資産運用フォーカス
No.41

2021年8月4日

伊藤　拓之
ステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズ株式会社
アセット・アロケーション／為替運用グループ
クオンツ・アナリスト

インフレ対応に適する資産クラスを考える

日本では持続的なインフレが金融経済の中心的な話題になることは少ない。日本銀行は、2%の「物価安定の目標」の実現を目指し、これを安定的に持続するために必要な時点まで、「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」を継続するとしていますが、消費者物価指数上昇率（CPI前年比、以降インフレ率と呼ぶ）は一向に目標である2%に達してきません。

米国に目を転じてみると、前年比のベース効果、サプライチェーンの制約、金融および財政政策の支援によるマネーサプライの増加など複数の要因によりインフレ率は、ここ数ヶ月で急激かつ広範囲に加速しています。米国の6月のインフレ率は5%を超える水準に達しています。

米国のインフレは短期から中期的に高止まる可能性があると考えています。時間の経過とともに、前年比のベース効果は剥落し、サプライチェーンは最終的には回復しますが、金融政策および財政政策からのマネーサプライの投入は、米国連邦準備制度理事会（FRB）が金利を引き上げ始めるまでより長く続き、より高いインフレを促進します。

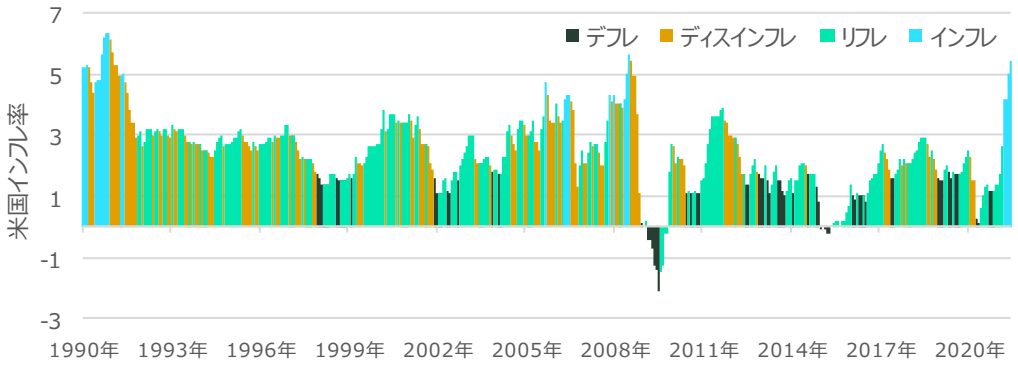
米国で続くインフレ環境下において、投資家は分散ポートフォリオのインフレの影響を軽減、分散、または活用する方法を検討する必要があります。その時、インフレ対応に適するのはどのような資産クラスかを今回は検討します。

米国のインフレ率の系列を「デフレ」、「ディスインフレ」、「リフレ」、「インフレ」の4つの期間（インフレ・レジーム）に分けて、それぞれの期間における資産クラスの平均月次リターンを分析して、インフレ状況下における様々な資産クラスの動向を探ります。

「デフレ」とは、インフレ率が2%以下で低下トレンドにある期間と定義します。これは中央銀行が目標とするインフレ率2%を下回って推移し、経済成長を鈍化させる可能性があります。「ディスインフレ」は、インフレ率が2%を超えるが低下トレンドにある期間として定義します。これは、一時的なインフレペースの鈍化として認識されます。

「リフレ」とは、インフレ率が4%以下で上昇トレンドにある期間と定義します。これは一般的に健全なインフレ期間と見なされており、コストの上昇を吸収できる経済成長のバランスを反映しています。「インフレ」は、インフレ率が4%を超えて上昇トレンドにある期間として定義します。これは、インフレが経済成長を混乱させるレベルとして認識されることがよくあります。

（図表1）過去30年間にわたる米国インフレ率に基づくインフレ・レジーム



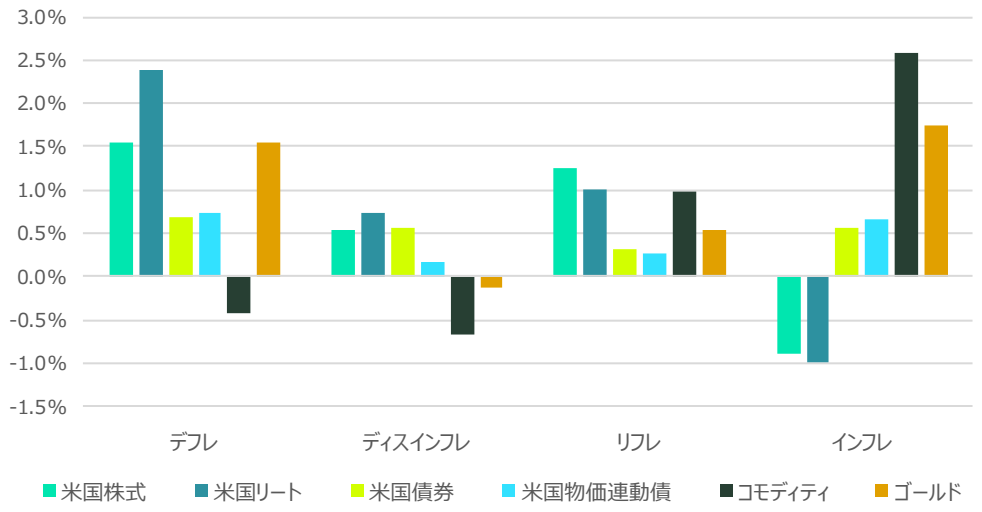
（出所）Bloombergを用いて筆者作成

図表2のグラフは、それぞれのインフレ・レジームにおける株式、債券、および実物資産の様々な資産クラスの米ドル建てパフォーマンス(月次リターンの平均値)を示しています。

米国株式は、リフレ期間中、力強いパフォーマンスを享受していることがわかります。一方、インフレ期では、低いパフォーマンスを示します。一方、コモディティやゴールドといった実物資産はインフレ期では高パフォーマンスを叩き出し、高インフレの株式の軟調なパフォーマンスを分散させることができます。

ここ数年の実現インフレ率は抑制されたままであり、2%の範囲をはるかに下回っています。したがって、過去数年間、インフレは最大の懸念事項ではありませんでした。この期間、多くのポートフォリオで実物資産が後回しになっている可能性があります。過去10年間、インフレは潜在的であり、コモディティはほとんど選好されておらず、その結果、資産クラスへのエクスポージャーがいくらか不足していると考えられます。そこで、米国のインフレ環境下におけるポートフォリオ運用では実物資産への配分を検討してはいかがでしょうか。

(図表2)様々な資産クラスのインフレ・レジームによるリターンの違い



(出所) Bloomberg, S&P、Dow Jonesを用いて筆者作成

※本分析は過去の各資産のインデックスのリターンに基づいて計算されていますが、将来のリターンを保証するものではありません。
米国株式は対象インデックスがS&P500、期間は1989年12月末～2021年6月末
米国リートは対象インデックスがDow Jones US Select REIT、期間は1989年12月末～2021年6月末
米国債券は対象インデックスがBloomberg Barclays US Aggregate、期間は1989年12月末～2021年6月末
米国物価連動債は対象インデックスがBloomberg Barclays US Treasury Inflation Protected Notes (TIPS)、期間は1997年3月末～2021年6月末
コモディティは対象インデックスがS&P GSCI index、期間は1989年12月末～2021年6月末
ゴールドは対象インデックスがLBMA Gold fixing PM price、期間は1989年12月末～2021年6月末

ご留意事項

・本資料は、弊社の運用に関する見解や手法等をご紹介するために作成・提供されるものであり、特定の金融商品への投資を勧誘する目的のものではございません。

・本資料は、信頼しうると考えられる情報源から得たものですが、正確性・完全性は保証するものではありません。また、内容につきましては、予告なく変更される場合があります。過去の実績は、将来の投資成果を保証するものではありません。

・本資料は2021年8月4日時点の執筆者の見解であり、市場やその他状況の変化に伴い、予告なく変わることがあります。本資料には将来予測の表明とみなされ得る一定の情報が含まれています。そうした表明は将来の運用成果を保証するものではなく、実際の結果や 展開はそうした予想とは大きく異なる可能性があります。

・なお、実際の運用戦略においては、値動きのある有価証券等に投資します。有価証券の価格は市場環境、有価証券の発行会社の業績、財務状況等により価格が変動するため、損失を被る事があります。また、外貨建の資産に投資する場合には、為替変動により損失を被ることがあります。

・本資料に表示している各種シミュレーション・データは、過去のデータに基づき弊社モデルを利用したバックテスト結果であり、将来の運用収益を保証するものではありません。

・弊社ならびに弊社グループ会社における運用に係る研究開発実例、運用スタイル、運用戦略、投資環境等をご紹介するものであり、特定の金融商品の勧誘を目的とするものではないため、運用に係る手数料・報酬等の金額および計算方法等を予め示すことができません。

・本資料に記載の各インデックスの著作権・知的所有権その他一切の権利は各インデックスを算出・公表している機関・会社に帰属します。

・本資料の二次使用、複写、転載、転送等を禁じます。

・本資料の記載内容は2021年8月時点のものであり、今後予告なく変更されることがあります。

ステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズ株式会社

金融商品取引業者 登録番号 関東財務局長（金商）第345号

加入協会： 一般社団法人 日本投資顧問業協会、一般社団法人 投資信託協会、日本証券業協会

ssga.com/jp

著作権© 2021 State Street Corporation. All Rights Reserved. 不許複製

Tracking Number: 3696674.1.1.APAC.INST、Exp. Date: 8/31/2022