

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

年央の 投資 見通し



グローバル市場は、政治情勢とマクロ経済イベントの変化に翻弄される形で、引き続き複雑な様相を呈している。一方で、株式は史上最高値付近で反発し、ボラティリティは市場最低水準で推移している。これは「ニューアブノーマル」とも言える状況だ。

インカムを発生させ、価値を見出し、ボラティリティに耐えられるよう、ポートフォリオを再調整しよう。

STATE STREET
GLOBAL ADVISORS
SPDR®

大いなる期待が裏切られ

何を懸念していますか？

ステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズ(SSGA)の調査¹に回答した750人近い投資専門家が抱く懸念の上位3つは、世界中に見られる軍事的脅威とワシントンが取る瀬戸際政策から予想されるようなことだった。しかし、回答者の懸念のうちの下位3つも決して侮れない。ついこの間のように、このような固有の事象が顕在化し始めると、ポートフォリオには現実の試練になり得る。このように様々な懸念がある以上、予期しているリスクと予期していないリスクに対してポジションを分散化する必要性が浮き彫りになる。

懸念事項の上位3つ

- 地政学的緊張
- 米国株式の割高なバリュエーション
- ワシントンと新政権の政治的膠着状態

懸念事項の下位3つ

- ハイイールド債のデフォルトが増加していること
- 通貨ボラティリティ
- 原油価格の下落

今年は期待に満ちた相場上昇で始まったが、中間点に差し掛かると、そのエネルギーは途絶え始めた。今年最初の2-3カ月は、収益成長力の回復、グローバルな経済指標の改善や財政支出拡大、税制改革、それに規制緩和に対する大いなる期待から、グローバルにリスク資産が上昇した。今日、株式市場ではグローバル経済とトランプ政権に対する疑念が先行する状況が続いている。しかし、首都ワシントンから次から次へとスキャンダラスなニュースが流れてくる中、投資家の多くは8年間も続いてきた上昇相場が今後どれだけ続くのか、疑問を呈するようになってきている。

大型の案件や法制化の実現を高らかに報じる代わりに、現実にはテレビスターから当選した大統領、ロシアのハッカーが米大統領選を不正に操作し、FBIに政治介入があったという疑惑など、今日のニュースはまるでトム・克蘭シーの小説のようになっている。それでも、政界を揺るがすスキャンダルと怒号にもかかわらず、最近欧州で行われた選挙の結果が示す通りポピュリズムの波は衰退してきており、グローバルに継続する金融緩和政策の下支えを受けて、CBOE VIX指数で計測した市場ボラティリティは不気味なまでに静まりかえっている。バリュエーションは依然として割高だが、リスク資産を求める投資家の意欲はとどまるところを知らずに続いている。

ワシントンで現在生じている混乱により、今年の後半を予想することが一段と難しくなっている。我々は、世界的に低い経済成長率、低金利と小幅なインフレを引き続き予想する。しかし重要なことは、財政政策、インフラ投資、税制改革に規制緩和がいつ実現するのかははっきりしなくなってきたことで、経済成長、金利とインフレに影響が現れるには少なくとも2018年の後半を待たねばならないのかもしれないということだ。一方で、グローバルな成長が改善し、投資家心理は強いままだが、経済成長率の長期見通しは低迷を続けている。また短期的には、リフレを期待するトランプ相場とそれに関係した投資への回帰を促す明確な材料も欠いている。ニューアブノーマルの継続に向けてポジションを取るため、投資家には次のことを提案する。



伝統的なインカム発生源以外にも目を向け、利回りがリスクに見合っているかどうかを確認すること



妥当な価格とリスクを持つ米国外の機会を追求すること



金に資金を配分して、政治的な不確実性による一時的なボラティリティの緩和を目指すこと

¹ 計721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2017年中期調査に回答しました。調査の目的は、投資専門家の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把握することでした。調査は2017年5月に実施され、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す。

2つの質問が強弱組み合わさった市場心理に火をつける

今年の展開が判明するにつれて注視して論ずべきことは多々あるだろうが、投資家は前を向く必要がある。投資判断を行うには、投資家の気持ちに重くのしかかる2つの根本的な疑問に答えることが参考になるだろう。

バリュエーションはどこにあるのか？

米国株式が平均的なバリュエーションを大きく超えた水準にあるという事実は、米国のバリュエーションを最大の関心事の一つとして挙げたこの調査の回答者も見失っていなかった。それでは米国株はどれだけ割高なのだろうか。図表1では、複数のバリュエーション指標によりSSGAが米国株式を検証した結果を、3度の強気相場と2度のバブル崩壊を含む25年以上の期間について示している。過去と比較した現在のバリュエーションをご覧いただきたい。配当利回りだけが中央値の近く、すなわち第50パーセンタイルにまで落ちているが、これは株式のバリュエーションよりもむしろ金利環境の影響だと思われる。この標本の中では、それが明らかな例外で、12ヶ月実績株価収益率を除くその他の指標の大半が、割高な方から4分の1の範囲で取引されている。

図表1: S&P500指数のバリュエーション指標

	株価純資産倍率 (P/B)	株価収益率 (P/E)	CAPE シラー P/E	1年先予想 コンセンサス P/E	企業価値/ EBITDA (EV/ EBITDA)	株価売上高比率 (P/S)	株価キャッシュフロー比率 (P/CF)	配当利回り
現在	3.1	21.3	29.2	18.4	12.8	2.1	13.1	2.0
25年中央値	2.8	18.6	25.4	16.2	10.7	1.5	10.7	1.9
現在のパーセンタイル	75%	70%	81%	89%	78%	93%	73%	48%
中央値を上回る/下回る割合(%)	10%	14%	15%	13%	19%	37%	22%	-1%

出所: ブルームバーグ・ファイナンスL.P.、2017年5月18日時点。特性値は提示されている日付時点のもので、変わることがあります。過去のパフォーマンスは将来の運用成果を保証するものではありません。

そうした背景があるならば、バリュエーションの機会をどこに見出したらよいのだろうか。米国市場の一部、具体的には金融セクターは、過去20年間の平均的水準を下回る株価純資産倍率²で取引されており、広範なS&P500指数との相対的バリュエーションで投資する機会がある。テクノロジー銘柄も検討に値する。2017年を勢いよく開始した後も、過去20年間のS&P500指数に対する相対株価純資産倍率は平均値並みの水準で取引されているが、株価収益率で見ると、相対バリュエーションはS&P500指数に対する過去20年間の平均値よりも22パーセント低くなっている。³

バリュエーションの高い銘柄は、米国以外で見つかる可能性がある。妥当な価格での値上がり益を求めている方には、魚がいるかもしれない池全体に目を配るようお勧めする。

低ボラティリティは続くのか？

2017年もほぼ折り返し地点に差し掛かり、ウォールストリートで別名「恐怖指数」と呼ばれるCBOE VIX指数の平均レベルは、ジェームズ・コミー前FBI長官がトランプ大統領と交わした会話に関するメモが報道された後で16.30に急上昇した時点を含めると11.9にしかならない。1年の終わりが今日だったとしたら、VIX指数は過去27年間で最も低い年間平均記録を打ち立てることになる。政治環境が不透明な中でこのように全般的にボラティリティの水準が低く、S&P500指数の実現ボラティリティも低いことは、低ボラティリティ・アノマリーの存在を示唆している。

ボラティリティの水準が低い状態が今後も長続きするとは思えないが、突然ボラティリティが高まってその状態が長期間続くとも考えにくい。そうではなく、一時的にボラティリティが高まる時期が来ると予想の方がよいだろう。図表2に示す通り、過去2-3年間にVIXが低下傾向を示していたとは言え、VIXがその年の平均値の1.5倍以上に高まった日数も増加していた。政治環境が不透明で、政党間のつばぜり合いが大きくなり、地政学的リスクが高まる中、花火のようにボラティリティが高まることのない静かな夏になるという見通しは甘い幻想のように思われる。とりわけ、米議会で債務上限を巡る論議が高まっているため、2017年の後半にはVIXを押し上げる市場イベントがあると予想される。

図表2: ボラティリティの急上昇を引き起こすのは何か？



出所: ブルームバーグ・ファイナンスL.P.、2017年5月18日時点。過去のパフォーマンスは将来の運用成果を保証するものではありません。

² 2017年5月18日時点、ファクトセット。

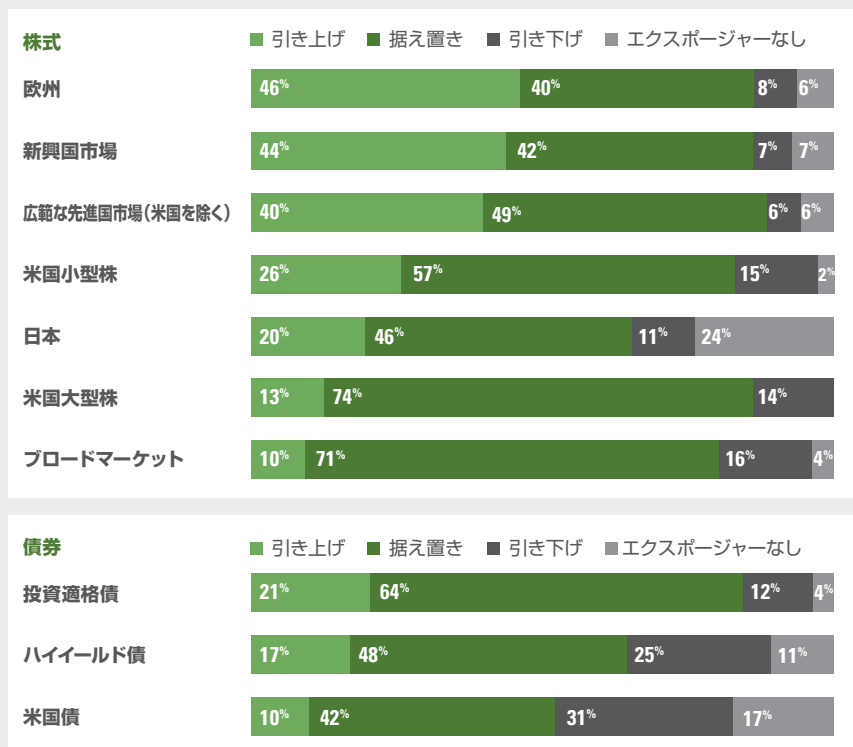
³ 2017年5月18日時点、ファクトセット。

群衆が向かう先はどこか？

フェイスブックやインスタグラムの時代において、誰もが隣人のしていることを知りたがっている。同じことが、投資家がポートフォリオの資金をどのように配分するのかについても言える。

SSGAの調査の質問に対する回答の中で、投資家がポートフォリオをどこに振り向けているのか、また様々なマクロ変数がどちらに向かうと予想しているのかについての知見が得られた。この情報は、ポートフォリオのポジションを組む上で有益だろう。

図表3: 投資家は、資産クラスのエクスポージャーをどのように調整しようと計画しているのか？



出所: 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2017年中期調査、2017年5月18日時点。

ファクター

バリューと配当のエクスポージャーが、それぞれ20パーセントの投票率を獲得している、最も好まれるファクターになっているようだ。インカムのニーズがポートフォリオにとって非常に重要になっていて、投資家が株式のバリュエーションのレベルに懸念を表明していることから、これは意外なことではない。しかし、回答者の32パーセントがファクター・エクスポージャーを目標にしていると答えていたことは、投資家がポートフォリオの中にファクター・エクスポージャーを実現することに慣れるには、一層のスマートベータ教育が必要なことがわかる。

セクター

第1四半期の米国のGDPがわずか1.2パーセント成長に留まったことで、投資家はセクターの中で成長機会を追求している。テクノロジー、金融およびヘルスケアが最もオーバーウェイトされているセクターだが、公益事業、不動産やエネルギーが最もアンダーウェイトされている。特に、テクノロジー、金融およびヘルスケアは、第1四半期に業績予想を上回った企業が最も多かった。

資産クラス

フランスの大統領選挙の結果、投資家心理の流れは資産を米国から欧州に向けたようで、回答者の46パーセントが欧州への配分をオーバーウェイトにしていた。通貨のボラティリティ、原油価格の下落、それに中国経済が最も懸念を抱かない問題として挙げられているが、回答者の44パーセントが新興国市場(EM)のエクスポージャーを引き上げようとしているのは意外なことではない。米国債とハイイールド債は、回答者がエクスポージャーを最も引き下げようとして計画している2つのセグメントである。

原油、金、S&P500指数および10年債利回り

回答者のほぼ半数が、来年まで10年物米国債利回りが2.6パーセント未満に留まると予想しており(2017年5月12日時点では2.3パーセント)、大半は2.5と2.6パーセントの間になると予想している。そのため、金利上昇を予想してはいても、大幅に上昇すると恐れている人は誰もいない。金利以外でも、回答者の7割は来年の原油価格が1バレル50ドルと60ドルの間になると予想しており(2017年5月12日時点で47.84ドル)、6割は金価格が1オンス1,300ドルまで上昇すると予想している(2017年5月12日時点では1,228ドル)。

それ以上に興味深いのは、S&P500指数(S&P 500)に置かれた予想で、大半が調査時点で2,400から2,500までの小幅な価格上昇を予想していた(2017年5月12日時点で2,390)。このことは、ほとんどの回答者がこれら主要な変数が揃って上昇するとみていることを示している。過去50年間にわずか7回しか起きていないことである。⁴したがって、ここでは回答者が期待する通りになる可能性は低い。

ニューアブノーマル に向けた3つの戦略



1. 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を構築する従来のインカム発生源以外を検討すること。また、高配当株式により利回りの数値ではなくクオリティを追求すること。

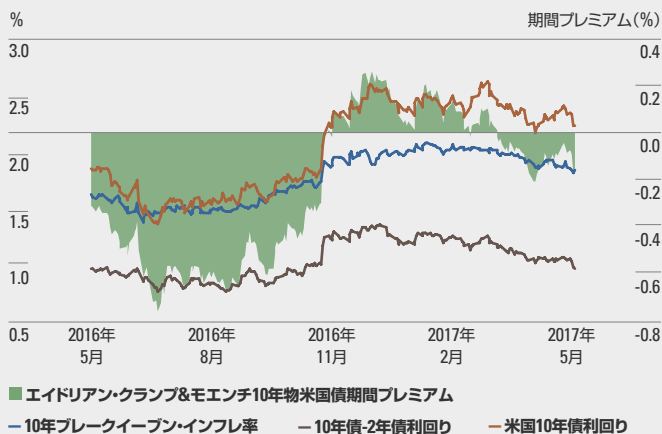
FRBが最近行った利上げと米大統領選後の成長を後押しし、景気循環を拡大してリフレ的財政拡大策をとる流れが、債券利回りを1年前よりも高い水準に押し上げた。この金利上昇が、ほとんどの投資家を今後のFRBによる利上げに無頓着にさせた。実際、回答者のうちわずか7パーセントだけが利上げを懸念材料の上位に挙げていた。ところが、投資家はインカム発生、トータルリターンやボラティリティの軽減に関心事を挙げ、現在の債券市場が直面する3つの主要な課題を重視していた。

これらの課題は、本来退屈なはずの債券が過去8か月間に示したジェットコースターのような動きからすれば、極めて明白である。大統領選の直後に、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」）が金融危機の起きていた2008年10月以降で最悪となる2週間リターンを記録し、債券市場は急落した。勿論、こうした金利の急上昇は持続的な押し上げというよりは、一時的な興奮状態とも言える。過去2-3か月間にわたり、政権内の動揺が政策決定を遅らせ、トランプ政権が提案する政策変更のすべて

が実施に移されるという楽観的な見通しに支えられてきた市場は下落に転じた。その結果、図表4に示す通り、インフレ期待の指標が横ばいとなり、利回りは低下し、期間プレミアムが再びマイナスとなった上に、米国債の10年物と2年物の間のスプレッドとして計測されるイールドカーブはほとんど選挙時点の位置にまで戻っている。

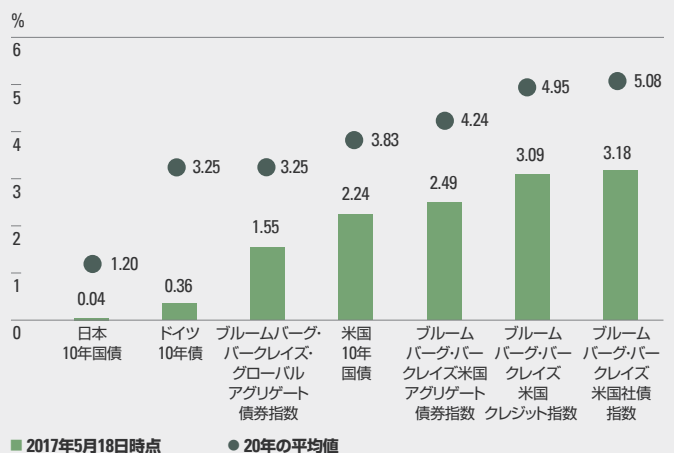
そのため、利回りが1年前よりも上昇してはいるものの、大きな上昇はなく、過去20年間の平均値に比べ依然として低いままに留まっている。ほとんどの伝統的な債券セグメントが歴史的な平均値を大きく下回る利回りを示し、インカム発生の機会が不足しており、この傾向は米国債を超えてアグリゲートにも広がっている。図表5を参照のこと。

図表4: 金利市場は横ばいに



出所: ブルームバーグ・ファイナンスL.P., 2017年5月18日時点。過去のパフォーマンスは将来の運用成果を保証するものではありません。

図表5: インカムの機会は不足している



出所: ブルームバーグ・ファイナンスL.P., 2017年5月18日時点。過去のパフォーマンスは将来の運用成果を保証するものではありません。

調査結果：投資家は利回りを求めるだけでは済まないことを理解している

実際に、回答者は配分割合を減らしたい2番目に高いエクスポージャーとしてハイイールド債を挙げていた。根拠として考えられることは何だろうか。図表6に示す通り、ハイイールド債は、信用スプレッドが20年間の中央値よりも29パーセント低い水準で取引されており、現在は低い方から見て第20パーセンタイルに入るほど低く、幾分割高になっている。割高になると同時に、ファンダメンタルズは改善しているが、完全に健全な状態だとは言えない。

しかも、原油価格がハイイールド債のスプレッドに及ぼす効果に対する最近のバイアスが残っている。この概念は、4月上旬にエネルギー価格が下落した際に、ハイイールド債と原油スポット価格の相関が上昇したことで具現化した。ハイイールド債に対するSSGAの今後1年間の見通しは依然ポジティブだが、リターンのおおむねは利払いから生じるとみられ、こうしたスプレッドのレベルからすると値上がりよりは値下がりする可能性の方が高いため、恐らくはトータルリターンを求める投資家のニーズにそぐわないであろう。

スプレッドの縮小、債券利回りの揺れと過去8カ月間に金融政策から財政刺激策への移行が停滞したことから、このニューアブノーマルの時代にポートフォリオを構築する投資家の課題が強まっている。

分散化、安定性とインカムを狙う方法

合理的なリスクを取りながらインカムを追求する場合、債券ポートフォリオを3つのまったく異なるバケットに分割する必要があると考えている。各バケットは、分散化、安定性、それにインカムという3つの目的を持ち、ポートフォリオのコア部分は3つすべてを包含する。したがって、金利リスクと信用リスクをバランスさせる一方で、アグリゲートから得られる以上に高水準のインカム発生を追求するため、我々はコアの中でパッシブよりもアクティブを選好する。コアの外側では、固定利付よりも変動利付を選好する。インカム発生の可能性を求めて幅広くクレジットを構築するが、投資家はシニアローンを用いてクレジット配分を増加させたいと思われるかもしれない。金利が上昇していてデフォルトが増加しファンダメンタルズが芳しくない時期には、シニアローンの固定利付のハイイールド債よりも有利になる可能性があるからである。

投資家の短期デューレーションのバケットでも、デューレーションに起因する価格下落を緩和できるため、インカムの源泉として固定

図表6: ハイイールド債スプレッドはタイトに



出所: ブルームバーグ・ファイナンスL.P.、2017年5月18日時点。過去のパフォーマンスは将来の運用成果を保証するものではありません。

利付よりも変動利付を選好する。そうした価格の下落は米大統領選の後で見られ、ブルームバーグ・バークレイズ米国社債1-5年指数が11月末までに1パーセント下落したのに対し、ブルームバーグ・バークレイズ米国変動利付証券5年未満指数の方は同じ時期に0.1パーセント上昇したのである。

このことを歴史的な経緯の中で説明すると、ある月にFRBの政策に最も敏感に反応する2年債利回りが上昇した場合、固定利付社債市場の1年から5年までの部分のリターンは53パーセントの期間に平均0.08パーセントしか上昇しなかったのに対し、5年未満の投資適格変動利付証券のリターンは88パーセントの期間に平均0.26パーセント上昇していた。⁵

投資実施のアイデア

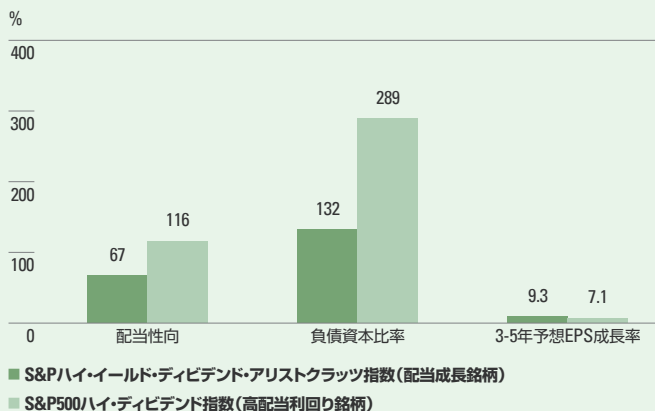
- TOTL SPDRダブルライン・トータルリターン・タクティカルETF
- SRLN SPDRブラックストーン/GSOシニアローンETF
- FLRN SPDRブルームバーグ・バークレイズ投資適格変動利付債券ETF

⁵ ブルームバーグ・ファイナンスL.P.、2017年4月30日時点。ブルームバーグ・バークレイズ米国社債1-5年指数(固定利付社債)ブルームバーグ・バークレイズ米国変動利付証券5年未満指数(変動利付)。過去のパフォーマンスは将来の運用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も反映していません。インデックスのパフォーマンスは、上場投信ファンドのパフォーマンスを表すものではありません。

株式の側では配当成長銘柄を重視

S&P500企業の配当性向は過去3年間に38パーセントも一直線に上昇しているが、正味債務対支払利息・税金・減価償却・償却控除前利益（EBITDA）が同じ期間に33パーセント上昇したことからわかるように、システム内のレバレッジ量に対応している。配当性向は、今や20年中央値よりも31パーセントも高く、企業が債務を増やして配当に充てている可能性すらある。そのようなことが行われたとすれば、毒入りカクテルをあおっているようなものだ。

図表7: 妥当なリスクでインカムの量より質



出所: ブルームバーグ・ファイナンスL.P., 2017年5月18日時点。特性値は提示されている日付時点のもので、変わることがあります。

インカム発生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、高配当銘柄は一つのソリューションになり得るものだ。しかし、慎重なアプローチが必要だ。適度のリスクでインカムを確保することが主な検討事項だとすると、投資家は利回りの数値よりもクオリティを重視すべきであろう。図表7に示す通り、対象企業のファンダメンタルズ間の相違を検証することにより、配当成長銘柄の方が高配当利回り銘柄よりもレバレッジが低く、成長見込みが高く、配当性向が低いことがわかる。したがって配当利回りが市場で最も高い銘柄よりも配当成長銘柄を重視する方が賢明だ。なぜなら、今日受け取れる配当が明日には消えてなくなるかもしれないからだ。

投資実施のアイデア

SDY SPDR S&P米国高配当株式ETF

リスクに目を配りながらインカムを追求するペア・ハイブリッド

ハイブリッド車がスタイルやパフォーマンスを犠牲にせずにドライバーに効率性をもたらすのと同様に、投資家は2つのハイブリッド証券をペアにすることでポートフォリオに対して同様のことを行える可能性がある。転換社債は株式と密接な関係を持つ債券であり、優先株は債券と密接な関係を持つ株式である。2つを組み合わせると、リスクを転換しながらインカムを発生させられる可能性が生まれ、債券にも株式にも低いベータを持つようになる。転換社債のインデックスと優先株に連動するエクスポージャーに50対50の分割を行うことで、指数加重平均直接利回りが4.6パーセント、過去60カ月間のベータが株式に対して0.42、債券に対して0.17というインカム発生源が生まれる。⁶

検討すべき投資実施のアイデア

CWB SPDRブルームバーグ・パークレイズ・コンバーチブル債券ETF

PSK SPDRウェルズ・ファーゴ優先株ETF

⁶ Spdrs.com、ファクトセット、2017年5月18日現在。ブルームバーグ・パークレイズ米国コンバーチブル債券5億ドル超指数とウェルズ・ファーゴ・ハイブリッド優先証券アグリゲート指数の組み合わせのS&P500指数（株式）ならびにブルームバーグ・パークレイズ米国アグリゲート債券指数（債券）に対するベータ感応度によって計測。上で参照されているリターンと特性は、上に概略を示した指数の実際にパフォーマンスを数学的に組み合わせることによって算出しています。

パフォーマンスでは取引コストを想定していないため、実際の結果は異なります。過去のパフォーマンスは将来の運用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も反映していません。インデックスのパフォーマンスは、上場投信ファンドのパフォーマンスを表すものではありません。



2. 妥当な価格とリスクを持つ米国外の機会を追求

米国以外の株式のバリュエーションには妙味があると見受けられるが、地政学的リスクが残っている。妥当な価格で値上がり益に注力して「今を楽しむ（カルペ・ディエム）」ため、米国以外の戦術的かつ戦略的なポジションを検討すること。

前述の米国のバリュエーションを示したのと類似したフレームワークを幾分高いレベルに適用することにより、米国外にも、ユーロ圏、米国外の先進国市場および新興国市場の株式にバリュエーションの機会が存在することがわかる。株価純資産倍率によると、これらの地域はそれぞれ15年間の中央値付近かそれ以下で取引されている。また、図表8に示されるように、S&P500指数との相対的値で見ても、各指標は歴史的な水準よりも大幅なディスカウントで取引されている。

図表8: 米国外の市場の相対的バリュエーション指標



出所: ブルームバーグ・ファイナンスL.P., 2017年5月18日時点。特性値は提示されている日付時点のもので、変わることがあります。

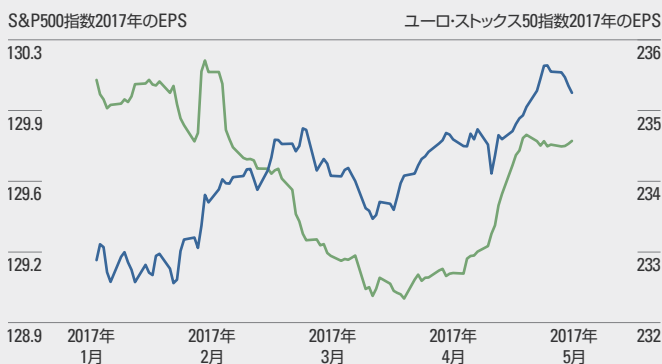
ユーロ圏のバリュエーション

戦術面では、ユーロ圏には妙味のあるバリュエーションがある上に、フランスの大統領選挙の結果を受けて政策面の不透明感がある。市場が「マクロン旋風」に席卷されたあとでも、ユーロ圏はS&P500指

数に対する相対株価純資産倍率の15年中央値よりも17パーセント安い水準で取引されている。⁷さらに、昨年は2008年以降で初めてユーロ圏のGDP成長率が米国を上回ったことから、経済成長に追い風が吹いている。しかも、4年間にわたり2パーセントの目標値を下回ったインフレ率がようやく上昇を始めたため、地域企業に価格決定力が生まれ利益率を高めることにつながっている。

堅調な個人消費、景況感の改善と製造業の好転に続いて成長率の改善が見られたことで、欧州企業一株当たり利益（EPS）成長率がさらに高まる可能性がある。図表9に示される通り、ユーロ圏株式に対するアナリストの予想が今年に入ってからずっと上り調子で改善している一方で、潮目は米国の方に向き出している。「フレッジット（フランスのEU離脱）」の恐れがなくなった今、妙味のあるバリュエーションと上り調子の業績予想から、欧州に重点を置いた米国外先進国のエクスポージャーにバリュエーションを見出せる可能性があり、今回の調査がそれを裏付けている。

図表9: EPS成長率の動向



- ユーロ・ストックス指数に対する2017年アナリスト・コンセンサスEPS予想
- ユーロ・ストックス50指数に対する2017年アナリスト・コンセンサスEPS予想

出所: ブルームバーグ・ファイナンスL.P., 2017年5月18日時点。特性は上記の日付時点のもので、変化することがあり、その後の時点では最新と見なしてはなりません。推定値が達成される保証はありません。

⁷ ブルームバーグ・ファイナンスL.P., 2017年5月25日時点。

米国外先進国市場と新興国市場(EM)の投資機会

SSGAの調査結果は、ユーロ圏に目標を定めたポジション以外に、広範な米国外先進国市場と新興国市場(EM)への配分を含む妥当な価格の投資機会を求める選好も示している。ユーロ圏の投資機会と同様に、EAFEおよびEM銘柄の利益成長に対するアナリストの期待が今年に入ってからずっと上り調子で改善してきている。しかし、念頭に置くべき注意点がいくつかある。政策上の不透明感が後退した一方で、全くなくなった訳ではないことは、過去20年間の平均を72パーセント上回っているグローバル経済政策不確実性指数が示している。⁸日銀はいまだに低水準のインフレ率と闘っていて、失われた20-30年間の後で経済成長を復活させようとしている。まだブレグジットの交渉は全面的に始まっていないが、その影響は既に感じられる。英国の第1四半期のGDP成長率は、貿易がマイナス要因となり消費支出が低下したことで、わずか0.2パーセントにまで低下した。⁹

勿論、EAFEとEMを含めてポートフォリオを拡大すればはるかに大きな投資先のプールが得られるが、視界が悪くなるのも事実である。そのため、広範なコアのエクスポージャーに関心がある投資家が米国外の市場に向かう場合には、コアのポジションに向けたパイアンドホールド戦略を形成する上で一定のスクリーニングを効果的に適用できるマルチファクター・スマートベータのアプローチが理想的である。

EMの場合には、過去2年間に吉と出ていたマクロの事象がパフォーマンスに影響を与え続けているため、スクリーニングが一段と重要になる。最近ではブラジルの政治的スキャンダルがその好例である。コモディティ・サイクルの破綻によりEM地域のリターンが数年間マイナスになっていたため、EMの相対バリュエーションの数値は現在低くなっている。

今回の調査の回答者は地政学的緊張関係を心配しているものの、それでも、国際的に成長見通しが改善していて、バリュエーションの機会に乏しい世界の中でバリュエーションに妙味がある。単にバリュエーションだけではなく、ブロードベースの米国外先進国市場とEMにある妥当なリスクを持つバリュエーションに照準を合わせるため、クオリティが高く健全なバランスシートを持ち、バリュエーションの面でも割高でない低ボラティリティの企業をターゲットにする、マルチファクター・スマートベータのアプローチの適用は検討に値すると思われる。

投資実施のアイデア

FEZ SPDRユーロ・ストックス50ETF

QEFA SPDR MSCI EAFEストラテジックファクターSM ETF

QEMM SPDR MSCI新興国市場ストラテジックファクターSM ETF

セクターベースのソリューションを使い、他の「価値ある」トレンドを活用

回答者がエクスポージャーを維持する見込みが最も高い配分先として米国大型株を挙げていて、ブロードマーケットのバリュエーションが高まっているため、セクターベースのソリューションを使ったポジショニングを再評価する時期かもしれない。

金利、規制改革、そしてバリュエーション

株価純資産倍率で見て、銀行は広範な市場に対してディスカウントで取引されており、¹⁰貸出金利の上昇や規制緩和が行われれば恩恵を受けられる立場にある。検討銘柄：

KBE SPDR S&P銀行ETF

防衛費の増加

軍事力による威嚇が続き、トランプ政権が執拗に防衛費の増額を求めていることが、防衛企業のEPSが上昇する追い風になる可能性がある。検討銘柄：

XAR SPDR S&P航空宇宙および防衛ETF

妥当な価格の付いた成長銘柄

意外にもテクノロジー株が4四半期連続で最も高い上昇率を示し、過去2四半期においては2桁の成長率を記録する一方で、妙味のあるバリュエーションで取引されている。検討銘柄：

MTK SPDRモルガン・スタンレー・テクノロジーETF

⁸ ブルームバーグ・ファイナンスL.P.、2017年5月25日時点。

⁹ ブルームバーグ・ファイナンスL.P.、2017年5月25日時点。

¹⁰ ブルームバーグ・ファイナンスL.P.、2017年5月18日時点。20年間を分析。広範な市場は、S&P1500指数を指しています。銀行は、S&P銀行セレクト業種指数を指しています。



3. 政治の不透明感による一時的なボラティリティの緩和を目指す

歴史的に株式や債券との相関が低い金への配分を提案。¹¹

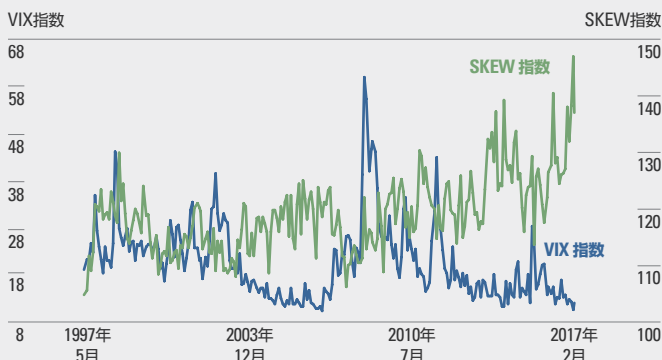
2017年に入ってからこれまで、CBOE VIX指数は長期平均値の19.6を大きく下回ってきたが、これまで論じてきたとおり、これは低リスク環境にあることを意味しない。実際、市場のあちこちで生じている政治的な不透明感と膠着状態により、リスク水準を示すセンチメント指標間に大きな乖離を生み出した。ボラティリティに対する市場心理の代替指標であるCBOE SKEW指数（別名ブラックスワン指数）は全く別の様相を示していて、現在のリスク環境の見通しを悪くしている。

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、テールリスク事象が起きる確率のパロメーターを計算する。これは、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とは好対照をなしている。図表10は、VIXが10台の前半から半ばに留まっているにもかかわらず、SKEW指数の値が上昇している状況を図示している。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る。

VIX指数とSKEW指数のレベル間に見られる乖離は、これまでも観測されてきた。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、このとき投資家は経済に生じた高水準のレバレッジを心配していた。その後で2008年には市場が調整し、米国の住宅市場バブルに終止符が打たれ、世界金融危機が始まった。今日の問題は、過去2-3年間にわたり、輝く鎧に身を固めた騎士として役割を果たしてきたFRBが、金融緩和ではなく引締めの方針を歩んでいることにある。そしてワシントンが政治的膠着状態に陥っているため、財政刺激策が今すぐ実行に移されるとは思えない。したがって、5月半ばに見られたように一時的なボラティリティが生じて市場心理を硬化させたとしても驚かないようにしたい。また、図表11に示される通り、VIXのロング・ポジション（すなわちボラティリティの買い）は低い方から第5パーセンタイルにあるのに対し、S&P500先物のロング（すなわち株式の一層の上昇にロング）は第95パーセンタイルにある。そのため、ポジショニングが両極端に分かれており、不透明感が恐怖にまで注ぎ込まれれば、コイルスプリングのように弾けるメンタリティが見られることに、投資家は留意しておく必要がある。

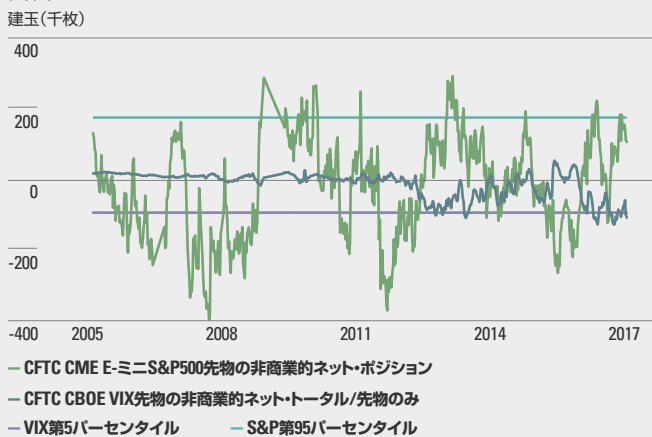
このように不透明な環境にあって、ポートフォリオをプロテクトしながら運用を継続したい投資家には、どのようなツールが残されているのだろうか。投資家は、金のポジションを含めてポートフォリオを分散化することを検討するとよいだろう。過去30年間における金の株式との相関は-0.06、債券との相関は0.15になっている。¹²最近5月17日に見られたボラティリティの急上昇では、S&P500が過去8カ月間で最悪となる日次リターンを記録したのに対し、金は1.95パーセント上昇して異なるリターンのパターンを示した。¹³

図表10: ボラティリティの拡散



出所: ブルームバーグ・ファイナンスL.P., 2017年5月18日時点。過去のパフォーマンスは将来の運用成果を保証するものではありません。

図表11: ポジションのコイルスプリング



出所: ブルームバーグ・ファイナンスL.P., 2017年5月18日時点。過去のパフォーマンスは将来の運用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

GLD SPDRゴールド・シェア

¹¹ 相関係数は、2つの変量の線型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。過去30年間における金のS&P500指数とブルームバーグ・バークレイズ米国アグリゲート指数に対する相関は、それぞれ-0.06と0.15です。指数リターンには、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。出所: ブルームバーグおよびSSGA, 2017年4月30日時点。

¹² ブルームバーグおよびSSGA, 2017年4月30日時点。

¹³ ブルームバーグ・ファイナンスL.P., 2017年5月18日時点。過去のパフォーマンスは将来の運用成果を保証するものではありません。インデックスのパフォーマンスは、上場投信ファンドのパフォーマンスを表すものではありません。

用語解説

エイドリアン・クランプ&モエンチ10年米国債タームプレミアム ニューヨーク連銀のエコノミストであるトビアス・エイドリアン、リチャード・クランプおよびエマニュエル・モエンチ(すなわち“ACM”)が、1961年から現在に至る、満期1年から10年までの米国債のタームプレミアム推定値を発表しています。データは日々および月末で観測した月次ペースで入手できます。

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。

ブルームバーグ・バークレイズ米国コンパチブル・ボンド>\$500MM指数 コンパチブル債など、米国のコンパチブル証券市場を表すことを目標とする指数です。残存発行額が5億ドル超の証券を対象とします。コンパチブル債は、保有者の選択により、発行者の優先株(“優先証券”)あるいは普通株の一定数と交換できる債券です。

ブルームバーグ・バークレイズ米国社債1-5年指数 満期が1年以上5年未満の米国社債のパフォーマンスを計測することを目標とする指数です。

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政府債、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の中間の格付けが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銘柄で構成されるベンチマークです。組み入れ対象となる債券は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券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。

BofAメリルリンチ米国ハイイールド債指数 米国で一般向けに発行された米ドル建ての非投資適格社債のパフォーマンスに連動する指数です。

CAPEシラップ/E 景気変動調整後の株価収益率は、たいてい米国S&P500株式市場に適用される評価基準です。インフレ調整後の10年間の平均利益(移動平均)で株価を割った値として定義されます。

CBOE SKEW指数 米国株式市場における極端な下落の発生予想リスクを計測することを目標とするベンチマークです。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スから計算され、大規模な結果をもたらす予想外のイベント、いわゆる「ブラックスワン」イベントの発生を投資家が恐れれば恐れるほど高いレベルに上昇します。

CBOE VIX先物 株価の方向性と水準とは無関係に、純粋にインプライド・ボラティリティの取引を提供する先物契約です。

CBOEボラティリティ指数(VIX) S&P500株価指数オプション価格が織り込んでいる期近ボラティリティの市場予想の尺度です。

本資料に示されている見解は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得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。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求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。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とは限らず、市場のストレスが高まる期間には大幅に安い価格で売

CFTC非商業筋先物ネット・ポジション 原資産となる金融商品のヘッジ目的で先物契約を利用していないトレーダーが保有する、米商品先物取引委員会に報告された先物のロングとショートのネット・ポジションです。

CME E-ミニS&P500先物 原資産となるS&P500指数に基づく標準的なS&P先物の5分の1のサイズに相当する先物契約です。

クレジット・スプレッド 米国債と、その米国債と同じ満期でより低いクオリティを有する債務証券との利回りの差です。

企業価値/EBITDA (EV/EBITDA) 企業の価値を計測するために利用される一般的な評価倍数です。企業価値に基づく評価倍数として最も広く利用され、企業の適正な市場価値を決定するためにP/Eレシオと一緒にあるいはその代替としてしばしば利用されます。

ユーロ・ストックス50指数 ドイツ取引所グループが保有する指数プロバイダーであるストックスが設計したユーロ圏の株式指数です。

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。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。

配当性向 利益のうち配当として株主に払い出される割合のことであり、一般的にパーセントで示されます。

株価純資産倍率(P/Bレシオ) 企業の現在の株価を企業簿価、または企業の総資産から無形資産および負債を差し引いた価値と比較した評価尺度です。

株価キャッシュフロー倍率(P/CF) 企業の現在の株価を1株当たりキャッシュフローで割って計算した株式の評価尺度です。利益は容易に操作し得るため、財務アナリストはしばしば利益よりもキャッシュフローを用いて株式を評価する方を好みます。

株価収益倍率(P/Eレシオ) 企業の現在の株価と1株当たり利益との比率を用いた評価尺度です。

株価売上高倍率(P/Sレシオ) 企業の時価総額を直近の年間収入で割る、あるいは1株当たり株価を1株当たり収入で割って計算した株式の評価尺度です。

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。

S&P500ハイ・ディビデンド指数 S&P500指数に含まれる高配当利回り企業80社のパフォーマンスを計測することを目標とする指数です。当該グループのパフォーマンスを最適に表すべく、構成企業の規模にかかわらず均等加重されています。

S&Pハイ・イールド・ディビデンド・アリストラック指数 S&Pコンポジット1500指数を構成する企業のうち、20年以上に渡り毎年一貫して増配する管理された配当政策に従っている企業のパフォーマンスを計測することを目標とする指数です。

スマートベータ 第一世代の時価総額ベースの指数をアウトパフォームすることを追求した代替的指数構築ルールを使用する一連の投資戦略です。大部分のスマートベータ指数は、小型、バリュエ、高利回り、低ボラティリティ、クオリティそしてモーメンタムといった6つの「ファクター」を特定します。

ウェルズ・ファーゴ・ハイブリッド優先証券アグリゲート指数 優先株および優先株と機能的に同等な証券で構成される修正時価総額加重型指数です。

買されることもあります。**金融セクターファンド**は狭い範囲に特化しているため、ボラティリティがより大きくなる傾向があります。

優先証券は債券や他の負債証券に劣後し、より大きなクレジットリスクを負っています。**転換証券**の発行体は、高い信用格付けを有する証券の発行体ほどには財務が強固ではなく、経済の変化に対してより脆弱である可能性があります。転換社債への投資に関連した他のリスクには次のようなものがあります。債券の発行体がより高いクーポンあるいは金利が付されている証券を満期日前に返済するコールリスク、あるタイプの投資について特定時に売却できないあるいは容認できる価格で売却できない流動性リスク、そしてデリバティブへの投資—金利や市場価格の突然の変動、市場の流動性欠如の可能性および元本損失の可能性に対してより影響を受けやすくなり得る、などです。**債券ファンド**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。発行体のデフォルトリスクを含め、モーゲージ担保証券や資産担保証券に投資するファンドには、クレジットリスクやインフレリスクといった付加的リスクがあります。「バリュエ」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「バリュエ」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伴いますが、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、そうした株式の価格水準の変化に対する変動性の低い投資エクスポージャーを産み出さない可能性があります。「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うリスクがあります。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の純資産価額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ンプリングして投資します。すなわち、ある範囲の証券を保有し、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得ます。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。変動金利型の証券は、その利率が呼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。

コモディティやコモディティ指数に連動した証券は、全体的な市場動向の変化や金利の変化、さらには天候、疾病、通商停止や政治的なないし規制的な展開、対象コモディティに係る投機者や裁定者の取引活動など、他の要因の影響を受けます。ETFの頻繁な取引は手数料やその他コストの大幅な増大を招き、その結果、低い報酬やコストの効果を相殺す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、すべての投資家に相応しいとは言えません。

SPDRゴールド・シェアーズ・トラスト (「GLD」) に関する重要情報:

SPDRゴールド・トラスト (「GLD」) は、本資料が関係する勧誘に係る (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。投資する前に、GLDがSECに届け出た届出書面の中目論見書およびその他の文書をお読みになり、GLDとその勧誘に関するより完全な情報を得てください。GLDの目論見書で、GLDへの投資に伴うリスクに関する詳細な議論をご覧ください。GLDの目論見書は、こちらをクリックすることで入手できます。あるいは、SECのウェブサイト sec.gov上のEDGAR、またはspdrgoldshares.comにて無料で入手できます。他にも、866.320.4053までお電話でご請求いただければ、本トラストまたは指定参加者が目論見書をお送りするよう手配いたします。

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、受益権が表象する金の価値よりも多い場合も少ない場合もあります。GLDはインカムを生じず、GLDは継続的に発生する経費を賄うべく金を定期的に売却するため、各受益権が表象する金の量は時間の経過とともに相応分減少します。

ワールドゴールドカウンシルの名称とロゴは登録商標であり、ライセンス契約に従ってワールドゴールドカウンシルの許可を得て使用しています。ワールドゴールドカウンシルは、本資料の内容について責任を負わず、また本資料の使用や依拠についても責任を負いません。ワールドゴールドカウンシルはGLDのスポンサーの関連会社です。

さらなる情報については、GLDのマーケティング・エージェン特であるState Street Global Advisors Funds Distributors, LLC, One Lincoln Street, Boston, MA, 02111; T: +1 866 320 4053 spdrgoldshares.comへご連絡ください。

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。例えば、一般的な市場の変動、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支払いに係る実際または解釈上の支払い不能または支払い意思の喪失、債券証券市場の流動性欠如、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。比較的少数の証券に重点を置く分散化ファンドは、分散化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クレジットリスクおよび一般的な投資リスクがあります。クレジットリスクとは、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額 (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、発行体のクレジットクオリティの潜在的な変化による、より大きなデフォルトリスクや価格変動リスクが伴います。

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、完全性及び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得るいかなる損害についても責任を負いません。

Bloomberg Finance L.P.およびその関連会社の商標でありサービスマークであるBLOOMBERG®、ならびにBarclays Bank Plcの商標でありサービスマークであるBARCLAYS®については、それぞれSPDR Bloomberg Barclays ETFの上場および取引に関連した使用のライセンスを受けています。

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 Advisors Funds Distributors, 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間接的な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 Advisors Funds Distributors, LLCは、アドバイザーのために特定の登録商品の販売会社を務めています。SSGA Funds ManagementはGSO Capital Partnersならびに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 Advisors Funds Distributors, 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手入するには、1-866-787-2257に電話をするか、あるいは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、上場廃止となる場合があります。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。