

ETF Investing

Vol.7 - 2014 Fall

T&C XTF Japan 2014年9月29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

- ◇ 米国で広がる「ETF ポートフォリオ運用」

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

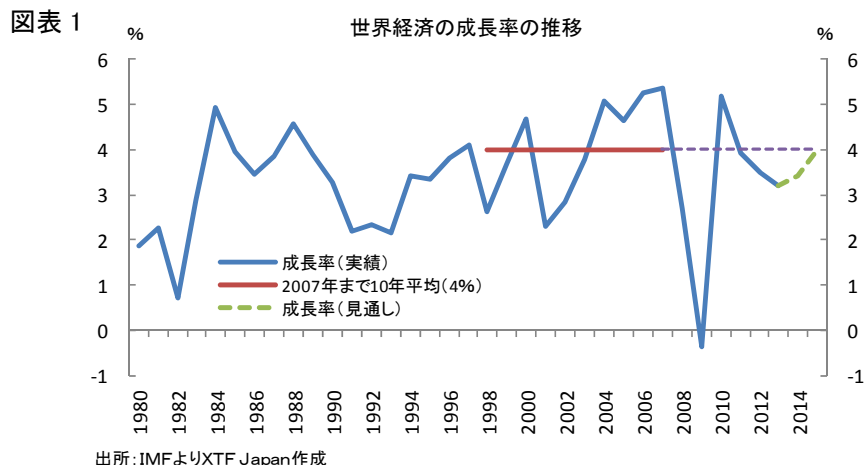
◇ 当面のアセットアロケーション

オーバーウェイト: 債券

アンダーウェイト: コモディティ

世界経済の成長見通しは下方修正を継続

国際通貨基金(IMF)は7月24日、「世界経済見通し(WEO)」(改訂版)を公表し、2014年の世界経済の成長率を3.4%とし、前回4月の見通しから0.3%ポイント引き下げた。4月にも0.1%ポイント引き下げられており、世界経済は年初に期待された成長からの下方修正を継続している。2015年については4.0%と4月の見通しが据え置かれたが、2010年以降で翌年の成長見通しが達成されたことはない。例えば、2011年6月時点での2012年の成長見通しは4.5%だったが実際は3.5%、2012年7月時点での2013年の成長見通しは3.9%だったが実際は3.2%であった。昨年7月時点の2014年の成長見通しは3.8%だったが達成は難しくなっている。2007年までの10年間の平均成長率が4.0%となっており、翌年の見通しはおおむね金融危機以前の平均的な成長への回帰が見込まれているもようで、来年についてはまだ参考程度にとどめておくべきだろう。一方、世界経済の成長率は2010年の5.2%から2013年の3.2%まで3年連続で低下してきたが、2014年は4年ぶりに前年水準を上回る可能性がある。世界経済の成長鈍化に歯止めがかかる可能性があることは来年以降を見据える上で、明るい材料のひとつと言えそうだ。今後は世界経済の長期的な成長目安として4%近辺が適切なのかどうかを考える必要がありそうで、方向性として4%成長を目指すのか、それとも長期的な成長目安は3%台前半へと低下しており、このスピードが巡航速度なのかどうかを見極めることが肝要となろう。



世界経済の成長見通しが下方修正されていることを踏まえると、アセットアロケーションはリスク資産から安全資産へシフトすることが推奨される。景気の減速は新興国でより大きくなることが予想されていること、またインフレリスクも低下していることから、リスク資産のなかでもコモディティへの投資には最も警戒が必要となりそうで、アンダーウェイトが推奨される。一方、安全資産としては債券の投資ウェイトの引き上げが推奨されるが、逃避先としては追加的な金融緩和が期待されるユーロ圏もしくはインフレ懸念の小さい日本の国債あたりが選択肢となりそうだ。

株式市場はやや伸び悩み、さえない景気が上値を抑制

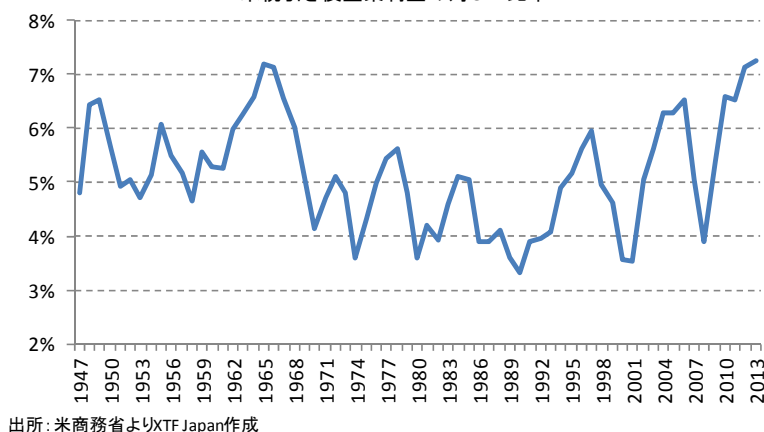
世界の株式市場は総じて伸び悩みとなっている。23の先進国・地域と21の新興国・地域の計44カ国で構成されているMSCIオール・カンントリー・ワールド・インデックス(ACWI)の年初来の騰落率は、9月15日現在で4.0%上昇とプラス圏を維持しているものの、7月以降の騰落率は0.8%下落と足もとではやや軟調となった。23の先進国・地域で構成されるMSCIワールド・インデックスの年初来騰落率は3.9%上昇となったが、7月以降では1.0%下落した。21の新興国・地域で構成されるMSCIエマージング・マーケット・インデックスは、年初来の騰落率が5.2%上昇と先進国をアウトパフォームしたものの、7月以降は0.5%上昇と小幅な伸びにとどまっている。

7-9月期の世界の株式市場は、総じて堅調だった4-6月期からやや伸び悩みとなっており、世界経済の成長見通しが引き続き下方修正されていることを踏まえると、当面は上値の重い展開が想定される。主要な株価指数をみると、米S&P500の年初来騰落率は9月15日現在で7.1%上昇、日経平均は同2.1%下落、独DAXは同1.1%上昇、英FTSE100は同0.8%上昇、香港ハンセン指数は同4.5%上昇などとなっている。

米株式市場ではおおむね堅調な雇用情勢を背景に断続的な高値更新が続いているが、株価が割高になっているのではないかと懸念する声も少なくない。そうした指摘の一つに米企業収益率の対GDP比率が歴史的な水準へ上昇していることが挙げられている。2013年の米企業の税引き後利益の対GDP比率は7.24%となり、第2次世界大戦後の最高値を更新した。米企業は金融危機後の景気回復局面において、雇用の拡大には消極的な一方で着実に収益を積み重ねてきた様子が見え始める。しかし、こうした動きも限界に達してきたもようで、2014年に入り同比率が低下している一方で、雇用の拡大が続いている。景気の拡大スピードは2%程度と鈍いなか、平均的に毎月20万人以上の雇用が拡大していることから、企業利益が圧迫されているとの見方もある。雇用の拡大は景気に対してはポジティブであるが、人件費の上昇が見込まれることから、企業利益にとっては必ずしもプラスにはならない。高水準の企業利益の維持が困難となった場合には、株価も歩調を合わせて調整されるのではないかと危惧されている。

図表 2

米税引き後企業利益の対GDP比率



ECBが量的緩和を決定、米利上げ開始は来年半ば以降となる見通し

欧州中央銀行(ECB)は9月4日の理事会で、主要政策金利であるリファイナンス金利を0.1%ポイント引き下げ、過去最低水準となる0.05%へと変更した。また、10月から資産担保証券(ABS)とカバードボンドを購入することもあわせて決定した。8月のユーロ圏消費者物価指数(CPI)は前年同月比0.4%上昇とECBが「危険水域」とする1.0%を11カ月連続で下回った。目標とする2.0%から大きく下振れた状況が続いていることから、さらに追加的な債券購入に動く

の見方も少なくない。ドラギ ECB 総裁は 9 月 12 日、ABS の購入について、「大規模になることは間違いない」と指摘。また、物価安定に向けて追加的な措置の用意があるとしてもおり、国債の購入を含む本格的な量的緩和への移行も視野に入っているもようだ。

9 月 19 日現在、ドイツ 10 年債利回りは 0.9%台後半と 1%を割り込む水準で推移しているほか、イタリア 10 年債利回りが 2.3%台後半、スペイン 10 年債利回りが 2.2%近辺といずれも米 10 年債利回りを下回る水準となっている。低インフレ・低成長下で追加的な緩和措置への準備もあることから、ユーロ圏諸国の国債利回りは当面の間低水準で推移することが見込まれる。

9 月 16・17 日に開かれた米連邦公開市場委員会 (FOMC) では、量的緩和 (QE3) 終了後も「相当な期間」ゼロ金利政策が維持されるとのスタンスが改めて確認された。会合前には、おおむね堅調な米雇用情勢を受けて、ガイダンスの変更があるのではないか、との見方も広がっていたが、利上げ時期に関するヒントは与えられず、従来通り、利上げ開始は早くとも来年半ば以降との見通しに変更の必要はなさそうだ。ただし、政策見通しにおいて 2015 年末と 2016 年末の金利見通しの水準が引き上げられたことから、利上げ開始後のスピードは従来の見通しよりも速まった。

8 月下旬には 2.3%台半ばまで低下していた米 10 年債利回りは 9 月中旬には一時 2.6%台へと上昇、年初から 0.3%台を中心に推移していた米 2 年債利回りも 6 月以降にやや強含みとなり、9 月以降は 0.5%台で推移している。利上げ時期についてはまだ不透明ながらも、米金利は利上げに備えて緩やかに上昇することが見込まれる。

商品市場は軟調に転じる、ドル高が圧迫

商品市場はドル高が嫌気されて軟調となっている。米量的緩和の終了後、次のステップとして米利上げが意識されているなかで、ECB が一段と緩和的な金融政策を決定したことから、ドルが対ユーロを中心に強含み、ドル建ての国際商品価格は軒並み安となった。

金価格 (ロンドン値決め、午後) の年初来の騰落率は、9 月 19 日現在で 1.3%上昇となっている。ウクライナ情勢など地政学的リスクの高まりから、7 月 10 日には 1340 ドル台まで上昇し、年初来の騰落率は 11.3%に達したが、その後は軟調に転じた。原油価格 (WTI 期近) はイラクでの混乱を背景に 6 月には一時 107 ドル台まで上昇したものの、その後は米国がイラクとシリアに跨る地域を実効支配しているイスラム教スンニ派の過激組織「イスラム国」への空爆を開始したことから、イラク周辺での地政学的リスクへの懸念が緩和し、9 月 16 日現在は 94 ドル台まで弱含んでいる。

国際商品価格の主要指標の一つであるロイター・ジェフリーズ CRB 指数の年初来の騰落率は、9 月 19 日現在で 0.3%下落となった。6 月まではおおむね堅調に推移していたが、7 月以降の騰落率は 9.4%下落と大きく値を崩している。また、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 8 月、前月比 3.2%低下し、昨年 12 月と比べ 4.8%低下した。この指数は貴金属や加工品が含まれず、原材料価格の動きがより反映されている。世界経済の成長見通しが鈍化しているなかで、ドル安に転じる材料も見つけづらいことから、当面の国際商品価格は弱含みでの推移が見込まれる。

米住宅市場は精彩を欠く展開、価格の伸びは鈍化傾向を継続か

米住宅市場は異例の寒波による年初の落ち込みから持ち直したものの、反動増が一巡したことから足もとではやや精彩を欠く展開となっている。賃貸価格の上昇が住宅購入を後押ししているものの、金融機関が比較的厳しい融資態度を維持していることもあり、住宅市場の拡大スピードは緩やかなものにとどまっている。

7月の米新築住宅販売件数は前月比2.4%減少と6月の同7.0%減少に続き2カ月連続で減少した。新築住宅販売件数は、単月での振れはあるものの、過去12カ月間の平均値で見ると昨年10月以降はおおむね横ばいでの推移が続いている。7月の新築住宅販売価格は前年同月比2.9%上昇とプラスを維持しているものの、伸び率は鈍化傾向にある。8月の米住宅着工件数は前月比14.4%減少と大きく落ち込んだ。8月は7月の同22.9%増加からの反動減とみられており、前年同月比では8.0%増加と基調的な拡大は維持している。ただし、8月の住宅着工許可件数も大きく減少しており先行きに対する不透明感は否めない。8月の米中古住宅販売件数は前月比1.8%減少、前年同月比5.3%減少となり、前年を下回る水準で推移している。8月の中古住宅販売の平均価格(中央値)は前年同月比4.8%上昇とプラスを維持しているものの、価格の伸びは頭打ちとなっている。6月のケース・シラー住宅価格指数(20都市)は前年同月比8.1%上昇したが、昨年11月の同13.7%上昇を直近のピークに伸び率は鈍化している。6月は前月比0.2%低下と5月の同0.3%低下に続き2カ月連続で低下となった。

ダウジョーンズ REIT 指数の年初来の騰落率は9月19日現在で11.5%上昇とプラスを維持しているものの、7月以降の騰落率は1.7%下落となっており、足もとでは小幅ながらも軟調に転じている。米住宅ローン金利は年初から緩やかな低下基調を維持してきたが、9月に入りやや上昇に転じている。冴えない住宅販売も手伝って、米住宅価格の前年比での伸び率は低下傾向が続くと予想される。(井上秀之)

◇ 当面のカントリーアロケーション

オーバーウェイト: 日本

アンダーウェイト: ブラジル

日本は景気対策に期待、ブラジルは景気後退局面入りで要注意

世界経済の成長鈍化が継続中であることから、カントリーアロケーションはリスクの高い新興国を避け、より安全とみなされている先進国への資金シフトが基本戦略となる。その上で、新興国・先進国という2つの枠組みのなかで、より有利と考えられる選択肢を検討する。ここでは、成長見通しの下方修正や上方修正といった方向性の変化をてがかりとしつつも、金融政策や政治的なイベントなどの各国に固有のリスク要因を加味して資産の配分を検討する。

まず、先進国をみると、7月のIMFの経済見通しでは、2014年がやや大幅な下方修正となった一方で、2015年は小幅に上方修正された。全体としては中立が妥当であろう。国別ではドイツ、スペイン、英国、日本が上方修正された一方で、米国、フランス、イタリアが下方修正となった。ただし、9月15日に公表されたOECDの経済見通しでは、日本の成長率予想は2014年が1.2%から0.9%へ、2015年は1.3%から1.1%へと5月時点の予想からそれぞれ引き下げられており、日本の景気見通しは明るくない。ユーロ圏についても2014年が1.2%から0.8%、2015年が1.7%から1.1%へと引き下げられたほか、米国についても2014年が2.6%から2.1%へ、2015年が3.5%から3.1%へとそれぞれ引き下げられている。先進国は全般的に成長見通しが鈍化しているが、ユーロ圏については追加的な金融緩和が、日本については財政支援が期待されている。一方、英国と米国については来年の利上げ開始を見据えて当面の投資スタンスは慎重にならざるを得ないだろう。以上から、先進国での投資対象は、ドイツ、スペイン、日本が相対的に無難な選択肢となりそうだ。

新興国は 2014 年、2015 年ともに見通しが下方修正されている。国別ではインドが据え置かれたものの、中国、ブラジル、ロシアなどが軒並み下方修正されており、この 3 カ国への投資比率は引き下げるのが妥当であろう。中でも、景気後退局面入りしたブラジルは大統領選後の見通しが不透明なこともあり、要注意となる。

図表 3 主要国・地域の成長見通し 単位：%

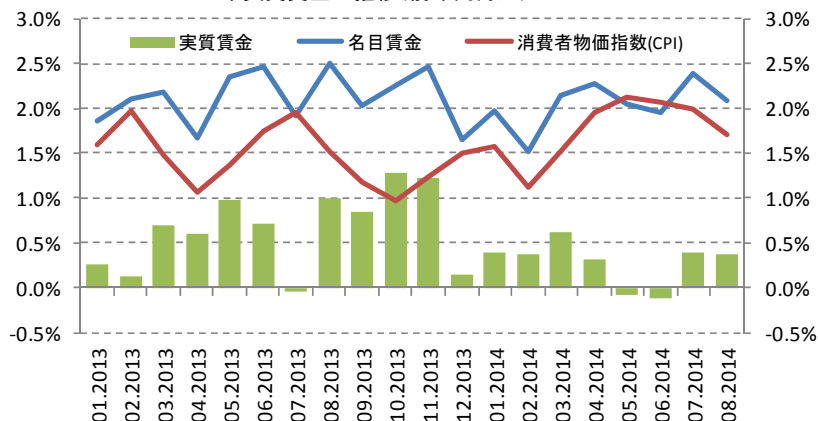
	7月見通し		4月見通し		4月からの修正	
	2014	2015	2014	2015	2014	2015
先進国	1.8	2.4	2.2	2.3	-0.4	0.1
米国	1.7	3.0	2.8	2.9	-1.1	0.1
ユーロ圏	1.1	1.5	1.1	1.4	0.0	0.1
ドイツ	1.9	1.7	1.7	1.6	0.2	0.1
フランス	0.7	1.4	1.0	1.5	-0.3	-0.1
イタリア	0.3	1.1	0.6	1.1	-0.3	0.0
スペイン	1.2	1.6	0.9	1.0	0.3	0.6
英国	3.2	2.7	2.8	2.5	0.4	0.2
日本	1.6	1.1	1.4	1.0	0.3	0.1
新興国	4.6	5.2	4.8	5.3	-0.2	-0.1
中国	7.4	7.1	7.6	7.3	-0.2	-0.2
インド	5.4	6.4	5.4	6.4	0.0	0.0
ブラジル	1.3	2.0	1.9	2.6	-0.6	-0.6
ロシア	0.2	1.0	1.3	2.3	-1.1	-1.3
ASEAN	4.6	5.6	5.0	5.4	-0.4	0.2

出所：IMFよりXTF Japan作成

米国はドル高によるインフレ抑制が景気の下支えに

米経済は力強さを欠く展開が続いているが、インフレ率の低下により実質賃金が持ち直していることは明らかな材料となりそうだ。2013 年の米実質賃金はインフレ率が低水準にとどまっていたことから、比較的堅調な伸びとなり、株高による資産効果とともに米個人消費の下支えとなっていた可能性がある。2014 年に入ると、名目賃金が伸び悩むなか、インフレ率が水準を引き上げたことから、5 月と 6 月は 2 カ月連続で賃金の伸びが実質マイナスへと転じ、個人消費の先行きが懸念される状況となっていたが、その後ドル高による財価格の低下を背景にインフレ率が低下し、実質賃金は再びプラス圏へと浮上している。

図表 4 米実質賃金の推移(前年同月比)



出所：米労働省よりXTF Japan作成 注：実質賃金は名目賃金マイナスCPI

超緩和的な金融政策が維持されているにもかかわらず、2014 年の米成長率は 2.0%程度となる見通しで成長は低水準にとどまっている。FRB は低成長の要因として労働市場の緩みが賃

金の上昇を抑制しており、賃金の伸び悩みが消費を抑制しているとして、緩和的な金融政策の維持を正当化している。しかし、金融緩和によりインフレ率が賃金の伸びを上回り、実質賃金がマイナスに転じてしまえば、金融緩和はむしろ逆効果となりかねない。足もとでは名目賃金の伸び率が明確に下振れている様子はいかかえず、インフレ率低下による実質賃金の上昇は個人消費の下振れリスクを低下させるだろう。8月の米消費者物価指数(CPI)は前月比0.2%減少となり、昨年4月以来、約1年半ぶりにマイナスとなった。

ユーロ圏はロシアとの関係悪化でドイツ経済の失速を警戒

4-6月期のユーロ圏の実質国内総生産(GDP)は前期比横ばいとなり、1-3月期の同0.2%増加から減速した。ユーロ圏経済は昨年4-6月期に7四半期ぶりに景気後退から脱し、今年1-3月期まで4四半期連続でプラス成長を維持、低迷からようやく立ち直りつつあったが、ゼロ成長となったことで先行きに対する懸念が再浮上している。

最大の懸念材料はけん引役であるドイツ経済の失速で、4-6月期のドイツ実質GDPは前期比0.2%減少と2013年1-3月期以来のマイナス成長となった。ウクライナ問題が重しとなって景況感が悪化しており、ドイツ欧州経済センター(ZEW)が公表した8月の景気期待指数が前月から大きく低下している。低下は8カ月連続で水準は2012年12月以来の低水準となった。

また、4-6月期のイタリア実質GDPは前期比0.2%減少し、2四半期連続でマイナス成長となったことから、2008年以降で3度目の景気後退入りとなっている。一方、域内ではスペイン経済が好調で4-6月期のGDPは前期比0.6%増加と1-3月期の同0.4%増加から成長を加速した。スペインでは雇用削減で失業率が高止まりしているが、労働コストの削減で輸出競争力が回復したことが成長を押し上げている。

ユーロ圏経済は緊縮財政の緩和やユーロ安が下支えとなり、景気後退入りは回避されるとの見方が有力ではあるものの、ウクライナ問題を背景にロシア経済と関係の深いドイツ経済が軟調となっており、景気後退は回避されるとしても急速な回復は難しいとみられている。

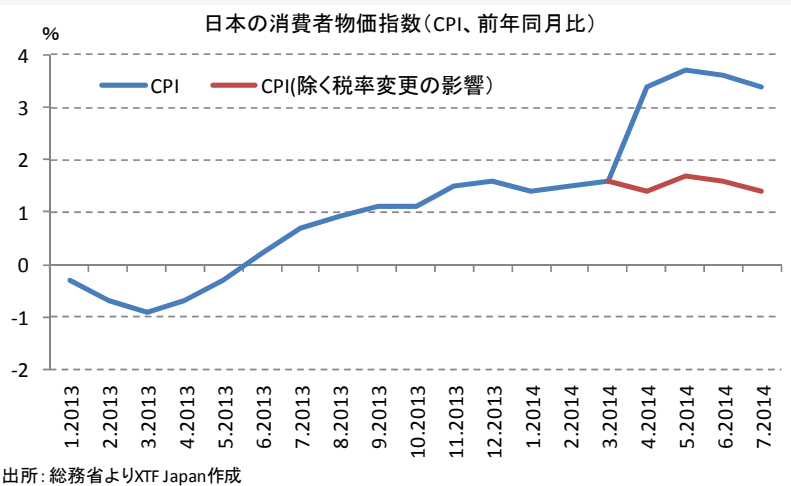
厳しさを増す日本経済、増税に備えて政策面でのサポートへ

日本経済は消費税率引き上げ後の反動減が予想以上の厳しさとなり、政府・日銀の目標を大きく下回る低成長・低インフレとなるリスクが高まっている。4-6月期の実質国内総生産(GDP)は前期比年率7.1%減少と1-3月期の同6.0%増加から急減した。駆け込み需要を上回る反動減となっており、水準は昨年の10-12月期を下回ったほか、前年同期も若干下回っており、過去1年でみるとほぼゼロ成長となっている。また、7月の消費者物価指数(CPI)は前年同月比3.4%上昇となり、6月の同3.6%上昇から0.2%ポイント低下した。消費税率引き上げの影響を除くと、CPIの上昇率は昨年11月以降、1%台半ばでほぼ横ばいとなっており、インフレ率は頭打ちの状況が続いている。

日本経済研究センターが9月5日に公表したESPフォーキャスト(エコノミストによる予測の集計)によると、2014年度の成長率は実質0.48%、名目2.37%となり、政府見通しの実質1.4%、名目3.3%から大きくかい離している。また、消費税率引き上げの影響を除く消費者物価の上昇率は2014年度が1.17%、2015年度が1.16%となっており、日銀が目標とする2%とも距離がある。

低成長・低インフレのリスクが高まるなかで、来年10月には消費税率の引き上げを控えており、政治的に景気の減速は受け入れ難い。政府は消費税率引き上げの判断を年末までには下す予定だが、足もとの経済状況を踏まえると、政府・日銀による財政・金融面での支援の必要性が高まっており、政策的なサポートへの期待が膨らんでいる。

図表 5



ブラジル経済は大統領選後も先行きは不透明

新興国ではブラジルの経済不振が一段と深刻化している。4-6 月期のブラジル国内総生産 (GDP) は前期比 0.6% 減少となり、1-3 月期の同 0.2% 減少に続き 2 四半期連続でマイナス成長となったことから景気は後退局面に入った。10 月の大統領選挙では、政権交代による経済改革への期待が高まってはいるものの、現職のルセフ大統領と対立候補のシルバ氏の支持率は 9 月に入っても拮抗しており、最後まで予断を許さない状況となっている。仮に「改革派」として支持を集めているシルバ候補が当選したとしても、環境保護の活動家としてのイメージが強い同候補による経済政策の運営手腕は未知数とされている。また、シルバ候補はもとも現与党の労働党出身であり、ルラ前政権下では環境相を務めていた。現在所属している社会党内での支持は盤石とは言い切れず、政治的にかなり不安定な政権となりそうだと指摘もある。経済に目を向けると、マイナス成長にも関わらず、インフレ率は 6.5% と政府目標の上限に達しており、景気の落ち込みによる税収減で財政も悪化、経常赤字も拡大している。格付け会社のムーディーズは 9 月 9 日、現在投資適格級としては下から 2 番目にあるブラジル国債の格付け見通しを「安定的」から「ネガティブ」に変更した。次期政権が財政引き締めには動かない場合には格付けを引き下げる可能性があるとしており、格下げは不可避との見方が広まっている。S&P は今年 3 月の時点でブラジル国債を投資適格級としては最低レベルにまで引き下げている。

他の新興国では中国経済の失速懸念が強まっている。4-6 月期の GDP が前年同期比 7.5% 増加となり、1-3 月期の同 7.4% 増加から小幅ながらも持ち直したことで景気減速に歯止めがかかったとの見方が強まっていたが、8 月の鉱工業生産指数が前年同月比 6.9% 増加と 6 年ぶりの低水準となったほか、8 月の発電量も前年同月比 2.2% 減少と 4 年ぶりの減少となったことから再び減速懸念が台頭している。1-8 月期の不動産販売額は前年同期比 8.9% 減少、住宅販売価格は 8 月まで 4 カ月連続で下落しており、住宅バブルの崩壊を危惧する声も強まっている。このほか、ロシアではウクライナ問題は沈静化しつつあるものの、欧米主導の対ロ制裁が強化されており、景気の停滞はさらに深刻化する公算が大きくなっている。(井上秀之)

◇ 当面のセクターアロケーション

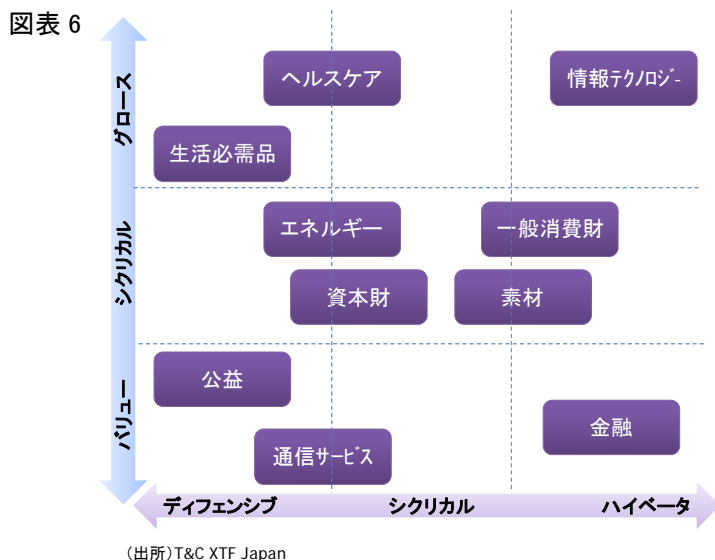
オーバーウェイト: 一般消費財サービス

アンダーウェイト: 通信サービス

セクターアロケーション判断の枠組み

前回同様、最初に我々のセクターアロケーション判断の枠組みについて説明する。まず始めに米主要 10 セクターを縦軸がスタイル(収益性)、横軸がリスク(株価変動性)のマトリックスによって位置づける。(図表 6)このマトリックスがセクター判断の基準となり、例えば足元の環境がハイベータ&グロースという特性に有利な状況と判断されれば、情報テクノロジーセクターを「オーバーウェイト」にすることになる。

次に「バリューor グロース」「ディフェンシブ or ハイベータ」を決定づけるような経済・相場環境のサイクルを見つけ出す。一例を挙げれば「相場モメンタム」がある。市場平均指数の 200 日移動平均からのかい離がプラスかマイナスかによって、前者(モメンタムが強い)の時期にはハイベータセクターがアウトパフォーマンスし、後者(モメンタムが弱い)の時期にはディフェンシブセクターがアウトパフォーマンスし易いことが過去の分析からわかる。このようにある局面において明らかなパフォーマンスの差異がみられる時、アウトパフォーマンスセクターには+1、アンダーパフォーマンスセクターには-1 という「スコア」を付与する(市場平均に近い動きをするセクターのスコアは 0 となる)。様々なサイクルの異なる局面ごとに各セクターにスコアを付与した上で、足元の経済・相場環境における総合スコアを算出し、そのスコアによってセクターアロケーションを判断する。



前号までに、有効とみられる 5 つのサイクル(図表 7)について分析を終えており、前号(6 月下旬発行)では総合スコアが最大であった情報テクノロジーセクターをオーバーウェイトとし、最小であった通信サービスセクターをアンダーウェイトとした。なお 7-9 月の株価騰落率(9 月 17 日時点)をみると前者が+5.7%、後者が+0.8%(市場平均は+2.1%)となっている。

直近の経済・相場環境をみると、景気サイクルが 8 月 20 日にマイナスからプラスに転じたことから、各セクターの総合スコアは前回 6 月時点から変化が生じている。以下で検討する新たなサイクルを考慮の上、足元のマクロ環境変化に応じたアロケーション変更を提示する。

図表 7

サイクル名	使用指標	スイッチ
景気サイクル	米エコノミックサブライズ指数	リスク
モメンタムサイクル	株価指数200日移動平均からのかい離	リスク
コストサイクル	株式リスクプレミアム	スタイル
グローバルサイクル	ドル実効為替レート前年比	スタイル
政策サイクル	10年金利-3カ月金利格差	リスク&スタイル

(出所)T&C XTF Japan

「金利低下⇒株価上昇」は正しいか？

本号で取り上げるサイクルは長期金利のサイクルである。金利変動が株式市場に与える影響は極めて大きく、一般的には金利低下＝(PER 拡大に伴う)株価上昇という「逆相関」の関係が強いとされている。しかし、過去のデータを検証してみるならば、金利と株価の関係は必ずしも単純なものではない。図表 8 は過去 150 年に及ぶ長期金利と株式益利回りの推移を重ねて見たものである。益利回りは PER の逆数であるから、同図の二つの折れ線が連動している場合には金利と PER(＝株価)が逆相関していることを示している。すると、1970 年以降は確かに金利と株価の逆相関関係を示しているものの、1970 年以前に目を転じるとそのような強い逆相関関係を確認することは出来ない。むしろ 1870 年代や 1890 年代、1930 年代は二つの折れ線が逆方向に動いており、この時期、金利と株価は純相関の関係にあるようにも見える。

図表 8



「良い金利低下」と「悪い金利低下」を見極める方法

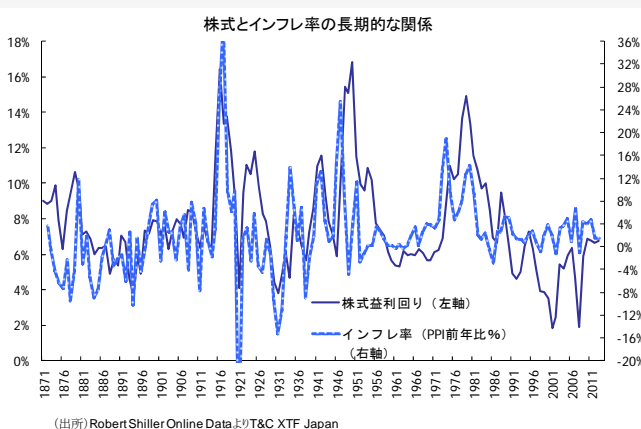
このように、同じように金利が低下しても、株式相場にポジティブに働く時期とそうでない時期があり両者の関係は超長期で見ると安定していない。そこで、株式市場にとって「良い金利低下」か「悪い金利低下」かを見極めるためには、長期金利を以下の(式 1)ように 2 つの部分に分解して考えることが有用となる。

$$\text{長期金利(債券リターン)} = \text{実質利回り(A)} + \text{期待インフレ率(B)} \cdots \text{(式 1)}$$

$$\text{株式リターン} = \text{株利益増減(A)} + \text{益利回り(または PER)変化(B)} \cdots \text{(式 2)}$$

併記した(式 2)は株式リターンを分解したものであるが、これら二つの式はいずれも A と B という二つの部分によって構成されている。この時、A はリターンのうちの実質的な部分と言え、逆に B はリターンのうち期待(将来の見込み)によって変動する部分(株式投資の際にはマルチプルとも言われる部分)を示している。仮に A の部分を実質(確定)リターンと呼べば、B の部分は期待(不確定)リターンと言うことが可能だろう。ここで、(式 2)の B＝益利回りに対応する(式 1)の B が期待インフレ率である点に注目したい。つまり、益利回り(PER)と近い関係にあるのは長期金利というよりもインフレ率であり、このことは両者の関係を長期で見たチャートによっても確認できる(図表 9)。このことから、長期金利の低下というよりも、その一部分である「(期待)インフレ率」の低下が株価の上昇を促すと見るべきなのである。一方、二つの式の A はいずれも実体経済の強さと関係があり、どちらの低下(減少)も株式を押し下げる要因となりうる。以上の点を踏まえると、インフレ率の低下を背景とした長期金利の低下は「良い金利低下」であり、実質金利の低下を背景とした長期金利の低下は「悪い金利低下」とであると区別することができる。

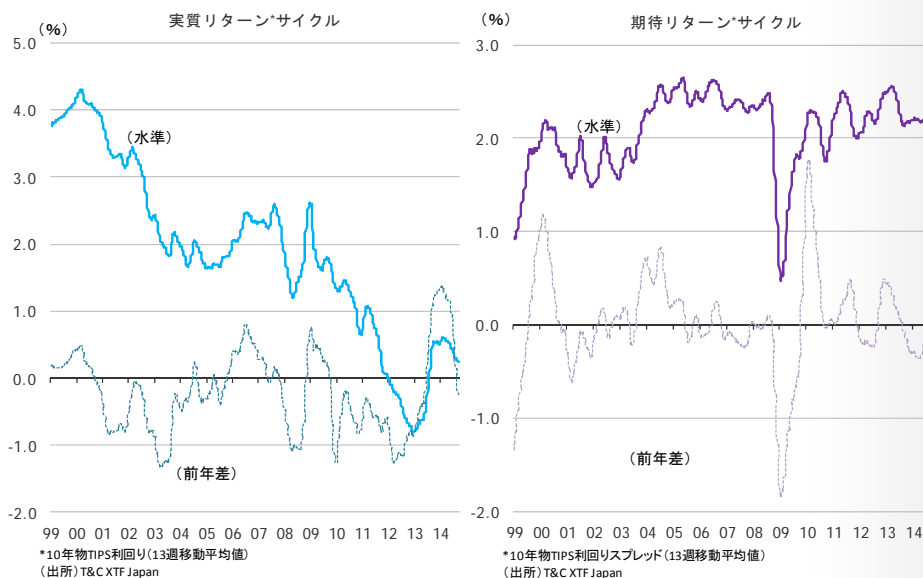
図表 9



実質金利 = TIPS 利回り、期待インフレ率 = TIPS スプレッド

実質金利(A)はインフレ連動債(以下 TIPS と表記)利回り、期待インフレ率(B)は TIPS スプレッド(10 年債利回り-10 年物 TIPS 利回り)の動きによって随時確認できる。以下では、TIPS 利回りのサイクルと TIPS スプレッドのサイクルによって、株式市場がどう影響を受け、各セクターのパフォーマンスがどう変化するかを分析した。

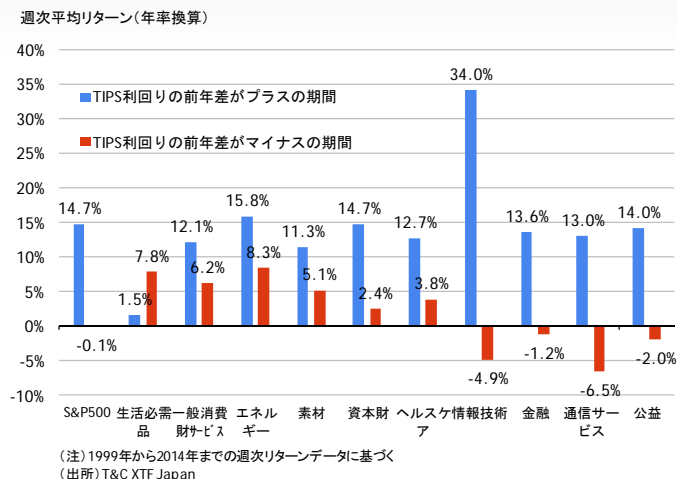
図表 10



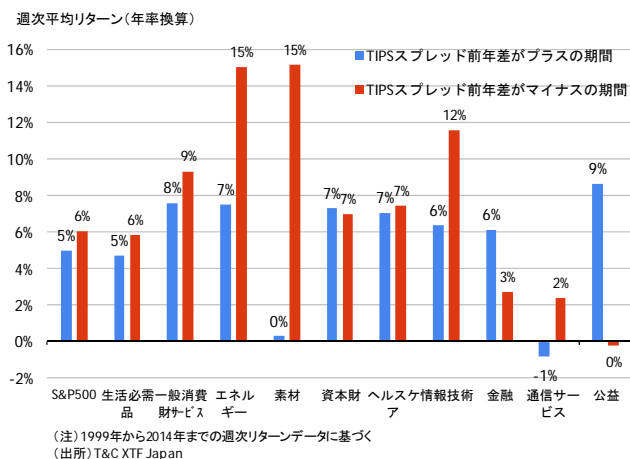
まず始めに TIPS 利回りの「前年差」がプラスとマイナスのそれぞれの期間における株式市場と各セクターのパフォーマンスを見たものが図表 11 である。プラスの時に株式市場(S&P500)は 15%上昇し、マイナスの時は横ばいと大きな差異が生じており、実質金利と株価が純相関(=悪い金利の低下)であることを明確に示している。セクター毎のリターンを見ると、プラスの期間は情報テクノロジーやエネルギー、資本財といったビジネスセクター、マイナスの期間は生活必需品や一般消費財サービス等のコンシューマーセクターが選好されるようだ。

同じく TIPS スプレッドの前年差がプラスとマイナスのそれぞれの期間における株式市場と各セクターのパフォーマンスを見たものが図表 12 である。プラス時に株式市場が 5%上昇する一方マイナス時に 6%上昇することから、TIPS スプレッド(期待インフレ率)と株価は逆相関(=良い金利の低下)であることが確認できる(過去 10 年に限ればプラス時に 3%上昇、マイナス時に 11%上昇と格差はより鮮明になる)。セクター毎のリターンを見るとプラスの期間には公益や一般消費財サービス、生活必需品、ヘルスケアなど価格転嫁が比較的容易なディフェンシブセクターが、マイナスの時期にはエネルギーや素材などのコモディティセクターが選好されるようだ。

図表 11 実質リターンサイクルとセクターパフォーマンス



図表 12 期待 (仮想) リターンサイクルとセクターパフォーマンス



一般消費財サービスセクターをオーバー、通信サービスセクターをアンダー

上記 2 つのサイクルの分析結果を加えた 7 つのサイクルをもとに、各セクターの足元の総合スコアを見たのが図表 13 になる。前回 (6 月時点) のスコアと比較してみれば、プラス方向に大きく変化したのがヘルスケアと一般消費財サービスであり、中でも一般消費財サービスは唯一 +4 という高いスコアを付けている。一方マイナス方向に大きく変化したのが素材、通信サービス、公益であり、中でも通信サービスは -6 とマイナス幅を大きく拡大させた。これらの結果を鑑み、一般消費財サービスセクターをオーバーウェイトに、通信サービスセクターをアンダーウェイトとする。(和田康志)

図表 13

サイクル名⇒	景気	モメンタム	コスト	グローバル	政策	実質リターン	期待リターン	総合スコア	前回スコア
現在の局面⇒	プラス	プラス	高水準	普通	中立	マイナス	プラス		
情報技術	0	1	1	0	1	-1	0	2	2
生活必需品	0	0	1	0	0	1	0	2	1
ヘルスケア	0	0	1	0	1	0	1	3	0
エネルギー	0	1	0	0	0	0	0	1	2
素材	0	0	0	0	-1	0	-1	-2	1
一般消費財	1	0	1	0	0	1	1	4	2
資本財	1	1	0	0	-1	0	0	1	1
金融	1	0	-1	0	0	0	0	0	-1
通信サービス	-1	-1	-1	0	-1	-1	-1	-6	-2
公益	-1	0	-1	0	-1	0	0	-3	0

(注) 9月10日時点 (出所) T&C XTF Japan

◇ 当面の為替見通し

ドル円は円安の流れを再開、日米の金融政策スタンスの違いが円安を支援へ

ドル円相場は円安の流れが再開されて一時1ドル=109円台まで上昇、6年ぶりの円安水準となっている。2014年上半期のドル円相場は、米長期金利が軟調に推移したことに加え、ウクライナやイラクなどで地政学的なリスクが高まったことから、安全資産とみなされている円へとリスク回避的な資金が流入。2012年9月以降の円安の流れが止まり、102円台を中心として比較的狭いレンジ内でこう着した値動きとなっていた。

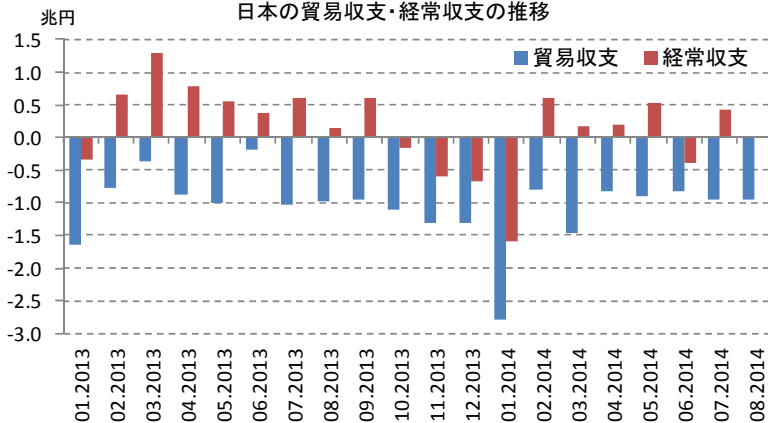
8月に入るとイスラム過激派「イスラム国」への米軍による空爆が開始され、イラクでの緊張が緩和に向かったほか、9月にはウクライナ政府と親ロシア派が停戦に合意したことから、地政学的なリスクへの懸念が徐々に後退し、リスク回避の円買いポジションが巻き戻されたことから円が下落。また、おおむね堅調な米雇用情勢を背景に米利上げ観測が強まり、米金利が強含んだことも円安の動きを加速させた。

9月以降の円安のスピードが速かったことから、短期的にはポジション調整による円高局面も想定されるものの、緩和的な金融政策の出口を模索している米国と当面は「異次元緩和」の継続が見込まれる日本の金融政策はほぼ逆方向を向いており、日米の金融政策のスタンスの違いが継続する限り、方向性として円安基調が続くとの見方が有力だ。

目的的には米金融政策の行方が注目されており、まず10月の米連邦公開市場委員会(FOMC)で量的緩和(QE3)が終了し、次いで12月のFOMCで6カ月程度とみられている「相当な期間」(量的緩和終了後もゼロ金利を維持する)との文言を変更するのではないかとみられている。実現すれば、来年の6月にも利上げが開始される見通しだが、今後発表される経済指標の内容次第でこのシナリオは変更される点には留意が必要で、まだ利上げ開始を既定路線と判断するのは時期尚早となっている。

日本サイドに目を向けると、円の下落により貿易赤字の拡大や経常赤字の定着が危惧されることでさらに円安の動きを促す可能性がある。日本の貿易収支は8月まで26カ月連続で赤字となっており、貿易赤字は定着している。円安の流れが止まっていたことから、7月と8月の貿易赤字は前年同月を下回っていたが、9月以降は再び拡大する公算が大きくなっている。2014年上半期の経常収支は、比較可能な統計の残る1985年以降で初めて上半期ベースで赤字に転落した。2013年下半期も経常赤字だったことから、2半期連続での経常赤字となっている。7月の経常収支は2カ月ぶりに黒字に転じているものの、貿易赤字の拡大が続くようだと、経常赤字が定着するのも時間の問題となりそうだ。(井上秀之)

図表 14 日本の貿易収支・経常収支の推移



出所: 財務省よりXTF Japan作成 注: マイナスは赤字

◇ 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 15 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 15 目先3か月のTAAマトリックス

	強気	弱気
アセット	債券	コモディティ
カントリー	日本	ブラジル
セクター	一般消費財サービス	通信サービス

(出所) T&C XTF Japan, Inc.

アセットでは前回に引き続き債券を強気とした。中でもインフレ圧力が限られているユーロ圏、日本の債券が選択肢になるが、該当するカテゴリーでトレードが容易な ETF を探すのはなかなか難しい。ユーロ圏債券市場に連動するものはウィズダムツリーユーロ債券ファンド(ティッカー: EU)の1銘柄のみ上場しているが、時価総額は449万ドルにすぎない。またユーロ圏主要国についてみても、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、こちらも時価総額は最大で1000万ドルほどの規模にとどまる。また日本国債に連動するETF/ETNも4銘柄上場しているが、流動性が限られる上に、パワーシェアーズ DB 日本国債先物 ETN(同: JGBL)以外はいずれもレバレッジ/インバース型である。あるいは「安全資産へ」というアセットアロケーションの意図からは外れるが、金融緩和期待「格差」を理由にユーロ安、円安シナリオにつなげた方がトレードし易いかもしれない。通貨型ETFのカテゴリーにおける時価総額ベスト3、パワーシェアーズ DB 米ドルブルファンド(同: UUP)、プロシェアーズウルトラショートユーロ(同: EUO)、プロシェアーズウルトラショート円(同: YCS)、はまずまずの規模を備えており、売買しやすいだろう。

一方で弱気としたコモディティについては、景気減速とインフレ低下、リスクアセットという観点とその理由であるから、商品総合指数や景気に左右され易いエネルギー、工業金属といったサブカテゴリー(あるいはこれらの比率が高い総合指数)が考慮の対象となろう。総合指数に連動するものとしては、パワーシェアーズ DB コモディティ指数連動ファンド(ティッカー: DBC)が最も人気があるが、経費率は0.93%と若干高めである。i パス DJ-UBS 商品 ETN(同: DJP)やUS商品指数ファンド(同: USCI)は穀物の比率が高いため今回は保留とするが、iシェアーズ GSCI 商品指数ETF(同: GSG)はエネルギーの比率が高く、経費率も0.75%と妥当な水準であり選択肢の一つとなろう。

次にカントリーアロケーションについてみると、強気は日本、あるいはドイツ、スペインといった国を挙げた。ただし、いずれも景気下振れリスクに応じた追加政策への期待を強気の理由としていることから、為替の減価に気を配る必要がある。よって、日本株に連動するETFも、ドル換算ベースのiシェアーズMSCI日本株ファンド(同: EWJ)ではなく、現地通貨ベースのウィズダムツリー通貨ヘッジ型日本株ETF(同: DXJ)を選択するべきである。あるいはウィズダムツリー通貨ヘッジ型欧州株ETF(同: HEDJ)もある。一方弱気としたブラジルは、上場しているETF数こそ国別ETFの中では14銘柄と多いが、流動性などを鑑みれば手がけやすいものは限られる。iシェアーズMSCIブラジル株ETF(同: EWZ)のショートポジションが最も適当であろう。

最後にセクターでは、一般消費財サービスセクターを強気とし、通信セクターを弱気とした。一般消費財サービスセクターに連動するETFの中では、SPDR 一般消費財サービスセレクトセクターETF(ティッカー: XLY)が最も流動性もあり、経費率も低水準で手掛けやすい。経費率は若干安いながら流動性がやや劣るバンガード一般消費財サービスETF(同: VCR)と比較して、どちらを選ぶかは投資家の好み次第であろう。ちなみに、一般消費財サービスセクターはサブセクター毎にかなり異なる動きをとることも多いことから、サブセクターETFも比較的豊富である。住宅建設株、小売株、メディア株、レジャー株等に連動するETFがまずまずの規模で存在する。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 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			
プロシエアーズウルトラショートユーロ	EUO	0.95	485
プロシエアーズウルトラショート円	YCS	0.95	418
ウイズダムツリー通貨ヘッジ型日本株ETF	DXJ	0.48	10,792
一般消費財サービスセレクトセクターSPDRファンド	XLY	0.16	6,732
ショートポジション			
パワーシェアーズDBコモディティ指数連動ファンド	DBC	0.93	5,053
iシェアーズGSCI商品指数ETF	GSG	0.75	996
iシェアーズMSCIブラジルETF	EWZ	0.61	5,078
バンガード通信サービスETF	VOX	0.14	745

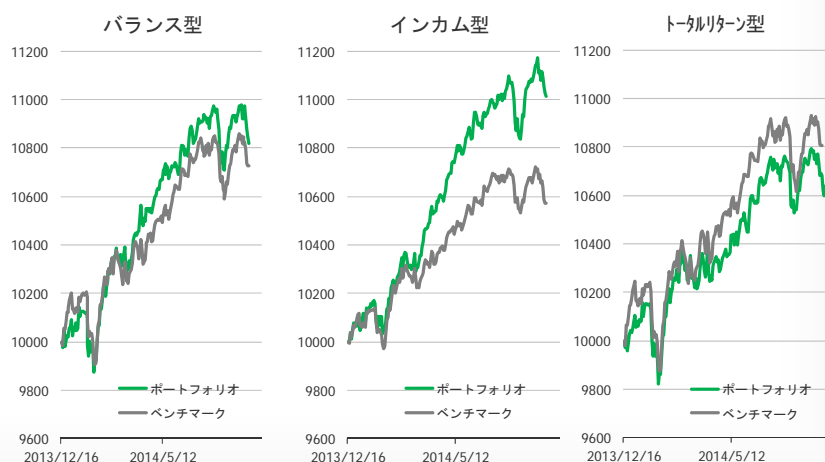
(注)時価総額、経費率はともに9月23日現在 (出所)T&C XTF Japan, Inc.

◇ 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7~9月期動向

弊社が運用する3つのグローバルETFポートフォリオは、この7~9月期にバランス型が-0.7%(ベンチマークは-0.6%)、インカム型が+0.1%(同-1.0%)、トータルリターン型が-0.1%(同-0.4%)となった(いずれも9月11日時点)。引き続きインカム型ポートフォリオがベンチマークを上回るパフォーマンスとなっているが、バランス型、トータルリターン型は概ねベンチマーク通りの動きにとどまった。なお年初来では、それぞれ+7.2%(同+5.2%)、+9.1%(同+4.5%)、+5.7%(同+5.5%)となっている。(図表17、18)

図表 17



(出所)T&C XTF Japan

図表 18

	2014				2014 7-9			
	リターン		リスク	シャープ	リターン		リスク	シャープ
	年率	年率	年率	レシオ*	年率	年率	レシオ*	
バランス型	7.2%	17.7%	5.5%	3.19	-0.7%	-2.6%	5.4%	N.A.
ベンチマーク	5.2%	12.5%	4.8%	2.55	-0.6%	-2.3%	4.6%	N.A.
インカム型	9.1%	22.7%	4.2%	5.32	0.1%	0.6%	4.7%	0.08
ベンチマーク	4.5%	10.8%	3.5%	3.05	-1.0%	-4.0%	3.5%	N.A.
トータルリターン型	5.7%	13.9%	6.0%	2.29	-0.1%	-0.5%	5.2%	N.A.
ベンチマーク	5.5%	13.3%	5.6%	2.34	-0.4%	-1.5%	5.3%	N.A.
参考)								
S&P500TR指数	9.7%	24.1%	10.4%	2.31	2.4%	9.7%	9.1%	1.05
MSCIコクサイ指数	6.8%	16.7%	9.0%	1.83	0.1%	0.4%	8.3%	0.03
JPMグローバル債券指数	3.1%	7.4%	3.3%	2.17	0.0%	0.0%	3.2%	N.A.

(注)9月11日時点のデータに基づく。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。

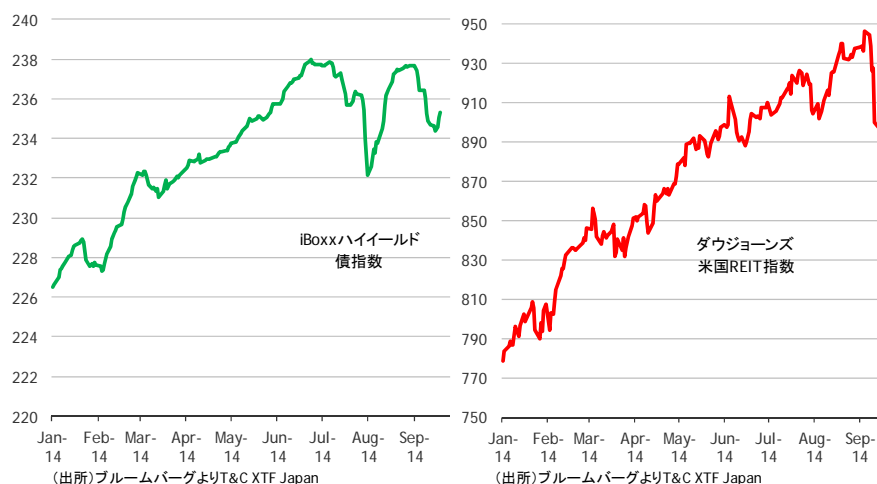
幾つかの市場でボラティリティの高まりがみられる

期間中の各市場の動きを見ると、足元でボラティリティの高まりが観察される市場が幾つかある。第一に挙げられるのが、ハイイールド債市場である。代表的な指数である iBoxx ハイイールド債指数は、6 月下旬に昨年 5 月以来の高値を付けた後、7 月下旬までの 1 カ月で高値から 2.5%の下げを見せた後に急回復、再び足元は下落基調と不安定な動きが続いている。低金利を背景とした企業の起債が続いているため、社債市場の需給バランスが悪化しているとの指摘もあるようだ。また今年に入って堅調に推移していた米国 REIT 市場も高値警戒感から 9 月以降は下げ基調となっている。代表的な指数であるダウジョーンズ米国 REIT 指数は直近高値(9 月 5 日)から 5%を超える調整である。また金や石油などのコモディティ市場も 7-9 月期は全般的に軟調な推移となった。

一方、米国や新興市場を中心に株式市場は比較的底堅さを維持しており、特に S&P500 やダウ工業株に含まれる米大型株が相場をけん引している。その中において、小型株は出遅れ感が目立ち、代表的な指数であるラッセル 2000 指数は 7 月初めの高値からは 5%ほど低いレベルにある。

図表 19

一部市場でボラティリティの高まり



(出所)ブルームバーグよりT&C XTF Japan

(出所)ブルームバーグよりT&C XTF Japan

MLP 株や好配当株がインカム型のパフォーマンスを支える

弊社のポートフォリオを見ると、前述の動きがプラスマイナス相殺する形となり、結果的に見ればインカム型以外はベンチマークとさほど変わらないパフォーマンスにとどまった。インカム型の

良好なパフォーマンスに貢献した要因としては、MLP(マスターリミテッドパートナーシップ)に連動するETFや好配当株に連動するETFが堅調に推移したことが挙げられる。

市場間のパフォーマンス格差がさほど広がらなかったことから、7-9月期にリバランストレードは実施されなかった。もっとも、ハイイールド債市場が短期的な調整をみせた8月上旬には、保有するハイイールド債ETFのポジションがリバランス基準の下限に近づいた。今年2月にも、新興市場株式や債券が短期的な調整をみせた際、リバランス基準の下限に近付いたものの、この時もその後の相場回復で実際のトレードに踏み切ることは無かった。相場が比較的安定している時には、リバランス基準をやや狭めるという裁量も必要かもしれない。

(和田康志)

2. ETF 活用のヒント

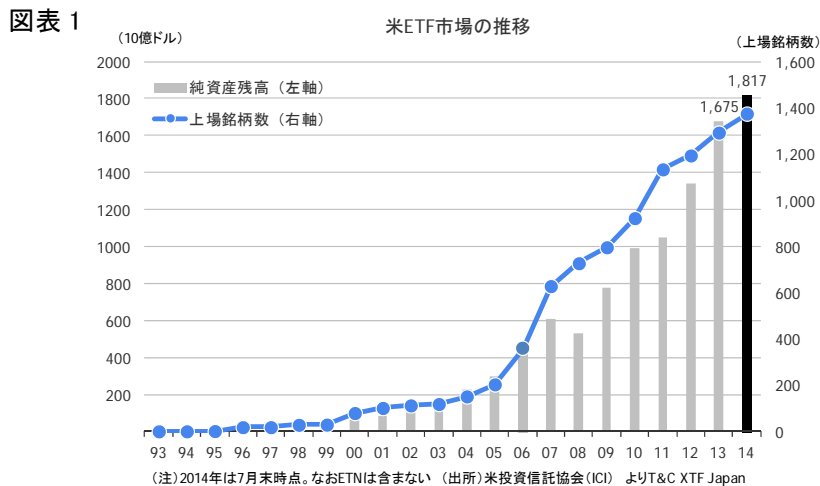
◇ 米国で広がる「ETF ポートフォリオ運用」

複数の資産クラス (ETF) で構成されたポートフォリオを機動的に配分することで、ターゲットとするリスク当たりリターンを獲得する「ETF マネージドポートフォリオ」が米国で急成長している。従来型のパッシブ運用ともアクティブ運用とも異なる運用スタイルが浸透しつつある。

米国における ETF ポートフォリオ運用の普及

本コーナーでは、ETF ポートフォリオ運用が従来型のパッシブ運用ともアクティブ運用とも異なり、両者を折衷した新しい運用のスタイルであることを 6 回にわたり説明した。今回は少し視点を変えて、米国における「ETF ポートフォリオ運用」事情を概観することにする。

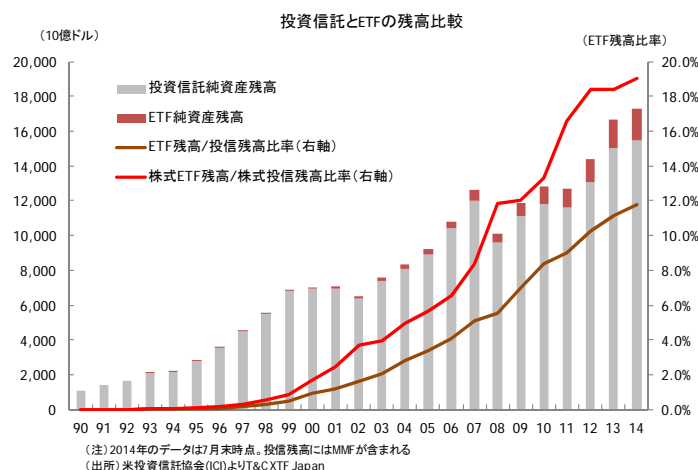
まず始めに米国に上場する ETF (ETN を除く) の純資産残高の推移をみると、2013 年末には約 1.68 兆ドルに達し、2 兆ドルの大台が視野に入りつつある。(図表 1) 2001 年～12 年までの期間に年率 28.8% という高い伸びを続けたあと、13 年は前年比 25.2%、14 年(7 月末時点)は同 15%(年率換算)とやや伸び率は落としているものの、依然としてニケタ増の拡大ペースを維持している。



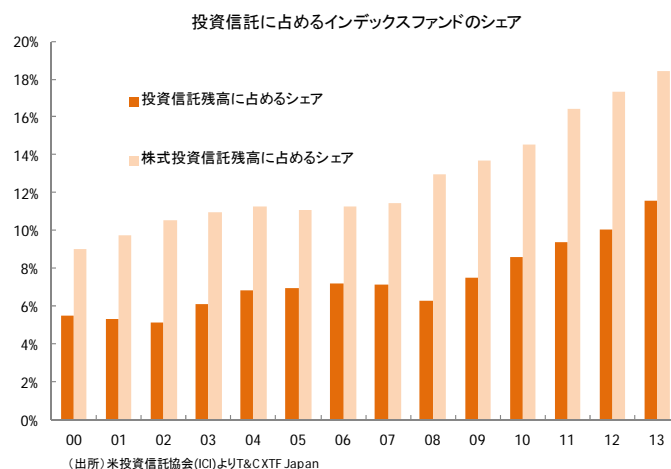
次に、伝統的な(非上場型の)投資信託の純資産残高の推移をみると、2007 年～11 年にかけて投信不正疑惑や金融危機の影響から拡大ペースに歯止めがかかった後、12 年以降は再び拡大に転じ、14 年 7 月末時点の純資産残高は 15.4 兆ドルとなっている。このため、投資信託の純資産残高を 100%とした時の ETF のシェアは 12%程度となる。ちなみに、株式 ETF の株式投信に対するシェアは既に 2 割程度に達している。(図表 2)このように、ETF は着実に投資信託のシェアを奪っていることになるが、もし ETF が「パッシブ投資」のツールとしてのみ使われているのであれば、ETF のシェア拡大のあおりを受けるのはアクティブファンドではなくインデックスファンドであろう。ところが、投信業界が不振を続けていた時期もインデックスファンドには着実に資金が流入し、むしろ投信業界におけるインデックスファンドのシェアは着実に高まってい

る。こちらも株式投信で数字を確認すると、インデックスファンドのシェアは 2000 年の 9.5%から 2013 年の 18.4%まで高まっている。(図表 3)これらの数字が何を表しているか、と問われれば二つの回答が考えられるだろう。第一に、投資家がアクティブ投資よりもパッシブ投資に対する選好をかなり強めているという点である。第二に、ETF を積極的に活用することによって、従来のアクティブ投資に変わる投資が可能になりつつあるという点である。つまり、本来はパッシブ投資のツールとして開発された ETF が、ここに来てアクティブ投資的な使われ方をし始めたことで、伝統的なアクティブファンドのシェアを奪い始めている可能性がある。

図表 2



図表 3



「ETF マネージドポートフォリオ」の急成長

上記の点を踏まえた上で、米国 ETF 業界についてみると、近年目覚ましい拡大をみせているのが「ETF マネージドポートフォリオ」という ETF を活用したファンド商品である。これは、一般的に SMA(投資一任運用商品、日本で言うラップ口座)のメニューに組み込まれ、主に独立系フィナンシャルアドバイザー(RIA)が顧客資産の運用をアウトソースする際に利用されることが多いといわれている(アウトソースすることでアドバイザーは資金獲得や税務等の業務に特化する)。

モーニングスター社による定義によれば、ETF マネージドポートフォリオは「ファンドの 50%以上を ETF が占める、投資戦略に基づくファンド」とされている。もう少し具体的に説明するならば、「複数の資産クラス(ETF)の配分を機動的に変えることによって、ターゲットとするリスク当たりリターンを獲得するファンド」ということになる。同社の集計によれば、ETF マネージドポートフォリオは 2013 年に前年比 40%増となり、2014 年 6 月末時点で総残高は 1020 億ドルに

達したという。業界大手としては、F スクエアドインベストメンツ(総運用残高 280 億ドル)やウィンドヘブンインベストメントマネジメント(同 190 億ドル)等の名が挙げられる。ファンドごとの規模で見ると、グッドハーバーフィナンシャルが運用する「タクティカル・コア米国ストラテジーファンド」が今年に入って急拡大しているという。

ETF マネージドポートフォリオは、従来型のパッシブ運用ともアクティブ運用とも異なる「ETF ポートフォリオ運用」の実例であり、ここでは従来“ファンドマネージャー”と呼ばれていた運用担当者は“ETF ストラテジスト”と呼ばれている。また、アクティブファンドマネージャーの使命が「ベンチマークを上回るリターンの獲得」であったのに対し、ETF ストラテジストの使命は「ターゲットとするリスク・リターン特性の実現」ということになる。

ETF マネージドポートフォリオが流行している背景には、投資家層の意識の変化を指摘する向きもある。近年、主力となる最終投資家層が資産形成期(30~50 代)から資産管理期(60~70 代)に入り、投資家の主眼が従来の「(追加)リターンの獲得」から「(ダウンサイド)リスクの管理」に移行したと考えれば、このような商品に人気が集まるのも無理はないのかもしれない。

急拡大する ETF マネージドポートフォリオだが、このような商品・投資手法が定着するには幾つかの課題もある。第一に、ETF マネージドポートフォリオには適当なベンチマークが存在しないことから、運用の巧拙について客観的に評価・比較することが困難という点である。第二に、ETF マネージドポートフォリオに期待されるリスク当たりリターンの源泉は、「分散効果」と「マーケット・タイミング」であり、特に後者に依る部分が少なくない。このため、長期にわたって安定的なパフォーマンスを維持できるかどうか不透明であり、特に相場が大きく動いた時に予想外の結果をもたらす可能性もある。 (和田康志)