

# 基礎研 レポート

## 当面の株価見通しと 2023年の投資戦略 レバレッジ型ETFの正しい活用法

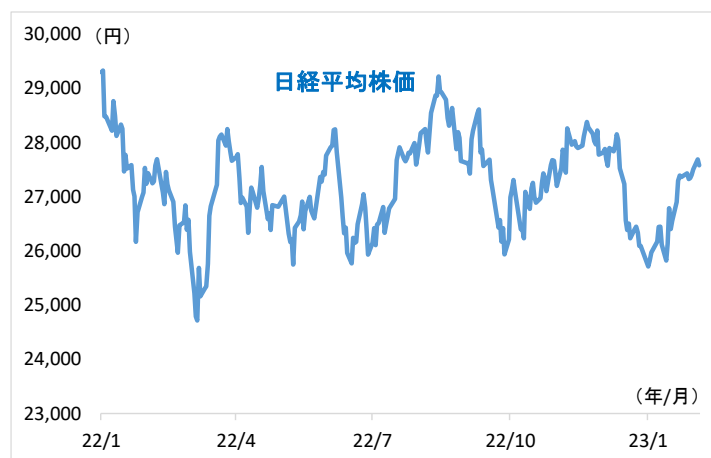
金融研究部 上席研究員 チーフ株式ストラテジスト 井出 真吾  
(03)3512-1852 side@nli-research.co.jp

### 1——不安定な相場が続く見通し

2022年の日本株市場は一進一退を繰り返し、日経平均は概ね2万5,000円～2万9,000円のレンジ相場となった（図表1）。主な背景は歴史的な高インフレや米FRB（連邦準備理事会）の利上げペースを巡って市場の見通しが揺れ動いたことに加えて、一時1ドル150円超に円安が進むなど為替相場が日本企業の業績に大きく影響したことだ。

22年10月以降の米国のインフレ率鈍化などを踏まえてFRBは利上げペースを緩めている。11月まで4会合連続で0.75%ずつ利上げを実施した後、12月は0.5%、2月は0.25%の利上げにとどめた。インフレ沈静化や利上げペース鈍化を受けて株式市場はやや楽観に傾いた。日経平均は23年の取引初日であった1月4日終値の2万5,717円を底に上昇し、1月24日には約1ヶ月ぶりに2万7,000円台を回復、その後も年初来の高値圏を維持している。

【図表1】日経平均は一進一退のレンジ相場



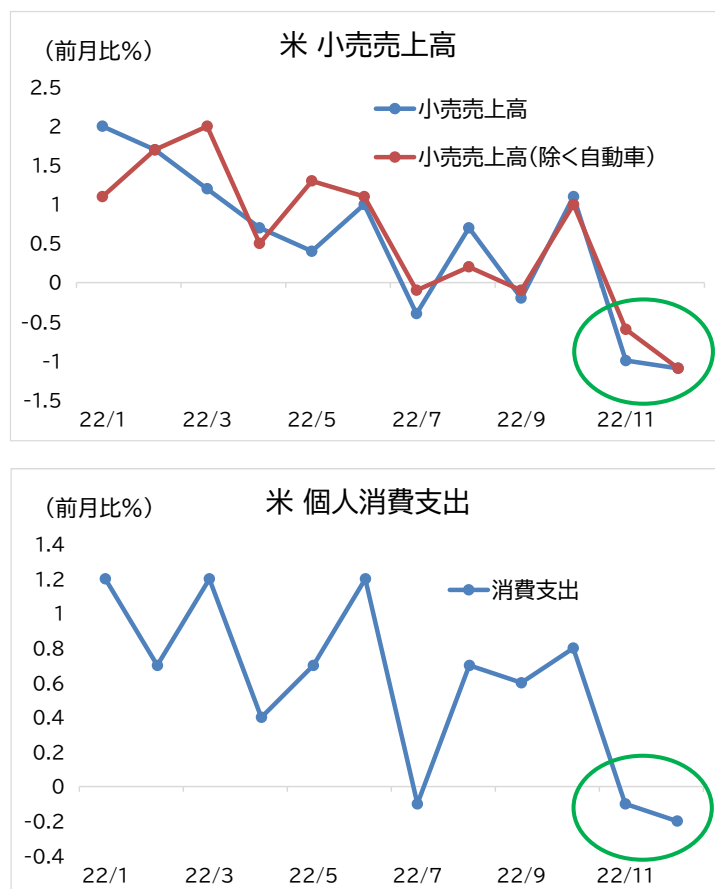
(資料) QUICK より筆者作成

米NYダウも3万4,000ドル台を回復するなど落ち着き取り戻しつつあるように見える。こうした状況が続けば目先は2万9,000円程度まで一旦上昇しても不思議ではない。だが、その後は再び不安定な市場環境が訪れることを想定しておく必要があるようだ。世界的な景気減速の影響を株式市場があまり織り込んでいないと考えられるからだ。

たとえば、日本株への影響が大きい米国経済を見ると、22年7月以降、前月比で一進一退だった小売売上高は11月・12月に2ヶ月連続でマイナスとなった。それも11月マイナス1.0%、12月マイナス1.1%とやや大きく減少した(図表2)。同様に個人の消費支出も2ヶ月連続で減少しており、長引くインフレや金利上昇の影響が出始めたようだ。米GDPの約6割を占める個人消費の減少が続けば、米国景気が想定以上に悪化する可能性が高まる。

米国景気の減速感が強まると米長期金利が低下し、為替市場で円高が進むと想定される。22年に米金利上昇が急激な円安をもたらしたのと正反対の動きだ。さらに、日銀の政策修正で円高進行が加速しかねない。4月に刷新される日銀の新体制次第ではあるが、日銀が再び金融緩和を強化(利下げ)する可能性よりは、緩和縮小方向に動く可能性のほうが大きいことは容易に想像できる。実際に日銀が政策を変更しなくても、市場参加者の思惑先行で為替相場が動くことはいくらでもある。

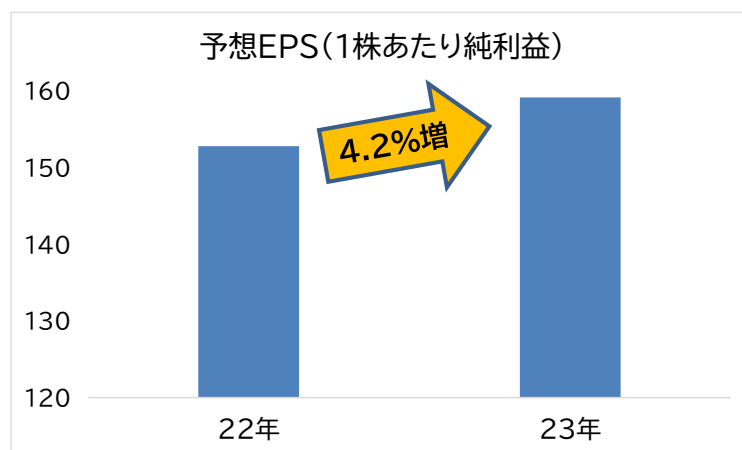
【図表2】米国の消費は縮小モードに入った可能性



(資料) Refinitiv より筆者作成

日本企業への影響は、米景気減速でモノやサービスの売れ行きが悪くなるうえ、円高は輸出企業の採算を悪化させる。つまり、日本株には景気減速と円高のダブルパンチとなりかねない。TOPIX ベースの予想 EPS（1 株あたり純利益）は現時点で 4.2%増加が見込まれているが（図表 3）、今後、下方修正されて前年比横ばいか、場合によっては減益予想に転じる恐れもある。タイミング的には 22 年度の本決算と 23 年度見通しが企業側から発表された後の、6 月～7 月頃が想定されよう。年央にかけて日経平均が一時 2 万 5,000 円を下回るリスクを意識しておきたい。

【図表 3】現時点では増益予想だが・・・



(注) TOPIX ベース

(資料) Refinitiv より筆者作成

ただ、米景気減速は悪いことばかりでもない。需要の減少はインフレを抑制する。原油や天然ガス、工業金属などの国際商品価格が 22 年夏頃をピークに低下傾向にあることもインフレ沈静化につながるはずだ。年末にかけて市場では早くも FRB の利下げ観測や景気回復期待が高まり、日経平均は 2 万 7,000 円～2 万 8,000 円程度まで回復することが現時点では期待される。

以上を総合すると、23 年の日経平均は 2 万 5,000 円程度から 2 万 9,000 程度の範囲で上昇・下落を繰り返すレンジ相場を想定している。まさに 22 年と似たような状況だ。

## 2——2023 年の投資戦略はアクティブ運用

前述の見通しに立つと、日本株インデックスファンド（日経平均や TOPIX）の持ち切り投資で 23 年に利益を確保するのは難しい。なにせレンジ相場で 23 年末の株価水準は現在と同じくらいを想定しているのだから価格は上がらないことになる。

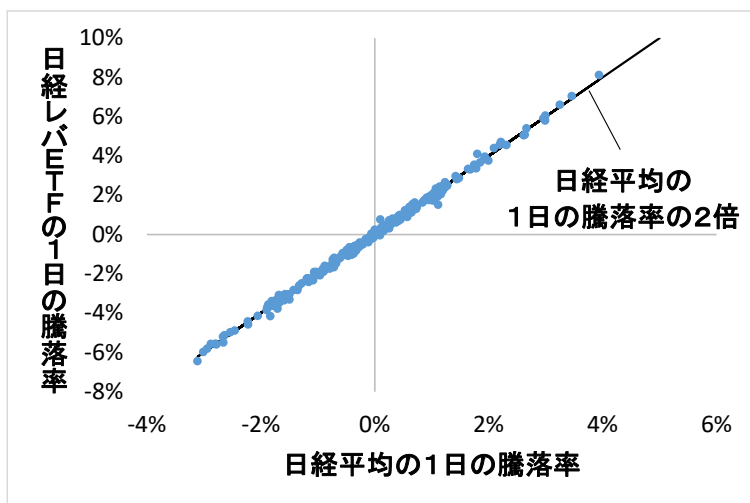
となると、23 年中に日本株投資で利益を確保するにはアクティブ運用が必要だ。日経平均などのインデックスよりも高いリターンを確保しそうなアクティブファンドへの投資のほか、タイミング戦略が挙げられる。タイミング戦略の代表例がレバレッジ型 ETF を活用した短期投資だ。

代表的なレバレッジ型ETFとしては日経平均レバレッジ・インデックス連動型上場投信(日経レバ)が挙げられる。「日経平均の2倍の値動き」という分かりやすさと値動きの良さが受け、アベノミクス以降、売買代金が大きく増えた

日経レバの基本的な仕組みは極めてシンプルで、運用会社は日々の取引終了時点で投信残高(純資産額)の2倍に相当する日経平均先物の買いポジションを保有する。例えば純資産が100億円なら想定元本が約200億円となるように先物の保有枚数を調整する。こうして翌営業日の値動きが日経平均の約2倍となるようにしているわけだ。

実際、横軸に日経平均、縦軸に日経レバの日々の騰落率をプロットしてみると、見事といえるほど $y=2x$ の直線に乗っており、日経平均が大きく値上がり/値下がりした日もあまり動かなかつた日も日経レバは約2倍の値動きであったことがわかる(図表4)。

【図表4】1日の騰落率は日経平均の2倍



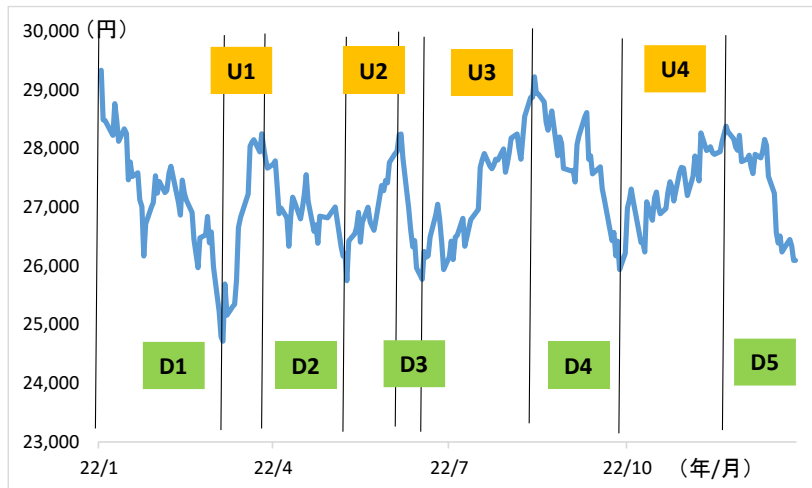
(注) 日経レバは市場価格の騰落率、日経平均は配当落ちの影響を考慮するためトータルリターン・インデックス(配当込み日経平均)の騰落率

(資料) Refinitivより筆者作成

### 3—ヤケドに注意！レバレッジ型ETFの正しい活用法

日経レバの1日の騰落率は日経平均のほぼ2倍だが、2営業日以上保有した場合の騰落率は2倍になるとは限らない。2022年の日経平均の上昇局面(U1~U4)と下落局面(D1~D5)にもとづき(図表5)、局面別の騰落率を図表6~9にまとめた。なお日経平均の騰落率は日経平均連動型インデックスファンドに投資した場合を想定して配当込み騰落率としている。

【図表 5】 2022 年の日経平均



(資料) Refinitiv より筆者作成

はじめに上昇局面の騰落率 (図表 6) を見ると、①～④の単一の上昇局面ではいずれも上昇率が日経平均上昇率の 2 倍より大きく、レバレッジ型 ETF の利点が活かされたといえる。しかし、⑤～⑩のように下落局面を挟む上昇局面では騰落率が 2 倍より小さいケースが目立つ。

たとえば⑤～⑦はいずれも U 1 の起点で日経レバ ETF を買ったが、⑤→⑥→⑦の順に倍率が下がっている。⑧と⑨も同様だ。つまり最終的に株価が上昇して利益が出ても、レバ ETF の保有期間が長く途中に下落局面が多いほど倍率が低くなる傾向がある。

【図表 6】 上昇局面の騰落率

上昇局面	配当込み 日経平均	日経レバ ETF	倍率	結果
① U1	14.3%	30.2%	2.11	○
② U2	9.7%	19.8%	2.04	○
③ U3	13.6%	28.1%	2.06	○
④ U4	9.5%	19.2%	2.02	○
⑤ U1～U2	15.3%	31.6%	2.07	○
⑥ U1～U3	19.5%	39.9%	2.04	○
⑦ U1～U4	17.1%	32.4%	1.89	×
⑧ U2～U3	13.7%	27.4%	1.99	×
⑨ U2～U4	11.5%	20.6%	1.80	×
⑩ U3～U4	11.4%	21.3%	1.87	×

(注) 結果欄は倍率 2 倍以上を○、2 倍未満は×とした。

(資料) Refinitiv より筆者作成

うまいこと上昇局面で投資できればよいが、タイミング戦略でありがちなのは「買った直後に株価が下落してしまい戻のを待つ」というものだ。株価の推移は下落→上昇なので「V字局面」と呼ぶことにしよう。

日経平均が上昇した局面は日経レバETFの騰落率が日経平均の2倍未満の場合を×、日経平均が下落した局面は2倍超を×としたところ、全てのケースで「×」となった。また、①よりも②の方が結果が悪く、③よりも④の結果が悪い。⑤⑥と⑦、⑧と⑨も同様だ。

さらに図表9に示した「逆V字局面」では、①～⑩全てのケースで日経平均は上昇したものの日経レバETFの騰落率は2倍未満で、①～④、⑧～⑨の順に倍率が低下している。以上の事実から、やはり日経レバETFの保有期間が長いほど悪い結果になりやすいといえる。

【図表7】V字局面では全てのケースが悪い結果に

V字局面	配当込み 日経平均	日経レバ ETF	倍率	結果
① D1～U1	-1.8%	-5.3%	2.90	×
② D1～U2	-1.0%	-4.3%	4.31	×
③ D1～U3	2.6%	1.8%	0.66	×
④ D1～U4	0.6%	-3.6%	-5.82	×
⑤ D2～U2	0.8%	1.0%	1.25	×
⑥ D2～U3	4.5%	7.4%	1.63	×
⑦ D2～U4	2.5%	1.7%	0.69	×
⑧ D3～U3	3.7%	6.3%	1.72	×
⑨ D3～U4	1.6%	0.7%	0.41	×
⑩ D4～U4	-2.0%	-5.3%	2.69	×

(注) 青は日経平均が下落、黄は日経平均が上昇した局面。日経平均が上昇した局面は倍率2倍未満を×、下落した局面は2倍超を×とした。

(資料) Refinitivより筆者作成

【図表8】下落局面の騰落率

下落局面	配当込み 日経平均	日経レバ ETF	倍率	結果
① D1	-14.1%	-27.2%	1.93	○
② D2	-8.1%	-15.7%	1.94	○
③ D3	-8.8%	-17.0%	1.94	○
④ D4	-10.4%	-20.5%	1.97	○
⑤ D5	-7.9%	-15.5%	1.96	○
⑥ D1～D2	-9.7%	-20.1%	2.06	×
⑦ D1～D3	-9.7%	-20.6%	2.13	×
⑧ D1～D4	-8.1%	-19.1%	2.37	×
⑨ D1～D5	-7.3%	-18.6%	2.53	×
⑩ D2～D3	-8.0%	-16.1%	2.02	×
⑪ D2～D4	-6.4%	-14.6%	2.30	×
⑫ D2～D5	-5.6%	-14.0%	2.49	×
⑬ D3～D4	-7.2%	-15.5%	2.17	×
⑭ D3～D5	-6.4%	-14.9%	2.33	×
⑮ D4～D5	-9.7%	-20.0%	2.05	×

(注) 結果欄は倍率2倍以下を○、2倍超は×とした。

(資料) Refinitivより筆者作成

【図表 9】 逆V字局面も全てのケースが悪い結果に

逆V字局面	配当込み 日経平均	日経レバ ETF	倍率	結果
① U1～D2	5.1%	9.8%	1.93	×
② U1～D3	5.2%	9.2%	1.78	×
③ U1～D4	7.0%	11.2%	1.59	×
④ U1～D5	7.9%	11.9%	1.52	×
⑤ U2～D3	0.1%	-0.6%	-6.25	×
⑥ U2～D4	1.9%	1.2%	0.67	×
⑦ U2～D5	2.7%	2.0%	0.73	×
⑧ U3～D4	1.8%	1.8%	1.03	×
⑨ U3～D5	2.6%	2.5%	0.98	×
⑩ U4～D5	0.8%	0.7%	0.89	×

(注) 結果欄は倍率2倍未満を×とした。

(資料) Refinitiv より筆者作成

#### 4—レバレッジ型 ETF は短期投資向き

タイミング戦略で日経レバETFを買ったのに予想に反して株価が下落した場合、早めの損切りが肝心だ。「いずれ株価が回復すれば2倍儲かる」と考えるのは大きな誤解だ。ましてや、NISA制度なら運用益が非課税だからといって「上がるまで持ち続けよう」などと考えないほうがいい。

株価指数が下落したときに値上がりするインバース型も同じだし、もちろんNASDAQ指数など海外の株価指数を対象としたレバレッジ型も同じだ。

レバレッジ型ETFは、短期もしくは超短期の投機性が高い金融商品だということを理解したうえで上手に利用すれば便利なツールだ。空売りを利用しない普通の投資家の場合は、数週間以内に株価が上昇しそうになれば一旦売却して下がったところで再び投資するなど、こまめな対応が望ましい。

#### 5—(参考)なぜ2倍にならないのか～下手な売買を繰り返す宿命

保有期間が2営業日以上になると騰落率が2倍にならないのは、日経レバETFに限った話ではない。レバレッジ型ETFに共通の宿命だ。図表10のイメージ図で説明しよう。まず純資産100億円なら200億円相当の先物を買って持ちする。

翌日に日経平均やTOPIXが10%値上がりすると先物も10%値上がりして20億円の利益が出る。この利益分だけ純資産が増えて120億円になる。このとき先物は220億円分を保有しているが、翌日も「2倍の騰落率」を維持するために20億円分の先物を買って増して240億円相当にする必要がある。

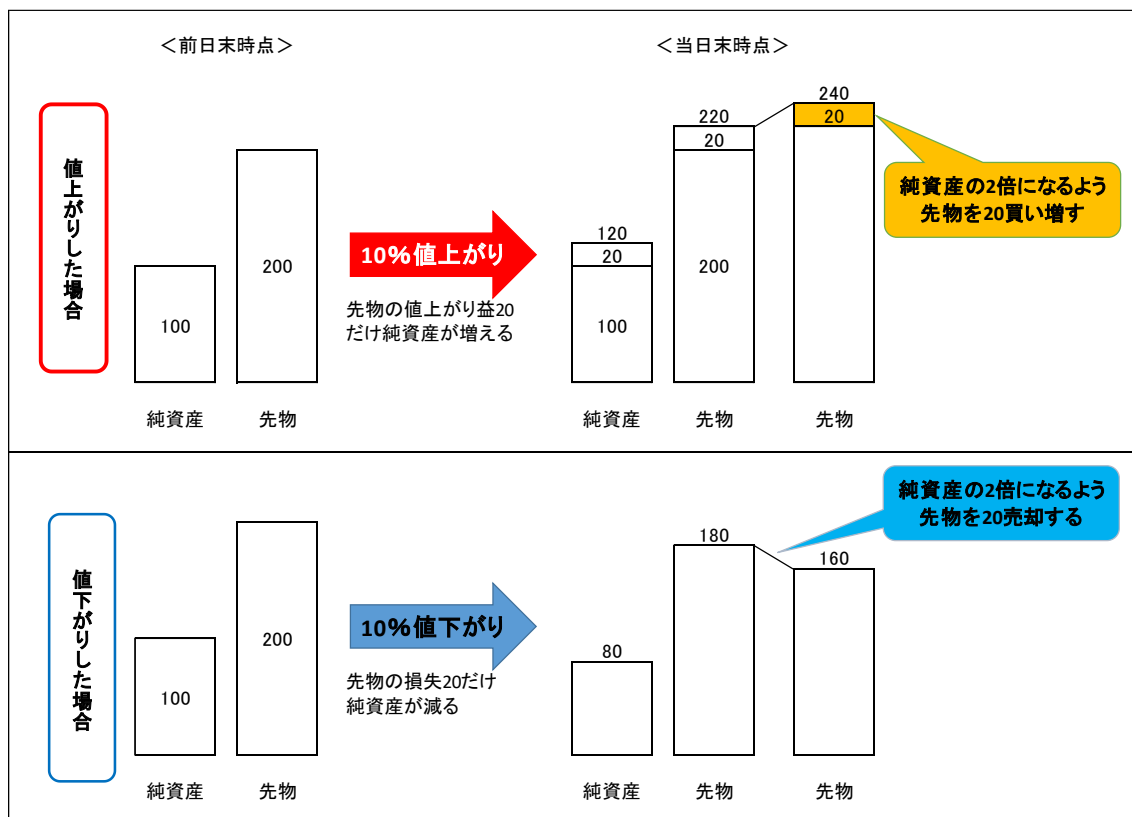
反対に株価指数が10%値下がりすると先物から20億円の損失が発生し、純資産も20億円減って80億円になる。先物は180億円相当を保有しているので、純資産の2倍の160億円にするため20億円

分を売却しなければならない。

つまり、レバレッジ型ETFは「株価が上がったら買い、下がったら売る」という順張り戦略を機械的に実践している。順張り戦略は株価が一本調子に動くときは有効だ。極端な例だが、株価が毎日上昇するなら日々買い増しすればより大きな収益を得ることができるし、仮に毎日下落するなら日々損切りすれば最終的な損失は小さく済む。

実際に、図表6の局面①～④は本格的な下落がない「上昇相場」だったので、順張り戦略が功を奏して2倍超になった。また、図表8（下落局面）の①～⑤の倍率が2倍未満で済んだのも同じメカニズムだ。しかし、現実には株価が一本調子で動くことは希で、普通は上下動を繰り返しながら推移する。そのため「上がったら買い、下がったら売る」という投資行動は結果的に「下手な売買」になりがちだ。

【図表10】レバレッジ型ETFは順張り戦略（イメージ図）



(注) 現物と先物の価格連動性を考慮するため、先物ポジションは純資産のちょうど2倍とは限らない。

(資料) 筆者作成

以上

(お願い) 本誌記載のデータは各種の情報源から入手・加工したものであり、その正確性と安全性を保証するものではありません。また、本誌は情報提供が目的であり、記載の意見や予測は、いかなる契約の締結や解約を勧誘するものではありません。