

11

アリアンツ・グローバル・インベスターズ 洞察

2017年11月

グローバル・ビュー

なぜ弱気と原油は整合しないのか

ブレント原油が1バレル50米ドル前後であった2017年5月に弊社が発行した記事で、原油価格がじわじわ上昇することを予想する理由を説明しました。弊社の見解では、堅調な世界での需要、供給の制約の再来、未だに顕著な投資不足などが、明らかにエネルギー・セクターに投資すべきであることを示していました。

最近、ブレント原油が1バレル60米ドルの壁を突破したことを受け、弊社がここしばらく積極的な見方をしていたこのセクターについて、一部の投資家も見方を改め始めています。しかし、原油に対するコンセンサス予想は未だに弱気で、弊社の考えでは、こうした立場には事実による裏付けがありません。原油安に対しては、なす術がありません。

複数の要因が原油の供給を抑制

世界の需要は、1日当たり9,700万バレルと引き続き回復基調ですが、油田の枯渇は着実に進んでいます。需要増と生産減少に対応するため、原油生産者は全体で1日当たり700~800万バレルの新たな生産を追加する必要がありますが、現在の低価格では、それは困難な状況です。

増産には投資の増加が必須ですが、多くの企業は2014年~2015年の価格崩壊以降、純粋に資金が不足しています。原油価格は2016年1月以来2倍近くにまで上昇していますが、生産者には未だに増産投資を行う余力がほとんどないか、または価格変動を恐れ、増産を敬遠しています。短期的な生き残りが、長期的な投資よりも優先しているのです。

現状の価格が、生産者に増産投資を行う余力を奪っています

また、地政学的な観点からも、原油価格上昇の根拠があります。5月に石油輸出国機構(OPEC)の加盟国は、価格底上げ策として減産の延長に合意しました。しかし、税収の減少によって、一部の産油国は、好況時に積み上げたソブリン・ウェルス・ファンドによる蓄えを取り崩すことを余儀なくされました。これによって、その機関は脆弱性を増し、社会混乱のリスクを高めています。リビア、ベネズエラ、アルジェリア、およびイラクのクルド自治区といった地域での混乱が、容易に供給抑制の恐怖を煽り、そして価格を押し上げる可能性があります。



ニール・ドウエイン
グローバル・ストラテジスト

米国のシェールガスは、シェールオイルより有望である

ほとんどの主要産油国が現在の価格に満足していないこと、そしてOPEC自体が伝統的に市場をリバランスする力を持っていたことを考えれば、1つの疑問が浮かび上がります。伝統的な需要/供給の関係を狂わせている原因は何でしょうか。

3 アジアパシフィックの見通し

習氏、中国の「新時代」への青写真を示す

4 リスクモニター 2017

追随者でなく、リスク・リーダーになるには

5 GrassrootsSM Research

中国は、消費者ローンで消費を煽っている

Allianz 
Global Investors

詳しくはアリアンツ・グローバル・インベスターズのホームページ(www.allianzgi.com)の「insights」をご覧ください。

グローバル・ビュー

その答えは、わずか5年の間に世界のエネルギーの秩序を一変させた、米国のシェール業界です。莫大な埋蔵量を誇るシェールオイル・シェールガスを取り出す新たな技術を活用することによって、米国企業は原油価格を半分にまで引き下げました。米国の消費者エネルギー消費量は、数十年において最低を記録し、OPECの市場カルテルによる支配力は大幅に低下しました。

米国のシェール業界が作り出した天然ガスの紛れもない恩恵は、米国が莫大な埋蔵量を背景に低コストの生産者としての地位を強固にしていることにより、世界中のガス・プロジェクトの多くに深刻な影響を及ぼすと思われる。弊社は、シェールガスによってけん引される米国の天然ガスの供給増は、単に潤沢だけではなく持続可能と考えています。

しかし、それと比較し、米国のシェールオイル・ブームは、現在、2008年以來のすべての原油供給量増加の約60%を占めているものの、持続可能性が低いと思われます。弊社は、さらなる低生産コストによって、シェールオイルの成長が持続またはより加速するとする市場の一致した見解に疑問を持っています。米国のシェールオイルのコストカーブは、景気循環調整後ベースで、市場の想定よりも高い上昇を示しています。

弊社は、生産コスト低下を背景にシェールオイルの成長が加速するという大多数の見解に疑問を持っています

シェールオイル業界の成長のためには、常に新たな油井を掘削し続けることによって、初期の急激な減退曲線を乗り越える必要があります。しかし、石油サービスのリソースがひっ迫し、収益性の問題が浮上するにつれ、新たな油井の採掘ペースは鈍化の一途を辿っています。ある試算によれば、今年の掘削コスト自体が10%~20%上昇しており、米国のシェール業者が操業を続けるためだけでも、より高い価格を必要とするということをさらに裏付けています。

しかし、米国のシェール業界は、概ねキャッシュフローがマイナスであり、事業継続に必要な資金を確保するため、銀行や投資家からの資金調達に依存しています。実際、米国のエネルギー企業は、投資に必要な資金を調達するため、約1,000億米ドルのハイイールド債を発行しています。問題は、こうした動きが、特に金利上昇局面において、この業界にさらなる激しい好不況の波をもたらす不安材料ともなることです。

米国のシェール生産者としては、価格上昇局面においてヘッジを行う機会を捉え、営業キャッシュフローを確保し、一部で将

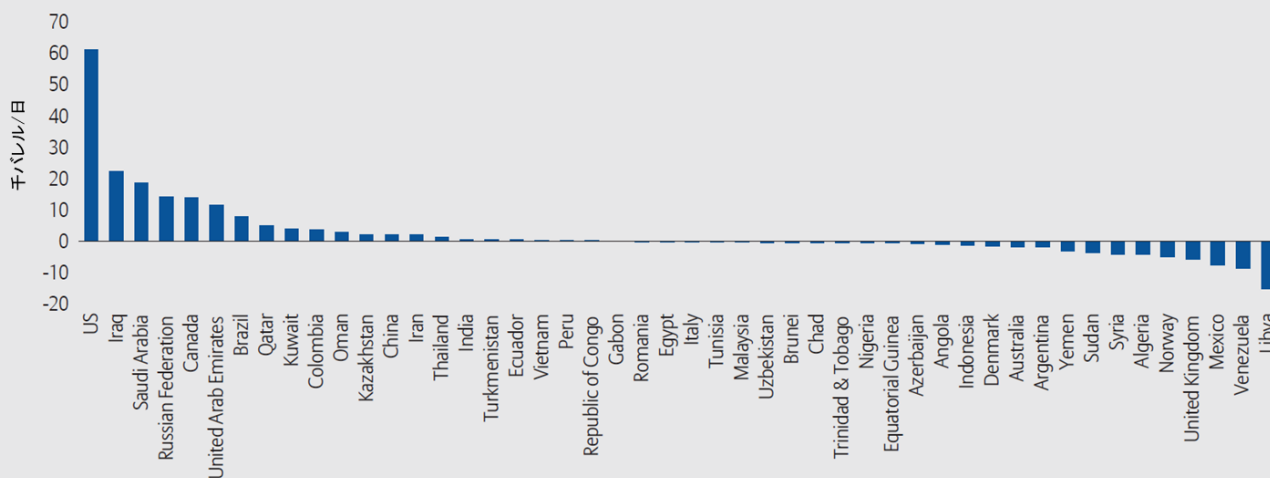
来の生産を守ろうとしています。価格上昇とヘッジの機会がなければ、多くの米国のシェール企業は事業を続けることがますます困難になるでしょう。ここにきて初めて、米国エネルギー生産(E&P)企業の多くがキャッシュフローの範囲内に投資を抑える方針を示し、資本の統制をとり始めた傾向が見え始めています。これによって、E&Pのリターンは強化され、今後の原油供給量の伸びは抑制されることになるでしょう。

原油価格上昇がなければ、米国のシェール企業の多くが財務問題に直面するかもしれません

投資への影響

米国のシェール企業の先行きに対する過剰に楽観的な見方が、世界の多くのエネルギー企業のバリュエーションに必要以上の低下をもたらしたと弊社は考えています。市場において、この米国のエネルギー自給自足という夢がなければ、エネルギー企業はより高い評価となっていたであろうと弊社は考えています。これが転じてエネルギー・セクターが投資家により大きなリターンを提供することを可能にし、供給不足に伴う原油価格上昇見込みに対応するため、エネルギー企業が事業上の必要性が高い投資を実施することを可能にするでしょう。

米国のシェールは、現在の高成長の継続は可能だろうか？
各国の世界の石油生産の成長(2008年から2016年対比)



出所:世界エネルギーに関するBP統計レビュー。2017年6月23日現在。

習氏、中国の「新時代」への青写真を示す

5年に一度、中国共産党の最高指導機関が集結し、重要な意思決定の承認と指導者の変更発表を行います。北京で開催された直近の中国共産党全国代表大会（NPC）が10月24日に幕を閉じて以降、投資家は、世界第2位の経済大国が進む方向を見極めるべく、その結果を分析しています。

特に大きなサプライズの発表はありませんでしたが、一部の投資家は、中国共産党（CPC）の意思決定過程に関する相変わらずの不透明感に懸念を表明しています。同時に、市場は政治的安定の改善と政策の継続性が見られたこと、そして習近平氏の総書記としてのリーダーシップ継続に対するCPCの明確な信任投票に安堵しているようです。

習氏の強固なリーダーシップが確立

NPCにおいて、党大会のメンバーに対し、習氏は3時間以上をかけて、注目された報告を行いました。同氏の総合的な目的は、引き続き「安定的成長」でしたが、一方でCPCの絶対的なリーダーシップとイデオロギーをより一層強調していました。これは、市場の予想と一致するものでした。また、習氏がCPCの中での権力をさらに強めた兆候もうかがえました。

- 党の新たな規約には、習氏の思想が毛沢東と鄧小平のものと同様で、その指導的イデオロギーとして追加されました。
- それまでの伝統を破り、この大会では習氏の後継者の明確な指名を行わずに終了しました。これは、2期目となる5年間の終了後も、同氏が党の指導者の地位を継続する足固めとなるものです。

習氏は、2期目の5年間終了後も中国の指導者の道を歩もうとしています

習氏の青写真:「新時代の中国の特色ある社会主義」

習氏の広範にわたる政治的目標は過去数年間において繰り返して述べられてきましたが、同氏の新たな青写真には、中国の将来の発展に長期的に影響を及ぼすであろう重要項目が含まれています。より抜本的な改革、産業の底上げと改革の重点化、より厳格な環境保護規制などが、投資家に影響を与える可能性のある分野に含まれています。

2020年のビジョンとその後

NPCにおいて具体的な経済成長目標は発表されませんでした。2020～2050年にかけての長期発展計画が初めて公表されました。習氏は、文化的影響力の向上、中産階級の拡大、より平等な社会の確立、公共サービスの改善、およびより清浄な環境の創生によって、中国を2035年までに現代的な社会主義国家とすることを目指しています。この基盤に基づき、中国は2050年までに先進的でバランスのとれた発展による豊かな国となることを目指しています。ただし、成長、安定性および改革の適正な組み合わせを見極めることが、引き続き今後の重要な課題となります。

中国の経済発展における6つの重点エリア

習総書記は、中国の構造変換の重要性を改めて強調し、経済発展において焦点となる6つの分野にスポットを当てました。

1. 供給側の改革—過剰な能力の削減に加え、習氏はリソースの効率的な活用を強調しています
2. 研究と改革
3. 農村地域の開発
4. 共同地域開発



レイモンド・チャン、CFA
アジア太平洋地域株式 CIO

5. 中国の社会主義経済システムの改善（例えば、国有企業の改革、および民間セクター開発の促進）
6. 経済自由化—地域内での貿易と投資を促進する中国の「一帯一路」政策、および貿易の自由化を通しての達成

投資への影響

弊社は、最新のNPCでの発表（または発表がなかったこと）に対し、市場からは様々な反応があると予測しています。透明性の低さおよびチェックとバランスの欠如は、中国の体制に対する投資家の疑念を呼ぶかもしれませんが、その一方で市場は政治安定性の改善、政策の継続性、より抜本的な改革および債務削減を歓迎するでしょう。

北京での習氏の発言はまた、消費の底上げ、電気自動車、自動化、ITインフラ、医療サービス、環境保護などを含む一定の投資テーマが、少なくとも次のNPCまでの5年間においては、中国の成長分野となる可能性があることを示唆しています。

中国関連の主要な投資テーマには、電気自動車、自動化、ITインフラ、環境保護が含まれます

追従者でなく、リスク・リーダーになるには

2017年の好調な株式市場の動向は、単に次の一手をどう打つべきかという不透明感を投資家に残す結果となったかもしれません。リターンを獲得するために、リスクをとることが、今後の最善策かもしれませんが、アップサイドの可能性と、ダウンサイドに対する保護の適正なバランスを見いだすことは、難しいかもしれません。

ここで良いニュースですが、一部の選ばれた投資家のグループが、いわゆる「リスク・リターンの難題」に対する解決策を把握しています。我々は彼らをリスク・リーダーと呼んでいます。それは、その特徴が、他の投資家が自らのリスク・アプローチを向上させるための道を切り開いてくれるからです。

この知見は、弊社の研究「リスクモニター2017」に基づいており、世界中の750以上の機関投資家の見解を調査したものです。その結果は、現在の投資環境における特徴的な課題を浮き彫りにしており、地政学が投資家の主要な懸念材料として初めて浮上しました。5分の3近く(59%)が、最近の政治事象の影響により、組織内でのリスク管理への重点化を進めたと回答しています。

この背景に対して「リスク予算」を最適化することは、従来よりも困難になっています。しかし、リスク・リーダーたち(弊社の調査対象の投資家の約5分の1にあたる)が、この課題に対して、より周到な準備を整えていることを示す根拠があります。彼らは、リスク対応能力に大きな自信を示しているだけでなく、リスクテイキングに関連する複数の重要エリアや、投資手法において、同業者をアウトパフォームしているのです。

それでは、リスク・リーダーの特徴は何かでしょうか。リスク・リーダーの慣行は、潜在的な投資パフォーマンスの改善にどのようにつながるのでしょうか。

弊社は、リスク対応能力に自信を示し、重要エリアでアウトパフォームしている、リスク・リーダーのグループを見いだしました。

リスク・リーダーシップは、トップから始まる

弊社の研究は、リスク・リーダーたちが、組織の上位レベルに由来する強靱なリスク文化を有していることを示しています。他の投資家と比べ、リスク・リーダーたちは極めて高い比率で、組織の上位マネジメントが健全なリスク管理実務の確保と

支援に注力していると答えています(88%、他の投資家は62%)。

これはおそらく、リスク・リーダーが他の競合他社と差別化する上での、最も驚くべき方法であり、リスクを重視するためには、トップがけん引する形で組織全体としての方向性を打ち出す必要があるということを示唆しています。

その他にも、リスク・リーダーには、以下のような特徴があります。

- リスク管理を組織全員の責任として捉える傾向が強く、チーム全体のリスク管理に報いる、組織全体でのインセンティブ制度を導入しています(リスク投資家の48%、他の投資家の28%)
- リスク管理の改善のための投資により積極的です。このグループでは、59%が自組織において今年度リスク管理戦略により多くの投資を実施していると回答しています(他の投資家は41%)。
- また、セカンド・オピニオンを求める傾向が強く、リスク・リーダーではより多く(70%、他の投資家では55%)が、自組織では第三者によるポートフォリオのリスク分析を行っていると考えています。

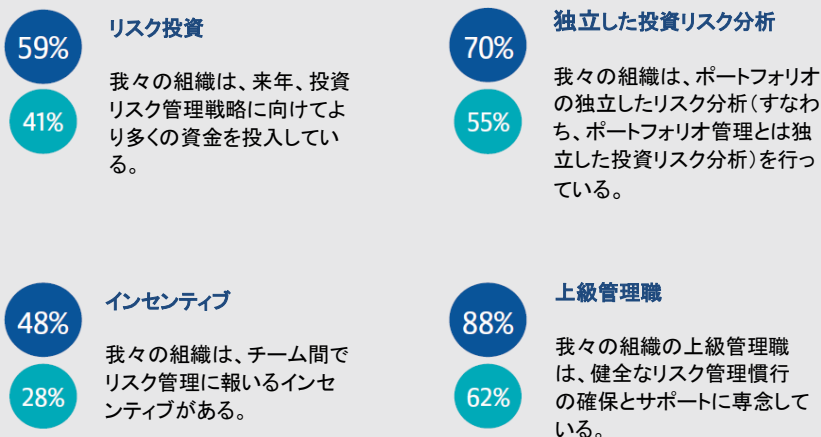
リスク・リーダーたちは、強靱なリスク文化を有しており、リスク管理を組織全体の責任として捉えています。

投資パフォーマンスの改善

リスク・リーダーのこれらの特徴により、パフォーマンス改善の観点では、どのような効果があるのでしょうか。

- おそらく最も重要な点として、パフォーマンス目標を達成する能力により大きな自信を持っています。リスク・リーダーのうち、来年度のリターン予想を引き下げたという回答は、より少数でした(47%、他の投資家は53%)。
- リスク・リーダーは、リターン目標の達成について悲観的ではない傾向がありました。60%がリターン目標の達成がますます困難になっていると回答しているものの、この数字は、他の投資家による同様の回答の3分の2未満となっています。

リスクリーダーにとって、リスクを考慮することは最重要課題



同意する割合

- リスク・リーダー
- その他の投資家

出所: AllianzGI RiskMonitor 2017

リスクモニター 2017

■ リスク・リーダーは、アクティブ投資により注力している傾向があります。より多くが、アクティブ投資がコストに見合うものであると考えています(56%、その他は 46%)。彼らは、現在の市場において、アルファを見いだすことができると思う傾向がより強くなっています。

リスク・リターン・スペクトラムに沿う機動性

全体として、リスク・リーダーは、リスク・リターン・スペクトラムに対処する上で、意のままに使いこなせる投資手法の幅が広いということがあります。4 分の 3 近くがオルタナティブ資産について深く理解していると答えています。これに対し他の投資家では 3 分の 2 にも満たず、よって、リスク・リーダーがポートフォリオを分散化し、リスク予算を最適化する上で、より大きな柔軟性を備えていることを示唆しています。

これらのすべてが、結果的にリスク・リーダーのポジショニングをより自信あるものとしていますが、その経験は、ほんの少しの簡単な手順を踏むことで、大きな差を生むことができるということを示しており、業界全体に対する楽観的な見通しを強調しています。

リスク・リーダーの詳細については、下記をご覧ください。
<http://www.allianzqi.com/riskmonitor>

弊社によるリスクモニター2017 調査の回答者は、年金基金、財団、基金、ソブリン・ウェルス・ファンド、ファミリー・オフィス、銀行、保険会社など、様々な「資産保有」機関を対象としています。この調査は、2017 年 4 月から 5 月にかけて、世界中の広範にわたる調査によって実施されました。755 の機関の回答者は、欧州 250、北米 250、アジアパシフィック 255 と、各地域に均等に割り振られました。リスク・リーダーは、世界の全回答者のうち約 5 分の 1 を構成しています。弊社は、リスク・リーダーを、以下の 3 つの質問に「同意」または「大いに同意」と回答した回答者と定義しました:「リスク管理は弊社の投資プロセスに一体化しており、系統的かつ継続的に、積極的な対応をしている」「自分の組織には、強固なリスク管理の文化がある」、および「弊社のポートフォリオには、次にテール・イベントが起こった場合のダウンサイドへの適切な保護が適用されていると確信している」。

グラスルーツ・リサーチSM

中国は、消費者ローンで消費を煽っている

中国の短期消費者ローンは 2017 年に急速に成長しており、アリアンツ・グローバル・インベスターズの社内調査研究チームであるグラスルーツ・リサーチSMの新たな調査により、これらの ローンは幅広く提供されているだけでなく、大半が個人消費を目的として用いられていることが分かりました。これは、中国の政策立案者が、中国を輸出主導型の経済から消費主導型に移行させるという目的を達成しつつあるという見方を裏付けるものです。

短期消費者ローンは、幅広く提供され、大半が個人消費に用いられています

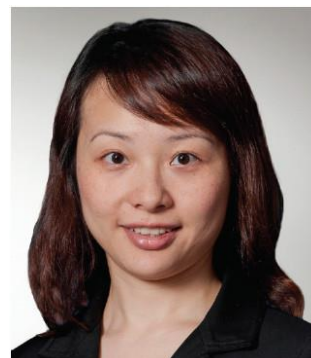
中国における消費者の債務の水準と、消費者ローンの利用に対する姿勢の変化をより深く理解するため、先般、弊社は 2 段階による調査を実施しました。

- Tier 1 都市と Tier 2 都市の 20 名の銀行支店長へのインタビュー
- 中国全土の 526 の顧客に対するオンライン調査

銀行支店長インタビューの結果

弊社がインタビューした銀行支店長のうち 4 分の 3 以上は、住宅ローン以外の消費者ローンの伸びが最近上昇したと答えました。その一部は中国が住宅ローンと企業ローンへの引き締めを強化したためです。ある 1 人の対象者からの説明によれば、「我々は、加熱した不動産市場を抑制するため、住宅ローン・ビジネスを控えるように命じられました。しかし、住宅ローン以外の消費者ローン(への関心)が急速に拡大し、あらゆる顧客層からより一層支持されるようになったのです。」

また、支店長らは、こうしたローンの期間は通常 2 年から 5 年で、主に家計支出(家の改修など)、旅行、結婚、自動車購入、教育や医療費として利用されるとも述べています。これは、こうしたローンを家計支出のみに利用できるよう厳格に規制しようという、中国政府の取り組みとも合致しています。



ジョイ・ウオン
 グラスルーツ・リサーチ = アナリスト

こうした厳格に規制されたローンは、家計にしか利用できません

消費者調査の結果

弊社が、短期消費者ローンの利用に対する姿勢についてオンライン回答者に尋ねた結果、いくつかの顕著な結果が判明しました。

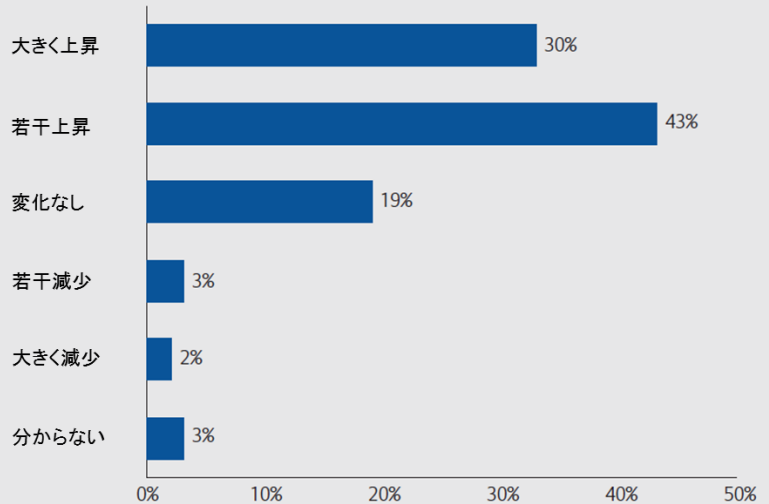
- 消費者ローンはより広く利用可能になっている。回答者の 4 分の 3 近くが前年度において消費者ローンの利用可能性が、「若干」から「大幅」の範囲で上昇したと答えており、これには、クレジットカード、銀行による個人ローンや、ピア・ツー・ピア(P2P)などその他の手段が含まれています。

- ほとんどの人々が、消費者ローンを利用しています。全回答者の76%が、何らかの個人ローン債務を抱えていると明かしています。
- ほとんどが、個人消費のためにこうしたローンを利用しています。銀行支店長らが弊社に語ったことを裏付けるように、オンライン回答者の71%が、過去12カ月において個人消費のために消費者ローンを利用したと回答しています。

消費者債務水準上昇の明確な証拠
 フィナンシャルズ・リサーチ・アナリストの Helen Ye は、中国による国家の高い債務水準を削減しようという協調的な取り組みを背景として見た場合、これらの結果が洞察に富んだものであると考えています。「中国全体としての広義の借入の伸びが本年の大規模な債務削減のトレンドによって低下しましたが、消費者融資は前年比で20%以上の伸びを見せており、経済全体の融資の伸びである12~14%を遥かに上回っています。こうした消費者ローンへの欲求の高まりは、好調な自動車買い替え需要および旅行、医療および教育に対する支出増加を反映したものです。」

消費者金融は以前よりも簡単に見つけやすくなっている

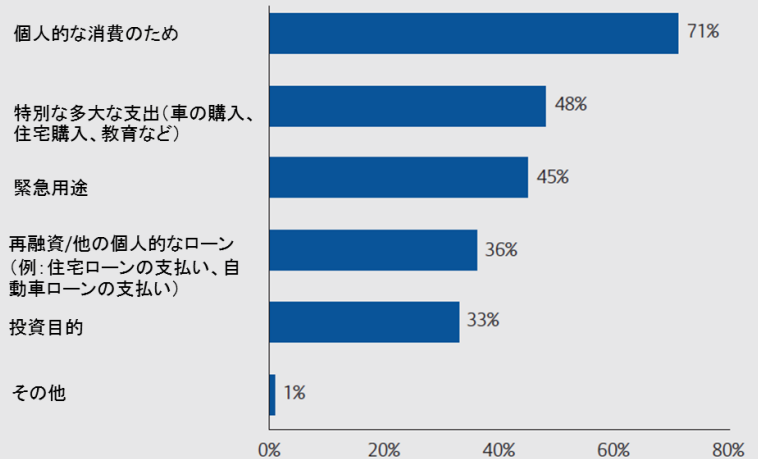
質問: 消費者のクレジット(クレジットカード、銀行からの消費者ローン、および他のチャネルからのクレジット)の利用可能性が12カ月前と比較して変化していますか？



出所: GrassrootsSM Research。
 2017年5月時点。

消費者は個人ローンを消費に利用している

質問: 過去12カ月間に取得したクレジットカードローンまたは個人ローンの主な用途は何ですか？



出所: GrassrootsSM Research。
 2017年5月時点。

【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頂きますが、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