

CIO Weekly Perspectives

過去の教訓

Erik Knutzen マルチアセット部門 最高投資責任者
2017年8月15日

1987年、1997年、2007年の出来事から、2027年、2037年、2047年に向けた教訓を得ることができます



私の[前回のコラム](#)では、全てが順調に見えるときにおける過信の危険性、謙虚さの価値、分散されたポートフォリオの重要性について考察しました。その後、予測不能な事態における謙虚さの価値を強調するような出来事が想定よりも早くやってきました。

北朝鮮と米国間の発言の激化はこれまで落ちていた市場のプールに岩が投げ入れられたかのようなようです。過去、7で終わる年には主要な金融危機が起こっています。過去の事例に学び、どのようなポートフォリオを構築するべきか考察します。

「7で終わる年」ののろい

金融業界に身を置く方であれば、7で終わる年の第3・第4四半期は呪われている、という通説を耳にされたことがあるでしょう。

1987年は、株式市場が8月半ばにピークをむかえ、年初来30%超上昇しました。そのわずか2か月後、ブラック・マンデーが突如起こりました。

1997年は、多額の債務を抱えたタイが、米ドルとの固定相場制を維持するために必要な外貨を確保できず、7月には変動相場制に移行せざるを得ませんでした。通貨は暴落、多くの企業が破綻、その影響は東南アジア諸国に広まりました。タイとフィリピンはIMFへ財政支援を要請、インドネシアおよび韓国も秋には同様の道を辿りました。10月までに、通貨危機の影響は先進国にも波及しました。

2007年、8月6日には、過剰なポジション、レバレッジ、市場の過信がクオンツ運用ポートフォリオにとって圧力となりました。その圧力は「クオンツ地震」となって株式市場を1週間揺らし、システムティックおよびバリュー投資家に深手を負わせました。

その3日後には、クレジット危機の引き金となりましたが、BNPパリバが当時安全資産と考えられていた資産担保証券の3ファンドの償還を一時停止すると発表し、銀行間取引市場が前代未聞の混乱に陥りました。1か月も経たないうちに、英国の多くの銀行の前には預金を引き出そうとする人々が長い列を作りました。

予兆なしにボラティリティが急上昇することがある

これら3つの金融危機は市場のボラティリティやリスクについての教訓となっていますが、先週後半、米国と北朝鮮間の威嚇により突如として市場のボラティリティが高まった局面においては、これら3つの金融危機を思い出すにはいられませんでした。

驚くべきことは、市場は長期にわたってストレスや緊張を許容し、これらは突然価格に織り込まれるということです。

しかし、振り返ってみれば、サブプライム危機および信用収縮の予兆はありました。フレディマックは2007年2月にはサブプライム住宅ローンの購入をやめていました。ニュー・センチュリー・フィナンシャルは4月には自己破産申請を行っていました。ベア・スターンズは6月、BNPパリバの2か月前に、資産担保証券ファンドの償還を一時停止していました。

それでもなお、S&P500種株価指数は2007年7月末には年初来約7.5%高をつけていました。8月と11月の下降を経た後も、結局年初来4.4%高で1年を終えました。5年間続いたブル相場がピークをつけ、金融史上最も壊滅的な暴落の1つとなる金融危機がまもなく来ることを予測できた人は当時ほとんどいませんでした。

予測は難しい、特に将来を予測するのは。

先週の2国間対立がさらに悪化すれば、歴史家はのちに、この時も投資家は予見できなかったと指摘するでしょう。

発言による応戦が白熱し、アジア市場は先週の前半から既に低下していましたが、S&P500種株価指数は観測史上最長となる0.3%以下の値動きを続けていました。木曜日になり、ようやく一定程度の低下となりました。

過去を振り返る場合、またリスク資産に投資をしていない人は、これらが市場の見過しであったと非難するかもしれません。足元のボラティリティ水準は実態を反映したものであると見ています。北朝鮮と米国または同盟国の間で戦争が起こる場合の潜在的な人的・経済的被害、および中国のように経済的・地政学的に重要な国に迫る危機を考慮すれば、発生確率がほぼゼロの状態からわずかでも上昇することは、金融リスクを高めるには十分です。一方で、事態が解消される可能性もあります。その場合、市場はバランスシートやファンダメンタルズ、直近6か月の堅調な業績発表を意識した動きに戻るでしょう。

2005年または2006年の時点でサブプライム危機に備えたポジショニングができていたような投資家であれば、その後市場が損失を食い止めるために右往左往したのを傍観できたでしょうし、ボラティリティに備えてポジションを構築することの重要性を語ることもできるでしょう。市場はストレスの予兆を見過ごし、指標から指標へ目を移してトレンドを追うことに注力しがちです。

1987年、1997年、2007年の教訓とは翌週、翌月または翌年の予想を過信しないことであると考えます。これまでの3つの危機から言えるより確かなことは、適切に分散されたポートフォリオが2027年、2037年、2047年に向けて安定的なパフォーマンスに寄与する可能性が高いということです。

■ 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さ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、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及び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す。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ます。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を十分に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、一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拋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き、必要に応じて情報を提供させ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