

# ETF Investing

Vol.6 - 2014 Summer

T&C XTF Japan      2014年6月27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

- ◇ ミドルターム、ミドルリスク、ミドルリターン

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

# 1. ETF アロケーション戦略

## ◇ 当面のアセットアロケーション

オーバーウェイト: 債券

アンダーウェイト: 株式

### 世界経済の成長見通しは相次いで下方修正へ

世界経済の成長見通しの下方修正が相次いでいる。まず、国際通貨基金(IMF)が4月8日に公表した「世界経済見通し(WEO)」では2014年の世界経済の成長率を3.6%とし、前回1月の3.7%から0.1%ポイント引き下げた。次いで、経済協力開発機構(OECD)が5月6日に公表した「エコノミック・アウトルック」では、2014年の世界経済の成長率を3.4%とし、前回昨年11月の3.6%から0.2%ポイント下方修正した。さらに、6月10日に世界銀行が公表した「世界経済見通し(GEP)」では、2014年の世界経済の成長率を2.8%とし、前回1月の3.2%から0.4%ポイント引き下げた。

世界経済の成長見通しが相次いで下方修正されていることを踏まえると、リスク資産へのアセットアロケーションには慎重さが求められよう。これまでのところ2015年の成長見通しはおおむね据え置かれているが、時間の経過とともに2014年の下方修正幅が拡大しており、今後は2015年の見通しについても引き下げが検討されてこよう。一方、ウクライナやイラクなどで地政学的なリスクが高まっており、世界経済の見通しが上方修正されるような材料は見つけづらい。当面は、景気の下リスクが上方リスクを上回ると考えて、リスク資産とされる株式から安全資産とされる債券への資金シフトが推奨される。また、安全な資金の逃避先としての金、加えて不透明なイラク情勢などから原油などへの代替投資も短期的には検討に値する可能性がある。

図表 1 世界経済の成長見通し (前年比%)

	2012	2013	2014	前回	2015	前回
IMF (4月)	3.2	3.0	3.6	3.7	3.9	4.0
OECD (5月)	3.0	2.8	3.4	3.6	3.9	3.9
世界銀行 (6月)	2.5	2.4	2.8	3.2	3.4	3.4

注：前回見通しはIMFと世界銀行が今年1月、OECDは昨年11月。2012年、2013年は実績。

出所：IMF、OECD、世界銀行よりXTF Japan作成

### 株式市場は堅調に推移中だが、当面は高値調整局面を警戒へ

2014年の世界の株式市場は出足でこそつまづいたものの、その後は地合いを回復し、米株価が最高値を更新するなど、おおむね堅調さを取り戻している。

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)の年初来の騰落率は、6月20日現在で5.1%の上昇となった。23の先進国・地域で構成されるMSCIワールド・インデックスは同5.2%上昇、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4.1%上昇となり、先進国のパフォーマンスが新興国を上回った。ただし、過去3カ月の騰落率ではMSCIワールド・インデックス

の 4.4%上昇に対し、MSCI エマージング・マーケット・インデックスは 5.0%上昇となり、新興国が先進国を上回っている。

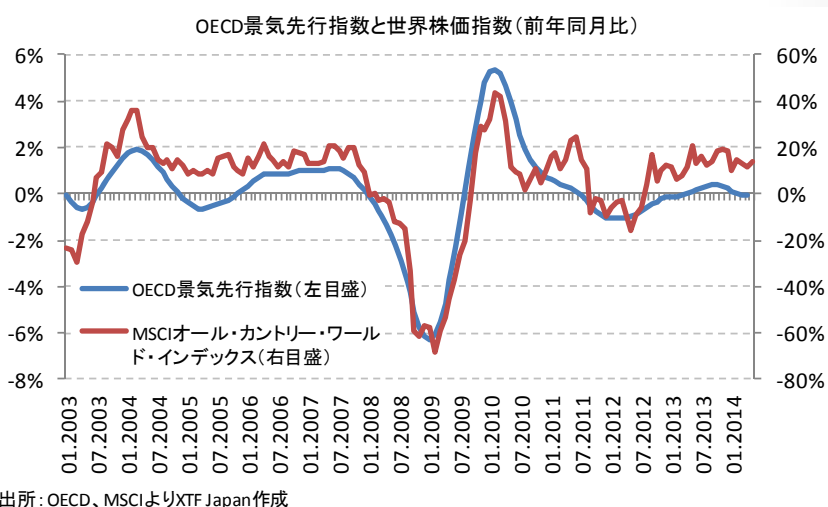
4-6 月期の世界の株式市場は総じて堅調となり、低調に終わった 1-3 月期から持ち直したが、世界経済の見通しが下方修正されていることから、当面は上値の重い展開が予想される。今後は、1-3 月期にマイナス成長となった米国が期待通りに V 字的な回復をみせるのか、中国が住宅バブルの崩壊などを含むハードランディングを回避できるのか、高止まりする原油価格が世界経済の成長を抑制するのではないか、といった懸念材料を見極めることになりそうだ。

主要な株価指数をみると、米 S&P500 の年初来騰落率は 6 月 20 日現在で 6.0%上昇、日経平均は同 6.0%下落、独 DAX は同 4.4%上昇、英 FTSE100 は同 1.1%上昇、香港ハンセン指数は同 0.5%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 の加盟国と非加盟の新興 6 カ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 年に入ってやや水準を引き下げており、4 月は前年同月比でほぼゼロとなっている。株価が堅調を維持している一方で、景気先行指数がやや弱含みとなっていることから、短期的には高値調整局面が訪れる可能性も否めず、株価の先行きには警戒が必要となりそうだ。

図表 2



### 米インフレ率がじわりと上昇、米債保有リスクはやや上昇か

米連邦準備理事会(FRB)が量的緩和の縮小を継続しているなか、米 10 年債利回りは大方の予想に反して 2%台半ばへと低下している。1-3 月期の米成長率が予想外のマイナス成長へと落ち込んだほか、ウクライナやイラクでの地政学的リスクの高まりや欧州中央銀行(ECB)による金融緩和が追い風になった。

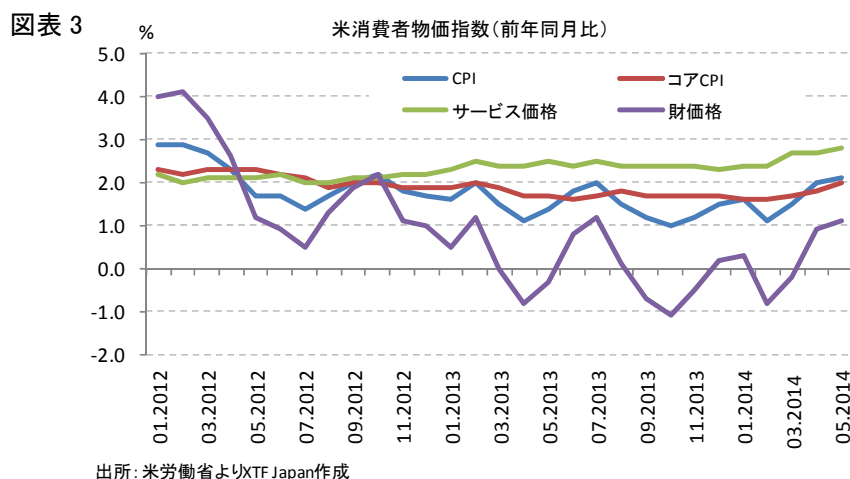
ECB の金融緩和により南欧諸国の国債金利が大きく低下した。6 月上旬には、イタリア 10 年債利回りが 2.70%前後、スペイン 10 年債利回りは 2.5%台まで低下し、それぞれ過去最低水準となった。1 年前にはともに 5.0%前後を推移していた。スペイン 10 年債利回りが一時米 10 年債利回りを下回るなど、ユーロ圏周辺諸国の利回り低下により、米国債の魅力が高まったとされている。

5 月の米消費者物価指数(CPI)は前年同月比 2.1%上昇と FRB が長期的な目標としている 2.0%を上回った。変動の激しい食品とエネルギーを除くコア指数も同 2.0%上昇となり、CPI、コ

ア CPI とともに 3 カ月連続で水準を引き上げている。CPI を財とサービスに分類すると、5 月の財価格の上昇率は前年同月比 1.1% 上昇、サービス価格の上昇は同 2.8% 上昇となっている。サービス価格は基調的な上昇が続いているが、サービス価格に含まれる家賃や医療費、交通費、光熱費などが高い伸びを示しており、個人消費の抑制要因として警戒が必要と思われる。財価格とサービス価格は、2012 年以降、逆方向に推移しており、サービス価格の緩やかな上昇を財価格の下落が打ち消して、2013 年の物価はやや弱含みとなっていた。2014 年に入ると、サービス価格の上昇が続いているなかで、財価格が底入れから持ち直しの動きとなっており、サービス価格の上昇と財価格の下落でバランスの取れていた物価の安定が上昇に転じている。

6 月 17・18 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 250 億ドルから 200 億ドルへ、住宅ローン担保証券 (MBS) は 200 億ドルから 150 億ドルへ、それぞれ減額された。イエレン FRB 議長は FOMC 後の記者会見で、足もとの物価上昇は「ノイズ」であり、「インフレ率は引き続き目標を大きく下回っている」とした。

しかし、実際に CPI の上昇率が 2% を超えていることを踏まえると、インフレリスクには警戒感を強めるべきであろう。米債券市場内であれば、長期債から短期債へと保有期間を短期化することが推奨される。国際市場であれば、現状で最もインフレリスクが低いとみられているユーロ圏債が選択肢となりそうだ。



### 商品市場では金や原油が代替投資先としての魅力を高める可能性あり

商品市場では金が年初からの堅調を維持している。昨年 12 月に FRB が量的緩和の縮小を開始したことから、米長期金利の上昇が金価格を圧迫するとみられていたが、米長期金利が予想に反して低下したことで金価格が下支えられている。加えて、ウクライナやイラクで地政学的なリスクが高まったことで安全な資金の逃避先としての金需要が高まった。金価格 (ロンドン値決め、午後) の年初来の騰落率は、6 月 20 日現在で 8.6% 上昇となっている。金価格は昨年末に一時 1200 ドルを割り込んだものの、金生産コストは 2013 年ベースでおよそ 1200 ドルと推計されていることもあり、この水準では下値が堅くなっている。

原油価格 (WTI 期近) は 6 月に入って騰勢を強めており、イラクでの混乱を背景に高止まりとなっている。年初来の騰落率は 6 月 17 日現在で 7.8% 上昇となった。イラクではイスラム教スンニ派の過激組織「イラク・レバントのイスラム国 (ISIL)」が隣国シリアとの国境付近を中心に勢力を拡大し、イラクとシリアにまたがるイスラム教国家の樹立を目指している。警戒を強めるシリアが ISIL 支配地域への空爆を強化しているほか、米国も空爆を視野に入れてイラクに顧問団を派遣

するなど、緊張が高まっている。混乱はイスラム教シーア派を中心とするイラクのマリキ政権、北部のクルド自治政府との三つ巴となっており、イラクは国家分裂の危機を迎えている。

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、6月18日現在で7.3%の上昇となった。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5月、前月比0.2%下落し、昨年12月と比べると0.1%の上昇にとどまっており、年初からはおおむね横ばいでの推移が続いている。この指数は貴金属や加工品が含まれておらず、原材料価格の動きがより反映されている。

国際商品価格が全般的に上昇している様子はいかたがえのないものの、中東地域での地政学的リスクが高まっていることを踏まえると、選別的に金や原油などへと資金が流れる可能性がある。短期的なリスクヘッジ手段として、ポートフォリオの一部に金もしくは原油を加えることがポートフォリオの安定に寄与する公算は小さくはなさそうだ。

### 米住宅市場は寒波の影響から持ち直すも当面のREIT指数はもみ合いか

2014年の米住宅市場は異例の寒波の影響から軟調なスタートとなったが、天候要因のはく落に歩調をあわせて持ち直している。ただし、住宅価格や住宅ローン金利の上昇、融資態度の厳格化などが抑制要因となり、反動増が一巡後はやや伸び悩みが見込まれている。

5月の住宅着工件数は前月比6.5%減少と4月の同12.7%増加から反動減となった。水準は5月が100.1万件、4月が107.1万件と100万件の万台を維持したものの、昨年11月の110.5万件には届いていない。販売をみると、4月の新築住宅販売件数は前月比6.4%増加と3カ月ぶりに増加に転じたが、前年同月比では4.2%の減少となっている。5月の中古住宅販売件数は前月比4.9%増加と2カ月連続で増加したものの、前年同月比では5.0%減少となり、昨年9月のピークを9.0%下回っている。一方、3月のケース・シラー住宅価格指数は前年同月比12.4%上昇と比較的高い伸びを維持している。ただし、昨年11月に同13.7%上昇まで伸び率を拡大した後、徐々に伸び率が鈍化しており、当面は鈍化傾向が続くとみられている。

住宅販売は年初の落ち込みからは回復したものの、依然として前年水準を下回る状況が続いており、基調的に増加傾向にあるとはいいがたく、住宅着工件数も同様となっている。一方、価格は総じて堅調を維持しており、ダウジョーンズ REIT 指数の年初来の騰落率は6月20日現在で13.3%上昇と株式市場を上回る上昇率となっている。ただし、住宅価格の上昇が住宅販売の伸び悩みの一因となっていることもあり、住宅価格とともに REIT 指数の伸びも鈍化する見通しで、当面は様子見が無難な選択肢となりそうだ。（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： **中国**

### 新興国での成長見通しが鈍化

2014年の世界経済の成長見通しが年初の見通しよりも鈍化していることから、大きな枠組みとしては新興国から先進国へとより安全な方向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 から公表された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。見通しの上方修正や下方修正といった方向性の変化にしたがってアロケーションを変更するのが基本スタンスとなる。

まず、先進国をみると、4月のIMFの経済見通しでは、2014年、2015年ともに見通しが据え置かれている。国別ではユーロ圏と英国が上方修正された一方で、日本が下方修正され、米国は据え置きとなった。ただし、6月にIMFから公表された最新の経済見通しで2014年の米成長率が2.0%へと大幅に引き下げられており、先進国内に限ると日米から欧州への資金シフトが推奨されよう。

新興国は2014年、2015年ともに見通しが下方修正されている。国別では中国とインドが据え置かれたものの、ブラジルとロシアはやや大幅に下方修正されている。中国に関しては6月にIMFから公表された最新の経済見通しで2015年の成長率が7.0%程度へと下方修正されている。新興国内ではブラジルやロシアに加え、中国への投資も控えたほうが無難であり、投資先としてはインドの投資比率を引き上げることが検討されよう。

図表4 主要国・地域の成長見通し 単位：%

	4月見通し		1月見通し		1月からの修正	
	2014	2015	2014	2015	2014	2015
<b>先進国</b>	2.2	2.3	2.2	2.3	0.0	0.0
米国	2.8	3.0	2.8	3.0	0.0	0.0
<b>ユーロ圏</b>	1.2	1.5	1.0	1.4	0.1	0.1
ドイツ	1.7	1.6	1.6	1.4	0.2	0.1
フランス	1.0	1.5	0.9	1.5	0.1	0.0
イタリア	0.6	1.1	0.6	1.1	0.0	0.0
スペイン	0.9	1.0	0.6	0.8	0.3	0.2
英国	2.9	2.5	2.4	2.2	0.4	0.3
日本	1.4	1.0	1.7	1.0	-0.3	0.0
<b>新興国</b>	4.9	5.3	5.1	5.4	-0.2	-0.1
中国	7.5	7.3	7.5	7.3	0.0	0.0
インド	5.4	6.4	5.4	6.4	0.0	0.0
ブラジル	1.8	2.7	2.3	2.8	-0.5	-0.2
ロシア	1.3	2.3	2.0	2.5	-0.6	-0.2
ASEAN	4.9	5.4	5.1	5.6	-0.2	-0.2

出所：IMFよりXTF Japan作成

### 米国はやや高過ぎる成長見通しが波乱要因か

2014年1-3月期の米実質国内総生産(GDP)は前期比年率1.0%減少と2011年1-3月期以来、3年ぶりにマイナス成長となった。異例の寒波の影響で設備投資が大きく落ち込んだほか、在庫が大幅に減少したことが影響した。一方、個人消費は同3.1%増加と昨年10-12月期の同3.3%増加に続き堅調な伸びとなっている。

1-3月期の成長が落ち込んだことから、IMFが6月16日に公表した米国経済に関する年次報告書では、2014年の成長率見通しが2.0%と4月時点の2.8%から0.8%ポイント引き下げられた。マイナス成長は天候要因による一時的な落ち込みとみられているが、3%近い成長が見込まれていたことを踏まえると、悪天候だけで4%近くGDPを押し下げたとは考えづらく、例年通りの天候だったとしても成長が鈍化していたと考えるほうが妥当であろう。また、1-3月の個人消費は医療費や家賃の上昇に押し上げられている可能性がある。4月の米個人消費支出が前月比0.1%減少と予想外のマイナスとなったこともあり、堅調な個人消費の持続性は慎重に見守る必要があるようだ。

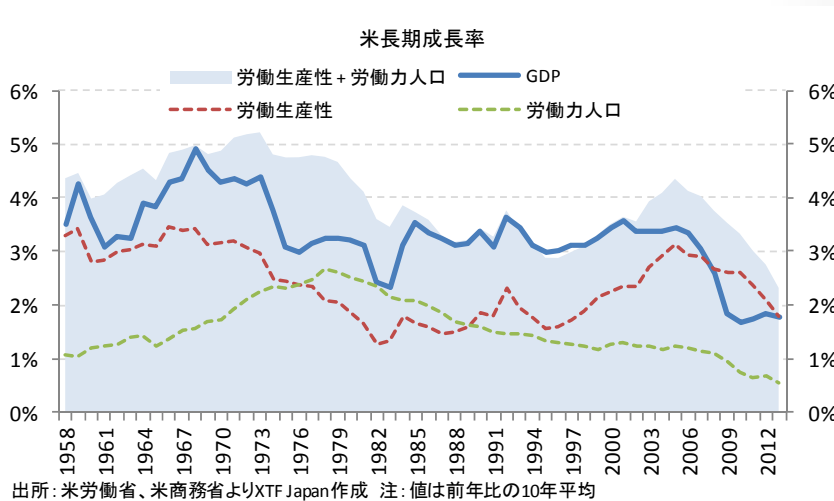
中長期的にみると、米国の成長率見通しがやや高めとなっていることで、慢性的に下方修正が続くことが警戒される。1-3月期のマイナス1.0%成長を所与とすると、4-6月期以降は3-4

半期連続で 3.0%成長した場合、通年ではちょうど 2.0%成長となる計算だが、設備投資や在庫の反動増が期待できる 4-6 月期を除くと、下半期から 2015 年にかけても 3.0%の成長が維持できるのかどうかには疑問符が付く。

一般に、長期的な成長率は労働生産性と人口の伸びで推計されるが、米国の労働生産性や人口の伸びが低下していることから、長期的な成長見通しとして 3.0%を想定することが難しくなっている。米労働生産性の伸び率を 10 年平均でみると、2005 年の 3.1%を直近のピークに 2013 年では 1.8%となっている。また、過去 3 年の平均は 0.9%となり、2014 年 1-3 月期は寒波の影響もあって前期比年率 3.5%低下した。労働力人口の伸び率を 10 年平均でみると、1978 年の 2.7%をピークにほぼ一貫して低下しており、2013 年は 0.5%となっている。米国ではベビーブーマー世代の退職が 2008 年頃から始まったこともあり、2013 年まで 5 年平均でみると労働力人口の伸びはゼロとなっている。また、2011 年以降はベビーブーマー世代の退職が本格化しており、2013 年の労働力人口は前年比で 0.3%減少と失業率が大幅に改善した一方で、大きく減少している。

こうした状況を踏まえると、米国の長期的な成長率は近い将来に 1.0%程度にまで低下することも想定されるが、長期的な低成長見通しを市場が既に織り込んでいるとは考えづらく、期待と現実のギャップが市場の波乱要因となる可能性がありそうだ。

図表 5



### ECB が追加緩和を実施、デフレ懸念を払しょくへ

欧州中央銀行(ECB)は 6 月 5 日、定例理事会で追加的な金融緩和の実施を決定し、指標となる政策金利を 0.1%ポイント引き下げて過去最低の 0.15%とした。また、民間銀行が中央銀行に預け入れる余剰資金に対しマイナス金利を付与することも決めた。

5 月のユーロ圏消費者物価指数(CPI)は前年同月比 0.5%上昇と 4 月の同 0.7%上昇から伸び率を低下させた。CPI は昨年 10 月に 1.0%を割り込んで以降、この水準を回復しておらず、ECB が昨年 11 月に利下げを実施したにもかかわらず、年初からやや弱含みで推移していた。目標とする 2.0%から大きくかい離しているほか、デフレ懸念も強まっていたことが追加緩和の決定を促した。

ユーロ圏の 1-3 月期の域内総生産(GDP)は前期比年率 0.9%増加と低成長が続いており、4 月のユーロ圏失業率も 11.7%と高止まりしていることから、今回は見送られた量的緩和の実施を期待する声は根強い。量的緩和は債券の保有者が変わるだけであり、銀行に貸出を促す政策とは言いがたいが、不動産価格や株価を押し上げる資産効果が期待できることから市場関係者の間では人気が高い。超過準備にマイナス金利を付利したからといって、銀行が貸出を増やすとは限らず、不発に終われば量的緩和も視野に入ってくる。

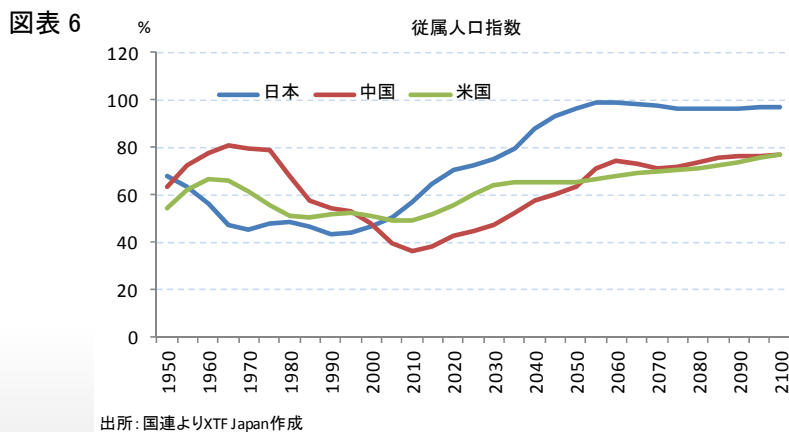
一方、ECB 同様に追加緩和への期待が高まっていた日銀は、既に毎月発行額の約 7 割の国債を購入しているほか、物価上昇による悪影響も警戒されて、追加緩和を見送っている。日銀は、2%の物価目標に向かって想定通りとしているが、消費者物価指数(CPI)の前年同月比は昨年 11 月に 1.2%上昇となった後は円安効果のはく落で伸びておらず、今年 3 月も 1.3%上昇にとどまっている。4 月は消費税率引き上げの影響で 3%台の伸びとなっているが、増税の影響を除くと 2%に向けて基調的に物価の伸びが拡大しているとは言い切れない状況が続いている。

また、ガソリン価格の高騰や光熱費の上昇が物価を押し上げていることから、实体经济への悪影響も懸念されている。6 月 16 日現在のガソリン価格は前年同期比 9.5%上昇しているほか、5 月の東京都区部の電気代が前年同月比 11.2%上昇、都市ガス代が同 9.0%上昇などとなっている。足もとで原油価格が上昇していることを踏まえると、ガソリン価格や光熱費の上昇はさらに加速する公算が大きい。一方、4 月の実質賃金は、増税の影響もあり前年同月比 3.1%減少と大幅なマイナスに沈んでおり、賃金の伸びは物価の伸びに追いついていない。弊害はあるものの、実質賃金の低下は消費の抑制要因であり、景気の下振れリスクも高まっていると考えられることから、円安・株高が期待できる追加緩和への期待は根強く、実施が待たれている。

### 人口オーナス期に入った中国経済、成長率は中長期的に鈍化へ

中国の 1-3 月期の国内総生産(GDP)は前年同期比 7.4%増加と昨年 10-12 月期の同 7.7%増加から減速した。中国政府は 2014 年の成長目標を従来通り 7.5%に据え置いているが、IMF は 2015 年の成長率を 7.0%にまで引き下げ、中国経済は予想より減速するとの見方を示している。中国では、5 月の新築住宅価格は前月比 0.3%下落し、2 年ぶりに前月水準を下回った。また、1-5 月期の住宅販売額は前年同期比 10.2%減少と 1-4 月期の同 9.9%から下げ幅を拡大している。2013 年は通年で前年比 26.6%増加していた。住宅販売は住宅価格に先行するとみられており、住宅価格の先行きに対する不安が広がっている。

中国では住宅バブルの崩壊が懸念されているが、背景には人口動態の変化もある。14 歳以下と 65 歳以上の人口の合計を 15 歳から 65 歳までの人口で除した値は従属人口指数と呼ばれ、この値が低下している期間は人口ボーナス期、上昇している期間は人口オーナス期とされている。人口ボーナス期は人口動態が経済成長にプラスに作用するが、人口オーナス期はマイナスに作用する。従属人口指数のボトムは日本が 1990 年、米国が 2005 年となり、従属人口指数が上昇に転じるタイミングと住宅バブル崩壊のタイミングがほぼ一致している。中国は 2010 年に従属人口指数がボトムを付けていることも、住宅バブルの崩壊に対する警戒感を強めている。また、人口オーナス期に入ると、1990 年代以降の日本や足もとでの米国にみられるように、成長のスピードがそれ以前を大きく下回ることも知られており、人口オーナス期に入った中国では成長鈍化は不可避との見方も出ている。





他の新興国ではインドが比較的堅調だ。総選挙で勝利したインド人民党(BJP)のモディ氏が首相に就任し、「モディノミクス」と呼ばれる経済政策に対する期待が高まっており、インドの SENSEX 株価指数の年初来騰落率は 6 月 20 日現在で 17.0%上昇と高い伸びを維持している。ブラジルは 10 月に大統領選挙を控えて波乱含み。景気の停滞や高いインフレ率などから現職のルセフ大統領の支持率が低下しており、政権交代への期待から株価が上昇している。とはいえ、ルセフ大統領の支持率は他の有力候補を上回っており、政権の交代が実現するかどうかは不透明だ。当面の株式市場は、経済情勢よりも大統領選を見据えた政治的な動きの影響を受けやすく、不安定な状況が続きそうだ。ロシアは引き続きウクライナ問題が重しとなっており、景気の停滞リスクは依然として高い。政治的な緊張は緩和されつつあるが、ウクライナ内での親ロシア派の活動は依然として終息しておらず、欧米を中心としたロシアへの経済的制裁が拡大される可能性も残されている。(井上秀之)

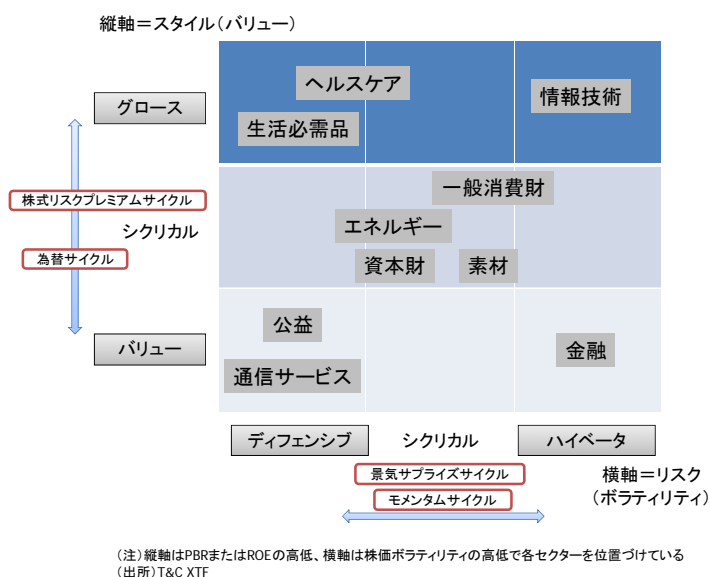
### ◇ 当面のセクターアロケーション

オーバーウェイト: **情報技術**  
アンダーウェイト: **通信サービス**

### 4つのサイクルの現状は3月時点から変化なし

2013 年秋号以降、過去 3 回にわたってセクターアロケーション・モデルについての考察を進めてきた。同モデルは、スタイル(バリュー)とリスクという特性によって主要セクターをポジショニング(例:情報技術セクター=ハイベータ・グロース)した後、スタイルのスイッチとリスクのスイッチが生じるサイクルを複数見つけ出し、足もとのサイクルに反応しやすいとみられるセクターをオーバー/アンダーウェイトにするというものである。判断のベースとなるサイクルは、これまでに 1) 景気サプライズサイクル、2) 相場モメンタムサイクル(以上リスクスイッチ)、3) リスクプレミアムサイクル、4) 為替(外需)サイクル(以上スタイルスイッチ)の 4 つのサイクルについて検討した。

図表 7 米主要セクターの特性と見取り図

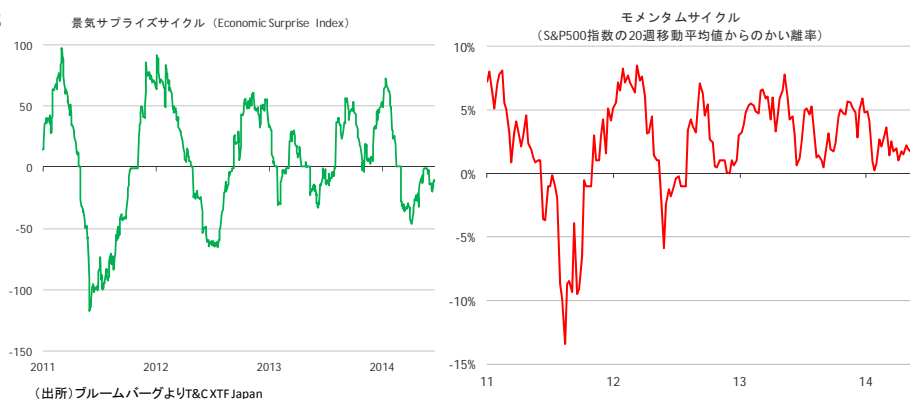


5 つ目のサイクルを検討する前に、まずは上記 4 つのサイクルの現状を確認する。第一に、景気サプライズサイクル(エコノミックサプライズ指数)は 5 月 19 日に+3.0 と、それまでのマイナス

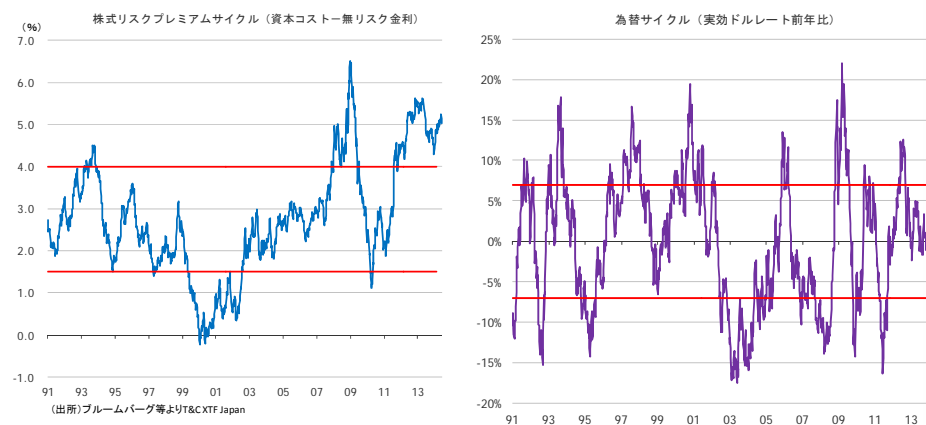
からプラスへと転換したものの、その後は 0 近辺で伸び悩み、6 月 23 日時点では-9 と再び小幅マイナスでの推移となっている。我々は 1) 3 日連続でプラスかつ 2) 20 以上のプラスをつけた時点で符号転換と定義していることから、同サイクルは依然マイナスとの判断になる。また相場モメンタムサイクル(S&P500 の 20 週移動平均線からのかい離)は 6 月 20 日現在プラス 4.7% となっており、同サイクルは依然プラスと判断される。(図表 8)

次に株式リスクプレミアムサイクルであるが、我々はリスクプレミアムを[予想配当利回り+配当成長率-10 年債利回り]と定義している。足もと同数値は 5.03%となり、歴史的に高い水準か否かを分ける 4%を上回っている。最後に為替サイクル(ドル実効為替レートの前年同期比)は 2.4%のドル安となっているが、前年比で 7%を超えるような著しいドル安とはいえず「ドル安定」との判断である。(図表 9)よって、これら 4 サイクルの局面は、前回レポート時点から変化していないということになる。

図表 8



図表 9



### マネタリー政策サイクルとは何か？

相場を動かす重要な要素でありながら、上記の 4 つに含まれていないサイクルが「マネタリー」サイクルである。一口にマネタリーサイクルといっても様々な切り口があるが、本号では「政策(期待)」が作り出すマネタリーサイクルに注目する。

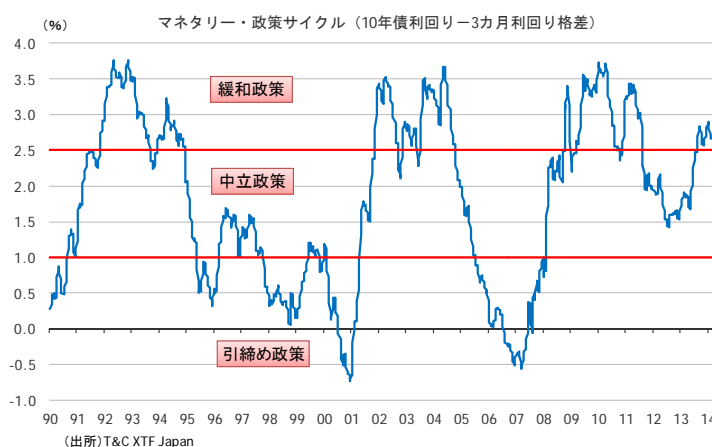
金融政策が相場に与える影響は、2009 年以降の強気相場で FRB の量的緩和策が果たした役割を考えれば一目瞭然であろう。政策が「緩和的」であるか、あるいは「引締め」的であるかはセクター判断を含む投資行動に重大な影響を与えると思われる。推論するならば「緩和政策」の下では高リスクセクター、「引締め政策」の下では低リスクセクターが選好され易いと考えられる。

政策サイクルをどのような指標によって把握すべきだろうか。ゼロ金利や量的緩和が恒常化したことにより、政策金利(FF レート誘導目標)で同サイクルをとらえることは難しい。そこで、当レ

ポートでは政策サイクルの変数として「長短金利差」を利用することにする。例えば、短期金利の上昇以上に長期金利が上昇する(＝長短金利差の拡大)ということは、目先の利上げ以上に長期の成長率が改善するという市場の見方を示しており、金利上昇は景気を抑制するのに十分でない、すなわち「政策は緩和的」との解釈が成り立つであろう。つまり、長短金利差拡大は緩和政策を、長短金利差縮小は引締め政策を示すという具合である。

現実の運用を考えると、長短金利差の拡大・縮小の転換点(ボトムとピーク)をタイムラグ無しで認識することは難しい。そこで次善の策として、長短金利差の水準を過去と比較し、歴史的な高水準にある時期を「緩和政策」、低い時期を「引締め政策」と判断する方法をとる。図表 10 は、1990 年以降の長短金利差(10 年債利回り-3 カ月債利回り)の推移をみたものだが 1.0%~2.5%のレンジを通常の水準(中立政策)とするならば、2.5%超は「緩和政策」、1.0%以下は「引締め政策」の時期であると推定できよう。なお、閾値近辺での短期変動を避けるため、ここでも運用上の定義付けを行っているので留意されたい(図表 11 の注記を参照のこと)。

図表 10



図表 11 マナリー政策サイクルとセクターパフォーマンス

	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		
	引締め	中立	緩和	引締め	中立	緩和	引締め	中立	緩和	引締め	中立	緩和
S&P500	10.5%	9.4%	6.8%	-	-	-	-	-	-			
生活必需品	14.0%	10.6%	5.7%	4.2%	1.1%	-0.9%	67%	40%	44%	Over		
一般消費財サービス	10.7%	9.9%	12.4%	0.8%	0.5%	5.5%	50%	33%	67%			Over
エネルギー	17.8%	6.1%	11.1%	7.8%	-2.9%	5.1%	50%	33%	78%	Over		
素材	12.8%	0.9%	12.8%	1.7%	-5.9%	4.5%	50%	27%	67%		Under	Over
資本財	15.3%	4.2%	11.2%	4.7%	-3.3%	4.6%	67%	20%	56%	Over	Under	
ヘルスケア	17.2%	19.0%	0.6%	7.8%	5.9%	-6.7%	50%	80%	44%	Over	Over	Under
情報技術	10.0%	21.4%	8.4%	0.4%	6.3%	0.4%	33%	67%	44%	Under	Over	
金融	10.4%	6.2%	13.0%	-0.3%	0.4%	3.9%	33%	47%	44%	Under		Over
通信サービス	9.8%	2.6%	1.0%	3.9%	-5.0%	-2.6%	50%	13%	44%		Under	Under
公益	13.4%	-2.9%	5.3%	5.3%	-7.8%	0.9%	50%	27%	56%	Over	Under	

(注)閾値近辺での動きは、(1)2週以上の連続、かつ(2)閾値を10bp超離れてレンジが変わるものと設定。

(注)黒太字は大幅アウトパフォーマンス、赤太字は大幅アンダーパフォーマンスを示す。

(注)超過リターン確率は、全期間(引締め政策が6回、中立政策が15回、緩和政策が9回)のうちS&P500をアウトパフォーマンスした比率。

(出所)T&C XTF Japan, Inc.

### 緩和局面で金融と景気敏感、引き締め局面でエネルギーとディフェンシブ

上述した政策サイクルの局面ごとに各セクターの株価パフォーマンスをみたものが図表 11 になる。なお、これまでと同様パフォーマンス尺度は、1)週次平均リターン(年率ベース)、2)各期間の超過リターン(vs.S&P500)の平均値、3)超過確率(勝率)の3つである。

最初に相場全体の動き(同図左上の S&P500 のコラム)について触れておく。引締め政策の時の年率週次リターンが 10.5%となる一方で緩和政策の時の平均リターンが 6.8%となり、一見整

合的でないように見える。これは、例えば金融緩和から金融引き締めへの転換点はここでは「緩和政策」に含まれてしまうが、そのような転換点では株価も大きく動く(例では大幅下落)ことから、「緩和政策」の平均リターンを大きく押し下げている可能性が高い。

もっともセクター毎のパフォーマンスについてみれば、上述した推論とほぼ整合的な結果になっている。例えば、引締め政策の時期には、生活必需品、ヘルスケア、公益などのディフェンシブセクターが良好な一方、金融や情報技術の弱さが目立つ。逆に、緩和政策の時期は、一般消費財サービスや素材などのシクリカルセクターが良好な一方、ヘルスケアや通信サービスなどのディフェンシブセクターが見劣りしている。

注目したいのが中立政策におけるセクター動向である。素材や資本財のシクリカルセクターのパフォーマンスが悪い一方で、ヘルスケア・情報技術といったグロースセクターが堅調となっている。経済が(政策支援を必要としない)巡航速度であるならばシクリカルよりもグロースを 선호すべきとの示唆である。なお、長短金利差=金融機関の利ざやとみれば、金融セクターのパフォーマンスも概ね整合的なものといえるだろう。同図右端コラムでは、3つの尺度をもとに各セクターのウェイト判断を示している。

### マネタリー政策サイクルを加えたスコアから情報技術をオーバー、通信サービスをアンダー

ここまで検討した5つのサイクルを元に、各々のサイクルのアウトパフォームしやすい局面を+1、アンダーパフォームしやすい局面を-1、ニュートラルは0としたうえで、各セクターの現在における総合スコアを確認したものが図表12である。冒頭で確認したように、既存の4つのサイクルは3月以降変化がないが、今回マネタリー政策サイクルを加えたため、通信サービスのマイナス幅が拡大し-2へ、一般消費財のプラス幅が拡大し+2となった。-2は通信サービスのみだが、情報技術、エネルギー、一般消費財の3つのセクターが+2で並んだことになる。

足元の長短金利差は2.52%と閾値である2.5%に近づいており、夏場に長期金利が一段と低下する可能性も十分にありうる。そうなればマネタリー政策サイクルは緩和政策⇒中立政策へと変化することになり、その場合には情報技術セクターのスコアのみが+3へと高まることになる。

以上の点を踏まえた上で、オーバーウェイトセクターを従来のエネルギーから情報技術へ変更し、アンダーウェイトセクターを従来の金融から通信サービスへと変更する。

図表12 セクターアロケーションモデル・総合スコアテーブル

	リスクスイッチ				スタイルスイッチ				複合スイッチ			総合スコア	
	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		シグナル5 マネタリー政策サイクル				
	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	引締め	中立		緩和
情報技術	0	0	1	0	1	0	-1	0	1	-1	1	0	2
生活必需品	0	0	0	1	1	0	-1	0	1	1	0	0	1
ヘルスケア	0	0	0	1	1	0	-1	0	1	1	1	-1	0
エネルギー	0	1	1	0	0	0	0	0	0	1	0	0	2
素材	0	0	0	0	0	0	0	0	1	0	-1	1	1
一般消費財	1	0	0	0	1	0	0	0	-1	0	0	1	2
資本財	1	0	1	-1	0	0	0	0	0	1	-1	0	1
金融	1	-1	0	0	-1	0	1	0	-1	-1	0	1	-1
通信サービス	-1	1	-1	1	-1	0	1	0	-1	0	-1	-1	-2
公益	-1	1	0	-1	-1	0	1	0	0	1	-1	0	0

(出所)T&C XTF Japan

(和田康志)

## ◇ 当面の為替見通し

### ドル円はこう着、日銀の追加緩和待ちへ

ドル円相場は 102 円台前半を中心とした狭いレンジ内での動きが続いている。年初には一時 105 円台まで上昇したものの、2 月に 102.0 円前後まで下落すると、その後は一時的に円安に振れる場面もみられたが、おおむね 102 円台前半を中心としたレンジ相場を形成している。

円安の流れが止まった背景としては、米長期金利の上昇が止まったこと、日銀の異次元緩和が材料として新鮮味を失ったこと、日本の貿易赤字の拡大に歯止めがかかったことなどが挙げられている。米 10 年債利回りは、昨年末に 3.0%前後まで上昇した後、今年に入ると水準を引き下げ、5 月には一時 2.4%台まで低下した。

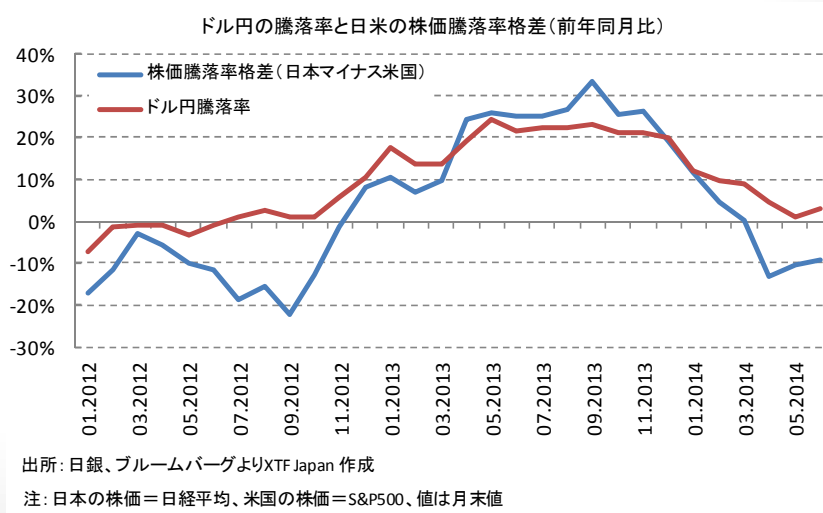
5 月の日本の貿易収支は 9089 億円の赤字だった。赤字は 23 カ月連続となったものの、前年同月比では 8.3%赤字額が減少した。赤字額の縮小は 2 カ月連続で、円安が止まっていることもあり、貿易赤字の拡大に歯止めがかかりつつある。貿易収支の改善が続いた場合には、円高要因となる可能性もあるが、輸出の伸びが鈍化しており、本格的な改善基調に戻るまでにはまだ時間がかかるとみられている。

2012 年の後半から円安と日米の株価収益率の差との連動性が強まっており、この動きは 2014 年に入ってもおおむね維持されている。日経平均株価の前年比での騰落率は、5 月末現在で 6.0%上昇なのに対し、S&P500 株価指数は 16.5%上昇となり、4 月以降、日米の株価収益率が逆転している。一方、昨年末ドル円相場は前年比で 20%ほど円安だったが、5 月末には 1.0%まで円安幅を縮小している。日銀が追加緩和に慎重になっていることも手伝って、株価が伸び悩んでいることも円安の動きを抑制しているもようだ。

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、1-3 月期の購買力平価は 1 ドル=84.83 円となった。実勢レート(期中平均)は 102.78 円だったことから購買力平価からの乖離は円安方向に 21.2%となっている。円安方向への乖離率としては 1985 年のプラザ合意以前の水準となっており、購買力平価からの乖離という観点からみると、円安には振れにくい水準まで既に円安が進んでいることを示唆している。

このように、米長期金利の上昇が止まっていること、貿易赤字の拡大に歯止めがかかりつつあること、日本の株価が伸び悩んでいること、購買力平価からの乖離が既に大幅な円安となっていることなどから円安の動きが止まっており、再び円安基調に戻るためには日銀の追加緩和による支援が必要となりそうだ。(井上秀之)

図表 13



## ◇ 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 14 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 14 目先3カ月のTAAマトリックス

	強気	弱気
アセット	債券	株式
カントリー	ユーロ圏	中国
セクター	情報技術	通信サービス

(出所) T&C XTF Japan, Inc.

アセットでは債券を強気とした。先行きの景気減速リスクに備えたものであるが、一方でインフレ率は従来よりも警戒感を持つべき局面にある。このため米国内であれば、長期債よりも短期債を中心に、米国以外であれば現状最もインフレリスクが低いとみられているユーロ圏債が選択肢になる。

米短期債に連動する ETF では、バンガード短期債 ETF(ティッカー:BSV)が同カテゴリーのETFの中では時価総額が最も大きく(144 億ドル)、経費率も 0.10%と低水準となっており検討に値する。ただし、同 ETF は満期 1~5 年の国債と社債で構成されており、上述のリスクを踏まえると、より短期の国債に限定する短期債 ETF も選択肢になりそうだ。シュワブ米短期国債 ETF(同:SCHO)は時価総額こそ 5.4 億ドルにとどまるが、経費率は 0.08%と同カテゴリー中で最も低い。一方、ユーロ圏債券市場に連動する ETF でメジャーなものはなく、パワーシェアーズ DB ドイツ債券先物 ETN(同:BUNL)などドイツ債市場に連動する ETF/ETN が 4 銘柄ほど上場しているが、流動性が限られているためあまり実用的ではない。

一方、弱気とした株式については、バンガード世界株式 ETF(ティッカー:VTI)や SPDR S&P500ETF(同:SPY)のショートポジションをとるのが最も適当であろう。いずれの ETF も経費率が 0.1%を下回り流動性も申し分ない。また、ショート型/レバレッジショート型 ETF をロングポジションで持つことも選択肢の一つであり、プロシェアーズ S&P500 ショート ETF(ティッカー:SH)などが流動性に優れているものの、経費率が 0.9%と高い点には注意が必要だろう。

カントリーではユーロ圏を強気とした。ユーロ圏株式に連動する ETF としては i シェアーズ MSCI EMU ETF(ティッカー:EZU)が最も時価総額が大きいのが、ほぼ同じ指数に連動しながらも経費率が EZU(0.50%)よりもかなり低い i シェアーズ・コア MSCI ヨーロッパ ETF(同:IEUR)(経費率 0.14%)を選択するのも手であろう。一方弱気とした中国では、i シェアーズ中国大型株 ETF(同:FXI)のショートポジションが最も扱いやすいと思われる。

最後にセクターでは、情報技術セクターを強気とし、通信セクターを弱気とした。情報技術セクターに連動する ETF の中には、SPDR 情報技術セレクトセクターETF(ティッカー:XLK)が最も流動性があるが、注意すべきは XLK の構成銘柄上位に通信サービスのベライゾン(同:VZ)と AT&T(同:T)が入っている点である。バンガード情報技術 ETF(同:VGT)は通信サービス企業が構成銘柄に含まれておらず、経費率も 0.14%と低いことから最も適した ETF といえるだろう。

弱気とした通信サービスセクターに連動する ETF としては、流動性と経費率の観点からバンガード通信サービス ETF (同:VOX) を選択するのが適当であろう。(和田康志)

図表 15 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>			
バンガード短期債ETF	BSV	0.10	14,433
シュワブ米短期国債ETF	SCHO	0.08	543
iシェアーズコアMSCIヨーロッパETF	IEUR	0.14	50
バンガード情報技術ETF	VGT	0.14	5,402
<b>ショートポジション</b>			
バンガード世界株式ETF	VTI	0.05	44,223
SPDR S&P500 ETF	SPY	0.09	166,592
iシェアーズ中国大型株ETF	FXI	0.74	4,646
バンガード通信サービスETF	VOX	0.14	706

(注)時価総額、経費率はともに6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 ポートフォリオの運用実績

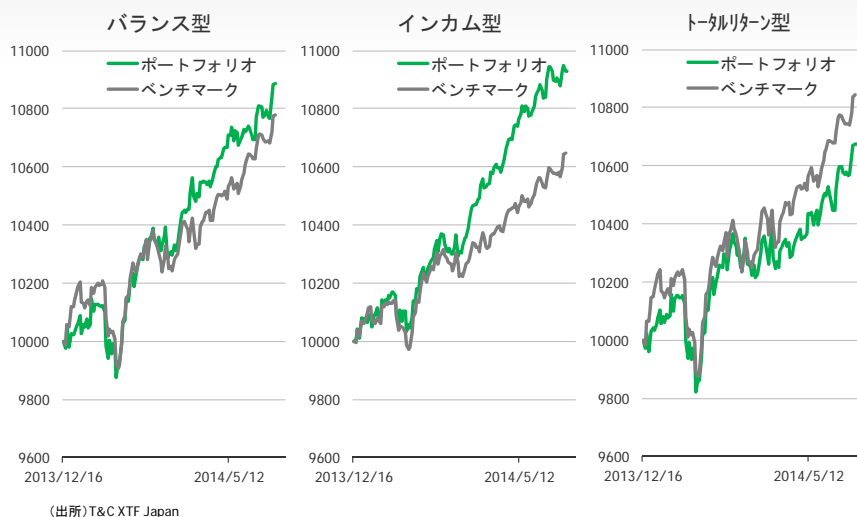
過去 3 回にわたり、異なるリスク許容度の投資家に対応した 3 種類のグローバル ETF ポートフォリオ(バランス型、インカム型、トータルリターン型)について紹介した。弊社では、この 3 種類の ETF ポートフォリオの運用を昨年より開始している。本号では、これら 3 つのポートフォリオの運用実績について確認し、パフォーマンスを左右した要因について分析する。

### インカム型とバランス型はベンチマークを上回って推移

3 つのポートフォリオの設定以来の値動きを、対応するベンチマークとともに示したものが図表 16 である。インカム型とバランス型ポートフォリオにおいてはベンチマークを上回る推移となっている一方、トータルリターン型ポートフォリオは若干ベンチマークを下回って推移している。3 つのポートフォリオの過去シミュレーションにおいては、下げ相場での安定傾向とともに上げ相場での出遅れ傾向がみられたことから、昨年末以来の上昇相場において 2 つのポートフォリオがベンチマークを上回っていることは良い意味でのサプライズである。

次にリスク値についてみると、3 つのポートフォリオがいずれもベンチマークを小幅上回っており、良好なパフォーマンスの一部は追加のリスクをとった結果という解釈も可能であろう。いずれにしても、リスク考慮後のリターン(シャープレシオ)はバランス型、インカム型でベンチマークを大きく上回っており、トータルリターン型では若干下回っている。(図表 17)

図表 16



図表 17

	設定来				2014			
	リターン	年率	リスク	シャープ	リターン	年率	リスク	シャープ
			年率	レシオ*			年率	レシオ*
<b>バランス型</b>	8.4%	20.0%	5.5%	3.58	7.5%	17.6%	5.5%	3.14
ベンチマーク	7.2%	17.0%	4.9%	3.45	5.1%	11.8%	4.9%	2.37
<b>インカム型</b>	9.3%	22.3%	4.0%	5.51	8.3%	19.8%	4.1%	4.82
ベンチマーク	6.0%	14.0%	3.4%	4.03	4.7%	11.0%	3.4%	3.14
<b>トータルリターン型</b>	6.4%	14.9%	6.2%	2.36	5.3%	12.3%	6.3%	1.91
ベンチマーク	7.8%	18.5%	5.7%	3.20	5.3%	12.2%	5.8%	2.09
参考)								
S&P500TR指数	10.7%	25.7%	10.8%	2.35	6.9%	16.2%	11.0%	1.46
MSCIコクサイ指数	10.6%	25.5%	9.3%	2.72	6.4%	15.1%	9.4%	1.59
JPMグローバル債券指数	3.5%	8.0%	3.3%	2.39	4.0%	9.2%	3.3%	2.73

(注) シャープレシオを計算する際の無リスク金利はドル短期資金の利回り。

(出所) T&C XTF Japan

### REIT やグローバル配当株の好調がパフォーマンスに貢献

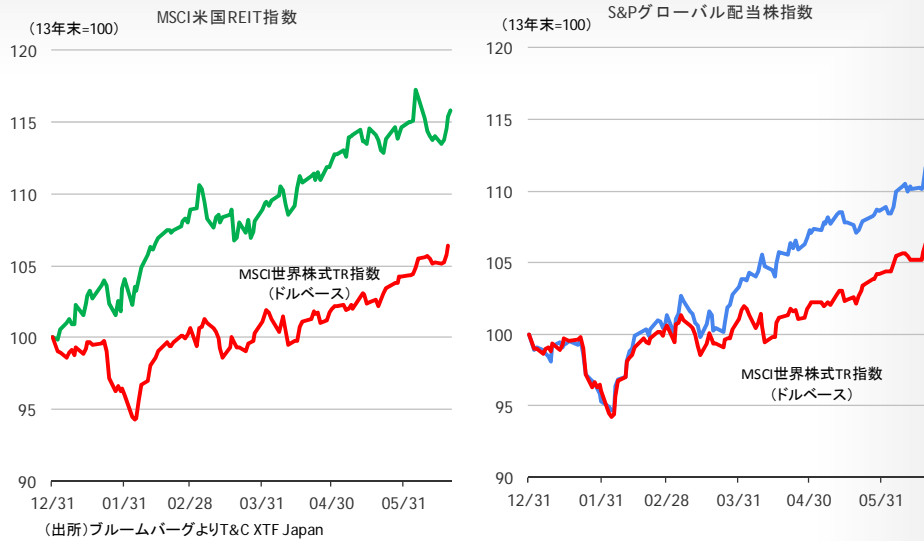
3つのポートフォリオの年初来のリターンについて要因分析すると、大きく二つの要因がパフォーマンスを押し上げていることがわかる。第一が米 REIT 市場の堅調さである。MSCI 米国 REIT 指数は年初来の上昇率が 16.8%となり、MSCI 全世界株式 TR 指数の同 4.4%を大きく上回った。米長期金利の低下や米不動産市場の改善を背景に投資家の REIT 株選好が強まったことが背景とみられる。

第二に、グローバル配当株指数の上昇である。世界的な低金利傾向の強まりと(高配当株が比較的多い)欧州市場の堅調さなどを背景に、配当利回りに魅力のあるグローバル優良株が投資家の人気を集めたようだ。いずれのポートフォリオでも、これらのアセットクラスに比較的高い比率を振り向けていることが好調な結果に結びついた。この他では、米社債市場の堅調もポートフォリオのリターン押し上げに貢献したといえる。

一方、足を引っ張ったのが米小型株である。米小型株は年初こそ高値を維持していたものの、3月上旬をピークに売り圧力に押され年初来の上昇率は 2%程度にとどまり、特にトータルリターン型ポートフォリオのパフォーマンスを押し下げる結果となった。



図表 18



### 設定以来リバランス実施の機会はない

これらのポートフォリオは全て、設定時の構成ウェイトから 15%かい離したタイミングでリバランスを行うよう決めてある。しかし設定以来、これまでにリバランスを行う機会はなくポートフォリオの売買回転率は 0%である。これは、昨年末以降、アセットクラス間のパフォーマンス格差が限定的な中で相場が推移していることを意味している。唯一、今年 2 月に新興市場の急落がみられた時に、保有する新興市場株式 ETF のウェイトがリバランス基準の近くまで低下したが、結局基準を下回るには至らなかった。その後の新興市場株式の急回復をみると、当時リバランスを実施していたならば、ポートフォリオのパフォーマンスはさらに改善していたであろう。

リバランス基準をより厳しく(例えば 10%のかい離で実施)すれば、上記のようなチャンスを捉えられる一方で、相場のボラティリティが高まるような局面においては「オーバートレーディング」となり売買コストがかさむ(=NAV の悪化)要因となる。相場環境等を踏まえながら、リバランス基準については今後も考察を重ねる必要があると。

(和田康志)

## 2. ETF 活用のヒント

### ◇ ミドルターム、ミドルリスク、ミドルリターン

**ETF 投資は、バイアンドホールド（長期投資）でもトレーディング（短期投資）でもなく、キャッシュアウトに備えた“中期”投資に最も適した投資手法である。**

#### ETF 投資はアクティブ投資よりもリスクを抑え、パッシブ投資よりもリターンを高める

ここまで5回にわたってETFポートフォリオ運用(以下ETF投資)の利点や意義について解説したが、ここでその内容を手短かにまとめよう。ETF投資とは1)資産クラスを選択と2)機動的なリバランスにより、アクティブ投資よりもリスクを抑えながら(2013年冬号)、パッシブ投資よりも高いリターンが得られる(2013年秋号)投資手法である。また、ETF投資は銘柄間・市場間の価格連動性が高い投資環境で効果を発揮し易く(2013年夏号)、運用コストの効率化という観点からも積極的な利用が望まれる(2014年春号)といえる。さらに、ETF投資を最も活用すべき投資家層は、限られたリソースの下である程度の運用規模をもつ富裕層個人投資家や小規模運用機関等と考えられる。これらの投資家を指して「ミドルマーケット」<sup>1</sup>という言葉もあるが、ETF投資の本質は、まさに“中くらい(=ミドル)”という言葉に集約できる。

#### キャッシュアウトを視野に入れる“中期”投資

もちろん、ETFはどのような使い方をしてもよい万能ツールであり、ある特定の使い方限定すべきでもない。例えば、低コストを理由にバイアンドホールド(長期投資)でETFを活用しても良いし、流動性の高さを利用してETFをトレーディング(短期投資)しても良いだろう。しかし、低コストでいつでも取引できて、流動性もありボラティリティ(リスク)が限られているというETFの利点を全て享受できるのは、長期投資でも短期投資でもなく「中期」投資であると考えられる。

中期投資についての一般的な定義は存在しないが、常識的には投資ホライズンが1年～5年程度のものを指し、より本質的には「キャッシュアウトフローを視野に入れた投資」と定義することができる。これとは逆に、長期投資を「キャッシュインフローが期待できる投資」と定義してみれば、中期投資と長期投資は本質的に全く別物の投資ということも可能だろう。例えば、若年層個人投資家や従業員年齢の若い年金基金は長期投資家であり、退職期の個人投資家、従業員年齢が高齢な年金基金などは中期投資家である。

キャッシュアウトに備える中期投資家が重視すべきポイントは、第一に運用ボラティリティを抑えること、第二に流動性の高い金融商品を選ぶこと、第三に低コストの金融商品を選ぶことであろう。ETF投資という投資手法も、ETFという金融商品もまさにこれらのポイントを満たすものであり、中期投資家がETFを活用することは実に理にかなっているといえる。

<sup>1</sup> 一般的に個人投資家を指してミドルマーケットという場合、投資可能な純資産額(net worth)が100,000～1,000,000ドルの顧客層をさすが、ここでは、これよりもやや上の層(middle affluent)と小規模運用機関(AUM\$1MM～50MM)をまとめてミドルマーケットと呼ぶことにする。

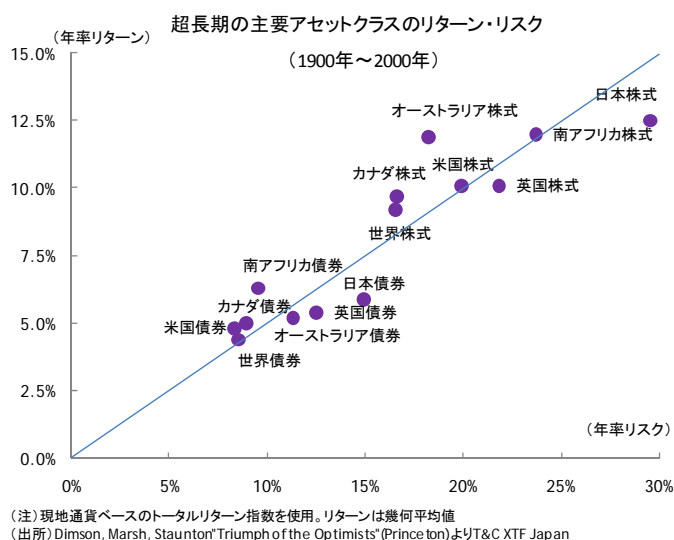
## リスクに見合うリターンとは

キャッシュアウトに備える中期投資家の目的は、何よりもまず「ボラティリティ(リスク)の抑制」であり、その次が「リスクに見合ったリターンの獲得」である。そこで、以下では「リスクに見合ったリターン」の目安について考えてみることにしたい。

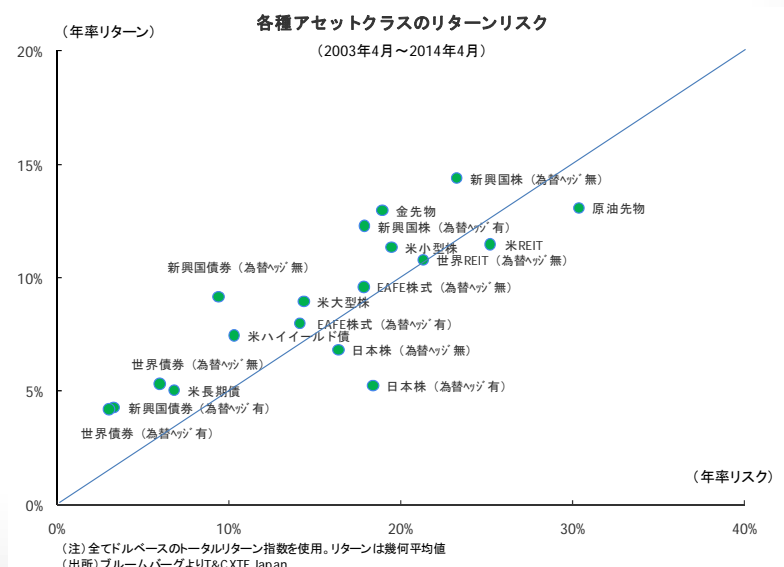
図表 1、2 は様々なアセットクラスのリターン値とリスク値についてまとめたものであり、縦軸がリターン、横軸がリスク(標準偏差)を示している。図表 1 は 20 世紀の 100 年間における主要国の株式と債券の、図表 2 は 2003 年 3 月(米 IT バブル後の相場の底)を起点とした過去 10 年の期間における様々なアセットクラスのリターンとリスクをみたものである。

10 年~100 年という長期で見れば、いわゆる「ハイリスクハイリターン」の関係は実に明確であり、リスクとリターンの関係はほぼ 2:1 の比率(図上の対角線)を保っていることがわかる。つまり、リスク当たりのリターン(リターン÷標準偏差)は全てのアセットクラスにおいて長期的には 0.5 前後に収斂する。具体的な数値で示すと、10%のリスクをとれば 5%のリターン(債券投資のイメージ)が期待でき、20%のリスクをとれば 10%のリターン(株式投資のイメージ)が期待できる。ETF 投資、すなわち各種アセットクラスのポートフォリオは、15%程度のリスクの下で 7.5%程度(あるいはそれ以上)のリターンの実現を目指す「ミドルリスク・ミドルリターン」投資ということになる。

図表 1



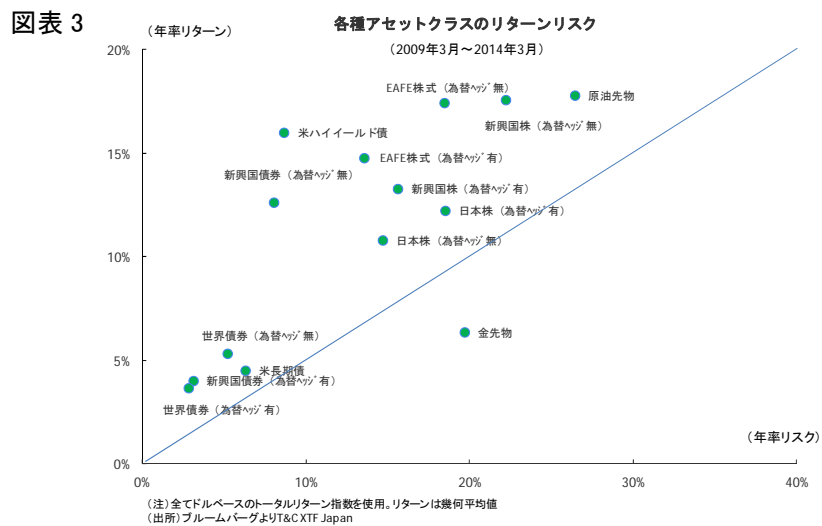
図表 2



## 短中期ではリスク・リターンにかい離が生じる～今後のアロケーションの目安に

ただし、上述したリスクとリターンの関係は、あくまで 10 年以上の「長期」で成立する関係であり、短期や中期においては必ずしも当てはまらない場合がある。そしてそのことが、先行きの中期投資を考える際のヒントを提供してくれる。

図表 3 は、図表 2 と同じデータで過去 5 年間（金融危機後の相場の底である 2009 年 3 月を起点）の資産クラスのリターンとリスクについてみたものである。過去 5 年間で見れば、多くの資産クラスにおいて、本来期待できる以上のリターンを獲得したことが分かる。その分、今後 5 年間という中期を視野に入れた場合には、取ったリスクから期待されるよりも少ないリターンしか得られない可能性も十分にあるだろう。また、今後を見据えた場合、対角線から大きくかい離している資産クラス（例えばヘッジ無しの新興国債券や米ハイイールド債）をやや小さめのウェイトで持ち、対角線に近い/下回る資産クラス（例えば金先物や日本株）をやや大きめのウェイトで持つという形で資産アロケーションを調整するののも一つの手であろう。



(和田康志)