

# 2017年

マイケル・アロン、CFA チーフ・インベストメント・ストラテジスト、SPDR米国ビジネス  
マシュー・バルトリニ、CFA SPDR米国リサーチ・ヘッド

# 投資の 見通し



世界の政治情勢が2016年に激変し、株式と債券の見通しは一変しました。2017年とその先のポートフォリオのポジショニングに当たり：

## インカム機会を追求

利回りがリスクに見合っていることを確認しながら伝統的なインカム収益源を超えて機会を追求

## 実物資産への投資を検討

高まるインフレリスクに対してポートフォリオの抵抗力を高める

## 逆風の緩和を目指す

金や低リスクのマルチファクター・スマートベータ戦略への配分により、時折発生するボラティリティの逆風を緩和

# 「ニュー・アブノーマル」 によろこそ

## 何を懸念していますか？

弊社の調査<sup>1</sup>に回答した850人近くの投資専門家が抱く懸念の上位3つは、2016年の論議を呼んだ一連の選挙と低成長から予想できることです。しかし、懸念の下位3つも見過ごすことはできません。

仮にこれらの特異な事象が実現することになれば、ポートフォリオに真の課題を突きつけることとなります。こうした結果は、予想しているリスクと、さらには予想していないリスクを緩和する分散投資の必要性を浮き彫りにします。

## 懸念の上位3つ

- 株式市場のボラティリティの上昇
- 米国企業の利益と業績の成長減速
- ワシントンと新政権の政治的膠着状態

## 懸念の下位3つ

- 「ハードブレグジット」  
(英国のEU強硬離脱)
- ハイイールド債発行体のデフォルト増加
- 中国経済のハードランディング

緩慢な成長と低金利（マイナス金利も）が、この2-3年間の世界経済を決定づけてきました。経済成長を再び勢い付けさせデysinフレ圧力を払いのけるために積極的な金融政策が使われてきましたが、経済は低速ギアの上り坂で身動きが取れない状況が続いてきました。

数年間も低迷した経済成長が続き、潤ったのは富裕層だけで、その他多くの人々が取り残されたため、不満を持った有権者が考えられないような選択をしました。まず、英国が国民投票で欧州連合の離脱を決定しました。続いて、米大統領選では異端児で反体制派の候補者を大統領に選出しました。このようにポピュリスト心理が急に広がったことは今後の展開に大きな影響を与え、あるいは「ニュー・アブノーマル」といった状況を生み出した可能性があります。

2017年は、米国および可能性として他の国で金融政策から財政政策とインフラ支出に主役が交代するため、小幅な経済成長を予想します。米国では、財政刺激策、インフラ支出と税制改革が短期的に成長率とインフレ率を押し上げるものと見られます。この全てが、既に多額の債務を抱え将来が不透明になっている世界で、財政に長期的な影響を与えます。

# 2つの非常に重要な疑問が市場の不透明感を浮き彫りに

年が進むにつれこの先には注視しそして論ずべきことが多々ありますが、投資家には今日、将来のための資金配分作業を行う必要があります。こうした投資決定は、投資家の心に重くのしかかる2つの大きな疑問に対する答えによって影響を受けます。

## 株式は過大評価されているか？

一言で答えれば、そうかもしれない、です。現在の株価純資産倍率(P/B)は、過去20年間の月次P/Bの中で58パーセントに位置づけられます(図表1を参照)。米国株は安くはありませんが、他の時期と比較して高すぎるといってはなりません。しかし、この状態は世界の他の地域に比べて好対照をなしています。他の地域では、株式がこれまでのP/Bの中央値を下回る水準で取引され、過去と比べてパーセントイルランクが下半分に入っているのです。米国に比べて、世界の他の地域はある程度割安に映ります。

もちろん、こうしたバリュエーションが現在の利益率に見合ったものかどうかを見極めることも大切です。また業績が改善していると言っても、それほど目覚ましいものでもありません。米国は5四半期続いた業績不振から回復しているところであり、米国外においても業績見通しに大差はありません。第3四半期にプラスの利益成長が見られるまで、MSCI EAFE指数の構成株式は4四半期連続でマイナス成長を記録し、ある四半期では30パーセント近くのマイナスに沈んでいたのです。米国とEAFEの指数に如実に表れている通り、昨年の世界経済の成長は平坦な道のりではありませんでした。主要市場のほとんどが直近で業績を向上させているため、利益成長が復活したと考えるのが妥当でしょうが、より低位の底を打った結果であり、自律的な成長過程に入っていないのかもしれない。

## 市場心理に変化があったのか？

その通りで、明確なスタイルのローテーションがありました。バリューはグロースを過去7年間のうち6年間でアンダーパフォームしてきました。それでも最近になって利益成長が失速し、株式のバリュエーションが相対的に高くなっていても、割安な銘柄はグロースを上回る伸びを示しています。バリューのグロースに対する比率が1を超えており、この変化は市場が告げる明確なリスクオンのシグナルです(図表2を参照)。また、トランプ政権が今後も景気循環を増幅させる企業寄りのトーンを打ち出し続けるならば、その基調が続く可能性があります。

図表1: 世界のバリュエーション比較 - 株価純資産倍率(P/B)

|                          | S&P500<br>指数 | ラッセル<br>2000<br>指数 | MSCI<br>EAFE<br>指数 | MSCI<br>ジャパ<br>ン<br>指数 | MSCI<br>欧州<br>指数 | MSCI<br>新興<br>国<br>指数 |
|--------------------------|--------------|--------------------|--------------------|------------------------|------------------|-----------------------|
| 現在のP/B                   | 2.84         | 2.19               | 1.49               | 1.31                   | 1.72             | 1.46                  |
| 現在の20年<br>パーセントイル<br>ランク | 58           | 59                 | 15                 | 37                     | 34               | 34                    |
| 20年中央値<br>P/B            | 2.80         | 2.12               | 1.92               | 1.51                   | 1.88             | 1.54                  |
| 現在の中央値<br>との乖離率(%)       | 1.4          | 3.3                | -22.5              | -13.3                  | -8.7             | -5.1                  |

出所: ブルームバーグ・ファイナンスL.P.、ステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズ(SSGA)、2016年11月22日時点。

上記は参照日時点の特性であり、その後の時点における最新の特性として依拠するべきではありません。

図表2: バリューのグロースに対する比率が急転回



— ラッセル1000バリュー指数 / ラッセル1000グロース指数

出所: ブルームバーグ・ファイナンスL.P.、ステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズ(SSGA)、2016年11月22日時点。

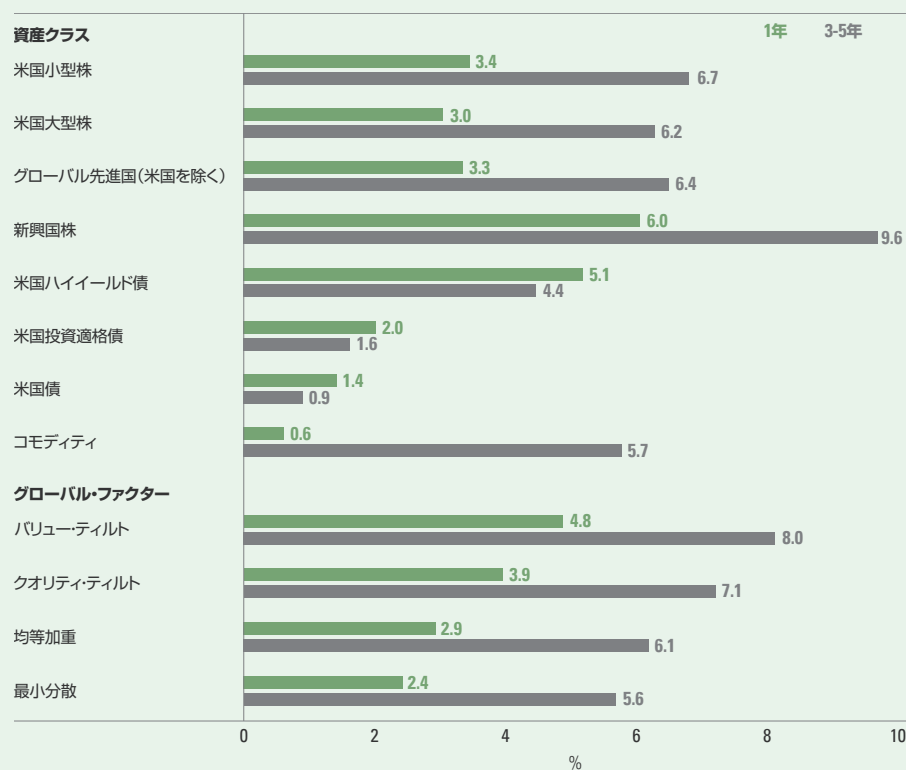
過去のパフォーマンスは将来の成果を保証するものではありません。指数のリターンは実際に運用されていないため、いかなる報酬や費用の控除も反映していません。

指数のリターンは、全てのインカムや損益の項目、および配当その他のインカムの再投資を反映しています。

# 2017年 グローバル 市場予測

SSGAの投資プロセスは定量モデルにファンダメンタルな判断を組み合わせることで投資機会を特定します。グローバル株式の見通しはまちまちですが、我々は戦術的資産配分モデルの中で米国外の株式よりも米国株を選好してオーバーウェイトを維持しています。米大統領選後に市場がリスク選好姿勢を強めているため、我々はグロースよりもバリューを選好します。低金利環境が続く中、国債よりもクレジットとハイイールド債を選好します。インフレ率が上昇するため米連邦準備理事会（FRB）が2017年に2度利上げを行うと予想し、国債の中では物価連動国債（TIPS）を選好します。

図表3: 2016年9月30日時点の予想リターン(%)



出所: ステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズ (SSGA) インベストメント・ソリューションズ・グループ。予想リターンは、2016年9月30日時点のSSGAインベストメント・ソリューションズ・グループの予想リターンと長期標準偏差に基づいています。予想パフォーマンスデータは報酬控除前で提示しています。助言報酬などの追加的報酬はリターンを低下させます。例えば、仮に10%の年率グロスリターンが5年間にわたり達成されたとして、年率1%の運用報酬が毎年課金され控除されたとする、通期のリターンは61%から54%まで低下します。パフォーマンスは配当その他の企業収益の再投資を含み、提示されている各国（または地域）の通貨建てで計算しています。為替効果は考慮に入れていません。予想パフォーマンスは必ずしも将来のパフォーマンスを示すものではなく、将来のパフォーマンスは大きく異なる可能性があります。資産クラスの予想を立てる上でSSGAインベストメント・ソリューションズ・グループが用いた想定については、開示事項のページをご参照ください。

# 主要資産クラスの予想と現在のポジショニング<sup>2</sup>



## 米国株 オーバーウェイト

米国大型株の予想リターンは3%で、上振れの可能性もあります。そのため、オーバーウェイト・ポジションで年初を迎えます。S&P500採用企業の利益成長が5四半期連続でマイナスを記録した後で、2017年に入り小幅にプラスの成長を予想します。

FRBによる利上げは利鞘を増大させるため、金融には有利に働きます。素材と資本財は、新規のインフラ支出を通じた財政刺激策から恩恵を受ける可能性があります。



## 外国株式（米国を除く先進国株式） アンダーウェイト

米国外の先進国株式の1年予想リターンは米国株の予想リターンと同等の3.3%です。戦術的ポジショニングとして、我々は外国株式に対して慎重な姿勢を維持し、欧州とアジア太平洋地域の先進国をアンダーウェイトとします。これらの地域をアンダーウェイトにする我々の判断は、ユーロ圏と日本における金融政策によるサポートの有効性が低下したという認識も一部反映しています。英国によるEU離脱交渉の詳細がこれから詰められていく中で、欧州にはダウンサイドリスクもあります。



## 新興国株式 中立

2017年の新興国株式の予想リターンは6%です。ロシアとブラジルが不況から立ち直るとともに、コモディティ価格下落によるマイナスの影響が弱まり、より高い成長を見込むためです。今のところ我々は新興国株式を中立ポジションとしています。バリュエーションが魅力的なままで改善が続けば、2017年にオーバーウェイトにすることを視野に入れていきます。



## グローバル国債 中立

2016年に時には世界で12兆ドルもの債券がマイナスの利回りになった<sup>3</sup>と推定されているグローバル債券市場にとって、史上最低水準に近い利回りは厳しい出発点となっています。利回りが一段と低下して価格が上昇しない限り、この資産クラスは今後マイナスのリターンしか生み出せません。



## クレジットとハイイールド債 オーバーウェイト

米国のクレジットとハイイールド債を引き続き選好し、1年予想リターンをそれぞれ2%と5.1%とします。スプレッドが縮小しても金利が正常化に向かう中、クレジットが国債をアウトパフォームし続けると予想します。



## コモディティ オーバーウェイト

原油価格は2016年の初め頃に付けた安値から目覚ましい回復を見せましたが、引き続き供給が過剰気味で世界の経済成長も小幅にとどまることから、2017年のエネルギー価格は多少強含みのボックス圏の動きになりそうです。金などの貴金属については、世界的なマイナス金利とインフレ率が高まる状況へ徐々に回帰することを考えると、今後も堅調に推移すると予想します。



## ファクター予想 バリューとクオリティを選好

我々は、1年から3年の範囲で見て、各ファクターがそれ自体の過去の水準に比べてどれくらい割安かを見ようとします。特に、我々は各ファクターについて純資産／株価スプレッドに着目し、それをその後のリターンと関連づけています。こうした関係性を使うと、バリューにティルトしたポートフォリオが最高のリターンをあげると予想され、クオリティがそれに続くこととなります。最近のパフォーマンスからすると、我々の分析では低ボラティリティ・ファクターが割高であることを示唆する水準近くに達していることを示しており、分析したファクターの中で最低のリターンになると予想されます。

# 「ニュー・アブノーマル」に向けた3つの戦略



## 適度なリスクでインカムを追求

分散投資、安定性、インカムを実現する債券ポートフォリオ配分を構築する伝統的なインカム収益源の先を見ることを検討し、高配当株式をもって利回りの数値ではなくクオリティを追求。

この2-3年間、投資家にとってインカムの生成は本当に難しい問題でした。10年米国債利回りが大統領選後に2パーセントを超えて上昇したものの、その状況は恐らく今後も続きそうです。特にこの利回り上昇が伝統的な債券を下落の連鎖に追い込みました。ブルームバーグ・バークレイズ米国アグリゲート債券指数（「アグリゲート」）は金融危機が起きていた2008年10月以降で最悪となる2週間リターンを記録しました。投資専門家が元本の保護とインカムの生成を2017年のポートフォリオを構築する上で最も重視する2つの検討事項に挙げている1ことから、2017年の主要テーマを「適度なリスクでインカムを追求」とすることに異論を唱える方は少ないでしょう。

残念なことに、“超”緩和的政策が伝統的なインカム収益源からのインカム生成の可能性を制約してきました。図表4では、世界の様々な標準的債券エクスポージャーの現在の利回りとそれぞれの20年平均をグラフ化しています。いずれの場合も、今日の債券利回りはそれ自体の過去の履歴と比べて大幅に低くなっています。

率直に言って、伝統的な債券の予想リターン(利回り)は低いままでありますが、デレレーションが延びているためリスクは高まっています。それでも、金利サイクルの終盤に差し掛かっている中、投資家は利回りを見つけて「くずへ突進する」べきではありません。昨年実施された社債の格下げは11月下旬までに1,000件超へ急増しており、ハイイールド債のデフォルト率も上昇しています。

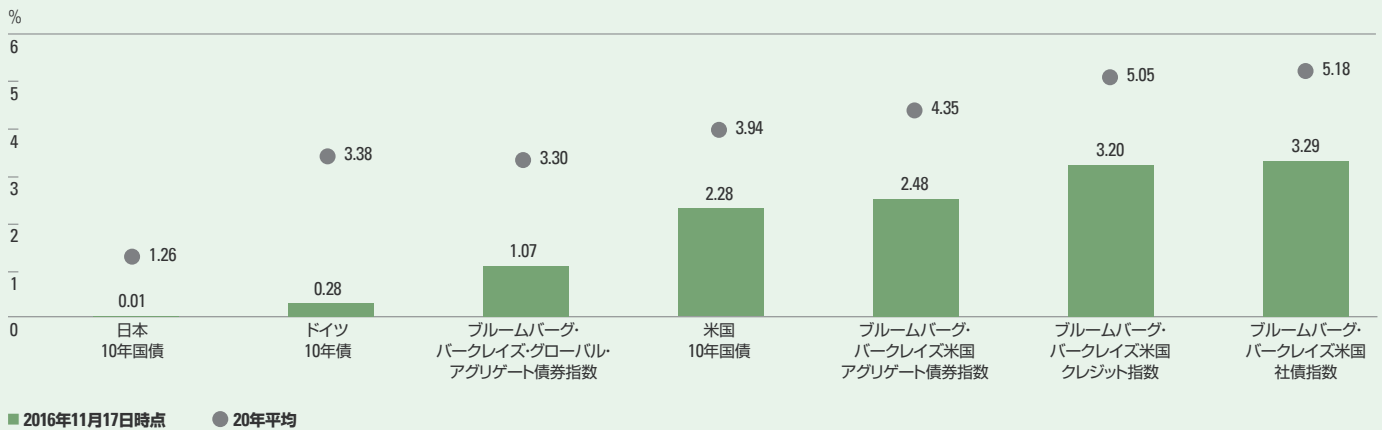
では、伝統的な債券のリスクが高く、金利が上昇する金利サイクルの終盤に入っていて、社債の格下げが2009年以降見られなかった水準を上回っているとしたら、債券ポートフォリオはどのように構築したらよいのでしょうか。

我々は、債券ポートフォリオを分散投資、安定性、インカムという3つの目標を目指す3つの異なるバケットに分割し、コア部分はこれら3つ全てを実現するようにして、適度なリスクでインカムを提供する可能性があるポートフォリオにするのがよいと考えています。コア以外では、固定利付債よりも変動利付債を選好し、その潜在的なインカムからクレジットを幅広く前向きに見ていますが、投資家はシニアローンを使ってクレジット配分を増やすことを考えたいかもしれません。ローンは金利が上昇しデフォルト率が高まっている時期には固定利付のハイイールド債よりも有利になる場合があります。

### 投資実施のアイデア

- TOTL** SPDRダブルライン・トータルリターン・タクティカルETF
- SRLN** SPDRブラックストーン/GSOシニアローンETF
- FLRN** SPDRブルームバーグ・バークレイズ投資適格変動利付債券ETF

図表4: 利回りは過去に比べて低いまま



出所: ブルームバーグ・ファイナンスL.P.、ステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズ (SSGA)、2016年11月17日時点。

過去のパフォーマンスは将来の成果を保証するものではありません。指数のリターンは実際に運用されていないため、いかなる報酬や費用の控除も反映していません。指数のリターンは、全てのインカムや損益の項目、および配当その他のインカムの再投資を反映しています。指数のパフォーマンスは特定の投資を示すものではありません。指数に直接投資することはできません。

また株式からインカムを生成する方法を検討することも重要です。しかし、単純に最も配当利回りの高い銘柄を買うのではなく、広範な株式エクスポージャーからインカムを生成する一つの興味深いトレンドを検証してみる価値があると考えます。S&P500採用企業の配当性向は、純債務EBITDA比率の増加に示される企業のレバレッジ量にほぼ合わせて連動するように上昇してきました(図表5を参照)。配当性向は20年平均よりも20パーセント高く、今や企業が債務を増やして配当に充てている可能性すらあります。それは疑いなく毒入りカクテルです。

インカム生成の一部を株式バケットに追加しようと考えている投資家にとって、高配当株式は一つのソリューションになり得ます。しかし、思慮深いアプローチをとる方が良いでしょう。適度のリスクでのインカム確保が主要な検討事項だとすると、投資家は利回りの数値ではなくクオリティをより重視すべきなのです。重視すべきなのは配当成長銘柄であって、市場で最も高い配当利回りを支払う銘柄ではありません。なぜなら、その配当利回りは今日ここにあるかもしれませんが明日には消えてなくなるかもしれないからです。

図表5: S&P500採用企業は配当性向を高めるとともにレバレッジも増大中



出所: ブルームバーグ・ファイナンスL.P.、ステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズ (SSGA)、2016年11月18日時点。

過去のパフォーマンスは将来の成果を保証するものではありません。

### 投資実施のアイデア

**SDY** SPDR S&P米国高配当株式ETF



## リフレ環境に向けたポジション

高まるインフレリスクに対してポートフォリオの抵抗力を高めるため、インフレ連動債 (TIPS) の先に進むことを検討し、実物資産へ投資。

トランプ大統領がアメリカの古びたインフラを改善するため財政支出を増やすという公約を掲げたことから、選挙後の世界ではインフレが意識され始めました。こうしたプランが供給サイド・インフレを引き起こすのではないかと、言い換えると、橋や道路、空港を整備するための投入財の価格が上昇するのではないかと期待に拍車をかけてきました。工業原料、農産物やエネルギーといった天然資源産業の株式は、関連商品の価格上昇の恩恵を直接得ることが期待されるため、投資家が受ける供給サイド・インフレの影響緩和に役立つ可能性があります。

図表6に示される通り、世界の天然資源株のバスケットは、インフレ期待に似た動きを示しています。過去5年間に、世界の天然資源株はブレイクイーブン・レートの動きに対するベータが (0.61) と、MSCIワールド指数 (0.34) のような標準的な時価総額加重のコア・グローバル・ベンチマークよりも高くなっています。

したがって、こうしたインフレのトレンドを活用しようとする投資家にとって、株式配分の一部を切り出してグローバル天然資源株に振り向けることは検討に値します。

図表6: 天然資源はインフレ期待の上昇への「自然な」投資行動となり得る



出所: ブルームバーグ・ファイナンスL.P.、ステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズ (SSGA)、2016年11月14日時点。

過去のパフォーマンスは将来の成果を保証するものではありません。指数のリターンは実際に運用されていないため、いかなる報酬や費用の控除も反映していません。指数のリターンは、全てのインカムや損益の項目、および配当その他のインカムの再投資を反映しています。

### 投資実施のアイデア

**GNR** SPDR S&Pグローバル天然資源ETF

**RLY** SPDR SSGAマルチ・アセット・リアル・リターンETF

## セクターベースのソリューションを使って他の潜在的トランプ・トレンドを活用

トランプ氏が米大統領選を制した後でカンフル剤を得たリフレ取引以外にも、トランプ政権下で現れるかもしれない3つのトレンドがあります。

### 金利上昇と規制緩和

銀行は、貸出金利の上昇と金融危機後に実施された規制改革の緩和から恩恵を受ける可能性があります。

アイデア: **SPDR S&P地方銀行ETF (KRE)**

### インフラ支出と国防支出の増額

トランプ大統領は、1兆ドルを投じて米国のサイバーセキュリティシステムを整備し直すという防衛力強化とインフラ整備に関わる支出構想を持っています。

アイデア: **SPDR S&P航空宇宙および防衛ETF (XAR)**

### 原油価格の上昇

トランプ大統領は、キーストーンXLパイプラインを完成させる願望を含むエネルギー・プラットフォーム強化を掲げて選挙戦を戦いました。最近なされたOPECの減産合意とともに、それがエネルギー価格と生産者にとって追い風になる可能性があります。

アイデア: **SPDR S&P原油およびガス探査・生産ETF (XOP)**





## 時折発生するボラティリティによる逆風の緩和を目指す

株式と債券に対してこれまで低い相関を示してきた金<sup>4</sup>と、  
低リスクのマルチファクター・スマートベータ戦略への資産配分。

過去5年間にわたり、CBOE VIX指数の平均レベルは長期平均の19.7を大きく下回ってきました。VIXのレベルが低ければ、低ボラティリティ環境だと結論づけてもおかしくはありません。しかし、ボラティリティに対する市場心理の代替指標であるCBOE SKEW指数（別名ブラック・スワン指数として知られる）は全く別の様相を示しています。

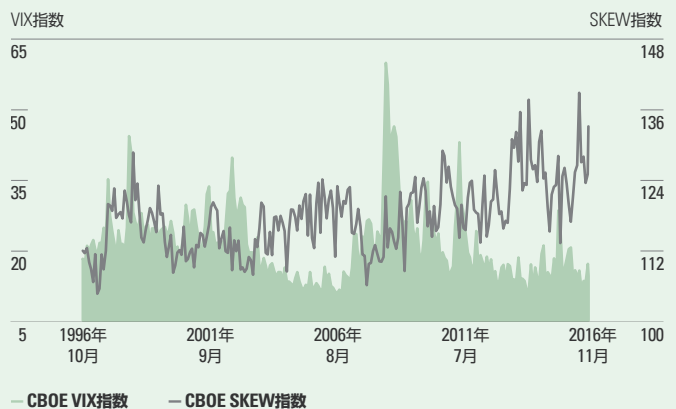
CBOE SKEW指数はアウト・オブ・ザ・マネーのオプションを使用して、テールリスク・イベントの確率を表すバロメーターを計算します。この指数は、アット・ザ・マネーのオプションを含む広い範囲のオプションを使用してインプライド・ボラティリティを推定するVIXとは対照的な動きとなっています。図表7は、VIXが10台の半ばから後半に留まっているのにもかかわらず、この指数の値は上昇していることを示しています。このことから、投資家がテールリスクをヘッジする対価の支払いを厭わず、緊張状態にあることがわかります。

過去にもVIX指数とSKEW指数のレベルに乖離が見られました。前回この現象が見られたのは2004年から2007年の夏までのことで、経済における高水準のレバレッジに対して投資家の懸念が生じていました。その後2008年に市場は調整し、米国の住宅市場バブルに終止符を打ち、世界金融危機が始まりました。

このように不確実性が継続する環境にあって、ポートフォリオを守りながら上昇相場にも乗りたい投資家には、どのようなツールが利用可能なのでしょうか。

ノーベル経済学賞を受賞した経済学者ハリー・マーコウィッツが助言した通り、「分散投資は唯一のフリーランチ」なのです。その言葉を念頭に置けば、伝統的な株式や債券に対してこれまで低い相関を示してきた金のポジションを含めることによって、ポートフォリオの分散化を図るのも一考でしょう。過去25年間における金と株式との相関は0.02、債券との相関は0.12でした。

図表7: ボラティリティの乖離



出所: ブルームバーグ・ファイナンスL.P.、ステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズ (SSGA)、2016年11月10日時点。

過去のパフォーマンスは将来の成果を保証するものではありません。指数のリターンは実際に運用されていないため、いかなる報酬や費用の控除も反映していません。指数のリターンは、全てのインカムや損益の項目、および配当その他のインカムの再投資を反映しています。

不確実性が高いため、一部の投資家は低ボラティリティ戦略に突進しましたが、市場が史上最高値を更新する中、アンダーパフォームする結果となりました。シングルファクターには浮き沈みがありますが、そうした興味深い時期にはボラティリティを緩和することが重要です。しかし前述の通り、我々の分析によると低ボラティリティ・ファクターは幾分割高になっています。そのため、投資家はシングルファクターの低ボラティリティ戦略以外にもボラティリティの最小化を追求する株式配分を検討するとともに、バリューやクオリティなど他のファクターも取り入れて、よりバランスの取れた分散化したエクスポージャーを取る必要があります。このアプローチは、シングルファクターの低ボラティリティ戦略よりも上値を迫る特性を維持しながら、リスクを低減し低ベータをもたらすものと考えられます。

### 投資実施のアイデア

**GLD** SPDRゴールド・シェア

**QUS** SPDR MSCI米国ストラテジックファクター<sup>SM</sup>ETF

**QEFA** SPDR MSCI EAFEストラテジックファクター<sup>SM</sup>ETF

**QEMM** SPDR MSCI新興国ストラテジックファクター<sup>SM</sup>ETF

# 「ニュー・アブノーマル」 の中で常態を追求

2016年から何らかの教訓を得たとすれば、世界は複雑で予測がつかないということでしょう。我々は2017年も引き続き重大な政治的、経済的变化に見舞われる年になると見ており、投資家は不確かな債券市場、インフレ期待の高まりやさらなるポピュリスト運動から受ける潜在的な逆風などのリスクの出現からポートフォリオを守り、新たな機会を活用するためのポジションを取ることがいかに望ましいかを考える必要があるでしょう。



## 適度なリスクでインカムを追求

分散投資、安定性、インカムを実現する債券ポートフォリオ配分を構築する伝統的なインカム収益源の先を見ることを検討し、高配当株式をもって利回りの数値ではなくクオリティを追求。

|             |                                 | 経費率(%) |      |
|-------------|---------------------------------|--------|------|
|             |                                 | グロス    | ネット  |
| <b>TOTL</b> | SPDRダブルライン・トータルリターン・タクティカルETF   | 0.65   | 0.55 |
| <b>SRLN</b> | SPDRブラックストーン/GSOシニアローンETF       | 0.70   | 0.70 |
| <b>FLRN</b> | SPDRブルームバーグ・パークレイズ投資適格変動利付債券ETF | 0.15   | 0.15 |
| <b>SDY</b>  | SPDR S&P米国高配当株式ETF              | 0.35   | 0.35 |



## リフレ環境に向けたポジション

高まるインフレリスクに対してポートフォリオの抵抗力を高めるため、インフレ連動債（TIPS）の先に進むことを検討し、実物資産へ投資。

|            |                               | 経費率(%) |      |
|------------|-------------------------------|--------|------|
|            |                               | グロス    | ネット  |
| <b>GNR</b> | SPDR S&Pグローバル天然資源ETF          | 0.40   | 0.40 |
| <b>RLY</b> | SPDR SSGAマルチ・アセット・リアル・リターンETF | 0.70   | 0.70 |



## 時折発生するボラティリティによる逆風の緩和を目指す

株式と債券に対してこれまで低い相関を示してきた金と、低リスクのマルチファクター・スマートベータ戦略への資産配分。

|             |  | 経費率(%) |      |
|-------------|--|--------|------|
|             |  | グロス    | ネット  |
| <b>GLD</b>  | SPDRゴールド・シェア                                 | 0.40   | 0.40 |
| <b>QUS</b>  | SPDR MSCI米国ストラテジックファクター <sup>SM</sup> ETF    | 0.15   | 0.15 |
| <b>QEFA</b> | SPDR MSCI EAFEストラテジックファクター <sup>SM</sup> ETF | 0.30   | 0.30 |
| <b>QEMM</b> | SPDR MSCI新興国ストラテジックファクター <sup>SM</sup> ETF   | 0.30   | 0.30 |

ネット経費率: 掲載しているファンドの一部はファンドの経費を削減する現在の報酬契約が履行されており、当契約が解除されるか修正された場合は経費率が上昇することになります。そうした削減の失効、および契約上か任意性かに関する完全な詳細は各ファンドの目論見書に記載されています。

## 用語解説

**アット・ザ・マネー** オプションの行使価格が対象証券の価格と同一になっている状況です。コール・オプションとプット・オプションの両方が同時にアット・ザ・マネーになります。

**ベータ** 市場に対する証券やポートフォリオのボラティリティを計測する指標で、広範な市場は通常S&P500指数により計測されます。ベータが1とは、証券が市場と一緒に動くことを指します。ベータが1.3とは、証券の変動性が市場に比べて30%大きいと予想されるという意味で、ベータが0.8とは、証券の変動性が市場よりも20%少ないと予想されるという意味です。

**ブルームバーグ・バークレイズ米国アグリゲート債券指数** 米ドル建て投資適格債市場のパフォーマンスを計測するベンチマークで、米国で一般向けに販売されている投資適格国債、投資適格社債、モーゲージ・パススルー証券、商業用モーゲージ担保証券ならびに資産担保証券を含みます。

**ブルームバーグ・バークレイズ米国ハイイールド社債指数** 米国の非投資適格、固定利付社債の市場を計測するベンチマークです。証券は、ムーディーズ、フィッチ、S&Pの中間の格付がBa1/BB+/BB+以下の場合にハイイールドに分類されます。

**ブルームバーグ・バークレイズ米国投資適格社債指数** 一般向けに発行されている米国社債、特定外国債券証券および担保付約束手形であって、2つ以上の格付機関から投資適格 (Baa3/BBB-以上) の格付を得ており、最終満期まで1年以上を有し、発行残高が2億5,000万ドル以上あるもので構成されるベンチマークです。組み入れ対象になる債券はSECに登録されている必要があります。

**ブルームバーグ・バークレイズ米ドル変動利付証券5年未満指数** 大部分は3カ月LIBORを基準とする変動利率と固定スプレッドを支払う債務証券で構成されるベンチマークです。当指数には、米国外企業、政府および国際機関が発行する米国登録のドル建て債券が含まれることがあります。

**ブルームバーグ・バークレイズ米国債指数** 満期が1年から30年までの米国債を含めることで米国債市場全体を対象とする指数です。

**CBOEボラティリティ指数 (VIX)** S&P500株指数オプション価格が織り込んでいる短期的ボラティリティの市場期待の尺度です。

**CBOE SKEW指数** 米国株式市場で起きる「テールリスク」イベントや「ブラックスワン」イベントと呼ばれる、極端な下落に対して知覚されたリスクを計測するように設計されたベンチマークです。SKEWの値は、アウト・オブ・ザ・マネーのS&P500指数オプションの加重ストリップから計算され、大規模で深刻な結果をもたらす予想外のイベントである「ブラックスワン」イベントを投資家が恐れるほど高いレベルに上昇します。SKEWは通常は100から150までの範囲に入ります。

**相関** 2つの投資対象と一緒に動く過去の傾向を示します。互いに相関の低い投資対象を組み合わせるとポートフォリオを分散させることがよくあります。

**信用リスク** 借手がローンの返済その他の義務を果たせないことにより発生する投資損失の可能性です。信用リスクは、通常はS&P、ムーディーズやフィッチといった信用格付機関が管理する信用格付により計測されます。

**為替ヘッジ付ファンド** ファンドの通貨エクスポージャーを外貨の変動に対してヘッジする金融契約を持つ投資ファンドです。

**デュレーション** 年数で表され、ポートフォリオの金利変化に対する感応度を計測する一般的に使われる尺度です。

**EBITDA** 純収入に金利、税金、減価償却費および定期返済費を足した指標です。資金調達と会計判断の効果を除外するため、企業や産業の収益力を分析、比較するのに使うことができます。

**グロース** スタイル投資で、急速に収益を成長させる可能性があると思われる企業に重点を置く戦略です。

**ファクタープレミアム** (モメンタムや利回りといった) ファクターの時価総額加重指数に対する過去のアウトパフォーマンスです。

**ハイイールド社債** 一般的に投資適格社債に比べて低い信用格付けと高い利回りを持つ社債です。

**MSCI EAFE指数** 米国とカナダを除く世界の先進国全体に及び大型株と中型株を代表する株式ベンチマークです。

**MSCI新興国指数** 新興市場23カ国の大型株と中型株を代表する株式ベンチマークです。834銘柄で構成され、各国の浮動株調整後株式時価総額の約85%をカバーしています。

**MSCI欧州指数** 欧州の先進15カ国の大型株と中型株を代表する株式ベンチマークです。

**MSCIジャパン指数** 日本株市場の大型と中型のセグメントのパフォーマンスを計測するように設計されたベンチマークです。

**株価収益率もしくはP/Eレシオ** ある企業の現在の株価が一株当たり利益の何倍になっているかを表すバリュエーション指標です。

**ラッセル1000グロース指数** グロースのスタイル特性を持つ米国の中型株と大型株のベンチマークです。米国株の時価総額上位1000銘柄で構成されるラッセル1000指数の部分集合です。

**ラッセル1000バリュー指数** バリュエーションのスタイル特性を持つ米国の中型株と大型株のベンチマークです。米国株の時価総額上位1000銘柄で構成されるラッセル1000指数の部分集合です。

**ラッセル2000指数** 米国株式ユニバースの小型株セグメントのパフォーマンスを計測するベンチマークです。

**S&P500指数** 代表的な産業から選んだ米国大型株500銘柄からなる広く使われているベンチマークで、利用可能な時価総額の約80%をカバーしています。

**スマートベータ** スマートベータとは、従来の時価総額ベースの指数に代わる指数構築ルールの使用を重視する一連の投資戦略として定義されます。

**インフレ連動債 (TIPS)** 投資家をインフレのマイナス効果から守るためインフレに連動する国債です。TIPSは、米国政府が保証する上、利率は固定で、額面が消費者物価指数で計測するインフレに合わせて上昇するため極めて低リスクの投資対象と見なされています。

**バリュー** 「スタイル」特化型投資の一つの基本的な構成要素で、本源的価値よりも低い価格が付いた企業に重点を置きます。企業の総時価総額を評価された簿価と比較する株価純資産 (P/B) 比率を検討するのが、バリューを評価する最も一般的に使われる方法です。

## 予想の前提

**債券:** 我々の債券の予想リターンは、現在の利回り条件と実質と名目のイールドカーブが過去の平均と比べてどのように変化していくかの予想を組み合わせ導き出しています。社債については、投資適格債とハイイールド債を分けてクレジットスプレッドとその期間構造も分析します。

**株式:** 我々の長期株式予想は先進国大型株の予想から始めます。こうした予想の基盤になっているのは、現在の配当利回り、予想実質収益成長率、それにバリュエーション倍率の拡大または縮小の可能性から導かれる潜在的実質リターンの予想です。我々の予想方法では、実質収益成長を推定するため、労働投入量と資本投入量の予想に基づく潜在的経済成長の長期予想を取り入れます。

**ファクターリターン:** 我々は、1年から3年の予想期間で見て、各ファクターがそれ自体の過去の履歴に比べてどれくらい割安かを見ようとしています。特に、我々は各ファクターについて純資産株価比スプレッドに着目し、それをその後のリターンと関連づけています。バリュエーションレシオは市場リターンを予測する上で有用であることがわかります。

**コモディティ:** 我々の長期コモディティ予想は、消費需要の代理変数としての世界のGDPの水準、ならびに我々のインフレ見通しに基づいています。コモディティの投資家にとってのリターンに影響を与える別の要因には、コモディティの保有方法 (例えば物理的に、合成的に、あるいは先物を使って) や異なるコモディティ・ベンチマークの様々な構築方法などがあります。

<sup>1</sup> 合わせて839人の投資専門家がステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズのオンライン年末調査に回答しました。その目的は、投資専門家の最も念頭にある投資に関する懸念材料と顧客ポートフォリオの検討事項を判断することにあります。調査は2016年11月に実施されました。回答者は、広範な運用資産を保有する様々な投資専門家のセグメントを代表していました。

<sup>2</sup> 出所: SSGAのインベストメント・ソリューションズ・グループ、2016年9月30日時点。

<sup>3</sup> 出所: ブルームバーグ・ファイナンスL.P.

<sup>4</sup> 相関係数は、2つの変量の線形関係の強さと向きを測ります。それは、1個の変量のその平均値からの乖離が他の変量のその平均値からの乖離とどれだけ関連しているかの程度を測定します。金のS&P500指数、ブルームバーグ・バークレイズ米国アグリゲート指数およびブルームバーグ商品指数に対する相関は、それぞれ-0.01、0.19、0.44です。指数のリターンには、値上がり益と値下がり損、インカムと配当再投資が反映されています。分散化により利益を確保したり損失に対する保証が得られたりするわけではありません。出所: ブルームバーグおよびSSGA、2015年12月31日時点。

本資料に示されている見解は2016年11月30日までの期間に関するSPDR ETFおよびSSGAファンドリサーチチームの見解であり、市場および他の条件等によって変更される場合があります。本資料には将来予測の表明とみなされる一定の情報が含まれています。そうした表明は将来の成果を保証するものではなく、実際の結果や展開はそうした予想とは大きく異なる可能性があります。本資料に含まれている情報は投資助言ではなく、そのようなものとして依拠すべきではありません。それを特定の証券を購入する勧誘とも売却する提案ともみなすべきではありません。それはいかなる投資家の特定の投資目的、投資戦略、課税状況や投資期間も考慮していません。税務および財務のアドバイザーにご相談ください。

アクティブ運用ファンドは特定指数のパフォーマンスの複製を追及するものではありません。アクティブ運用ファンドはベンチマークをアンダーパフォームする可能性があります。ファンドへの投資は、すべての投資家に適しているものではなく、完全な投資プログラムを意図しているものではありません。ファンドへの投資には、投資家がほとんど、もしくは全くリターンを得られないか、あるいは投資家が投資額の一部もしくはすべてを失う等のリスクがあります。資産担保証券とモーゲージ担保証券への投資には期限前返済リスクがあり、そのため金利低下期には利益の可能性が制限され、金利上昇期には損失を蒙る可能性が高まります。

債券は一般的に株式に比べて低い短期的リスクやボラティリティを有しますが、債券には金利リスク(金利が上昇すると債券価格が通常下落します)、発行体のデフォルトリスク、発行体の信用リスク、流動性リスク、そしてインフレリスクがあります。こうした効果は満期までの期間が長い債券ほど通常顕著になります。債券を満期前に売却あるいは償還した場合、相当な利益あるいは損失が発生する可能性があります。

ETFの受益権は流通市場で売買できますが、あらゆる市場条件下で直ぐに売買できることは限らず、市場のストレスが高まる時期には大幅に安い価格で売買されることもあります。

セクターファンドは狭い範囲に特化しているため、広範に分散したファンドよりもボラティリティが大きい傾向があり、一般的に市場全体よりも大きな価格変動が生じます。

「バリュースタイル投資では、バリュエーションが改善する特性を持つ割安な企業を重視します。この投資スタイルには、バリュエーションが一向に改善しない、あるいは「バリュースタイル」株式銘柄のリターンが他の投資スタイルや株式市場全体のリターンを下回るといったリスクがあります。

普通株式としてのリスクはありますが、低ボラティリティ株式は市場全体よりも低いリスク特性を持つと見られています。しかし、低ボラティリティ株式に投資するファンドは、そうした株価水準の変化に対する変動性の低い投資エクスボージャーを産み出さない場合があります。

「クオリティ」スタイル投資では、高いリターン、安定的な収益や低い財務レバレッジを持つ企業を重視します。この投資スタイルには、こうした企業の過去の実績が継続しない、あるいは「クオリティ」株式銘柄のリターンが他の投資スタイルや株式市場全体のリターンを下回るといったリスクがあります。

ETFは株式のように売買され、投資リスクがあり、時価が変動するため、売買する際の価格はETFの純資産価値に比べて高くも安くもなり得ます。売買委託手数料とETFの経費はリターンを低下させます。

パッシブ運用ファンドは指数をサブリングすることで投資しています。すなわち、ある範囲の証券を保有して、全体として主要なリスク要因その他の特性を指数に近似させています。これが指数のパフォーマンスに比べてファンドがトラッキングエラーを生じる原因となります。

分散化により利益を確保したり損失に対する保証が得られたりするわけではありません。

株式は変動が大きく、広範な市場や経済の状況に応じて大きく下落することがあります。

外国(米国外)証券には、大きな政治リスク、経済リスク、環境リスク、信用リスクと情報リスクが伴います。様々な程度の規制と流動性の制約があるため、外国証券は米国証券よりもボラティリティが高くなります。新興国では、これらのリスクが一層高くなります。

変動金利を持つ有価証券は、その利率が対応する市場金利の変化に追従できずに価値が低下することがあります。狭い範囲に特化した投資は、一般的に高いボラティリティを示し、地理的なリスクや資産クラスのリスクが高まります。ファンドには信用リスクがあり、債券発行体が元本および金利の支払いができなくなる可能性があります。

コモディティ投資には大きなリスクを伴うため、すべての投資家に適切だとは言えません。

SPDRゴールド・シェアーズ・トラストに関する重要情報：  
SPDRゴールド・シェアーズ・トラスト(「GLD®」)は、本資料が関係する提供情報について(目論見書などの)届出書面を証券取引委員会(「SEC」)に届け出ております。投資される前に、GLDがSECに届け出た届出書面の中の目論見書その他の文書をお読みになり、GLDと本情報提供に関するより完全な情報を得てください。これらの文書は、SECのウェブサイト [www.sec.gov](http://www.sec.gov) 上のEDGAR、または [www.spdrgoldshares.com](http://www.spdrgoldshares.com) にて無料で入手できます。他にも、1-866-320-4053まで電話でご請求いただければ、トラストまたは指定参加者が目論見書を皆様にお送りいたします。

GLDは1940年投資会社法(「1940年法」)の下における投資会社ではなく、1936年商品取引法(「CEA」)の下における規制の対象でもありません。そのため、本トラストの投資主には1940年法の下で登録された投資会社の株式保有に伴う保護あるいはCEAが与える保護がありません。

GLD受益権は株式のように売買され、投資リスクがあり、時価が変動します。GLD受益権の価値はGLDが保有する金の価値(経費控除後)に直接関係しており、金価格の変動が受益権への投資に大幅に不利な影響を与える可能性があります。時価で売買される受益権の売却に際して受け取る価格は、受益権に応じた金の価値よりも多い場合も少ない場合もあります。GLDはインカムを発生させず、GLDは継続的に発生する経費を賄うために常時金を売却するため、各受益権に応じた金の量は時間の経過とともに減少します。投資にはリスクがあり、GLDへの投資により資金を失う可能性があります。GLD受益権への投資のリスクに関する詳しい議論については、GLDの目論見書をご参照ください。

より詳しい情報は、State Street Global Markets, LLC, One Lincoln Street, Boston, MA, 02111, 866-320-4053 [spdrgoldshares.com](http://spdrgoldshares.com) にてご請求ください。本資料が電磁的に配布される場合、GLDの目論見書は [こちら](#) をクリックすれば入手できます。

債券証券の価値は、数々の要因の結果として減少することがあります。その要因として、例えば、市場全体の変動、金利の上昇、発行体、保証者や流動性供給者の予定された元本または金利の実際または認知上の支払い不能または支払い意思の喪失、債券証券市場の非流動性、またより金利の低い債券に再投資せざるを得なくなる元本の期限前返済などがあります。

実質金利が上昇するとインフレ連動債券証券の価格が下落することがあります。インフレ連動債券証券の利払いが予測不能になることがあります。国債と社債は、一般的には株式よりも穏やかな短期の価格変動を示しますが、潜在的な長期のリターンは低くなります。

比較的小数の証券に重点を置く分散化されていないファンドは、分散化されたファンドおよび市場全体よりもボラティリティが高くなる傾向があります。

シニアローンへの投資には信用リスクおよび一般的に投資リスクがあります。信用リスクとは、シニアローンの借り手が適時に利払いや元本の返済の義務を果たせないか、果たす意志がなくなる可能性を指します。シニアローンの利子または元本の支払いがデフォルトすることにより、シニアローンの価値が減少し、その結果、ポートフォリオの投資価値が減少し、ポートフォリオの純資産価値(NAV)が減少する可能性があります。

別名「ジャンク債」としても知られるハイイールド債への投資は投機的とみなされ、投資適格債への投資に比べて元本と利子を失うリスクが高くなります。こうした低格付けの債券には、発行体の信用属性の潜在的な変更による大きなデフォルトリスクや価格変動リスクがあります。

本資料で参照している商標とサービスマークは、それぞれの所有者の財産です。第三者のデータ提供者は、データの正確性、完全性や適時性に関するいかなる保証も表明せず、そうしたデータの利用に関連して発生したいかなる損害についても責任を負いません。

DoubleLine® はDoubleLine Capital LPの登録商標です。Standard & Poor's®, S&P®, SPDR® は、Standard & Poor's Financial Services LLC (S&P)の登録商標です。Dow Jonesは、Dow Jones Trademark Holdings LLC(ダウ・ジョーンズ)の登録商標です。これらの商標は、ライセンスを受けてS&P Dow Jones Indices LLC (SPDJI)が使用し、特定の目的のためにState Street Corporationがサブライセンスを受けています。State Street Corporationの金融商品は、SPDJI、ダウ・ジョーンズ、S&P、それぞれの関連会社およびライセンスを受けた第三者が提供、推奨、販売、あるいは宣伝するものではなく、係る当事者のいずれも係る商品への投資の適否に関して表明せず、それに関連していずれかの指数に過誤、遺漏、中断などがあっても責任を負いません。

販売会社：State Street Global Markets, LLC。FINRAおよびSIPCの会員であり、ステート・ストリート・コーポレーションの100%子会社です。ステート・ストリートへの言及は、ステート・ストリート・コーポレーションおよびその関連会社を含みます。特定のステート・ストリート・コーポレーションの関連会社は、SPDR ETFに関わるサービスを提供し、そこから報酬を受けています。

State Street Global Markets, LLCは、アドバイザーを代行する全ての登録商品の販売会社です。SSGA Funds ManagementはGSO Capital PartnersおよびDoubleLine Capital LPをサブアドバイザーとして契約しています。GSO Capital PartnersならびにDoubleLine Capital LPは、State Street Global Markets, LLCの関連会社ではありません。

**投資する前に、ファンドの投資目的、リスク、手数料および費用を考慮してください。こうした情報を記載した目論見書または要約目論見書**を入手するには、1-866-787-2257に電話をするか、あるいは [spdrs.com](http://spdrs.com) をご覧ください。それらを注意深くお読みください。

米連邦預金保険公社 (FDIC) の対象でなく、銀行の保証もなく、価値を失う場合があります。

## ステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズ株式会社

東京都港区虎ノ門 1-23-1 虎ノ門ヒルズ森タワー25階

Tel : 03-4530-7152

金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第345号

加入協会：一般社団法人 日本投資顧問業協会、一般社団法人 投資信託協会、日本証券業協会

**本資料は、情報提供を目的として作成したものであり、金融商品取引法に基づく開示資料ではありません。**

本資料は、ステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズが作成したものをステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズ株式会社が和訳したものです。

内容については原文が優先されることをご承知ください。本資料は各種の信頼できると考えられる情報・データに基づき作成しておりますが、当社はその正確性・完全性を保証するものではありません。こうした情報は不完全であるか、要約されている場合があります。本資料内の意見は全て当社の判断で構成されており、事前に通知することなく変更される可能性があります。本資料には、日本国内で上場、届出を行っていない金融商品が含まれます。

### 〈投資にかかるリスクについて〉

ETFは、主に株式や債券などの有価証券、また金などのコモディティ等に投資を行います。投資対象としている株式等の値動きにより、当ファンドの基準価額が下落することがあります。有価証券への投資には、価格変動リスク、カントリーリスク、信用リスク、為替リスク等、様々なリスクがあり、ETFも同様のリスクが伴います。これらのリスク要因により、投資資産の市場価格が下落する場合があります。その為、投資元本を割り込む恐れがあります。ETFには上場廃止リスクがあり、純資産規模が縮小するなど、運用が困難になった場合や、上場取引所の上場基準に合致しなくなった場合、上場廃止となることがあります。これらは主なリスクであり、ETFへの投資に係るリスクはこれらに限定されるものではありません。

### 〈ETFの投資にかかる一般的な留意事項〉

- ① 元本保証はされていません。
- ② ETFの一口あたりの純資産額と連動を目指す特定の株価指数等が乖離する可能性があります。
- ③ 市場価格とETFの一口あたりの純資産額が乖離する可能性があります。

### 〈ETFにかかる手数料・費用について〉

ETFを売買する際は、取扱いの金融商品取引業者の定める売買手数料がかかります。

その他ETFを保有する際には、それぞれ個別に定められた費用がかかります。これらの費用には、運用会社・管理会社に支払う報酬、組入れ有価証券の売買の際に発生する手数料、監査費用等があります。これらは、運用の状況等によって変動するため、上限を示すことができません。当掲載情報は作成時点のものであり、市場の環境その他の状況等により予告なく変更されることがあります。

“SPDR®”は、Standard & Poor’s Financial Services LLC（以下「S&P」）の登録商標であり、ステート・ストリート・コーポレーションがその使用許諾を得ています。また、“Standard & Poor’s®”、“S&P®”、“S&P 500®”及び“S&P MIDCAP 400®”は、S&Pの登録商標であり、ステート・ストリート・コーポレーションがその使用許諾を得ています。S&Pまたはその関係会社は、ステート・ストリート・コーポレーションまたはその関係会社が提供するいかなる金融商品のスポンサーではなく、これらの商品の内容に関する保証・販売・宣伝もしていません。またS&Pおよびその関係会社は、これらの商品への投資の適否に関して、いかなる意見表明もしていません。

その他のインデックス、登録商標に関しては、各会社及びその関係会社に帰属し、ステート・ストリートが特定の目的で使用許諾を得ています。本資料のETFの合法性や適合性について、インデックスあるいは登録商標の帰属する各会社及びその関係会社は、何ら判断を下していません。また、発行・後援・裏書・販売・宣伝もしていません。インデックスあるいは登録商標の帰属する各会社及びその関係会社は、ETFに関していかなる保証も責任も負いません。また、ETFの資産運用や販売に関していかなる責任も負わず、管理運営に携わることもありません。

※取得のお申し込みにあたっては、必ず上場有価証券等書面又はその他の開示書類の内容をご確認の上、ご自身でご判断下さい。

※購入のお申し込みや売買手数料等につきましては、当ETFを取扱いの金融商品取引業者（証券会社）までお問い合わせ下さい。

本資料の記載内容は作成時点のものであり、今後予告なく変更されることがあります。

※本資料の二次利用は禁じられています。

© 2017 年ステート・ストリート・コーポレーション - 無断複写・転載を禁じます。