

## CIO Weekly Perspectives

## ボラティリティの高い市場におけるバリューの発掘

Ashok K. Bhatia, CFA, 債券部門シニア・ポートフォリオ・マネージャー

2018年4月17日

先日、当社は最新のアセット・アロケーション委員会の見通しを発表しました。当委員会のメンバーである債券部門シニア・ポートフォリオ・マネージャーの Ashok Bhatia が今週の CIO Weekly Perspectives を担当します。



当社は、[2018年の市場見通し](#)の1つに金融市場におけるボラティリティの高まりを挙げました。年初から、VIX 指数の急上昇、貿易摩擦問題の激化、株式市場において日次騰落率が上昇していること等を考えると、過去 2~3 年間続いた市場環境とは異なる市場へ移行していると言えるのかもしれません。

ボラティリティが上昇し、モメンタムが低下する局面になると、投資家は魅力的な利回りを有し、バリューのある資産を投資対象として検討し始めます。しかし、低金利でクレジットスプレッドが低位な水準にある足元の債券市場におい

て、バリューのある資産クラスをみつけるのは容易ではありません。このような中、バリューのある資産クラスは何なのか、そして市場の高ボラティリティ環境はどのくらい継続するのかについて本日はお話しします。

## バリュー投資のための3つの投資アイデア

当社が考えるバリューに関する投資アイデアを3つご紹介します。

まず1つ目は、最も割高となっていると考えられる資産への投資を回避することです。足元の市場環境は、バリュエーションの改善を見込んで、保守的な投資スタンスが選好されています。このような投資スタンスの場合、国債の保有が推奨されますが、今年に入ってからリスク性資産の下落局面において、国債は不安定に推移し、実質的な分散投資の役目を果たしていませんでした。4月12日までの年初来トータル・リターンを見ると、米国10年債は3%下落、30年債は4.9%下落しました。利回りが低位であることと合わせて、国債の軟調な推移は当面継続するだろうと見ており、多くの国債は投資妙味に欠けると考えています。

それでは投資家はどこにバリューを見出せばよいのでしょうか。1つはデュレーションの短い債券です。イールドカーブがフラット化している局面においては、投資家にはデュレーションを短期化させる強いインセンティブが働き、結果的にイールドカーブのフラット化は解消されるものです。年初、アセット・アロケーション委員会で Erik Knutzen は、FRB の利上げによって、キャッシュが投資対象になるだけでなく、米ドルベースの投資家にとっては、むしろ競争力のある資産クラスになるだろうと指摘しました。最新のアセット・アロケーション委員会の見通しでは、利上げによって投資妙味が出てくる資産クラスとして、バ

ンクローン、デュレーションの短い投資適格クレジットやハイイールド債券、変動金利の債券を挙げています。少なくとも、米ドルベースの投資家にとって、3%の利回りを追求するために10年債に投資する必要はもはやなく、デュレーションが短期の債券に分散投資したポートフォリオで十分追求することが可能になりました。

3つ目は、米ドル以外の通貨建ての債券資産クラスへの投資です。米ドルベースの投資家にとって、米ドル以外の通貨建ての債券は魅力ある資産クラスとなっています。例えば、メキシコの現地通貨建て債券は、相対的にクレジットスプレッドが低位な米国投資適格クレジットやハイイールド債券よりも実質利回りは高くなっています。また、ECBが金融政策に大きな変更を行っていない中、FRBが利上げを実施していることで両者の金利格差は拡大しています。米ドルベースの投資家は、ユーロ建て資産への為替ヘッジにより年率3%前後の利回りを獲得できることから、欧州ハイイールド債券も魅力的な資産クラスとなります。しかし同じ理由から、ユーロベースの投資家にとっては為替ヘッジコストが年率約3%かかることから、ヘッジベースで米ドル建て資産への投資インセンティブは後退しています。

## 金融政策の正常化がボラティリティ上昇の主要因

為替ヘッジコストの上昇及びそれによる投資フローへの潜在的な影響は、「高ボラティリティ環境はどのくらい続くのか?」という2つ目の質問に関連します。

[米国の貿易政策](#)に関する懸念の高まりが足元の市場のボラティリティ上昇の大きな要因です。しかし、貿易摩擦問題により上昇したボラティリティは徐々に低下するだろうと当社では考えています。[Joe Amato](#) 同様、私も最近中国と東南アジアを訪問しましたが、グローバル貿易体制における大きな混乱は誰の利益にもならないことを現地の投資家は認識しており、このリスクについては比較的楽観的に捉えていました。現在議論されている貿易交渉は具体的な政策の変更をもたらすようなものではなく、あくまで一般論的な内容であるとみています。

しかし実際、市場の変化がボラティリティの上昇に関係しています。金利の上昇、LIBOR-OIS スプレッドの拡大同様、為替ヘッジコストの上昇や投資適格クレジットがハイイールド債券対比、または、BB 格銘柄が CCC 格銘柄対比でアンダーパフォームしている理由は、単純かつ強力な FRB の利上げおよび金融引き締め政策による影響によるものです。

貿易摩擦問題、今後の米国における政策、英国の EU 離脱問題、エマージング諸国において予定されている選挙などもボラティリティの上昇要因となり得ますが、ボラティリティを高める最大の要因は中央銀行のバランスシート正常化であり、この正常化プロセスが続くうちは、高ボラティリティ環境は当面継続する見込みです。今後 12~18 ヶ月以内に他の中央銀行も FRB に近い政策へ転換すると考えられますが、正常化プロセスが完了するまでは、市場の大きな転換に備えたポートフォリオよりも、レバティビバリューのある資産クラスにフォーカスした債券ポートフォリオが恩恵を受けるのではないかと考えています。

- **CIO Weekly Perspectives 配信サービスの申し込みは[こちら](#)。**  
(ページ右上の配信サービス申込ボタンをクリック)
  - **過去の CIO Weekly Perspectives は[こちら](#)。**
  - **Neuberger Berman ウェブサイト [www.nb.com/japan](http://www.nb.com/japan)**
-

当資料はニューバーガー・バーマン株式会社が情報提供を目的として作成したものであり、本資料の如何なる内容も、投資、法務、会計又は税務に関するアドバイスを目的としておらず、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、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。また将来の市場環境の変動等により、運用方針が変更される場合があります。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。外国有価証券並びに外貨建て有価証券への投資は、為替の変動や政治経済の情勢といった信用リスクを伴い、投資資産の価値並びに利子等に影響を及ぼすことがあり、投資元本を割り込む可能性もあります。またデリバティブ取引では取引の額が保証金等の額を上回る場合があり、当該取引により生じた損失の額が証拠金の額を上回る可能性があります。当該取引の額の保証金等の額に対する比率は、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。投資一任契約に係る業務については、1.00%(年率、税抜き)を上限として投資一任契約に基づく報酬を徴収します。この投資運用報酬とは別に、かかる戦略を投資信託等の組入れにより実施する場合には、別途当該投資信託等の中での運用報酬等の諸費用が徴収されます。具体的な水準は、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率の徴収の有無等により商品毎または契約毎に異なり、またその他の諸条件も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。その他成功報酬がこれとは別に徴収されるものもあります。さらにその他の費用として、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および資産規模等により変動しますので、その総額や上限等についてあらかじめ記載することができません。

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