

CIO Weekly Perspectives

条件反射的な投資判断

Erik Knutzen、マルチアセット部門 最高投資責任者

2018年2月7日

インフレや金利上昇に耐えうるポートフォリオを構築していますか？



インフレと金利上昇が、1月の市場に忍び寄ってきていました。背後に何者かの気配を感じている動物のように、市場は神経質な反応を示し、想定外の動きとなりました。

米国のブレーク・イーブン・インフレ率(物価連動債と名目金利債券の利回りの差)は、1月、180bpsから200bpsを超える水準に上昇しました。米国債は過去1年で最も厳しい月を経験し、先週株式が売りこまれた時でさえ、利回りは上昇し続けました。

市場はこうした動きに対して備えておくべきでした。

原油価格は、2016年と2017年に90%近く上昇しました。中国では、昨年、生産者物価指数が急上昇しました。米国の需給ギャップは縮小し、8年連続で新規雇用が創出されています。平均賃金は停滞気味であるものの、低賃金層について見れば2017年は3%を超える賃金上昇となりました。また先週金曜日に発表された平均時給の伸び率は、市場予想を大幅に上回りました。

つまり2018年は、市場がよりインフレを意識する年となる可能性が高まっています。先週、米国連邦準備理事会は、当社がロンドンで開催した会議「Solving for 2018(2018年の展望)」の参加者と同様に、インフレと金利上昇が今年最大のリスクになるとの見方を示しました。これは、当社の直近のアセット・アロケーション委員会の市場見通しにも示されていました。

一方で、過去5年間において、インフレ率は目標水準を下回り、債券利回りも低水準で推移していました。先進国においてインフレ率が継続的に3%以上で推移するというのは市場がしばらく経験していないことです。市場はインフレ環境下においてどのようなポジションをとるべきかという条件反射的な投資判断能力を失ってしまったのかもしれませんが、得体の知れないものが背後に迫っている時には、条件反射的な能力に頼るしかないのです。

潜在的な傾向

現在、インフレはまだ草木の中でカサカサと音を立てているに過ぎず、明らかな存在を確認できる状況ではありません。実際、先週発表されたユーロ圏の消費者物価上昇率は、フランスを除いて予想を下

回りました。また、当社の株式部門最高投資責任者である Joe Amato がロンドンの会議で述べたように、インフレ上昇を圧迫する構造的要因も存在しています。例えば、ウォルマートは米国の平均賃金上昇に寄与する巨大企業ですが、顧客獲得を巡ってアマゾンと戦っている状況では、賃金上昇が実現する可能性は低いとみられます。

こうした状況を踏まえても、当社は潜在的なインフレ傾向が確かに存在するとみており、多数の市場参加者の資産や負債に影響を与えうると考えています。純粋にリターン獲得に注力している投資家であっても、価格上昇の局面においてパフォーマンスを期待しやすい投資、期待しにくい投資があることを忘れないようにすべきでしょう。

ダウンサイドを軽減、アップサイドを獲得

直近の当社アセット・アロケーション委員会では、ポートフォリオを適切な状態に調整する方法について議論しました。

検討すべき最重要事項の一つに、ポートフォリオの金利感応度あるいはデュレーションが挙げられます。長期デュレーションのショート、イールドカーブのステープ化を意識したポートフォリオ構築を検討できるかもしれません。インフレを背景とした金利上昇が、先週のような市場ボラティリティの上昇を招く可能性があるため、年後半に向けて株式とクレジットのリスクを低位に抑制した投資を検討するのは理にかなっていることかもしれません。

こうした判断はダウンサイド・リスクの軽減に繋がります。アップサイドを獲得するために、投資家は、名目金利債券の一部を依然として魅力的な水準にあると考えられるグローバルな物価連動債に置き換えることを検討できるかもしれません。コモディティとエネルギー関連セクターの株式はインフレ局面で恩恵を受ける傾向にあります。

エマージング市場には多数のコモディティ関連事業があります。またエマージング市場は貿易の増加、経済成長、グローバルなインフレの恩恵を受ける傾向にあります。エマージング市場の債券、株式、通貨は、インフレ対応ポートフォリオにおいて重要な組入れ資産と考えられ、現状、相対的に魅力的な水準にあるとみています。

このような話の多くは聞き覚えがあるでしょう。こうした資産は、しばらくの間、選好されていませんでしたが、エマージング市場のインフレ率が相対的に高く、先進国のインフレ率が目標水準にある局面では多くのポートフォリオに組み入れられていた資産でした。当社は、市場は条件反射的な投資判断能力を取り戻すのではないかとみています。1月の神経質な市況は、インフレ率が目標水準を上回り、金利が上昇する環境の始まりを示していたのかもしれません。

- **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**

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、必ずしもニューバリー・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、実際に生じ得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。運用報酬率: 運用報酬率は、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