



金利とインフレ

新たな時代のアロケーション



デビッド・ホースバーグ
クライアント・ソリューション・ヘッド

2022年4月

インフレ率が高まり、中央銀行が利上げ実施に向かう中、投資家のポートフォリオにおいて債券資産の果たす役割が改めて吟味されています。このようなテーマは一括りにされがちですが、資産配分担当者として取り組むべき課題としては、具体的に以下の4つが挙げられると考えています。

1. リスクを過度に高めることなく、利回りを高められるか？
2. 金利上昇の影響を低減させるには？
3. 債券資産における分散の効果は？
4. スタグフレーション下において資産を保全するアプローチは？

投資家は、ポートフォリオ運用にあたってこれらの課題を包括的かつ個別に考える必要があります。これらのリスク要因を極力緩和するための資産に着目する必要があります。特化型の運用者と協働することで、リスクを低減するための効果的な手法や、異なる手法が導き出す運用結果について分析することが可能となります。

投資家はなぜインフレに注意する必要があるか？

ここ最近では、主要国のインフレ率が上昇し、中央銀行の目標を上回る水準で高止まりする可能性が高まっています。金利見通しは、既に多くの債券資産の価格下落につながっていますが、依然としてインフレ率を正常な水準に戻すために必要な金融引き締め の程度及びスピードが全て織り込まれているかどうかは不透明です。市場にはその他にも不確実要因が存在し、ボラティリティも上昇しています。債券資産のバリュエーションは、ここしばらくの間ではかなり魅力が高まっていますが、インフレが落ち着くまでは、金利見通しが市場のボラティリティ及びリスク要因になるとみられます。

これらのリスク要因の短期的及び長期的な見方については異なる意見があるかもしれませんが、このような投資環境が、債券資産を改めて注意深く分析し、債券の中でも非伝統的な資産クラスの特徴を活かす機会を模索する好機と捉えることも出来ると考えます。

資産配分担当者にとっての4つの課題

1. 実質利回り

インフレ率が、米国では7.4%に達し、その他の国でも同様の高水準にある中、投資家の運用基軸通貨建てでインフレ率を上回るリターンを期待出来る資産は極めて少なくなっています(図1)。

今日の債券ユニバースを見渡しても、インフレ率を上回る利回りをコンスタントに獲得出来るような資産クラスは、エマージング市場(EM)現地通貨建て債のみです。ただし、同資産クラス特有のボラティリティの高さ及び通貨リスクから、多くの投資家にとって適切な資産クラスとは言えません。

このように、投資家が実質リターンの獲得を求める行動が、過去数年間の全体的な利回り水準の低下につながり、スプレッドも縮小してきました。最もリスクの高い資産を除けば、高水準のインカムを安定的に達成することは極めて困難となっています。

一步離れたところから見てみると、主要国のインフレ水準は中央銀行の目標を大きく上回っています。今の高インフレ期は、移行期における極端なものかも知れず、この先利上げとともにインフレは正常化に向かうことが期待されます。ただしインフレが管理可能な水準に戻ったとしても、利回りがどのような水準で落ち着くか、継続的にインフレ率を上回る水準になるかどうかは定かではありません。

2. デュレーション

利回りが金利上昇による影響の緩和材料になる一方、過去40年間を振り返ると、債券の年限及び指数のデュレーションが伸び、債券利回りは低下の一途を辿ってきました。

今日、多くの債券資産において利回りは極めて低く、デュレーションは長い状態となっています。

利上げがあれば、債券利回りはさらに上昇に向かい、現状の利回り水準は投資家にとって十分なバッファーとはならないでしょう。このようなデュレーション効果からポートフォリオを防御することが、切実に求められています。

3. 相関

過去1年間で、株式指数を構成する大企業の多くが、金利感応度の兆候を示し始め、利上げを前に売られる傾向が見られました。その背景には、マルチプルの高大な企業の価値はかなり先の将来の業績に左右され、その将来の業績が金利や成長に左右されるためです。

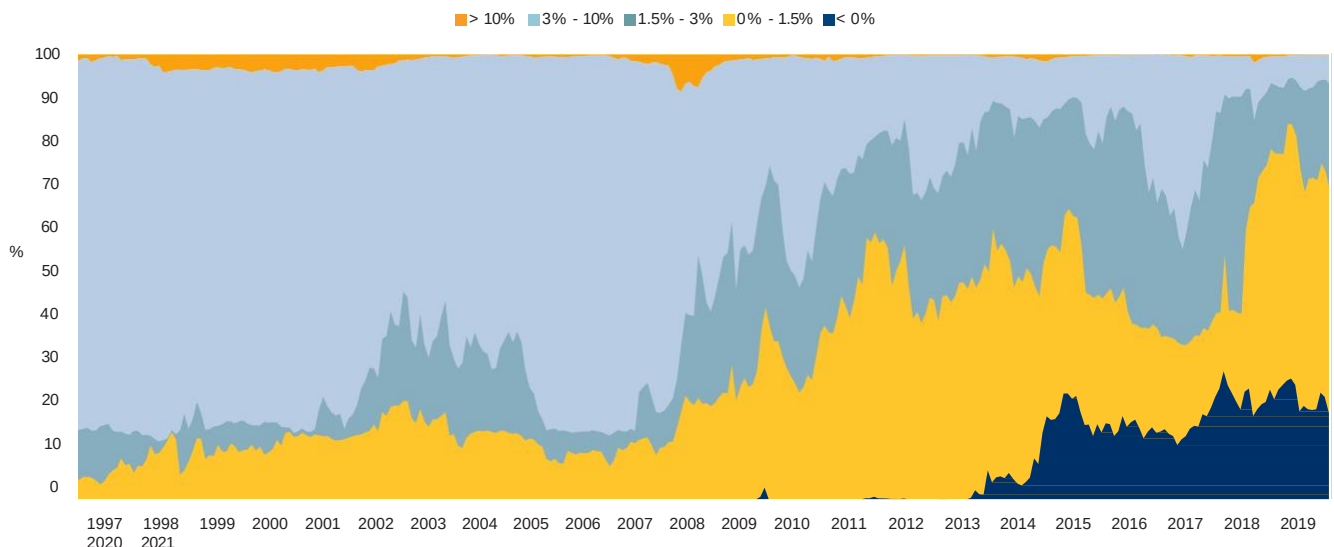
結果としてここ最近では、インフレ及び金利上昇観測から株式と債券がともに下落する傾向が見られました(図2)。機関投資家の運用で一般的な、株式と債券それぞれの構成比が60/40となるポートフォリオのモデルは、債券と株式が低相関であるとの前提に基づいています。その相関が突然プラスとなれば、分散効果に疑問符がつくことになります。

4. スタグフレーション

現在の状況及び低金利環境下でのインフレ見通しを踏まえた上でおそらく最も大きな課題は、物価の上昇と低成長に至る可能性があるという点でしょう。

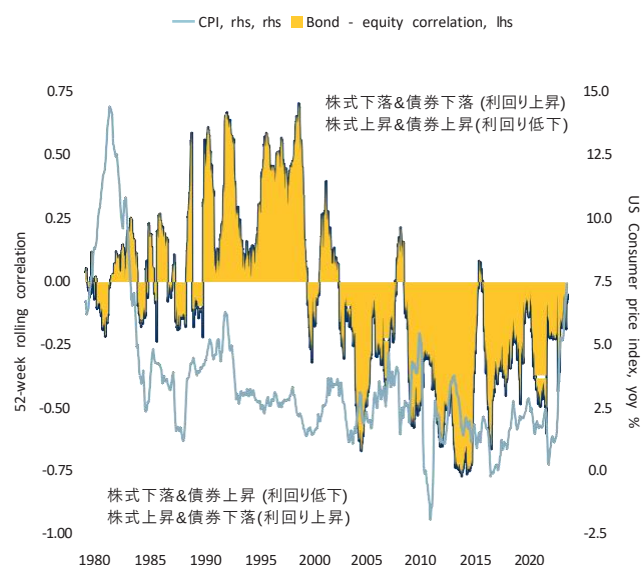
中央銀行のツールが先細る中で、地政学要因が需要や信頼感に影響をもたらす始め、時を同じくして主要中央銀行が預金者や企業を守るために財政を引き締め、インフレをコントロールすることを求められています。本来利上げに対抗するために頼るべき成長見通しがインフレによって阻害される中、リスク資産は試されることになるでしょう。このような投資環境下において、株式及び債券にはともに圧力が掛かり、投資家に比類のない試練をもたらしています。

図1: 利回りレンジ別にみた、世界の債券市場



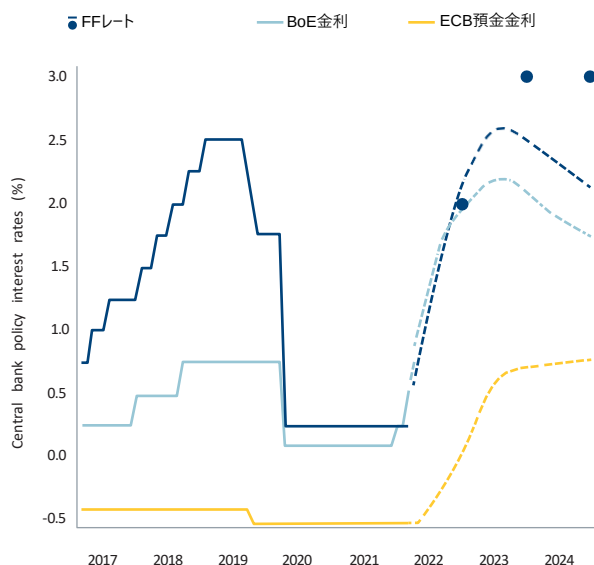
出所: ICE BofAML Global Fixed Income Markets Index (GFIM); 直近の月次データは2021年9月

図2: 株式と債券の相関及びインフレ率



注記: BoA米国債インデックスとS&P500種指数の52週間のローリングベースでの相関を使用; インフレ率は米消費者物価指数 (CPI) の前年同月比
出所: Macrobond; BoA; BlueBay calculations; 2022年1月

図3: 市場が織り込む政策金利見通し¹



¹ 点線はOISフォワード金利に織り込まれた政策金利見通し
出所: Bloomberg; 2022年3月22日
青のドットは、2022年3月16日の米連邦公開市場委員会 (FOMC) における金利予想中央値

パズルの最後のピースとなるのは、長きに亘る債券市場のブル相場(利回りの低下)を経て、市場に転換点が訪れているということです。この先は、利下げよりも利上げが実施される可能性の方が高く(図3)、利上げが落ち着いたときには、債券のパフォーマンスにおいて、金利よりもスプレッドがより重要な役割を果たすようになるでしょう。

インフレ環境は当面不確定となる可能性があり、結果として成長や政策金利見通しもボラタイルになるでしょう。市場では既に金利上昇が見られていますが、主要中央銀行がより迅速に引き締めを行う必要があれば、金利上昇はさらに続く可能性もあります。



どのようにポートフォリオを守るか？

まず、前述の4つの課題を精査し、解決すべきは何かを包括的及び個別リスク要因として把握することが重要となります。利回り及びインカムに注目が集まりますが、実質利回りがマイナス圏にある中では代替策が必要となるでしょう。

デフレーションの長い資産からの影響に対抗するための最も賢明な手段は、投資家に、継続的に高利回りを提供する資産に投資することであると考えます。ただしその際、リスクを注視することが重要で、利回りを求める中でポートフォリオの質は維持される必要があります。

デフレーション(及び相関)に関して言えば、金利感応度の低い債券資産に着目することが出来るでしょう(図4)。ローンやストラクチャード・クレジットなどの変動金利資産から、既に利上げを実施し、政策対応という意味では余地を残しているグローバル金利やエマージング市場資産など、広範に及びます。また、一般的にデフレーションが短く、企業のファンダメンタルズと比較して金利要因がパフォーマンスの主因となり難い、ハイ・イールド債などのスプレッド資産も候補となるでしょう。

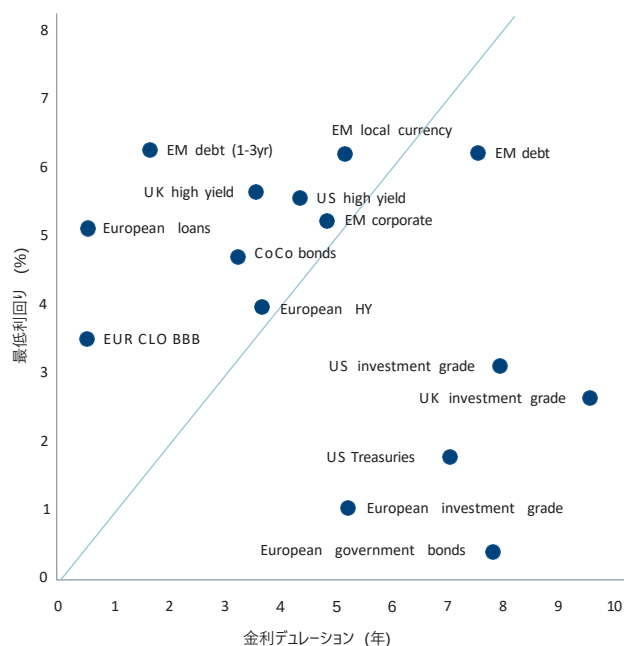
これらは、いずれも主要国債券に対する上乗せ利回りを提供する資産クラスであり、既存のポートフォリオに加えて保有することで、全体のポートフォリオ特性の改善に寄与することが期待出来ます。

相関については、少し気を付けて見る必要があるでしょう。資産クラス間の相関は分散を難しくし、それらの資産クラスを保有することによる恩恵を改めて問うことになるかもしれません。インフレが債券と株式の両方にとってのリスクであることを認識する必要がありますが、成長ショックへの懸念は依然として残ります。

“デフレーションの長期化に対抗するための最も賢明な手段は、継続的に投資家に高利回りを提供する資産に投資することであると考えます。”

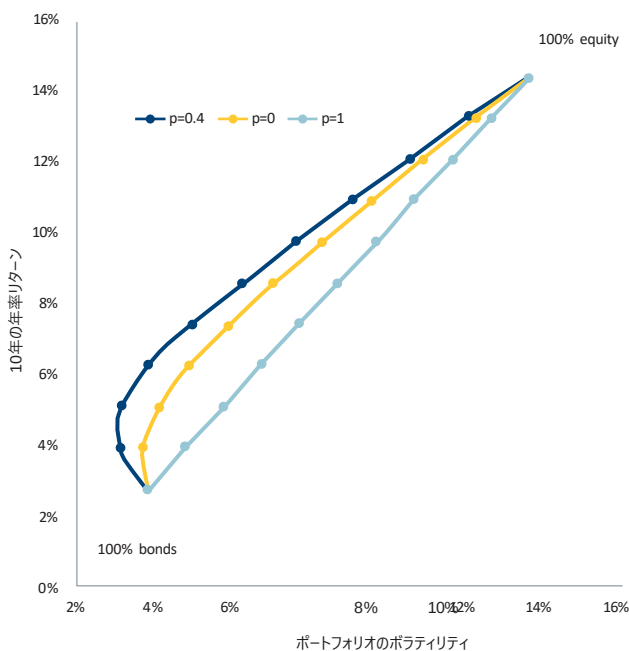
ショック時には通常、質への逃避傾向が見られ、政府や中央銀行からの刺激策に対する期待が高まるため、負の相関が見られる傾向にあります。このような場合、分散効果という意味で、債券が一定程度の役割を果たします。また、債券はポートフォリオ全体のボラティリティを抑制する一助ともなり、これは相関が高まった際であっても持続する特徴と言えます(図5)。

図4: 債券資産のデフレーションと利回り



出所: Bloomberg; Macrobond; 2022年2月18日

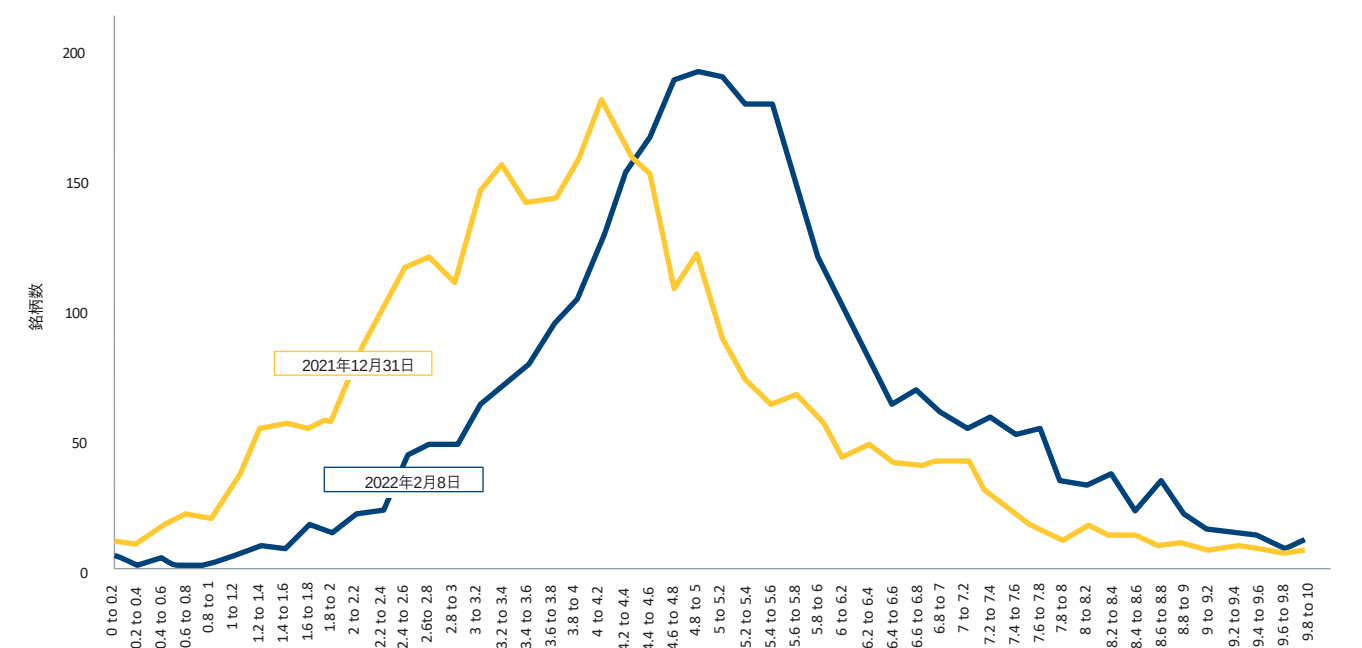
図5: 株式と債券で構成されるポートフォリオに与える相関の変化の影響



注記: BofA米国債インデックスとS&P500 種指数の2010年から2021年までの月次騰落率のボラティリティを使用
出所: BlueBayが算出; 2021年12月

最後に、スタグフレーション及び多くのリスク資産が苦戦する環境が挙げられます。ただし、そのような環境下であっても、全ての国や企業が同じ状況ではないことがわかっています。同様に、異なる債券資産間で利回り(図6)及び信用力に大きな格差が見られました。このようなばらつきは、アクティブ・リスクを取り、銘柄を厳選して保有する機会につながります。このような投資環境下では、デフォルトや格下げを回避しながら、利回りを高めることが極めて重要な鍵を握ります。

図6: スプレッドは大きく変動したものの、ばらつきが見られたことはアクティブ運用者にとっての投資機会に
BofA Merrill Lynch Global High Yield Constrained Index(米ドル)における利回りの分布



出所: BofA Merrill Lynch, 2022年2月

以下の表では、ブルーベ이의運用ラインナップとそれぞれの課題に対する適正を示しています。ポートフォリオ構築の観点からは、黄金比はなかなかありませんが、既存の債券ポートフォリオにこれらの戦略を組み合わせることで、リスクへの耐性を高める効果が期待できるかも知れません。

	実質利回り	デデュレーション	相関	スタグフレーション
オルタナ & 絶対リターン	✓	✓	✓	✓
マルチ・クレジット	✓	✓	✓	✓
バンクローン		✓	✓	
投資適格ストラクチャード・クレジット		✓	✓	✓
EM債券 (外貨建て)	✓			✓
EM債券 (現地通貨建て)	✓			✓
ハイ・イールド	✓			
偶発的転換社債(CoCo債)	✓			
グローバル投資適格社債			✓	

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になります。

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ござい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