NEUBERGER BERMAN

CIO Weekly Perspectives

ニューバーガー・バーマン・グループの最高投資責任者（CIO）が、
毎週、足元の市場トレンドや投資における考察・見通しをお伝えします。

「幾分高い」

Joe Amato ニューバーガー・バーマン・グループ LLC プレジデント 兼 株式部門最高投資責任者

2017 年 7 月 3 日

株式市場は「好材料」に支えられて、非常に堅調な動きが続いてきました。

最近、私はクラシック映画「カサブランカ」のルノー署長がリックの「カフェ・アメリカン」を閉鎖するシーンをよく思い出します。

「驚いた、本当に驚いた！ここで賭博が行われているとは」賭場の係員がまさにその瞬間に、彼の賞金を手渡そうとしていることに気が付かないで言います。
もし、あなたがリックなら、恐らくこう思うことでしょう。「幾分高いな。」

バリュエーションには背景が必要

この言葉は先週 FRB イエレン議長が、株式のバリュエーションに対して用いた言葉です。FRB の複数の当局者がすでに資産価格の上昇について相次いで警戒感を示している中で、最も直近の言及です。フィッシャー副議長は足元の PER は長期ヒストリカルレンジで見て、上位 20 パーセンタイルで推移していると述べました。ウィリアムズ・サンフランシスコ連銀総裁は、「市場は過熱気味で、全ての好材料を織り込んでいこうとする動きがある」と述べています。グリーンスパン FRB 議長（当時）が米国株の上昇について述べた有名な言葉、「根拠なき熱狂」の 1996 年に似ています。

7 年間に渡りゼロ金利に近い状態が続いたことや、この 10 年で連銀のバランスシートが 9,000 億ドルから 4.5 兆ドルへ拡大したことで、資産価格が大きく上昇しました。こうした状況に、米国の連銀総裁たちは「驚いた、本当に驚いた」のです。

この皮肉な状況を理解することで、足元の株式バリュエーションにははっきりとした裏付け根拠がないことがわかります。なぜ、今のバリュエーションにあるのでしょうか。そしてそれは、本当に「幾分高い」のでしょうか？

割引率は低いが、業績は増益基調

株式市場が高いとすれば、米国債券市場はどうでしょうか？米国債 10 年物利回りは歴史的に、名目 GDP 成長率を反映する傾向があります。米国の実質 GDP 成長が 2%でインフレが 2%で進行するとした場合、利回りは 4%前後となります。足元それが、2.25%で推移しています。

以前にも考察しましたが、低迷する米国債 10 年物利回りは、今後の収益予想を算出するのに用いる割引率の目安になります。各国中央銀行による前例のない金融緩和により、要求利回りを満たす投資先が限定され、投資家が許容可能な PER の水準が構造的に変化したといえます。

割安な株は本当にわずかです。実際の経済指標の改善に先行し、企業信頼感や消費者信頼感などセンチメント系の指数が改善しており、それが市場における資産価格の上昇を後押ししています。

しかしながら、それは、実際の経済指標が改善しているという事実を打ち消すものではありません。第 1 四半期業績は市場予想を上回るポジティブサプライズがありましたし、前年比でエネルギー価格が上昇しなかったとしても、第 2 四半期業績もおおむね、足元の PER を下支えする内容になる、との見方をしています。

PER は高いが、極端に高くはない

確かに PER は高いですが、極端な水準ではありません。S&P500 種株価指数の過去 10 年間における平均 PER は 12 か月業績予想ベースで 14－15 倍です。それに対し、足元は 18.5 倍です。MSCI オール・カントリー・ワールド・インデックスでは、その数字は平均 13 倍に対し、17 倍です。エマージング市場インデックスでは 10 年平均が 11 倍に対し、足元 13 倍で推移しています。長期ヒストリカル平均に対し、2－5 ポイント上乗せの状態は極端な割高感はありません。特に、1999 年－2000 年のレベルと比較すればなおさらです。

インフレ調整後 1 株当たり利益の 10 年移動平均を用いたロバート・シラーの景気循環調整後 PER（CAPE レシオ）は S&P500 種株価指数では 30 倍ですが、ドットコム・バブルの全盛期では、40 倍を超えていました。

株価の適正バリュエーションを考える上で、さらに 2 点、考察に値するものがあります。1 点目が、10 年平均 PER と CAPE レシオは 2008－2009 年の業績が急激に悪化した時期が対象期間に含まれており、今後 2 年ほどで、算出対象期間からその時期が外れるということです。

2 点目は、株式市場では、共和党新政権による財政刺激策や税制改革といった経済政策に対する期待感が剥落していることです。先週、ヘルスケア法案に関する議会投票の延期はそれを説明する良い一例です。これが事実であれば、政治リスクによる下ぶれリスクは極めて限定的で、むしろ議会が何らかの法案を通過させた際には、ポジティブサプライズになる可能性があります。

端的にいえば、株式市場がここ 2, 3 年間非常に堅調に推移してきたことを疑う余地がない一方、それについて驚く必要もありません。もちろん、投資家がより一層中央銀行の当局者たちの発言に注意を傾けることは、理解できます。しかし、先週のイングランド銀行カーニー総裁による利上げは時期尚早との発言や、ECB ドラギ総裁の声明の過大解釈にもあるように、発言の裏側にあるファンダメンタルズに注目すべきであるといえます。1996 年のグリーンスパンの「根拠なき熱狂」発言の後、S&P500 種株価指数は 1997 年に 33%、1998 年に 29%、1999 年に 21%のリターンを上げた事実を忘れるべきではないでしょう。

- **過去の CIO Weekly Perspectives はこちら。**
- **Neuberger Berman ウェブサイト www.nb.com/japan**

当資料は情報提供を目的として作成されたものであり、法的、税・会計上または投資のご提案のためのものではなく、また個別の有価証券等の勧誘等を目的とするものでもありません。当資料は正式なリサーチ・レポートではありません。従って当資料は投資判断を行うにあたり依拠されるべきではありません。当社グループ、その従業員及び当社グループが投資助言を提供する顧客は当資料にて言及されるセクターに属する企業の有価証券等を保有する場合があります。当資料は、作成時点において信頼できると思われる情報に基づき作成されていますが、かかる情報（第三者からの情報を含む）のいずれについてもその公正性、正確性、信頼性、完全性および妥当性について、明示または黙示を問わず表明または保証するものではありません。当資料に含まれる意見や見通しについて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。当資料中の見通しや意見については、必ずしもニューバーガー・バーマンとしての統一見解ではない場合があることにご注意ください。当資料に記載する商品または運用戦略が、すべての投資家に適合するものではありません。当資料は予想、見込み、見通し、その他の「将来予測に関する記述（Forward-looking statements）」を含みます。様々な要因により、実際に生起する事象は当資料に記載されているものと大幅に異なる場合があります。投資はリスクを伴い、元本の毀損を伴います。過去の実績は将来の運用成果を保証または示唆するものではありません。

本資料は、当社グループが作成した資料をもとに当社が翻訳・作成した資料であり、必ずしも原文の内容と一致するものではなく、また、その正確性、完全性及び信頼性を保証するものではありません。当資料の複写、転載及び第三者への提供については、当社の同意なくこれを行うことは固くお断りいたします。

手数料等について

投資一任契約に基づく運用報酬：投資一任契約に基づく運用報酬として、受託資産の時価総額に対して年率 1.00%（税抜き）を上限とする金額が徴収され、これとは別に成功報酬（ない場合もあります）、受託銀行に対する報酬等の費用が徴収されます。また、当資料において記載される戦略は、投資家の利益に資すると当社が判断した場合には、同様の戦略を有するファンドを組み入れることを通じて提供する場合があります。その場合、組入れを行うファンドにおいて以下のような報酬等が別途徴収されます。 運用報酬料率：運用報酬料率は、運用戦略、運用資産額、投資スキーム等に基づく商品の内容及び成功報酬の徴収の有無等により、商品毎又は契約毎に異なりますが、一般的な運用報酬料率の上限は、運用資産の時価評価額に対して 2.0%となります。ただし、その他の諸条件を踏まえ、個別案件や投資金額毎に異なりますので、詳細を表示することはできません。

成功報酬料率：成功報酬の徴収の有無及びその料率は、運用戦略、運用資産額、投資スキーム等に基づく商品の内容等により、商品毎又は契約毎に異なりますが、一般的な成功報酬料率の上限は運用資産の超過収益に対して 20%となります。ただし、その他の諸条件を踏まえ、個別案件毎に異なりますので、詳細を表示することはできません。

その他費用等：商品の種類、スキーム等により各種費用（経費、運営費用、ファイナンス・コスト、組成費用、取引手数料等）が発生しますが、これら諸費用は運用状況及び資産規模等により異なりますので、詳細を表示することはできません。

上記の投資一任契約及び組入れファンドに関して徴収される報酬及び諸費用の合計は、戦略、運用状況及び資産規模等により異なりますので、その総額や上限等について、あらかじめ表示することはできません。

投資リスクについて

投資一任契約に基づき投資を行う投資運用商品には、投資信託、株式、債券、為替、先物、デリバティブ等、各種金融資産が含まれますので、各市場等における相場その他の指標に係る変動等の影響により投資価値が下落し、損失を被ることがあります。外貨建資産への投資は、為替変動により損失を被るリスクを伴います。投資運用商品は、投資元本が保証されているものではなく、投資元本を割り込むことがあります。投資信託、外国籍リミテッド・パートナーシップ等のファンドに投資する場合、投資するファンドの種類により投資リスクは異なりますが、主なリスクとして、価格変動リスク、流動性リスク、信用リスク、為替リスク、金利リスク、デリバティブ・リスクなどがあります。また、受託資産の運用に関してデリバティブ取引等を利用する場合は、受託資産から委託証拠金その他の保証金（以下総称して「証拠金」と言います）を預託する場合がありますが、当該取引等にかかる想定元本の額が証拠金の額を上回る可能性があるとともに、当該取引の対象となる有価証券の価格、利率又は参照する指標等の変動による損失の額が証拠金の額を上回ることにより、証拠金を上回る損失が生じ結果として元本を上回る損失を蒙る可能性があります。なお、デリバティブ取引等の証拠金に対する比率は、取引毎の具体的な条件に応じて決定されるため、予め算出することはできません。

債券、バンクローン、モーゲージ証券、メザニン債等への投資について： これらの商品の価値は金利、市場環境、信用状況その他の要因により変動します。償還前に債券を売却した場合、売却による利益又は損失が発生する場合があり、また利子についても何らかの課税の対象となる場合があります。ハイ・イールド債券（「ジャンク債」）、バンクローン（優先担保及び劣後担保のものを含む）、非政府系モーゲージ証券、メザニン債等に対する投資は一般的に投機的な投資であり、投資適格債に対する投資と比較してより大きなデフォルトリスクを伴います。こうした商品の市場価格は、金利、市場環境、信用状況、政治、通貨の切り下げその他の要因により変動する場合があり、投資適格債と比較してよりその変動幅が大きくなります。従って、これらの商品に対する投資はすべての投資家に適合するものではなく、投資に当たっては潜在的なリスク及びリターンの特性を十分ご理解のうえご検討ください。

株式への投資について： 大型株への投資の場合であっても、株式投資に関するあらゆるリスクを伴います。かかるリスクには、全般的な市場或いは経済状況により株式価値が毀損されるリスクを含みます。中・小型株式への投資の場合は、財務及びその他のリスクに関し、大型株と比較してより影響を受けやすい傾向にあり、また、取引量が大型株と比較して限定的であること等から、市場価格の変動はより大きくなる傾向があります。

外国有価証券及び外貨建て有価証券への投資について： これらの商品に対する投資については、為替の変動や政治経済の情勢といったリスクを伴い、投資資産の価値及び配当が影響を受けることがあり、投資元本を割り込む可能性もあります。また、新興国への投資については、先進国への投資に比べて市場規模や流動性等の観点から価格変動が大きくなる傾向があるなど、より大きな損失を被る場合があります。加えて、新興国における経済は一般的に規制が十分でなく、貿易障壁、為替管理、保護主義的政策及び政治的・社会的不安定性により悪影響を受ける可能性があります。流動性が低い場合や信頼できる情報が利用できない場合には変動性が高くなるリスクがあります。

ヘッジファンドやプライベート・エクイティ・ファンド等のオルタナティブ投資について： ヘッジファンドやプライベート・エクイティ・ファンド等のオルタナティブ投資は投機的な投資であり、高いリスクを伴います。ファンドは、レバレッジの高いキャピタル・ストラクチャー商品への投資を通じて、レバレッジをかけることがあります（レバレッジは高い金利リスクを伴い、金利上昇や景気後退、原資産の減少といった要因に対し、投資資産のエクスポージャーが増加することがあります）。これらのリスク要因の影響を受けて、ファンドの運用実績は大きく変動することがあり、結果的に投資元本の全部又は大部分を失うことがあります。

プライベート・エクイティ・ファンドの組入れを行う場合について： プライベート・エクイティ・ファンドの場合、一旦ファンドへの出資を行うと中途解約は原則として認められず、またファンドの持分には通常譲渡制限が付されているため流通市場はなく、今後も整備される見込みはありません。従って、中途換金は非常に困難であり、流動性は殆ど存在しません。また、ファンドで徴収される報酬及び費用の発生により、費用控除後の実現利回りが大きく低下することがあります。更に、これらの報酬及び費用の発生によって、投資家に返還される金額が拠出総額を下回る可能性があります。なお、当資料に記載する戦略をファンドの組入れを通じて提供する場合、当該ファンドに係る条件等の詳細については今後関係者の承認を経て正式決定される場合があり、その場合当資料中に記載された内容が予告なく変更され、またかかる状況において新たなリスクが発生することもあります。

適合性原則について

当資料でご紹介する戦略がすべての投資家に適合することを保証するものではありません。当社は、金融商品取引法等の法令・諸規則等に従い、投資家の知識、投資経験、財産の状況、投資一任契約を締結する目的その他の個別の事情等を踏まえたうえで、個別戦略の正式なご提案をさせていただくこととしております。なお、投資家の知識、投資経験、財産の状況、投資一任契約を締結する目的その他の個別の事情等を確認した結果、当社の判断により一定の戦略のご提案を行わない場合や、投資家からの戦略提案のご要望に応じることができない場合があることをご了承ください。また、かかる場合に代替的な戦略のご提案をさせていただく場合もございますが、常にそのようなご提案を行うことを保証するものではありません。

また、正式な戦略のご提案以降であっても、投資家の財産の状況や規制環境の変化、その他個別の事情等に照らして当社が必要と判断する場合には、当初の提案を随時見直す可能性があります。厚生年金基金である投資家に対するご提案に当たっては、運用指針（及び、場合によっては運用の基本方針）等を確認させていただく他、必要に応じて情報を提供していただくこともあわせてご了承ください。

ニューバーガー・バーマン株式会社
Neuberger Berman East Asia Limited
〒100-6512　東京都千代田区丸の内一丁目 5 番 1 号
金融商品取引業者　関東財務局長（金商）第 2094 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、一般社団法人 第二種金融商品取引業協会