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。

パンチボウルの中身を薄める

Brad Tank 債券部門 最高投資責任者

2017 年 7 月 19 日

FRB はパンチボウルを残すもの、パンチボウルの中身を薄めるでしょう

1955 年の講演で、当時の FRB 議長ウィリアム・マチェスニー・マーティン（歴代最長 FRB 議長）は「FRB の仕事はパーティーが盛り上がってきたときにパンチボウルを片付けるようなものだ」という名言を残しています。

直近のドット・プロットを見ると、FOMC メンバーの何人かは、パーティーは十分に盛り上がっており、来年にも政策金利を 2.25%あるいはそれ以上まで引き上げることによりパンチボウルを片づけるべきだと考えているように思われます。しかしながら、昨年末から 2017 年初頭にかけて発表されたドット・プロットが明確な利上げペースを示唆していたにも関わらず、市場参加者の利上げに対する見通しはまちまちであり、全体としてはより慎重な上昇トレンドが想定されていました。

当社では市場の見方が正しかったと考えています。その背景を理解するためには、イールドカーブにおける逆イールド現象が示唆するものを考慮することに加え、先週行われたイエレン FRB 議長の議会証言から読み取れる意図を汲み取り、また財政引き締めに金利引き上げは唯一の策ではないということを念頭に置く必要があります。

なぜ FRB はイールドカーブを注視しているのか

一般に、ビジネスサイクルの終りに達する約 1 年前の期間における平均 10 年国債利回りの水準が、短期金利が上昇する局面の予兆となります。長期債がビジネスサイクルの転換を織り込みはじめた後、経済成長及びインフレ動向を鈍化させるため短期金利が「中立的」な水準に回帰するまで政策金利が引き上げられるからです。こうしたことから、逆イールドの動きが出てきた場合には、それが景気循環サイクルが近く終了することを示す十分に信憑性がある指標となると言えます。

しかし、これらの金融市場の指標が実体経済の状況を表すものであると同時に、実体経済に対して一定の影響を与えることも事実です。投資家や企業は逆イールドカーブが意味するところを理解した上で、それを直観的な警告として、設備投資及び雇用を控えるという経営判断を下す可能性があります。これこそが、ジョージ・ソロスが 1987 年の著書、『ソロスの錬金術』（The Alchemy of Finance）で「再帰性（Reflexivity）」と呼んだものであり、金利正常化プロセスを進めるにあたって FRB があらゆる手段で逆イールドの発生を阻止しようとする所以なのです。

イエレン議長の発言は、イールドカーブにおける短期ゾーンを固定

先週のイエレン議長による発言にあった「段階的に」、「継続的に」そして「長期的」という言葉を考慮すれば、ドット・プロットに関わらず、FRB は短期的な経済データの変動よりむしろ、金利政策正常化プロセスに焦点を置いていることが読み取れることから、当該正常化プロセスは今後数年に渡る可能性もあると考えられます。

またイエレン議長は、想定通り経済が潜在成長率対比で大きく拡大も縮小もしない状況においては、長期の中立金利水準は引き続き低位で推移し、昨年末に発表された報告書の見通しにおける水準よりも過去対比で低位に留まるという自身の見方を確認しています。金利水準の正常化への動きは非常にゆっくりと、そして長期にわたって行われるとの見方が有力です。

先日のイエレン議長の発言は直近のものと比較して、ハト派的だったと市場に捉えられたことから、長期債の利回りは下落し、イールドカーブのフラット化をもたらしました。しかしながら、FRB は短期金利の水準を固定化し、逆イールドのリスクを抑えることに注力することがより重要であると考えられます。

パンチボウルは残しておくが、パンチボウルの中身を薄めている

さらに、金融引き締めのために FRB は政策金利を引き上げる必要がないことも市場は理解しています。FRB の数兆ドル規模のバランスシートを考えれば、追加資産購入を控えるだけで、十分に金融引き締め的な政策を実行することが可能です。今年後半から始まることが見込まれている当該バランスシート縮小計画は、結果的にイールドカーブのスティープ化をもたらすと考えられます。当社では引き続き、短期的な時間軸においては、FRB は政策金利の引き上げと積極的なバランスシートの縮小を同時には行わないという見通しを維持しています。

非常に緩やかな金利上昇という形で、パンチボウルは残されたままになるものの、中に入っているパンチ、つまり、経済成長を支え、金融資産価格を押し上げた緩和的な金融政策については、恐らく徐々に効果が弱められていくと考えられます。盛り上がったパーティムードのまま（しかしながら驚くほど、素面の状態で）異常なまでに長く続いたサイクルから、二日酔いの頭痛や酔っぱらって変な癇癪を起すことなく、立ち去ることができるようにしたいものです。

- **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