



Global Asset Management
BlueBay Asset Management



FRBが引き締めをしなければ、「バイデンフレーション」は高まる一方

バイデン米大統領が物価上昇に取り組む姿勢を示していますが、ネット上で彼の名にちなんだ言葉が話題となる状態は続くかも知れません。

2021年11月12日

著者
マーク・ダウディング
パートナー
最高投資責任者 (CIO)



先週は、米消費者物価指数（CPI）が再び市場予想を大幅に上回ったことが市場参加者にサプライズをもたらしました。10月の米コアCPIは前年同月比4.6%上昇となり、総合CPIも同6.2%上昇となりました。

これを受けて国債利回りは上昇しましたが、週の初めには低下していたため、一週間で見るとほぼ横ばいとなりました。大まかに言えば、このような動きは、足元のインフレ率の上昇が一過性のものに留まるであろうとの揺るぎない憶測の結果であると思われます。

ブルーベイでは、物価上昇基調がいずれ低下に転じるであろうとの一部市場参加者の確信を、多くの側面から驚きを持って受け止めています。この先数ヶ月間に亘って、物価がいかにも上昇を続ける可能性が高いかを想像することは難しいことではないように思います。実際、米連邦準備制度理事会（FRB）が量的緩和（QE）による債券購入縮小（テーパリング）を開始する中、マイナス圏をさらに深掘りしている実質金利によって、金融政策はかつてないほど緩和的になりつつあります。多くの市場参加者がインフレを経験してから非常に長い時間が経過していることから、足元の状況は例外的なもの、もしくは一時的なアノマリーに違いないとの推測が根底にあるように思えます。ただし、そのような評価には根本的な欠陥が存在すると考えています。

インフレの高止まりが長期化すればするほど、労働者からの賃上げ要求が定着したものとなっていくでしょう。同様に、企業側は価格圧力を訴えやすくなり、最終的に消費者へと価格を転嫁しやすくなるでしょう。

消費者のバランスシートは堅固で、現段階ではインフレが需要の減速につながる可能性は低いとみられます。多くの労働者が労働市場から退いたことから、これまでのサイクルと比較すると現状の景気サイクルにおいて失業率が現状の水準から更に低下する余地は少ないと見られ、現段階で既に完全雇用に近い水準にあるのかもしれませんが。実際に、JOLT求人件数などの調査では求人数が比較的豊富にあることが示唆され、全米独立事業者協会（NFIB）調査の弱含みも、企業が必要な労働者を全て確保する能力に起因するとされています。

かつての米政策担当者に先週話を聞いたところでは、コロラド州バールにある同氏行きつけのレストランでは、接客係の時給が60米ドルまで跳ね上がっているとのこと。さらに、企業関係者の話では、2021年を通してやや慎重に実施していた値上げを、2022年はより大胆に実施し、コストを転嫁する計画であるとの声も聞かれました。

インフレ上昇は米国のみで起きている事象ではありません。中国の生産者物価指数（PPI）は過去1年で13.5%上昇したほか、ここ最近のエネルギー価格の上昇を受け、多くのエマージング国で追値上げが実施されています。

しかし米国では、引き続き需要が供給を上回る状態が続くと予想され、基礎的な経済分析に基づけば、引き締め策が実施されない限り、もしくは実施されるまでは、インフレ率が上昇を続けることが予想されると言えるでしょう。インフレが高まる局面で、実質金利が大幅なマイナス圏にあれば、まるで現金がポケットを焦がして穴を開けて出て行ってしまう状態にあると言え、現金を使いたいという衝動に駆られます。

低水準の債券利回りについて、自然利子率（Rスター）がゼロもしくはそれ未満に低下した状態を示唆し得る、長期的な景気の低迷（スタグネーション）に照らして説明する人もいるかもしれませんが。そのような弱気な解釈は、足元で米30年の実質利回りを-0.6%まで低下させることになりましたが、最高値を更新し続けている株式市場の状況とは食い違っているように思います。

その点に関しては、おそらく単純に金融システムに流動性が有りすぎることで、多すぎるお金が少なすぎる資産を追い求めている状態になっているという解釈が、より現実的のように思えます。しかし仮にそうだとすれば、この先もインフレが予想を上回って上昇を続けるということを懸念すべきもう一つの理由になると言えるでしょう。

インフレに対してハト派寄りの人は、テクノロジーの進展が価格を押し下げ続けるだろうと主張するかもしれませんが。しかし、ESGやネット・ゼロへの関心の高まりは、価格を反対方向（上昇）へと向かわせる要因となり、これを否定する可能性があるでしょう。

さらに、グローバリゼーションは後退しており、人口動態も変化し、財政政策も、過去数十年間で見えてきたものと比較して非常に拡張的となっています。同時に、主要中央銀行も、確立された政策枠組みから、より柔軟性に富んだ平均インフレ目標のアプローチに切り替えています。過去にはインフレに対抗して予防的なスタンスを取ることもあったかもしれませんが、目先はインフレのオーバーシュートを一定程度容認する姿勢を見せています。

もちろん、インフレ圧力が自発的に和らいでいくシナリオもあり得るでしょう。しかし、その可能性は日増しに低下しているように思えます。目先インフレがオーバーシュートする期間が長期化し、その幅が大きくなるにつれ、インフレ期待もそれに適応し始め、賃金上昇が二次的な価格圧力につながるとみえています。

率直に言えば、もし政策担当者が行動を取らず、居眠り運転をしている状態となれば、インフレが上昇の一途を辿るリスクは高まると言えるでしょう。ブルーベイでは現状、2022年の早い段階で米総合CPIが8%に近づき、コアCPIも6%を優に上回る状態になると予想しています。FRBがいつ目を覚ますかを予想することは困難で、もしかしたら、まさにFRBの姿勢に安心して穏やかな利上げ見通しを織り込む市場に、FRB自身が胸をなで下ろしているのかも知れません。しかし、米連邦公開市場委員会（FOMC）が利上げを遅らせれば遅らせるほど、ここ最近で大幅にフラット化した長期のフォワード・レートが、明らかにスティープ化に向かい始める可能性が高いとみえています。

仮に、ハト派とされるブレイナード氏が次期FRB議長に指名された場合には、最終的にそのようなスティーブ化の動きは更に顕著になると予想しています。したがって、選好を続ける10年ゾーンの米国金利のショート・ポジションは適切であると考えており、短期的には確たる実を結ばなかったとしても、辛抱強く維持していく方針です。

米国以外の市場に目を向けると、欧州市場では、12月の欧州中央銀行（ECB）会合を前に、何らかのヒントを探る状態が続きました。ドイツでは、新たな連立政権樹立に向けた動きにほとんど進展が見られず、再度選挙が行われる可能性も未だに残っています。英国では、イングランド銀行（中央銀行、BoE）が前週にハト派サプライズをもたらしていましたが、先週は金利が小幅に上昇しました。今後数ヶ月間では、米国よりも更に速いペースで英国の物価上昇が続く余地があるとみえています。

社債市場は、株式市場の低ボラティリティを反映して比較的静かな動きとなりました。あと数週間すれば、年末を前に流動性が徐々に低下していくとみられ、現時点では依然活発な新発債市場も、発行シーズンのピークは越え始めたかとみえています。

為替市場では、力強い経済指標を受け米ドルが上昇しましたが、今のところは金利市場と比較してボラティリティが低位に留まっています。

今度の見通し

今後の見通しとして、引き続きインフレ動向が市場参加者の注目の的になるとみえています。物価上昇に関しては、政策担当者がその熱を感じ始め、むしろ政治的問題になり始めていることは興味深いと考えています。

「バイデンフレーション（“Bidinflation”）」であるとの一部の非難の声を受け、バイデン米大統領が物価上昇に取り組む姿勢をコメントで示したことは、まさにそれを物語る事例であったと言えるでしょう。このことが、同氏によるFRB議長指名に影響するのかどうかは未だ明らかではありません。エリザベス・ウォーレン氏に代表される民主党内の進歩派は、ラエル・ブレイナード氏を次期議長候補として推しています。しかし、ブレイナード氏がハト派とされていることから、仮にバイデン氏が同氏を指名した場合、ジョー・マンチン氏が反対し、その承認を阻止する可能性があるかとみえています。したがって、パウエル氏の再選が最も可能性の高い展開であるとみえており、これに関しては今後数日間でバイデン氏の決定が明らかになるかもしれません。

加えて、バージニア州知事選挙での民主党候補の敗北によって、進歩派の勢力は後退し、民主党はより中道に回帰していく可能性があるかとみえています。2022年に予定されている中間選挙において民主党は大敗し、バイデン氏はこの結果、レームダック化する可能性があるかとみえています。依然としてトランプ氏の影響力がある共和党内の動向にも注目が集まりそうです。

高インフレは一般的に低所得者層に痛手となりますが、皮肉なことに、労働参加から退いていた人々を労働市場に戻すという役割を果たす可能性もあります。したがって、今後数ヶ月間は雇用及び物価に関連した経済指標がいずれも比較的力強い内容になるとみえており、FRBが12月の次回会合において見通しを大幅に変更したとしても不思議ではなく、テーパリング終了を2022年6月から3月に前倒しする可能性もあるかとみえています。ネット上で「#バイデンフレーション」がトレンド入りする状態は続くかも知れません。

ディスクレーム

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	エマージング債	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



Global Asset Management
BlueBay Asset Management