

Inflation shock presents sovereigns with hard choices

インフレーションショックは、ソブリン投資家に難しい選択を迫る



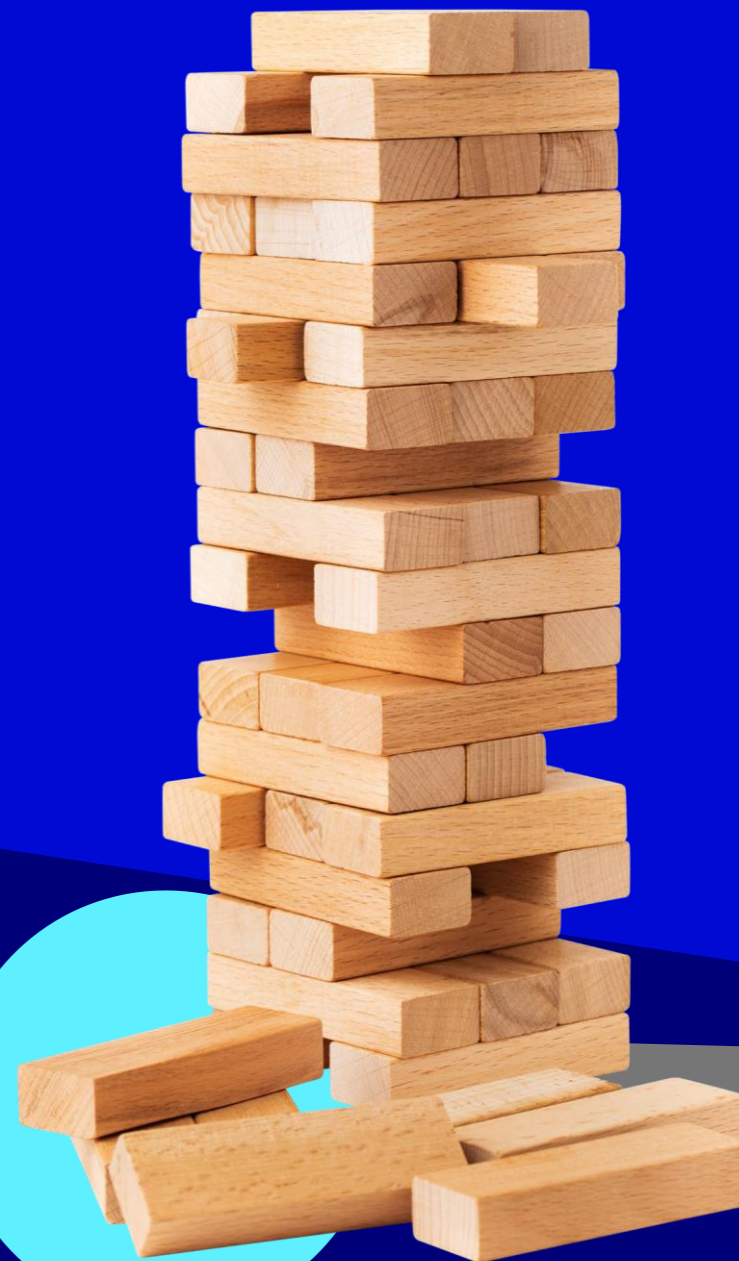
不確実性の高まりにより、ポートフォリオの再考が求められる中、例外として、オルタナティブ資産には継続的な投資配分増加がみられます。



ソブリン投資家は、金利が上昇するにつれて債券を再投入する時期と方法を熟考し、株式市場の急激かつ深刻な調整に伴う潜在的な投資機会を分析しています。



ロシアのウクライナ侵攻は、ヨーロッパの資産に対する需要を弱めます。コモディティ価格の高騰により、新興市場では警戒心が強まっています。一方、北米およびアジア太平洋の中の先進国資産への配分は増加しています。



[Welcome](#)

[Key metrics](#)

[Theme 1](#)

[Theme 2](#)

[Theme 3](#)

[Theme 4](#)

[Theme 5](#)

[Appendix](#)



1年前、この調査では、ソブリン・ウェルス・ファンドの間で慎重ながらも楽観的なムードが報告されていました。最悪のパンデミックから脱却したこれらの投資家は、リスク資産に資本を投入し、より正常な運用環境の見通しを歓迎しました。インフレ率は、配分に影響を与えるマクロテーマで7位にランクされており、それよりもパンデミック、気候変動、低利回りが、はるかに差し迫った問題と見なされていました。

1年でこれほどまで違うのかと考えるほど、インフレ率が急上昇しました。

2022年3月、OECD加盟国の消費者物価は前年比8.8%¹ 上昇し、少なくとも30年間で最速の上昇ペースであり、執筆時点では依然として上昇傾向にあります。これはすでに、債券市場史上最大の年初来のドローダウンを生み出しています。その結果、リスクオフ環境でポートフォリオが保護され、株式が急激な調整を行う代わりに、債券への配分がマイナスのパフォーマンスの主な原因となっています。この正の相関関係は、将来を見据えると、ソブリンにとって課題となります。あるいは、あるヨーロッパの投資ソブリンは次のように述べています。「株式主導のイベントがあった場合、それは異なるでしょうが、FRBはインフレに対抗するために非常に積極的に利上げを行っており、ECBなどの他の中央銀行もそれに追随するように見えます。これは株式だけでなく債券にとっても問題です。」

図 1.1
翌年の世界成長へのリスク (% 引用、ソブリン・ファンドのみ回答)



What do you see as the major risks to global economic growth in the next year?に対する回答サンプル数 : 77.



インフレは今後も続くと思います。現在のような上昇は続くかないと予想していますが、それでもコロナ禍に入る前の水準ほど低くはならないでしょう。

投資ソブリン
アジア

マクロ予測可能性の終焉 ; 持続的なインフレがソブリンを振り出しに戻す

ソブリンは現在、世界の地政学と並んでインフレを来年の世界経済成長に対する最大の脅威と見えています (図 1.1)。
断片化したサプライチェーンが再編成され、コロナが沈静化するにつれて、インフレが一時的に急上昇するという当初の予想は、楽観的すぎることが判明しました。
ソブリンは現在、インフレがどれだけ持続的で高水準になるか、そしてポートフォリオをどのようにポジショニングするかという問題に取り組んでいます。

過去数年間の低利回りと低インフレの背景はそれ自体が課題でしたが、それは比較的予測可能になったマクロ環境であり、ソブリン・ウェルス・ファンドが対処するための戦略を開発した環境でもありました。

米国債の価格設定は、フェデラル・ファンド金利が2022年末までに2.75%~3%に達する可能性があることを示唆しています。これらの仮定がさまざまな資産クラスの相対的な見通しにどのように影響するかを解明しようとしていました。

すべてのセグメントにおいて、何よりも優先される感情は、不確実性と、意思決定がはるかに困難になった環境の1つでした。

¹ 出所: OECD.
² CME Group data.



[Welcome](#)

[Key metrics](#)

[Theme 1](#)

[Theme 2](#)

[Theme 3](#)

[Theme 4](#)

[Theme 5](#)

[Appendix](#)



インフレは沈静化すると予想されるが、より長く高止まりする

複雑なインフレ見通しに不確実性が反映されているため、回答者の5分の2は、先進国のインフレ率が今後2年間頑固に高いままであると予想しています。さらに5分の2はインフレが着実に低下すると予想し、5分の1弱がスタグフレーションを予想しています（図 1.2）。しかし、インフレに対して最も弱気な回答者でさえ、今後5年間の米国の平均インフレ率が5%以上にとどまると予想している人はほとんどおらず、これを予想している回答者はわずか16%でした（図 1.3）。

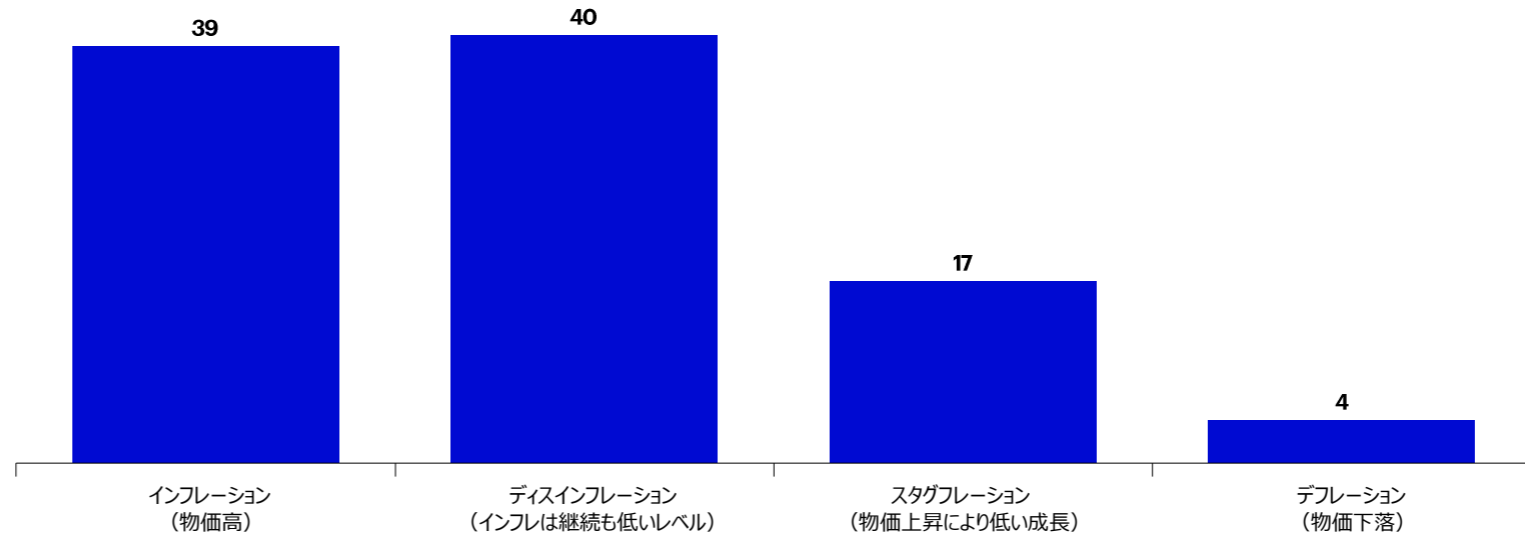
開発ソブリンと投資ソブリンは、将来のインフレ率について最も悲観的でしたが、債務ソブリンと流動性ソブリンは、インフレが一時的なものであり、今後12カ月で低下すると考える傾向が強かった（図1.4）。投資ソブリンセグメントには、コモディティ価格の急騰の恩恵を受ける、ほとんどのコモディティベースのソブリンが含まれます。しかし、ほとんどのソブリンは現在の状況を一時的なものとして見なしており、そのため、より高いレベルの資金流入が持続することを予想して、予算予測やリスクレベルを調整していませんでした。

債務と流動性のソブリンはどちらも、より高い金利環境に利点を見出しています。債務ソブリンは、債務の価値を計算する際に高い金利が有益であり、したがって資金調達状況にプラスの影響を与えると指摘しました。一方、一般にデデュレーションが非常に短い債券に配分する流動性ソブリンは、債券資産価格の下落から比較的保護されており、これらの証券のより高い利回りから恩恵を受ける立場にあります。

ただし、ほとんどの回答者は、これらの予測に関する課題を認識しており、これをもたらした要因（供給の制約、労働力の参加の変化、パンデミック後の支出の回復など）が中長期的にどのように展開するかについてほとんど見通しがありません。学期。特に、スタグフレーションは非常に現実的なリスクであり、ソブリンにプラスの実質リターンをもたらすための限られた選択肢しか残さない投資環境であると認識されました。

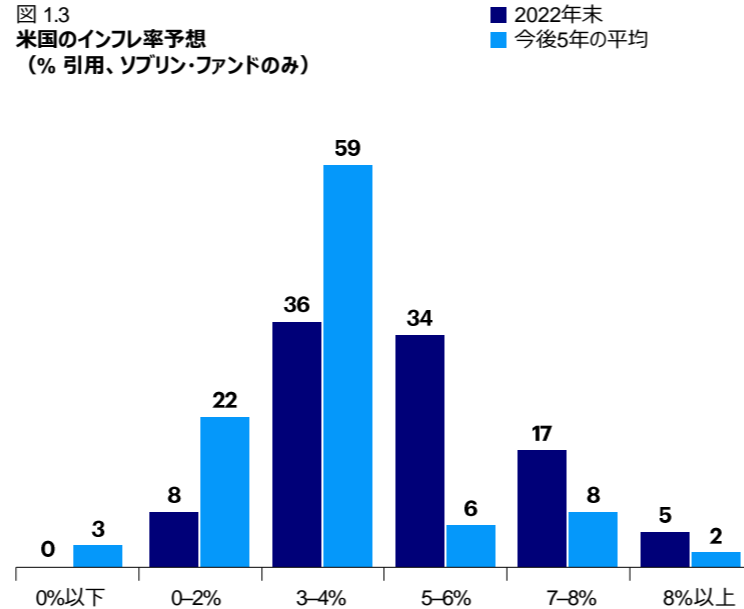
一部の回答者は、不動産、インフラストラクチャ、再生可能エネルギーなどの実物資産を、低成長のインフレ環境で回復力のあるキャッシュフローを提供する投資として強調しました。

図 1.2
今後2年における先進国でのインフレ予想（% 引用、ソブリン・ファンドのみ）



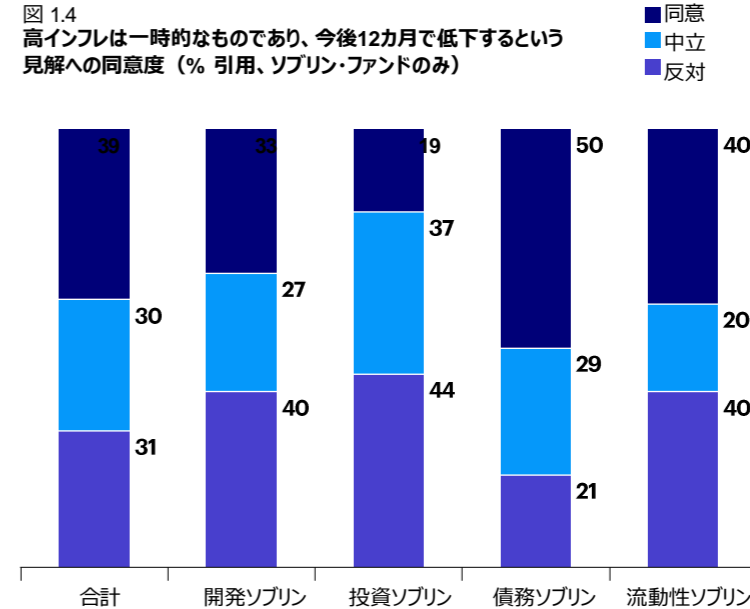
What is the more likely scenario over the next two years in developed markets?に対する回答数：70。

図 1.3
米国のインフレ率予想
(% 引用、ソブリン・ファンドのみ)



What do you expect the US inflation rate to be at the end of 2022 (i.e. the rate for December 2022)?
What do you think the average will be for the next 5 years?に対する回答数：2018 = 63、2019 = 53、2020 = 78、2021 = 54、2022 = 65。

図 1.4
高インフレは一時的なものであり、今後12カ月で低下するという見解への同意度 (% 引用、ソブリン・ファンドのみ)



Do you agree or disagree with the following statements?に対する回答数：70。



[Welcome](#)

[Key metrics](#)

[Theme 1](#)

[Theme 2](#)

[Theme 3](#)

[Theme 4](#)

[Theme 5](#)

[Appendix](#)



インフレの進路についてはさまざまな見方がありましたが、中期的なインフレ率は最近の過去と比較して高いままである可能性が高いというコンセンサスがありました（図 1.5）。ソプリン回答者の4分の3は、2015年から2020年の平均1.8%と比較して、米国のインフレ率が今後5年間で平均3%以上になると予想しています（図 1.3、09 ページ）。これからもそこにおいてください。今日よりも低くなると予想していますが、パンデミック前のレベルほど低くはありません」と、アジアを拠点とする投資ソプリンは示唆しています。

これは、より高い長期金利と利回りへの道を開くと見られていました。しかし、これが国債が再びプラスの実質利回りをもたらすことを意味するかどうかという問題については、意見はしばしば正反対でした。約3分の1がマイナスの実質を期待利回りは今後3年間持続し、さらに3分の1は国債がこの期間内にプラスの実質リターンをもたらすと予想していません（図 1.5）。

不確実な環境は主要なポートフォリオの変化にブレーキをかけるが、オポチュニスティックな投資を促進する

予測には課題があるものの、ソプリンは金融引き締め、金利環境の上昇、数十年にわたる債券の強気相場の終焉の可能性を考慮してポートフォリオを調整してきました。約59%が金利上昇を期待してポートフォリオを調整しました（図 1.5）。最も顕著なのは、債券への配分が減少し続けていることです。

ある中東の投資ソプリンが説明したように、「金利の上昇と中央銀行のバランスシートの漸進的な縮小により、債券の強気市場が変化すると考えたため、債券ポートフォリオを約70%削減しました。」

すべてのソプリンが、長期的な戦略的資産配分に関して、特に固定金利に関して、そのレベルの柔軟性を与えられているわけではありません。

収入、または実際に資産クラスの見通しを共有しています。たとえば、公的年金資産への投資を担当する欧州の債務ソプリンは、次のように述べています。金融引き締めが頭に浮かびますが、通常、利上げが予想されていたとしても、実際には債券のリスク プレミアムが発生しています。金利曲線はすでに数回の利上げを織り込んでおり、それが実現しない場合、プレミアムが発生する可能性があることを覚えておく価値があります。そのため、そこにはまだ価値があると考えていますが、これには潜在的なマイナス面のリスクも伴うことは明らかです。」

何人かの投資家はこの見方を共有しており、中央銀行の債券購入の縮小は長期的には債券市場にとって良いことであり、歴史的に低かった持続的な利回りに終止符を打つ可能性があると考えています。これらの投資家は、債券のエントリーポイントに目を向けている可能性があります。

最初のステップとして、パンデミックに対応して積み上げられた現金配分は、デフレーションリスクが低く、利回りの高いマネーマーケット資産に振り向けられることがよくありました。

債券への配分が減少している一方で、プライベート・マーケットへの配分は増加しています（図 1.6、11 ページ）。中東を拠点とするある開発ソプリンは、独自のアプローチについて次のように説明しています。

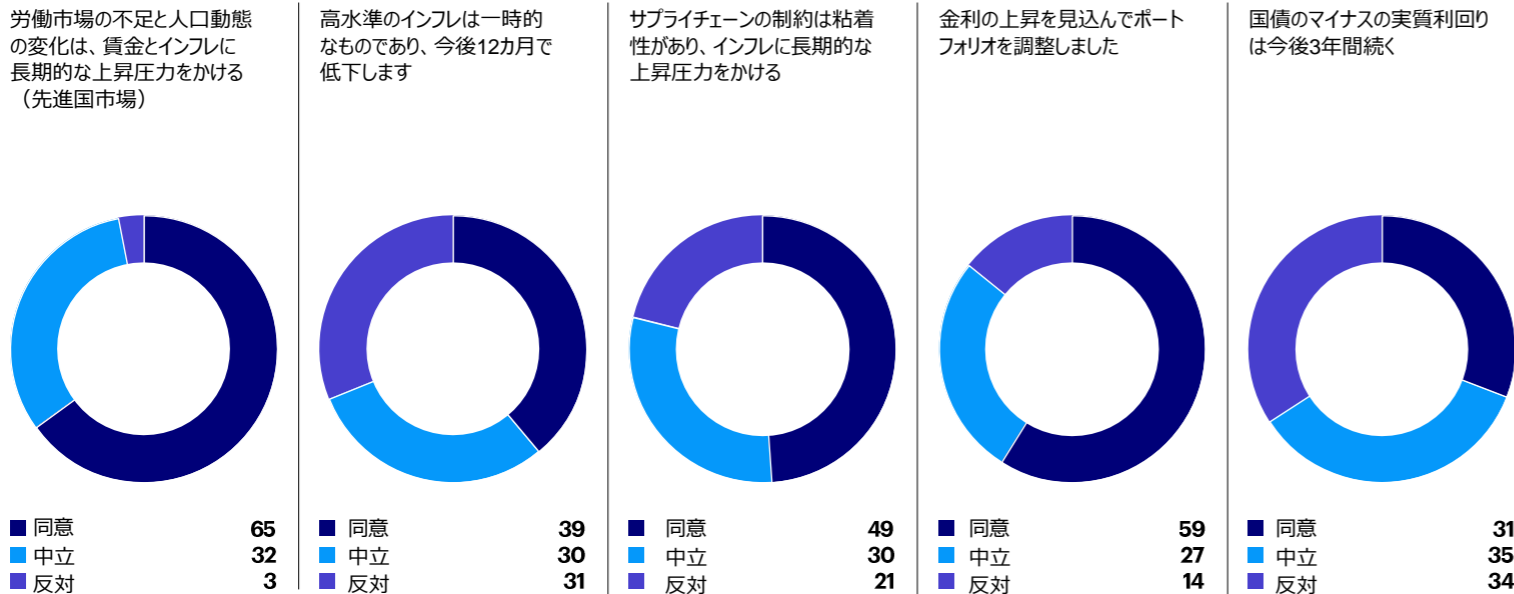
投資家はプライベート・マーケットでの取引フローと供給に注意を払っており、高い水準のバリュエーションに懸念を表明する人もいますが、プライベート・マーケットが長期投資家に提供するボラティリティに対する耐性や長期での運用期間は、いずれにせよ魅力的なものです。

不動産、インフラストラクチャー、プライベート・エクイティのプライベート・マーケットは現在、債券からの再配分の対象となっていることが多く、これらの資産クラスにさらなる需要圧力がかかっています（テーマ 2 で詳しく説明する課題）。

過去10年間で、プライベート・エクイティ、不動産、インフラストラクチャーへの配分は急速に増加し、2011年の2,050億ドルから2020年末には7,190億ドルに達しました。しかし、ソプリンは、利回りの上昇がこの傾向に終止符を打たないことを明らかにしており、実物資産はインフレからの保護や分散化など、他にも多くの利点を提供しています（図 1.8、11 ページ）。

これらの資産クラスでは、インフレ連動型の契約条件に関するデューデリジェンスも重要性を増しており、インフレ保護が組み込まれた資産は非常に魅力的であることが証明されています。これは主要先進国のある債務ソプリンにあっては、「私たちは常に不動産、インフラ、再生可能エネルギーに投資してきました。これらの資産の価値がインフレからの大きな保護を提供してくれるからです。」と彼らは説明しています。

図 1.5 マクロ環境に関する見解への同意度（% 引用、ソプリン投資家のみ）



Do you agree or disagree with the following statements?に対する回答数：70。

³ <https://www.preqin.com/insights/research/blogs/swfs-in-alternatives-in-pursuit-of-higher-returns>



[Welcome](#)

[Key metrics](#)

[Theme 1](#)

[Theme 2](#)

[Theme 3](#)

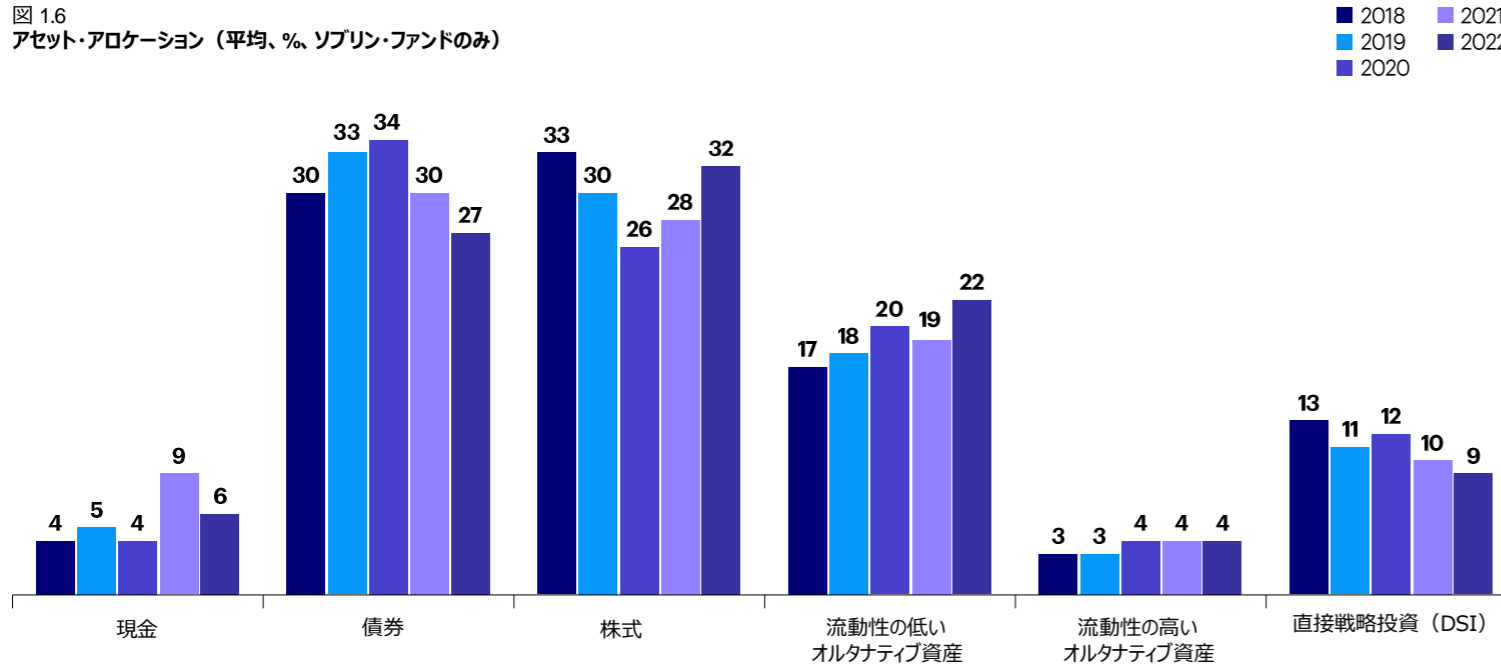
[Theme 4](#)

[Theme 5](#)

[Appendix](#)

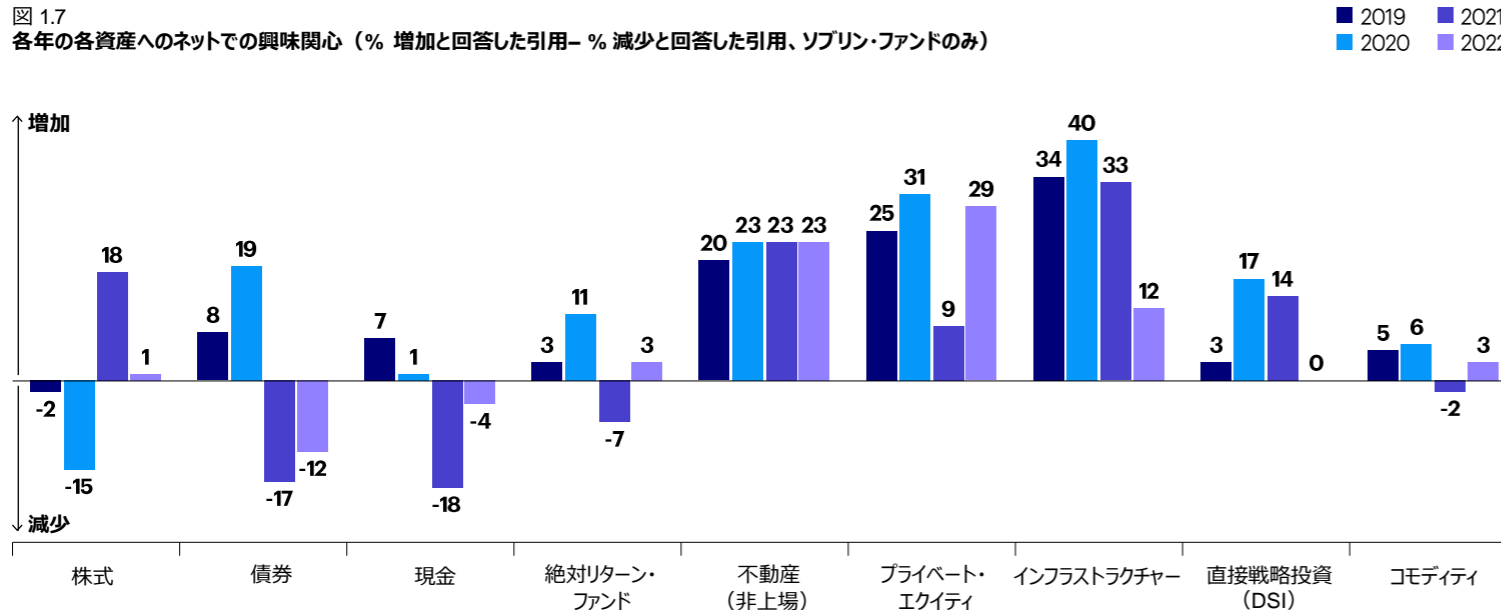


図 1.6
アセット・アロケーション（平均、%、ソブリン・ファンドのみ）



What is the current allocation for the following assets?に対する回答数 : 74.

図 1.7
各年の各資産へのネットでの興味関心（% 増加と回答した引用- % 減少と回答した引用、ソブリン・ファンドのみ）



For each asset class, do you intend on increasing / maintaining / decreasing your strategic asset allocation (SAA) over the next 12 months?に対する回答数 : 69.

バリュエーションの低下は一部の株式セクターにチャンスを生み出す

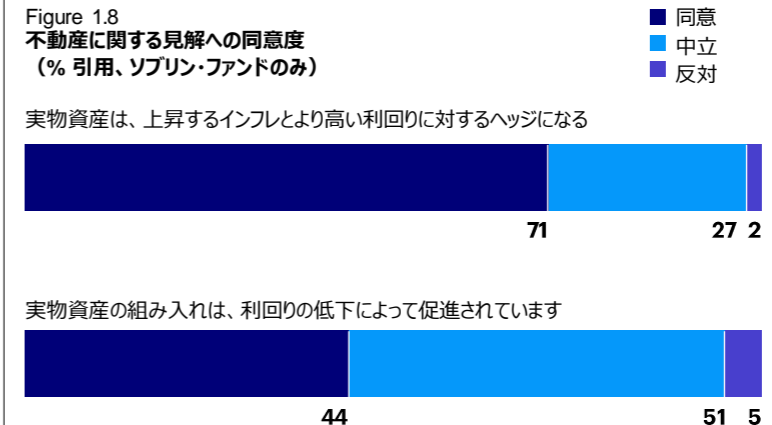
債券への配分を減らす意欲はさらに高まっていますが、これまでの数年間とは対照的に、これらの配分を株式に移すことへの関心は限定的です（図 1.7）。株式はインフレからの保護を提供する可能性があると考えられていましたが、景気後退時に企業が上昇するコストを転嫁する能力について懸念がありました。

投資家はまた、金利をめぐる不確実性が高く、その後の将来のキャッシュフローに対する割引率も慎重でした。これは、デレートの高いグロース株の再評価において重要であると見なされており、ソブリンはデレートの管理が株式ポートフォリオ内のリスク管理のより重要な側面になっていると指摘しました。

これらの課題にもかかわらず、ソブリンファンドは長期投資家として、多くの場合、ボラティリティの期間を乗り切ることができます。市場の調整は、米国のテクノロジー株を含むいくつかの分野で機会を生み出していると見なされており、執筆時点で暦年の急落前には非常に高価であると多くの人が見なしていました。ある中東開発ソブリンは次のように説明しています。より多くのアセットが魅力的に見えるようになります。具体的には、テクノロジーについて話すときはいつでも、米国のプレーヤーは非常に高い評価を得ていました。次に、比較対象を見て、潜在的な参入価値を確認できます。市場はより合理的になってきており、より理にかなったバリュエーションが見られます。」

戦略的なエクイティステークスを保有するファンドにとって、現在のバリュエーションは、場合によってはポジションを高める機会と見なされることもあります。たとえば、あるファンドは、IPO後にプライベート・エクイティの株式を少数株主に転換し、利益をいくらか手に入れた後、現在の評価額を利用して保有を増やしていることを指摘しました。このような日和見的な購入を行う多くの投資家にとって重要な考慮事項は、対象となる企業の価格決定力と、将来のインフレ圧力を顧客に転嫁する能力でした。

Figure 1.8
不動産に関する見解への同意度
(% 引用、ソブリン・ファンドのみ)



Do you agree or disagree with the following statements?に対する回答数 : 62.



[Welcome](#)

[Key metrics](#)

[Theme 1](#)

[Theme 2](#)

[Theme 3](#)

[Theme 4](#)

[Theme 5](#)

[Appendix](#)



ウクライナの侵略は、特に新興市場において、カントリーリスクの考慮事項を前面に押し出します

この調査のフィールドワークは2022年の第1四半期に行われ、インタビューの約40%はロシアのウクライナ侵襲前に実施され、60%はその直後の数週間に実施されました。侵略以前は、特に米国と比較して、有利な評価のおかげで、ヨーロッパはしばしば資本の魅力的な目的地と見なされていました。しかし、その後数週間で、この考えには顕著な後退が見られました。

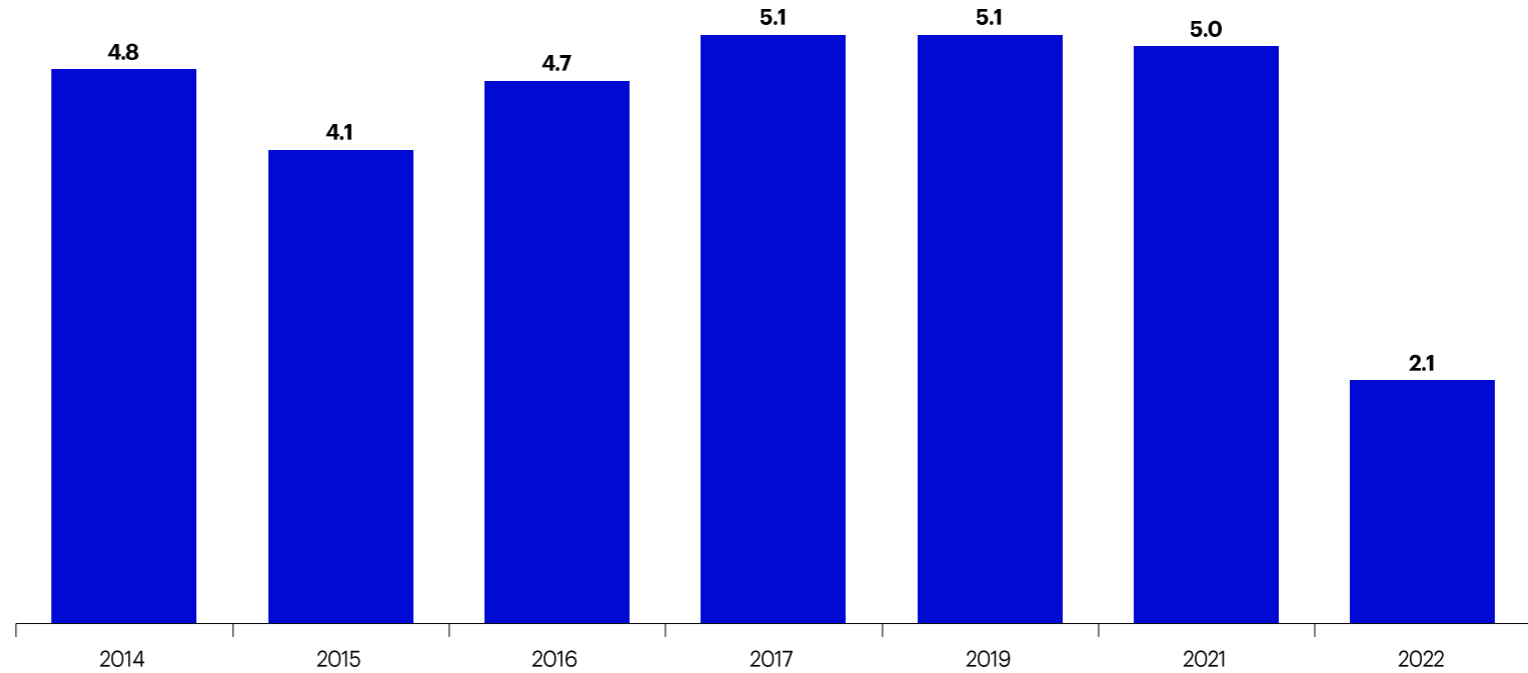
ヨーロッパは、エネルギーやその他の商品の供給が途絶するため、侵略による長期的な影響に特にさらされていると考えられています。多くの人にとって、侵略はヨーロッパの成長見通しを弱め、同時にインフレを抑えることを難しくし、そうすることで、スタグフレーションの潜在的に有毒なレシビを生み出しました。代わりに、回答者は米国とAPAC市場に資本を投入していると述べており、33%と23%がこれらのそれぞれの市場への配分を増やすと予想しています（[図 1.10](#)、[13 ページ](#)）。

ロシアは、侵略の時点まで、いくつかの政府系ファンドの潜在的な投資先と見なされていました。ソブリン投資家にとっての同国の魅力は、クリミア併合後の落ち込みの後、近年安定していた。侵略後、ロシアの魅力は当然ながら急落した（[図 1.9](#)）。

一部のファンドは、これにより、国レベルの投資決定を行う際の政治的リスクを考慮する際の課題が浮き彫りになり、他の新興市場に関してより慎重になるようになったと指摘しました。

特に、侵略は、米国や他の西側諸国と良好な関係を築いてきた新興市場への投資の利点を浮き彫りにしたものと見なされました。「我々はファンダメンタルズに基づいて侵略前は欧州を割安だと考えていたが、侵略によって我々はバリュエーションにおいて政治的リスクと法の支配にもっと注目するようになった。同じ方法論を適用するのではなく、それぞれのグローバルな機会をそのメリットに基づいて評価することを思い出させてくれます」と、中東に拠点を置く開発ソブリンは示唆しました。一部の新興市場も、インフレの上昇に特にさらされていると見なされており、食料とエネルギーの輸入に依存している国々の再評価は否定的ですが、ラテンアメリカや中東などの市場の純輸出国の再評価は肯定的です。

図 1.9
ポートフォリオにロシア資産を組み込むことへの評価（10段階評価、ソブリン投資家のみ）



Please score the following countries out of 10 in terms of likely destinations for new/additional investment from your fund over the next three years?に対する回答数：2017 = 58, 2019 = 33, 2021 = 54, 2022 = 55.



ロシアの状況が私たちの中国に対する見方に影響を与えるとは思いません。中国は無視できない大きな成長市場です。

投資ソブリン
中東

全体として、新興のAPACは逆風の影響をあまり受けていないと見なされたため、SWFの4分の1近くが追加投資の対象となっています（[図 1.10](#)）。

この研究は以前、中国への国家資本の流入が高水準にあることを指摘していた。しかし、今年の中国に対する見方はより複雑でした。

規制リスクは、政府が技術などのセクターに介入し、資産価格に影響を与えた後、より大きな懸念事項と見なされました。政府系ファンドの半数以上が、中国は過去12カ月で投資がより困難な場所になったと考えています（[図 1.11](#)、[13 ページ](#)）。

中国と米国経済の相互依存性が根底にある地政学的リスクの一部を緩和する可能性があると考えられており、中国はロシアよりもはるかに世界貿易および金融市場に統合されていることが広く指摘されました（[図 1.11](#)）。「ロシアの状況が中国に対する私たちの見方に影響を与えるとは思わない。

中国は無視できない巨大な成長市場です。関連するリスクはおそらく台湾に関連しているが、そのリスクが低下した可能性があるとするれば」と、中東に拠点を置く投資ソブリンは語った。

実際、一部のファンドは、市場の調整を、世界のGDPのシェアが着実に上昇している国での買いの機会であると認識しています。「中国を見ると、パンデミックによる国内市場の減速と、不動産部門の減速があります。しかし、我々は依然として長期的にはこの国について非常に楽観的であり、この地域には多くの可能性があると見ており、投資を検討する良い機会のように考えています。



[Welcome](#)

[Key metrics](#)

[Theme 1](#)

[Theme 2](#)

[Theme 3](#)

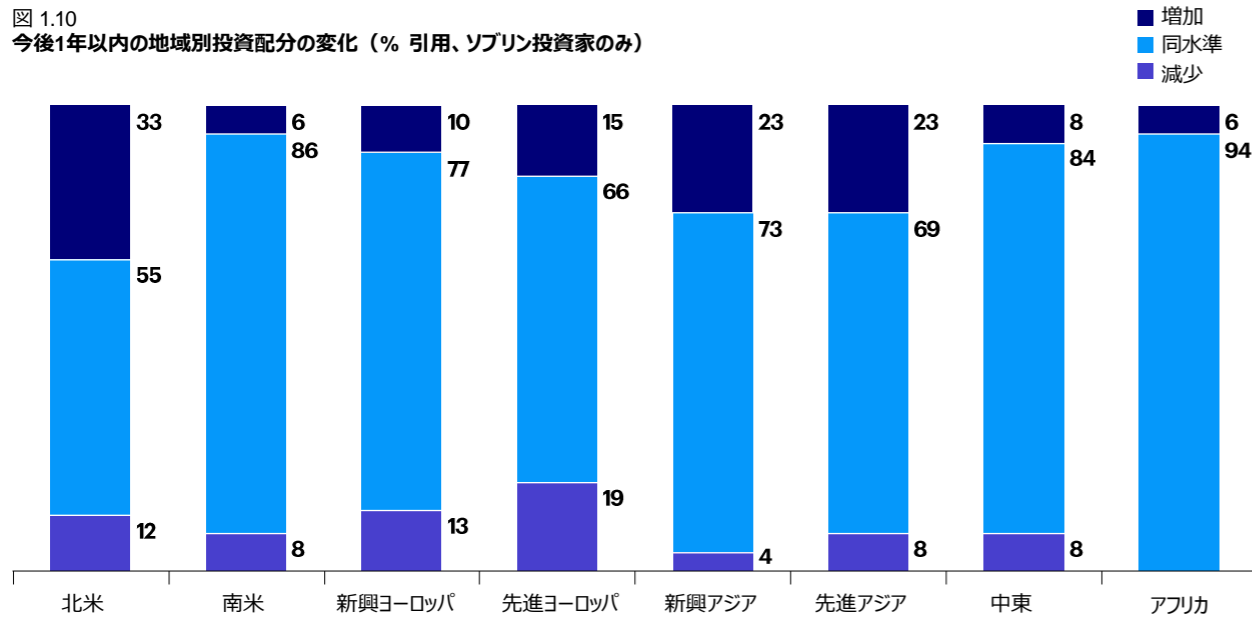
[Theme 4](#)

[Theme 5](#)

[Appendix](#)

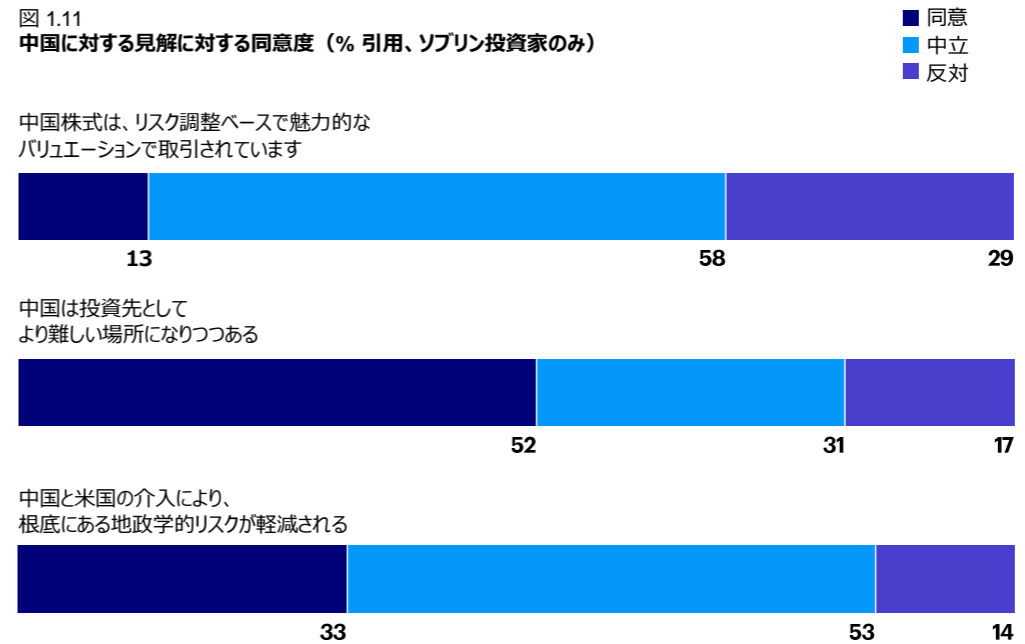


図 1.10
今後1年以内の地域別投資配分の変化 (% 引用、ソブリン投資家のみ)



For each region how do you expect your allocation to change in 2022? に対する回答数 : 52.

図 1.11
中国に対する見解に対する同意度 (% 引用、ソブリン投資家のみ)



Do you agree or disagree with the following statements?に対する回答数 : 69.

様子見のアプローチ

ソブリン投資家は、2022年前半の一般的なマクロ経済環境を非常に不確実なもの1つと見なしていました。多くの人にとって、経済成長、インフレ、金利の将来の道筋は非常に予測不可能であり、ウクライナでの紛争によって悪化しています。

資産クラスと個々の証券の相対的な魅力は、インフレと金利の長期的な見通しに大きく依存しているため、多くの投資家が様子見のアプローチを採用していることは驚くべきことではありません。彼らの希望は、主要なポートフォリオの変更を行う前に可視性を高めることです。

また、これまで目標を達成するのに成功してきた実物資産への試行錯誤を続け、信頼できる動きを続けています。

その結果、インフラストラクチャーや不動産（非上場）などのインフレ環境でアウトパフォームする傾向がある資産への配分と同様に、プライベート・エクイティへの配分も増加し続けています。

予想されるマクロ経済状況に対するコンセンサスの崩壊は理解できるものの、債券市場における数十年にわたる強気相場が終焉を迎える可能性は、ソブリンにとって新たな背景を生み出しています。



[Welcome](#)

[Key metrics](#)

[Theme 1](#)

[Theme 2](#)

[Theme 3](#)

[Theme 4](#)

[Theme 5](#)

[Appendix](#)



本書お取り扱い上のご注意

本書は一般もしくは個人投資家向けに作成されたものではありません。本書は、情報提供を目的として、インベスコ・グループの海外拠点において作成され、英文でリリースされた”Invesco Global Sovereign Asset Management Study 2022”をインベスコ・アセット・マネジメント株式会社が入手し、抄訳したものであり、法令に基づく開示書類でも特定の金融商品の投資勧誘を目的としたものでもありません。抄訳には正確を期していますが、必ずしも完全性を保証するものではなく、原資料の趣旨を必ずしもすべて反映した内容になっていない場合があります。本書に記載されたデータや記述等は過去の事実や実績を示したものであり、将来の運用成果等を示唆・保証するものではありません。本書で詳述した分析は、一定の仮定に基づくものであり、その結果の確実性を表明するものではありません。分析の際の仮定は変更されることもあり、それに伴い当初の分析の結果と重要な差異が生じる可能性もあります。本書に記載された経済・市場等に関する見解や予測は情報提供を目的とするものであり、投資助言の提供を意図するものではなく、将来の動向を保証・示唆するものでもありません。市場の見通しに関するコメントは、本書作成時における見方を反映したものであり、将来の時点において予告なく変更される可能性があります。本書について事前の許可なく複製、引用、転載、転送を行うことを禁じます。

インベスコ・アセット・マネジメント株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第306号
加入協会 一般社団法人投資信託協会
一般社団法人日本投資顧問業協会