

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。

中央銀行の「ダンケルク」

Joseph V. 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8月1日

量的緩和政策の始まりの終わりを過ぎたものの、終わりの始まりを迎えたばかりなのかもしれません。



ECB ドラギ総裁が、欧州単一通貨ユーロを守るために必要なあらゆる措置を取ると表明してから、先週水曜日でちょうど5年が経過しました。

「そして、ECB は十分な行動をとるだろう」とドラギ総裁は述べました。これは、戦時下に国民を鼓舞するウィンストン・チャーチル的なアプローチであり、欧州での緊迫した債務危機に対して実に適切な言葉でした。

これこそが、先週末に、ダンケルクの大撤退を描いた今夏の大ヒット映画を見ていた時に、この言葉を思い出した所以です。歴史に残る軍事作戦との比較するわけではありませんが、ドラギ総裁および世界の主要な中央銀行は金融史に残る大規模な撤退をまさに始めようとしています。

作戦実行は10月？

FRB、ECB、英中銀および日銀の経済におけるバランスシート上の流動性は13兆ドルを超えており、その大部分が再び引き上げられようとしています。

先週、FRBは「比較的早い段階で」、資産縮小を行うだろうとの見方を確認しました。市場では、10月にも開始されるのではないかと目されています。この記録に残るサイクルの「量的緩和政策のピーク地点」(英語)にいられるのもあと数週間といったところでしょうか。

IMFによる「世界経済が成長基調にあるということに疑いの余地はない」という見方と合わせれば、足元の金融市場の潮流がこの夏に変わると言えるでしょう。

これは、特に株式市場にとって何を意味するのでしょうか。

大規模な計画

中央銀行の流動性供給が、リスク資産を押し上げていたことは明白で、中央銀行の政策転換により、ボラティリティが創出されることが想定されます。これは、健全な市場機能の回復という点で歓迎すべきことといえます。しかしながら、低ボラティリティ市場が異常なまでに長期に渡って続いていたことを考慮すると、この大規模な計画がどのようなものになるかを想定しておくことは重要で、一定程度の市場の混乱やサプライズは避けられないでしょう。

この問題の一部には、市場予想を織り込み、価格調整をするという市場の特性により、この中央銀行の撤退計画がすでに、織り込まれているということにあります。

FRB のフォワード・ガイダンスが明確であり、安定していることに加え、ドル安、原油安そして、IMF が述べたように、堅調な世界経済が、企業業績を押し上げるといった要因から、ボラティリティが低く推移しています。また、個別株価もファンダメンタルズを反映した動きになってきていて、銘柄間の相関は随分低くなってきています。

ポジティブ・サプライズにもネガティブ・サプライズにもなりえる

個別銘柄のボラティリティは極めて健全なレベルで推移しています。事実、業績の上振れ、注目されていた新薬の臨床試験における失敗、あるいはソーシャル・メディア大手企業の加入者数の伸びが市場予想を下回った場合など、株価は 1 日に 5%、10%あるいは 15%の値動きをすることもあります。しかし、これらの動きは非常に固有のものであり、市場全体にはほとんど影響しません。

この銘柄間の低相関により、指数レベルでのボラティリティが抑えられています。しかしながら、中央銀行による金利引き上げや、想定外のバランスシート調整等、マクロ面においてサプライズがあった場合には、状況は一転します。

さらにこれまでに何度も考察してきた通り、このようなサプライズはポジティブにもネガティブにもなりえるのです。トランプ政権によるヘルスケア改革は頓挫する可能性が高く、ワシントンの焦点は税改革にシフトすると思われます。どれも「改革」という言葉に値するようなものは期待できませんが、一定の法人税減税とレノバ/リ減税は実現する可能性があると考えます。これらの政策は、米国企業の税引き後利益を押し上げ、特に一般的に高い法人税を課されている小型企業が恩恵を受けるでしょう。

終わりの始まり

第二次世界大戦においてダンケルクの撤退は、大きな転換点になりました。その 2 年後、いくつかの重要な勝利の後、ウィンストン・チャーチルはそれでも慎重な言葉を残しています。「これは終わりではありません。これは終わりの始まりですらありません。むしろ、始まりの終わりかもしれません。」

株式市場は落ち着いていて、目先すぐに変化があるようにはみえません。実際には、量的緩和政策の始まりの終わりを過ぎたものの、終わりの始まりを迎えただけなのかもしれません。市場がこの現実が遅かれ早かれ気が付いた時、今の落ち着きは終わりを迎えるでしょう。

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及び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、主なりスクとして、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、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・社会的な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ます。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、運用方針(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