

# 2

## アリアンツ・グローバル・インベスターズ 洞 察

2017年2月

### グローバル・ビュー

#### インベストメント・フォーラムの議論から

毎年2回開催される弊社のインベストメント・フォーラムでは、社内の運用プロフェッショナルが世界中から一堂に会し、マクロ経済や市場の新たな動向、長期投資におけるテーマなど、投資家にとって最も重要だと思われる問題について意見交換を行います。2017年の第1回インベストメント・フォーラムは、中国の出来事を議題として扱うにはまたとない開催地である、活気に満ちた香港で開催されました。以下は、議論の注目点です。

#### 世界の経済情勢

世界経済の成長は依然としてやや停滞気味ですが、2016年下半期に若干加速し、それを受けて市場も変動しました。トランプ氏が大統領選で勝利して以降、同氏の政策における優先順位がどうなるかはまだ明らかではありませんが、リフレ期待が高まっています。トランプ大統領が減税、規制緩和、インフラ支出の拡大を実施することが出来れば、米景気の後期サイクル成長を延長させることが出来るでしょう。世界に目を向けると、債券利回りの上昇と原油価格の上昇も楽観的見通しを後押ししています。もちろん警戒を緩めてはならない、とするもっともな理由もあります。世界金融危機の記憶が薄れるなか、世界の債務水準は上昇しています。さらにユーロ圏の銀行は依然として危機的状況にあるようですし、欧州と日本の中央銀行はいずれもマイナス金利政策という政策ミスを撤回すると予想しています。

トランプ大統領が減税、規制緩和、インフラ支出の拡大に成功すれば、米景気の後期サイクルの成長を延長させることができるでしょう。

#### 中国：困難に直面し、変化を遂げる

中国も問題を抱えていないわけではありませんが、長期的な成功をおさめるために必要な変化に取り組んでいます。中国がデフレとコモディティ価格の急落という問題にどう対処してきたかを考えてみましょう。大胆に金融政策



ニール・ドゥエイン  
グローバル・ストラテジスト

を変更したおかげで、企業利益、インフレ率、そして国営企業の収益性の改善に成功しています。さらに、経済のリバランスを図ることで構造的な問題に直面していますが、高い債務残高と成長の鈍化が問題ではあるものの、改革の必要性を十分に認識し、改革への意欲もあります（この点は、欧州とは違うところです）。ところが、トランプ大統領がワイルドカードを使っています。トランプ大統領の政策は、米中貿易関係、さらには中国が掲げる「一帯一路」およびアジア太平洋地域における長期的な野望にも悪影響を及ぼすでしょう。しかしながら、結局のところ、中国が辿る軌道はほぼ明らかです。米国に次いで世界第2位の規模を誇る経済を活性化し、世界の主要市場のインデックスに占める割合を拡大しようとしているのです（この件については、レイモンド・チャン、デイビット・タン、ウィリアム・ラッセルのコメントをご参照ください）。

中国は改革の必要性を十分に認識し、改革への意欲もあります。

#### テクノロジートレンドを上回る創造的破壊（ディスラプション）

機械学習、新たなアルゴリズム、そしてプロセッサの進化に莫大なストレージ容量がそろった2012年以降、

人工知能(AI)は、テクノロジー発展の魅力的な話題となっています。AI導入がまだ初期段階にあるとはいえ、従来のマニュアル作業の急速なオートメーション化に貢献しています。こうした創造的破壊により効率化が進む一方で所得の不均衡が生じ、やがては政府や規制当局が介入せざるを得なくなるでしょう。創造的破壊を切り抜けた企業により、投資トレンドはインデックス投資からシフトするでしょう。2016年の米国市場の総利益を占めた企業のうち上位20%は、より魅力的に変革できた銘柄が選別された結果だと思われます。弊社のリサーチチームは、弊社の投資対象の企業に新たな「ディスラプション・レーティング」を導入することでこのテーマに対応しています。どの業界においても将来成功を収めるためには新しい考え方(破壊されるくらいなら、思い切って破壊しよう!)を受け入れざるを得ないということかもしれません。

### ポピュリズムと保護主義が新しい政治で台頭

グローバリゼーションと自由貿易からポピュリズムと保護貿易主義へと変わりつつある政治トレンドの一環で、2017

年は欧州の政治情勢が注目を集めるでしょう。英国のEU離脱(Brexit)交渉が本格的に始まり、欧州は「スーパー選挙年」となり、オランダ、フランス、ドイツで国政選挙が行われ、おそらくはイタリアでも行われるでしょう。Brexitがどう決着するかにかかわらず、欧州連合は2019年5月のEU議会選挙までに離脱手続きが完了するように尽力するでしょう。他に欧州を圧迫する要因として、EU加盟国が多すぎるため、「成長のために縮小する」必要があると考えている人が多いことが挙げられます。欧州は、2017年を何とか切り抜けるでしょうが、持続可能なビジョンとロードマップを設定すべきです(時間は刻々と過ぎていきます)。米国では、今後の金融政策が政治主導で決まっていくでしょう。トランプ大統領が、米連邦準備制度理事会(FRB)の7人の理事のうち6人を指名する機会を得るでしょう。

---

欧州は持続可能なビジョンとロードマップを設定すべきです。その間にも時間は刻々と過ぎて行きます。

---

### アジア太平洋の見通し

#### 中国株式市場での超過収益(アルファ)の獲得

今日の中国について考えると、マクロ経済的な懸案事項(不動産バブル、銀行システムが抱える不良債権、そして対米ドルで下落が続く人民元)といった限られた話題に注目する投資家が多いと思います。確かにどれも問題ではありますが、我々はむしろ、中国への投資は、ボトムアップで分析を行なうことで、活況を呈する中国株式市場の規模と繊細さを理解しているアクティブな投資家であればリターンを獲得できる市場と捉えています。

---

我々はむしろ、ボトムアップで投資するアクティブな投資家であればリターンを獲得できる市場として中国を捉えています。

---

現在、世界の市場に上場する中国企業の数4,200社を超え(その大半は上海、深圳、香港、そして米国に上場しています)、時価総額10兆ドルに達しており、上場企業の数では中国が米国を上回りました。さらに、米国と同様に、上場企業の数が増大であるということは、面白いような企業が見つかる可能性もあるということです。しかし、米国と異なるのは、中国の株式市場には依然として非効率性が数多く存在していることで、そこにアクティブなマネージャーがアルファを獲得する機会があるということです。

---

中国株式の時価総額は10兆ドルに達し、上場企業の数では米国を上回りました。

---



レイモンド・チャン  
アジア太平洋株式CIO

例えば、中国株式は、A株、H株、ADR(米国預託証券)のいずれかによって値動きがまったく異なります。上海と深圳市場は、特に事業環境に関連する国内要因の影響を大きく受けます。上海市場は、金融などオールドエコノミー・セクターの企業が多い一方で、深圳市場はテクノロジーに代表されるニューエコノミー・セクターの企業が圧倒的に多くを占めます。また、H株とADRは、中国に対する海外投資家のセンチメントの影響が出やすいのが特徴です。ファンダメンタルズを重視し、その違いを十分に理解しているアクティブ・マネージャーであれば、超過収益が潜む源泉を見出すことができると考えています。

## 中国債券市場の開放に高まる投資家の関心

中国の債券市場の急速な成長と発展は、外国人投資家の市場アクセスの改善に取り組んできた政府の方針と一致します。中国の規制当局と政策担当者による資本収支の公表が進むにつれ、投資家基盤は拡大しています。その結果、オフショア企業の起債を促進し、債券投資家にとっては社債の選択肢の幅が広がっています。

無論こうした社債すべてに問題がないわけではありませんが、2014年以降デフォルト件数が増加基調にあるとはいえ、政府はシステミック・リスクをうまく封じ込めています。実際、中国債券市場の発展という意味ではデフォルトは歓迎すべきだという見方もあります。デフォルトの発生は、長期的に見ると資本配分やモラルハザードの改善に有効だからです。しかし、流動性の供給だけに頼るのではなく、適切なデフォルトによる解決プロセスが導入され、リスクの高い発行体が再編されることを期待しています。

---

デフォルト件数は増加していますが、抑制されています。デフォルト件数の増加は、資本配分やモラルハザードの改善を後押しする効果があるため有効だという見方もあります。

---

中国の債券市場においてもう1つ重要な動向は、グリーンボンドの発行額が世界で3番目に多い国になったこと

### ビューポイント

#### 資本市場におけるアセットクラスとしての中国市場の捉え方

投資家にとっての中国は、見方が二極化する話題です。数年前であれば、世界経済が世界金融危機から回復するのに重要な役割を果たすのが中国であり、拡大する中国の経済力が21世紀で最も確実な投資先になると多くの人が考えていました。別の投資家の間では、ここ数年間の極端な市場のボラティリティにより、信用供給に支えられた中国経済の発展についての懸念と、中国が次の成長モデルに移行するために最も必要とされる「リバランス」が成功するかどうかの懸念が高まりました。

しかし、中国に対する見方が強気であっても弱気であっても、今後数年のうちに中国の資本市場が世界の金融システムにとってこれまで以上に重要な意味を持つ可能性が高いでしょう。また、実際に中国の資本市場への外国人投資家のアクセスが良くなっているため、投資家は将来中国の市場へアクセスする方法を見直す必要が生じるでしょう。



デイビッド・タン  
アジア太平洋債券CIO

です。中国で大型の環境プロジェクトが数多く進んでいることを考えれば、グリーンボンドは今後さらなる成長が期待できる分野です。

オンショア債券市場の外国人投資家への開放が進むにつれ、世界の債券インデックス、特に世界の新興国債券市場のインデックスへの中国の組み入れは、ますます多くなるでしょう。そうなれば、より魅力的な利回りの可能性や分散の機会を求めている投資家の間で、中国債券への需要は一層高まると思われる。

---

世界の債券インデックス、特に新興国債券市場のインデックスへの中国の組み入れがますます多くなるでしょう。

---



ウィリアム・ラッセル  
株式プロダクト・スペシャリスト・グローバル・ヘッド

#### 主要市場のインデックスでは過小評価

世界第2位の経済規模にふさわしく、中国の資本市場は規模が大きく、奥深いものです。例えば、中国株式市場の上場銘柄数は米国市場よりも多く、10兆ドルに迫る時価総額は世界の時価総額の約18%を占めています（これは、欧州の時価総額のほぼ2倍です）。さらに、中国の債券市場は残高ベースで世界第3位です。



しかし、世界の投資家のポートフォリオはまったく異なる構成になっています。つまり、ポートフォリオのアロケーションが市場のアロケーションと一致していないのです。それは、時価総額とインデックスのアロケーションが異なっているからです。例えば、前述のとおり世界の時価総額に中国株が占める割合は18%ですが、MSCIオール・カンントリー・ワールド・インデックスの中国の配分比率は3%です。こうしたミスマッチは今に始まったことではありません。中国はグローバルインデックスにおいて長らく過小評価されてきました。しかし、そうした状況の、とりわけ中国のオンショア資本市場が世界のベンチマークに含まれていないという事実に対する障壁が、投資家のアクセスが改善されるにつれて低くなっていく兆しは見えています。

### 世界の投資家から注目が高まる

ここ数年間の強気相場と弱気相場を通じて、中国の金融セクターにおける改革は、目を見張るペースで進んでいます。いくつか例を挙げると、地方債市場が開設され、通貨取引の上限が引き上げられ、人民元がIMFの「特別引出権」バスケットに追加されました。全体として、こうした改革から明確な中国のメッセージを読み取ることができます。つまり、中国は世界の金融市場と統合する方向で動いており、その過程で自国市場を外国人投資家に徐々に開放しているのです。

株式投資家の立場からすると、上海市場が2014年に、深圳市場が2016年にそれぞれストックコネクト(相互株式投資制度)を導入したことで、ようやく煩雑な適格国外機関投資家制度(QFII)の割り当てを使わずに中国A株式を購入できるようになりました。実際、MSCI中国A株式インデックス構成銘柄のうち90銘柄以上をストックコネクト経由で直接購入することができます。

### 組み入れの障壁は低くなっている

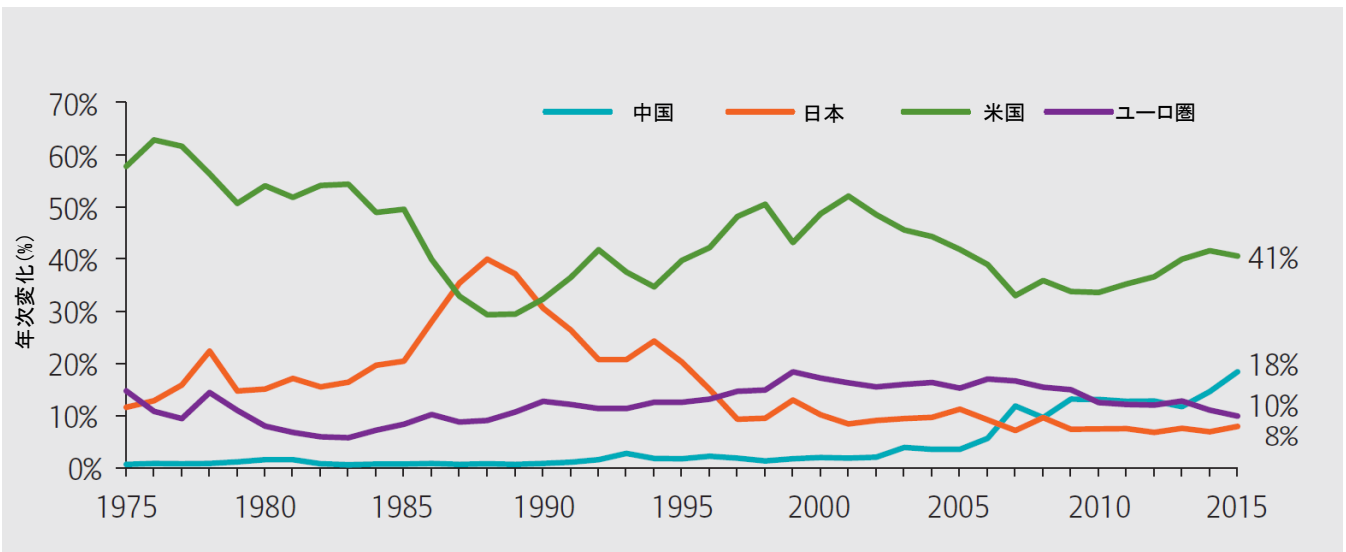
中国市場への投資家のアクセスが増加していることから、大きく2つのことが分かります。第1に、中国A株式について、グローバルインデックスへの組み入れの障壁は低くなっていることです。おそらく今後3年から5年のうちに、株式および債券インデックスにおける中国の存在感は増すでしょう。市場の大きな変動をもたらす外国資本の「壁」があるという事ではなく、投資家は中国A株式市場をもはや無視できなくなっている事を意味しているのです。

第2に、投資家が中国株にアクセスしようとする方法が変わることを示唆しています。オフショアのH株式が大半を占めるポートフォリオとA株式に個別に投資するポートフォリオの間に明確な違いはなくなるでしょう。時間の経過とともに、オフショア市場とオンショア市場が収斂し、「中国全株式」から銘柄を選定することができるようになるでしょう。そして、どの市場に上場しているかに関係なく、確固たる信念に基づく株式投資のアイデアを用いてポートフォリオを構築することができるでしょう。

中国が、中国市場を独立したアセットクラスとして投資家に認めてもらう方向で動いていることは確かです。その結果、これまで以上に多くの投資家の注目が中国に集まるようになり、またアセットマネージャーも、顧客からの高まる要求に応える新たなソリューションとして中国に注目するようになるでしょう。

### 中国株式市場: 世界第2位の市場規模

世界の株式市場の時価総額における主要市場のパーセンテージ



出所: World Bank, Allianz Global Investors, 2015年12月時点。  
中国株式市場は、中国A株式市場と、香港上場市場を参照

## 中国の石炭および鉄鋼業界が今後直面する困難な課題

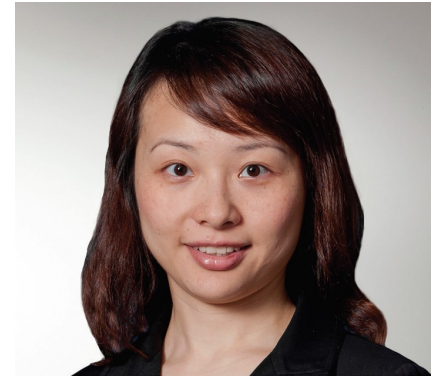
ここ数年、中国の石炭および鉄鋼業界は供給サイドに対する政府の改革政策に悩まされています。そうした改革、とりわけ生産能力の削減が、業界の収益性にどのような影響をもたらしたのかを明らかにするため、グラスルーツリサーチは中国の国営および民間の石炭および鉄鋼会社の複数の関係者に聞き取り調査を行いました。そこで明らかになったことは以下のとおりです。

調査に協力してくれた関係者の半数以上が、2016年の生産能力削減の目標を達成することはできなかったとし、その主な理由は石炭と鉄鋼の価格が予想以上に下落したためだと回答しました。

石炭会社および鉄鋼会社の多くは、倒産を回避するために現状の生産を維持しています。多くの鉄鋼会社は赤字になっていますが、石炭会社はわずかながら純利益を計上しています。

石炭および鉄鋼業界に課された2016年の生産能力削減の目標は、あまりに高すぎて達成できなかったと全員が回答しています。

リサーチ・アナリストのローズ・リュウは次のようにコメントしています。「上記の調査結果から、現場の社員が生産能力の削減目標の達成に懐疑的であることが分かります。また、石炭および鉄鋼業界の利益はまだ十分に回復しておらず、鉄鋼会社の方が石炭会社よりも悪いということも分かりました」



ジョイ・ウオン  
グラスルーツ<sup>SM</sup>リサーチ・アナリスト

2017年の見通しとしては、石炭会社関係者の予想を平均すると、永久閉鎖となる施設が16%、一時閉鎖となる施設が10%にのぼると予想しています。一方で鉄鋼会社は、永久閉鎖も一時閉鎖もそれぞれ8%でした。

こうした変化の見通しについて、シニア・ポートフォリオ・マネージャーのクリスティーナ・チャンは次のようにコメントしています。「全体として、供給サイドの自制と段階的な生産能力の削減により、需給バランスの不均衡は改善され、生産能力が過剰なセクターの大手メーカーの収益性は緩やかに回復するでしょう。しかしながら、トランプ政権の保護貿易主義が需要の見通しに影を落とす可能性もあります。それでもなお、中国政府がインフラ投資を拡大し、「一帯一路」戦略を推進することで経済成長を下支えし、需要の安定化を図るだろうと考えています。」

## 【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