



高インフレ時代への移行期

投資家の慢心がさらけ出されるリスクがあります

先週発表された4月の米消費者物価指数（CPI）では、食品・エネルギーを除くコアCPIが25年ぶりの大きな伸びを記録し、先週の市場ではインフレが市場参加者の話題を独占するテーマとなりました。4月のインフレ率に関しては大幅な上昇が事前に予想されていたものの、その上昇幅は市場予想を大きく上回る結果となりました。

昨年の統計が大きく落ち込んだ影響（ベース効果）は5月のインフレ統計にも影響を与えると見られているため、CPIのピークはまだ先となりそうにも見えます。そのような中で、購買担当者調査や原材料価格、商品相場の動きを踏まえると、需要の回復と短期的な供給面での問題によって、価格の上昇は、多くの人が現状予想しているよりもやや持続的な特性を有しているようにも見受けられます。

先週発表された雇用統計は市場予想を下回る内容でしたが、賃金が増加している傾向は見られました。他の調査では、足元で比較的多くの求人があることも示唆されており、米政府からの寛大な給付金によって、労働人口の一部が仕事に戻る必要性をさほど感じていない可能性があることも捉えることが出来るでしょう。

過去数か月間では、米連邦準備制度理事会（FRB）が、インフレ率のいかなる上昇も一時的である可能性が高いとの見方を比較的早い段階で示してきました。米インフレ連動国債から読み取れるブレイクイーブン・インフレ率は上昇してきているものの、多くの市場参加者がこのようなFRBの見方を概ね支持しているように見受けられていました。しかし、今後数週間で、もし価格の上昇を示す指標が期待インフレ率の上昇へとつながった場合には、このようなFRBに対する信頼が試される時が来ても不思議ではないと考えています。

多くの点から、投資家は過去10年間に亘って経験してきた標準（norm）が、この先10年に亘っても続くことと慣れてしまっているように思えます。しかし、ここ最近指摘してきたように、今日のマクロ経済及び政策環境は、過去数十年間に目にしてきたものと根本的に異なります。

2021年5月14日



マーク・ダウディング
パートナー
最高投資責任者（CIO）

一点目に、コロナ危機がグローバル化の後退を加速させたことによって、インフレに対する構造的な下押し圧力が弱まってきました。

二点目に、高水準の債務を低下させるため、もしくは裕福な高齢者から、負債を抱える若者への富の分配を促すために、政策担当者にとってインフレ率の上昇がより魅力的に映るようになりました。

三点目に、インフレ率が継続的に目標を下回ってきた過去10年もしくはそれ以上の期間を経て、中央銀行高官はアプローチを変更し、何らかのインフレの芽を先回りして摘む姿勢を見せなくなりました。

このような点を踏まえ、ブルーベイでは、2020年の終わりごろから米インフレ見通しに関して市場のコンセンサスを上回る見方をしており、コアCPIは2022年に掛けて継続的に3%近い上昇を見せると予想しています。米経済の成長見通しは底堅く、現段階では、8月のジャクソンホール会合での協議を経て、9月の会合でFRBが緩和策縮小（テーパリング）を発表する可能性もあるとみています。

しかし、今後数週間で目先の経済回復に関する十分な証拠が確認されれば、FRB内でのハト派なコンセンサスはそれ以前に崩れる可能性も十分にあるとみています。

したがって、米国債利回りは今後数週間で上昇していくと予想しており、夏の終わりまでに米10年国債利回りが2%を突破する可能性もあるとみています。そのような見方を踏まえ、ここ最近では米国金利のショート・ポジションに対する確信度を高めています。今年1-3月期に記録的な上昇幅となったのち、米国金利は4月に低下に転じていましたが、今後再び上昇に向かうと予想しています。

グローバル市場

インフレ懸念は、ここ最近他の多くのグローバル市場においても利回りの変動要因となっています。

欧州では、ドイツ10年国債利回りが上昇し、2年ぶりの高水準を付けました。域内の新型コロナウイルスの感染拡大が収まり、経済回復の兆候が見られ始める中、市場では欧州中央銀行（ECB）がパンデミック緊急購入プログラム（PEPP）を通じた債券購入額を縮小し始めるかもしれないとの観測が広がってきています。

また英国でも、イングランド銀行（中央銀行）による2022年の利上げが市場に織り込まれ始めました。

大西洋の反対側では、カナダ銀行（中央銀行）が量的緩和（QE）策の資産購入規模縮小を発表し、他の主要中銀に先駆けた動きとして注目を集めました。

また、インフレ懸念はエマージング市場（EM）の金利市場に圧力を与えています。実質金利がマイナスとなっている先進国経済と比較して、多くのEMでは実質金利が既に相対的に高い水準にあるものの、仮に米インフレ率が少しでも上振れすれば、EMではその上振れ幅がより大きくなり兼ねないとの懸念が燻っているようです。

債券市場以外では

このようなインフレのテーマを背景に、先週は株式市場も軟調なパフォーマンスとなりました。これまでも述べた通り、ハイテク株は、倍率（マルチプル）の指標が非常に高水準にあることから、デューレーションが極めて長い資産として見る事が出来ます。

したがって、価格評価が長期のリスクフリー・レートの変動による影響を受けることは妥当であると考えます。

しかし、経済が力強さを増し、業績見通しも概ね前向きである中、株式は概して投資家にインフレに対するヘッジを提供していると捉えることも出来ると考えており、結果として、株式から他資産への大幅な資産配分の移行が起きる可能性は低いように思えます。

しかし、仮に米国金利が再び上昇基調となれば、シクリカル性の強いセクターがアウトパフォームするリフレ・テーマが、再び株式市場に出現しても不思議ではないとみています。社債スプレッドは、より全般的な市場の調整局面で圧力下に置かれる可能性があります。クレジットの質に十分な下支えがある中で、大幅なスプレッドの拡大はおそらく買いの好機になるであろうとみています。

現段階では、社債に対する小幅なロング・バイアスを維持しており、スプレッドの動きは概ねレンジ内になると予想しています。金融などのセクターは、シクリカル投資テーマ下で良好なパフォーマンスになるとみられ、金利変動への感応度が低いことから、偶発転換社債（CoCo債）が引き続き魅力的であるとみています。

クレジット及び通貨市場

その他の市場では、金利が上昇する中、欧州周辺国国債のスプレッドが拡大基調となったことも特筆すべき出来事でした。今年1-3月期には、マリオ・ドラギ氏がイタリアの首相に就任したことが、ある種現時点での欧州周辺国に対するセンチメントが頂点に達したと捉え、ブルーベイのポートフォリオでも欧州周辺国国債のポジションの利益の実現を進めるきっかけとなりました。

今年後半に掛けてEUで多くの起債が予想されることや、ECBからの支援が縮小していくとの見方を踏まえると、スプレッドが拡大基調を続ける可能性もあるでしょう。しかし、130bps近辺のイタリア10年国債のスプレッドの水準は、ポジションを再構築する好機を提供していると捉えることも出来そうです。

一方、通貨では、市場の方向性を見極めることがより困難になっていると感じています。成長における米国例外主義から米ドル高を予想したポジションを構築したこともありましたが、4月に入って米ドルが下落に転じた時点で同ポジションは解消しました。

他のグローバル市場でも金利が上昇する中、米ドルに対するより明確な見方は、これまで以上に米国金利に対する明確な見方次第であるように見受けられます。仮にそうであれば、ポートフォリオの見方は通貨よりも金利市場において反映させやすいと考えています。

今後の見通し

この先を見据えると、月の後半は、経済指標の発表が月の前半と比較して落ち着く傾向にあるため、市場の変動要因となる目新しい材料は乏しくなるかもしれません。ただし、通常それほど注目を集めない指標や、価格トレンドに関して何らかの示唆を与える指標に、投資家が通常よりも過敏に反応する状況も想定されます。

市場はインフレが一時的なものであるかという疑問を投げかける可能性があり、政策担当者がどのような発言をするかどうか興味深い点です。クラリダFRB副議長は、早くも単月のCPI指標の重要性はそれほど大きくないとの見方を示唆しましたが、一方で4月のCPIの上昇幅には驚いたことを認めました。

最終的には、FRBが最も注力するのはまず何を差し置いても完全雇用を達成することであると見られ、仮にインフレが今後、平均2%ではなく3%近辺で推移したとしてもそれほど注視しないのかもしれない。

とは言いながらも、中期的にインフレ率が3%近辺で正常化するのであれば、このことは自然利子率（R*；アールスター）に多大な影響をもたらす、結果として今後の債券利回りの均衡にも影響を及ぼすことになるでしょう。

FRBのコミュニケーションは、この先やや難しくなってくる可能性があります。発言でハト派色を強めれば、緩和的すぎる政策を長すぎる期間継続することに対する懸念が強まるでしょう。このことは、先週、著名投資家のドラッケンミラー氏の記事でも触れられていました。

そのような背景を踏まえると、外的なイベントがない限り、短期的に米国金利が大幅に低下する余地は少ないと言えるかもしれません。詰まるどころ、インフレ圧力はもはや一時的ではなくなる時を迎えるまで一時的なのかもしれず、仮に今回もそのようになった場合には、投資家の慢心がさらけ出されることになるでしょう。インフレは、「一時的」というよりはむしろ、多くの人が想定したよりも幾らか高い水準への「移行期」にある可能性が十分にあるとみています。

今週のコメントの締めくくりとして、我々やその他大勢が指摘してきたビットコインのマイニング（採掘）が環境に与える悪影響というESG上の懸念に、電気自動車メーカーのテスラが遂に屈した、という興味深いエピソードに言及せずにはいられません。イーロン・マスク氏が米TV番組で公にドージコインをこき下ろしたわずか数日後に、テスラがビットコインを使った電気自動車の購入手続きを停止すると発表したことで、暗号資産（仮想通貨）市場のセンチメントが変わり始めた可能性があることは興味深く受け止めています。もしかしたら、現実に目を向け、実物資産の保有を検討すべきタイミングなのかもしれません。

ディスクレームー

ブルーベイ・アセット・マネジメント・インターナショナル・リミテッド
金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第1029号

一般社団法人 日本投資顧問業協会会員、一般社団法人 投資信託協会会員、一般社団法人 第二種金融商品取引業協会会員

■手数料等

当社の提供する投資一任業に関してご負担いただく主な手数料や費用等は以下になります。手数料・費用等はお客様の特性、委託された運用金額や運用戦略、運用状況、あるいは当社に係る業務負担等により、下記料率を上回る、又は下回る場合があります。最終的な料率・計算方法等は、お客様との個別協議により別途定めることとなります。

ロング・オンリー戦略 (年率、税抜き)					オルタナティブ戦略 (年率、税抜き)		
投資対象	投資適格債	マーキング債	レバレッジド・ファイナンス	転換社債	運用戦略	トータル・リターン	絶対リターン
運用管理報酬 (上限)	0.40%	0.70%	0.70%	0.65%	運用管理報酬 (料率範囲)	0.50% - 1.10%	0.90% - 1.35%
					成功報酬 (料率範囲)	0.00% - 20.0%	0.00% - 20.0%

なお、当社との投資一任契約は、原則、運用戦略に応じた外国籍投資信託を投資対象とします。上記手数料には、お客様から直接当社にお支払いいただく投資顧問報酬、外国籍投資信託に対して投資した資産から控除される運用報酬が含まれます。

この他、管理報酬その他信託事務に関する費用等が投資先外国籍投資信託において発生しますが、お客様に委託された運用金額や運用戦略ごとに、あるいは運用状況等により変動いたしますので、その料率ならびに上限を表示することができません。手数料や費用等について詳しくは、弊社担当者にお問い合わせをいただくか、契約締結前交付書面又は目論見書等の内容を十分にご確認ください。

■投資一任契約に関するリスク

投資一任契約に基づく契約資産の運用は、原則、戦略に応じた外国籍投資信託を通じて、実質的に海外の公社債、株式等の有価証券や通貨などの価格変動性のある資産に投資を行います。これら有価証券等には主に以下のリスクがあり、株式相場、金利、為替等の変動による価格変動、及び有価証券の発行会社の財務状況の悪化等による価格の下落により、外国籍投資信託等の基準価額が下落し、損失を被ることがあります。従って契約資産は保証されるものではなく、お客様の投資された元本を割り込むことがあります。また、デリバティブ取引等が用いられる場合においては、上記の価格変動等により、元本超過損が生じる可能性があります。運用による損益は全てお客様に帰属いたします。

価格変動リスク：有価証券の価格変動に伴って損失が発生するリスク

為替変動リスク：外国為替相場の変動に伴って損失が発生するリスク

信用リスク：発行者の経営・財務状況の変化及びそれらに対する外部評価の変化等により損失が発生するリスク

流動性リスク：市場の混乱等により取引ができず、通常よりも不利な価格での取引を余儀なくされることにより損失が発生するリスク

カントリーリスク：投資対象国／地域の政治・経済、投資規制、通貨規制等の変化により損失が発生するリスク

なお、契約資産が持つリスクは上記に限定されるものではありませんのでご注意ください。リスクに関する詳細につきましては契約締結前交付書面又は目論見書等の内容を十分にご確認ください。

本資料は受領者への情報提供のみを目的としており、特定の運用商品やサービスの提供、勧誘、推奨を目的としたものではありません。また、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。

本資料は、信頼できると判断した情報に基づき作成しておりますが、当社がその正確性、完全性、妥当性を保証するものではありません。記載された内容は、別途記載のない限り資料作成時点のものであり、今後予告なく変更される可能性があります。過去の実績及びシミュレーション結果は、将来の運用成果等を示唆・保証するものではありません。なお、当社の書面による事前の許可なく、本資料およびその一部を複製・転用・ならびに配布することはご遠慮下さい。当社と金融商品取引契約の締結に至る場合には、別途契約締結前交付書面等をお渡しますので、当該書面等の内容を十分にお読みいただき、必要に応じて専門家にご相談の上、お客様ご自身のご判断でなさるようお願いいたします。

以上