

エネルギー不足

エネルギー価格の上昇が注目を集め、なかでも天然ガス価格の上昇が話題となりました。

卸売ガス価格は、夏以降3倍の価格となっており、光熱費が今後跳ね上がることへの懸念が高まっています。発電におけるガスへの依存度が非常に高い英国などの国では、特に問題視されています。北海ガス田にあるラフ（Rough）貯蔵設備が2017年に閉鎖されて以降、英国は巨大な貯蔵施設を欠いていることから問題は大きくなっています。

欧州全域でガス在庫はとりわけ少なく、ロシアが強い力を持っており、このことが地政学的な問題に発展するかもしれません。しかし、短期的には、多くの国が抱える課題はエネルギー価格の上昇がインフレ指標を押し上げるかもしれないという点でしょう。

多くの経済圏で価格上昇圧力が高まっている背景には供給不足が挙げられます。輸送費の高騰と、世界第3位の製品製造国である中国で続く混乱によって、インフレ上昇の「一時的」な要因がさらに6ヶ月（それより長くならなくとも）続くかもしれないことを示唆していると考えています。

さらにエネルギー価格上昇が重なることで、英国のインフレ率は今後数ヶ月で6%を超える可能性があり、これはCPIのピークを4%近辺と予想している中央銀行の予想を大幅に上回る水準です。インフレ率の上昇が増税と同じように作用し、消費の落ち込みに至るかは分かりませんが、光熱費の負担増は避けられないでしょう。

その他に目を向けると、消費者のバランス・シートは堅固で貯蓄はパンデミック禍で積み上がっており、価格が上昇しても消費支出を継続する余力があるかもしれません。さらに、消費は所得の増加トレンドと足並みを合わせていくことが予想され、労働力への強い需要によって雇用が増加して賃金も上昇の兆しが見られるなかで、今後も堅調な経済成長が続くと考えることが適切でありそうです。

価格上昇の終わりを待つよりも、現金の実質価値が低下していくのであれば、今日お金を使ってしまったほうが良い、と消費者が判断した場合、インフレの上昇が短期的な消費へのインセンティブになることも考えられます。

2021年9月17日



マーク・ダウディング
パートナー
最高投資責任者（CIO）

インフレ・リスクの高まりが期待インフレ率を押し上げており、ニューヨーク連邦準備銀行のサーベイによれば、回答者は米国では4%の価格上昇を来年に見込んでおり、前回のサーベイからかなりの上昇が見られました。さらに、中央銀行が量的緩和による買入によって債券価格を実質的に維持している中、実際のインフレ率は債券利回りに反映されていないようです。

しかし、買入額が減額されていくなかで、債券資産は新たな水準を織り込んで行く必要があるかも知れず、利回りの上昇バイアスが強まっていると考えています。この観点では、欧州中央銀行（ECB）がバランスシートの拡大ペースを今後減速していく計画を発表するなか、欧州資産の利回りは先週上昇が見られました。

しかし、量的緩和（QE）の縮小が展開していくなかで、欧州国債の利回りは、米国債や英国債と比較して強く下支えられているとみています。欧州圏のインフレ率は何年にも亘ってターゲットを下回っており、今後も米国や英国を大きく下回る水準で推移するとみています。

こうした背景から、ドイツ国債利回りに上昇が見られるなかで、ドイツ国債に対する英国債のショート・ポジションを積み増しました。

米国債はほぼ横ばいとなりました。8月のCPIはやや予想を下回る数字となりましたが、米国のインフレがピークアウトし、一時的な要因が是正されていくなかで、インフレが低下に向かうという考えには賛同できません。実際に、上述したような要因を踏まえれば、今後数ヶ月で新たなピークを迎えても不思議ではなく、次のイースターまでCPIが5%近辺で推移する可能性もあると考えています。

デルタ変異株の拡大によって低迷したモメンタムが再び活性化していくなかで、10-12月期には強い経済指標が見られると予想しており、ニューヨーク連銀製造業景気指数では、9月は8月からの強い回復が示唆され、小売売上高も予想を上回る結果となりました。

クレジット債市場は低ボラティリティのなかで引き続きレンジ内の動きとなりました。この数週間、新規発行は順調に消化されていますが、スプレッドの大幅な縮小を招く材料もないようです。

欧州では、ドイツ国債の利回りが上昇するなかで、周辺国債のスプレッドはやや縮小しました。今後数ヶ月の季節的な要因は、スプレッドに対してはより前向きなものになるでしょう。一方、ギリシャ、スペイン、イタリアでのエネルギー・コスト上昇による影響を緩和するための減税の動きは、現時点では債券投資家に問題視されていないようです。しかし、来年は欧州圏の経済が回復していくなかで、北部ヨーロッパのタカ派が財政引き締めを求めると予想しています。

通貨市場もほぼレンジ内の動きとなりましたが、ノルウェー・クローネは原油価格の上昇と利上げ見通しによって上昇が見られました。

今後の見通し

来週は、米連邦準備制度理事会（FRB）の金融政策会合に市場の注目は集まるでしょう。FRBはテーパリング計画を公式に発表し、11月に買入額の減額をスタートする可能性があると考えています。FRBメンバーがデルタ株やその他の経済への逆風要因について引き続き不透明感を抱けば、次回会合までこの発表が先延ばしされるかもしれません。

しかし、パウエル議長はテーパー・タントラムのリスクを最小化するために、次の政策ステップに対して市場に前もって警告を十分に発していきたいという考えを持っていて見えています。そして、テーパリングについては十分に警鐘が鳴らされ、この半年間は広範な議論がされてきたことから、実際に実行された場合にも大きなショックとはならないと考えています。

しかし、月額1,200億米ドルの米国債とMBSの買入は減額されていくことから、経済回復によって財政赤字が縮小して来年の新規発行が減少したとしても、利回りに何も変化が起ころなければ、それはかなりの驚きとなります。

QEの最大目的は長期金利の低下をもたらすことであり、これが効果的に機能したことを踏まえれば、QEが終わりを迎えるなかでその動きは反転するだろうと考えるのが自然ではないでしょうか。

インフレ及びエネルギー価格の話に戻りますが、1970年代と比較するのは間違っていると思います。ガス価格が上昇しても、強い需要とグリーン政策が下支えになると考えられるからです。欧州では石炭からの脱却の動きが進み、10年前の東日本大震災以降、原子力発電も縮小しています。

再生可能エネルギーは需給ギャップを埋めるには十分ではなく、太陽光発電に必要な太陽が雲に隠れ、風力発電に必要な風がそれほど強く吹かないならば、このエネルギー価格上昇には慣れていかなければならないのかもしれない。

もちろん、火力発電に戻るという可能性もありますが、英国について考えると、ジョンソン首相が国連気候変動枠組条約の第26回締約国会議（COP26）の議長を務め、グリーン化を進める強い国家として英国を示していきたいという意向が見られる中で、これはかなり難しいでしょう。

リスクは、「不満の冬」（1978年から1979年に欠けて英国で大規模な労組ストライキが見られた）で、ブレグジットによる供給の混乱で商品棚は品薄で、グローバルで既に現れているサプライチェーンの問題を悪化させてしまう主要セクターでの労働力不足を考えると、そのリスクは膨らむばかりです。原子力発電所の閉鎖によってフランスからの電力輸入の手立ても失い、先週起きた送電施設での火事もあり、今後停電が起きる可能性についての議論が見られてきています。

国家及び個人レベルでのエネルギー不足は、スタグフレーションのリスクをもたらすかもしれません。これが起きないことを願いますが、違った角度から見れば、グリーン・テクノロジーへのサステナブルなインフラ投資が必要であることを一層強調しているだけ、と捉えることも出来ます。

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のようになります。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