



インフレの新時代へようこそ



ティモシー・アッシュ
シニア・ソブリン・ストラテジスト
エマージング市場

2022年6月27日

“いま、インフレが話題の中心であることは間違いがありません。現在進行中のインフレが継続的なものなのか一過性のものなのか、中央銀行は積極的に対応する必要があるのかそれともより緩やかなアプローチを採用したほうが良いのか、が議論の焦点となっています。”

先進国市場（DM）の中央銀行は数十年にわたる低インフレを経験したこと、あるいはデフレーションの課題にすら取り組まないといけなかったことから、インフレが一過性であるという側におそらくいるようです。

新興国（EM）の中央銀行の反応はまちまちです。ロシア、チェコ共和国、ブラジルなどの多くの国が先手を打って積極的な利上げを実施していますが、南アフリカのように様子見をしている国もあります。

私の考えでは、インフレのパラダイム・シフトが起きていると見ています。1970年代以来で初めて、インフレが持続し、長期化する最大のリスクをもたらす最悪の状況が到来しています。

しかし、「インフレは一過性」派が主張するケースをまず整理しておく、この見方を否定することに役立つかもしれません。

一過性であるという議論の基本は、新型コロナによるサプライチェーンの混乱が短期的にインフレ率を急上昇させるものの、1990年代から新型コロナ直前までインフレ率を低下させた全ての力はそのまま残り、インフレ率は必然的に非常に低い水準に戻らざるを得ないとするものです。ここで、グローバル化、自由貿易、サプライチェーンや市場へのテクノロジーの応用など、非常に強力な力を考えてみましょう。

新型コロナによって何百万人もの人々が失業し、退職保障制度によって一時的に労働力は停滞したものの、賃金が上昇し始めると仕事に戻る動機付けがされることで、最終的に賃金圧力とコアインフレを抑制することになると、一過性派のグループは考えています。また、世界の生産高はパンデミック前の水準に近づいているものの、少なくとも米国ではより少ない人数で生産は行われており、供給曲線を正しく保つためにテクノロジーが機能していると主張するでしょう。

確かにここ数年、インフレを主張するひとはオオカミ少年のようになってしまいました。

しかし、今回は大きく違うというのが私の考えです。

なぜ、現在のインフレの上昇は長引くと考えているか。

グローバルに完全な嵐が吹き荒れているからです。

1. 相互に作用しているサプライチェーンの多くで、**新型コロナは、緻密に調整されたサプライチェーンを混乱させ続けています**。価格は急速に上昇していますが、これは長く続くのでしょうか。

一過性であるとするグループからすれば、市場原理とテクノロジーにより、市場と価格はすぐに落ち着き、価格はもっと低下すると主張するでしょう。しかし、供給ショックは数年とは言わないまでも、何カ月も続く可能性が高いと考えており、このことは、既に証明されているようです。最初の価格ショックから1年が経ちましたが、価格はまだ上昇傾向にあります。

2. 1の点を発展させると、**新型コロナは全ての需給要因を変容させたように見えます**。おそらく1970年代以降で初めて、様々な産業において、需要と供給のカーブはシフトしたと考えられます。

新型コロナによって、私たちはどこでどのように働き、生活し、何をどこで消費するかを変えつつあります。その結果、衰退する企業もあれば誕生する企業もあります。全てのカードは床に投げられ、それを拾い上げて並べ直すには時間がかかります。この間、「不足」が主要テーマとなっているようです。

3. **世界が気候変動とエネルギー移行の課題に取り組む中、新型コロナが現れました**。気候変動は、世界各地に厳しい農業気候条件をもたらし、農業生産と食糧供給に支障をきたしています。食料価格は過去最高水準に近づいています。気候変動は管理不足（私たち全員に罪があります）で、この冬には欧州のガスとエネルギー市場にも影響が見られました。

気候変動という差し迫っている難局によって、炭素エネルギーへの逆戻りは破滅的な結果をもたらすでしょうし、地政学的な問題もあって、エネルギー不足は長期化する可能性があることを物語っています。

4. 脱炭素化への移行と関連して、**ESGは急速に広まりました**。ESGが注目されることにより、世界的な標準が高まることが期待されますが、全体的にコストが増すことで、供給曲線が左上方にシフトする可能性があります。おそらく、脱炭素化への移行も、再生可能エネルギーへの投資によって、炭素による負担がすべて埋め合わせるだけの臨界量に達するまでは、同じような効果をもたらすでしょう。

5. **ポピュリスト政治の台頭**は、地政学的な衝突や緊張と重なって、より自由な市場を目指すのではなく、より閉鎖的な貿易を目指す傾向にあることを意味していると考えられます。つまり、規制を強化して、自国内での生産を増やし、関税や税制を利用してそれを実現しようとするものです。

6. **米国と中国の覇権争い**を無視することはできません。米国と中国が相手の失敗を望む関係である以上、状況が好転することは考えづらいでしょう。他の国々はどちらの側につくかを選択しなければならず、その結果、グローバリゼーションの後退、自由貿易の減少、規制の強化、関税や生産コストの上昇が起きるかもしれません。

また、覇権争いは米国と中国だけでなく、ロシアと西側諸国との間でも起きています。ロシアは欧州に対して、エネルギーの切り札を使おうとしています。夏の間、貯蔵所への供給を制限していることで、今年の冬に欧州ではガス価格が上昇するでしょう。恐らくロシアは脱炭素化は「エネルギー輸出という金の卵を産むガチョウ」を殺すと見ており、ウクライナに対して戦略的に優位となるために活用すべき時であると究極的には考えているのでしょう。

7. **新型コロナに対する政策対応は異例でした**。中央銀行のバランスシートは、グローバル金融危機により大きく既に膨張していましたが、さらに膨らむこととなりました。財政政策も大幅に緩和されました。しかし、引き締めはゆっくりとしたものとなっています。

8. **先進国の中央銀行による「グループ思考」**においては、現在のインフレは一過性のものであるという結論は、最近の歴史に基づいたものであるようです。しかし、新型コロナ後の環境ではあてはまらないと考えています。先進国の中央銀行は依然として、グローバル金融危機以降の環境で動いているように見受けられます。おそらくポピュリストからの反発リスクを回避するために、経済成長と雇用を何とでも優先させなければならないという考え方を持っているのでしょう。

EM国の中央銀行は現実には目を向けているようですが、先進国の金融政策は緩和的な状態が長期化する可能性があります。10年に亘る量的緩和（QE）や安価な先進国資金によって、グローバルに資源やクレジットのミスプライスを引き起こし、EM国がより必要としていた構造改革の圧力を低下させることにつながったと考えられます。

結論として、インフレがより高い水準でより長く続くという見通しを持っています。私たちは新しいパラダイムを生き、その変化は様々な側面から起きているものの、いずれも物価上昇という作用をもたらすと考えています。

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GING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

