



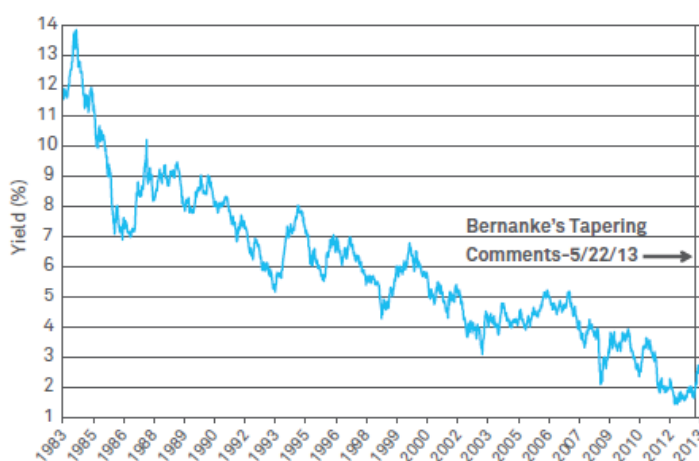
インフレヘッジに 有効な天然資源株

By Robin Wehbé, CFA, CMT
Portfolio Manager
Global Natural Resources
The Boston Company Asset
Management, LLC

米国では超低金利の資金が潤沢に供給される時代が終わりを告げつつあるようです。連邦準備制度理事会（FRB）は量的緩和（QE）プログラムの縮小に着手し、過去3回の連邦公開市場委員会（FOMC）で100億ドルずつ債券買入れ額を削減しました。現在のペースでQEの縮小が続けばわずか数ヶ月後には買入れ額がゼロになり、市場関係者の間では2015年春にフェデラルファンド（FF）金利が引き上げられるとの見方すら出ています。

こうしたことは、金利が昨年夏に底を打ったという当社の見方を裏付けており、グラフ1が示しているように、投資家は計画にそって行われるQE縮小対応しました。長年に及ぶQEにより、多くの投資家は中央銀行の行動について安心感を抱いてきましたが、イエレンFRB議長のコメントは、1年以内に金利が引き上げられる可能性を示唆しています。QEが景気刺激効果をもたらす局面から過剰流動性の創出につながる局面に移行する中、これらのコメントは近いうちにインフレが到来するとの懸念を煽っています。

Figure 1: Charting the 10-Year U.S. Treasury Yield (November 1983 – November 2013)



Source: Bloomberg

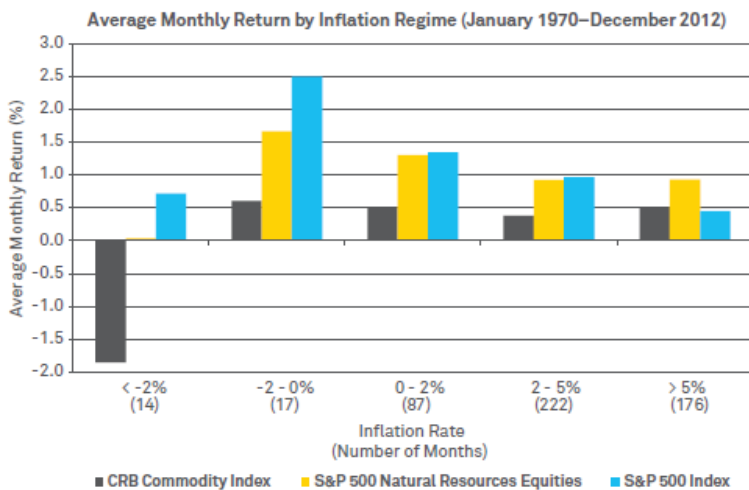
金利が上昇すれば米ドルも上昇に向かう可能性があり、それは実質的にインフレ圧力を全世界に輸出することを意味します。多くのモノやサービス同様、世界のコモディティは大半が依然として米ドル建てで取引されています。米国の比較的明るい経済見通しが米金利を急速に押し上げれば、米ドルは他の主要通貨に対して上昇し、インフレ圧力を増大させることになるでしょう。

天然資源株には株式のリスクプレミアムが織り込まれており、すべてのリスクサイクルに渡ってコモディティをアウトパフォームすることができます

こうした図式は経常赤字を抱えた国々に最も当てはまる見込みで、過去1年間に新興国の株式市場が売り浴びせられたのもそれが大きな原因とされてきました。

意外なことではありませんが、投資家はインフレリスクに対してポートフォリオをヘッジする手段を求めています。そのために真っ先に用いられる典型的なツールがコモディティです。多くの投資家は、インフレ率が高い時期には原油や金といった実物資産が株式や債券など伝統的な有価証券をアウトパフォームすると信じています。しかしながら、グラフ2が示すように、必ずしもそうなるとは限りません。相対的なパフォーマンスは、コモディティよりも天然資源株の方がインフレヘッジ手段として優れていることを示しています。

Figure 2: Natural Resource Equities Outperformed Commodities Across Inflation Regimes



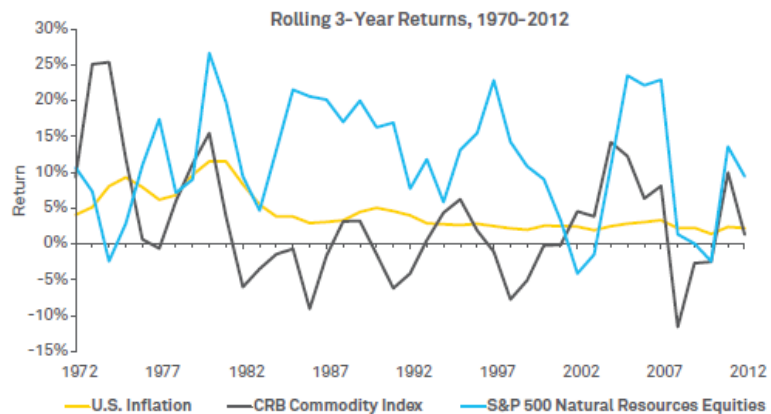
Source: St. Louis Fed, Commodity Research Bureau, FactSet

このグラフは、S&P500 指数、天然資源株、コモディティ（トムソン・ロイター/ジェフェリーズ CRB 指数）が様々なインフレ環境下でどの程度のパフォーマンスを上げたかを示しています。インフレ率が低水準あるいは穏やかな水準にある場面では、明らかに株式が優れたパフォーマンスを示しています。しかし、インフレ率が上昇に向かい始めるのに伴い、天然資源株が株式市場全体のパフォーマンスに追いつき、いずれは市場全体を追い抜くことになります。一方、コモディティのパフォーマンスはいかなるインフレ環境下においても株式市場全体、天然資源株のどちらにも届かず、インフレ率が非常に高い場面で S&P500 指数をアウトパフォームするに過ぎません。

その理由はコモディティの持つ性格にあります。コモディティは最終的に新たな投資リターンを得る機会がなくなる上、競争上の優位性は存在しないため、期待リターンはゼロになります。それに対し、企業は経営者が利益を拡大するため資本コスト以上に投資できることから期待リターンがプラスとなり、それが株式のリスクプレミアムとして幅広く価格に反映されています。

グラフ3に示されているように、CRB 指数の3年移動平均リターンは過去40年に渡りインフレ率を挟んで大きく変動しています。それとは対照的に、天然資源株には株式のリスクプレミアムが織り込まれており、すべてのリスクサイクルに渡ってコモディティをアウトパフォームすることができます。グラフでは、コモディティが米国のインフレ率に密接に連動しているようには見えず、コモディティのリターンとインフレ率の間に直接的な相関関係があると想定することはできません。

Figure 3: Risk Premium Drives Better Through-Cycle Returns

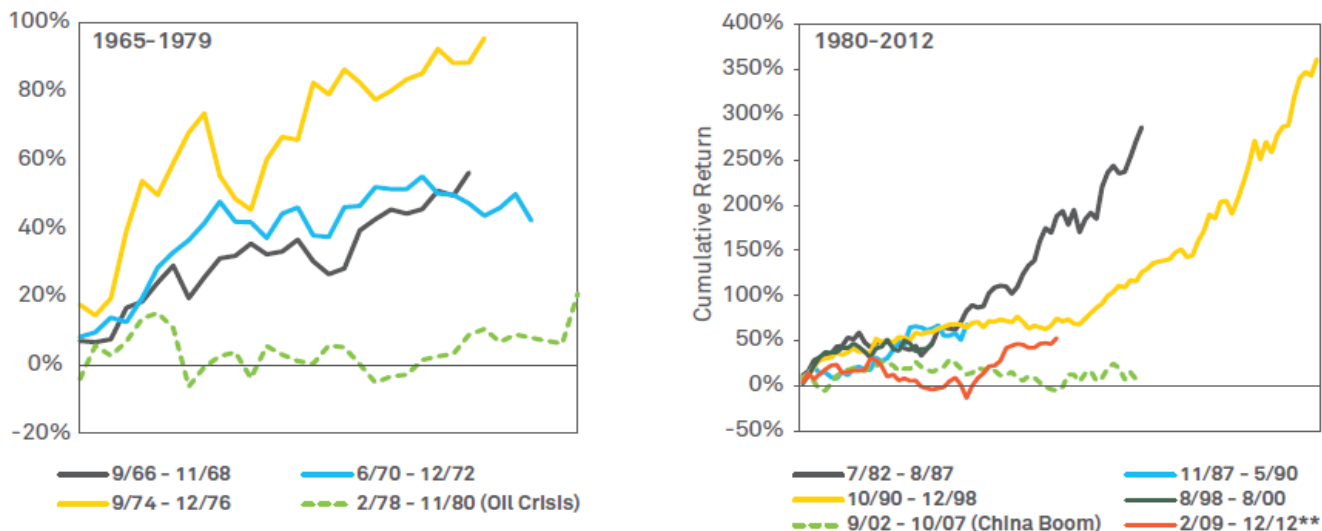


Source: St. Louis Fed, Commodity Research Bureau, FactSet

コモディティと株式の相関関係が低いことは、理論的にはポートフォリオを分散する手段としてコモディティ投資が理に適っていることを意味します。しかし、株価の上昇が続いた場合、そうした投資の分散はリターンを大きく損なう要因となりかねません。グラフ4では、色のついた線が株価上昇局面における S&P500 指数と CRB 指数のパフォーマンスを示しています。それを見ると、1965年にデータ収集を開始して以来、大半の時期でコモディティがアンダーパフォームしていることが分かります。コモディティが株式並みのパフォーマンスを上げた時期は2度だけで、その一つは世界的な石油危機でサプライショックが起きた1972-78年、もう一つが中国の好景気でコモディティ需要が急激に高まった1999-2002年です。そのどちらも、コモディティの需給バランスが劇的に変化した例外的なケースでした。

Figure 4: Commodity Investments a High-Cost Drag on Portfolios

Performance of NR Equities vs. Commodities, After Stock Market Correction*



Source: Morningstar, Bloomberg. *Equity market (S&P 500 total return) recovers from declines of 10% or more, trough to subsequent peak. **2009 rally has not reached peak at this point.

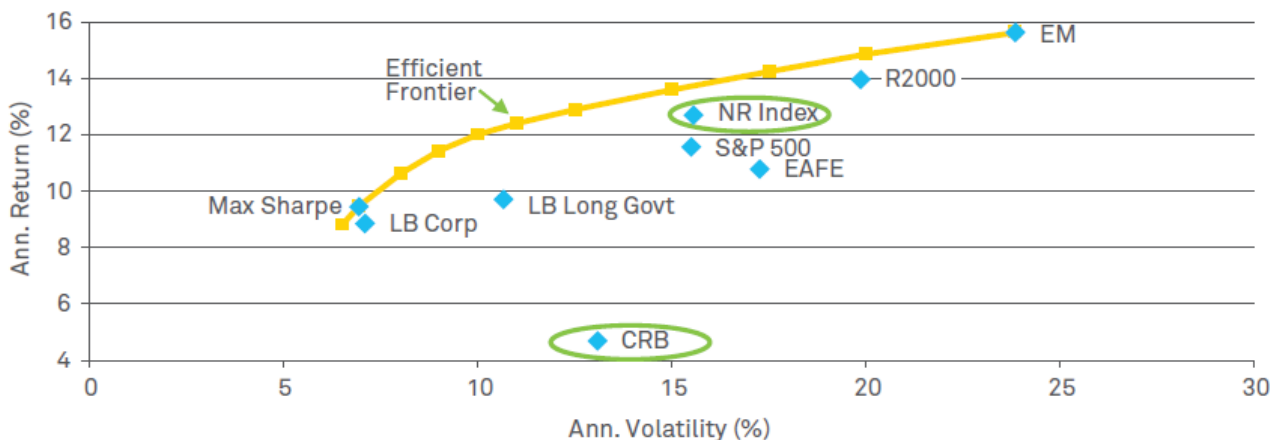
投資の分散は大半の投資家にとってポートフォリオ構築プロセスにおける大きな目的ですが、コモディティがそれを達成する上で最善のツールであるとは考えられません。予想されるリターンとリスクに基づく最適な投資機会を示す効率的フロンティアという概念を考えてみてください。グラフ 5 に示されているように、コモディティ市場の動きを表す CRB 指数は効率的フロンティアからかけ離れており、コモディティからはリスクに見合う十分なリターンが提供されないことを示しています。

それに対し、株式はグラフでコモディティの上、そして右に位置しており、リスクが高いものの予想されるリターンも大きいことを示しています。

景気が拡大し、金利が上昇するのに伴い、賢明な投資家はインフレの到来に備えたポートフォリオを構築しようとするでしょう。特にコモディティと比べた場合に天然資源株が歴史的に優れた相対パフォーマンスを上げ、リスク・リターンのバランスが魅力的であることを考えれば、投資家はヘッジ

Figure 5: Commodities Inefficient; Natural-Resource Equities Offer Better Risk/Reward

Asset Classes Along Efficient Frontier



Source: Bloomberg. Efficient Frontier based on historical monthly returns as follows: EAFE, S&P 500, Natural Resources Index, and CRB Index – Jan70-May13; Barclay's Corporate Bond Index, Barclay's Long Government Bond Index – Jan76-May13; Russell 2000 – Jan79-May13; MSCI Emerging Markets Index – Jan88-May13.

本情報提供資料は、BNY メロン・グループ（BNY メロンを最終親会社とするグループの総称です）の資産運用会社が提供する情報について、BNY メロン・アセット・マネジメント・ジャパン株式会社が審査の上、掲載したものです。当資料は情報の提供を目的としたもので、勧誘を目的としたものではありません。当資料は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、その正確性、完全性を保証するものではありません。ここに示された意見などは、作成時点での見解であり、事前の連絡無しに変更される事もあります。

BNY メロン・アセット・マネジメント・ジャパン株式会社
BNY Mellon Asset Management Japan Limited

金融商品取引業者：関東財務局長（金商）第 406 号
〔加入協会〕 一般社団法人 投資信託協会
一般社団法人 日本投資顧問業協会