国では株価の下落を受けて債券価格が上昇。ドル金利の低下でドルの相対的な魅力が弱まると、リスク回避の動きからスイスフランや円などへと資金が流れ、ドル円は軟調な展開となった。年初に1ドル=105.0円前後だったドル円相場はその後一時101.0円付近まで円高が進む場面もみられた。足もとでは102円台前半を中心に推移しており、3月21日現在のドル円の年初来騰落率は2.8%の円高となっている。

2014年に入り、ドル円相場は円高基調で推移しているものの、日本の貿易赤字の拡大や米金利の上昇見通し、日銀の追加緩和の可能性など、当面の注目材料は円安を支持する可能性が高く、中長期的な円安見通しに変更の必要はなさそうだ。

2月の日本の貿易収支は8003億円の赤字となり、2月としては過去最大の赤字額となった。貿易赤字は20カ月連続となった。1月には赤字額が2兆7917億円となり、初めて2兆円の大台を突破し、1979年の統計開始以来、最大の赤字額を記録している。また、1月の経常収支は

1兆5890億円の赤字となり、4カ月連続での赤字となった。貿易赤字に続き経常収支も赤字に転落したことから、財政赤字と合わせた「双子の赤字」の定着も現実味を帯びている。

2013年の前半は、日銀による異次元の金融緩和という米長期金利にはほとんど影響のない要因で円安が進んだことから、米長期金利とドル円の連動性が薄れていたが、下半期に入ると連動性を回復しており、7月から12月までのドル円と米10年債利回りの相関係数は0.59と正の相関を示している。2014年に入るとさらに連動性が強まっており、年初から3月21日までの相関係数は0.91となっている。

一般に、財政政策が為替レートに与える影響はプラスとマイナスの両面が混在しており、状況に応じた判断が必要となる。例えば、緊縮的な財政政策はリスクプレミアムの低下に伴う金利の低下により、自国通貨を減価させるとの考え方がある一方で、内需の減少で貿易収支が改善し、通貨価値が上昇するとの見方もある。したがって、消費税率引き上げによる直接的な為替レートへの影響ははっきりしないものの、増税により景気への悪影響が確認されれば、日銀は追加緩和に動くと考えられていることから、間接的には円安リスクへの警戒が必要であろう。

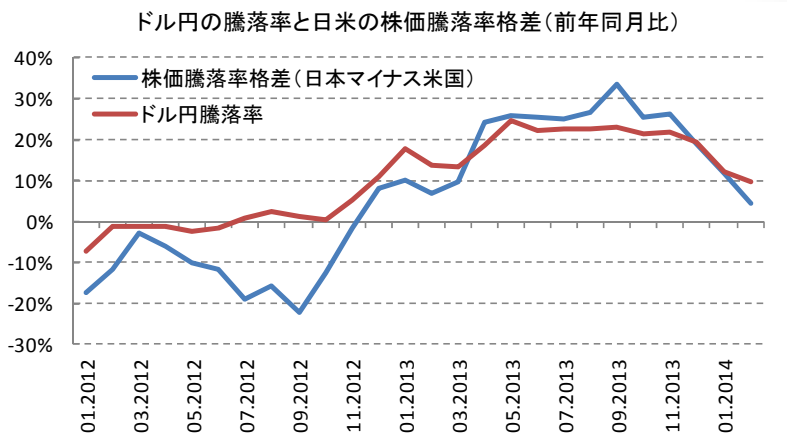
### 日米株価の騰落率からみるドル円の動き

為替レートの決定要因を説明する概念の一つとして、金利平価説がある。端的にいうと、高金利通貨は低金利通貨に対して金利差分だけ減価するとの考え方である。通常は債券金利を用いて説明されるが、ここでは金利を株価の騰落率に置き換えてドル円の動きをみる。

まず、株価指数に日経平均とS&P500を選び、それぞれの指数の月末値の前年同月比を計算し、日経平均の騰落率からS&P500の騰落率を差し引いたものを騰落率格差とし、通常の高金利平価説における金利差と置き換える。例えば、日経平均の2013年12月末の前年同月比での騰落率は44.9%、S&P500では同25.9%となり、騰落率格差は19.0%となる。金利平価説によると、ドル円は19.0%円安になることが示唆されるが、2013年12月末のドル円は2012年12月末から19.6%円安となっており、おおむね一致している。この動きを時系列でみると、2013年を通じて日米の株価騰落率格差とドル円の騰落率が歩調をあわせていることがわかる。

ここで注目したいのは、ドル円の方向性が日米株価の相対的なパフォーマンスの影響を受けていた可能性があるという点である。円安と日本の株高が連動してきたことは事実であるが、円安に動いたのは日本の株価の上昇率が米国のそれを上回っていたからであり、例えば日本の株価が上昇したとしても、米株価の上昇率が日本のそれを上回った場合にはむしろ円高になる可能性を示唆している。

図表 12



出所: 日銀、ブルームバーグよりXTF Japan作成

(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 13 になる。これをもとに、以下では投資対象となりうる具体的な ETF を絞り込むことにする。

図表 13 目先3カ月のTAAマトリックス

	強気	弱気
アセット	株式	債券
カントリー	日本	ロシア
セクター	エネルギー	金融

(出所) T&C XTF Japan, Inc.

アセットでは株式を強気とした。グローバルな株式市場に強気ということであれば、バンガード世界株式 ETF(ティッカー:VTI)が最も適当であろう。経費率もわずかに 0.05%にとどまり時価総額も 413 億ドルと十分な規模を備えている。グローバルの中では中国など新興市場の経済にまだまだ不安が残ると考えるならば、米国株あるいは先進国株に限定したものを選択する手もある。その場合は、iシェアーズ MSCI EAFE ETF(同:EFA)や SPDR S&P500 ETF(同:SPY)が候補となるだろう。株式相場に自信があるという向きには、プロシェアーズウルトラ S&P500(同:SSO)などのレバレッジ型も選択肢の一つである。

一方、弱気とした債券については、全般的な金利の上昇を想定している場合はバンガード米 国債券 ETF(ティッカー:BND)が最もカバレッジが広く、債券相場に弱気の際にショートすべき ETF となるだろう。米国だけでなく世界的に金利の上昇が予想される場合には、バンガード世界債券 ETF(同:BNDX)のショートも選択肢となる。企業業績等の観点から国債に比べて社債は底堅いと見るならば、iシェアーズ米 20 年超国債 ETF(同:TLT)のショートが適切である。

カントリーでは日本を強気とした。2013 年夏号でも指摘したように、日本株はドル円レートとの連動性が強いことから、米国上場(ドル建て)の日本株 ETF を選ぶ場合は、ウイズダムツリー通貨ヘッジ型日本株 ETF(同:DXJ)が無難であろう。なお、アベノミクスに期待した米国投資家の資金が同 ETF に大量に流入し人気化した事を受けて、2013 年末以降、通貨ヘッジ型の個別国株式 ETF の上場が相次いでいる。日本株 ETF では、今年 2 月に i シェアーズ通貨ヘッジ型 MSCI 日本株 ETF(同:HEWJ)も上場したが、上場間もないことから、もうしばらく様子を見るのが賢明とみられる。弱気としたロシア株に連動する ETF は比較的選択肢が限られ、マーケットベクトルロシア株式 ETF(同:RSX)が流動性等の点で優れているとみられる。

最後にセクターでは、エネルギーセクターを強気とし、金融セクターを弱気とした。エネルギーセレクトセクターSPDR ファンド(ティッカー:XLE)のロングと金融セレクトセクターSPDR ファンド(同:XLF)のショートの組み合わせがベストであろうが、前者の代わりにインカムも重視したアリアン MLP ETF(同:AMLPL)や後者の代わりに金利変化により敏感な SPDR S&P 地銀 ETF(同:KRE)を選択しても良いだろう。

(和田康志)

図表 14 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>			
バンガード世界株式ETF	VTI	0.05	41,342
iシェアーズMSCI EAFE ETF	EFA	0.34	52,761
プロシェアーズウルトラS&P500	SSO	0.90	3,202
ウイズダムツリー通貨ヘッジ型日本株ETF	DXJ	0.48	11,162
エネルギーセレクトセクターSPDRファンド	XLE	0.16	8,800
<b>ショートポジション</b>			
バンガード米国債券ETF	BND	0.10	19,456
バンガード世界債券ETF	BNDX	0.20	953
マーケットベクトルロシア株式ETF	RSX	0.62	1,130
金融セレクトセクターSPDRファンド	XLF	0.17	18,941
SPDR S&P地銀ETF	KRE	0.35	2,716

(注)時価総額、経費率はともに3月24日現在 (出所)T&C XTF Japan, Inc.

## ◇ グローバル ETF ポートフォリオについて

### T&C グローバル ETF ポートフォリオ～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長期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。

### T&C グローバル ETF トータルリターン型ポートフォリオ

本号では、上記3つのポートフォリオのうち(3)のトータルリターン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。インカムゲイン(分配金)とキャピタルゲインの両方をバランスよく獲得することを目指すと同時に、資産配分は株式(含む金)70%、債券30%と株式の比重をやや大きめにとり、比較的長期の資産形成を目指す投資家向けの資産ミックスとなっている。

株式の配分では先進国の高成長株や小型株を中心に構成する一方、債券の配分では先進国国債などを中心に構成する。また米インフレ連動債や金などを組み込むことで将来のインフレリスクにも対応したポートフォリオとなっている。また、各々のETFの裏付け資産でみれば、実質的には5000を超える銘柄に分散投資したポートフォリオである。

図表15は同ポートフォリオのリスク・リターン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6.4%とベンチマークの2.5%を大きく上回っている。リスク(標準偏差)をみると、15.4%とベンチマークの16.6%を下回っており、ベンチマークほどのリスクを取らずにベンチマークを上回るリターンを獲得している。暦年ベースのリターンをみると2013年以外は安定的にベンチマークを上回るリターンを獲得している。分配金利回り(税前ベース)は2.54%と標準的であり、経費率は0.35%に抑えられている。

ポートフォリオの内容(図表16)をみると、株式については7割方が大型株となっており、大型株中心の構成比となっている。また債券部分では、国債よりも社債の比率が高く、地方債への

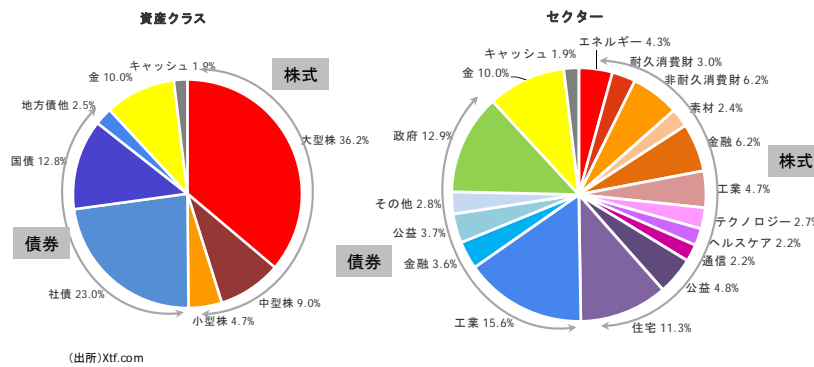
投資は限定的である。セクター別にみると株式では住宅の比率がやや高めとなっている以外はほぼ各セクターにバランスよく分散されている。債券では製造業の社債や国債が中心となっている。

図表 15

項目	T&Cトータルリターンポートフォリオ	ベンチマーク*
加重平均経費率	0.35%	—
分配金利回り	2.54%	—
年率リターン	6.4%	2.5%
(2008年)	-24.4%	-30.9%
(2009年)	35.7%	28.7%
(2010年)	16.6%	10.5%
(2011年)	0.6%	-3.1%
(2012年)	13.4%	12.0%
(2013年*)	3.5%	7.6%
年率リスク(標準偏差)	15.4%	16.6%

(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70%・30%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 16

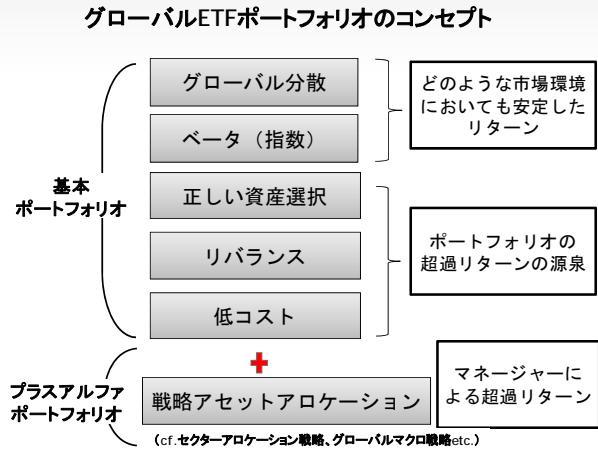


### 基本ポートフォリオ+TAA=プラスアルファポートフォリオ

弊社では、前々号と前号、そして本号において解説した「バランス型」「インカム型」「トータルリターン型」の基本ポートフォリオの運用を昨年末より開始している。これら基本ポートフォリオの超過リターンの源泉は「正しい資産選択」「リバランス」「低コスト」というファクターに求めることが出来る。(図表 17)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おり、リスク当たりのリターンを高めることに重点を置いている。次号以降では、過去のシミュレーションではなく、実際に運用しているこれら 3 つのポートフォリオについて、その経過等を報告することにした。

さらに、これら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、さらに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 17



(和田康志)

## 2. ETF 活用のヒント

### ◇ 「アクティブ比率」と「運用フィー線」で運用コストを考える

運用規模や相場の成熟化とともに「アクティブ比率」は低下せざるを得ない。この時、「運用フィー線」を上回るような運用コストは非効率であり、最終投資家であれ機関投資家であれ、ETFの活用で運用コストを効率化すべきである。

#### アクティブ投資の程度を測る「アクティブ比率(Active Share)」という概念

あるファンド(ポートフォリオ)がどれほどアクティブかを測定する場合、従来「トラッキングエラー」が一般的に利用されている。トラッキングエラーとは、ファンドのリターンとベンチマーク(インデックス)のリターンとの差を時系列でとり、その標準偏差をみたものと定義される。同数値がゼロに近ければ近いほど、そのファンドはパッシブ型と考えられ、数値が大きければ大きいほど、よりアクティブなファンドであることを示している。

近年、トラッキングエラーとは異なる「アクティブ投資の程度」を測る尺度としてアクティブ比率(Active Share)という概念が浸透し始めている。同指標を提唱しているアンティ・ペタジスト(Antti Petajisto)元ニューヨーク大学教授によれば、アクティブ比率の定義は以下ようになる。

$$\text{Active Share} = \frac{1}{2} \sum_{i=1}^N |w_{fund,i} - w_{index,i}|$$

ここで、 $w_{(fund,i)}$ はファンド内の銘柄  $i$  についての構成比率、 $w_{(index,i)}$ はベンチマーク内の銘柄  $i$  についての構成比率を示している。より視覚的に理解するために、以下の架空のファンド 1~3 のアクティブ比率を上 の式で計算したものが図表 1 になる。アクティブ比率は必ず 0%~100%の間をとり、ここではファンド 1 よりもファンド 2、ファンド 2 よりもファンド 3 の方がよりアクティブな投資を行っていることが具体的な数値によって示されている。

図表 1  
アクティブ比率の具体例

ベンチマーク指数	ファンド1		ファンド2		ファンド3	
銘柄A 25%	銘柄A 50%	銘柄A 85%	銘柄E 25%			
銘柄B 25%	銘柄B 30%	銘柄B 5%	銘柄F 25%			
銘柄C 25%	銘柄C 10%	銘柄C 5%	銘柄G 25%			
銘柄D 25%	銘柄D 10%	銘柄D 5%	銘柄H 25%			
アクティブ比率	30%	60%	100%			

(出所)T&C XTF

そもそも、アクティブ比率が目されるようになったきっかけは、アクティブ投資を謳いつつ、実際にはインデックス投資とほとんど変わらない「クローゼット(隠れ)インデックス投資」の問題が指摘され始めたことにある。ペタジスト氏によれば、厳密な線引きは難しいものの、アクティブ比率が 60%を下回るファンドは「隠れインデックス投資」と認識すべきとしている。図表 2 と図表 3

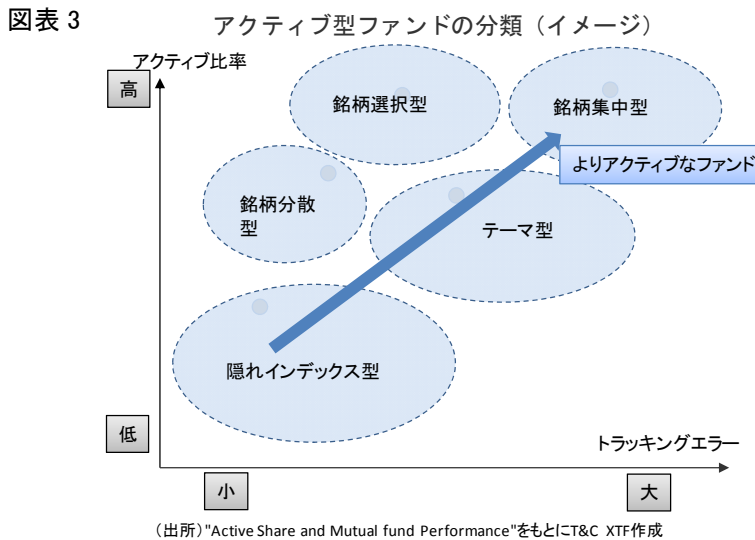


は、アクティブ比率とトラッキングエラーという 2 つの「アクティブ投資度を測る」指標に基づいて、同氏が米国のアクティブ型投資信託(計 1124 ファンド)を 5 つの категорияに分類し、その特徴をまとめたものである。例えば、標準的な「ストックピッカー」型のファンド(図表 2 の銘柄集中型と銘柄選択型)は運用規模が 4 億ドル強で保有銘柄数は 60 銘柄前後となっているが、「隠れインデックス投資」型のファンドは運用規模も 20 億ドルを超え、保有銘柄数も 100 銘柄を大きく超えている、等の違いが確認できる。

図表 2 米国のアクティブ型投資信託～アクティブ比率とトラッキングエラーに基づき5つの категорияに分類

ファンドの categoria	ファンド数	総 中央値		アクティブ比率	トラッキングエラー	回転率	経費利率	保有銘柄数
		残高	アクティブ					
銘柄集中型 "Concentrated"	45	463	98%	15.80%	122%	1.60%	59	
銘柄選択型 "Stock Pickers"	180	430	97%	8.50%	83%	1.41%	66	
テーマ型 "Factor bets"	179	1412	79%	10.40%	104%	1.34%	107	
銘柄分散型 "Moderately active"	541	902	83%	5.90%	84%	1.25%	100	
隠れインデックス型 "Closet indexers"	180	2009	59%	3.50%	69%	1.05%	161	
全体	1124	1067	81%	7.10%	87%	1.27%	104	

(出所) "Active Share and Mutual fund Performance" Antti Petajisto, Financial Analyst journal July/August 2013



**運用業界の成熟化・相場成熟化とともに進む「隠れインデックス型」投資**

ペタジスト氏の分析によれば、隠れインデックス型のファンドが全体に占める比率は近年になるほど高まっているという。具体的には、アクティブ比率 80%以上のファンドは 80 年代には全体(総運用残高)の半分以上を占めていたが足元では 20%程度まで低下し、反対にアクティブ比率が 60%以下のファンドが足元では全体の過半を占めるまでになっている。最大の理由は、全般的な運用規模の増大にあると考えられ、これは図表 2 にも示されている通りである。言葉を変えるならば、運用業界の成熟化とともに、業界全体のアクティブ比率の低下は避けられないと考えられる。

次に個々のファンドをみると、ファンドマネージャーの変更等でアクティブ比率が大きく上下する例(例えばフィディリティのマゼランファンド)もあれば、長期的にアクティブ比率が低下傾向にある例(例えばキャピタルリサーチのアメリカングロースファンド)など必ずしも一様ではない。個々のファンドのアクティブ比率に影響を与える外部要因として、同氏は 1)相場のボラティリティと 2)直近のパフォーマンスを指摘している。すなわち、相場の上下動が激しくなると(ファンドマネージャーがリスク回避的になるため)アクティブ比率は低下しやすい一方、過去数年のパフォ

ーマンスが良いと(ファンドマネージャーに余裕が生まれ)アクティブ比率は拡大し易い傾向があるという。

80~90年代の長期上昇相場に比べ、2000年以降の株式市場は大型ベア相場を2度も経験し、相場変動が激しく、かつ全般的にリターンは伸び悩んでいる。これらの相場環境の変化が、投信運用業界のアクティブ比率低下につながっている可能性もあるだろう。今後についても、業界の成熟化と相場の成熟化という二つの「成熟化」が一段と進み、業界全体でみたアクティブ比率の低下すなわち「隠れインデックス運用」の拡大が続く可能性は高い。

### 「運用フィー線」で運用コストの効率化を考える

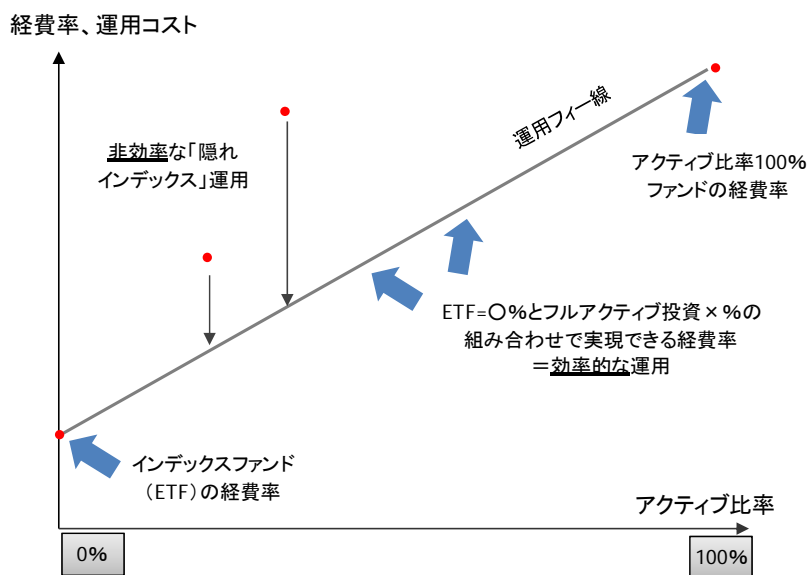
「隠れインデックス運用」も、アクティブ比率に見合ったコストで運用されていれば問題はない。しかし、多くの場合で過大なコストを最終投資家に負担させている。これを是正するために、「運用フィー線」という、(CAPM 理論における)証券市場線に似た概念を導入することを提唱したい。例えば、アクティブ比率が40%の隠れインデックスファンド B は、アクティブ比率100%のファンド A とインデックスファンド C によって代替が可能である。(図表4)つまり、すべてのファンドはアクティブ比率100%のファンドとインデックスファンド(ETF)を組み合わせることで代替が可能であり、その組み合わせによる運用コストを「運用フィー線」として示すことが出来る(図表5)。同線を上回るようなフィーを払っている投資家は無駄なコストを支払っており、ETFを活用した代替案の方がコスト効率に優れているということになる。また、CAPM 理論と同様に、運用業界が効率的であるならば運用フィー線よりも上方に位置するようなファンドの経費率は、遠くない将来フィーの引き下げ圧力にさらされることになるだろう(図表6)。

図表4 運用フィー線上の効率的なコスト(X)と非効率的なコスト(Y)の一例

ファンド	アクティブ 比率	パッシブ 比率	経費率
ファンドA(伝統的なストックピック型アクティブファンド)	98%	2%	1.50%
ファンドB(隠れインデックス運用型アクティブファンド)	40%	60%	1.00% Y
ファンドC(インデックスファンド)	0%	100%	0.05%
ファンドAとファンドCの組み合わせ(A:40%、C:60%)	39%	61%	0.63% X

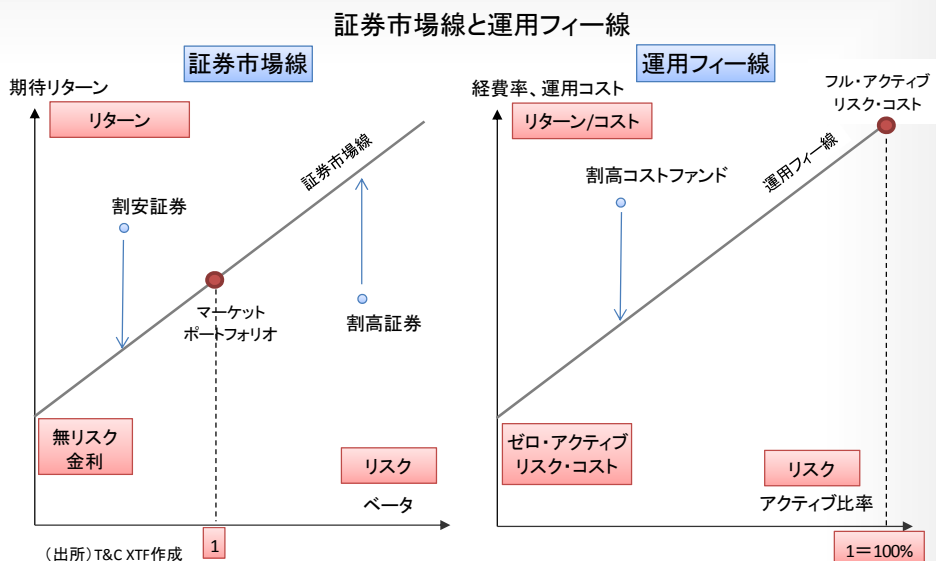
(出所) T&C XTF Japan

図表5 運用フィー線が効率的な運用コストを決定する



(出所) T&C XTF作成

図表 6



**結論=ETFを活用しなければ効率的な運用は不可能である**

最終投資家のみならず、複数のファンドマネージャーを活用する年金等の機関投資家にとっても、この「運用フィー線」の概念は役に立つだろう。あるマネージャーの運用報酬を決定する際には、その運用のアクティブ比率を求め、アクティブな部分のみに運用報酬を払い、アクティブでない部分はゼロリスクポートフォリオ=ベンチマーク指数に連動するETFのコストしか払わないようにすればいい。

以上の考察を突き詰めていくなれば、運用規模が大きければ大きいほど、「アクティブ比率100%の少数のマネージャー+ETF運用」という形でポートフォリオを構成することが最も効率的な運用ということになるだろう。これは効率的な運用を目指した場合、おのずとそれは「アルファ(100%アクティブマネージャー)とベータ(ETF)の分離」の実践に結び付くということをも意味している。

(和田康志)