

ETF Investing

Vol.9 - 2015 Spring

T&C XTF Japan 2015年3月30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

- ◇ ETF マネージドポートフォリオのデュー・デリジェンス

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: 株式

アンダーウェイト: コモディティ

世界経済の成長見通し、下方修正の流れに転換の兆し

国際通貨基金(IMF)が1月19日に公表した「世界経済見通し(WEO)改訂版」によると、2015年の世界経済の成長率見通しは3.5%となり、前回10月の3.8%から0.3%ポイント下方修正された。2016年についても、10月の4.0%から3.7%へ0.3%ポイント下方修正されている。近年、WEOでは成長見通しの下方修正が相次いでいるが、年初から比較的大幅な下方修正となった点はサプライズといえる。2014年1月のWEOでは同年の成長見通しを3.7%とし、前年10月の3.6%から0.1%ポイント引き上げたほか、2013年1月のWEOでは同年の成長見通しを3.5%とし、前年10月の3.6%からの下方修正は0.1%ポイントにとどめていた。IMFはやや異例ともいえる大幅な下方修正の背景として、中国をはじめとする新興国での成長鈍化、ユーロ圏と日本での景気後退と低インフレが指摘された。また、世界銀行が1月13日に公表した世界経済見通し(WEP)でも2015年の世界経済の成長見通しは、昨年6月の3.4%から3.0%へと0.4%ポイント下方修正されている。

しかし、こうした世界経済の成長見通し鈍化の流れにも転換の兆しが見え始めている。経済協力開発機構(OECD)が3月18日に公表した、世界経済見通し(EO)の中間報告によると、2015年の世界経済の成長率は4.0%、2016年は4.3%となる見通しで、前回11月の見通しからそれぞれ0.1%、0.2%上方修正された。石油価格の下落と金融緩和が成長を押し上げるとした。

原油安と世界的な金融緩和の流れを受けて、世界経済の成長見通しは下方修正から上方修正へと流れが転換していることから、アセットアロケーションはリスク許容度を引き上げて、株式のオーバーウェイトが推奨される。一方、中長期的なドル高見通しには変化がうかがえないことから、コモディティはアンダーウェイトとすることが無難な選択となる。債券市場は金融緩和で既に利回りが大きく低下しており、欧州では短中期債がマイナス金利となっていることから、短期的なキャピタル・ゲインは見込みづらく、ニュートラルが妥当とみている。

図表1 世界経済の成長見通し(前年比%)

	2013	2014	2015	前回	2016	前回
IMF(1月)	3.3	3.3	3.5	3.8	3.7	4.0
世界銀行(1月)	2.5	2.6	3.0	3.4	3.3	3.3
OECD(3月)	3.3	3.7	4.0	3.9	4.3	4.1

注：前回見通しはIMFが昨年10月、世界銀行は昨年6月、OECDは昨年11月。

出所：IMF、OECD、世界銀行よりXTF Japan作成

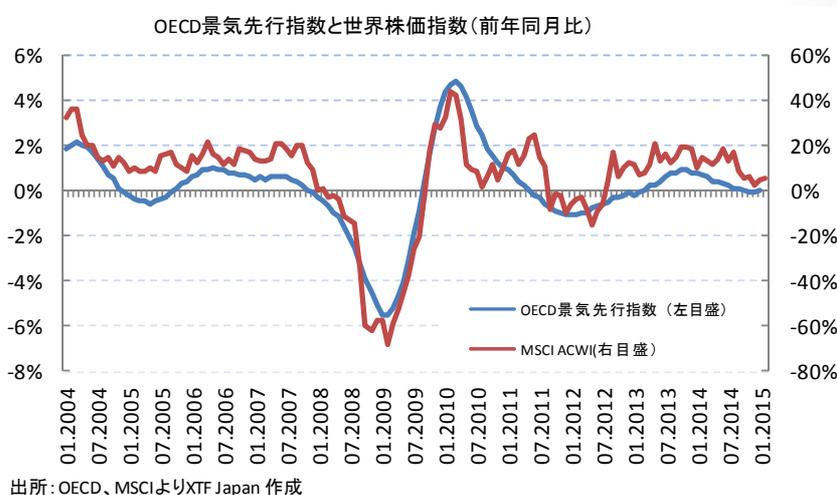
株式市場はおおむね堅調、金融緩和が下支え

年初からの株式市場はおおむね堅調に推移している。原油価格の急落をきっかけとした、金融緩和ラッシュに支援された。23の先進国・地域と21の新興国・地域の計44カ国・地域の株

価指数で構成されている 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 3 月 20 日現在で 3.6% 上昇、23 の先進国・地域で構成される MSCI ワールド・インデックスが 3.8% 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・インデックスが 1.4% 上昇となり、先進国・新興国ともにプラスサイドを維持している。

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・カンントリー・ワールド・インデックス、ACWI) のそれぞれの前年同月比の動きを比べると、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) の動きに 6 カ月程度先行するとみられており、株価も実体経済に先行すると考えられていることから、歩調は合いやすい。2015 年 1 月まで過去 10 年の月次データの相関係数は 0.87 と高い正の相関を示している。OECD 景気先行指数は、2013 年 12 月の前年同月比 0.9% 上昇をピークに伸びを鈍化させ、2014 年 12 月は同 0.1% 低下していたが、2015 年 1 月は同横ばいへと持ち直した。成長率見通しが改善していることを踏まえると、先行指数の伸び率も当面は上昇することが期待でき、株価も堅調となることが予想される。

図表 2

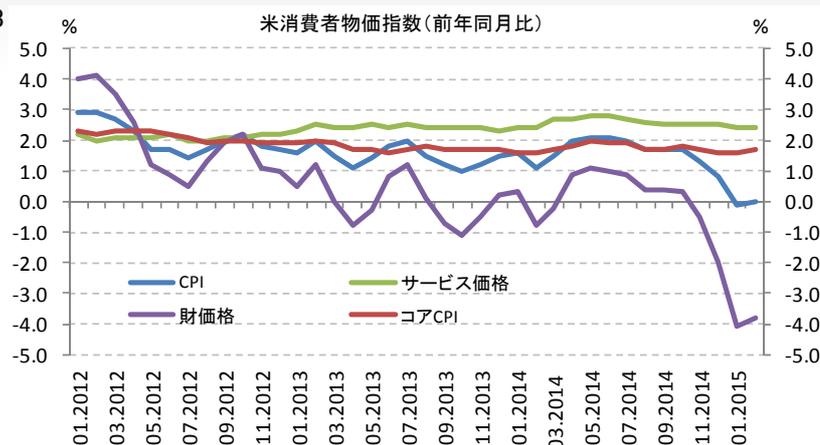


世界的な金融緩和の流れのなかで、米国は利上げ準備を整える

3 月 17・18 日に開かれた米連邦公開市場委員会 (FOMC) では、声明文から「辛抱強く」との文言が削除され、米国は利上げ準備を整えた。早ければ 6 月の FOMC での利上げ開始を視野に入れたことになるが、景気見通しが下方修正されたこともあり、開始時期については 6 月から 12 月まで幅広く予想されている。また、年内利上げ開始が有力視されているものの、一部 2016 年にずれ込むとの見方もある。

政策委員の中心的な経済見通しによると、2015 年の米成長率は 2.3%~2.7% と昨年 12 月の 2.6%~3.0% からレンジが引き下げられた。また、物価見通しも 0.6%~0.8% 上昇を見込んでおり、昨年 12 月の 1.0%~1.6% 上昇から大きく下方修正されている。目標の 2.0% を大きく下回ることから、見通し通りだった場合には、物価面から利上げを肯定できるのは 2016 年以降にずれ込む公算もありそうだ。2 月の消費者物価指数 (CPI) は前年同月比横ばいとなっている。ただし、ドル高で財価格が下落していることから、総合指数で見ると物価の上昇は弱くみえるが、サービス価格はやや過熱気味である。2 月の財価格は前年同月比 3.8% 下落したが、サービス価格は 2.4% 上昇した。財価格は主に国際経済の影響を受けやすく、サービス価格は国内経済の影響を受けやすいとされている。原油の供給過剰や中国経済の減速、ドル高などからエネルギーを中心とした財価格が下落しているが、家賃や教育、医療費などのサービス価格は 2.0% を上回る伸びを維持しており、国内景気を反映した物価に関しては比較的高い伸びとなっている。こうした見方に立った場合には、比較的早い段階での利上げも肯定されることになる。

図表 3



出所:米労働省よりXTF Japan作成

欧州中央銀行(ECB)は1月22日の理事会で、国債を含む月額600億ユーロの債券買い入れを2016年9月まで実施することを決定し、本格的に「量的緩和(QE)」へと踏み切った。3月9日から実際の国債購入を開始しており、3月19日現在、ドイツ国債の10年債利回りは0.1%台まで低下、7年債までがマイナス金利となっている。また、イタリアやスペインの10年債利回りも1.2%台まで低下している。2月のユーロ圏の消費者物価指数は前年同月比0.3%低下と1月の同0.6%低下から下げ幅を縮小したものの、3カ月連続で前年水準を下回っている。3月5日にECBから公表された経済見通しによると、2015年のユーロ圏のGDP見通しは1.5%増加と前回12月の1.0%増加から0.5%ポイント上方修正された。一方、2015年のユーロ圏のインフレ率見通しは0.0%と前回12月の0.7%上昇から伸び率を大きく低下させている。

日銀は3月16・17日に開かれた金融政策決定会合で、現行の量的・質的緩和(QQE)の継続を決定したが、当面の物価見通しを「ゼロ%程度で推移する」へと引き下げた。

1月の消費者物価指数は生鮮食品を除く総合指数が前年同月比2.2%上昇となり、消費税率引き上げの影響を除くと0.2%程度の伸びにとどまった。物価の伸びは基調的に低下しており、目的的にはデフレも視野に入っている。黒田総裁は就任3年目を迎えたが、就任当時「2年で2%」とした物価目標は達成できず、目標の達成は2015年度中を目途に事実上1年先送りされた。3月6日に公表されたESPフォーキャスト(民間エコノミストによる予測の集計)では、消費者物価指数の前年比は2015年度で0.43%、2016年年度で1.26%と予想されており、2015年度末までに2%に達するのめかなり厳しい状況にある。

目標達成が困難となった場合には追加緩和を実施するとしていることから、年内に追加緩和が実施されるとの期待が膨らんでいる。

OECDによると昨年12月から3月上旬までに、22カ国・地域の中央銀行がのべ31回の金融緩和を実施しており、金融緩和のラッシュとなっている。中国が3回、インドが2回実施したほか、ECBの量的緩和に前後してスイス、デンマーク、ノルウェー、スウェーデンが足並みをそろえた。また、資源国のカナダ、オーストラリア、アジアではシンガポール、タイ、韓国、中東ではエジプト、トルコ、南米ではペルーと金融緩和は世界的な広がりを見せている。こうした世界的な金融緩和により、当面は低インフレ・低成長を金融緩和で支える構造が続くとみられており、成長の鈍化が続く中国、インフレ率が弱含んでいる日本では追加的な緩和の可能性が指摘されている。

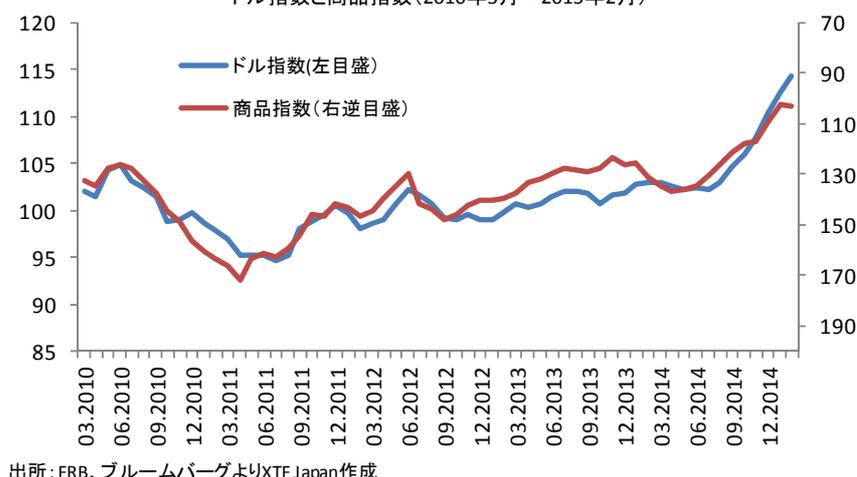
商品市場は急落からは下げ止まるも引き続きドル高が懸念

商品市場は昨年来の急落によりやく歯止めがかかりつつあるものの、基調的なドル高が続いていることもあり、ドル建ての国際商品価格はまだ底入れしたとは言いがたい。原油価格(WTI 期近)は3月17日現在で1バレル=43.46ドルと、12月末の53.27ドルから18.4%、9月末の91.16ドルからは52.3%の下落となっている。在庫が過去最高水準を更新する展開が続いており、供給過剰が嫌気されるなか、中国の成長鈍化で需要も伸びず、需給の緩みに解消の目処がたたないことから、当面は底探りの状況が続く見通しだ。

ニューヨーク金先物価格(期近、終値)はECBが量的緩和を発表した1月22日、1300ドルの節目を越え、年初来の騰落率は9.8%上昇に達した。しかし、ギリシャ問題が先送りされると、材料難から下値を探る展開に転じ、3月17日現在の年初来騰落率は3.0%下落とマイナスサイドに沈んでいる。

22品目の商品先物価格で構成されるブルームバーグ商品指数(旧ダウ・ジョーンズ USB 商品指数)の年初来の騰落率は3月17日現在で7.1%下落となった。過去5年のブルームバーグ商品指数と名目ドル指数を時系列でみると、相関係数はマイナス0.91と高い負の相関を示しており、国際商品価格がドル建てであることから、商品指数はドルの影響を強く受けていることを示唆している。米利上げを見据えて、当面はドルの堅調が予想されていることから、商品価格も上値の重い展開が見込まれる。(井上秀之)

図表4 ドル指数と商品指数(2010年3月～2015年2月)



◇ 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: ブラジル

積極的な金融緩和が評価される一方で、資源国への投資リスクを警戒

世界全体の成長見通しは改善の方向にあるが、国ごとの成長見通しには濃淡が残されている。ここでは、アセットクラスとしては株式を念頭に置いて、より高いリターンが期待できるカントリーアロケーションを検討する。

世界経済の成長見通しの改善は、石油価格の下落と金融緩和の2つが主な要因であり、なかでも大胆な量的緩和を実施しているユーロ圏と日本での成長見通しが顕著に改善している。OECDの経済見通し(EO)によると、ユーロ圏の2015年の成長見通しは0.3%ポイント上方修正となり、特に中心国であるドイツは0.6%ポイントの大幅な上方修正となった。まずは、ユーロ

圏もしくはドイツのウェイト引き上げることが検討されよう。ただし、ユーロ圏にはギリシャ問題がくすぶっていることから、このリスクを回避したい場合の次善の候補としては日本が挙げられる。日本の成長見通しは昨年 10 月の追加緩和とその後の財政支援が評価され、0.2%ポイント上方修正されている。加えて、まだ不透明ながらも、日銀による追加緩和への期待も高まっており、実施された場合にはユーロ圏をアウトパフォームする可能性もある。新興国に目を向けると、成長見通しが大幅に上方修正されているインドへの投資比率の引き上げが検討されよう。

一方、足もとでは相対的に高い成長が見込まれる、米国と英国については 2015 年から 2016 年へかけて成長率の鈍化が予想されており、ユーロ圏や日本に比べると相対的なパフォーマンスはやや見劣りする公算が大きい。また、石油価格の底入れはまだ確認できる状況にないこと、加えて成長見通しも下方修正されていることを踏まえると、資源国であるブラジル、カナダへの投資はリスクが高いと考えられる。特に、政治的にも不安定なブラジルへの投資は見送ることが無難であろう。

図表 5 主要国・地域の成長見通し

単位：%

	IMF				OECD			
	1月見通し		10月からの修正		3月見通し		11月からの修正	
	2015	2016	2015	2016	2015	2016	2015	2016
先進国	2.4	2.4	0.1	0.0	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
米国	3.6	3.3	0.5	0.3	3.1	3.0	0.0	0.0
ユーロ圏	1.2	1.4	-0.2	-0.3	1.4	2.0	0.3	0.3
ドイツ	1.3	1.5	-0.2	-0.3	1.7	2.2	0.6	0.4
フランス	0.9	1.3	-0.1	-0.2	1.1	1.7	0.3	0.2
イタリア	0.4	0.8	-0.5	-0.5	0.6	1.3	0.4	0.3
日本	0.6	0.8	-0.2	-0.1	1.0	1.4	0.2	0.4
英国	2.7	2.4	0.0	-0.1	2.6	2.5	-0.1	0.0
カナダ	2.3	2.1	-0.1	-0.3	2.2	2.1	-0.4	-0.3
新興国	4.3	4.7	-0.6	-0.5	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
中国	6.8	6.3	-0.3	-0.5	7.0	6.9	-0.1	0.0
インド	6.3	6.5	-0.1	0.0	7.7	8.0	1.3	1.4
ブラジル	0.3	1.5	-1.1	-0.7	-0.5	1.2	-2.0	-0.8

出所：IMF、OECDよりXTF Japan 作成

米経済は雇用のみが堅調、生産・消費ともに弱く先行きには不安も

米経済における中心的話題が FRB の利上げ時期に集中していることもあり、経済指標では強い雇用と弱い物価の動きに関心が寄せられている。堅調な雇用情勢を受けて、先行きも楽観視されがちではあるが、雇用以外の経済指標は総じて弱く、先行きに不安がないとは言い切れない。

2 月のシカゴ連銀全米活動指数(CFNAI)はマイナス 0.11 と 3 カ月連続でマイナスに沈み、3 カ月平均もマイナスとなった。同指数の 3 カ月平均がマイナスとなるのは、昨年 2 月以来となり、昨年 1-3 月期 GDP はマイナス成長となっている。また、2 月の小売売上高は前月比 0.6% 減少となり、こちらも 3 カ月連続で減少している。さらに、ドル高の影響から輸出も 3 カ月連続で減少しており、原油価格の下落で改善していた貿易収支も一進一退の動きに転じている。

家計の可処分所得は昨年 9 月の前年同月比 3.6% 増加から 12 月には同 4.6% 増加へと伸び率を拡大し、1 月も同 4.4% 増加と高い伸びを維持している。その一方で、貯蓄率をみると、10

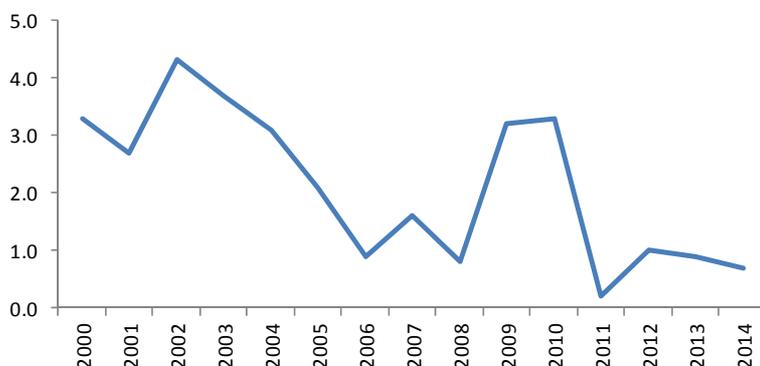
月に 4.5%まで低下した後、12 月には 5.0%、1 月には 5.5%へと上昇している。この動きは、ガソリン価格の低下による可処分所得の増加が貯蓄率に回された可能性を示唆している。

賃金の上昇が家賃や医療費の上昇に追いついておらず、家計が消費に対して消極的となっていることから、企業も設備投資には慎重な姿勢をみせている。企業が設備投資を控えていることから、生産性が低下しており、賃金の伸びが低いにもかかわらず、単位労働コストが上昇している。10-12 月期は労働生産性が前期比年率 2.2%減少、賃金が同 1.9%上昇した結果、単位労働コストは同 4.1%上昇した。一般に、単位労働コストの上昇はインフレ圧力とみられているが、これには賃金の伸びが生産性の伸びを上回ることが想定されている。足もとでは、賃金の伸びが低いことから消費の伸びも低く、労働コストを価格転嫁することは難しい。この状況では、労働コストの上昇はインフレ圧力よりも企業収益を圧迫する方向に働く可能性がある。

利上げ見通しやドル高による企業収益の悪化も懸念されていることから、S&P500 株価指数の年初来の騰落率は 3 月 20 日現在で 2.4%上昇と小幅な伸びにとどまっている。

図表 6

米労働生産性(前年比、%)



出所: 米労働省よりXTF Japan作成

ユーロ圏は金融緩和とユーロ安で景気回復へ、ギリシャ問題がアキレスけん

ユーロ圏の 10-12 月期の実質域内総生産(GDP)は前期比 0.3%増加となり、7-9 月期の同 0.2%増加から伸び率を拡大し、7 四半期連続でプラス成長を確保した。中心国のドイツが同 0.7%増加と 7-9 月期の同 0.1%増加から伸び率を急拡大し、成長をけん引した。昨年末から景気が失速ぎみの米経済に対し、ドイツ経済は昨年末から回復が加速しており、好対照となっている。企業景況感も 2 月まで 4 カ月連続で改善しており、原油安、ユーロ安、金利低下の追い風により、ドイツの DAX 株価指数の年初来騰落率は 3 月 20 日現在で 22.8%上昇と大幅な伸びを示している。

景気の先行きに明るさを取り戻したユーロ圏での最大のリスクはギリシャ問題となる。ユーロ圏財務相会合(ユーログループ)は 2 月 20 日、ギリシャへの金融支援を 4 カ月間延長することで合意したが、6 月末までに交渉がまとまるかどうかは不透明だ。

また、ギリシャ問題に比べると影が薄いものの、5 月 7 日に予定されているイギリス総選挙も波乱の要素を含んでいる。キャメロン英首相が政権を維持した場合には 2017 年末までに EU 離脱の賛否を問う国民投票を実施することから、関心は保守党が政権を維持できるかどうかにかつまる。各種世論調査によると、支持率は保守党と労働党が 30%前半で拮抗、英国独立党が 10%台半ばとなっている。ただし、スコットランド国民党(SNP)が労働党の地盤であるスコットランドで躍進することが見込まれており、第一党は保守党となる見通し。問題は支持率が低いことから、保守党が過半数を獲得する可能性が低いことにあり、連立の行方によっては労働党が少数与党となる可能性は残されている。仮に、保守党が政権を維持した場合、英国民

の約半数が EU 離脱に賛成と伝えられているほか、昨年 10 月に実施された欧州議会議員選挙では、反 EU を掲げる英国独立党が選出議員数で第一党になっていることもあり、国民投票が実施されれば、英国の EU 離脱も現実離れした話ではなくなってくる。

日本の株式市場には過熱感、さえない実体経済も公的資金の買いが後押し

日本の 10-12 月期の実質国内総生産(GDP)は前期比年率 1.5%増加し、3 四半期ぶりにプラス成長となった。マイナス成長を脱したとはいえ、期待はずれの弱い結果となったが、株価は公的資金の買いに支えられて堅調となっている。昨年 10 月に日銀が上場投資信託(ETF)を年間 3 兆円ペースで購入することを決定したことに加え、年金積立金管理運用独立行政法人(GPIF)が資産運用における国内株式の割合を 12%から 25%に引き上げた。各種報道での試算によると、GPIF は 10-12 月期に 2 兆円規模の株式を購入しており、さらに 10 兆円規模の買い余力があるとみられている。公的資金の買いがバックにあるとの安心感から、日経平均株価の年初来の騰落率は 3 月 20 日現在で 12.1%上昇となっている。

4 月以降のインフレ率がゼロもしくはマイナスとなることが予想されているなかで、今後は日銀が追加緩和を実施するのかが注目材料となる。また、GPIF の株式保有比率の引き上げに伴う株式の購入は早ければ年央にも目標値への到達が見込まれており、支援材料のはく落後も株価がそれまでの水準を維持できるのかも警戒される。

新興国では、インドとブラジルが好対照

新興国では成長率鈍化の続く中国がソフトランディングへの綱渡りを続けているほか、インドでは金融緩和と財政支援で好況となる一方で、ブラジルでは金融引き締めと緊縮財政で不況に陥っており、対照的な動きとなっている。

まず中国をみると、不動産市場の過熱を抑制する一方で、景気減速への配慮から金融緩和も実施しており、難しい舵取りが続いている。3 月 15 日に閉幕した全国人民代表大会では 2015 年の経済成長率目標が 7.0%前後へと引き下げられたが、成長鈍化は既定路線となっており、景気の急減速を回避して軟着陸することが目標となる。

バブルとの懸念が強い住宅市場では、2 月の住宅価格が昨年 4 月をピークに 10 カ月連続での下落となったが、下落スピードは鈍化しており、バブルが崩壊するような動きにはなっていない。経済指標では英 HSBC が公表している 3 月の製造業購買担当者景気指数(PMI)速報値が好不況の境目となる 50 を割り込んでおり、景気が減速中であることが確認されている。また、1-2 月の固定資産投資は前年同期比 13.9%増加となり、2014 年通年での 15.7%増加を下回り、目標となる 15.0%にも届かなかった。1-2 月の小売売上高も前年同期比 10.7%増加と 2014 年実績の同 12.0%を下回り、目標となる同 13.0%を大きく下回っている。1-2 月の鉱工業生産も 6 年ぶりの低い伸びにとどまっており、成長目標を 7%前後に引き下げたとしても、年初からの動きをみる限りでは当初の目標には届いておらず、下振れリスクが警戒される。

成長鈍化への懸念に加え、石油価格の下落による物価の弱含みもあり、昨年 11 月に続き、2 月と 3 月に金融緩和を実施したが、景気の減速には歯止めがかかっていないことから、さらなる追加緩和が見込まれている。株価の動きをみると、上海総合指数の年初来騰落率は 3 月 20 日現在で 11.8%上昇しており、追加緩和への期待に後押しされて堅調に推移している。

インドをみると、10-12 月期の実質国内総生産(GDP)は前年同期比 7.5%増加と 7-9 月期の同 8.2%増加から減速したものの、高い水準を維持した。インド準備銀行(中央銀行、IRB)は 3 月 4 日、政策金利であるレポ金利を 0.25%ポイント引き下げて、7.50%とした。利下げは 1 月に続き今年 2 回目のこと。IRB は 2016 年 1 月の物価目標を 6.0%としており、物価の伸びが目標

を下回っていることに加え、ルピー高への警戒も利下げを後押しした。2月の消費者物価指数(CPI)は前年同月比5.4%上昇となっている。インドは早ければ2015年にも成長率で中国を抜く可能性があるほか、物価の安定と財政収支の改善、貿易赤字の縮小などが好感されてルピーが上昇している。

インド政府は法人税率の引き下げやインフラ投資も実施しており、金融緩和と財政支援のポリシーミックスが景気の好循環をもたらした。SENSEX 指数の年初来騰落率は3月20日現在で2.8%上昇となっている。

インドとは逆に、ブラジルでは金融引き締めと緊縮財政の影響で景気の停滞が続いている。ブラジルは7-9月期にプラス成長に転じたことで一旦は景気後退から脱したものの、10-12月期のマイナス成長で再び景気後退入りする見通しとなっている。景気の低迷は当初の見通しよりも長期化しており、2015年もマイナス成長が見込まれている。

景気が後退しているにも関わらず、ブラジル・レアルの急落でインフレ率が上昇しており、貿易赤字の拡大、通貨下落、インフレ率上昇といった悪循環にある。ブラジルの消費者物価指数(CPI)は1月が7.1%上昇、2月が7.7%上昇と上昇傾向にあり、同国のインフレ目標の上限である6.5%を上回って推移している。ブラジル中銀は昨年10月以降、3月の会合まで4会合連続で政策金利を引き上げたが、レアルの下落に歯止めを掛けるには至っていない。国営石油会社を巡る汚職疑惑で政治的に不安定になっていることも通貨安に拍車をかけている。

ブラジル政府は緊縮的な財政政策を進めているが、景気が停滞していることもあり、財政再建の先行きは不透明となっている。財政再建が遅れるようだと、ブラジル国債の格付けが投資適格債以下へと引き下げられるとの見方もあり、警戒が必要だ。当面、金融・財政の両面で引き締めスタンスが維持される公算が大きく、景気停滞からの脱却にはまだ時間がかかるとみられている。ボブスパ指数の年初来騰落率は、3月20日現在で3.9%上昇となっている。(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: **素材**

アンダーウェイト: **生活必需品**

セクター・スコアをもとにタイミング・モデルを作成

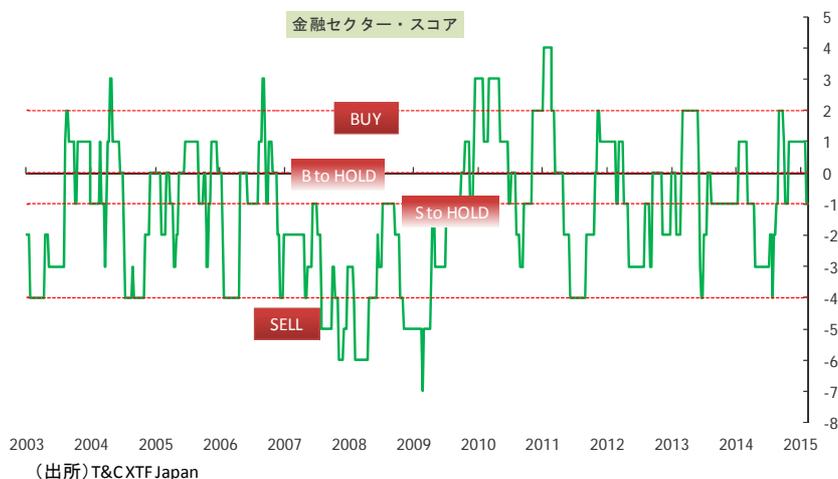
前号では、7つのマクロ・サイクルに基づいて各セクターのスコアを算出する手法について説明した。本号では、各セクターのヒストリカル・スコア・データをもとに、売買タイミングを提示する「タイミング・モデル」について解説する。例として金融セクターのスコアを2003年から見たのが図表7である。なお、スコアは高ければ高いほど当該セクター株価にとってマクロ環境が追い風であることを意味し、マイナスになればなるほどマクロ環境が向かい風であることを意味している。

金融セクターは10セクターの中で最もマクロ・サイクルに敏感なセクターであり、スコアは最大が+4、最小が-7、トータルで11スコアの振れ幅がある。全般的にマイナスとなる傾向が強いことから、スコアが+2程度でも金融セクターにとっては十分に追い風と考えられ、「買い」の理由となりうる。逆に-2程度では「売り」の理由とするほどマクロ環境は向かい風でないと解釈できる。以上の点を踏まえた上で、金融セクターについてはスコアが+2を上回った時に「買い(ロングポジション)」、スコアが-4を下回った時に「売り(ショートポジション)」とする。

さらに、スコアが一度+2を上回った後すぐに+2を下回ったとしても、ある水準(例えば±0)を下回るまでは「買い」判断を継続すると規定する。これは、余計な売買コストやポジションを早期

に閉じてしまうことによる機会損失を避けるためである。つまり、「買い」「売り」のレベルとは別に「中立」に戻すレベルを設定する。金融セクターの場合は「買い」の後は±0 まで下がった時点で「中立」へ、「売り」の後は-1 まで回復した時点で「中立」へ戻すこととする。

図表 7



金融セクターの過去の売買シグナルの検証

以上のように設定した金融セクター・タイミング・モデルが過去どの程度正しく売買のシグナルを点灯させたか検証を行ったのが図表 8～10 である。まず、図表 8 をみると、2003 年以降、「買い」の判断は 2005 年 6 月や 12 年 3 月など計 8 回の機会を記録し、平均期間は 12 週間となっている。このうち 7 回において S&P500 に対する相対パフォーマンスがプラスとなっている。ちなみに超過リターンの単純平均は 1.9% である。次に「売り」判断を見ると、2007 年 7 月や 2011 年 6 月など計 9 回の機会を記録し、このうち 6 回で S&P500 に対する相対パフォーマンスがマイナスとなっている。特に、2007 年～2009 年にかけての金融危機の期間において適切なタイミング（2007 年 7 月、2008 年 10 月）で「売り」判断に転じたことがわかる。結果、超過リターンは単純平均で約-6%（ショートポジションでは符号が逆になるので+6%の超過リターン）となっている。

以上、ヒストリカル・スコア・データに「買い」「売り」「中立」のそれぞれのレベルを設定することによって、各セクターの売買判断をシグナルする「セクター・タイミング・モデル」が導入できることを説明した。ちなみに同モデルに基づけば金融セクターのスコアは 3 月 20 日現在 -1 となっており、タイミング・モデルの判断は「中立」ということになる。今後、当レポートにおいて、金融セクター以外の 9 つのセクターについても、タイミング・モデルの検証を行う予定である。

図表 8 金融セクター売買タイミング・モデル実績

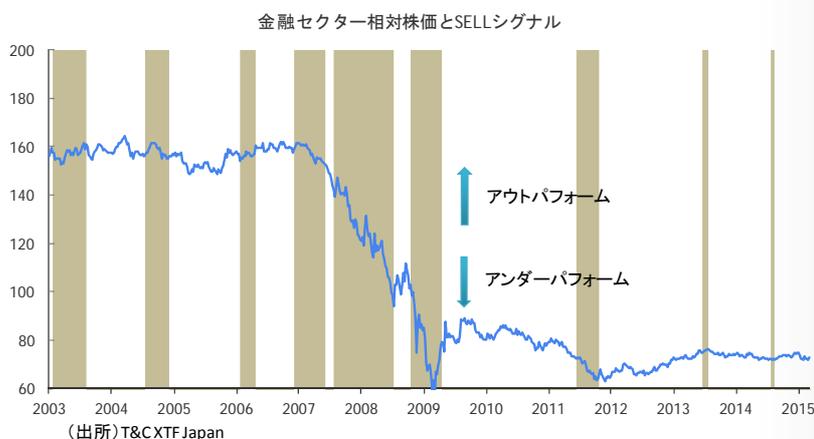
「買い(ロングポジション)」判断				「売り(ショートポジション)」判断			
開始	終了	週数	相対パフォーマンス (vs.S&P500)	開始	終了	週数	相対パフォーマンス (vs.S&P500)
08/08/2003	10/03/2003	7	-1.0%	01/24/2003	08/08/2003	28	2.3%
04/23/2004	06/18/2004	8	0.4%	07/16/2004	12/03/2004	20	-0.4%
06/17/2005	09/22/2006	3	2.3%	01/27/2006	04/28/2006	13	3.2%
09/01/2006	06/25/2010	27	5.3%	12/08/2006	06/08/2007	26	-4.1%
12/18/2009	03/18/2011	19	0.2%	07/27/2007	07/11/2008	50	-28.9%
11/05/2010	02/24/2012	15	2.9%	10/17/2008	04/17/2009	26	-21.0%
11/11/2011	06/07/2013	13	3.4%	06/10/2011	10/28/2011	20	-6.3%
03/09/2012	10/10/2014	6	1.7%	06/21/2013	07/26/2013	5	1.6%
				07/25/2014	08/15/2014	3	-0.3%
平均		12.3	1.9%	平均		21.2	-6.0%

(出所) T&C XTF Japan

図表 9



図表 10



景気サイクルがマイナスに転じた結果、素材をオーバー、生活必需品をアンダーに

次に、7つのマクロ・サイクルの足もとの状況を確認した上で、今後3カ月のセクターアロケーション戦略について説明する。

7つのマクロ・サイクルのうち、年明け以降に変化が生じたのが「景気サイクル」である。我々は景気サイクルを一般的な実質GDP成長率ではなく、事前の予想値に対して上振れたか下振れたかによって認識している。具体的にはシティグループ景気サプライズ指数がプラスであるかマイナスであるかによって、景気の強さ・弱さのサイクルを捉えている。1月23日、同指数は5か月振りにマイナスに転じると、その後もマイナス幅を広げる動きとなっており、足もとの経済指標は一部(例えば雇用統計)を除くと軒並み事前予想を下回る「弱い」内容となっている。これは(前回レポートでオーバーウェイトとした資本財セクターを含む)景気敏感セクターにとってはネガティブな材料である。

ただし景気サイクル以外の6つのサイクルについては前回レポート時点から局面の変化はみられない。このためセクター・スコアは幾つかのセクターにおいて小幅な変化がみられたにとどまった(図表11)。前回オーバーウェイトとした資本財セクターが小幅スコアを落とす一方、アンダーウェイトとした公益セクターは小幅スコアを上げた。結果、10セクターのうち最もスコアの高いセクターはエネルギーセクター(前は一般消費財セクター)、最もスコアの低いセクターは生活必需品セクター(前は公益セクター)となった。これら直近の動きに加え、ヒストリカルな視点に基づく足もとの強さ弱さ(図表11の右端コラム)も考慮した上で、目先3カ月のアロケーション戦略として、素材セクターをオーバーウェイト、生活必需品セクターをアンダーウェイトとする。

念のために付け加えると、今回変化が見られなかった6サイクルのうち、近い将来変化がありそうなサイクルはモメンタムサイクル(S&P500指数の20週移動平均値からの乖離)である。3

月上旬の株価下落局面ではかろうじて逃れたものの、同移動平均値は現在 2050 程度まで上がってきており、株価がしばらく軟調な展開となればこのレベルを恒常的に割り込む可能性も少なからずある。仮にそうなった場合は、各セクターのスコアにもさらに変化が生じることになる。詳細について本号で説明するスペースはないが、結論を言えば、その場合エネルギーセクターにはポジティブな影響を与え、金融セクターにはネガティブな影響を与えることになる。

(和田康志)

図表 11 セクタースコア・サマリー(2015年3月6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	現在ポジション
生活必需品	-4	-4	0	1	-5	17%
一般消費財サービス	2	4	-2	5	-3	63%
エネルギー	3	2	1	6	0	50%
素材	2	2	0	3	-1	75%
資本財サービス	2	3	-1	3	-1	75%
ヘルスケア	2	2	0	5	-1	50%
情報技術	2	2	0	6	-2	50%
金融	-1	1	-2	4	-6	50%
通信サービス	-2	-4	2	1	-6	57%
公益	-3	-5	2	1	-6	43%

(注) 現在ポジションはMax-Minを百分率した時の現在の位置を%で示す。(出所) T&C XTF Japan

◇ 当面の為替見通し

ドル円は円安の流れが弱まる、実質金利差の縮小や貿易収支の改善などで

ドル円相場は、2015年に入り円安の流れが小休止している。昨年10月末の日銀の追加緩和を受けて、12月には一時1ドル=121円台まで円安が進んだが、その後はギリシャ問題でリスク回避の動きが強まり、避難先として円が買い戻されたこと、また行過ぎた円安は日本経済にとってむしろ悪影響を与えるとの懸念が台頭したことなどから、円安の流れに歯止めがかかった。3月に入り、強い米雇用統計をきっかけに、米利上げ観測が強まったことから、一時122円台に乗せる場面もみられたが、米国ではドル高、日本では円安を懸念する声広がっていることもあり、持続的な円安の動きには至っていない。1-3月のドル円相場は、おおむね117円~122円のレンジ内で比較的小幅な動きとなり、昨年末と比べるとほぼ横ばいで推移した。

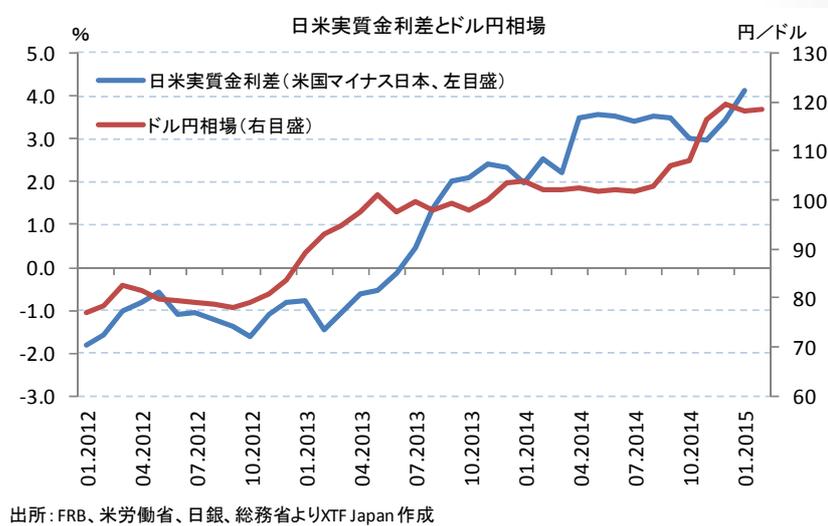
円安の流れが止まった背景としては、日米の実質金利差の縮小が見込まれること、日本の貿易収支が改善したこと、日米で行過ぎたドル高・円安を懸念する声広がったことなどが挙げられる。10年債利回りから消費者物価指数(CPI)の前年同月比を引いた値を実質金利とみなした場合、1月は米国の実質金利が2.0%に対し、日本の実質金利はマイナス2.1%となる。米国の実質金利から日本の実質金利を差し引いた値を日米実質金利差とすると、1月は4.1%となるが、2月以降は米インフレ率の上昇と日本のインフレ率の低下で実質金利差は縮小することが見込まれる。さらに、4月以降は日本のインフレ率がゼロ近辺となることが予想されており、日本の実質金利がプラスに転じる可能性が高まっている。一方で、米国の実質金利は物価の持ち直しにより低下が予想されることから、日米実質金利差は1%未満へと縮小する公算となる。このように、当面は実質金利差の縮小が見込まれることから、ドルの魅力が相対的に低下し、ドル円の上値を抑制しているもようだ。

2014年の日本の貿易収支は12.8兆円の赤字となり、前年の11.5兆円から赤字額を拡大した。また、2014年の経常収支は2.6兆円の黒字となり、前年の3.2兆円から黒字額を縮小している。ただし、2014年の下半期に限ると、貿易収支は5.2兆円の赤字と前年同期の6.7兆円から赤字額を縮小、また経常収支は3.1兆円の黒字と同0.1兆円の赤字から黒字に転換している。月次データを見ると、2015年1月まで輸出が5カ月連続で拡大しており、ようやく円安効果が見え始めている。このように、貿易収支の改善とともに、経常黒字も拡大していることも円安を抑制していると考えられている。

また、行過ぎた円安・ドル高への懸念もうかがえる。昨年12月の円の実質実効レートは69.2となり、1973年1月以来、約42年ぶりの円安水準となった。円安の進行は、貿易赤字を拡大させ、足もとは原油安の恩恵を打ち消す効果があるほか、輸入物価の上昇を通じて消費者心理を冷ます可能性などが危惧される。一方、ドルの実質実効レートをみると、2月は93.2まで上昇し、2009年4月以来の水準まで強含んでいる。また、ドルの名目実効レートは過去3カ月で6.0%上昇、過去6カ月で10.9%上昇と急速にドル高が進行した。ドル高は輸入物価の低下によりインフレ率を過度に低下させるリスクがあるほか、海外展開する企業の収益を圧迫することも危惧されている。このように、日米双方にとって、一段の円安・ドル高が实体经济に与えるマイナス面への指摘が増えていることも円安の流れを止めているもようだ。

FRBが年内の利上げを目指している一方で、日銀には追加緩和が期待されており、この逆向きの金融政策が引き続き円安の支援材料となる。ただし、ドイツをはじめとする欧州諸国の長期金利が軒並み米長期金利を下回っており、相対的に米国債の魅力が高まっていることから、利上げ見通しが強まっているにもかかわらず、米長期金利の上昇は限定的となっている。また、仮に日銀が追加緩和を実施したとしても円金利の下げ余地は乏しいことから、日米の金融政策の方向の違いがドル円レートに与える影響はこれまでよりも小さくなる見通しで、円安が進んだ場合でもスピードは緩やかなものが見込まれる。(井上秀之)

図表 12



◇ 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に基づいたETF銘柄選択

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 13

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	株式	コモディティ
カントリー	ユーロ圏	ブラジル
セクター	素材	生活必需品

(出所) T&C XTF Japan, Inc.

アセットでは株式をオーバーウェイトとした。原油安と世界的な金融緩和の流れを受けて、世界経済の成長見通しが改善することを見据えた措置であり、ポートフォリオのリスク許容度を前回よりも引き上げることがその趣旨である。ここ数年、ドル高が示すように米国一人勝ちの様相が強かったが、昨年半ば以降の急速なドル高にやや一服感が出てきていること等をふまえると、目先は米国株式のみを対象とした株式 ETF よりもバンガード世界株式 ETF (同:VT) や iシェアーズ MSCI 全世界株式 ETF (同:ACWI) などを選択したい。

一方、3 四半期連続でコモディティをアンダーウェイトとした。基調的なドル高が続いていることから、底入れの確認がしづらいことが理由である。商品価格指数で最も高いウェイトを占めるエネルギーは、在庫増や中国の需要減などで需給バランスの改善に目処が立っておらずしばらく底値を探る展開となりそうだ。原油主導のセリングクライマックスになるとすれば、商品総合指数に連動する ETF の中でもエネルギーの比率が高い iシェアーズ GSCI 商品指数 ETF (同:GSG) のショートポジションが有効だろう。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 も選択肢の一つになる。

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\$)
ロングポジション			
バンガード世界株式ETF	VT	0.18	4,112
SPDRユーロストック50ETF	FEZ	0.29	4,712
ウィズダムツリー通貨ヘッジ型欧州株ETF	HEDJ	0.58	13,609
SPDR素材セレクトセクターETF	XLB	0.15	2,907
バンガード素材ETF	VAW	0.12	1,255
ショートポジション			
iシェアーズGSCI商品指数ETF	GSG	0.75	812
USオイルETF	USO	0.45	3,170
iシェアーズMSCIブラジルETF	EWZ	0.61	3,223
SPDR生活必需品セレクトセクターETF	XLP	0.15	9,039
バンガード生活必需品ETF	VDC	0.12	2,452

(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.

次にカントリーアロケーションについては前回に引き続きユーロ圏をオーバーウェイトとした。前回はユーロ安を見込みユーロ建て指数に連動するウィズダムツリー通貨ヘッジ型欧州株 ETF (同:HEDJ) を選んだが、ユーロ安にも一服感が出てきたことから、今回はドル建て指数に連動する欧州株 ETF も選択肢になりうる。具体的には SPDR ユーロストック 50ETF (同:FEZ) や iシェアーズコア MSCI 欧州株 ETF (同:IEUR) が有効であろう。一方、アンダーウェイトとしたのはブラジルである。ブラジルでは金融引き締めと緊縮財政の影響で景気の停滞が続いており、さらに長期化する可能性もある。国営石油会社を巡る汚職疑惑から政治リスクも取りざたされ通貨

安にも歯止めがかかっていない。これらを踏まえ、同国株式に連動する代表的な ETF である i シェアーズブラジル株式 ETF (同:EWZ) 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素材セクターとした。代表的な ETF としては、SPDR 素材セレクトセクターETF(ティッカー: XLB)とバンガード素材 ETF (同:VAW)がある。両ETFの経費率、時価総額、サブセクター構成銘柄に大きな違いはないが、(原油安のメリットを最も受けるであろう)化学品サブセクターの比率がやや高い XLB(全体の 76%、VAW は 69%)を選択する。アンダーウェイトとした生活必需品セクターについては、SPDR 生活必需品セレクトセクターETF(ティッカー:XLP)とバンガード生活必需品 ETF(同:VDC)が代表的な ETF となる。こちらも経費率、時価総額、サブセクター構成比率に大きな違いはないが、ショートポジションであることから、より集中されたポートフォリオをもつ(=リスクの高い)XLP(40 銘柄、VDC は 100 銘柄)を選択する。(和田康志)

◇ グローバル ETF ポートフォリオについて

T&C グローバル ETF ポートフォリオの 1~3 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 1-3 月期にバランス型が 0.2% (ベンチマークは-0.3%)、インカム型が-0.3%(同-1.1%)、トータルリターン型が 0.6%(同 0.1%) となった(いずれも 3 月 12 日時点で 1-3 月期として計測、以下同)。インカム型のリターンがマイナスとなったものの、全てのポートフォリオにおいて、ベンチマークを上回るパフォーマンスとなり、2015 年も比較的堅調なスタートを切ったといえるだろう。この間の推移を図表 15 で確認すると、年明け後しばらくはベンチマークを大きく上回る動きとなったものの、2 月以降は逆にベンチマークを下回る動きに転じ、結局トータルではベンチマークを小幅アウトパフォームした形となった。2 月以降の欧州株と日本株が堅調に推移したこと、金価格の乱高下、REIT 株の頭打ち等がポートフォリオの変動に影響したものと考えられる。なお、設定以来のトータルリターンはそれぞれ 7.7%(ベンチマークは 5.1%)、8.4%(同 2.9%)、6.0%(6.1%)となっている。また、これらの数字を国内投資家にとっての海外投資のベンチマークである MSCI コクサイ指数のそれと比べれば、リターン値は小幅下回るものの、リスク値を考慮したシャープレシオでみるとバランス型、インカム型が同指数を上回るパフォーマンスとなっている。

図表 15



(出所) T&C XTF Japan

図表 16

	設定来				2015 1-3			
	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	7.7%	6.2%	8.5%	0.72	0.2%	1.1%	3.7%	0.30
ベンチマーク	5.1%	4.1%	7.4%	0.54	-0.3%	-1.5%	3.2%	N.A.
インカム型	8.4%	6.8%	6.9%	0.97	-0.3%	-1.3%	3.1%	N.A.
ベンチマーク	2.9%	2.3%	5.4%	0.42	-1.1%	-5.4%	2.3%	N.A.
トータルリターン型	6.0%	4.8%	8.7%	0.55	0.6%	3.3%	3.6%	0.91
ベンチマーク	6.1%	4.9%	8.6%	0.57	0.1%	0.4%	3.7%	0.11
参考)								
S&P500TR指数	18.6%	14.8%	15.8%	0.94	0.8%	4.1%	6.7%	0.60
MSCIコクサイ指数	10.9%	8.7%	13.8%	0.63	0.8%	4.4%	6.0%	0.72
JPMグローバル債券指数	-1.5%	-1.2%	5.2%	(0.24)	0.0%	0.0%	2.3%	N.A.

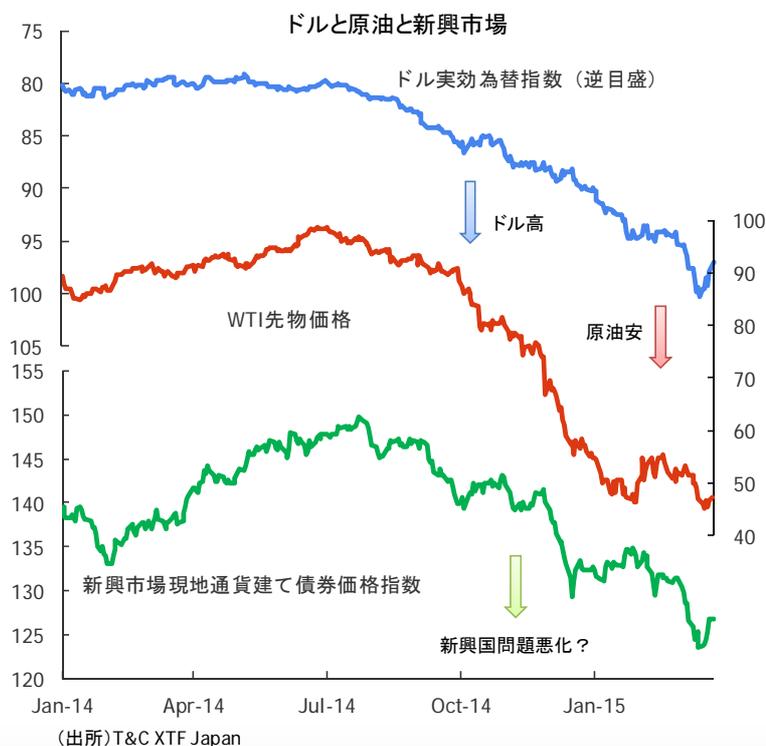
(注) 3月12日時点のデータに基づく。シャープレシオを計算する際の無リスク金利はドル短期資金の利回り。
(出所) T&C XTF Japan

急激なドル高と原油安は表裏一体、新興国経済への打撃に注意

1-3 月期中の各市場の動きのなかで、比較的大きな変動をみせたのが為替市場と原油市場である。1 月と 2 月の雇用関連指標がともに事前予想を上回り FRB の利上げ観測が強まったことを背景に、為替市場ではドルが各国通貨に対し強含み、ドル実効為替指数は一時年初来 10% 超の上昇となった。

ドル高と逆相関の動きを見せたのが原油相場である。一般的にドル高は(ドル建てで取引される)商品価格の割高感につながるため商品価格の下落要因になるといわれている。ドル高に歯止めがかかりドル安の流れに転じるまでは、原油相場の底打ちも確認しにくいだろう。なお、ドル高・原油安の動きが続いた場合には、新興国市場に与える影響も無視できない。というのも、商品価格は新興国経済の下押し要因となり、ドル高(新興国通貨安)はこれらの国の経常赤字ファイナンスを一段と困難にさせるからである。新興国市場発の相場混乱につながる可能性もあり、十分に注意しておく必要があるだろう。

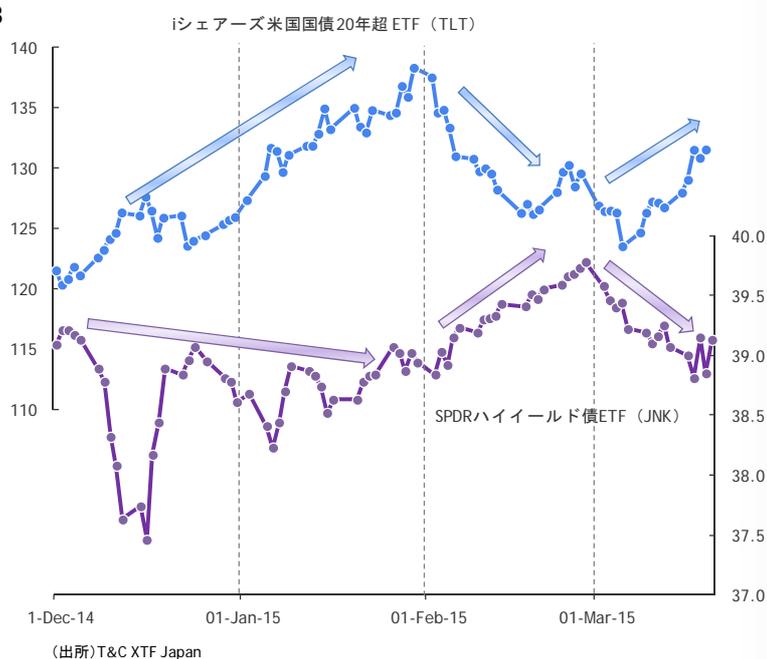
図表 17



ハイイールド債相場は米国債相場に出遅れる展開か

年明け以降、債券相場も上げ下げを繰り返す不安定な展開となったが、細かく観察すると米国債とハイイールド債が相反する動きを続けている点が目を引く。具体的には、米国債相場が1月に大幅上昇した後、2月は大幅に下落、そして3月は再び持ち直す展開となったが、ハイイールド債は1月に横ばいの後、2月に大幅上昇し、3月以降は再び下落傾向を強めている(図表18)。アナリスト予想集計機関のファクトセットによれば、2015年1-3月期の企業収益は2012年7-9月期以来の減益(前年同期比4.9%減)になるとみられている(3月20日時点の集計値)。昨年後半から一気に進んだドル高の影響を踏まえると、2015年の企業収益には年央にかけて一段と下方修正されるリスクがある。業績不振は信用リスクを高め、不良債権増大や信用スプレッドの拡大といった事態をもたらす可能性もある。このため、米国債相場が上昇した場合でも、ハイイールド債はこれに出遅れるとみておく必要がある。(和田康志)

図表 18



2. ETF 活用のヒント

◇ ETFマネージドポートフォリオのデュー・デリジェンス

順調な拡大が続いていたETFマネージドポートフォリオの運用残高が足もと急減速している。残高減少という事態は一時的とみられるが、フィナンシャルアドバイザーのETF運用に対するデュー・デリジェンスは今後ますます厳格化・煩雑化してこよう。

ETF業界6つのトレンド

1月26日、投資運用・管理ソリューションプロバイダーの最大手であるSEIインベストメンツが「ETF2.0～次世代を形作る6つのトレンド」というレポートを発表した。同レポートでは、近年のETFを取り巻く状況を分析しつつ、足もと6つの大きなトレンドがあると指摘している。まずは、その「6つのトレンド」について簡潔に解説する。

第一は「アクティブ型ETFの浸透」である。従来型のパッシブ運用のみならず、いわゆるスマートベータ戦略やマルチアセット戦略等の特色を持つETFが一段と増えるとしている。

第二は、「ETFと投信の融合」とある。投信(アクティブマネージャー)がETFを取り込み活用することでパフォーマンスの向上や運用の簡素化を図る動きが増えるとしている。

第三が「ETFを利用する投資家層の広がり」である。90年代半ばからスタートしたETFは、もともとヘッジファンドや機関投資家(いわゆるフラッシュトレーダー等)に活用されていたが、2000年代半ばからフィナンシャルアドバイザーや機関投資家(生保などの長期投資家)が利用するようになった。今後は年金や基金、個人年金口座などでの活用が進むだろうとしている。

第四が「ETFマネージドポートフォリオの広がり」である。ETFマネージドポートフォリオ(ETFストラテジストという名称も同じ意味で使われている)は、マネージドアカウントでETFポートフォリオ運用のサービスを提供する会社を指し、独立系アドバイザーのサブアドバイザーという形で運用の外注を請け負う比較的新しいタイプの運用会社である。顧客対応や新規顧客獲得に多くの時間を割かざるを得ない(=投資戦略の策定に時間がとれない)独立系アドバイザーのニーズを受け、運用資産額の拡大が続くだろうとしている。

第五が「投資家教育の場におけるETF(教育)の重要性拡大」である。ETF利用の広まりとともに、どうETFを使うべきか、なぜETFを使うのか、という教育が様々な場面で必要になってくるとしている。最後に第六として「海外市場でのビジネス拡大」を挙げている。(図表1)

図表1 ETF業界6つのトレンド

- | | |
|----|---------------------|
| 1. | アクティブ型ETFの浸透 |
| 2. | 投信との融合 |
| 3. | 利用投資家層の広がり |
| 4. | ETFマネージドポートフォリオの広がり |
| 5. | 投資家教育におけるETF比重拡大 |
| 6. | 海外市場でのビジネス拡大 |

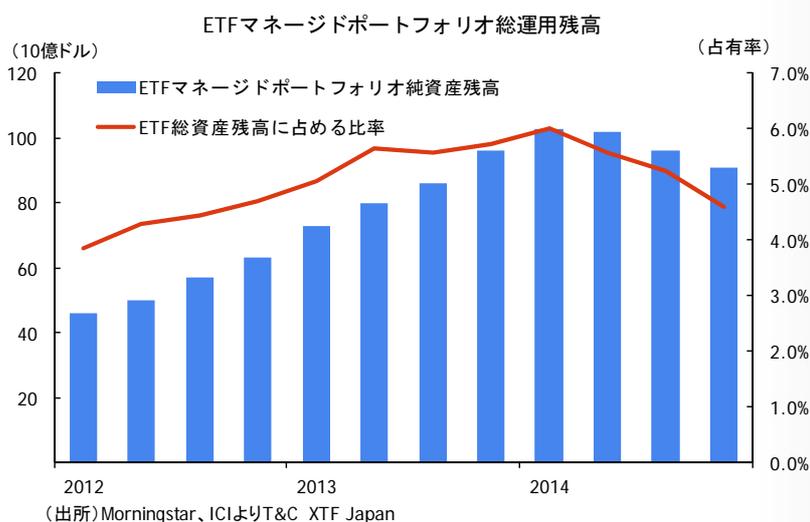
(出所)SEIインベストメンツ"ETF2.0"

ETF マネージドポートフォリオの拡大ペースが大幅鈍化

指摘された 6 つのトレンドのうち「海外市場の拡大」はひとまず置いておくと、残りの 5 つに関しては、ひとまとめで大きな一つのトレンドと言い直すことも可能だろう。つまり、「近年 ETF の使われ方はますます多様化している」ということである。ETF はそもそもパッシブ運用のツールとして開発され、現在でも一般的にはそのような使われ方をされている。しかし、パッシブプラスアルファ的なものを目指すツールとして、あるいはアクティブ運用の補完的なツールとして、さらにはベータを積極的に取りに行くツールとして ETF が使われることが近年は増えてきた。このように ETF の使われ方が多様化するなか、ETF 運用の巧拙を的確に評価することがますます重要となる一方、課題もまた少なくない。

例えば、上記トレンドの一つでもあり、運用資産の順調な拡大を続けていた「ETF マネージドポートフォリオ」が、足もと突然の急減速をみせている。モーニングスター社の調査によれば、ETF マネージドポートフォリオの運用残高は 2014 年 3 月末に 1,030 億ドルに達したあとに突如として伸び悩み、同 12 月末には 910 億ドルとなった。ここ数年、ETF マネージドポートフォリオの運用残高は前年同期比 40%前後の高い伸び率を続けていたが、14 年第 4 四半期には一気に伸び率がマイナスに転じたことになる。なお ETF マネージドポートフォリオの運用残高は米国上場 ETF の総資産残高の 4.6%(2014 年末時点)を占めている。

図表 2



図表 3

ETF マネージドポートフォリオ運用残高ランキング(個別ファンド)トップ5

2014年				2013年				
		年末残高 (10億ドル)	前年 比	年間 リターン		年末残高(10 億ドル)	年間 リターン	
1	ウインドハベン・ディバースィファイド・グロース	8.41	-16%	2.2%	1	グッドハーバー・タクティカル・コア米国株	10.44	27.1%
2	Fスクエアード・プレミアム・アルファセクター	6.22	-11%	8.2%	2	ウインドハベン・ディバースィファイド・グロース	9.97	10.4%
3	ウインドハベン・ディバースィファイド・アグレッシブ	4.98	-13%	2.1%	3	Fスクエアード・プレミアム・アルファセクター	6.99	32.0%
4	グッドハーバー・タクティカル・コア米国株	3.56	-66%	-20.0%	4	ウインドハベン・ディバースィファイド・アグレッシブ	5.73	15.0%
5	ウインドハベン・ディバースィファイド・コンサバティブ	2.76	-4%	2.3%	5	Fスクエアード・アルファセクター・プレミアム	3.24	32.9%
	S&P500トータルリターン			13.7%		S&P500トータルリターン		32.4%

(出所) MorningstarよりT&C XTF Japan

この突然の急ブレーキの理由は幾つか指摘されている。その最たるものとして挙げられるのが、業界最大手 F スクエアード・インベストメントに対する米証券取引委員会 (SEC) 調査である

(要因①)。2013年10月、SECは同社の一部ファンドの実績パフォーマンス表示が不相当であるとして調査を開始、翌年5月には同社が「明らかに過去のリターンを過大に表記した」ことを認め和解に応じたことから、同社旗艦ファンドから大量の資金が流出した。

また、2013年末の運用残高ランキングでトップ(104億ドル)に位置していた「グッドハーバー・タクティカル・コア US ファンド」の運用パフォーマンスが2014年を通じて大幅マイナス(-20%)となったことも、急ブレーキの大きな要因とされている(要因②)。同期間 S&P500 が10%超のプラスであったことと比較して大幅にアンダーパフォームしたことから、顧客資産の流出も加わり、同ファンドの14年末時点の運用残高は36億ドルと年間で実に7割減となった。さらに、F スクエアード・インベストメントと並ぶ業界大手のウィンドハベン・インベストメント・マネジメントにおいて、創業者兼 CIO ステファン・カチャーロ氏が個人的理由で14年6月に退社した。この報を受け、同ファンドから大量の資金流出があったことも響いたもようだ。

ETF マネージドポートフォリオのデュー・デリジェンスにも相当な時間がかかる？

これらの理由はいずれも個別のかつ一時的とみられることから、いずれ ETF マネージドポートフォリオの資産拡大ペースは元に戻るとの見方が一般的なようだ。とはいえ、長期的な拡大ペースに全く影響を与えない、とも言い切れないだろう。

特に要因①についてみれば、今回のケースで明らかになったことが二つある。一つは F スクエアード・インベストメントを含めた少なくないファンドが、戦略のベースとなるクオンツモデルを外部リサーチ会社からライセンス供与されているということだ(今回この外部プロバイダーが提供したデータに誤りがあったもようである)。つまり、社名や戦略名といった外見は異なっても、内実は大差のないモデルで運用されている ETF マネージドポートフォリオが少なくないということだ。ETF マネージドポートフォリオを利用するアドバイザーは(戦略を完璧に理解することは難しいとしても)ある程度モデルの仕組み等について精査することが今後は必要になるだろう。もうひとつはベンチマークや運用評価にかかわるデータの信頼性である。モーニングスター等の外部機関がベンチマークを提供することもあるが、ETF マネージドポートフォリオ自身が自社ファンドのベンチマークを提供しているケースも少なくない。この場合、そのベンチマークが果たして適切なものか・データは正しいかを見極める必要がある。

このように、ETF マネージドポートフォリオの運用資産減少をもたらした要因は確かに個別的・一時的かもしれないが、デュー・デリジェンスが重要であることをアドバイザーに再認識させるものでもあった。仮にデュー・デリジェンスにかかる時間が運用の外注によって節約できる時間とさほど変わらないということになれば、ETF マネージドポートフォリオに対するアドバイザーのニーズにも少なからず変化が生じる可能性はある。(和田康志)