

## マーケットの視点

「ポートフォリオ」

## 7大投資テーマから考えるポートフォリオ戦略 (その1) 「インフレに負けない」ポートフォリオ戦略

- 1 持続的なインフレ率の上昇は起こるだろうか？
- 2 過去のインフレ率上昇局面と主要資産のパフォーマンス
- 3 モメンタムを重視、コモディティなどの組み入れも検討

- 6月11日付のレポート「最強の資産形成戦略を考える」で、長期・分散・複利が資産形成の要諦とお伝えしました。資産形成を行うにあたり、この3つの中で最も吟味・検討が必要なのが分散 = ポートフォリオ戦略です。これから7回シリーズでポートフォリオ戦略についてレポートをお届けします。今回はその第1回目です。
- 米国を中心に、先進国市場では1980年以降、持続的なインフレ率の上昇は見られませんでした。その背景にはグローバル化の進展や先進国を中心とした高齢化など、世界経済のフレームワークの変化などの影響が指摘できます。その結果この40年余り、私たちはインフレリスクの高まりに直面した時に、ポートフォリオをどのように組み替えるか、という厄介な問題に悩まされることなく現在に至っています。今回は、米国市場の資産を用いて「インフレに負けない」ポートフォリオ戦略、という課題について検討してみようと思います。

### 1 持続的なインフレ率の上昇は起こるだろうか？

#### <当面驚くようなインフレ率の上昇は起こらない、がメインシナリオ>

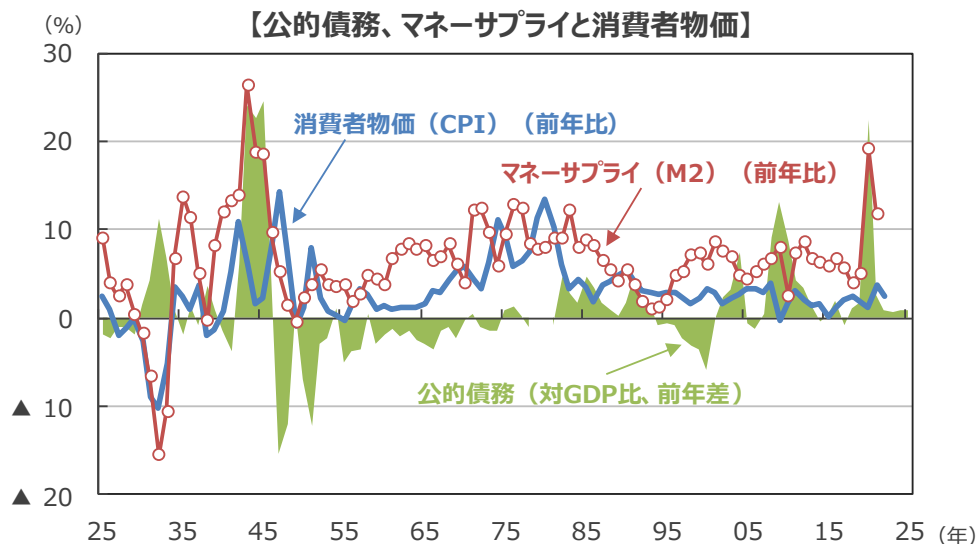
- 弊社は、ここ2-3年に関して持続的な高インフレ環境になるとは想定していません。米国では経済再開で財政支出が消費に回り、また、労働供給がなかなか伸びない中でインフレ率が大きく上昇していますが、2022年以降はコロナ前の経済状況に戻る見通しで、数年にわたって持続的にインフレ率が高まる可能性は低いと見ています。
- しかし、さらに10年後、20年後といった長期となると、例えば、環境をより強く意識したビジネスモデルが浸透する中で、世界経済全体のコスト負担が重くなっているかもしれません。

#### <長期的な視点から、持続的なインフレ率の上昇について意識しておこう>

- 米国では、これまでの低インフレ環境からインフレ率上昇へと大きく局面が変化することを示唆する要因が幾つか指摘されています。
- 1つ目がマネーサプライ（M2）の増加、2つ目が公的債務の拡大、です。実際、1925年以降の消費者物価指数（CPI）の前年比を見ると、公的債務が拡大したり、マネーサプライの伸びが高い局面で、CPIが大きく上昇しています。

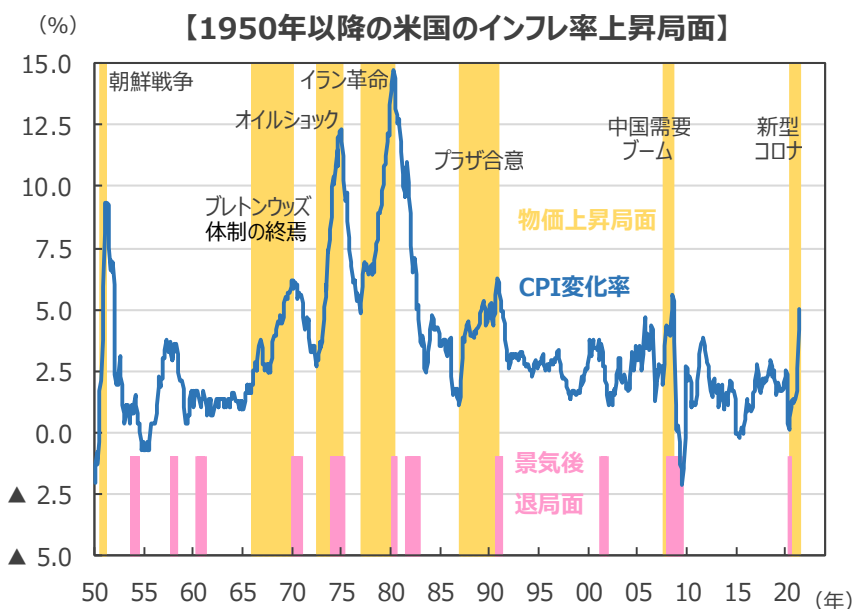


- まず、マネーサプライですが、M2は2021年4月末現在で20.1兆ドルと昨年の4月末の17.0兆ドルから3.1兆ドル（日本円で335.1兆円。4月末109.3円/米ドル）も増加しました。前年同月末比伸び率は+18.0%と1940年代前半、第2次世界大戦の戦時インフレ期に次ぐ伸び率です。
- 次に公的債務の拡大です。極めて大規模な財政的な緩和政策が行われているため、2020年の公的債務の対GDP比は131.8%に達しました。同比率の前年差は+22.5%と、こちらも1940年代の戦時インフレ以降の大幅な変化水準です。米議会予算局（CBO）は2020年の米国の財政赤字を3.1兆ドル（GDP比で15%）、21年は同2.3兆ドル（同10%）と予測しています。大規模な財政出動は、将来のインフレ率上昇につながる可能性があり、注意が必要です。



## 2 過去のインフレ率上昇局面と主要資産のパフォーマンス

- 1950年以降で、米国のインフレ率の上昇が5%を超えた局面は、今回を含め7回あります。インフレ率が大きく上昇した背景には、その当時の政治・経済・金融環境が転換点を迎えていた、という点が指摘できそうです（P4 参考 インフレ率上昇局面の主なイベントを参照）。60年代後半から、90年代初頭までインフレ率は大きく上昇し、かつ、上昇期間も3年前後から4年と比較的長期でした。しかし、ここ10年は上昇期間が短く、インフレ率の振れも小さくなっています。こうした局面でデータが取得可能な70年代以降で主要資産のパフォーマンスを整理しました。



- 米国の主要資産のパフォーマンスを見ると、幾つかの点が指摘できます。
- 第1に、コモディティ（CRB指数、金、原油）がどの局面においても総じてインフレ上昇率を上回る高いリターンとなりました。第2に、債券は必ずしもインフレ率上昇に弱いわけではない、という点です。コモディティの高いパフォーマンスには及ばないものの、株式のような大幅なマイナスには至っていません。第3に、株式は大幅なマイナスとなる場面もある反面、インフレ率の上昇要因によっては高いリターンを生み出す局面もありました。

【1972年以降、インフレ率が5%以上上昇した局面での米国主要資産のパフォーマンス】

(%)

年/月	年数	局面	物価	国債 (1-10年)	国債 (10年超)	TIPS	適格 社債	HY 社債	MBS	CRB 指数	金	原油	住宅	株式	リート
72/6-74/12	2.6	オイルショック	22.1	11.1	6.2	-	▲ 4.4	-	-	75.0	196.1	213.5	15.2	▲ 32.8	-
76/12-80/3	3.3	イラン革命	37.6	8.3	▲ 15.3	-	▲ 11.0	-	▲ 6.3	39.1	267.7	184.3	54.1	6.8	-
86/12-90/11	4.0	ブラザ合意	21.1	33.9	31.8	-	34.9	7.1	42.4	14.5	▲ 1.0	60.8	20.3	50.7	-
07/8-08/7	1.0	中国需要ブーム	5.8	7.2	7.6	11.0	1.1	▲ 1.4	5.7	13.5	35.8	67.6	▲ 8.2	▲ 11.8	▲ 10.1
20/5-21/5	1.1	新型コロナ	5.0	▲ 1.0	▲ 13.6	7.1	3.6	15.0	▲ 0.5	49.4	10.2	86.9	10.7	41.8	38.3

(注) データは1972年6月～2021年5月。年数はインフレ上昇率のボトムからピークを打つまでの期間。パフォーマンスはそれぞれの期間での変化率。オイルショック時の国債、適格社債の起点は1972年12月。TIPS:変動利付国債。HY社債：ハイ・イールド社債。MBS:資産担保証券。CRB指数：商品先物指数。原油：WTI原油先物。住宅：S&P /Case-Shiller 米住宅価格（季節調整済）。株式：MSCI米国。リート：S&P米国リート。CRB指数、金、原油、住宅は価格指数。その他はトータルリターン。■ は物価上昇率を上回った資産を示す。

(出所) Datastream, Bloomberg Barclays, Bloomberg, FactSetのデータを基に三井住友DSアセットマネジメント作成

### 3 モメンタムを重視、コモディティなどの組み入れも検討

- 弊社の見方では、インフレ率は、4-6月にベース効果や、ワクチンの浸透を背景とした経済活動の再開から大きく上昇し、年内はやや高止まるものの、来年はコロナ以前の2%程度に戻る見通しです。
- インフレ率が想定される要因で想定範囲内で緩やかに変動するのであれば、これまでの株式や債券を中心とした、バイ・アンド・ホールド型のポートフォリオ戦略や、機動的なアロケーションの変更で対応は可能だと思います。
- 私たちの課題はこのような短期のインフレ率上昇ではなく、長期に及ぶ大きなインフレ率上昇への備えです。気づかぬうちにインフレ率が上昇を始め、しかも、大きな構造変化などを背景に、インフレ率上昇が意外と長期でかつ高水準に達する、といった局面にいかに対応していくか、という課題です。
- 例えば、脱炭素の取り組みによってエネルギー源が大きく変化していく過程で、国や地域によってはエネルギーコストが大きく上昇するところが出てくる可能性もあります。オイルショックのようなインフレが起これば、株式・債券を中心とした低インフレ時代に機能したポートフォリオ戦略では、資産価値を大きく棄損してしまう可能性があります。





【インフレ要因とデフレ要因の整理】

- 警戒すべき重要なリスクは、「高インフレはひとたび発生すると意外と長引く」という点です。こうした想定外の長期にわたって継続するインフレに備えるのであれば、先に見たように、過去のインフレ局面でインフレ上昇率を上回る高いリターンを記録したコモディティ関連資産をポートフォリオに組み入れることで、インフレ率の上昇に備えることが可能となります。
- また、インフレ率が上昇する要因によっては、株式や債券もインフレ上昇率を上回るリターンを生む可能性があるため、ダイナミックにアロケーションを変更する、という手段もあります。ただし、そのタイミングを見極め、ポートフォリオを大きく入れ替えることは一般的には難しいと考えられます。
- 「インフレに負けない」ポートフォリオを構築するのであれば、その時々々のインフレ率の上昇要因を精査し、順張りでも上昇傾向にある資産クラスに投資をする、いわゆるモメンタムやトレンドを重視したポートフォリオ戦略が有望な選択肢となる可能性があります。

	インフレ要因	デフレ要因
政策面	大規模財政政策による赤字拡大 緩和的金融政策による過剰流動性 ESG推進（エネルギーコストの増加）	DX推進（生産性向上、省力化） ESG推進（生産性向上、産業構造の転換）
供給要因	サプライチェーン再構築の遅れ コモディティ価格の上昇	食料供給面の技術革新 脱炭素関連資本財量産化
需要要因	ベントアップ需要 消費者心理の改善	先進国における高齢化
構造要因	グローバル化の停滞	

(注) DX（デジタル・トランスフォーメーション）：最新のデジタル技術を駆使して、ビジネスや産業、社会基盤や生活様式を大きく変化させること。  
ESG（環境・社会・ガバナンス）：企業の長期的な成長のために重要と考えられる3つの観点。  
(出所) 各種情報などを基に三井住友DSアセットマネジメント作成

【参考 インフレ率上昇局面の主なイベント】

イベント	概要
朝鮮戦争	1950年6月～53年7月。北朝鮮と韓国と各国支援群による国際紛争。現在は休戦中。軍需により物価が上昇。
ブレトンウッズ体制の終焉	ブレトンウッズ体制とはドルを基軸通貨として各国通貨の価値を固定した通貨制度。ニクソン大統領が71年に金とドルの交換の一時停止を発表した「ニクソンショック」を受けて崩壊。73年に本格的に変動相場制へ移行。
オイルショック	73年10月に勃発した第4次中東戦争を契機に原油価格が高騰。商品価格が高騰しインフレ加速。
イラン革命	79年1月に発生した民主主義革命。イランでの石油生産の中断とOPECによる原油価格の度重なる引き上げ（第2次オイルショック）。
プラザ合意	85年9月の米国、日本、旧西ドイツ、英国、フランスによる通貨合意。貿易不均衡とドル高是正のための協調介入、日本・西ドイツの内需拡大が合意された。以後、円高ドル安が進む。
中国需要ブーム	中国経済の高成長が持続。さらに、世界食料価格の上昇、米国住宅価格の上昇などが起こった。
新型コロナ	新型コロナウイルスのパンデミックで昨年大きな打撃を受けた分野の経済活動の再開やワクチン接種による社会活動の再開。

(注) OPEC：石油輸出国機構。(出所) 各種情報などを基に三井住友DSアセットマネジメント作成

ここも  
チェック!

2021年6月22日 原油価格は需要拡大期待、供給抑制懸念から上昇  
2021年6月11日 最強の資産形成戦略を考える

■当資料は、情報提供を目的として、三井住友DSアセットマネジメントが作成したものです。特定の投資信託、生命保険、株式、債券等の売買を推奨・勧誘するものではありません。■当資料に基づいて取られた投資行動の結果については、当社は責任を負いません。■当資料の内容は作成基準日現在のものであり、将来予告なく変更されることがあります。■当資料に市場環境等についてのデータ・分析等が含まれる場合、それらは過去の実績及び将来の予想であり、今後の市場環境等を保証するものではありません。■当資料は当社が信頼性が高いと判断した情報等に基づき作成しておりますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。■当資料にインデックス・統計資料等が記載される場合、それらの知的所有権その他の一切の権利は、その発行者および許諾者に帰属します。■当資料に掲載されている写真がある場合、写真はイメージであり、本文とは関係ない場合があります。

