

9

アリアンツ・グローバル・インベスターズ 洞 察

2016年9月

グローバル・ビュー

リスク資産と安全資産の両方が勝ち続けることはない

2015年8月11日に中国人民銀行が対ドルで人民元切り下げを唐突に発表して市場を驚かせてから1年が経ちます。その発表後6カ月間は、エマージング諸国の市場は大きく下落し、その衝撃は株価の下落や債券利回りの低下という形で先進国市場に波及しました。

ところが、2016年2月半ば以降、その潮流は一変し、市場はほぼ全面高となりました。悲観的な見通しが行き過ぎ、逆張り投資家はその状況を投資の好機と捉えたからです。英国の欧州連合(EU)離脱(Brexit)の決定後、一時的に株価が下落したものの、全面高のトレンドはすべての資産クラスで続きました。

- 世界の株価は年初から約20%上昇し、米国株が欧州株と日本株をアウトパフォーム、特に日本株に対しては大幅にアウトパフォームしていますが、いずれも株価は1年前とほぼ同じ水準にあります。
- エマージング市場の資産(株、債券、通貨)は、今年に入ってとりわけ好調で、昨年8月以降の下落幅を取り戻しました。
- 世界の債券価格も上昇(債券利回りは低下)トレンドを回復しています。

こうした市場の回復を疑心暗鬼にとらえている市場関係者もいます。リスク資産(株やクレジット・スプレッド)と「安全」資産(ソブリン債など)とが共に好調な状況が、なぜ起きているのでしょうか。我々は2つの力が作用していると考えています。

- 世界の債券価格も上昇(債券利回りは低下)トレンドを回復しています。
- 2つ目は、Brexit以降、既に行われており、拡大傾向にある世界の金融緩和措置による景気刺激策の効果を、市場が考慮しているからです。

こうした環境は、リスク資産と安全資産の上昇トレンド継



シュテファン・ホフリッチャー
チーフ・エコノミスト

続のためには好ましいように思えますが、それほど長くは続かないと考える理由をいくつか挙げます。

まず、経済指標の回復がこのまま続けば、投資家はタカ派色を強めている米連邦準備制度理事会(FRB)の利上げを織り込むようになります。目下のところ市場が織り込んでいるのは、2017年のFRBの追加利上げは一度だけで、その他の中央銀行の金融緩和は縮小するという見通しです。そのシナリオどおりになれば、とりわけ収益見通しが改善した場合、リスク資産の好調さは当面続くでしょう。しかし、ソブリン債市場、特に米国債市場は、弱含みの展開になりそうです。

一方、経済や企業収益の指標が再び弱含みに転じる、もしくはイタリアの憲法改正の是非を問う国民投票、米大統領選挙など、政治的リスクに注目が集まるようなことが今後あれば、リスク資産の価格は下落し、投資家は再び安全資産であるソブリン債に投資を振り向けるでしょう。

いずれにせよ、高値圏にあるリスク資産、または高値圏にあるソブリン債のいずれかを犠牲にしなくてはなりません。中期的な成長見通しを考えると、ソブリン債の高値圏が続くと予想しがちですが、安全資産は中長期的にみれば下落する可能性が高いと思われます。

アジア太平洋の見通し

強力なリーダーシップで息を吹き返したインドネシア経済

2016年のインドネシア経済は、昨年多くのエマージング諸国経済を襲ったボラティリティの後遺症や、インドネシア固有の問題に難しい対応が迫られたことで足取りの重い滑り出しとなりました。問題とされたのは、2011年以降インドネシアルピア (IDR) の下落が続いていること、なかなか解消しない財政赤字が非効率的な税徴収方法により悪化していること、貿易収支が常にコモディティ価格の急落リスクにさらされていること、インフレ率の高止まりや、大統領が改革を推し進める力がないことで、消費者と投資家からの信頼も失われつつあることなどでした。

ところが、今年8月まで早送りしてみると、インドネシア経済の見通しは突如として、ここ最近見られなかったほどに明るくなりました。インドネシアの運勢をこれほど劇的に変えた大きな要因としていくつか考えられます。

まずは、2016年初めから、「ジョコウィ」ことジョコ・ウィド大統領率いる政権は野党に支えられています。政権最大のライバルだった野党の1つが連立与党に鞍替えし、連立政権に参加したことで、ジョコウィ政権はインドネシア議会の過半数を獲得しました。

その結果、ジョコウィ政権は、インフラに関する大規模なプロジェクトや改革を推進することができるようになりました。中でも注目を集めている政策がタックス・アムネ스티 (税の恩赦) 法案の可決です。この政策がうまく行けば、財政赤字は緩和され、課税ベースも拡大するでしょう。ここで重要なことは、同法の成立がジョコウィの政治的影響力が増していることの現れと考えられることです。



レイモンド・チャン
アジア太平洋株式会社CIO

ジョコウィは、次の内閣改造においても政治的影響力をいかに発揮しています。優秀なエコノミストで評価も高かった、しかし政治的圧力により辞任を余儀なくされたスリ・ムリヤニ・インドラワティ氏を財務大臣に呼び戻すことに成功し、また、働きが不十分だと評価した閣僚の一部を政権外の専門家と入れ替えました。

新たな経済チームの発足後は、政府は追加のインフラ計画や改革によるインドネシア経済の刺激策を見据えています。インドネシア経済の成長見通しは5%前後と堅調ですが、すべての政策がうまくいけば、2017年に向けてさらに加速するでしょう。

我々は、ジョコウィの強い主導で構造改革が始まったと考えており、インドネシア経済の見通しはおおむね明るいと考えています。

共同執筆者
ホー・イン・ボン

グラスルーツSM リサーチ

新たに実施した調査でBrexit後のムードを分析

今年6月の英国のEU離脱 (Brexit) の是非を問う英国の歴史的国民投票の前後1週間において、グラスルーツSM リサーチは、英国の消費者数百人を対象に、経済トレンドに対する彼らの見解と、消費者マインド全般を評価するための調査を実施しました。

6月に800人以上の有権者を対象に、また7月に入ってから新たに800人以上の有権者を対象に調査を実施したところ、目先の悲観的な見通しが強まったものの、Brexitが英国に及ぼす長期的な影響への見方はさまざま、家計の信頼感が高まっているという状況が浮かびあがってきました。

- 7月に入ってから、消費者のムードは全般的に、やや悪化傾向がみられました。
- 7月の調査では、今後半年間で英国経済は悪化すると回答した人は全体の48%で、6月の調査では33%から上昇しました。



ケリー・レウバ
グラスルーツSM リサーチ、グローバル・ヘッド

- 同様に6カ月前はどう思っていたかとの質問には、7月の調査では45%がそれほど楽観的ではなかったと回答し、6月の調査では27%でした。

また、Brexitが英国に及ぼす長期的な影響について質問したところ、回答者が矛盾を抱えていることが分かりました。

- 7月の調査では、Brexitにより英国経済は長期的に

みて大幅に悪化すると回答した人は全体の18%で、6月の4%から上昇しました。

- 一方で、Brexitにより英国経済は長期的にみて大幅または僅かに改善すると回答した人は全体の42%で、6月の35%から上昇しました。

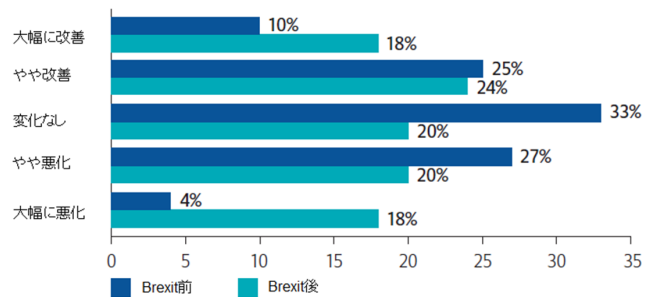
調査の参加者に家計についても質問したところ、以下のようことが注目されます。

- 7月の調査で現在のところ家計は安定していると回答した割合は58%で、6月のBrexitの国民投票前に実施した調査での49%から上昇しました。
- 7月の調査は貯蓄水準が安定していることを示唆しています。回答者の58%が、Brexit後も貯蓄傾向を変更しないと回答しています。
- しかしながら、7月の調査では、回答者の4分の1以上が、旅行・休暇(29%)、家具・調度品(26%)、自動車(25%)といった高額商品への支出を控えると回答しています。

最後に、金融市場の動向について回答者に意見を求めました。7月の調査結果では、回答者の63%が、Brexit決定後の株式市場のボラティリティが今後6カ月の金融情勢に悪影響を及ぼすだろうとの懸念を示しました。これは極めて高い割合ですが、Brexit決定前の56%とさほど変わっていません。

Brexitの今後の長期的な影響に対する複雑な心境

Brexit 国民投票前後に行った、10年後の英国経済に対するBrexitの影響についての調査結果



出所: グラスルーツSMリサーチ(2016年6月および7月の調査結果)

ビューポイント

オルタナティブ投資で広がるイリキッド・オルタナティブ

機関投資家のポートフォリオにおいて、オルタナティブ投資の重要性は高まるばかりですが、オルタナティブがどのような効果をもたらすのかを理解し、そのパフォーマンスに完全に満足しているという投資家は少ないでしょう。しかし、ポートフォリオの収益を高めるという従来とは異なる目的でオルタナティブを導入する投資家の数は増える一方で、不動産、プライベートデット、インフラデットなどのイリキッド・オルタナティブ(流動性の低いオルタナティブ)を取り入れる投資家も現れています。

こうした投資家の動向は、我々の年次調査 *リスクモニター 2016* で明らかになりました。リスクモニターでは、公的年金基金からプライベート・バンキングや年金基金に至るまで、世界の機関投資家が直面している重要な課題を取り上げています。

今日の機関投資家はオルタナティブをどう捉えているのか。

分散投資の目的でオルタナティブを導入する投資家がほとんどですが、パフォーマンスの向上を目的として導入する投資家も増えています。リスクモニターの調査によれば、機関投資家の30%は分散効果をねらって、また25%は他の資産との相関性の低さを理由にオルタナティブを導入しています。一方で、パフォーマンス効果をねらってオルタナティブを導入している投資家(14%)も増えています。



クリスティーナ・ホッパー
米国インベストメント・ストラテジスト

配当を求める投資家はオルタナティブに関心を寄せています。投資家が利回りを求める傾向が続くなか、イリキッド・オルタナティブの人気が高まっているようです。我々の調査によれば、回答者の67%が、イリキッド・オルタナティブのリスク調整後リターンは、伝統的な投資戦略に比べて魅力的だと回答しています。

リスクマネジメントへの関心が高まっています。我々が調査を実施した機関投資家の60%は、オルタナティブのリスクの測定に苦慮していると回答し、またほぼ同数の62%は、既存のリスク管理ツールよりも便利なツールが必要だと回答しています(昨年の49%から上昇しています)。さらに詳しくみると、機関投資家の38%は、オルタナティブのキャッシュフローや流動性リスクを的確

に評価するのに必要なツールを保有していないと考えています。

イリキッド・オルタナティブが拡大しています。回答者の過半数(56%)は、現在の市場環境でポートフォリオを構築するにあたり、イリキッド・オルタナティブが重要な役割を果たすと考えています。実際、回答者の23%は、不動産投資の拡大を検討し、不動産投資の縮小を考えている回答者(10%)を上回っています。同様に、プライベートエクイティやインフラエクイティ、インフラデットへの配分比率の引き上げを検討しているという回答も増えています。

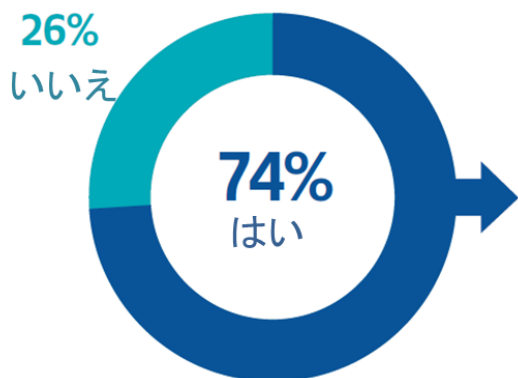
リキッド・オルタナティブの人気は依然として高いものの、パフォーマンスは振るいません。回答者の5人のうち3人は(57%)、リキッド・オルタナティブは、ポートフォリオ構築において重要な役割を果たしていると考えています。ところが、伝統的なリキッド・オルタナティブとして広く導入されているコモディティについて質問したところ、エクスポージャーの引き上げを検討しているという回答は8%にとどまり、エクスポージャーの引き下げを検討しているという回答が22%と上回りました。その理由は、リキッド・オルタナティブ投資戦略のパフォーマンスに満足していないという回答者が33%にのぼったことにあります。しかし、多くの投資家は(56%)、伝統的な投資および資産クラスよりも魅力的なリスク調整後リターンをもたらすリキッド・オルタナティブの役割を好意的に受け止めています。

要点

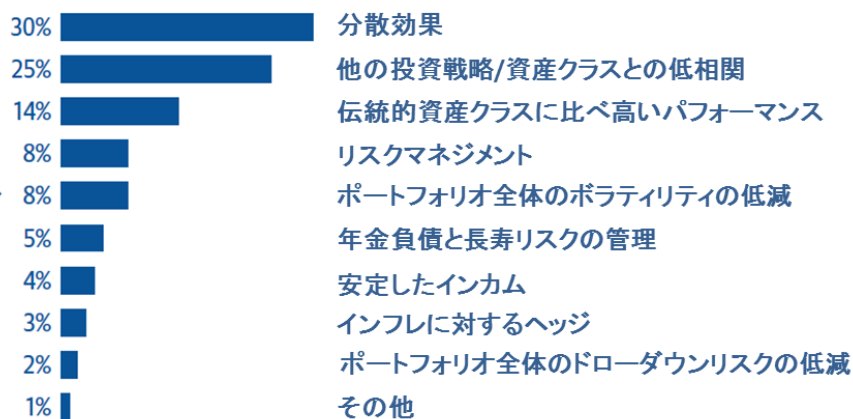
幅広い投資家がさまざまな目的でオルタナティブを導入するようになり、運用者およびコンサルタントは、オルタナティブ投資がもたらすメリットと課題を理解する必要があります。

オルタナティブ投資は機関投資家に、主にポートフォリオの分散目的で幅広く受け入れられています。なぜこれほどまでに多くの投資家からオルタナティブ投資が用いられているか、その理由は様々です。

オルタナティブ投資しているか？



投資をする理由



出所: AllianzGI RiskMonitor 2016

- もはやオルタナティブ投資は当たり前ですが、オルタナティブの導入がどのような効果をもたらすのか、またこれをどう活用すべきかについて、投資家の理解が深まるようなサポートが必要です。
- 市場ボラティリティの上昇を受け、オルタナティブとその他の資産との相関性の低さを評価する投資家が増えるでしょう。
- 史上最低の金利環境で最大の課題は適切な利回りの確保です。インカムを求める投資家の多くが株式にシフトしていますが、オルタナティブにも同様のメリットがあります。
- イリキッド・オルタナティブの中でも特に不動産の需要が拡大していますが、プライベートエクイティやインフラエクティまたはインフラデットの導入も始まっています。
- リキッド・オルタナティブは、高い流動性を確保しつつ、他の資産との相関性の低い収益を創出し、ボラティリティを抑制するという点で、引き続き重要な資産クラスです。

【ご留意事項】

- 本資料は、アリアンツ・グローバル・インベスターズ・ジャパン株式会社(以下、当社)の所属するAllianz Global Investorsグループ(以下、AllianzGI Group)が作成する洞察を当社が翻訳したものです。
- 内容には正確を期していますが、当社が必ずしもその完全性を保証するものではありません。
- AllianzGI Group各社はAllianz SE傘下のグループ会社です。
- 本資料に記載されている運用戦略の一部は、実際にお客様にご提供するにあたり相当程度の時間を要する場合があります。
- 本資料に記載されている個別の有価証券、銘柄、企業名等については、あくまでも参考として申し述べたものであり特定の金融商品等の売買を推奨するものではありません。
- 過去の運用実績やシミュレーション結果は、将来の運用成果を保証するものではありません。
- 本資料には将来の見通し等に関する記述が含まれている場合がありますが、それらは資料作成時における当社またはAllianzGI Groupの見解であり、将来の動向や結果を保証するものではありません。
- 本資料に記載されている内容は既に変更されている場合があります、また、予告なく変更される場合があります。
- 最終的な投資の意思決定は、商品説明資料等をよくお読みの上、お客様ご自身の判断と責任において行ってください。
- 本資料の一部または全部について、当社の事前の承諾なく、使用、複製、転用、配布及び第三者に開示する等の行為はご遠慮ください。

投資顧問契約および投資一任契約のお客様は以下をお読みください。

対価とリスクについて

1. 対価の概要について

当社の提供する投資顧問契約および投資一任契約に係るサービスに対する年間報酬は、最終的にお客様との個別協議に基づき決定いたします。これらの報酬につきましては、契約締結前交付書面等でご確認ください。投資一任契約に係る報酬以外に有価証券等の売買委託手数料、信託事務の諸費用、投資対象資産が外国で保管される場合はその費用、その他の投資一任契約に伴う投資の実行・ポートフォリオの維持のため発生する費用はお客様の負担となりますが、これらはお客様が資産の保管をご契約されている機関(信託銀行等)を通じてご負担頂くことになり、当社にお支払い頂くものではありません。これらの報酬その他の対価の合計額については、お客様が資産の保管をご契約されている機関(信託銀行等)が決定するものであるため、また、契約資産額・保有期間・運用状況等により異なりますので、表示することはできません。

2. リスクの概要について

投資顧問契約に基づき助言する資産又は投資一任契約に基づき投資を行う資産の種類は、お客様と協議の上決定させていただきますが、対象とする金融商品及び金融派生商品(デリバティブ取引等)は、様々な指標等の変動の影響を受けます。従って、投資顧問契約又は投資一任契約の対象とさせていただきますお客様の資産において、元本欠損を生じるおそれがあります。ご契約の際は、事前に必ず契約締結前交付書面等をご覧ください。

アリアンツ・グローバル・インベスターズ・ジャパン株式会社
金融商品取引業者 関東財務局長(金商) 第424号
一般社団法人日本投資顧問業協会 加入