

アリアンツ・グローバル・インベスターズ

洞察

2017年1月

グローバル・ビュー

2017年のそれぞれ5つの楽観および悲観シナリオ

毎年、その年の市場変動の要因になり得る不可避の事象を幅広く予想します。2017年に起こり得る10のシナリオを以下にまとめました。

楽観シナリオ

1. 欧州の進展

2016年の欧州を取り巻く政治的環境は厳しいものでしたが、欧州「崩壊」への懸念は杞憂に終わるかもしれません。予定されている選挙が終わって政治的緊張が緩和すれば、投資と雇用を促進するであろう「ソフト・ブレグジット」への確信が強まり、これが一つの欧州に向けた重要かつ新たな一歩となるでしょう。さらに株式バリュエーションの低さや、政治リスクの後退も相まって、株式は魅力的なリターンを創出するでしょう。

2. グリーンボンドによる調達が増

トランプ米大統領は米国のエネルギー政策を従来の石炭と石油に戻していますが、将来の経済成長の質を高めるための地球規模の取り組みは、汚染を減少させ、よりクリーンな水とエネルギーシステムを謳う「グリーンボンド」により急速に加速するでしょう。米国政府の気候変動に対する懐疑論にもかかわらず、企業や投資家は環境への負担を抑えるための協力を推し進めるでしょう。

3. 財政出動が世界成長を活性化

マイナス金利が政策ミスであったとの認識から、財政出動を伴う経済政策の導入が世界各国で進み、歪んだ金利環境の産物である投資拡張は落ち着くでしょう。欧州と米国ではポピュリズムにより財政支出を拡大し経済が活性化した結果、投資が拡大し、失業率が低下し、消費者心理も改善するでしょう。

緊縮財政の期間を経て、ポピュリズムと新たな財政支出が経済を活性化するでしょう。



ニール・ドゥエイン
グローバル・ストラテジスト

4. 「チンディア（中国とインド）」で消費拡大

中国は消費主導型経済への移行に向けたリバランスに着手し、またインドとインドネシアでは構造改革が進み、40億人の消費者を擁する新市場の誕生を世界は目の当たりにしています。東南アジアでは「アメリカの夢」が健在で、この先数年間で所得の急増が予想されます。

5. アクティブ運用で超過収益（アルファ）をもたらす

2016年全般を通して、超過収益を獲得するには厳しい1年だったことから、アクティブ運用のマネージャーは、プライシングとパフォーマンスの透明性を高め、顧客の目的に合うコストに調整するでしょう。また、ボラティリティの上昇でスプレッドが拡大し、金利コストが上昇し、流動性の一段の低下とポジション集中の高まりが明らかになるにつれ（いずれもインデックス運用のリターン低下につながる状況ですが）、パッシブ運用のいわゆる「フリーコスト」が剥がれ落ちるでしょう。

悲観シナリオ

1. トランプ米大統領が保護貿易主義を促進

トランプ米大統領が選挙戦での公約どおりに「偉大なアメリカを取り戻す」ための貿易政策を（諸外国の利益を犠牲にしながら）実際に導入するでしょう。北米自由貿易協定（NAFTA）が再編される可能性があります。そうなれば、メキシコ経済にとっては痛手となるでしょうし、

すでに経済が崩壊しているベネズエラには大打撃となるでしょうし、また長引く不景気に疲弊しているブラジルにも影響が及ぶでしょう。皮肉なことに、ドル高が、トランプ時期大統領を苦しめることになるでしょう。

2. 混迷が続く中東

中東は一段と混迷が深まる可能性があります。イスラム国(IS)は、敵対する国からより効果的に攻撃の標的にされると思われませんが、トルコのクーデター未遂や、クルド人による一部地域の実効支配、エジプトやリビアの混乱、そして米国とイランの緊張の高まり、そして現代の「30年戦争」とも言うべきシーア派とスンニ派の対立は、いずれも今後の中東情勢の悪化を示唆しています。いずれの動向も原油価格の上昇を後押しするでしょう。

3. 「太陽活動極小期」入りで極寒に

太陽は地球規模の気候や気温に大きな影響を及ぼしますが、この冬の太陽放射量と黒点の数は過去最低の水準を記録しています。昨年のエルニーニョ現象により、世界の主な農業地帯の多くが日照りの被害を受けたため、極寒の影響を受けやすくなっており、今年の収穫量は減少が予想されています。今年のラニーニャ現象はゆっくりと出現すると見られ、食料価格の高騰への懸念が高まり、リフレとインフレのサイクルに新たな段階が生じています。

米国の見通し

政策、政治、そしてテクノロジーが複雑に絡み合う新しい時代に

いまや中央銀行の政策は経済成長を妨げている

金融危機発生以降ほとんどの期間において、米連邦準備制度理事会(FRB)は米国の経済成長、生産性、資本支出が脆弱な原因は主として全般的な需要不足にあると論じてきました。そして、FRBは、需要不足への対応策として積極的な金融緩和を実施して消費を刺激し、しばらくの間は成功を収めました。しかし、やがてGDP成長率は減速し、企業投資も伸び悩んだことから、FRBが拠り所とする経済理論が間違っていることが明らかになりました。

2016年に入るとFRBの高官は、米国経済における構造変化が超低金利政策および銀行に対する規制強化と互いに影響し合った結果、いかに金利目標の設定を困難にし、政策金利の目標水準を低下させ、実体経済の成長率を抑制したかを広範に論じる論文を発表しています。彼らの論文で明らかになった主な点は以下のとおりです。

- 予備的貯蓄が増加した結果、実質消費は実質可処分所得の増加ペースに追いつけなかったことや、超低金利により家計は消費を先延ばししたことで、予備的貯蓄を積み上げた。

昨年のエルニーニョ現象により、農業地帯の多くが極寒の影響を受けやすくなっており、今年の収穫量は減少が予想されています。

4. 中央銀行の信用失墜

日本と欧州で導入されたマイナス金利は、中央銀行の信用という点も含めてプラス効果よりもマイナス効果の方が大きかったようです。現在日本は「金融支配」の状況にあり、金融政策は政府のいかなる財政面での要求にも応じるでしょう。また、破綻寸前にあるユーロ圏の銀行は依然として危機的状況にあるため、欧州中央銀行は、経済成長を促すためにできる限りの措置を講じるでしょうが、やがてはこれも機能しなくなるでしょう。

5. フランス大統領にルペン氏が選出

昨年の英国やイタリアにおける政治的な衝撃に耐えたとはいっても、フランス国民戦線党のマリーヌ・ルペン党首がフランス大統領に選出されれば、欧州に激震が走るでしょう。ルペン氏は反EU主義的政策を取ることが予想され、そうなれば欧州は引き続き方向性を見失い、欧州大陸を席卷するポピュリズムによる混迷、英国のEU離脱(Brexit)の複雑さによる混乱、トランプ米大統領の冷淡な対応による疲弊など、様々な要因によってNATOは弱体化するでしょう。



スティーブン・マリン, Ph.D
インベストメント・ストラテジスト

- 規制の強化により、企業の今後の投資のハードルレートが高くなった。
- 規制と経済政策を合わせて実施することで、米国内よりも米国外での資本投資が加速した。
- 低金利は、生産的投資ではなく、買い戻しや配当などの株式投資につながり、企業のレバレッジを高めた。
- FRBが米国債を保有したことで、日々の業務にかかる資金調達の際であるレポ市場から担保債券を奪ってしまった。
- 低金利は年金基金の足かせとなった。

- 住宅ローンがさらに厳しくなり、銀行は貸出債権の潜在的損失から資本を保全するために、貸出を一部制限した。

新たな財政政策の優先事項では、現代の産業革命を考慮すべき

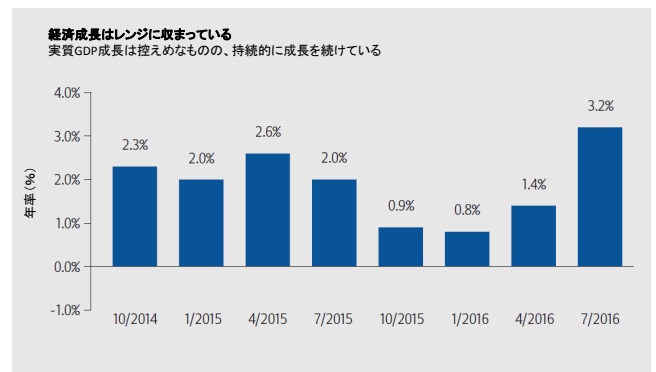
米国経済の成長を停滞させた原因は、FRBの金融政策と予期せぬ構造変化だけではありません。ポピュリズムの台頭は、経済への財政介入という新たな波を形成する一つの要因になっていることは確かです。今後数年間、金融政策もその新たな影響を考慮しなくてはなりません。そうした動向は、インフレ調整後の所得を低下させ所得と富の格差を拡大させている、グローバル化、テクノロジーの進化、政治の膠着状態、地政学的危機すべてを反映しています。

ポピュリズムの台頭は、財政介入という新たな波を形成する一つの要因になっており、今金融政策もその新たな影響を考慮しなくてはなりません。

さらに、多様な新たなテクノロジーの避けがたい進化、マーケティング、そして導入は、企業の組織のあり方を変えたばかりか、経済活動のほとんどすべての側面を変えたのは確かです。テクノロジーの進歩によるこうした連鎖反応は、多大な変化と機会を創出し続けるでしょう。現代のテクノロジーは、破壊的であるばかりか、原材料投入の必要性をなくし、限界費用ゼロでの生産を可能にし、人間

が持つあらゆる知識にクラウドを通してアクセスすることが可能になり、さらにはそうした知識は世界中の誰もが実質的に無料で入手することができるようになりました。いまや新しいテクノロジーでは、知識に容易にアクセスでき、知識を抑制する代わりに理解することができるのです。

新しいテクノロジーはかつてなく早い速度で浸透し、取り入れられているのは確かです。結局のところ、家計、企業、政府のいずれもがこの新しい、現代の産業革命とも言える変化に適応しなくてはならないのです。さもなければ、現在だけでなく将来に亘って、経済と財政の健全性をリスクにさらすことになってしまいます。FRBとその他の中央銀行にも大きな影響が及ぶでしょう。この現代の産業革命の意味するところをきちんと理解しなければ、政策の目標を見失うだけでなく、誤った目標を設定することになるでしょう。



出所: セントルイス連銀 Allianz Global Investors (2016年11月29日現在)

ビューポイント

グロス株からバリュー株へのセクターローテーションを牽引する3つの大きな要因

2016年の株式市場は、徹底的に揺さぶられたといっていでしょう。主要市場のインデックスのリターンは、一見すると正常な範囲に収まっているように見えますが、水面下では1980年代以来の大規模なセクターローテーションが起こっていたのです。そのおかげで、鉱業、エネルギー、そして(米国では)銀行セクターといったこれまで投資家が敬遠してきたセクターが大幅にアウトパフォームした一方で、これまで投資家が選好してきた生活必需品セクターはアンダーパフォームしました。

グロス株からバリュー株へのローテーションを牽引した3つのトップダウン要因

それでは、投資家はどうすればこうした市場の動きをしっかりと把握することができるのでしょうか。ボトムアップ要因(企業特有の要因)とバリュエーション要因はさておき、ディフェンシブ・グロス株からシクリカル・バリュー株へという資金シフトを促す3つのトップダウン要因(マクロ経済的な要因)について説明します。



ステファン・ロンドルフ, CFA
シニア・インベストメント・ストラテジスト

1. GDP成長率

GDP成長率の水準と方向性は、セクターローテーションに大きな影響を及ぼす要因の一つです。経済活動が低迷、または減速している時期であれば、企業は優れた成長率を見せません。なぜなら、経済自体はわずかな成長にとどまる環境であるためです。2011年以降ずっと続いている事象で、GDP成長率の絶対値が低く、勢いに欠けているため、投資家がグロス株に向かう要因と

なっています。世界の成長は勢いを取り戻し、近い将来にわずかながら上向くと確信しています。その一因は、日本、英国、米国における緊縮財政の緩和にあり、そうなればバリュー株に少しは貢献するでしょう。しかしながら、そうした状況が2018年または2019年以降も続くことはないでしょう。それは、現在の回復には、「脱出速度」を達成するために必要なレジリエンスと自力で回復する能力が欠けているからです。

グローバルのGDP成長のトレンドは、バリュー株に短期的には貢献すると思われませんが、市場全体のトレンドはディフェンシブ・グロース株を選好しています。

2. インフレ予想

物価上昇への予想はシクリカル・バリュー株の反発を下支えし、根強いディスインフレは、ディフェンシブ・グロース株を後押しする傾向にあります。よってインフレ予想が高まれば(コモディティ価格の上昇と経済の成長基調の上向きとを合わせて予想されることが多い)、鉱業、エネルギー、銀行といった伝統的なシクリカル・バリュー株の利益予想も改善するのです。2016年春以降、インフレ予想の高まりに寄与した事象は数多くありましたが、その一部の事象は2017年に入っても続くと考えています。悲観的になりすぎた市場予想には修正が入っており、商品価格は回復し、中国の過剰設備にも一部調整が見られます。さらに、世界の産出量ギャップは世界中で緩やかに縮小し、とりわけ米国の労働市場で縮小しています。トランプ政権が財政出動による米国経済の底上げを図るようであれば、すでに完全雇用に近い状態にある米国の雇用市場で賃金インフレが高まるでしょう。

2016年春以降のインフレ予想の高まりが、バリュー株へのシフトを後押ししてきました。こうした状況は2017年も続くでしょう。

3. 債券利回りの方向性

債券利回りは、経済成長とインフレ予想の両方を反映するだけでなく、投資家のポジションと金融政策への期待についても教えてくれます。債券利回りの低下は、ディフェンシブ・グロース株にとっては好材料ですが、ここ数年間そうした状況が顕著に見られます。その間、債券市場は、景気低迷が継続するというシナリオを織り込み、遠い将来のキャッシュフローをかつてなく低いディスカウント・レートで割り引き、グロース株の収益率は大幅に上昇しています。ソブリン債のリスク・リターン予想が悪化していることもあって、グロース株へのシフトがきっかけとなり、マルチアセットアロケーションのファンドはディフェンシブ株を投資対象の選択肢として真剣に考えるようになったのです。しかしながら、世界を主導する債券市場である米国市場は、急激な利上げパス、異例の末期サイクルにある財政出動、インフレの高まりと行き過ぎたバリュエーションといったものに少しずつ目をむけ始めていますので、いずれにせよ2017年の米国債利回りは上昇することが予想されます。イーロードカーブのステープ化を伴って債券利回りが上昇する場合には、とりわけバリュー株の中でも銀行株にとって追い風になるでしょう。

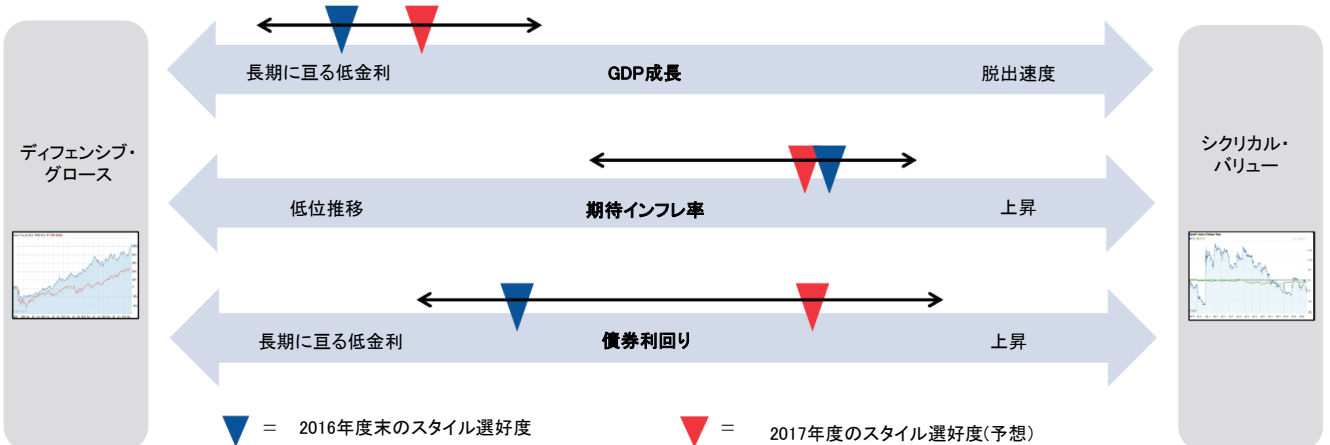
今年は米国債利回りの上昇が予想され、とりわけ銀行のようなバリュー株には追い風となるでしょう。

バリュエーションを詳しく分析

上記のマクロ要因以上に、セクターローテーションに大きな影響を及ぼす要因が当然ながらバリュエーションであり、現在の市場でもまだいくらか変動の余地は残っています。例えば、銀行株は、市場全体に比べて割安な水準にありますし、生活必需品株は、直近に修正が入ったとはいえ割高です。しかしながら、割高なグロース株と割安なバリュー株のギャップはこのところ急速に

マクロ経済指標は若干バリュー投資を選好

期待インフレ率と債券利回りの上昇は、シクリカルなバリュー・スタイルを後押ししているが、現在の低GDP水準はディフェンシブ・グロースを選好



出所: AllianzGI Global Economics & Strategy, 2016年12月時点。

縮小しており、とりわけ素材やエネルギーといったバリュー株は驚異的な上昇を見せています。

バリュー株偏重

2017年の3つのトップダウン要因のうち最も影響力が強い要因は、債券利回りだと考えています。GDP成長率の予想はわずかに改善しただけですが、インフレ率は2016年中に大きく変動しています。前ページのグラフからも分かるように、今後数カ月間は期待インフレと債券利回りの予想がシクリカル・バリュー株を下支えするでしょうが、GDP成長率の見通しは緩やかに改善している点は、ディフェンシブ・グロース株にとって好材料となるでしょう。

結局のところ、バリュー株へのローテーション取引は無視することができないくらい顕著な動きで、当面の間続くと予想されますが、単なるトレードに過ぎず、投資環境を

一変させるほどのものではないと考えています。GDP成長率の全体的な見通しも変化していませんし、生産性の低下、人口構成の悪化、そして西欧諸国の改革疲れといった供給を抑制する要因も存在しています。市場がこうした要因に目を向けるようになれば、インフレ予想と債券利回りの上昇も落ち着き、ディフェンシブ・グロース株の平均を上回るバリューエーション・プレミアムに対する議論が再燃するでしょう。

バリュー株へのローテーション取引は無視するわけにはいかないくらい顕著な動きではありますが、単なるトレードに過ぎず、投資環境を一変させるほどのものではないと考えています。

その間、株式市場は、グロース株とバリュー株の運用スタイルの間で揺れ続けるでしょう。

グラスルーツ・リサーチ

オバマケアは先行き不透明ながらも病院の資本支出は安定

今回の米大統領選挙の重要な争点の1つが、「オバマケア」と呼ばれることの多い医療保険制度改革法（以下、ACA）の今後の対応でした。2010年にACAが成立すると、米国で医療保険制度が格段に広がり、それを受けて病院の診療報酬が増加しました。診療報酬が増加すれば、当然の流れとして、情報技術、病床、手術室の医療設備といった項目への資本支出（capex）も増加しています。

2016年の連邦議会議員選挙で共和党が圧勝したことで、ACAの先行き不透明感は高まりましたが、グラスルーツSMリサーチは、25の病院の代表者に聞き取り調査を行い、これから政治的リーダーシップが変わることで、病院が直近計画している資本支出に変化が生じているのかどうかについて調べました。

本調査の対象となった病院の代表者のほぼ全員が、戦略的な資本支出の計画に選挙結果の影響が出たり、大規模な資本支出が先延ばしになったりすることはこれまでのところないと回答しました。こうした回答の背景には、病院側が今年度の予算に既にコミットしていたり、また2017年夏までは新たな計画を控えていたりする状況があります。「すでに2017年の計画に着手していますし、遅れも出ていません。まだ計画の変更もありません。今後の政治情勢はまだあまりにも流動的です」と語った代表者もいました。

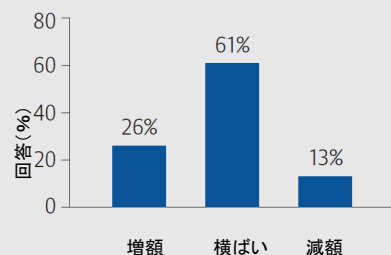
総括すると、調査対象者の大半は、2017年の病院の資本支出は前年比で増加、または横ばいになると予想しています。本調査結果について、アリアンツGIのヘルスケア担当シニア・リサーチ・アナリストであるMichael Dauchotは次のようにコメントしています。「突然の政策変更に対する漠然とした不安に比べて、今回の調査結果は、病院の安定した資本支出環境を前向きに捉え、後押しするものです」



フィル・サイモン
グラスルーツSMリサーチ・アソシエイト

ほとんどの病院はCapex計画を変更しないと回答

今回の調査で、Capex計画は前年から変更なしと回答、さらに1/4を超える事業体は2017年には増額を予定



出所: GrassrootsSM Research、2016年12月時点。
2017年の年次CAPEX計画

【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資料作成会社の見解であり、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頂く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に加入

一般社団法人 投資信託協会に加入