



## グライド・パスにおけるインフレ・リスクの軽減を 真剣に考える時



ダン・ローウィー(写真)

アライアンス・バーンスタイン・エル・ピー  
マルチアセット・ソリューション部門  
最高投資責任者 兼 共同責任者



2015年10月5日

クリストファー・ニコリッチ

アライアンス・バーンスタイン・エル・ピー  
マルチアセット・ソリューション部門  
グライド・パス戦略責任者(米国)

過去30年間、米国の金利とインフレ率は低水準にあった。そのため、ターゲット・デット型ファンド\*のグライド・パスの中でインフレに対応するよう設計されたものはほとんどない。今こそ行動を起こすべきであるとアライアンス・バーンスタイン(以下、「AB」)では考える。

最後に米国のインフレ率が急上昇したのは1970年代から1980年代であり(次ページの図表1)、最初にターゲット・デット型ファンドが設定された時よりかなり前である。当時、多くの投資家が債券を売却した。彼らは、金利が上昇し、インフレが購買力を低下させるような時に、一定のインカムしか得られない債券から手を引きたかったのだ。

しかし、同時に彼らは株式に対して大幅な割引率を求めたため、結果として債券と株式の両方のパフォーマ

ンスが下落した。これが原因となり、株式60%/債券40%で構成される伝統的なポートフォリオのリターンがマイナスとなる期間が長引いた。そして、インフレ率の上昇局面では、この伝統的な分散は効果を発揮できず、ターゲット・デット型ファンドの投資家は予想以上の下落リスクにさらされることが浮き彫りとなった。

### インフレは破壊的な性質を持つ

このため、従来インフレ率の急上昇は、株式と債券で構成される伝統的なポートフォリオのリターンに破壊的な影響を与える最大の原因の一つとなっている。次ページの図表1において、緑色の棒グラフは、一般的にインフレの指標として用いられる消費者物価指数(CPI)の年間変化率を示している。また青色の棒グラ

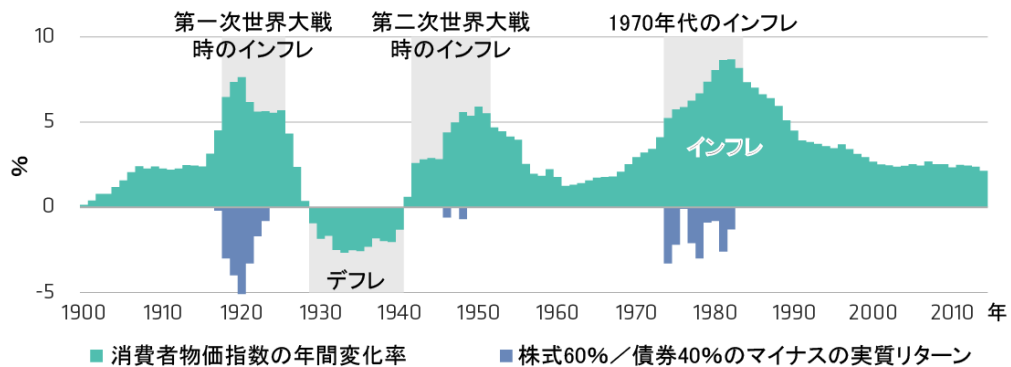
当資料は、アライアンス・バーンスタイン・エル・ピーのCONTEXTブログを日本語訳したものです。オリジナルの英語版はこちら。  
<https://blog.abglobal.com/post/en/2015/08/get-real-offsetting-inflation-risks-in-your-glide-path>

\*あらかじめ目標とする年(ターゲット・イヤー)を決め、最初は積極的な運用を行い、ターゲット・イヤーに向けて徐々に積極的な運用から保守的な運用に移行するファンド

本文中の見解はリサーチ、投資助言、売買推奨ではなく、必ずしもABポートフォリオ運用チームの見解とは限りません。本文中で言及した資産クラスの過去のパフォーマンスは将来の運用成果等を示唆・保証するものではありません。

当資料は、2015年8月24日現在の情報を基にアライアンス・バーンスタイン・エル・ピーが作成したものをアライアンス・バーンスタイン株式会社が翻訳した資料であり、いかなる場合も当資料に記載されている情報は、投資助言としてみなされません。当資料は信用できると判断した情報をもと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。また当資料の記載内容、データ等は作成時点のものであり、今後予告なしに変更することがあります。当資料で使用している指数等に係る著作権等の知的財産権、その他一切の権利は、当該指数等の開発元または公表元に帰属します。アライアンス・バーンスタインおよびABはアライアンス・バーンスタイン・エル・ピーとその傘下の関連会社を含みます。アライアンス・バーンスタイン株式会社は、ABの日本拠点です。

**【図表1】インフレ率が上昇する局面では、株式60%／債券40%で構成される伝統的なポートフォリオの10年実質リターンはマイナス**  
 米国のインフレ率および株式60%／債券40%のポートフォリオのマイナスの実質リターン（過去10年ベース、年率）



過去のパフォーマンスは将来の成果等を示唆・保証するものではありません。2014年12月31日まで。  
 上記ポートフォリオは仮想のもので、株式60%と債券40%で構成されています。株式はS&P 500指数（グローバル・フィナンシャル・データによるデータを含む）、債券は2009年までは米国10年国債、それ以降はパークレイズ7-10年米国債トータル・リターン指数に基づきます。インフレ率は米国消費者物価指数（全項目、各都市平均、季節調整無し）に基づきます。  
 出所：パークレイズ、グローバル・フィナンシャル・データ、米労働統計局、AB

フは、株式と債券で構成される伝統的なポートフォリオの過去10年ベースの年率リターンが実質ベース（インフレ調整後）でマイナスとなった期間を示している。これらの期間はすべてインフレ率が上昇した時に起きているため、グライド・パスを設計する際はインフレ率を重大なリスクとして考慮すべきであることが分かる。

インフレ・リスクは退職が近い人あるいは退職後の人にとって非常に重大となる。退職直前あるいは退職後のポートフォリオでは、インフレ環境下で支出が増えることに対応すべく、伝統的なポートフォリオの価値が下がる可能性を低減するツールが真に必要となる。

インフレ率が上昇する局面では、伝統的な株式と債券ではなく、他の資産クラスが活躍する。例えば、インフレ連動債（TIPS）はインフレが進んだ際の影響を吸収するため、インフレから債券ポートフォリオを保護するという意味で非常に重要な役割を担う。ただ、インフレ局面における軟調な株式パフォーマンスからポートフォリオを守ることは得意ではない。

**実物資産を保有する利点**

しかし、不動産投資信託（REIT）、コモディティ株式、コモディティ先物などのさまざまな実物資産は、インフレ局面あるいはインフレが予想される状況でも非常に良好なパフォーマンスをあげている。また、実物資産はインフレ・ベータ（CPIが1%変化するごとにパフォーマンスがどれだけ変化するか）が他の資産と比べて高いため、ポートフォリオ内の資産配分のうち成長を目的とす

る部分に対してインフレ・リスクから保護する役目を果たす（次ページの図表2、左図）。

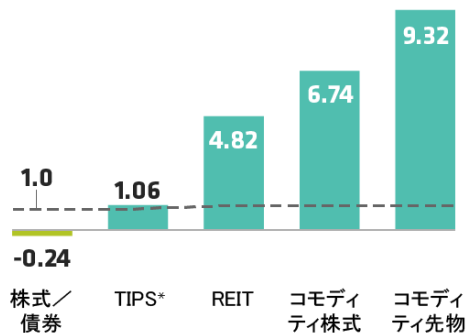
実物資産については保険として捉えることができる。インフレ局面あるいはインフレ率の上昇が予想される状況では、当資産（特定のコモディティなど）も上昇するか、または不動産などは家賃を引き上げることでインフレに対応できるため、効果を発揮する。

インフレに連動する資産は多くの人に利益をもたらすだろう。同資産を保有することで、伝統的な株式と債券に対するプレミアムを支払うことによってポートフォリオをインフレから守ることが可能となる。例えば、REIT、コモディティ株式、コモディティ先物、TIPSのリスク／リターン特性を株式／債券の効率的フロンティアと比較すると、すべて直線の下側になり、中にはかなり下側に位置するものもある（次ページの図表2、右図）。したがって、これらの実物資産のそれぞれが持つインフレ対応力をポートフォリオに加えることは、ある程度のリターンを犠牲にするか、より高いリスクを取る必要があることを意味する。

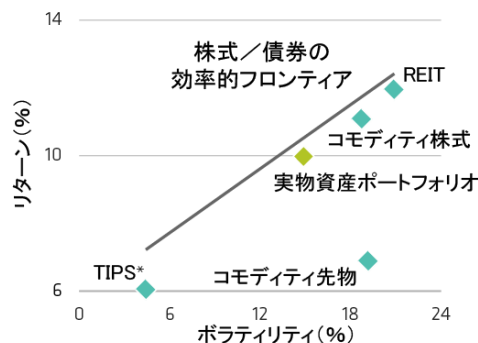
しかし、複数の実物資産を組み合わせることで、犠牲にするリターンの幅を抑えることができる。コモディティ株式、コモディティ先物、不動産は互いの相関度が低いことから、インフレ局面の状態によってパフォーマンスの出方が異なる。そのため、それぞれが分散の役割を果たす。実物資産を組み合わせることでポートフォリオに取り入れれば、効率的なリスク調整後リターンを保ちつつ、インフレ・ベータが大幅に高まり、インフレに伴ったパフォーマンスの上昇が期待できる。

## 【図表2】インフレに連動する資産を組み合わせることで、インフレに伴う影響を低コストで抑えられる可能性が高まる

インフレ率が1%上昇した場合の  
平均パフォーマンス(年率):  
1990年1-3月期から2014年4-6月期まで



リターンとボラティリティ:  
1990年1-3月期から2014年4-6月期まで



過去のパフォーマンスは将来の成果等を示唆・保証するものではありません。2014年6月30日まで。

TIPSのデータは1998年1-3月期から

出所:BCOM、ブルームバーグ、フィラデルフィア連邦準備銀行、FTSE EPRA/NAREIT、GSCI、S&P、S&Pダウ・ジョーンズ

## アライアンス・バーンスタイン株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第303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／一般社団法人第二種金融商品取引業協会  
<http://www.alliancebernstein.co.jp>

### 当資料についての重要情報

当資料は、投資判断のご参考となる情報提供を目的としており勧誘を目的としたものではありません。特定投資信託の取得をご希望の場合には、販売会社において投資信託説明書(交付目論見書)をお渡ししますので、必ず詳細をご確認のうえ、投資に関する最終決定はご自身で判断なさるようお願いいたします。以下の内容は、投資信託をお申込みされる際に、投資家の皆様に、ご確認いただきたい事項としてお知らせするものです。

#### ＋ 投資信託のリスクについて

アライアンス・バーンスタイン株式会社の設定・運用する投資信託は、株式・債券等の値動きのある金融商品等に投資します(外貨建資産には為替変動リスクもあります。)ので、基準価額は変動し、投資元本を割り込むことがあります。したがって、元金が保証されているものではありません。投資信託の運用による損益は、全て投資者の皆様に帰属します。投資信託は預貯金と異なります。リスクの要因については、各投資信託が投資する金融商品等により異なりますので、お申込みにあたっては、各投資信託の投資信託説明書(交付目論見書)、契約締結前交付書面等をご覧ください。

#### ＋ お客様にご負担いただく費用:投資信託のご購入時や運用期間中には以下の費用がかかります

- ＋ 申込時に直接ご負担いただく費用 …申込手数料 上限3.24%(税抜3.00%)です。
- ＋ 換金時に直接ご負担いただく費用…信託財産留保金 上限0.5%です。
- ＋ 保有期間に間接的にご負担いただく費用…信託報酬 上限2.0304%(税抜1.8800%)です。

その他費用…上記以外に保有期間に応じてご負担いただく費用があります。投資信託説明書(交付目論見書)、契約締結前交付書面等でご確認ください。

上記に記載しているリスクや費用項目につきましては、一般的な投資信託を想定しております。費用の料率につきましては、アライアンス・バーンスタイン株式会社が運用する全ての投資信託のうち、徴収するそれぞれの費用における最高の料率を記載しております。

### ご注意

アライアンス・バーンスタイン株式会社の運用戦略や商品は、値動きのある金融商品等を投資対象として運用を行いますので、運用ポートフォリオの運用実績は、組入れられた金融商品等の値動きの変化による影響を受けます。また、金融商品取引業者等と取引を行うため、その業務または財産の状況の変化による影響も受けます。デリバティブ取引を行う場合は、これらの影響により保証金を超過する損失が発生する可能性があります。資産の価値の減少を含むリスクはお客様に帰属します。したがって、元金および利回りのいずれも保証されているものではありません。運用戦略や商品によって投資対象資産の種類や投資制限、取引市場、投資対象国等が異なることから、リスクの内容や性質が異なります。また、ご投資に伴う運用報酬や保有期間中に間接的にご負担いただく費用、その他費用等及びその合計額も異なりますので、その金額をあらかじめ表示することができません。