

GLOBAL X ETFs リサーチ

インカム見通し: 2021年第2四半期 - インフレ率は上昇したが債券利回りは下落

Global X 2021年第2四半期インカム見通しは[こちらで閲覧できます](#)。本レポートはインカム指向の資産クラスおよび戦略に関してマクロレベルのデータと分析を提供することを目的としたものです。

重要なポイント:

- 第2四半期には、経済再開の熱狂とサプライチェーンの混乱の中でインフレが加速しました。
- FRBの5月会合ではインフレ圧力の上昇が認識され、2022年から2023年にかけてタカ派寄りの政策が実施される可能性が示唆されました。
- 長期債の利回りは急落し、グロース株はバリュー株に対する優位を回復しました。この状況は、インフレが長期的かつ構造的なものになるとの市場懸念が後退したことへのシグナルです。
- 1年後から2年後の金利引き上げを視野に入れながら低金利が続く現在の環境では、当社はマスター・リミテッド・パートナーシップ (MLP) やREITのような現物資産を 선호します。これらの資産は利回りが高い上に、インフレ圧力を契約相手の顧客に転嫁できる可能性を備えています。
- インフレデータの方向性が読みづらいことにより、市場のボラティリティが上昇する場合は、カバードコール戦略がインカムの獲得に貢献する可能性があります。

インフレが加速した第2四半期

当社は前四半期に、リフレーションの兆候が第2四半期に現れてくることを予想しましたが、総合的指標の数値を見る限りその予想は確かに現実のものとなったといえます。4月、5月および6月の消費者物価指数 (CPI) は前年比でそれぞれ4.2%、5.0%および5.4%上昇しました。¹ この結果は一見すると米国経済が動揺していることを示すように思われますが、背景を考慮する必要があります。1年前の2020年第2四半期は米国や西欧諸国の大半においてコロナ禍の最悪期でした。ワクチン接種の展開が成功したことにより2021年第1四半期から第2四半期にかけて経済再開の動きが急速に進行し、経済回復の加速を後押ししましたが、それによりサプライチェーンは急激な重圧を受け、結果として前年比の数値が異常に見えていますのです。

第2四半期のインフレデータを詳細に検討するとインフレは特定のセグメントに集中していることがわかります。例えば、6月の中古車価格とエネルギー価格は前年比でそれぞれ45.2%および24.5%上昇しました。² CPIバスケットに占める中古車とエネルギーのウェイトはそれぞれ3.2%および7.1%です。³

執筆:

ロハン・レディ、
リサーチアナリスト

日付: 2021年7月23日

トピック: 債券

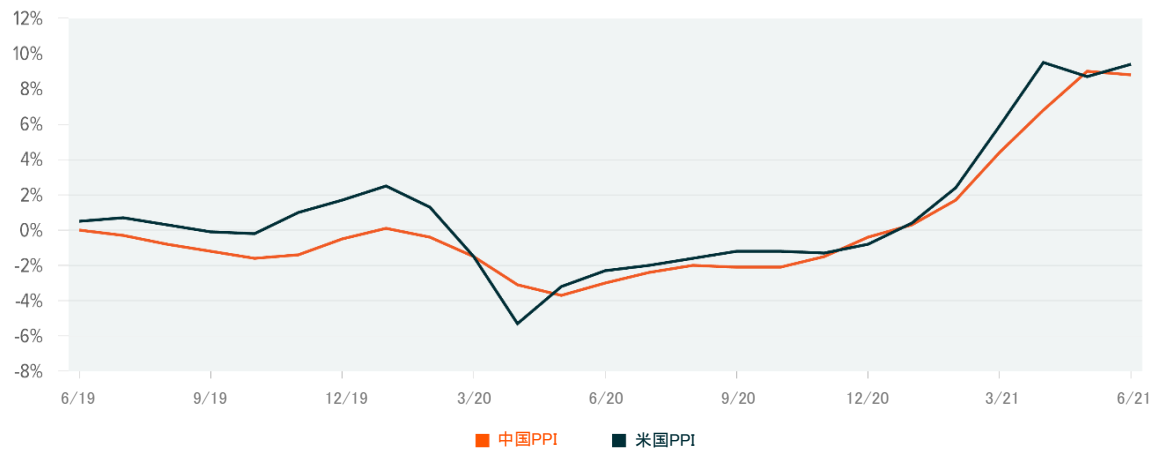


しかし、インフレ率を算出するに当たってもっと重要なことは、消費の強さが持続しているかどうか、そしてサプライチェーンが持続的かつ有効に機能できるかどうかです。消費サイドについては、最新数値である6月の小売売上高は前月比0.6%の上昇にとどまりました。経済再開の熱狂が薄れてきたことや政府の支援金が打ち切られたことが、前月比上昇率の鈍化につながった可能性があります。また、財からサービスへのシフトという消費者の大きな動きがあったことも要因といえるかもしれません。例えば、6月の家具売上高は3.6%下落しましたが、同月のバー・レストラン売上高は2.3%上昇しています。最新数値である5月の個人消費支出(PCE)物価指数(サービス部門)は0.7%上昇しましたが、同指数(消費財部門)は1.3%の下落となりました。⁴ サービス部門のインフレ率は経済再開の熱狂により上昇しましたが、消費財部門のインフレ率は、主にサプライチェーンの問題によって下落したように思われます。

供給サイドにかかる圧力は、労働力の逼迫、商品の「念のため消費」、デルタ株拡大の懸念といった状況を考えると年内には解消されそうもありません。世界の2大経済圏である米国と中国では、こうした供給サイドの問題により第2四半期の生産者物価が急激に上昇しました。中国政府は金属価格の上昇を大変懸念して、金属市場に戦略的備蓄を放出して供給増加を図り、調達難に陥っている製造業者による不要な購入を防ごうとしたほどです。

米国および中国の生産者物価指数(PPI)は2021年第2四半期も上昇が継続

出典:ブルームバーグ、米国労働省労働統計局、中国国家统计局。2019年6月30日から2021年6月30日までのデータ。



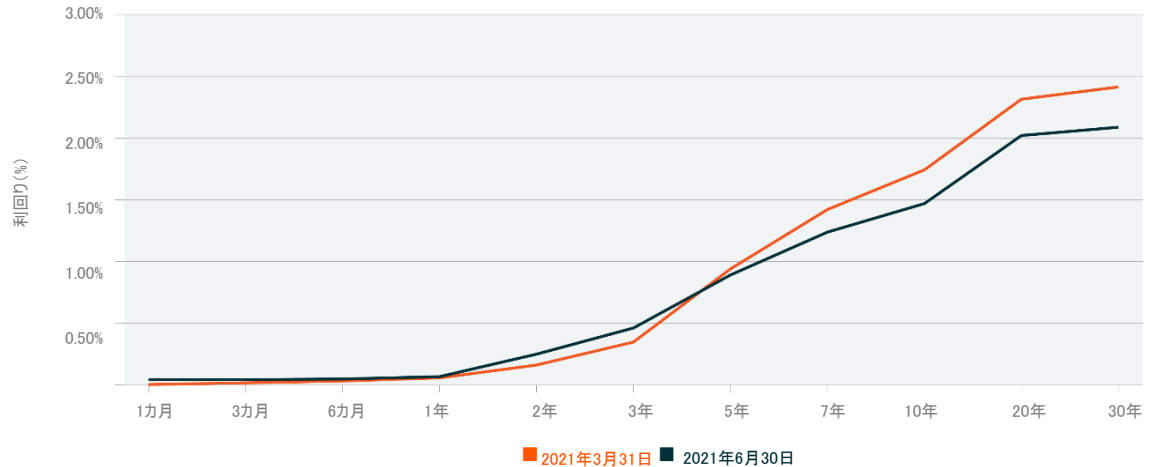
市場はインフレが一時的であるとのシグナルを発信

FRBはインフレが一時的であると繰り返し主張していますが、第2四半期にはそのような主張の影響力が低下することに懸念を示していました。FRBは当初、2024年に最初の利上げを行うと見られていましたが、インフレ圧力の上昇を示すデータが相次いだことから2021年のインフレ予測値を2.4%から3.4%に上方修正し、併せて2021年のGDP成長率の予測値を6.5%から7.0%に上方修正しました。さらに重要なことは、FRBのドットプロットが2023年に2回の利上げを実施する可能性を示唆しており、場合によっては2022年に利上げを行う可能性のシグナルとも受け取れるということです。それでも、FRBはインフレ率が来年末までに、長期的目標としていた2.1%に戻ってくると予想しています。

同じように、債券市場や株式市場でも、インフレが一時的であるという確信が強まっています。短期米国債の利回りが上昇し、長期米国債の利回りが下落することによって、イールドカーブはフラット化しました。これは近い将来に政策金利の引き上げが実施され、インフレが鎮静化することを市場が予想しているというシグナルです。その他の資産クラスも同様に反応し、小型株を中心としたリフレイトレード、銅などのコモディティおよび新興市場株式はテクノロジーのような長期的成長セクターと比較して出遅れています。

米国債イールドカーブは第1四半期から第2四半期にかけてフラット化

出典:ブルームバーグ。



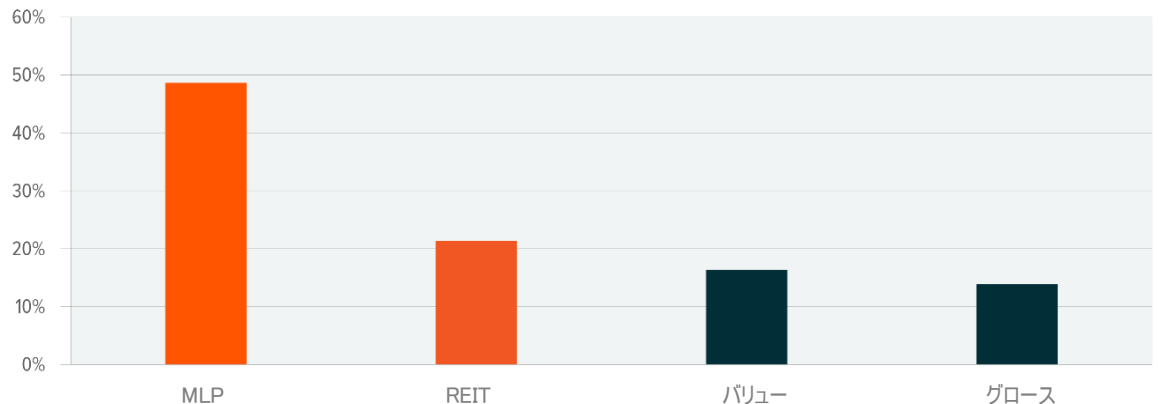
実物資産と一部の経済再開銘柄がアウトパフォーム

インフレが一時的だという見方と当分続くという見方との綱引きは株式市場でも展開されています。バリュー株はインフレ懸念の増大に伴って第1四半期に上昇し、グロース株を9.82%アウトパフォームしました。⁵しかし、FRBが第2四半期にタカ派的姿勢を強めたことで長期債の価格が上昇し、グロース株はバリュー株を7.16%アウトパフォームしました。インフレが長期化すれば、現物資産や小型株の現在の好調さは今後も続く可能性があります。

MLPやREITなどの実物資産にはバリュー投資としての特性があり、高配当であることや、契約相手である顧客にインフレを転嫁できることにより投資家の人気を集めています。MLPの利回りは7.63%、REITの利回りは2.85%となっています。⁶MLPではCPIの上昇による調整条項を顧客との契約に盛り込むことが多く、REITでは一般に賃料の引き上げによりインフレを転嫁できます。10年物米国債の利回りが1.5%を下回る中で、これらの資産クラスはポートフォリオのリターンを向上させることができ、通常の債券とは違ってインフレが長期化した場合の影響を軽減することも可能です。

2021年になって実物資産がアウトパフォーマンスしている

出典: ブルームバーグ。2020年12月31日から2021年6月30日までのデータ。MLPはSolactive MLPインフラストラクチャー指数、REITはFTSE NAREIT全REIT指数。グロースはMSCI米国グロース指数、バリューはMSCI米国バリュー指数。



MLPとREITのバリュエーションは年初来の好調なパフォーマンスにもかかわらず、極端に高いわけではありません。フォワードEV/EBITDA (EVは企業価値、EBITDAは利息・税金・減価償却前利益)のバリュエーションについて、コロナ禍以前の2019年末と比較すると、現在のMLPは9.3%の下落、REITは10.3%の上昇となっています。それに対してS&P 500指数は、13.1%上昇しています。⁷

インフレが長期化した場合には、小型株もその恩恵を受ける可能性があります。小型株は昨年後半以来堅調な推移を続けており、ラッセル2000指数は年初来で17.53%の上昇、2020年9月末との比較では54.38%の上昇となっています。10年間アンダーパフォーマンスが続いてきたことに加え、経済再開の中で大幅なGDP上昇や、米国内収益の割合が高いという特性により、投資家は小型株投資に走りました。小型株指数のボラティリティは、2020年に記録した最高値である45%と比較して半減しました。インフレの先行きが不透明な中で、小型株投資を継続する方法の一つに、ラッセル2000指数のカバードコール戦略があります。過去の例からみて、カバードコールはボラティリティが上昇するか指数が横ばいで推移する場合に奏功する傾向にあります。

債券については、現在の環境下で検討する価値があるのは新興国債券です。世界でコロナ禍が峠を越えようとしている中で、新興国では経済再開が今後も進展を続け、財政状態は改善に向かい、観光の振興も加速すると考えられます。その上、2021年前半にコモディティ価格が上昇したことにより、経済の回復は一層加速すると予想できます。現在、新興国債券の利回りは最も低いもので3.81%となっており⁸、10年物米国債利回りの1.47%を大きく上回っています。

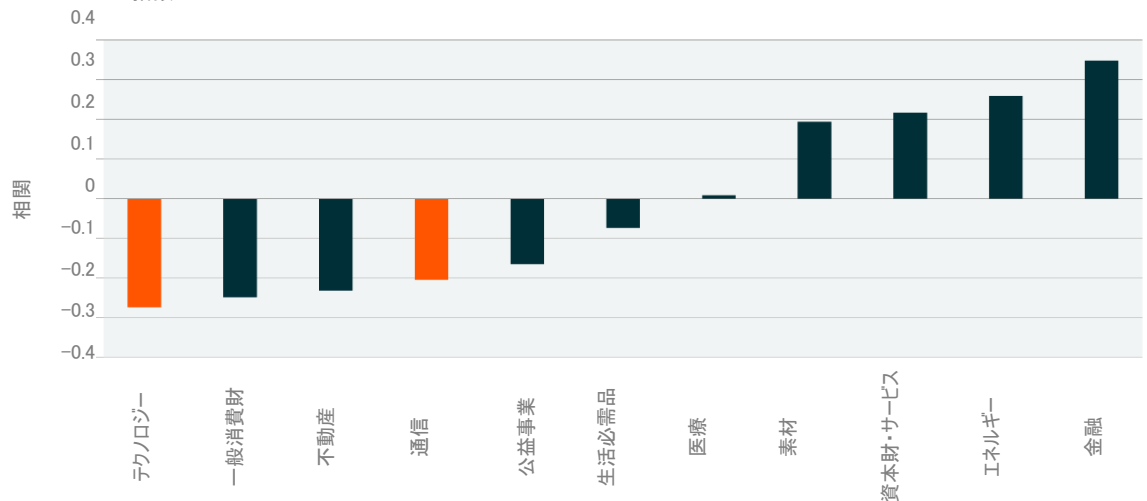
最後に、インフレが実際に一時的であり長期金利も上昇しない場合を考えると、この10年間投資の主流であったグロース株が引き続きその地位にとどまる可能性があります。グロース株にとっての上昇シナリオは、今年前半の異常な高インフレ率は、コロナ禍からの「ベース効果」と、一時的なサプライチェーンの問題によるものであった、というものです。インフレ率がFRB



の予想どおり、2022年には2%から2.5%の範囲に正常化すれば、長期債はコロナ禍以前の水準にとどまる可能性があります。一方で、インフレ指標が上昇するか変動が大きい場合、グロース株は乱高下する可能性があります。インフレの先行き不透明感からグロース株のボラティリティが上昇した場合は、小型株の場合と同様、ナスダック100指数のカバードコールが収益の獲得に貢献する可能性があります。ナスダック100指数は景気に敏感なテクノロジーと通信サービスの両セクターが70%近くを占めるため、このような投資を行うことによって、予測しにくい債券市場におけるボラティリティの変化を、いち早くとらえることもできるでしょう。

テクノロジーセクターの10年物米国債利回りに対する高い感応度

出典：ブルームバーグ。10年物米国債利回り推移に対するGICSレベル1セクターの推移を表すデータ。2020年12月31日から2021年6月30日までのデータ。各資産クラスの出典は次のとおり。テクノロジーはS&P500情報技術セクターGICSレベル1指数。一般消費財・サービスはS&P500一般消費財・サービスセクターGICSレベル1指数。不動産はS&P 500不動産セクターGICSレベル1指数。通信はS&P500通信サービスセクターGICSレベル1指数。公益事業はS&P500公益事業セクターGICSレベル1指数。生活必需品はS&P500生活必需品セクターGICSレベル1指数。医療はS&P500ヘルスケアセクターGICSレベル1指数。素材はS&P500素材セクターGICSレベル1指数。資本財・サービスはS&P500資本財・サービスセクターGICSレベル1指数。エネルギーはS&P500エネルギーセクターGICSレベル1指数。金融はS&P500金融セクターGICSレベル1指数



結論

インフレの先行きが不透明であることは全ての投資家共通の重要な問題ですが、インカム狙いのポートフォリオを組んでいる投資家にとっては、特に重要な問題といえるでしょう。好調な経済指標はインフレ率を算出する計算式の一つの項にすぎません。中央銀行の行動、コロナ変異株の状況、サプライチェーンの問題など全ての要素を考慮することが必要です。当社としては、複数のシナリオに対して準備することを投資家の皆様にお勧めします。MLPやREITなどの実物資産は、利回りが現在高水準で推移していることに加え、投入費用を顧客に転嫁できるため、インフレの影響を遮断する役割を果たすことができます。バリュー株や小型株はインフレが進行した場合に上昇し、それに対してテクノロジー銘柄やグロース株はインフレが進行しない場合に上昇します。データ上でどちらかの方向に動くか読みづらい場合は、「ボラティリティの売り」であるカバードコール戦略により対処できる可能性があります。米国以外では、新興国債券が世界的な経済回復の恩恵を受けると考えられます。



定義

S&P500情報技術セクターGICSレベル1指数:この指数はS&P500指数構成銘柄のうち世界産業分類基準(GICS)の情報技術セクターに分類される企業で構成する指数です。ソフトウェア・サービス、テクノロジー・ハードウェアなどの企業および情報技術セクターを構成する産業グループに属する企業が含まれます。

S&P500一般消費財・サービスセクターGICSレベル1指数:この指数はS&P500指数構成銘柄のうち世界産業分類基準(GICS)の一般消費財・サービスセクターに分類される企業で構成する指数です。自動車・自動車部品、耐久消費財・アパレル、消費者サービス、小売などの企業が含まれます。

S&P500生活必需品セクターGICSレベル1指数:この指数はS&P500指数構成銘柄のうち世界産業分類基準(GICS)の生活必需品セクターに分類される企業で構成する指数です。食品・生活必需品小売り、食品・飲料・タバコ、家庭用品・パーソナル用品などの企業が含まれます。

S&P500不動産セクターGICSレベル1指数:この指数はS&P500指数構成銘柄のうち世界産業分類基準(GICS)の不動産セクターに分類される企業で構成する指数です。エクイティ不動産投資信託、不動産管理・開発などの企業が含まれます。

S&P500通信セクターGICSレベル1指数:この指数はS&P500指数構成銘柄のうち世界産業分類基準(GICS)のコミュニケーション・サービスセクターに分類される企業で構成する指数です。電気通信サービス、メディア・娯楽などの企業が含まれます。

S&P500公益事業セクターGICSレベル1指数:この指数はS&P500指数構成銘柄のうち世界産業分類基準(GICS)の公益事業セクターに分類される企業で構成する指数です。電力、ガス、水道、独立系発電事業者・エネルギー販売業者などの企業が含まれます。

S&P500ヘルスケアセクターGICSレベル1指数:この指数はS&P500指数構成銘柄のうち世界産業分類基準(GICS)のヘルスケアセクターに分類される企業で構成する指数です。ヘルスケア機器・サービス、医薬品・バイオテクノロジー・ライフサイエンスなどの企業が含まれます。

S&P500素材セクターGICSレベル1指数:この指数はS&P500指数構成銘柄のうち世界産業分類基準(GICS)の素材セクターに分類される企業で構成する指数です。化学、建設資材、容器・包装、金属・鉱業、紙製品・林産品などの企業が含まれます。

S&P500資本財・サービスセクターGICSレベル1指数:この指数はS&P500指数構成銘柄のうち世界産業分類基準(GICS)の資本財・サービスセクターに分類される企業で構成する指数です。資本財、商業・専門サービス、運輸などの企業が含まれます。

S&P500エネルギーセクターGICSレベル1指数:この指数はS&P500指数構成銘柄のうち世界産業分類基準(GICS)のエネルギーセクターに分類される企業で構成する指数です。エネルギー設備・サービス、石油・ガス・消耗燃料などの企業が含まれます。

S&P500金融セクターGICSレベル1指数:この指数はS&P500指数構成銘柄のうち世界産業分類基準(GICS)の金融セクターに分類される企業で構成する指数です。銀行、各種金融、保険などの企業が含まれます。

FTSE NAREIT全REIT指数:浮動株調整済みの時価総額加重指数であり、NYSE、AMEXおよびNASDAQ National Marketに上場の税制適格エクイティREIT全銘柄を含んでいます。



Solactive MLP&エネルギーインフラストラクチャー指数: Solactive MLP&エネルギーインフラストラクチャー指数はMLPおよびエネルギーインフラストラクチャー企業のパフォーマンスにトラッキングする指数です。

ブルームバーグ・パークレイズ新興国市場米ドル建アグリゲート・トータルリターン指数: ハードカレンシー建て新興国市場債券の旗艦指数であり、新興国のソブリン債、準ソブリン債および社債のうち米ドル建ての固定利付債と変動利付債により構成されています。

Endnotes:

1. Bureau of Labor Statistics. Data for April to June 2021.
2. Bureau of Labor Statistics. Data for June 2021.
3. Bureau of Labor Statistics.
4. Bloomberg.
5. Bloomberg. Growth represented by MSCI USA Growth Index and Value represented by MSCI USA Value Index.
6. Bloomberg. MLPs represented by Solactive MLP Infrastructure Index and REITs measured by FTSE NAREIT All Equity REITs Index. Data as of 6/30/21.
7. Bloomberg. Data comparing 6/30/21 to 12/31/19. MLPs represented by Solactive MLP Infrastructure Index and REITs by FTSE NAREIT All Equity REITs Index. Based on forward EV/EBITDA metrics.
8. Bloomberg. EM Debt measured by Bloomberg Barclays EM USD Aggregate Total Return Index. Data as of 6/30/21.

指数のリターンは説明のみを目的としており、ファンドの実際のパフォーマンスを表すものではありません。指数のリターンには、運用手数料、取引費用や、経費は含まれていません。各指数は運用されておらず、当該指数へ直接投資することはできません。過去の運用成績は、将来の成果を保証するものではありません。

投資には元本が毀損する可能性などのリスクが伴います。国際投資には通貨価値の不利な変動、一般に公正妥当と認められる会計原則の相違または他国の社会的、経済的もしくは政治的不安定性を原因とする元本毀損リスクが伴う場合があります。

新興国市場については上記と同一の要因に加え、高い変動性および低い流動性に起因する他市場より高いリスクが伴います。債券の価格は金利が上昇した場合に下落します。ハイイールド債投資は投機的な性質の投資であるため、大きなデフォルトリスクおよび格下げリスクがあり、投資適格証券より変動性が大きくなります。

不動産は全般的および地域的な経済情勢および経済発展の影響を非常に受けやすく、競争の激しさと断続的な供給過剰を特徴としています。REITを含む不動産企業はレバレッジを活用している(そのうち一部は多額のレバレッジを活用している)ため、それによりリスクが上昇し、金利上昇期には不動産企業の事業および市場価値に悪影響が生じる可能性があります。

MLPの証券への投資には、MLPに影響を与える事象に対する統制力および議決権が限定されていることに関するリスクなど、普通株式への投資とは異なるリスクが存在します。MLPの持分証券(コモニュット)およびその他の株式型証券は、マクロ経済および株式市場全般に影響を与えるその他の要因、金利の予想、MLPまたはエネルギーセクターに対する投資家心理、特定の発行者の財政状態、ならびに特定の発行者の業績(MLPの場合は一般にキャッシュフローの分配を基準として測定)の予期せぬ悪化または不都合な悪化により影響を受ける可能性があります。

MLPへの投資により発生しうる税効果は米国連邦所得税に関して当該MLPがパートナーシップとして扱われるかどうかにより異なります。MLPが会社とみなされた場合、当該MLPの所得に対して法人段階で連邦所得税が賦課される可能性があり、その場合は当ファンドに対して分配しうる現金の金額が減少し、当ファンドの価額が下落する結果を生じる可能性があります。

優先株は、金利リスクを含め、債券に伴うあらゆるリスクの対象となります。また、優先株には、配当金が支払われない可能性、発行体が配当金の支払を随時中止する可能性、さらに状況によっては、発行体が優先株を償還するか普通株に転換する可能性があります。ハイイールド株は多くの場合投機的かつ高リスクを伴う投資となります。こうした株式の発行会社は実際の経済力を上回る配当金を支払っている可能性があり、また、いつでも配当金の減額や支払停止を行うことができます。そのような場合、同社の株価には重大な悪影響がもたらされる可能性があります。

オプションとは取引の一方の当事者が他方の当事者に販売する契約であり、株式を予め合意した価格により一定期間内または所定の期日に購入（コール）または売却（プット）できる権利を買い手に付与するものをいいます。カバードコールオプションは、オプションプレミアムにより付加的な利益を実現することを目的として、特定の資産のロング（売り持ち）ポジションを保有することおよび当該同一の資産に関するコールオプションを発行することを含みます。投資家がカバードコールオプションを売却した場合、原資産の価格が行使価格を上回って上昇することにより投資家が利益を得る機会は限定されますが、投資家は原資産の価格が下落するリスクを負い続けます。売り手はコールオプションの発行によりオプションプレミアムを稼得しますが、売り手がオプションの行使により実現しうる価格は当該投資の時価より大幅に低くなる場合があります。それらの戦略が全ての投資家にとって適切であるとは限りません。

本資料は投資助言を目的としたものではありません。詳細についてはフィナンシャルアドバイザーにご相談ください。

