

成熟期を迎えた金融市場

-マルチアセットとプライベート資産が有効な解決策-

米国を中心とする先進国の金融市場は「成熟期」を迎えたと考えています。社債の対国債スプレッドにはわずかながら縮小余地が残されていますが、株式は割高とみられ、国債利回りがこれ以上低下することも期待薄です。このような難局を乗り越えるための有効な解決策の候補としてはマルチアセットタイプの金融商品や未公開株に代表されるプライベート資産への投資を挙げることができます。

成熟期を迎えた金融市場

米国株式（S&P500）はリーマン危機以降ほぼ一方に上昇を続け、コロナ禍の景気低迷下でも高値圏で推移しています。クレジット（ハイイールド社債）市場も同様に高値圏で推移しています。一方、債券価格と逆に動く米国10年国債利回りは1985年以降一貫して低下を続けています（図表1）。日欧の10年国債利回りは米国を下回る水準まで低下しています。このように米国を中心とする先進国ではほとんどの金融資産が割高な水準まで買われていると判断しています。割高かどうかはその金融資産からもたらされる将来のキャッシュフローとの見合いで判断すべきですが、例えばS&P500のPER（景気サイクル調整後）は足元で30倍を超え、リーマン危機前の水準を上回っています（図表2）。

分散投資ポートフォリオ

このような環境で我々の資産運用も従来にも増して難しい局面を迎えています。社債の対国債スプレッドにはわずかながら縮小余地が残されていますが、株式は割高とみられ、国債利回りがこれ以上低下して国債価格が上昇することも期待薄です。

実際、公的・企業年金やバランス型投信で一般的に行われている分散投資のポートフォリオ（日本株式、日本国債、米国株式、米国国債に等配分し、毎月末にリバランス）のリターンはこのところ低下傾向を示しています（次頁図表3）。

図表1 米国：主要金融市場の動き



図表2 S&P500：景気サイクル調整後PER (CAPE)



<本資料に関してご留意いただきたい事項>

■本資料は、投資環境に関する情報提供を目的として岡三アセットマネジメント株式会社が作成したものであり、特定のファンドの投資勧誘を目的として作成したものではありません。■本資料に掲載されている市況見通し等は、本資料作成時点での当社の見解であり、将来予告なしに変更される場合があります。また、将来の運用成果を保証するものでもありません。■本資料は、当社が信頼できると判断した情報を基に作成しておりますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。■投資信託の取得の申込みに当たっては、投資信託説明書（交付目論見書）をお渡ししますので必ず内容をご確認のうえ、投資判断はお客様ご自身で行っていただきますようお願いいたします。



株式と国債の相関

米国における株式リターンと国債リターンの相関係数は2001年以降一貫してマイナスで推移しています（図表4）。マイナスの相関係数は株価が下落すれば国債価格が上昇し、株式と国債の分散投資が機能することを示しています。しかし直近、市場で議論されているのは、株式が割高な一方で金利がこれ以上下らないなら、株式とともに国債を保有してもヘッジにはなりにくいという点です。リーマン危機やチャイナ危機など市場にストレスがかかったときは相関係数はゼロ近辺まで上昇しました。

このような難局を乗り越えるためには主に二つの投資が有効だと考えています。マルチアセットタイプの商品と未公開株に代表されるプライベート資産への投資です。

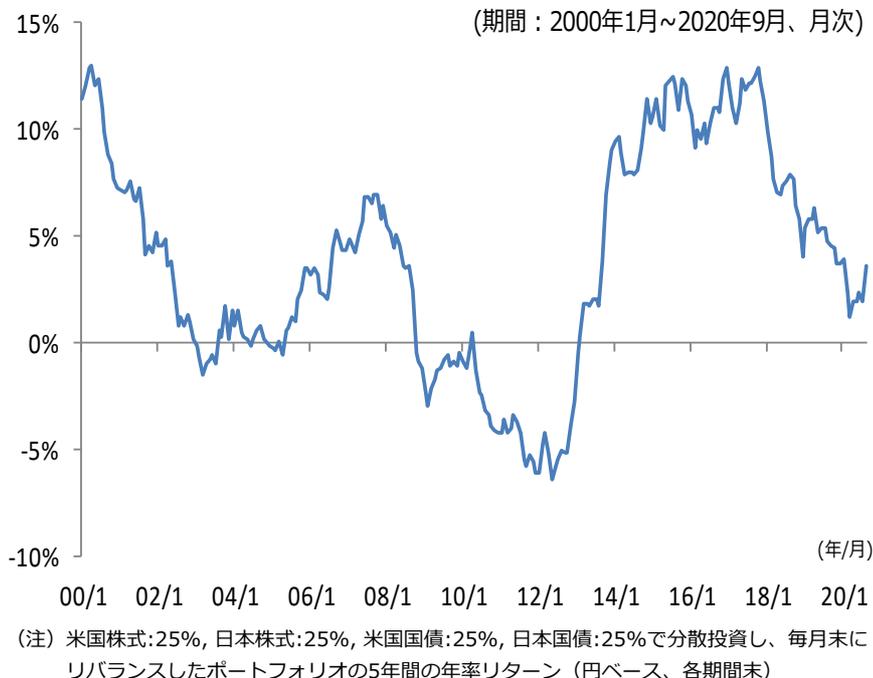
マルチアセット

株式、債券、実物資産など複数の資産（マルチアセット）を組み合わせ、経済や市場の浮き沈みに応じて機動的（ダイナミック）に資産配分（アセットアロケーション）を変えていく投資手法です。市場のトレンドをうまくとらえてタイミングよく資産配分を変更できれば安定したパフォーマンスをあげることができます。しかし、それができるのは一部のプロフェッショナルに限られます。その意味で、マルチアセットの投資を行うには、いかに優れたマルチアセットチームを抱えた運用会社を探し出すかが鍵になると考えられます。

プライベート資産

プライベート資産はプライベートエクイティやプライベートクレジット（デット）に代表される未公開（非上場）企業への投資や融資です。ユニコーン（時価総額10億

図表3 分散ポートフォリオの5年リターン



図表4 米国：株式リターンと国債リターンの相関係数



(図表3-4の出所) Bloombergのデータより岡三アセットマネジメント作成

＜本資料に関してご留意いただきたい事項＞

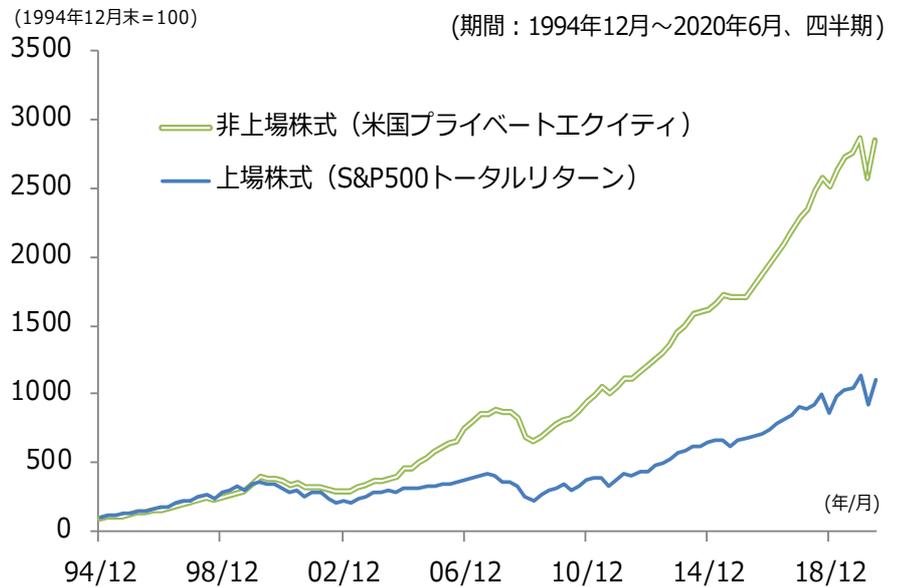
■本資料は、投資環境に関する情報提供を目的として岡三アセットマネジメント株式会社が作成したものであり、特定のファンドの投資勧誘を目的として作成したものではありません。■本資料に掲載されている市況見通し等は、本資料作成時点での当社の見解であり、将来予告なしに変更される場合があります。また、将来の運用成果を保証するものではありません。■本資料は、当社が信頼できると判断した情報を基に作成しておりますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。■投資信託の取得の申込みに当たっては、投資信託説明書（交付目論見書）をお渡ししますので必ず内容をご確認のうえ、投資判断はお客様ご自身で行っていただきますようお願いいたします。

ドル以上の未公開企業) など先端テクノロジーのスタートアップ企業や破綻一步手前のディストレスト企業もこの範疇に入りますが、情報開示やガバナンスが上場規則等が求める水準に達していないケースも多く、リターンは高くてもリスクも高い投資と考えられています。一方、プライベート資産は株式市場や金利の影響を受けにくいことから、伝統的資産との分散投資の手段としても有効と考えられます。1995年以降、米国の非上場株式(プライベートエクイティ)のパフォーマンスは上場株式(S&P500)を安定的に上回ってきました(図表5)。この間、非上場株式の年率リターンは上場株式を3.2%程度上回っています。一方、非上場株式は金融市場の短期的な上下動が反映されにくいいため、リスクは上場株式よりも低水準にとどまりました。

しかし、このところプライベートエクイティへの投資にもいくつかの問題点が指摘されています。もともと投資対象が狭いことから低金利環境下で年金や金融機関の資金が大量に流入すれば市場を歪めることが懸念されます。投資家から預かってはまだ投資に回されていない資金(ドライパウダー)が積み上がっているため、投資対象を高値掴みする懸念があります。コロナ禍で投資先企業が破綻するリスクは上場企業よりも高いと考えるべきかも知れません。直近、非上場株式の上場株式との相関係数が急上昇しており、伝統的資産との分散効果が小さくなっています(図表6)。運用手数料が高いことも問題視されています。

非上場株式のマーケットは上場株式市場よりも格段に「非効率」なので、運用会社間のパフォーマンス格差が大きいことにも注意が必要です。

図表5 米国：上場株式と非上場株式の価格指数



(注) 米国プライベートエクイティは“Cambridge Associates US Private Equity”

図表6 米国：上場株式と非上場株式の相関係数



(注) 上場株式はS&P500、非上場株式は“Cambridge Associates US Private Equity”
相関係数の期間は5年

(図表5-6の出所) Bloomberg、Cambridge Associatesのデータより岡三アセット
マネジメント作成

以上 (作成：投資情報部)

<本資料に関してご留意いただきたい事項>

■本資料は、投資環境に関する情報提供を目的として岡三アセットマネジメント株式会社が作成したものであり、特定のファンドの投資勧誘を目的として作成したものではありません。■本資料に掲載されている市況見通し等は、本資料作成時点での当社の見解であり、将来予告なしに変更される場合があります。また、将来の運用成果を保証するものではありません。■本資料は、当社が信頼できると判断した情報を基に作成しておりますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。■投資信託の取得の申込みに当たっては、投資信託説明書(交付目論見書)をお渡ししますので必ず内容をご確認のうえ、投資判断はお客様ご自身で行っていただきますようお願いいたします。

ストラテジストの眼

皆様の投資判断に関する留意事項

【投資信託のリスク】

投資信託は、株式や公社債など値動きのある証券等(外貨建資産に投資する場合は為替リスクがあります。)に投資しますので、基準価額は変動します。従って、投資元本が保証されているものではなく、基準価額の下落により、損失を被り、投資元本を割り込むことがあります。

投資信託は預貯金と異なります。投資信託財産に生じた損益は、すべて投資者の皆様へ帰属します。

【留意事項】

- 投資信託のお取引に関しては、金融商品取引法第37条の6の規定(いわゆるクーリングオフ)の適用はありません。
- 投資信託は預金商品や保険商品ではなく、預金保険、保険契約者保護機構の保護の対象ではありません。また、登録金融機関が取扱う投資信託は、投資者保護基金の対象とはなりません。
- 投資信託の収益分配は、各ファンドの配分方針に基づいて行われますが、必ず分配を行うものではなく、また、分配金の金額も確定したものではありません。分配金は、預貯金の利息とは異なり、ファンドの純資産から支払われますので、分配金が支払われると、その金額相当分、基準価額は下がります。分配金は、計算期間中に発生した収益を超えて支払われる場合があるため、分配金の水準は、必ずしも計算期間におけるファンドの収益率を示すものではありません。また、投資者の購入価額によっては、分配金の一部または全部が、実質的には元本の一部払戻しに相当する場合があります。ファンド購入後の運用状況により、分配金額より基準価額の値上がりりが小さかった場合も同様です。

【お客様にご負担いただく費用】

- お客様が購入時に直接的に負担する費用
購入時手数料：購入価額×購入口数×上限3.85%(税抜3.5%)

- お客様が換金時に直接的に負担する費用
信託財産留保額：換金時に適用される基準価額×0.3%以内

- お客様が信託財産で間接的に負担する費用
運用管理費用(信託報酬)の実質的な負担
：純資産総額×実質上限年率2.09%(税抜1.90%)

※実質的な負担とは、ファンドの投資対象が投資信託証券の場合、その投資信託証券の信託報酬を含めた報酬のことをいいます。なお、実質的な運用管理費用(信託報酬)は目安であり、投資信託証券の実際の組入比率により変動します。

その他費用・手数料

監査費用：純資産総額×上限年率0.0132%(税抜0.012%)

※上記監査費用の他に、有価証券等の売買に係る売買委託手数料、投資信託財産に関する租税、信託事務の処理に要する諸費用、海外における資産の保管等に要する費用、受託会社の立替えた立替金の利息、借入金の利息等を投資信託財産から間接的にご負担いただく場合があります。

(監査費用を除くその他費用・手数料は、運用状況等により変動するため、事前に料率・上限額等を示すことはできません。)

- お客様にご負担いただく費用につきましては、運用状況等により変動する費用があることから、事前に合計金額若しくはその上限額又はこれらの計算方法を示すことはできません。

【岡三アセットマネジメント】

商号：岡三アセットマネジメント株式会社
事業内容：投資運用業、投資助言・代理業及び第二種金融商品取引業
登録：金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第370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

上記のリスクや費用につきましては、一般的な投資信託を想定しております。各費用項目の料率は、委託会社である岡三アセットマネジメント株式会社が運用する公募投資信託のうち、最高の料率を記載しております。投資信託のリスクや費用は、個別の投資信託により異なりますので、ご投資をされる際には、事前に、個別の投資信託の「投資信託説明書(交付目論見書)」の【投資リスク、手続・手数料等】をご確認ください。

<本資料に関するお問い合わせ先>

フリーダイヤル 0120-048-214 (9:00~17:00 土・日・祝祭日・当社休業日を除く)