

公共料金ショック

2022年4月6日

ポリナ・クルドヤフコ

パートナー、エマージング債チームヘッド、シニア・ポートフォリオ・マネジャー



公共料金の請求書を最近、チェックしたでしょうか。

私が住むマンションでは、公共料金のジレンマに直面しています。共用サービスにかかる費用をマンション全体でシェアしていますが、電気料金がこの三ヶ月で4倍になりました。その結果、住民は、共用施設を閉じるか、電気代の上昇を賄うために費用の15%の値上げに応じるか、という選択を迫られています。

毎日の暮らしのなかで、私たちは商品価格の上昇を実感しています。新型コロナウイルスがサプライチェーンを身近に感じる契機になったとすれば、ロシア・ウクライナ戦争によって、原材料供給の安定確保ということに注意が向けられたと思います。

ここでは、商品価格上昇によるグローバル経済への影響を考えていきたいと思います。そして、投資家が資本を保全する術についても考えていきたいです。まず初めに、商品価格上昇による影響を考える時、価格の変化による影響と供給量の変化による影響を分けて考える必要があるでしょう。二つ目に、その影響は商品のタイプによって異なるということです。

ロシアがウクライナに侵攻する前までは、ロシアが供給する原油のシェアは世界で11%を占めていました。あるアナリストは、2ヶ月間で原油価格が一バレル150米ドルから180米ドルまで上昇した場合、グローバルにインフレ率は3%上昇し、経済成長率は同程度鈍化する、と試算しています。

供給面での影響を見た場合、1973年にOPEC（アラブ石油輸出国機構）が米国に対して、原油禁輸措置を取り、生産量を25%減産したときには、米国のGDPは6%下落しました。GDP一単位当たりのエネルギー使用量が当時と比較すると50%に低下していることから、今回の供給ショックの度合はそれほど深刻なものとはならず、ロシアからの供給の一部は埋め合わせられると考えられます。例えば、サウジアラビアが一日の供給量を100万バレル引き上げれば、ロシアの供給量の40%はカバーされます。

ロシアは、その他の商品についても大きな供給国であり、例えば天然ガスは世界の25%、小麦は世界の11%の供給量を占めています。こうした商品を短期的に埋め合わせることは難しくなっています。とりわけ、天然ガス・インフラは鍵を握ります。現段階で欧州経済はロシアからの天然ガス供給を停止し、その他に切り替えることが出来ていません。この結果、欧州経済は2つの選択肢を迫られるでしょう。一つは、再生可能エネルギーへの投資を増やすことです。但し、これは2年の投資期間を必要とし、供給は安定しません。もう一つは、環境に友好的でない方法に戻ることで、です。

例えば、欧州で石炭を使用する火力発電所の70%を再稼働させた場合、ロシアからのガス供給の25%を埋め合わせることが出来るでしょう。その他にも、原子力発電という選択肢を再び検討することも出来ます。言うまでもないことですが、ESGの観点からはセンシティブな問題となります。一部の国は環境ターゲットとカーボン・ニュートラルの目標を再考しないといけな



小麦の供給も難しい問題です。ロシアからの小麦供給を置き換えることは単純なことではありません。インドが小麦の供給量を70%増やし、ロシアの小麦輸出量の25%が充当されたとしても、品質を維持することが問題となるでしょう。

このように、世界経済は今年の原材料価格の上昇と供給量の減少に対して、どのように対処していくのでしょうか。

これは社会的なリスクを高め、インフレ率の上昇と補助金を通じた財政赤字拡大という結果に至る可能性が高いでしょう。エジプトといった国は難しい選択を迫られることとなります。プライマリー・バランスが黒字であることとIMFとの強い関係によって、危機を乗り越えることが出来るかもしれませんが、高いインフレ率（目標値よりも3~5%の上昇）と財政赤字の拡大は避けられない結果になるでしょう。こうした状況に対して、グローバルな中央銀行は、提供可能な緩和政策の規模の面で、かなりの制約があります。主要金利はインフレ圧力の高まりと共に上昇する可能性が高いと考えています。

それでは、エマージング経済はどのような状況になるのでしょうか。

エマージング国の70%は商品輸出国です。商品価格の上昇は、多くのエマージング経済の経常黒字を大きく押し上げることにつながると考えられます。地域別では、資産クラスの過半数を占める中東や中南米が主に恩恵を受けるでしょう。

次にグローバル化について考えてみます。ロシア・ウクライナ戦争によって、エマージング経済が大きな恩恵を受けてきたグローバル化は終焉を迎えるのでしょうか。

私はそうは思いません。

パンデミックもこの戦争も、グローバル化のペースを遅らせることにはつながったかもしれませんが、しかし、グローバル化は第一次産業よりも製造業やサービス・セクターにより影響するものです。ロシアは、鉄鉱、原油、農作物という意味でグローバル経済に寄与しているかもしれませんが、製造業のサプライチェーンにおいて重要な役割は担っておらず、グローバル貿易に占めるロシアの割合は2%以下です。商品は昔と同じように世界中に輸送されます。

低成長と二桁の高インフレという世界においては、現金は投資家のポケットの穴を大きくします。どうしたら資本を保全することが出来るのでしょうか。

実物資産と高インカム資産への投資に答えはあると考えています。債券投資においては、エマージング外債建て債は比較的短いデュレーションで二桁の利回りを提供しています。デフォルト率が二桁を下回る（ベースケースではそのように想定しています）限りは、7~10%というインフレ率を埋め合わせるには悪くない選択肢であると見ています。また商品価格の上昇と政策金利の引き上げは、エマージング通貨と現地通貨のインフレ連動型資産の下支えになると考えています。

高インフレ率と低成長の中では、難しい決断をしなくてはいけなそうです。私のマンションでは、住民はどちらの選択をしたとしてもハッピーではないでしょう。このような時には、どちらの方がマシなのかという点で選ぶしかありません。幸いなことに、投資の世界においては、投資家は資本を保全するための代替策がそれなりにありそうです。



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)

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
運用管理報酬 (上限)	0.40%	0.70%	0.70%	0.65%

オルタナティブ戦略

(年率、税抜き)

運用戦略	トータルリターン	絶対リターン
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