

## CIO Weekly Perspectives

## 経済基盤の修繕

Brad Tank 債券部門最高投資責任者

2017年10月31日

雨雲が晴れ、世界的に経済成長が続く中、政治家は構造改革にしっかり取り組むことが必要です



私は毎年、当社の CEO であるジョージ・ウォーカーや、エマージング債券運用チームのメンバーとともに、国際通貨基金 (IMF) 年次総会に出席することを楽しみにしています。

公式プログラムの一部である、規模のより大きいセッションはもちろん、当社のお客様や取引先の方々とお話をする機会のあるスモールミーティングなど、学びの多いイベントです。

多くのお客様や取引先の方々との会話の中で、皆様が経済に対する楽観的な見通しを持っていることを感じていましたが、そうした経済に対する自信が、公式セッションにおける政策決定者のアジェンダの中に見える変化という形でも確認することができました。

## 成長に対する自信

2016年の総会后、当社では、イベントに参加した多くの中央銀行、特に新興国の中央銀行が「経済見通しに関して総じて建設的だった」と結論づけました。これは2015年とは大きく異なるものであり、また新興国の製造業 PMI 指数が2016年6月に46.5で底打ちしたわずか2、3か月後のことでしたが、その後、同指数は堅調な推移を続け、昨年の慎重な楽観論が、今年は世界的に歩調の取れた安定成長に対する自信へと変化していきました。

昨年の中心的なテーマは、世界有数の中央銀行のゼロ(あるいはほぼゼロ)金利政策に対するフラストレーションでした。政策金利は昨年から大きく変化していませんが、低金利環境からの脱却の見通しがよりはっきりと見えてきたことから、今年は昨年見られたフラストレーションが後退しました。

経済に対する自信は年次総会のアジェンダが昨年から大きく変化したことから確認できます。過去数年間の中心的なテーマは、財政・金融の安定及び金融危機後における世界的な景気後退を抑制することでしたが、今年は金融危機により明らかになった構造上の問題に焦点が移りました。2015年の欧州における移民問題に続き、英国のEU離脱の是非を問う国民投票や先が読めなかった米国の大統領選挙があった2016年の会議でさえも、エリート層支配による構造上の歪みやグローバル化の問題を取り上げたのは6セッション、移民問題を取り上げたのはたったの1セッションでした。

2017年の年次総会におけるアジェンダでは、上記の問題に関するセッションは倍以上の数が設けられました。

こうした問題に対する取り組みに関して一般的ではない思想を持つ政治家が当選した場合、テクノクラートである中央銀行の果たすべき役割が大きと考えられます。しかしながら、経済に対する楽観的な見通しが良好である現状においては、太陽が出ている間に、屋根の修理に取り組むこと、つまり中央銀行による応急措置ではなく、政府による構造改革が必要であると考えられます。

## グローバル化と技術革新への適応

年次総会のアジェンダが上記の通り変化したことは、過去数四半期の堅調な経済成長では、政府、グローバル化、移民に対する不信感は消えないということを示しています。移民問題は経済が不均衡にあるときに、より注目を集める傾向があり、人的および教育的資本を含む資本利益率が労働に対するリターンを上回る一方で、経済成長が不均衡を助長することがあります。

足元のグローバル化や技術革新が持続する限りこういった問題は継続すると考えられます。例えば、製造業が先進国に回帰していますが、30年前にアジア諸国に移管された製造業とは様相が大きく異なっています。今日では、ペンシルベニア州で、5000人の労働者を必要とする製鉄所を建設する必要はなく、サウス・カロライナ州で、5人の技術者のみで操業可能な工場が建設されるのです。

これは今年の世界銀行/IMFのアジェンダでも見られました。「労働の未来」、「製造業の未来」といったテーマがいくつかのセッションで取り上げられ、革新的な「ニューエコノミー」の技術に関して、ロボット、人工知能そして自動運転車からサイバー戦争まで複数の側面を取り上げていました。加えて、教育や職業訓練が大きく取り上げられたことは偶然ではありません。（「未来のグローバルタレントを育成する上で、STEM教育(科学・技術・工学・数学)の果たす役割」、「合格あるいは落第:国は教育に関する課題にしっかり取り組んでいるか」)

世界銀行やIMFでこのようなアジェンダが設定されているという事実は、こうした事象が先進国にとどまらず、グローバルで立ち向かうべき課題である、ということを示しています。

## 投資機会の継続

新興国市場に対する関心の高まりも年次総会のアジェンダに反映され、新興国市場に関するセッションが増加しました。当社のシニア・エマージング市場エコノミストであるカーン・ナツリによれば、昨年は協賛企業による新興国関連イベントは3つだったのに対し、今年は7つ設けられたとのこと。また前年度、ナイジェリアに着目した個別国セッションでは、カーンが唯一の出席者であったのに対し、今年は彼に加えて、10数人の参加者がいたそうです。

1年前の弊社の当社の通り、新興国の魅力的な実質金利の水準が同市場に対する継続的な資金流入をもたらしました。また当社は新興国市場に対して建設的な見通しを有しておりましたが、過去12か月間の同市場のリターンは堅調なものとなりました。同期間中、平均実質金利は3%から2%に引き下げられましたが、先進国で未だ実質的にマイナス金利が続いていることを踏まえれば、十分に魅力的な水準にあります。バリュエーションの観点から、当社の強気姿勢は若干後退していますが、新興国市場は引き続き堅調だと見ています。

資金流入に基づく強気な見通しも重要な要素ではありますが、持続的成長のための構造基盤を築くには十分ではありません。強固な基盤を作るには、経済成長を後押しする税制、貿易、移民政策が不可欠です。そして、20年前の新興国市場のような、「世界の工場」ではなく、新しい経済システムに適応できる労働力を創出するような教育や職業訓練が必要なのです。世界最大のロボットによる自動化

は労働人口の高齢化が進む日本や、労働人口の高所得化が進む米国ではなく、中国で進んでいるのです。

経済成長の明るい日差しは、私たちの経済を覆う屋根を修繕する絶好の機会であり、構造改革を通じて、より強固な基盤を作る好機です。この機会を政治家たちは、うまく活用することができるのでしょうか。それとも、多くの場合、あまり中身の無いポピュリストの公約が議論の中心になってしまうのでしょうか。

- **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。当資料の複製、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の特徴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