

ETF Investing

Vol.8 - 2014 Winter

T&C XTF Japan 2014年12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」(その2)

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

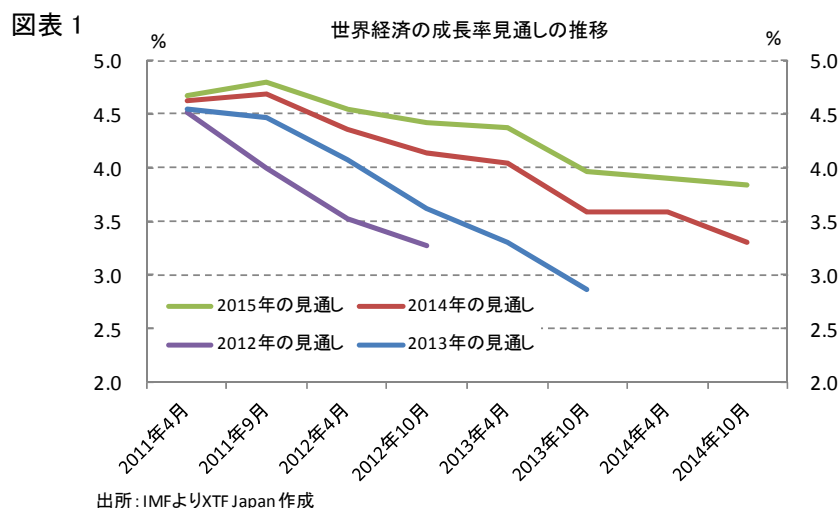
オーバーウェイト: 債券

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、成長鈍化の底入れ待ち

国際通貨基金(IMF)が10月7日に公表した「世界経済見通し(WEO)」によると、2014年の世界経済の成長率は3.3%となる見通しで、前回7月の見通しから0.1%ポイント引き下げられた。米国の予想外の低成長を受けて、7月見通しは4月見通しから0.3%ポイント引き下げられていたが、今回の見通しでも「世界経済を取り巻く環境は7月時点よりも悪化している」としており、世界経済の減速傾向には歯止めがかかっていない。

2015年については、3.8%と7月時点から0.2%ポイント下方修正された。下方修正後も2014年を0.5%ポイント上回る見通しとなっている背景としては、2014年1-3月期に失速した米経済がその後に持ち直したこと、中東やウクライナでの地政学的なリスクの緊張が徐々に弱まっていること、ユーロ圏経済が回復に向かっていることなどが挙げられている。IMFは2013年までは長期的な世界経済の成長率を4%台の後半に置いていたが、2014年からは4.0%近辺へと引き下げている。2012年から2014年までの世界経済の成長率はおおむね3.3%前後で横ばいの動きとなっており、これは下方修正された長期見通しと比べても大きく下回っている。過去3年を見る限り、期待通りの成長を達成できていないことから、今後は世界経済の成長鈍化が底入れし、成長を加速させるのか、それとも引き続き成長見通しが下方修正されるのかを慎重に見守る必要がある。



また、経済協力開発機構(OECD)は11月6日、世界経済の成長率について、2014年が3.3%、2015年が3.7%とし、5月時点の3.4%、3.9%からそれぞれ下方修正した。世界経済の成長見通しの下方修正が継続中であることから、成長鈍化に底入れの兆しがみられるまで、アセットアロケーションはリスク資産から安全資産へのシフトが基本戦略となろう。原油価格が急

落しており、リスク資産ではコモディティへの投資比率をアンダーウェイトとし、安全資産として債券の投資ウェイトを引き上げることが推奨される。逃避先としては来年1月にも追加的な金融緩和が期待されるユーロ圏が挙げられる。世界経済はやや停滞することが見込まれるものの、世界的に緩和的な金融政策による支援が期待できることから、株式は中立をメインシナリオとするが、新興国での通貨危機のリスクが高まっており、リスク回避の動きには要注意となる。米住宅価格がおおむね堅調に推移していることから、リスクを取るのであれば、資金の一部をREITに振り向けることを検討されたい。

株式市場は総じて軟調、通貨危機の再来を警戒へ

過去3カ月間の株式市場はやや振れの大きい展開となるなかで、総じて軟調となっている。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、12月16日現在で1.3%下落とマイナス圏にあり、10月以降の騰落率も3.3%下落と小幅に下げ幅を拡大している。23の先進国・地域で構成されるMSCIワールド・インデックスの年初来騰落率は0.3%下落とほぼ横ばいとなり、10月以降では2.6%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9.7%下落、10月以降では10.0%の下落となっている。

2014年の世界の株式市場は、上半期こそ総じて堅調を維持したものの、7-9月期に伸び悩みと10月以降は総じて軟調に転じている。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12月16日現在で6.5%上昇、日経平均は同2.8%上昇、独DAXは同0.1%上昇、英FTSE100は同6.4%下落、香港ハンセン指数は同2.8%下落となっている。

2014年の先進国の株式市場は、ユーロ圏や日本の経済成長が停滞するなかで、比較的堅調な米経済や緩和的な金融政策に下支えられ、前年末とほぼ同水準を維持している。一方、新興国では株価の調整が一段と進み、足もとでは原油価格の急落を背景に、新興国・資源国の通貨・株式が軒並み安となっている。通貨の急落は輸出代金や対外債務の支払いを困難にさせることから、資源国や資源国企業のデフォルト懸念が広がっており、こうした懸念が新興国全体からの資金流出の動きに拍車をかけている。

日銀が追加緩和を決定、ECBも続く見通し

日銀は10月31日に開かれた金融政策決定会合で追加緩和を決定し、これまで年60兆～70兆円としていたマネタリーベースの拡大ペースを80兆円程度まで拡大するとした。また、上場投資信託(ETF)と不動産投資信託(REIT)の保有残高をそれぞれ年間約3兆円と同900億円とし、これまでの3倍の規模に増額した。追加緩和の決定を受けて、10月中旬まで0.5%前後を推移していた10年債利回りは12月中旬までに0.3%台半ばへと低下している。

一方、欧州中央銀行(ECB)は12月4日の理事会での追加緩和を見送った。追加緩和の可能性も指摘されていたが、9月の理事会で利下げとカバードボンド等の証券購入を決定しており、その影響を見極めたいとの考えが優先された。ただし、声明文では「来年の早い段階で追加緩和の必要性を判断する」としていることから、年明け早々にも国債の購入を含む追加緩和が決定される可能性がある。11月のユーロ圏消費者物価指数は前年同月比0.3%上昇と前月の同0.4%上昇から0.1%ポイント低下し、年初からの低下傾向に歯止めがかかっている。原油価格の急落で物価はさらに低下するとみられており、原油価格の低迷が長期化した場合には、デフレに陥る公算もある。インフレ率の低下とECBの追加緩和を織り込みつつあるとはいえ、ユーロ圏諸国の国債利回りは当面の間低い水準で推移することが期待できそうだ。

12月16・17日に開かれた米連邦公開市場委員会(FOMC)では、現行の事実上のゼロ金利政策が維持された。声明文での文言変更が注目されたなかで、「相当な期間」(ゼロ金利政策は維持される)が利上げ開始まで「辛抱強く」待つに差し替えられた。「辛抱強く」との文言は2004年の利上げ開始前にも用いられており、利上げを開始する用意があることを示唆している。イエレンFRB議長はFOMC後の記者会見で「辛抱強く」について少なくとも2回回は利上げの可能性が低いとしていることから、今後の見通しとしては3月の会合で「辛抱強く」との文言を削除し、記者会見の予定のある6月の会合で利上げが開始されるとの見方が有力視されている。

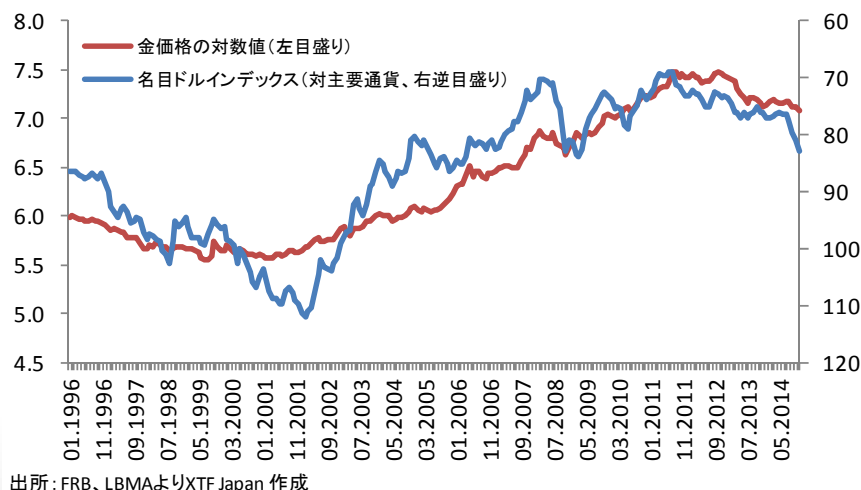
商品市場では原油が急落、インフレ見通し鈍化で金も軟調

商品市場では原油価格が急落している。原油価格(WTI期近)は7月まで1バレル=100ドル台を維持していたものの、その後はほぼ一本調子の下げとなり、12月16日現在は55ドル台となっている。シェールオイルの生産増加で需給が緩むなか、サウジアラビアが減産の動きを見せないことから、供給過剰が長期化するとの見方が強まっており、下落に歯止めがかからなくなっている。モルガン・スタンレーは12月5日付けのレポートで、2015年の原油価格は43ドルまで下落する可能性があると予想した。

金価格(ロンドン値決め、午後)の年初来の騰落率は12月17日現在で0.7%下落とほぼ昨年末と同じ水準となっている。2013年に32%下落した反動もあり、2014年年央まではおおむね堅調を維持したものの、終盤に入り失速している。世界的にインフレ率が低下していることから、インフレヘッジとしての金の魅力が低下していることに加え、ドル高にも圧迫されている。原油価格の下落で目先のインフレリスクが高まるとは考えづらいこと、新興国での通貨不安が台頭しており、ドル高リスクが強まっていることなどから、当面は弱含みを継続する見通しだ。1990年代後半以降のドルと金価格の動きをみると、90年代後半の強いドルからドルが軟化し始める2001年から2002年にかけて金価格も底入れとなり、2011年頃まで上昇を続けたものの、ドルの反発とともに金の上昇も頭打ちとなり、その後はドル高の後を追うように下落していることがわかる。金に限った話ではないが、国際商品価格はドル建てであることからドルの影響を少なからず受けることになり、ドル高が見込まれる局面では金も含めて商品への投資は慎重にならざるを得ないだろう。

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12月16日現在で16.0%下落となった。6月20日につけた年初来の高値から27.0%の下落、10月以降では15.4%の下落となっている。

図表 2 金価格とドルインデックスの推移



米住宅市場は価格はおおむね堅調、販売低迷も賃貸空室率の低下が支援

米住宅市場は販売が低迷するなかで、価格はおおむね堅調となっている。米新築住宅販売件数は、12カ月平均でみると昨年後半からほぼ横ばいの動きが続いており、2014年1-11月期の平均は前年同期比0.7%増加にとどまっている。一方、新築住宅販売価格は1-11月期の平均で前年同期を5.8%上回った。米中古住宅販売件数をみると、1-11月期の平均が2013年を3.6%下回っている一方で、1-11月の平均販売価格は2013年から4.7%上昇している。

7-9月期の米賃貸空室率は7.4%と4-6月期の7.5%から低下し、前年同期を0.9%ポイント下回った。空室率は過去最高となった2009年7-9月期の11.1%をピークに足もとまで低下傾向を維持している。空室率の低下が賃貸価格を押し上げ、その影響で住宅価格も下支えられている。一方、持ち家比率をみると、7-9月期は64.4%と4-6月期の64.7%から0.3%ポイント低下、前年同期の65.3%を0.9%ポイント下回った。持ち家比率は2006年7-9月期の69.0%を直近のピークに足もとまで低下基調を継続している。賃貸空室率が低下し、賃貸価格が上昇しているにもかかわらず、持ち家比率の低下が続いているのは、住宅ローンの審査基準が厳格化したためとされている。従って、少なからぬ家計が不本意ながらも賃貸に住む以外に選択肢がないことが空室率低下の背景にはあるもようだ。住宅販売が伸び悩むなかで、住宅価格は堅調さを維持しており、やや歪んだ構図になっている点には警戒が必要だが、賃貸空室率と持ち家比率の低下が続く限り、販売の低迷と価格の上昇というやや違和感のある組み合わせも続く事になりそうだ。

ダウジョーンズ REIT 指数の年初来の騰落率は12月16日現在で18.3%上昇と高い伸びを維持、9月にやや弱含んだものの、10月以降で8.5%上昇と反発した。（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

原油安で高まる新興国への投資リスク

世界経済の成長見通しが下方修正されているなか、原油価格の急落を受けて資源国・新興国を中心に通貨が下落していることから、カントリーアロケーションは先行きに対する不透明感の強い新興国を回避し、より安全とみなされている先進国への資金シフトが推奨される。ここでは、先進国のオーバーウェイトと新興国のアンダーウェイトを基本戦略とした上で、各国の固有リスクを考慮してより有利な資産配分の選択肢を検討する。

10月のIMFの経済見通しによると、先進国では米国と英国の堅調さがやや際立っている。ただし、米国は来年半ばと予想される利上げを控え、先行きに不透明感が残る。また、英国は今年から来年にかけて拡大スピードが鈍化する。この点、ユーロ圏は景気の拡大スピードが加速する見通しとなっていることに加え、デフレ懸念から金融・財政両面での支援も期待できる。日本は追加緩和と増税先送り材料が出尽くした観があり、成長見通しの水準も低いことから、やや投資魅力に欠けよう。

新興国に目を向けると、まずインドと中国の底堅さが目に付く。ただし、中国は今年、政府目標である7.5%成長の達成が困難となっているほか、来年はさらに7.0%程度まで成長率が低下する見通しで、成長鈍化に歯止めがかからない状況となっている。その点、インドは2014年に当

初の予想を上回る成長を達成する見通しとなっているほか、来年はさらに成長を加速させることが見込まれている。ロシアとブラジルについては、通貨・株式とも急落しており、投資ウェイトを引き下げる以前に当面は投資対象から外したほうが無難であろう。

以上から、資金の逃避先としては先進国のなかでもユーロ圏への投資魅力が相対的に高く、リスクを回避したい新興国では中国をアンダーウェイトとすることが推奨される。また、先進国とはいえ日本への投資比率を下げ、新興国ではあるがインドのウェイトを引き上げることは検討に値しよう。

図表 3 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	
	2014	2015	2014	2015	2014	2015
先進国	1.8	2.3	1.8	2.4	0.0	-0.1
米国	2.2	3.1	1.7	3.0	0.5	0.0
ユーロ圏	0.8	1.3	1.1	1.5	-0.3	-0.2
ドイツ	1.4	1.5	1.9	1.7	-0.5	-0.2
フランス	0.4	1.0	0.7	1.4	-0.4	-0.5
イタリア	-0.2	0.8	0.3	1.1	-0.5	-0.3
スペイン	1.3	1.7	1.2	1.6	0.1	0.1
英国	3.2	2.7	3.2	2.7	0.0	0.0
日本	0.9	0.8	1.6	1.1	-0.7	-0.2
新興国	4.4	5.0	4.6	5.2	-0.1	-0.2
中国	7.4	7.1	7.4	7.1	0.0	0.0
インド	5.6	6.4	5.4	6.4	0.2	0.0
ブラジル	0.3	1.4	1.3	2.0	-1.0	-0.6
ロシア	0.2	0.5	0.2	1.0	0.0	-0.5
ASEAN	4.7	5.4	4.6	5.6	0.1	-0.2

出所：IMFよりXTF Japan 作成

米経済は原油安も追い風となり堅調見通し、ただし過度な期待には危うさも

2014年の米実質国内総生産(GDP)は、1-3月期に前期比年率2.1%減少と予想外に失速したものの、4-6月期の同4.6%増加に続き、7-9月期は同5.0%増加と成長を加速させている。景気が堅調さを取り戻したことに加え、足もとでは原油安による所得効果への期待も膨らんでおり、2015年も引き続き高い成長率を達成できるとの見方が強まっている。

ただし、構造的な要因から高成長が一時的にとどまる可能性には警戒が必要だ。構造的な要因としては、人口動態、所得格差、実質金利の低下、潜在成長率の低下などが指摘されている。ノースウェスタン大学のゴードン教授が2012年に発表した論文によると、米国の潜在成長率は高齢化により0.2%ポイント低下し、所得格差の拡大により0.5%ポイント低下するとしている。最近では、OECDが12月9日に「所得格差が成長を損なう」との報告書を発表している。一般に、成長と所得格差はトレードオフの関係にあり、成長を促進すれば所得格差は拡大し、所得格差の是正は成長を抑制するとされているが、同報告書はこの見方を否定し、所得格差の拡大が成長を阻害しており、所得格差を是正することが成長を促進するとして注目を集めている。

11月にはオランダ銀行の研究者が低い実質金利が長期化した場合、潜在成長率を押し下げる可能性があることを実証的に検証した論文を発表した。一般に、景気が停滞すると、中央銀行は金融緩和を実施し、実質金利を引き下げて景気を下支えるが、同論文によると、低い実質金利が長期化した場合には当該国の潜在成長率を低下させ、長期的な停滞を招くことが示唆されている。また、長期停滞を回避するためには、(期待)インフレ率を引き上げて実質金利を低下させるのではなく、自然利子率(景気に中立的な実質金利)を引き上げる政策を実施するほうが効果的としている。

米連邦準備理事会(FRB)は11月、深刻な景気後退が潜在成長率を恒久的に低下させる傾向があるとの分析結果を公表した。潜在成長率が想定よりも低い場合には、その分需給ギャップも小さくなり、FRBがより早期に利上げを開始できる根拠となるほか、想定よりも低い成長の下でインフレ圧力が強まる可能性があることから、金融政策の判断をより困難にするとされており、利上げ開始の影響をより不透明なものにする。

フィラデルフィア連銀が公表しているフォーキャスト調査によると、2015年の米成長率は3.0%が見込まれており、IMFの3.1%とほぼ同じとなっている。一方、米議会予算局(CBO)によると、2015年の米潜在成長率は1.9%と推計されており、過去3年の米成長率は2.2%前後にとどまっている。構造的に米成長率の低下が指摘されるなか、波乱要因となりかねない利上げ観測も強まっていることを踏まえると、高い成長率が見込まれるほど、より慎重な投資判断が必要とされそうだ。

ユーロ圏は景気対策に支援され、デフレ回避と景気回復をうかがう

7-9月期のユーロ圏の実質域内総生産(GDP)は前期比0.2%増加となり、4-6月期の同0.1%増加から持ち直した。4-6月期にマイナス成長となったドイツとフランスがプラス成長を回復し、景気後退を逃れたことで、低成長ながらも先行きに薄日が射している。ロシアの景気後退入りの可能性が高まっており、関係の深いドイツを中心に景気回復の重しとなるが、景気の停滞を受けて金融・財政の両面からの支援が見込まれており、デフレ回避と景気持ち直しへの期待が高まっている。

ECBは9月に貸出条件付長期資金供給オペ(TLTRO)を実施、10月にカバードボンド、11月には資産担保証券(ABS)の購入を開始し、バランスシートの拡大を意図した量的緩和を続けている。ただし、TLTROでの資金供給額が予想を下回っており、2016年後半までの2年間で目標とする1兆ユーロのバランスシート拡大の達成が困難になっている。ECBはマネタイゼーションへの懸念から国債の購入を避けてきたが、国債購入後の損失発生に備え、ECBがユーロ圏縁国の中央銀行に対して引当金の積み増しを要請したとの報道もあり、バランスシートの拡大目標の達成に向けて近い将来に国債の購入に動くとの見方が強まっている。また、欧州連合(EU)は「欧州投資戦略基金(EFSI)」と呼ばれる210億ユーロの資金を用意し、民間からの資金を呼び込むことで総額3150億ユーロ規模の官民投資計画を早期に実施することで合意しており、公的債務を増大させずに成長を促進する経済対策の実施へと動き出している。

日本は増税先送りも低成長見通しは変わらず、実質マイナス賃金が重し

日本の7-9月期の実質GDPは前期比年率1.9%減少となり、4-6月期に続き2四半期連続でマイナス成長となったことから事実上の景気後退入りとなった。想定外の景気後退入りを受け、来年10月に予定されていた消費税率の引き上げが2017年4月へと先送りされたほか、3.5兆円規模の景気対策が実施される見通しとなっている。

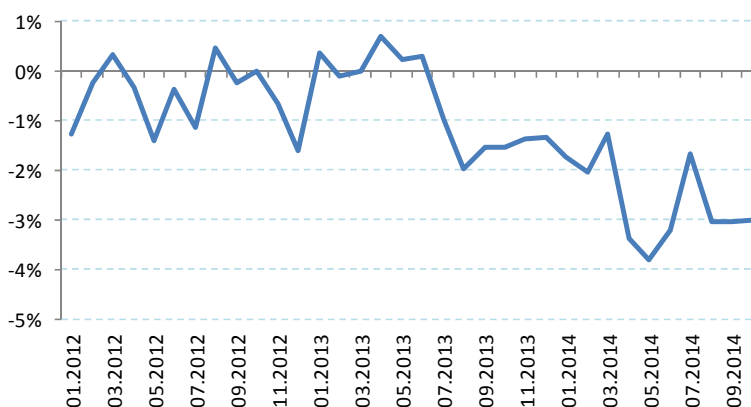
日銀は原油価格の下落で物価目標の達成が困難になるとの懸念から量的緩和の拡大に踏み切ったが、エネルギー価格の下落は消費国の景気に対してはプラス材料である。原油安と金融緩和のセットだけでも株式市場にとっては強力な追い風となるが、景気対策が用意されているほか、日銀は国債のみならずETFの購入規模も拡大しており、さらに年金積立金管理運用独立法人(GPIF)の運用方針見直し、FRBの利上げ観測を受けた円安など、日本株には支援材料がそろっている。

しかし、外部環境には好材料があふれるものの、成長見通しは実質マイナス賃金が重しとなって低いままであり、日銀の追加緩和にもかかわらずインフレ見通しは弱含んでいる。

10月の実質賃金指数は前年同月比3.0%の下落となり、実質賃金は16カ月連続で前年水準を下回った。10月の現金給与総額の伸びは前年同月比0.2%増加にとどまっており、名目賃金の伸びがインフレ率にまったく追いついていない。日銀が量的緩和に踏み切り、デフレ脱却を目指して以降、実質賃金は下げ幅を拡大しており、デフレからは脱却したものの、実質賃金の低下が加速するなかで消費税が引き上げられ、景気の後退とインフレ圧力の低下を招く結果となった。

OECDが11月25日に公表した経済見通しでは、日本の2014年の成長率は0.4%と前回5月時点の1.2%から大幅に下方修正され、IMFの10月見通しである0.9%も大きく下回った。2015年も0.8%にとどまり、低成長が続く見通しとなっている。

図表4 実質賃金の推移(前年同月比)



出所：厚生労働省よりXTF Japan 作成

新興国は通貨危機の再来を警戒へ、厳しさ増す中国経済にも注視が必要

原油価格の急落をきっかけとして、新興国で通貨や株式の急落が相次いでいる。まず、原油安はウクライナ問題で欧米からの経済制裁を受け、景気が低迷していたロシアを直撃し、通貨ルーブルはロシア中銀が大幅な利上げを実施したにもかかわらず、対ドルで過去最安値を更新した。次に経済の原油への依存度が高いベネズエラでデフォルト懸念が高まると、同じ中南米の産油国であるメキシコで株式と通貨ペソが急落。また、既に景気後退入りしているブラジルからも大規模な資金が流出した。アジアではタイ・パーツが急落するなど、資源国に限らず、多くの新興国で通貨と株式が連鎖的に下落した。サウジアラビアのヌアイミ石油鉱物資源相が減産は石油輸出国機構(OPEC)の利益にならず、20ドルでも減産はしないと発言しており、原油価格がどの水準で落ち着くのかは依然として不透明であり、さらに下落する可能性は否めない。また、先行きに対する不透明感が強いなかで、米利上げ観測が強まった場合には、新興国から米国へとリスク回避の資金が流れ込み、新興国で通貨安の連鎖を招くことも危惧されている。

個別国では厳しさを増す中国経済への警戒感が強まっている。中国の7-9月期GDPは前年同期比7.3%増加と2009年1-3月期の同6.6%増加以来、5年半ぶりの低成長となり、政府目標である7.5%の達成が困難となっている。中国政府は同国経済が「新常态」に入ったとし、成長率の低下を受け入れる姿勢をみせていることから、2015年の成長目標は7.0%前後へと引き下げられる見通しだ。中国の成長率は中長期的に低下を続けるとみられており、OECDは2014年から2030年までの中国の潜在成長率を平均で5.0%と見込んでいる。また、米コンファレンスポートは今後5年間、2015年から2019年の成長率は平均で5.5%と予想し、2020年から2025年は平均3.9%へとさらに低下するとしている。

経済指標をみると、11月の中国住宅販売価格が4月をピークに7カ月連続での下落となったほか、12月の中国製造業購買担当者景気指数(PMI)は7カ月ぶりに景気の拡大と縮小の分岐点となる50を下回った。11月の消費者物価指数(CPI)は前年同月比1.4%上昇まで低下しており、生産者物価指数は同2.7%低下と33カ月連続で前年水準を下回っていることからデフレリスクも高まっている。住宅価格の下落、弱い生産活動、インフレ率の低下などから中国人民銀行(中央銀行)は11月21日、約2年ぶりとなる利下げに踏み切った。中国では工業化を支えた農村部からの安価な労働供給が底をつき、いわゆる「ルイス転換点」に到達したとの指摘があるほか、人口オーナス期に入った可能性もあり、人口動態からかつてのような高成長の達成が難しくなっている。バブルとの指摘も多い住宅市場を含め、経済のソフトランディングへの舵取りを注意深く見守る必要がある。(井上秀之)

◇ 当面のセクターアロケーション

オーバーウェイト: **資本財サービスセクター**

アンダーウェイト: **公益セクター**

セクターアロケーション判断のベースになる7つのサイクル

前号まで、我々のセクターアロケーション判断のベースとなる7つのマクロ・サイクル(図表5)について説明した。ひとまず、これらサイクルの内容を簡単に振り返るとともに、足もとの状況について確認したい。

第一のサイクルは「景気サイクル」である。ここでは実質GDP成長率などの実体経済のサイクルではなく、事前の期待値に対する上振れ・下振れを示すサプライズのサイクルに注目し、具体的にはシティグループ景気サプライズ指数をみる。同指数がプラスの場合はハイベータセクターが、マイナスの場合はディフェンシブセクターが選好される傾向がある。足もと(12月5日時点、以下同)同指数は14.9となっており、依然としてプラス圏で推移している。

第二のサイクルは「モメンタムサイクル」である。これは代表的な株価指数であるS&P500の200日移動平均値からのかい離をみる。これがプラス(移動平均を上回っている)の場合はハイベータセクターが、マイナス(下回っている)の場合はディフェンシブセクターが選好され易い。足もとS&P500は200日移動平均線を4.3%上回っている。

第三のサイクルは「(資本)コストサイクル」である。ここでは、資本コストを構成する重要な要素である株式リスクプレミアムに注目する。資本コストが高まっている時は(労働集約的な)グロースセクターが、コストが低下傾向にある時は(資本集約的な)バリューセクターが選好され易い。足もと株式リスクプレミアムは5.6%と、前年同期の4.8%を0.8%ポイント上回っている。

第四のサイクルは「グローバルサイクル」である。ドル実効為替レートが上昇している時は国内経済が相対的に強く、下落している時は海外経済が相対的に強いと考えられ、前者では内需型セクターが、後者ではグローバルセクターが選好され易い。足もとドル実効為替レートは前年同期比11.2%のドル高であり、9月末の同6.7%から一段とドル高が進行している。

第五のサイクルは「政策サイクル」である。金融・財政のポリシーミックスが将来の景気を下支える(緩和的)と投資家が考えた場合、長短金利差は拡大し、逆に将来の景気抑制につながる(引締めの)と投資家が考えた場合は、長短金利差は縮小する。よって、長短金利差(10年債利回り-3カ月TB利回り)が拡大傾向にあれば政策サイクルは緩和的であり、縮小傾向にあれば

ば引締めのと解釈することができる。足もと、長短金利差は 230bp となっており、前年同期の 261bp から 31bp 縮小している。

第六のサイクルが「実質リターンサイクル」である。これはインフレ連動債利回りで示される実質長期金利のサイクルであり、景気の好不況に応じて上下する。このサイクルが上昇傾向にある時は景気すなわち企業業績が堅調であり、逆にサイクルが低下傾向にある時は業績が鈍化傾向にあると想定できる。前者ではハイベータセクターが、後者ではディフェンシブセクターが選好され易い。足もと実質金利(インフレ連動債利回り)は 0.54%と前年同期の 0.71%から 0.17%低下している。

第七のサイクルが「期待リターンサイクル」である。これは長期国債利回りとインフレ連動債利回りのスプレッドによって示され、同サイクルが縮小傾向にある時はインフレ期待の縮小とともに株価評価(PER)が拡大し易い時期であり、同サイクルが拡大傾向にある時は期待インフレ率の拡大とともに PER が縮小し易い時期となる。足もと、期待インフレ率(インフレ連動債スプレッド)は 1.77%と前年同期の 2.14%から 0.37%低下している。

図表 5

サイクル名	使用指標	データ内容とスイッチの基準	スイッチの種類
景気サイクル	米エコノミックサブライズ指数	実数値・レベル プラスorマイナス	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	実数値・レベル プラスorマイナス	リスク
コストサイクル	株式リスクプレミアム	前年差・変化 プラスorマイナス	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・変化 プラスorマイナス	スタイル
政策サイクル	10年金利-3カ月金利格差	前年差・変化 プラスorマイナス	スタイル
実質リターンサイクル	実質長期金利(TIPS利回り)	前年差・変化 プラスorマイナス	リスク
期待リターンサイクル	TIPSスプレッド	前年差・変化 プラスorマイナス	スタイル

(出所)T&C XTF Japan

将来的に追加を検討するサイクルはあるか？

セクターアロケーション判断のベースとなるこれらのマクロ・サイクルが多ければ多いほど、単一のマクロ・ファクターに影響されない信頼度の高いモデルが構築できるだろう。ただし、あまり効果のないサイクルや、他のサイクルと相関の高いサイクルを加えた場合は、モデルの精度や信頼性は低下する恐れがある。上述した 7 サイクルは、その意味で必要十分に近いとみているが、あえてこれに加えるマクロ・ファクターを挙げるとすれば、以下のようなものがある。

一つが「投資家センチメント・サイクル」である。投資家は楽観と悲感を繰り返し、それにつれてセクター選好が変わる可能性がある。II や AII の投資家強気/弱気指数や投信資金フロー統計が活用できるだろう。次に「テクニカル・サイクル」を挙げることができる。相場の強弱を示すテクニカル指標で、例えば騰落レシオや高値/安値更新銘柄比率などが利用できるかもしれない。また、「マネーフロー・サイクル」も一考に値する。投信資金フローや ETF 資金フロー、更にはマネーサプライ統計等で市場の「金余り度」サイクルが把握できるだろう。最後に「信用・資金繰りサイクル」というのも考えられる。短期資金のひっ迫度を示す Libor-OIS スプレッド、ユーロドル-T-Bill スプレッド、T-Bill-CP スプレッド等が利用できるかもしれない。

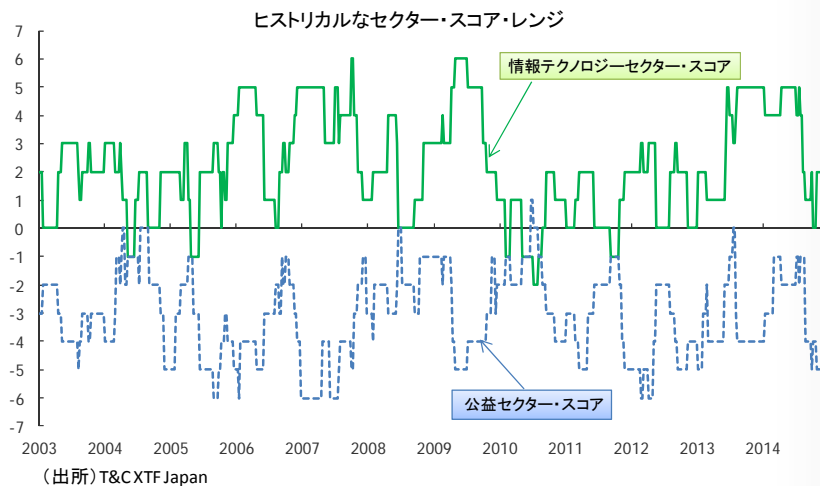
将来的には、これらを含めた 10 サイクル程のマクロ・サイクルをもって「セクターアロケーションモデル」の完成形にしたいと考えているが、データ取得の際のラグや信頼性が若干劣ることから、現時点ではモデルに組み込むことは適切でないと判断した。このため、当面は前述した 7 つのマクロ・サイクルに基づいて、セクター毎のスコアを算出することにする。

セクタースコアの見方～横比較とヒストリカルな視点

これらのサイクルからスコアを算出する方法についても、再度説明しておこう。それぞれのサイクルの過去 10 年超の期間において、サイクルがプラスの時期とマイナスの時期のセクターパフォーマンスを計測し、これらに明らかな差異がみられる時、アウトパフォーマンスセクターに+1、アンダーパフォーマンスセクターに-1 という「スコア」を付与する。また、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。最終的に、7 つのサイクルのプラス・マイナス局面ごとに各セクターにスコアを付与した上で、足元のサイクル局面における各セクターのスコアを算出する。

なお、セクターによってはマクロ・サイクルにあまり反応しない(スコアが 0 となりやすい)セクターもあり、スコアの振れ幅や水準はセクター毎に異なる点に留意したい。例えば、情報テクノロジーセクターは+6から-2の振れ幅(8 スコアの振れ幅)をもつが、資本財セクターは+3から-1の振れ幅(4スコアの振れ幅)にとどまる。また公益セクターは+1から-6 までの値を取り、比較的マクロ・サイクルに反応するセクターだが、スコア的水準は全般的に低い。このため、同セクターの場合、スコアが-1 でも必ずしも低いスコアではない。つまり、単純にスコアを横比較するだけではなく、各セクターのヒストリカルなスコアとの比較も考慮する必要がある。(図表 6)

図表 6



資本財サービスセクターをオーバー、公益セクターをアンダー

以上の点を踏まえた上で、10 セクターの足もとの総合スコアを見たのが図表 7 である。同図表では、過去の振れ幅(レンジ)における現在の位置も示すことによって、単純な横比較のみならずヒストリカルな視点も加えてある。

まずは単純にスコアの高低を見ると、全般的にスコアが低下する中で、引き続き一般消費財サービスのスコア(+4)が最も高い。一方、最もスコアが低い(-5)のは公益セクターで、3 カ月前に最低スコアであった通信サービスセクターと順位を交代した形となった。3 カ月前からの変化をみると素材セクターが0から+2にスコアを上げている点が目立つくらいか。

一方、ヒストリカルな観点で現在のスコアを評価したのが一番右端のコラムになる。ここでは最大・最小を 100%・0%とした百分率で示しているが、これに基づけば資本財サービスセクターがヒストリカルにも高いスコアを記録しており、逆に公益セクターのスコアは低い評価になる。これらを踏まえ、今後3カ月のセクター判断は、資本財セクターをオーバーウェイトとし、公益セクターをアンダーウェイトとする。

次号では各セクターのヒストリカル・スコア・データをもとに、各セクターの売買タイミングを提示する「タイミングモデル」の導入について説明したい。(和田康志)

図表 7

セクタースコア・サマリー(2014年12月19日時点)

	スコア			ヒストリカルレンジ		
	現在	3か月前	変化	MAX	MIN	ポジション
生活必需品	-4	-3	-1	1	-5	17%
一般消費財サービス	4	5	-1	5	-3	88%
エネルギー	2	1	1	6	0	33%
素材	2	0	2	3	-1	75%
資本財サービス	3	3	0	3	-1	100%
ヘルスケア	2	3	-1	5	-1	50%
情報技術	2	1	1	6	-2	50%
金融	1	2	-1	4	-6	70%
通信サービス	-4	-5	1	1	-6	29%
公益	-5	-4	-1	1	-6	14%

(出所) T&C XTF Japan

◇ 当面の為替見通し

ドル円は日銀の追加緩和で円安加速も、行き過ぎた円安を警戒へ

ドル円相場は、日銀の追加緩和を受けて円安の流れが加速し、12月上旬には一時1ドル＝121円台後半まで上昇し、7年4カ月ぶりの円安水準となった。2014年のドル円相場は上半期は狭いレンジ内で横ばいの動きが続いたものの、下半期に大きく円安に振れている。2014年の上半期は、米経済が予想外に低迷したことで米金利が低下したこと、ウクライナやイラクなどで地政学的リスクが高まったことなどを背景に、2012年9月以降の円安の流れが止まり、102円を中心に上下1円程度のレンジ内で推移した。しかし、下半期に入ると、地政学的リスクへの懸念が徐々に薄らいだことに加え、米金利の先高観が強まったことから円安基調となり、日銀が追加緩和を決定したことも手伝って円安の動きを加速した。

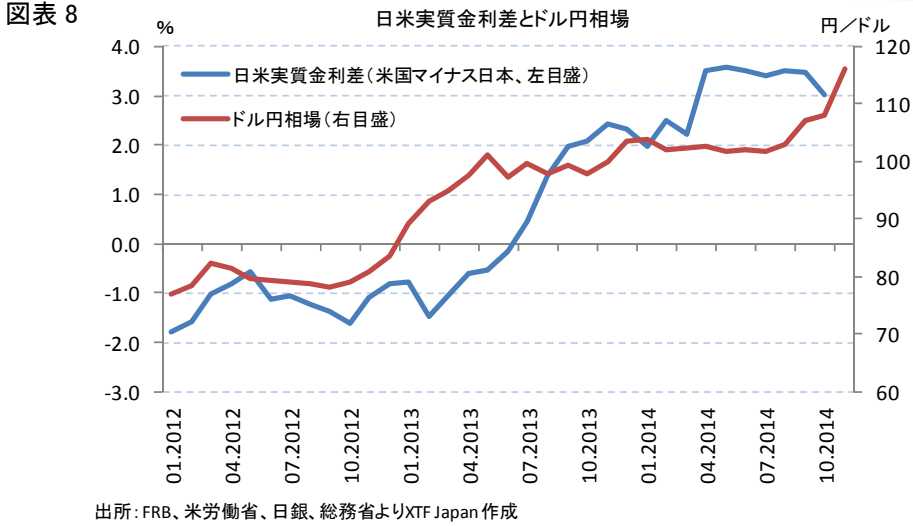
米連邦準備理事会(FRB)は金利正常化(利上げ開始)に向けて着々と地ならしを進めており、来年6月にも利上げが開始される見通しとなっている。一方、日銀が2%のインフレ目標にこだわるようだ、さらなる追加緩和の可能性も否定できず、日米の金融政策の方向性の違いは引き続き円安の支援材料となりそうだ。

円の実質実効レートを見ると、11月は70.25と1973年1月以来、約40年ぶりの低水準となっている。物価変動を考慮すると円安はすでにプラザ合意前の水準を越えて、ニクソンショック後、変動相場制の黎明期の水準に達している。当時に比べ輸出産業が既に海外に移転してしまっていることから、円安によるメリットは少ないとされており、行き過ぎた円安への懸念が強まっている。一方、ドルの実質実効レート(対主要通貨)を見ると、11月は93.8947と2005年11月以来9年ぶりの高水準となっている。ただし、水準自体が高いわけではなく、2000年台前半やプラザ合意前の水準にはまだ距離があることからドル高が行過ぎていると判断するのは時期尚早となっている。

また、日米の実質金利差が拡大していることも円安を支援している可能性が高い。10年債利回りから消費者物価指数の前年同月比を引いた値を実質金利と考えた場合、2013年から2014年にかけて、米国の実質金利から日本の実質金利を差し引いた日米の実質金利差は、日本の実質金利のマイナス幅が拡大したことを主な背景として大きく拡大した。日米実質金利の拡大におおむね歩調をあわせて円安が進行してきたことを踏まえると、2015年は円安が抑制される公

算もありそうだ。日本の 10 年債利回りは足もと 0.3% 台前半まで低下しており、下げ余地が乏しいなか、前年比での消費税引き上げの影響が剥落する 2015 年 4 月以降のインフレ率は 0.5% 前後まで低下する見通しとなっており、実質金利のマイナス幅がほぼ解消されることになり、日米実質金利差も縮小する公算が大きい。

尚、実質金利差とドル円相場を統計的に定常とみなせるように加工した上で、ベクトル自己回帰 (VAR) モデルでグレンジャーの因果性を検定すると、実質金利差からドル円相場への因果関係は認められたが、ドル円相場から実質金利差への因果関係は認められなかった。推計期間は 2002 年 1 月から 2014 年 10 月、データは月次データを利用した。(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 9 である。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 9 目先3カ月のTAAマトリックス

	オーバーウェイト/ロング	アンダーウェイト/ショート
アセット	債券	コモディティ
カントリー	ユーロ圏	中国
セクター	資本財サービス	公益

(出所) T&C XTF Japan, Inc.

アセットでは前回に引き続き債券をオーバーウェイトとした。グローバル経済に対する懸念が根強く残る中で、商品市況の悪化などからインフレにも下押しの圧力がかかる可能性があり、債券には引き続き追い風が吹いているものと考えられる。ただし、クレジットスプレッドは拡大傾向にあることから、ここでは国債を中心に考えるべきだろう。すなわち、i シェアーズコア米国債券総合指数 ETF (ティッカー: AGG) ではなく、i シェアーズ米 20 年超国債 ETF (同: TLT) を選びた

い。インフレ圧力が一段と限られているユーロ債も検討に値するが、前号で指摘したようにユーロ債 ETF は上場銘柄数が限られ、数少ないウィズダムツリーユーロ債券ファンド(ティッカー:EU)なども時価総額が小さく売買しづらい。時価総額の小さなユーロ債 ETF ではなく、ユーロ安シナリオに基づいたパワーシェアーズ DB 米ドルブルファンド(同:UUP)やプロシェアーズウルトラショートユーロ(同:EUO)のロングの方がトレードし易いだろう。

一方、アンダーウェイトのアセットも前回と同様にコモディティとした。11 月以降、原油相場は急落し 5 年来の安値を付けた。世界経済の鈍化懸念に加え、シェールガス開発等による供給過剰懸念も根強いいため、いまだ底打ちの気配を見せていない。値動きを分析するテクニカルアナリストの中には 1 バレル 30 ドル台もあり得ると予測する向きもあり、当面エネルギーを中心にコモディティ相場には慎重なスタンスが求められよう。商品総合指数に連動する ETF の中ではエネルギーの比率が高いシェアーズ GSCI 商品指数 ETF(同:GSG)を選びたい。同 ETF は経費率も 0.75%と妥当な水準である。あるいは US オイル ETF(同:USO)などエネルギー価格のみに連動する ETF も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はユーロ圏をオーバーウェイトとした。株式市場についていえば、米国市場にやや出遅れる形となっており、もう一段の上昇余地がある。ただし、上述のように、ユーロ安の懸念も同時にあるため、ウィズダムツリー通貨ヘッジ型欧州株 ETF(同:HEDJ)のように、できれば現地通貨建て指数に連動するドル建て ETF を選ぶべきであろう。一方、アンダーウェイトとしたのは中国である。中国経済については循環的なものに加え、構造的な下振れリスクを抱えていることから、新興国の中でも慎重なスタンスが必要とみられる。同国株式に連動する代表的な ETF である 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有効だろう。

セクターアロケーションは、オーバーウェイトを資本財サービスセクターとした。代表的な ETF としては、SPDR 資本財セレクトセクターETF(ティッカー:XLI)とバンガード資本財 ETF(同:VIS)があるが、両ポートフォリオを比べて見ると、前者は宇宙・防衛サブセクターの比率がやや高く、後者は中・小型株の占める比率が比較的大きい。経費率や流動性に大差はないので、好みの方を選べばよいだろう。アンダーウェイトとした公益セクターも、SPDR 公益セレクトセクターETF(ティッカー:XLU)とバンガード公益 ETF(同:VPU)が代表的な ETF となる。ポートフォリオを比べると、前者に比べて後者は天然ガスや再生エネルギー、水道などが比較的多く組み込まれており、中小型株のウェイトが高い。銘柄数も前者が 31 銘柄に対し後者は 79 銘柄と、後者の方がより分散されたポートフォリオと言えそうだ。(和田康志)

図表 10 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			
i シェアーズ米国国債20年超 ETF	TLT	0.15	6,170
パワーシェアーズDB米ドルブルファンド	UUP	0.80	1,007
プロシェアーズウルトラショートユーロ	EUO	0.95	4,397
ウィズダムツリー通貨ヘッジ型欧州株ETF	HEDJ	0.58	5,336
SPDR資本財セレクトセクターETF	XLI	0.16	9,429
バンガード資本財ETF	VIS	0.12	1,979
ショートポジション			
i シェアーズGSCI商品指数ETF	GSG	0.75	810
USオイルETF	USO	0.45	1,340
i シェアーズ中国大型株ETF	FXI	0.74	5,830
SPDR公益セレクトセクターETF	XLU	0.16	7,272
バンガード公益ETF	VPU	0.12	1,943

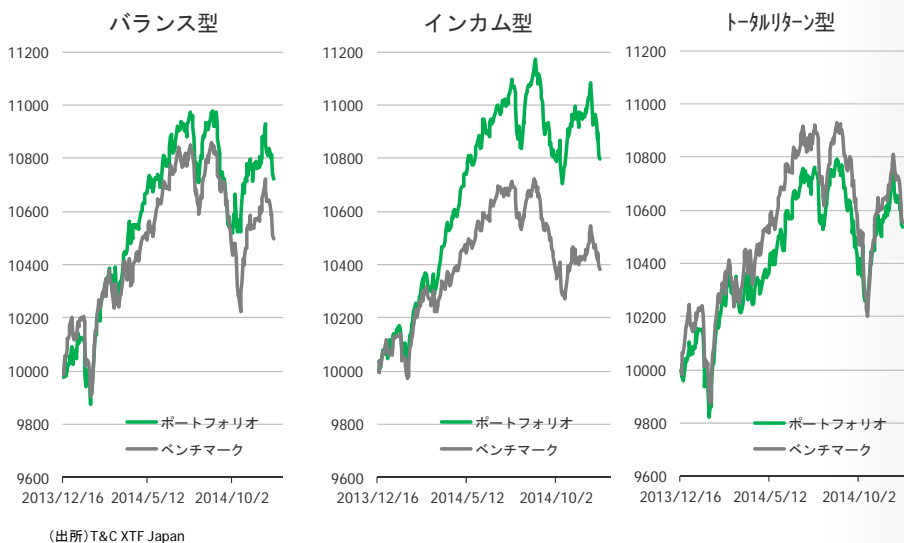
(注)時価総額、経費率はともに12月23日現在 (出所)T&C XTF Japan, Inc.

◇ 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 10~12 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 10-12 月期にバランス型が 0.8% (ベンチマークは-0.9%)、インカム型が-0.7% (同-0.5%)、トータルリターン型が 0.2% (同-1.1%) となった(いずれも 12 月 12 日時点、以下同)。これまで好調さを維持してきたインカム型ポートフォリオがベンチマークを小幅下回ったものの、バランス型、トータルリターン型はベンチマークのリターンがマイナスとなったにも関わらず、好調な結果となった。なお年初来では、それぞれ+5.4% (同+2.3%)、+6.4% (同+2.3%)、+3.5% (同+2.2%) となっている。

図表 11



図表 12

	2014				2014 10-12			
	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
バランス型	5.4%	5.7%	6.8%	0.80	0.8%	3.2%	7.1%	0.42
ベンチマーク	2.3%	2.4%	5.9%	0.37	-0.9%	-3.6%	6.1%	N.A.
インカム型	6.4%	6.7%	5.4%	1.20	-0.7%	-2.6%	6.0%	N.A.
ベンチマーク	2.3%	2.4%	4.3%	0.53	-0.5%	-2.1%	4.4%	N.A.
トータルリターン型	3.5%	3.7%	7.4%	0.47	0.2%	0.9%	7.5%	0.10
ベンチマーク	2.2%	2.3%	6.9%	0.31	-1.1%	-4.3%	7.1%	N.A.
参考)								
S&P500TR指数	10.5%	11.0%	13.0%	0.83	2.0%	8.1%	13.5%	0.59
MSCIロクサイ指数	3.3%	3.5%	11.4%	0.29	-1.0%	-4.1%	11.9%	N.A.
JPMグローバル債券指数	2.4%	2.5%	4.3%	0.53	0.0%	0.0%	4.7%	N.A.

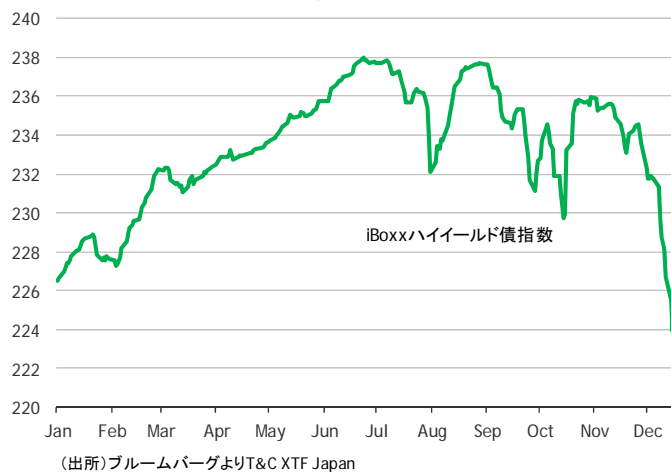
(注) 12月12日時点のデータに基づく。シャープレシオを計算する際の無リスク金利はドル短期資金の利回り。
(出所) T&C XTF Japan

目立つハイイールド債市場の急落

期間中の各市場の動きを見ると、前号でボラティリティの高まりを指摘したハイイールド債市場が 10 月以降底割れの様相を呈し、代表的な指数である iBoxx ハイイールド債指数は、10 月以降の下落率が一時 5% 近くに達したことが注目される。一般的には、原油やエマージング通貨市場の急落がニュースでも取り上げられることが多いが、ハイイールド債市場の変調は米国内においてもやや懸念すべき状況(中小企業の資金繰り等)が生まれつつあることを示している。なお、同時に米国債利回りが低下したことから、クレジットスプレッド(ハイイールド債利回り-国債利回り)が足もと急拡大している。これは信用リスクの拡大を意味しており、過去ボラティリティ

(VIX) 指数との相関性も高い。VIX 指数の上昇傾向が短期的ではなく持続的なものになる可能性もあり注意が必要であろう。

図表 13 ハイイールド債指数の下落止まらず？

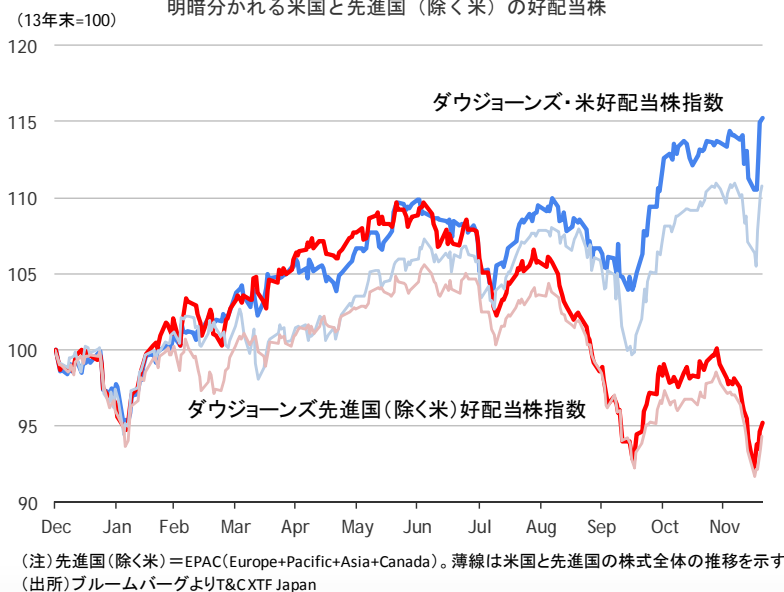


米好配当株と先進国(除く米)好配当株の対照的な動き

一方、これらの動きとは対照的に、株式市場は 12 月初旬まで比較的堅調に推移した。12 月半ばには、原油・為替市場の混乱が株式市場にも影響する場面があったが、その後急速に値を戻しており、年末にかけてダウ工業株などの代表的な株価指数は史上最高値を更新する勢いにある。特に堅調なのが、米好配当株(利回りに加えて配当の成長性が高い株式のこと)の動きである。株式市場の変動に合わせて上下しているものの、今年に入ってから好配当株は概ね代表的な指数を上回って推移している。これは金利水準が全般的に低水準にとどまる中で、着実に増配を続ける企業に対する投資家の評価が高まっていることの表れであろう。

ところが米国以外の先進国における好配当株に目を向けると、米好配当株の動きとはかなり異なる推移となっていることが分かる。米国と先進国(除く米)の株式相場のパフォーマンス格差に因るところも大きいですが、経営陣の配当に対するコミットメント等を含めた増配期待度の違いが表れている可能性がある。

図表 14 明暗分かれる米国と先進国(除く米)の好配当株



10-12 月期に複数回のリバランストレードを実施

弊社のポートフォリオを見ると、インカム型ではハイイールド債市場の悪化がパフォーマンスを押し下げた形となったが、一方で好配当株や成長株の堅調さがバランス型やトータルリターン型のパフォーマンスを底上げした。また足もとで市場間のパフォーマンス格差が目立ってきたこともあり、10 月以降に複数回のリバランストレードを実施した。このリバランストレードも(若干ではあるが)今四半期のパフォーマンス向上に寄与している模様だ。 (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」(その 2)

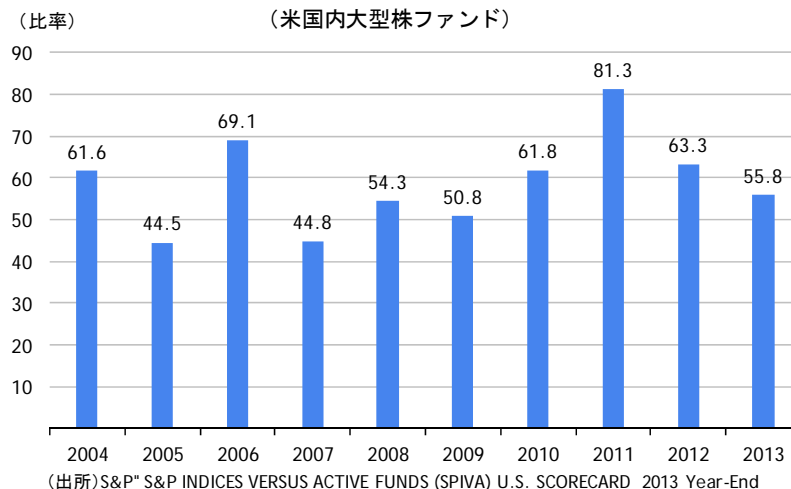
「銘柄選択のアクティブ運用」が投資家の支持を失う一方、ETF を活用した「アセット選択のアクティブ運用=ETF ポートフォリオ運用」が支持を得つつある。独立系アドバイザーの成熟化という内部事情もこれらの動きを後押ししよう。

投資家のアクティブファンド離れ

当レポートでは、第 5 号(2014 年春号)で隠れインデックスファンド(Closet index fund)の話題を取り上げ、第 7 号(同秋号)で投資家のアクティブファンド離れの話題を取り上げた。いずれも ETF 投資が普及した重要な背景であるため、直近の新しい動きについて簡単に触れておこう。

まず隠れインデックスファンドに関しては、特に欧州において投資家(団体)からの批判が強まっている模様である。例えば、スウェーデンの大手運用会社スエドバンク・ロバーに対し、インデックスファンドとさほど変わらない運用をしているにもかかわらず割高な手数料を徴収されたとの理由で株主代表訴訟が提起された。デンマークにおいては、金融当局が 9 月に隠れインデックスファンドの調査を実施し、同国内の株式アクティブ投信の約 3 分の 1 が隠れインデックスファンドであるとの調査結果を公表した。英国では、全てのアクティブファンドにアクティブ比率(一般的にこれが 60%以下のファンドが隠れインデックスファンドとされている)の開示を義務付けるよう、消費者団体が金融規制当局に勧告するとしている。これらの動きを受けて、とうとう 11 月末には EU の金融規制当局(EMSA)が、隠れインデックスファンド問題について調査に乗り出すことを表明した。

図表 1
ベンチマークを下回ったアクティブファンドの比率
(米国内大型株ファンド)



一方、2014 年は過去 10 年で最もアクティブファンドが苦戦した年になりそうだ。バンクオブアメリカの調査(10 月末までのデータ)によれば、ベンチマークを上回るパフォーマンスを記録しているアクティブファンド(米国内大型株)は全体の 17.7%にとどまるという。つまりベンチマークに負

けているアクティブファンドの数は、実に全体の 8 割を超えていることになる。同様の調査である S&P 社の SPIVA 調査によれば、2004 年から 2013 年の過去 10 年間において、ベンチマークに負けたファンドの比率が最も高かったのは 2011 年の 81.3%である。調査機関が異なるため単純な比較はできないものの、運用担当者にとって今年は 2011 年に匹敵する「厳しい年」であったということになる。裏を返すと、従来のアクティブ運用に対する投資家の不満が一層強まった可能性がある。

独立系アドバイザーは預かり資産の拡大につれて RM 化

このような状況は、投資家の「銘柄選択の」アクティブ運用離れを促進し、「アセット選択の」アクティブ運用すなわち ETF ポートフォリオ運用に対する関心を強めているものと考えられる。また、仮にこれらの状況を外部環境とするならば、独立系アドバイザーの RM(リレーションシップ・マネジメント)化という内部環境も、ETF ポートフォリオ運用の広がりを後押ししている。

従来、独立系アドバイザー(RIA)は ETF の活用に積極的であり、2014 年の 1-3 月期には RIA の ETF 保有総額が伝統的証券会社の ETF 保有総額を上回ったとの調査結果もある(もちろん顧客預かり資産総額では依然後者が前者を大きく上回っている)。このように ETF を積極的に利用してきた RIA 業界だが、この間アドバイザー業務の内容は劇的に変化したとも言われている。例えば、アドバイザーのコンサルタント会社 CEG Worldwide の調査によれば、「最も注力すべき業務はリターンの最大化かそれとも顧客との関係強化か」という質問に、「リターン」と答えたアドバイザーの比率は 2001 年に 86%に上ったが、2012 年には 11%に急落している。一方、「関係強化」としたアドバイザーは 14%から 90%に急増している。

また別の調査によれば、顧客預かり資産の多い RIA ほど顧客との関係強化により多くの時間を割き、投資調査にかかる時間は極端に少なくなるという。例えば、総運用資産(AUM)額が 1 億ドル以下の RIA が既存顧客との対話(Client Facing Activities)に費やす時間は全体の 50%ほどで、投資分析・判断(Investment Management)に費やす時間は全体の 20%ほどを占める(残りは管理業務)。これが総 AUM 額 100 億ドル以上の大手 RIA になると、前者が実に 90%超を占め、後者は 4%に満たないという(Cerulli Associates 調べ)。

このように、預かり資産の拡大とともに、アドバイザーの役割は変化し、a)単純に追加リターンを獲得するというよりも、b)投資家の様々なニーズを聞いた上でリスクやリターンを管理する(実際の運用は専門家にアウトソースする)ことが重視されるようになった。a)に適していたのが従来型のアクティブ運用であるとすれば、b)に適しているのが ETF ポートフォリオ運用といえないだろうか。

(和田康志)

図表 2

