NEUBERGER | BERMAN

CIO Weekly Perspectives

ゴムバンド理論

Erik Knutzen
マルチアセット部門 最高投資責任者
2018 年 5 月 30 日

現状から未来を予測しようとする人間の傾向とは関係なく、ファンダメンタルズは時に行き過ぎたトレンドを抑制して市場の調和を保ちます。

現在、市場には強力なトレンドが存在しており、その中には節目を超えたように見えるものもあります。足元の米ドル高はその一つです。また原油について、WTI 原油先物価格が 1 バレルあたり 70ドルを超えたり、ブレント原油価格が 1 バレルあたり 80ドルを超えたりしました。米国 10 年債利回りが 3%に達した場面も見られました。

人間は現状から未来を推測したがるものです。ヘッドラインのノイズ、目を引く数字に心をかき乱される傾向もあります。しかし、これらはファンダメンタルズを無視したリスクの高い習性といえます。ゴムバンドがそうであるように、ファンダメンタルズにはトレンドの行き過ぎを抑制して市場の調和を保つ役割があります。ノイズや不確実性が高い環境においては、ファンダメンタルズが投資家に有益な知恵をもたらす可能性があります。

人は現状から未来を推測する

2015 年に、原油価格が 1 バレルあたり 100ドルから 30ドルまで下落した際、1 バレルあたり 10ドルに達すると予測したアナリストもいました。しかし、インターコンチネンタル取引所のデータによると、直近ではブレント原油 100ドルのコール・オプション価格が上昇しました。

同様に、テーパリング以来、約 5 年ぶりに米国 10 年債利回りが 3%に達しました。当時は、FRB の量的緩和縮小に向けた発言により利回りは 3%に達し、そのまま 4%まで上昇すると見ていた人も多くいました。しかし、1 年半後には利回りは 1.3%まで低下しました。

市場の局面毎に、モメンタムはリスクプレミアとして機能すると考えますし、当社のマルチアセット・リスク・プレミアム戦略にも含まれています。一方で、ファンダメンタルズに基づいてトレンドが一定の範囲内で抑制されることもあります。

金利差、米ドル高

2014 年において、ファンダメンタルズというゴムバンドは、イールドカーブのバックエンドとフロントエンドを結んでいるようでした。短期金利に大きな動きがない中では、長期金利の上昇幅は一定程度にとどま

るものです。米国 10 年債利回りが 4%に向かうという予想は妥当なものと思われたかもしれませんが、向こう 5 年間の利回りが非常に低い場合、その次の 5 年間の利回りが急激に高くならなければ、向こう 10 年間について高い利回りを得ることはできません。このシナリオが起こりそうになかったことが、当時、推測された程には米国 10 年債利回りが上昇しなかった主な要因です。

現在、ファンダメンタルズというゴムバンドによって一定の範囲内で抑制される可能性があるものとして、米国債利回り、G10 諸国の国債利回り、米ドルの関係性が挙げられます。一部のアナリストが指摘するように、米国債の利回りは G10 諸国の中で最も高く、米国 5 年債利回りが G10 諸国 10 年債利回りよりも高い水準にあります。この金利差がグローバルな投資家を米国資産へ呼び込み米ドル高を支えることとなりますが、一方で、米ドルから本国の通貨へのヘッジコストが高くなることから米国資産への投資意欲をそぐことにも繋がります。

米国債利回りの上昇、金利差の拡大、米ドル高という足元の三つのトレンドはすべて現実のものですが、これらは異なる方向性を示唆するものであるため、現在のトレンドがどれほど長く続くかを判断することは困難です。

ファンダメンタルズによる市場形成

こうしたファンダメンタルズは、現状から未来を予測し、日々のノイズに惑わされる人間の傾向とは関係なく、行き過ぎたトレンドを抑制して市場の調和を保ちます。そして投資家や運用担当者にとって有益な知恵をもたらすのです。

リスクのエクスポージャーについて考える際には、次の原則が重要です。経済成長、インフレ、金利リスクに関して十分に分散したアロケーションとなっているでしょうか？ポートフォリオに複数の見通しを反映している場合、それらは一貫しているでしょうか？多くの資産クラスにおいてバリュエーションが高水準にある場合、ファンダメンタルズというゴムバンドによってトレンドが反発したときにリターンを獲得できるポートフォリオになっているでしょうか？

- **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**

当資料はニューバーガー・バーマン株式会社が情報提供を目的として作成したものであり、本資料の如何なる内容も、投資、法務、会計又は税務に関するアドバイスを目的としておらず、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、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。また将来の市場環境の変動等により、運用方針が変更される場合があります。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。個別銘柄はあくまで説明のための例示であり、特定銘柄の売買等の推奨、また価格等の上昇や下落を示唆するものではありません。外国有価証券並びに外貨建て有価証券への投資は、為替の変動や政治経済の情勢といった信用リスクを伴い、投資資産の価値並びに利子等に影響を及ぼすことがあり、投資元本を割り込む可能性もあります。またデリバティブ取引では取引の額が保証金等の額を上回る場合があり、当該取引により生じた損失の額が証拠金の額を上回る可能性があります。当該取引の額の保証金等の額に対する比率は、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。投資一任契約に係る業務については、1.00%（年率、税抜き）を上限として投資一任契約に基づく報酬を徴収します。この投資運用報酬とは別に、かかる戦略を投資信託等の組入れにより実施する場合には、別途当該投資信託等の中での運用報酬等の諸費用が徴収されます。具体的な水準は、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率の徴収の有無等により商品毎または契約毎に異なり、またその他

の諸条件も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。その他成功報酬がこれとは別に徴収されるものもあります。さらにその他の費用として、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および資産規模等により変動しますので、その総額や上限等についてあらかじめ記載することができません。

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