

CIO Weekly Perspectives

これから必要なバランス

Erik Knutzen マルチ・アセット部門 最高投資責任者

2018年3月28日

市場のボラティリティ、および株式と債券の相関が上昇する局面において、どのようにポートフォリオのバランスを取ればよいでしょうか。



市場にボラティリティが戻ってきました。当社は年初に、主要なテーマの一つとして、通常では考えられないような低水準の市場ボラティリティが、景気サイクルの時期に見合った本来あるべき水準へ移行する可能性を挙げていました。S&P500 指数が 1%以上変動した回数を見ますと、2017 年は年間を通じてわずか 10 回しかありませんでしたが、今年は 2 月以降で、既に 17 回観測されています。

2 月初旬に見られたボラティリティの上昇は、米国平均賃金の上昇が市場予想を大きく上回ったことに端を発するものでした。先週、再びボラティリティが高まりましたが、複数のカタリストが考えられます。PMI(購買担当者景気指数)の速報値は市場予想を下回りました。テクノロジー関連株は情報セキュリティに対する懸念から急落しました。トランプ大統領は先週の木曜日、中国製品に対する輸入関税を引き上げることを発表しました。その前日には、パウエル FRB 新議長による初会見が開かれましたが、市場が予想していたよりもタカ派的要素の少ない会見内容であったことから、市場では今後の不確実性が意識されました。

どのカタリストを採用するにせよ、重要なポイントは、2 月のボラティリティ上昇時と同じです。市場にボラティリティが戻ってきた今、ポートフォリオを防衛するために何ができるでしょうか。

通常のケースでは、株式リスクと金利リスクが負の相関関係にあることを前提として、これらのリスクのバランスをとることが答えとなります。しかしながら、この新たな市場環境においては、金利・インフレ率・ボラティリティの上昇だけでなく、株式と債券の相関が高まる可能性も考えられます。

相関はシクリカル

金融危機以降、投資家は、株式と債券の低相関、あるいは負の相関から恩恵を受けてきました。先進国の国債を保有することで、株式投資におけるダウンサイド・リスクを分散させることが難しくない時期が続きました。

しかし、長期的にみれば、株式と債券はやや正の相関関係にあり、シクリカルな特性が見られます。株式と債券の相関は、経済成長率やインフレ率が低い局面においては負となる傾向にあります。しかし、

経済成長率やインフレ率が高い局面においては、相関は正となる傾向にあります。特に正の相関は、景気サイクルの終わりに向けて、中央銀行が金融政策を引き締めて景気の過熱感を冷ます状況において最も高くなる傾向にあります。

もし当社の見通しが正しく、かつインフレ率の上昇と金融引き締めが早いペースで進行する場合、過去の事例を参考にすれば、株式と債券の低相関が成り立たない可能性が考えられます。その前兆として、**2月**は S&P500 指数が 3.7%低下する一方で、ブルームバーグ・バークレイズ米国長期国債指数も 3% 低下しました。この新しい市場環境では、国債にはもはやボラティリティ上昇の影響を和らげる役割を期待できない可能性があります。

相関が高まり、分散が容易でない環境

このような市場の変化を背景として、リスク管理とポートフォリオの分散について思慮深いアプローチが必要となります。3つのアプローチを挙げたいと思います。

第一に、最もシンプルなアプローチとして、ポートフォリオ全体のリスク量を削減することが挙げられます。伝統的な資産クラスにおいて、ボラティリティが低く、市場感応度が低いポジションに移行する方法があります。具体的には、株式やクレジットにおいてより質の高い企業にシフトする、あるいは株式の一部を**ブットライト戦略**に置き換えることを検討できるかもしれません。

第二のアプローチは、株式以外の資産クラスにおいて国債とは異なるリスクを選択することです。例えば、景気サイクル後期においては、物価連動債やコモディティ等、インフレ感応度の高い資産が好調なパフォーマンスとなる傾向にあります。バンクローン等の変動金利型の投資も候補となり得ます。

第三のアプローチは、伝統的な市場リスクと相関のない投資先を探すことです。例えば、無相関・低ボラティリティ戦略や、**リスク・プレミアム戦略**が挙げられます。

上記3つのアプローチを融合するのが賢明な方法かもしれません。ボラティリティ上昇に対して国債に防衛的な役割を期待しにくい環境において、投資家はポートフォリオのバランスをとるために新しい方法を見つける必要があります。

- **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**

当資料は、当社グループの戦略、運用状況、及び市況等に関する情報提供を目的として作成されたものであり、個別の有価証券の取得の勧誘を目的とするものではありません。

当資料はお客様限りの資料であり、一般投資家に配布することはできません。

当資料の内容は機密性の高い情報を含むため、取扱いには十分ご注意ください。当資料の全部又は一部の転写・加工・利用を行う場合には、当社グループの同意が必要です。

当資料に含まれる情報の正確性は保証されるものではなく、今後変更される可能性があります。

戦略によって生み出される価値及び配当は、為替レート、金利、又はその他の要因によって変動しますので、投資の結果投資元本を割り込むことがあります。過去の運用実績は将来の投資成果を保証するものではありません。目標収益率に並ぶ投資成果や予定した投資分散、資産配分、並びに投資戦略や投資方法の実行及び投資方針の達成を保証するものではありません。

当社グループは、当資料に記載する情報(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、完全性及び妥当性について、明示又は黙示を問わず表明又は保証するものではありません。従って、当社グループは当該情報の開示又は利用に関するいかなる責任や債務も負いません。

当資料は、作成時点において信頼できるとされる情報に基づき作成されていますが、その正確性及び完全性を保証するものではなく、また、当資料の受領者又は最終投資家が当資料に含まれる情報に基づきとったいかなる行動に対しても、当社グループは責任を負いません。

当資料に含まれる意見や見通し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。

当資料に記載する過去の事実以外の情報は、作成時点における予想、見込み、見通し、意見、期待をもとにしています。当該記載事項は既知又は未知のリスク、不確実性その他の要素を含みますので、その点につき十分にご注意ください。また、当資料は将来の見通しを含んでいることから、実際の発生事実、結果又はファンドの投資実績が当該見通しに基づくものとは大きく異なることがあります。

組入銘柄は固定的なものではなく、変更されることがあります。従って、投資の時点において、その直近の投資方針に基づき組入銘柄への投資がなされるものであり、投資の際には、上記記載の組入銘柄と異なることがあります。＜当資料はファンドの組入銘柄の参考情報を提供することを目的としており、特定銘柄の売買などの推奨、また価格などの上昇や下落を示唆するものではありません。

当資料は、法令、又は、税・会計に関する助言ではありません。貴社を含む当社又は当社グループ以外の第三者に関する、業法をはじめとする法的な検討、信用判断、税・会計に関する検討、取引に伴う経済効果に関する考察その他の判断はすべてご自身の責任で行ってください。

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