



利回りの地殻変動は起きるか？

その可能性は高く、2022年の市場の波乱要因となるでしょう



マーク・ダウディング
最高投資責任者 (CIO)

2022年1月

2021年を通して、前年のコロナ危機から経済が回復基調を辿る中にありながら、主要国の長期国債利回りが極めて低い水準に留まっていることに驚きを覚えた投資家も多いことでしょう。さらに、ここ最近、主要中央銀行が当初の想定よりも「一時的」ではないとして警戒感を強めているインフレ圧力の高まりを踏まえ、長期国債利回りが低位に留まったことはより一層目を引きまします。

そのような極めて低い水準の長期国債利回りが、株価収益率などのマルチプルの押し上げに寄与している中、低金利環境が今後も続くのかどうかという問いは、全ての投資家が抱えているものであると言えるでしょう。

これに関して、一部では、長期に亘ってスタグネーションというテーマが存在する中、自然利子率が低下基調にあることを主張する向きもあります。しかし、（新型コロナウイルスのワクチン接種がいかに迅速に進んだかを見ても明らかであるように）技術革新のスピードに減速の兆しが見られない中、そのような見方が幅をきかせることには違和感を覚えます。

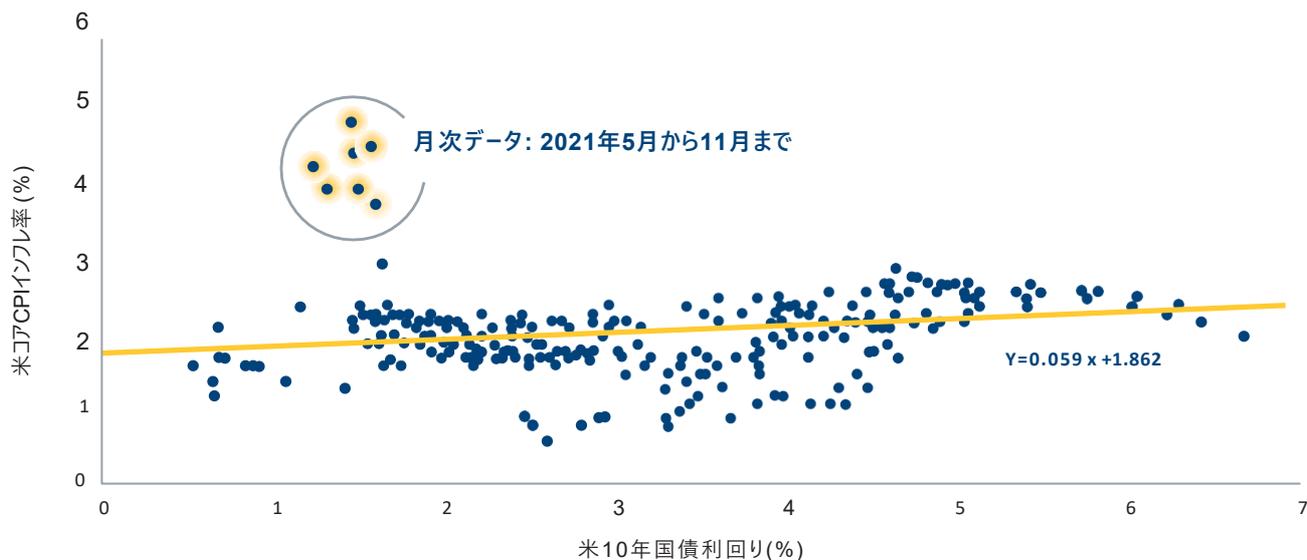
また、そのような見方は将来の企業収益の改善見通しの高まりとも矛盾しています。

ただし、長期的なスタグネーションは、供給に対する需要不足によって特徴付けられますが、現在の状況はそれとは反対に、供給が需要に追い付いていない状況です。さらに、より拡張的な財政政策や需要管理へのパラダイム・シフトは、長期的なスタグネーションがこの先も根を下ろす可能性が低いことを示唆していると言えるかも知れません。政策担当者が、最終的な責任を負うことを心配せずに、支出出来ると判断した場合には尚更です。

一方で、主要国債利回りは、過去数年間に亘る市場の過剰流動性によって一時的に低位に留められている、とみることも出来るでしょう。つまり、金融サイクルの転換に伴い、投資家は利回りの上昇を警戒する必要があるかもしれない、ということです。

そのような点を踏まえると、利回りを支えている地殻プレートが動き始めていると言えるかも知れません。実際に、利回りの「地殻変動」が、今後数ヶ月間の金融市場を根底から再形成していくものになるかもしれないと言っても過言ではないかも知れません。

2000年から2021年に掛けての米国の10年国債利回りとインフレ率



出所: Bloomberg, 2022年1月

地殻変動の専門家が、将来の変動を予測するために過去の記録を調査するように、国債利回りについても過去のデータを見てみると、2021年の国債利回りは明らかに過去の傾向と異なる水準にあり、いつ調整されても不思議ではない状態であることがわかります。

上図は、インフレ率と債券利回りの関係性における2021年の異常性を物語っています。一方、消費者物価指数（CPI）が上昇することによって、期待インフレが上昇し、二次的な影響をもたらしています。

労働市場が逼迫する中、賃金も上昇しています。組合員の実質賃金の低下に伴い、組合は業界全体で行動を起こし、2022年には2桁の賃金上昇を求めている業界もあります。今年のイースター休暇を過ぎれば、ベース効果や供給混乱の落ち着きによってモノの物価は低下するとみられますが、賃金及びサービス価格のインフレが上昇することによって、インフレ率が中央銀行の目標を大きく上回る状態は続くと考えられます。

インフレは日増しに政策担当者の注目を集めており、主要中央銀行に対してはこの先数ヶ月間でより一層金融緩和策の引き上げを求める声が強まる可能性があります。

とはいえながらも、実質金利が依然マイナス圏にある中、引き締め以前にまず中立に至るまでにですら、政策は大幅に引き締められる必要があると言えるかも知れません。

このような状態は過去、2003年から2007年に掛けても見られました。米連邦準備制度理事会（FRB）はこの間、会合の度に利上げを実施していましたが、それでも、グローバル金融危機につながる過度に緩和的な金融政策に対して、非難を浴びていました。したがって、この先数四半期は、政策金利の上昇が債券資産にとっての恒常的な逆風要因となるかもしれません。

また、拡張的な財政政策がさらにその状況を後押しするでしょう。財政赤字の拡大は債券の発行増につながり、緊縮策が好まれない状況で、財政政策も債券市場に影響をもたらす要因となるでしょう。

それでは果たして、利回りの「地殻変動」は発生するのでしょうか？その可能性はあるでしょう。

仮に発生するとすれば、それが2022年中である可能性が大いにあるでしょう。その場合、長期デュレーションの資産は大幅な変動に脆弱である一方、より年限の短い資産は、そのような環境への耐性を備えていると言えそうです。社債市場では、地雷を避けることさえ出来れば、投資機会を発掘出来るとみています。また株式市場では、同資産へのローテーションによる恩恵を受ける銘柄、とりわけ欧州銀行株式などのセクターには投資妙味があるとみています。

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					オルタナティブ戦略		
(年率、税抜き)					(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