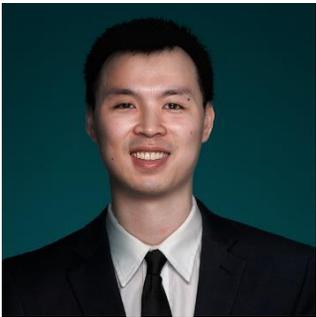




執筆者：  
ロハン・レディ  
リサーチ担当ディレクター



エリック・ツェン  
リサーチアナリスト

日付: 2022年10月6日  
トピック: **インカム、オプション、リスクマネジメント**

## GLOBAL X ETFリサーチ

# RYLD: 金利上昇期にお勧めのカバードコール戦略

2022年のラッセル2000指数(RTY)は、資金調達ニーズの高まり、クレジットスプレッドの拡大、米国経済成長への期待が後退し始めたことにより、例年に比べ動きの激しい市場環境に直面しています。インフレ圧力が続く中、米連邦準備制度理事会(FRB)が利上げへと大きく舵を切ったことから、ラッセル2000構成銘柄のような小型株の株価バリュエーションには逆風が吹いています。2022年前半に見られたような不安定な市場で成功する戦略はほとんどありませんが、ラッセル2000カバードコール戦略は弾力性があり、良い位置づけにあることが証明されています。ボラティリティ上昇が予想されるため、カバードコールから得られるプレミアムは、過去の平均と比較して高い水準で推移する可能性があります。本稿では、ラッセル2000に焦点を当てたカバードコール戦略が、投資家が厳しい市場環境を乗り切る上でどのような役割を果たす可能性があるかについてご説明したいと思います。

## 重要なポイント

- ラッセル2000は、過去10年間にわたり、好調な米国経済と低金利、そして資金調達環境の恩恵を受けて期待を裏切らない成績を収めてきました。
- ラッセル2000はシクリカリティ(景気循環性)に対する感応度が高く、金利上昇時にはインフレ率上昇がRTYにプレッシャーを与える可能性があります。
- ラッセル2000のカバードコール戦略は、投資家がインカムを生成し乱高下する市場ボラティリティをマネタイズするうえで役立つ可能性があります。

## ラッセル2000のバリュー志向の特性

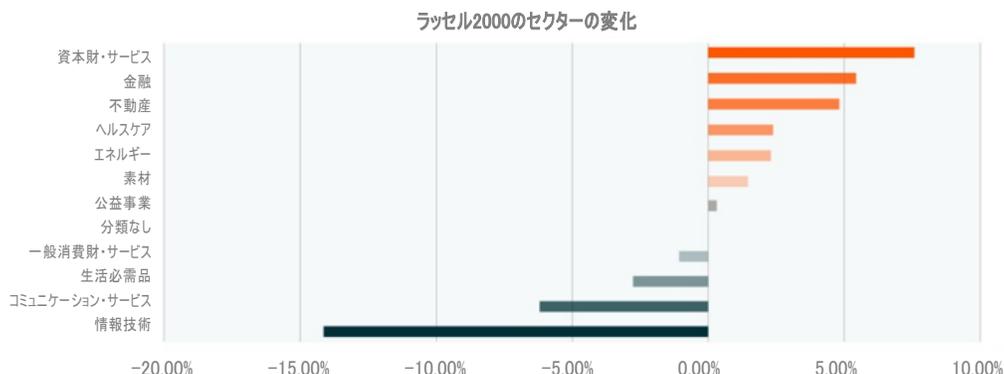
ラッセル2000指数は、米国内の企業収益へのエクスポージャー、ドル高、米国の経済成長、安価な資金調達条件などが相俟って、過去10年間にわたり高いパフォーマンスを計上してきました。米国の小型株2000銘柄で構成されるこの指数は、2022年8月15日現在、ナスダック(NDX)などの高成長指数を年初来で650bps(パーシスポイント)以上アウトパフォーマンスしています。<sup>1</sup>

ラッセル2000のアウトパフォーマンスは、バリュー志向の構成銘柄への大幅なオーバーウエイトが情報技術や通信サービスなどといった株価倍率の高いセクターの下落を一部軽減するのに役立つことによる可能性があります。2022年8月4日までの年初来に関しては、ラッセル2000のリターンが-15.09%だった一方、ナスダックのリターンは-18.44%でした。<sup>2</sup>



## ラッセル 2000 のセクター間の差 (S&P500 指数との比較)

出所: 下記から得た情報に基づき Global X ETF が作成: Bloomberg L.P. (日付なし)。[ラッセルのセクター間の差][データセット]。データは2022年8月4日現在で同日に取得。



## 金利上昇環境がラッセル2000にもたらすリスク

強力な財政・金融刺激策が実施されたことを受けて経済成長が加速し、それに伴ってインフレの不透明感が増えています。MSCI米国バリューの2022年8月10日現在のリターンは-6.68%、一方MSCI米国グロースは-17.85%でした。<sup>3</sup>この乖離の理由のひとつは、経済再開の流れとFRBによる金利引き上げが重なったことにあります。強力な財政・金融刺激策が施行された期間を経て、2022年上半期に経済成長が加速したことにより、インフレの逆風が強まりました。

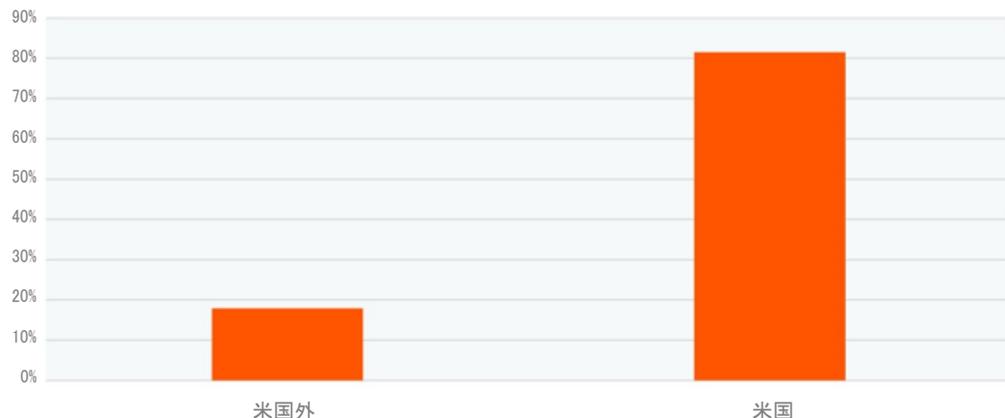
下のグラフから、金利の上昇は、グロース株に比べてバリュー株のリターンに与える影響が小さい傾向があることがわかります。直近2022年8月の消費者物価指数 (CPI) が8.3%とアナリストの予想を下回ったことを受けて、バリュー株よりもグロース株のリバウンド幅が大きくなりました。<sup>4</sup>

ラッセル2000は、米国の主要な株価指数と比べてバリュー銘柄のウェイトが高く、ピュアな小型株へのエクスポージャーにより、指数全体のボラティリティが押し上げられてきました。これは、一般的に小型株企業が金利上昇に敏感であるという事実起因するものであり、その理由は主に2つあります。まず、小型株は大型株に比べて投資対象としてリスクが高く、借入コストが高くなる傾向があります。次に、多くの小型株は成長の初期段階にあり、持続的なキャッシュフローを生み出せないため、債券および／または株式による資金調達の高必要性が高くなり、結果としてこの循環が固定されてしまう可能性があります。小型株と同様、IT戦略などのグロース企業は、バリュエーションが将来予想されるキャッシュフローに大きく依存するため、金利の影響を受けやすい場合が多いのが特徴です。金利が高いほど、将来のキャッシュフローの現在価値が減少します。両セグメントともマイナスの影響を受けていますが、グロース株の株価収益率の低下は小型株よりも顕著です。小型株のバリュエーションは、短期的なキャッシュフローにより大きく依存します。

ラッセル2000の収益は米国内の消費とより密接に結びついているので、投資家は米国の国内経済とより相関性の高いエクスポージャーを得ることができます。例えば、ラッセル2000の組み入れ企業の収益はほとんどが米国内からのものであり、海外からの収益はごく一部に過ぎません。

## ■ ラッセル 2000 の収益エクスポージャー

出所：下記から得た情報に基づきGlobal X ETFが作成：FTSEラッセル(日付なし)。「データセット」。データは2022年3月31日現在のもので、2022年8月4日に取得。

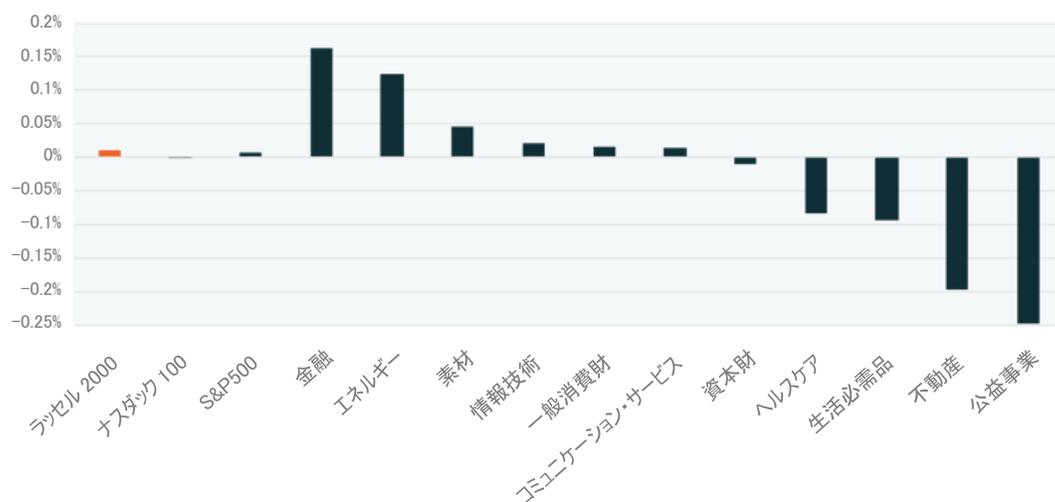


ラッセル2000指数とラッセル1000指数とを比較した場合、これらふたつを分ける大きな違いは時価総額です。ラッセル1000の平均時価総額は5,875億ドルで、約1,000銘柄の最も大規模な米国株式が含まれており、米国市場の93%を占めています。これに対し、最も小規模な米国株式2,000銘柄で構成されるラッセル2000 (FTSEラッセル)の平均時価総額は36億ドルとなっています。<sup>5</sup>

インフレ高進が顧客の実質所得水準に影響を与え、それが実質的な経済成長にも波及していることから、米国経済およびグローバル経済には多くのリスクが存在します。金利が上昇傾向にあるため、経済成長率の低下に対する懸念を背景に指数のボラティリティが上昇しています。

## ■ 年初来の10年物米国債利回り推移に対する相関

出所：下記から得た情報に基づきGlobal X ETFが作成：Bloomberg L.P.(日付なし)。「2021年12月31日から2022年8月5日までの10年物国債利回りとの相関推移」[データセット]。Global Xがブルームバーグ端末より取得した2022年8月5日時点のデータ。



投資家は、経済状況が正常化していることから、金利は引き続き上昇すると予想しています。また、投資家がFRBの金利政策動向が不透明だと感じていることから、金利のボラティリティも高まっています。10年物国債利回りは、2021年第1四半期末の1.74%から2022年8月4日現在は2.67%に上昇しています。<sup>6</sup> 金利の上昇は企業の資金調達コストを上昇させることから、小型株にとっては波乱の要因となります。



これは、金利上昇によって資金調達コストが上昇することから、債券投資家が利益率の小さいラッセル2000組入れ企業に対して「小型株リスクプレミアム」を加える傾向があるためです。

## 米国 10 年物国債金利

出所：下記から得た情報に基づきGlobal X ETFが作成：Bloomberg, L.P.（日付なし）。[2022年8月31日現在の10年物国債利回り][データセット] Global Xのブルームバーグ端末から2022年9月1日に得たデータ。



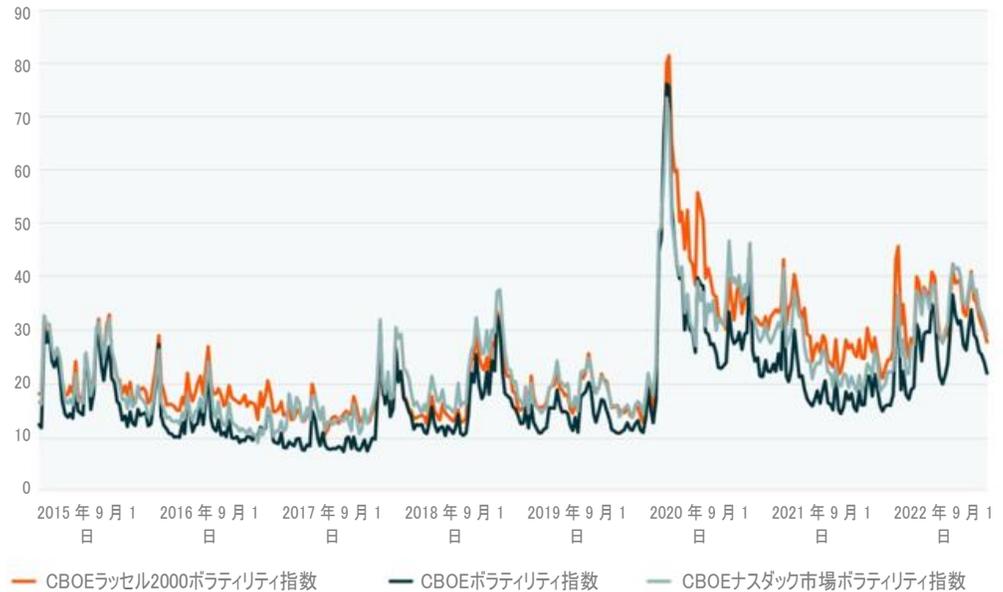
## ボラティリティ高進時を切り抜けるうえで役立つカバードコール戦略

金利上昇期がラッセル2000指数にとって不利な環境であるとしても、リターンの向上を可能にする方法がないわけではありません。その一つがカバードコール戦略によりインカムを生成することです。この戦略の中心となるのは、ラッセル2000構成銘柄を購入し、その後と同指数のコールオプションを売却するという手法です。カバードコール戦略では、原資産価格の上昇から得られる利益が成約されますが、オプションの売却によりプレミアムを収集することでインカムを生成することができます。市場のボラティリティが高い時期には、オプションプレミアムが上昇する傾向にあるため、カバードコール戦略は市場の大勢が強気か弱気の一辺倒な時期よりも、市場が不安定な時期や方向感に乏しい時期に最も大きな効果を発揮する傾向にあります。

下のチャートから、ラッセル2000はナスダック100やS&P500よりも高いレベルのボラティリティを生み出していることがわかります。収益の伸び悩み、インフレ高進、予期せぬ地政学的緊張の発生など、今後の米国経済データの不確実性が高まる中、ラッセル2000のカバードコールを採用する戦略等では、こうした時期に収集したプレミアムをバッファーとして活用することが可能です。

## ラッセル 2000 は最近、S&P500 およびナスダック 100 と比較して高水準のボラティリティを示している

出所：下記から得た情報に基づきGlobal X ETFが作成：Bloomberg L.P.（日付なし）。[2015年9月1日から2022年9月1日までのラッセル2000とS&P500およびNASDAQ100の比較][データセット] Global Xのブルームバーグ端末から2022年9月1日に得たデータ。



受取プレミアムは、インプライドボラティリティと正の相関があります。したがって、指数のインプライドボラティリティが上昇すると、一般的にオプション・レッグの価格も上昇します。RYLD、QYLD、XYLDの月次受取プレミアムの推移は以下グラフのとおりです。RUT指数（ラッセル2000指数）はNasdaqやS&Pに比べてこのところボラティリティが高くなっているため、RYLDのプレミアムも上昇する傾向にあります。

## RYLD（ラッセル 2000 カバードコール ETF）

### 受取プレミアムと支払分配金の実績

出所：Global X ETF。

月次配当上限：1%



それぞれのファンドの毎月の分配金は、a)受取プレミアムの半分、またはb)純資産価値（NAV）の1%のいずれか低い方を上限とします。受け取ったオプションプレミアムの超過額は、該当する場合、ファンドに再投資されます。分配金は変更されることがあり、保証されるものではありません。



## QYLD (ナスダック 100 カバードコール ETF) 受取プレミアムと支払分配金の実績

出所: Global X ETF。

月次分配金上限: 1%



それぞれのファンドの毎月の分配金は、a)受取プレミアムの半分、またはb)純資産価値 (NAV) の1%のいずれか低い方を上限とします。受け取ったオプションプレミアムの超過額は、該当する場合、ファンドに再投資されます。分配金は変更されることがあり、保証されるものではありません。

## XYLD (S&P500 カバードコール ETF) 受取プレミアムと支払分配金の実績

出所: Global X ETF。

月次分配金上限: 1%



それぞれのファンドの毎月の分配金は、a)受取プレミアムの半分、またはb)純資産価値 (NAV) の1%のいずれか低い方を上限とします。受け取ったオプションプレミアムの超過額は、該当する場合、ファンドに再投資されます。分配金は変更されることがあり、保証されるものではありません。

先物市場は現在、金融政策の転換を織り込んでおり、2023年初めにも利下げが行われると予想しています。長期的な政策の転換は、ラッセル2000に組み入れられた景気循環セクターや感応度の高いセクターの収益増加をもたらす可能性があります。短期的には、大企業に比べ借入コストが増加することから、歴史的に小型株のリスクプレミアムが上昇する傾向があります。

金利低下時には再投資リスクが高まり、金利上昇時には元本リスクが高まるため、債券投資家などのグループにとっては、カバードコール戦略を用いることでプレミアムバッファを確保しつつインカムポテンシャルを実現することができます。

カバードコール戦略は様々な指数や原資産を用いて実施することが可能ですが、ラッセル2000指数のコール売却にはいくつかの際立った特徴があります。一つは、RUTのボラティリティが過去一貫してS&P500指数より高いことです。これによりオプションの売却により得られるインカムが大きくなる可能性があります。



現在、広範な市場のインプライドボラティリティの水準は、パンデミック前よりも高いままとなっています。つまり、オプションプレミアムが通常より高く、投資家に大きなインカムをもたらす可能性があります。

ラッセル2000とS&P500を比較すると、ラッセル2000はS&Pに比べてリターン幅が広がっています。このようなラッセルの幅広いリターン分布はボラティリティの大きさにつながっており、最終的にRYLDはXYLDよりも高い利回りを実現する可能性があります。投資家は、いかにして低金利環境下で十分なインカムを創出しつつ金利上昇や大規模な市場急落のリスクを軽減するかという、投資運用上の難しい課題に直面しています。

ラッセル2000指数カバードコール戦略のもう一つの際立った特徴は、インカム指向のポートフォリオの分散化に貢献する可能性があることです。RUT（ラッセル2000指数）は多様な小型株へのエクスポージャーを持つため、そのパフォーマンスは大型株や中型株に傾斜する従来の配当重視型ファンドとは異なる場合があります。投資家は、カバードコールの利用によって、ボラティリティをマネタイズすることでダウンサイドリスクの軽減が可能となり、従来の株式や債券市場にはない、ボラティリティに対するインバース・エクスポージャーの源泉を得ることができます。

### ラッセル2000カバードコール戦略を採用する

過去10年間にわたって堅調に推移してきたラッセル2000指数は、やや曲がり角を迎えています。利回りが上昇を続けていることから、バリュー株がこれまでアウトパフォームしてきました。小型株は、株式の中でも成長率が高い分野のひとつである反面、変動が激しく、投資家にとっては相対的にリスクが大きくなります。ラッセル2000は、長期にわたりナスダック100とS&P500をアンダーパフォームしていますが、RUTはより高いレベルのボラティリティを生み出しています。RYLD等のカバードコール戦略は、このボラティリティを利用することができ、QYLDやXYLDと比較して高いプレミアムと利回りを実現しています。

RYLDをはじめとするカバードコール戦略は不確実性の高い環境下で優れた価値を発揮する可能性があります。ボラティリティが上昇する時期にはコールの売却により得られるプレミアムが上昇する傾向にあり、方向感に乏しい市況であってもリターンの向上が期待できます。ダウンサイドリスクを軽減するためにプットオプションの購入を勧める投資家もいますが、ボラティリティが上昇していることから、現在プットオプションのプレミアムは割高になっています。その上、テクノロジー銘柄を中心としたカバードコール戦略は、配当株や債券といった従来型のインカム源泉が大勢を占めるインカムポートフォリオの分散化にも貢献し得るといえるでしょう。ラッセル2000カバードコール戦略は、投資家が潜在的なインカムを生成しつつ株式市場への投資を継続するための代替手段となる可能性があります。

### 脚注

1. Bloomberg L.P. (日付なし)。[2022年8月15日現在のラッセル2000およびナスダック100のリターンデータ][データセット]。Global Xのブルームバーグ端末から2022年8月10日に取得したデータ。
2. 同上。
3. Bloomberg L.P. (日付なし)。[2022年1月1日から2022年7月31日までのMSCI米国バリューおよびMSCI米国グロースの価格推移][データセット]。Global Xのブルームバーグ端末から2022年8月10日に取得したデータ。ブルームバーグ、
4. Mutikani, L. (2022年9月13日)。家賃と食品価格の高止まりが8月の米インフレ率を押し上げる。 *Reuters*。  
<https://www.reuters.com/markets/us/monthly-us-consumer-prices-unexpectedly-rise-august-core-inflation-picks-up-2022-09-13/>
5. Yoshimoto, C. (2022年4月29日)。国境なき収益：米国企業のキャッシュフローを追跡する。 *FTSE Russell*。  
<https://www.ftserussell.com/blogs/revenues-without-borders-tracking-us-companies-cashflows>
6. Bloomberg, L.P. (日付なし) [2022年8月31日現在の米国10年物国債利回り][データセット]。Global Xのブルームバーグ端末から2022年9月1日に得たデータ。



## 用語集

**ナスダック100指数:**ナスダック100指数には、ナスダック株式市場に上場している企業のうち時価総額が最も大きい国内外の非金融企業100社が組み込まれています。同指数には、コンピューターのハードウェアとソフトウェア、通信、小売／卸売、およびバイオテクノロジーなど主要な業界グループにおける企業が反映されています。ナスダック100指数には投資会社を含む金融会社の証券は含まれていません。

**ラッセル1000指数:**米国市場の時価総額上位1,000社を対象としています。

**ラッセル2000指数:**米国市場に焦点を当てた、小規模企業2,000社を対象とした小型株指数です。

**クレジット・スプレッド:** 有リスク(政府発行以外の証券等)証券と、無リスク証券のイールド差のことをいいます。

**消費者物価指数(CPI):** CPIは、定義された財やサービスのバスケットに対して消費者が支払う価格の平均的な変化を測定します。

**MSCI米国バリュー:** MSCI米国バリュー指数は、総合的にバリュースタイルの特徴を備える米国の大型および中型株を対象としています。指数構築のためのバリュー投資スタイルの特性は、PBR、12カ月予想株価収益率、配当利回りの3つの変数を用いて定義されています。

**MSCI米国グロース:** MSCI米国バリュー指数は、総合的にバリュースタイルの特徴を備える米国の大型および中型株を対象としています。指数構築のためのバリュー投資スタイルの特性は、PBR、12カ月予想収益、配当利回りの3つの変数を用いて定義されています。

**相関:** 2つの証券が互いに関連してどのように動くかを示す計測値です。相関が1であれば、同じ値動きをすることを意味します。相関が0であれば、互いに全く関係のない値動きをする証券であることを意味します。負が1の相関は、証券が同じ幅で互いに反対方向に動くことを意味します。

**小型株リスクプレミアム:** 小型株は大型株より大きなプレミアムが期待されることを表しています。

**VIX指数:** シカゴ・ボード・オプション取引所ボラティリティ指数(通称VIX)は、インプライドボラティリティの加重平均に基づき、S&P500指数オプションの将来のボラティリティの市場推定値を反映したものです。

**VXN指数:** シカゴ・ボード・オプション取引所NDXボラティリティ指数(通称VXN)は、インプライドボラティリティの加重平均に基づき、ナスダック100指数オプションの将来のボラティリティの市場推定値を反映したものです。

**RVX指数:** シカゴ・ボード・オプション取引所ラッセル2000ボラティリティ指数(通称RVX)は、インプライドボラティリティの加重平均に基づき、ラッセル2000指数オプションの将来のボラティリティの市場推定値を反映したものです。

---

SEI Investments Distribution Co. (1 Freedom Valley Drive, Oaks, PA, 19456)は、Global Xファンドの販売代理店です。

投資には元本が毀損する可能性などのリスクが伴います。小規模企業に対する投資については、一般的に変動性が高くなります。RYLDは、特定の業種またはセクターへの集中度が高いため、そうした業種またはセクターに悪影響を及ぼす可能性のある事象に起因する損失を被ることがあります。RYLDの投資家は、ファンド持分の価格が大幅に変動することと、大きな損失を被る可能性があることを同意して受け入れる必要があります。

RYLDはオプション取引を行います。オプションとは取引の一方の当事者が他方の当事者に販売する契約であり、株式を予め合意した価格により一定期間内または所定の期日に購入(コール)または売却(プット)できる権利を買い手に付与するものをいいます。カバードコールオプションには、オプションプレミアムによる付加的な利益を実現することを目的に、特定の資産(この場合は米国の普通株式)のロング(買い持ち)ポジションを保有すること、および当該同一の資産に関するコールオプションのショート(売り切り)が含まれます。RYLDはラッセル2000指数を対象にカバードコールの指数オプションを売却します。ファンドがカバードコールオプションを売る場合、原資産である指数の価格が行使価格を上回るにより利益を得る機会は限定されますが、指数の価格が下落するリスクは残存します。当ファンドが保有するオプションに関して、市場に流動性が存在しない場合があります。ファンドはコールオプションの売却によりプレミアムを受け取りますが、

オプションの行使により実現する価格は当該指数の時価より大幅に低くなる場合があります。当ファンドへの投資は、原資産ファンドのリスクを伴います。

ETFの証券は市場価格（NAVではありません）で売買され、当ファンドが個別に償還することはありません。投資リターンは、仲介手数料により減少します。

ファンドの設定から数日後までの間、ファンドの株式は流通市場で取引されなかったため、ファンドの設定から株式の流通市場取引初日までの期間については、市場リターンの計算にはファンドのNAVが使用されます。

**投資を実際に行う前に、ファンドの投資目標、リスク要因、手数料、費用について慎重にご検討ください。この情報およびその他の情報はファンドの完全な目論見書または要約目論見書に掲載されています。目論見書は[globalxetfs.com](http://globalxetfs.com)からご入手いただけます。投資を行う前に、十分注意して目論見書をお読みください。**

Global X Management Company LLCはGlobal Xファンドのアドバイザーです。当ファンドは、SEI Investments Distribution Co. (SIDCO)が販売しています。SIDCOはGlobal X Management Company LLCあるいはMirae Asset Global Investmentsの関連会社ではありません。Global X Fundsは、FTSE RussellまたはCboeがスポンサー、保証、発行、販売、宣伝を行っているものではなく、これらの事業体は、Global X Fundsへの投資の是非についていかなる表明も行っておりません。SIDCO、Global X、およびMirae Asset Global Investmentsはいずれも、これらの組織の関連会社ではありません。

