

2017年6月

グローバル・ビュー

原油価格を強気に見ている理由

このところ、原油価格について強気な見方をする投資家は少数派です。しかし、アリアンツ・グローバル・インベスターズは石油業界について1年以上前から前向きな見方を続けてきました。以下に、当社が原油価格が反転上昇すると考え、そして投資家の皆様がこの機会を活かすポジションを検討すべきである5つの理由を挙げます。

1. 世界の原油需要は至って堅調

国際エネルギー機関(IEA)は、2017年の原油需要成長予測を140万バレル/日から130万バレル/日に下方修正しましたが、世界の需要は依然として至って堅調です。また、原油在庫は減少を続けており、一方で世界の景気は上向きとなっています。以上の要因によって、原油価格が上昇しても堅調な需要が下支えされるものと考えられます。

2. 原油供給の制約となる複数の要因

5月25日、石油輸出国機構(OPEC)加盟国と非加盟国の間で、原油供給過剰の抑制、価格の底上げ、および一部の脆弱な産油国の支援を目的に、原油減産の継続が合意されました。既に地政学的な緊張が高まっている中、こうした原油依存諸国の先行きに市場がより神経を尖らせるようになれば、原油価格がさらに上昇する局面もありえます。

主要産油国は減産継続に合意しました。

3. 新たな油田の発見は減少している

ここ数十年間、新たな油田の発見はますます困難になっており、現在では、世界経済は少数の古い巨大油田に依存せざるを得ない状況です。リザーブ・リプレースメント・レシオ(原油の生産による費消を新たな発見でどれだけ補えるかを計る指標)は、過去70年のほぼ最低水準となっており、原油採掘に対する投資が大きく増加しない限りこの数字が上向くことはなさそうです。残念ながら油田の発



ニール・ドウエイン
グローバル・ストラテジスト

見は減少しており、我々はその影響が2019年までにじわじわと浸透し、著しい供給減少につながると考えております。そう遠くない将来、市場では再び原油価格が急騰する可能性があります。

4. 米国シェール業界の抱える問題

近年、新たなテクノロジーと採掘技術が米国のシェールオイル・ブームに寄与し、大幅な供給増加と原油価格下落を促しました。昨年後半、OPEC諸国が主に価格下落への対抗措置として原油減産に踏み切った際、米国のシェールオイル生産者はこぞとばかりに生産と輸出を拡大しました。これによって世界原油市場の需給バランスはさらに変動しました。

シェールオイルは、米国のエネルギー企業にとって明らかに有望な収益源であるものの、しかし、米国は今でも原油および石油関連製品の純輸入国であることに注意する必要があります。さらに、米国のシェールオイル業界全般としては、キャッシュフローとしてはマイナスとなっていることや人員・設備に対する制約の増大、さらには急速に強まっている、事業継続が不可能なレベルの低コスト化への圧力など、複数の重要な問題に直面しています。

米国シェール企業は、マイナスのキャッシュフロー、人員・設備に対する制約、事業継続が不可能なレベルの低コスト化への対処を迫られています。

5. 好景気のアジアにおける国内産油量の低下

中国国内での産油量は減少しており、今後さらに減少が見込まれます。同時に、中国のエネルギー需要は人口増加とともに拡大しています。つまり、中国は国内産油量の不足を補うために、今後ますます世界市場に依存し続けることになるということです。さらに、インド、インドネシアやその他のアジア諸国でも、地域全体で著しい経済成長が見込まれる一方で、産油量は減少しています。こうした状況も、世界市場における需要増をもたらすことになるでしょう。

現在の低価格は、原油は投資家にとって魅力的な投資対象に

5月15日、サウジアラビアとロシアは、余剰在庫の抑制に向け、原油減産を2018年3月まで延長することに合意したと発表しました。こうした動きは5月25日のOPEC諸国と非OPEC諸国間の合意にも影響を与えたものと思われる。

やがて、過剰在庫が正常化されれば、いずれはこうしたOPECの減産は解除され、需給バランスもより正常な状態となるでしょう。さらに、油田開発の停滞や新規油田開発に対する制裁に地政学的な緊張も加わり、世界的な供給減少を招くことになると思われる。こうした要因の積み重ねにより、世界的な産油余力が史上最低水準となり、原油価格急騰の遠因となる可能性があります。

投資家としては、在庫減少に伴う中長期的な原油価格の高騰に備えるべきです。

また、目前に迫るサウジアラムコの新規株式公開をめぐる市場の盛り上がりも予想されます。同社の時価総額は、世界の上位10社に入る規模になると予測されています。市場の期待が大きくなりすぎて企業価値の実態以上で取引されるとなれば、正常な価格形成をゆがめる可能性があります。

ここ数ヶ月では、市場で期待されていたほど急速な在庫削減が見られなかったため、原油価格は低迷しています。このため、投機的なロング・ポジションは縮小しました。我々は、この原因の少なくとも一部は、世界の在庫に関する有用なデータがなかったことにあると考えています。つまり、市場が米国のデータのみ注目していたということです。いずれにせよ、通常この時期には季節要因により在庫が積み上がり、価格は下落します。このことは、投資家にとって、魅力的な長期投資の機会になると考えています。

需給バランスの不均衡の変動

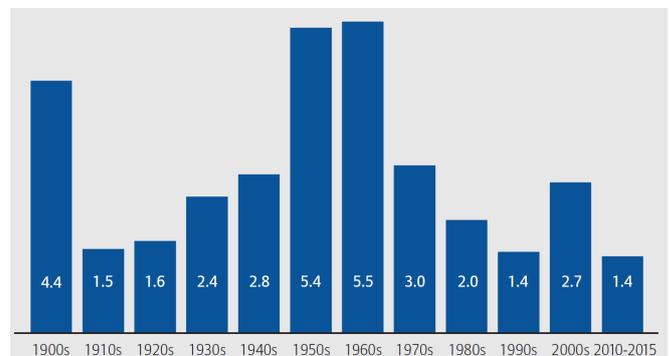
世界石油供給/需要、百万バレル/日



出所: 国際エネルギー機関 (International Energy Agency)、2016年12月31日

エネルギー生産の成長は減速している

エネルギー生産量の伸び率(百万トン)/10年



出所: 国際エネルギー機関 (International Energy Agency)、2016年12月31日

ポピュリズムの経済学

昨年来、ポピュリスト現象が話題となっていますが、多くの政治の流れと異なり、この現象は世界の経済成長と市場に対する厳しい逆風となる可能性があります。投資家にとっては、変わりゆく情勢に応じてアクティブなポートフォリオを構成するため、この影響を理解することが極めて重要になります。

株価上昇を謳歌している投資家も依然としていますが、株価上昇が長く続きすぎていると懸念する声もあります。当然のことながら、売買の最適なタイミングを見極める方法はありませんが、投資サイクルで最も収益を獲得できる機会は最後まで残っているといえるでしょう。手仕舞いが早すぎると、収益獲得の機会損失が大きくなりかねません。

主張に違いはあれど、大多数のポピュリストは反グローバル化

こうしたポピュリスト・ムーブメントは、一律に政治課題を共有しているわけではないのは確かで、それは特にビジネスや市場に対する対応に現れています。

- 一部のポピュリスト(ドナルド・トランプ米大統領やオランダ・自由党のヘルト・ウィルダース党首など)は、明確に市場優先の政策を掲げています。

一部のポピュリストは市場の政策を掲げていますが、大多数は強硬な反グローバル化の立場をとっています。

- その他のポピュリスト(ギリシャの急進左派連合やマリーヌ・ルペン氏の国民戦線など)は、経済活動への大規模な国家介入を目指しており、これは市場が一般原則として容認できないレベルです。

同時に、一部の例外を除き、ほとんどのポピュリスト団体に共通している信条がいくつかあります。

- EUや国連などの多国籍機関を犠牲にした、国家主権の強化
- 直接民主主義の強化に対する意欲
- 反移民政策の促進
- 物品やサービスの自由な移動の制限
- 不平等解消の追求



シュテファン・ホフリッチャー、CFA

チーフ・エコノミスト

こうした原則の多くは、明示的または黙示的に反グローバル化を意味する政治課題に反映されており、当社はそれらがポピュリズムの台頭と求心力を支える主要因の1つになっていると考えています。

振り子はグローバル化から遠のいた

グローバル化、ならびに物品、サービスおよび労働市場の自由化は、約35年前に急速な広がりを見せ、そのおかげで全般的に社会福祉は向上し、全体的な貧困レベルの低減が促進されました。しかし、グローバル化は「勝者」を生み出しただけでなく、西側諸国では多くの有権者が相対的な意味での「敗者」となりました。多くの国で所得格差がこの数十年で最大となっており、先進国の長期的経済成長は、世界金融危機前の水準から見れば、いまだに低水準であることを考慮する必要があります。

グローバル化はすべての人に利したわけではありませんでした。所得格差は拡大し、長期的な成長は多くの国でいまだに低水準です。

これを考えれば、ポピュリズムへの転換は決して驚くべきことではありません。特にハーバード大学の経済学者ダニ・ロドリック氏の主張に倣えばなおさらです。ロドリック氏は、社会がグローバル化、強い国民国家、民主的権利の3つを同時に追求することはできない、と考えています。このうち1つを必ず犠牲にしなければならない、ということです。現在、振り子が密接な経済統合から遠ざかり、個々の強力な国民国家に向かって振れている理由は、このことから説明できるのかもしれない。

ポピュリズムが投資に及ぼす影響

投資の観点からは、ポピュリズムの拡大は経済成長と市場に以下の長期的な影響を及ぼす可能性があります。

1. 反自由貿易政策・反移民政策は、国際的な労働の分業を制限し、長期的な経済成長の推進力となるべき生産性を損ないます。その結果、世界の長期的な成長は頭打ちになる可能性が高まります。
2. 反グローバリゼーション政策は、輸入品の値上がりにつながるため、インフレを助長します。その結果、インフレ率が上昇し、長期的に低下した貨幣価値を補うために投資家が支払うプレミアムも上昇します。
3. ポピュリスト政権が富の再配分を行う政策を導入した場合、労働分配率が上昇し、利益配分が低下する可能性が高いでしょう。過去の経験則から、これはリスク資産に対する逆風となるかもしれません。
4. 反グローバリゼーション政策の比重が低い国は、比較的高い成長が期待できるでしょう。ドイツ、カナダおよび日本は世界の主要な経済大国の中では「安全」な部類に入ります。しかし、ポピュリスト政権が統治する国々の間でも経済政策は大きく異なる可能性があります。したがって、我々は経済成長率のばらつきが大幅に拡大し、経済成長率はこの20年間で最低レベルに近づくのではないかと見込んでいます。
5. 新興国市場は、最もグローバリゼーションの恩恵を受

けているため、リスクが生じます。その結果、新興国はその軸足を西側諸国への輸出から、消費主導型の成長や域内貿易へと移行させる必要に迫られます。東アジア地域包括経済連携は、向かうべき方向への第1歩と言えます。

6. ポピュリストの勢力拡大によって経済政策の不透明感が高まる中、本来はリスク・プレミアムの上昇を期待するところでしょう。しかし昨年夏からの景気循環的なマクロデータの改善により、ポピュリストの台頭が投資に及ぼすネガティブな反動が、その陰に隠れてしまいました。しかし、時間の経過とともに、市場は政治的な不透明感の高まりに対する懸念を強めるかもしれません。

ポピュリズムの時代における投資戦略

ポピュリズムの台頭は、グローバリゼーションから取り残されたと感じ、賃金格差の拡大に不満を持つ有権者からの明確なシグナルです。また、このトレンドは経済成長と市場に対しても深刻な逆風となる可能性があります。おそらく足元ですぐに影響があるというよりは、長期的に影響を及ぼすことになるでしょう。このため、アクティブ運用を行う投資家にとっては、機会を活用してポートフォリオを上手く配分し、この強力な政治力に関連するリスクを管理する時間を確保できるでしょう。

アジア・パシフィックの見通し

韓国の新大統領を待つ陰しい道のり

2017年5月9日、文在寅氏が韓国新大統領に就任し、朴槿恵前大統領の弾劾によって生じた政治的空白が埋まることとなりました。朴氏は、親友である崔順実氏の権力乱用による前代未聞の政治スキャンダルの渦中にいました。

選挙運動において、文氏が掲げた韓国での生活の質を向上させるための数々の公約が有権者の共感を呼んだのは確かであり、同氏は前大統領が残した淀んだ政治情勢に新鮮な空気を吹き込む決意を抱いているように思われます。文氏の勝利が最終的に韓国経済と企業環境にどのような影響をもたらすかはまだわかりませんが、文氏が表明した見解に基づき、今後5年間、同氏がこの国をどこへ導こうとしているのかを検証したいと思います。



レイモンド・チャン、CFA

アジア太平洋株式CIO

文氏は前大統領が残した淀んだ政治情勢に、新鮮な空気を吹き込もうとしています。

法人税の活用による社会支出の拡大

文氏は、公共セクターでの雇用拡大、高齢者手当の支給、幼児および高校生の教育無償化、前政権の自由韓国党(朴槿恵前大統領の所属政党)が行った政策の中で支持の高かった多数の取り組みに着手しようとしています。新政権は、こうした支出の財源を確保するため、税額控除を制限することによって企業への課税額を増

やすことを目指すか、または法人税率を直接引き上げる可能性があります。いずれの場合も、企業収益に対する足かせとなる可能性があります。

社会支出の拡大と最低賃金の引き上げを目指す文大統領の意欲的な計画は、法人税増加を招き、収益を毀損する可能性があります。

また、新政権は2020年までに最低賃金を大幅に引き上げることも目指しています。政府は年間平均15%を超える増加を提案していますが、これは過去3年間の平均6~7%と比較して著しい増加です。こうした変更により、他の変更も加わることで、労働コスト負担が飛躍的に増加する可能性があり、特に小売業者への影響が大きいでしょう。

企業改革による株価への下押し圧力が強まる可能性

財閥(chaebol:韓国語で大財閥を意味する)の改革は、文氏にとってもう1つの大きな政策課題です。文氏の計画は、財閥オーナーが、相続計画のために自社株式や非上場子会社との取引を悪用して、規則を不正に操作することを重点的に阻止しようというものです。また、同氏は大統領恩赦の実施条件をより厳格にするとも述べていますが、こうした重要な公約の多くが果たしてどのような形で実行されるのか、しばらく様子を窺う必要があります。

短期的には、文氏は韓国の公正取引委員会を通して、財閥と中小企業間の取引の透明性と公正な取引慣習の向上を目指すものと思われます。これは、長い目で見れば韓国にとっては前向きな動きでしょう。しかし、我々はこれらの施策によって、公共サービス関連セクター(公益事業、電気通信サービス、さらには食品・飲料など)の株価が圧力を受けることを警戒しています。韓国政府には、過去にもこうした圧力をもたらした前歴があります。

財閥の改革および透明性の向上は優先度の高い政策課題です。これらは韓国にとっては前向きな動きかもしれませんが、株価への下押し圧力をもたらすでしょう。

北朝鮮との緊張緩和が最優先課題

新政権におけるもう1つの変化は、北朝鮮の脅威への対応に関するものです。文氏は、2国間の対話を再開し、現在の紛争を非核化により平和的に解決するために、米国や中国などの利害関係国と緊密に協力していくことを誓約しました。これについては、言うは易く行うは難し、という状況であることは間違いありませんが、しかし、文政権は少なくとも北朝鮮との緊張をエスカレートさせることはしないとされますので、投資家にとっては良い材料になるでしょう。

大きな野心—そして険しい今後の道のり

主要な法改正(税法および賃金改正含む)には、韓国国会の承認が必要であることを考えれば、文氏の意欲的な経済計画が実現するかどうかを語るのには時期尚早でしょう。第1党である民主党は、300議席のうち119議席しか占めておらず、主要法案の可決に必要な180議席には遠く及びません。さらに、右派政党である自由韓国党と正しい政党(合わせて126議席を占める)には、増税と急激な最低賃金引き上げに抵抗してきた経緯があります。

以上から、新政権の経済的・政治的成功を予測するのは時期尚早ですが、我々はその道のりは険しいものになると予想しています。同時に、我々は文氏が国民とオープンに意思疎通を図り、党内外の双方の意見に耳を傾けようとしていることに希望をもっています。前政権の残した腐敗というイメージによって、国民は文氏の新政権に対して極めて高いモラル水準を求めています。それがこの国にとっては望ましいスタート地点となります。

我々は、新政権の険しい道のりになると予測していますが、文氏がオープンな意思疎通を図り、幅広い意見に耳を傾けていることに希望をもっています。

安全性の懸念にもかかわらず、国外旅行は上昇傾向

テロ行為、政治不安、旅行に対する制限などが、ここ数ヶ月間、世界中で話題のニュースとなっていますが、国境をまたぐビジネスやレジャーの海外旅行に影響を及ぼしているでしょうか？夏休みシーズンが近づくにつれて、この疑問に関心が高まっています。その回答を得るために、グラスルーツ・リサーチは最近、6ヶ国から1,400人以上に、国外旅行の計画について調査を行いました。

グラスルーツ・リサーチは最近、6ヶ国から1,400人以上に、国外旅行の計画について調査を行いました

一部の回答者は明らかに安全性に対する懸念を持っていることがわかりましたが、ほとんどの国では消費者は国外旅行（自国以外の旅行）の計画を変更していません。事実、添付のチャートが示すように、一部の国では多くの人々が、来年にはより多くの他国への国外旅行を計画しています。

調査における5つの重要な発見

1. ビジネスではなくレジャーが旅行の主な目的

調査が行われたすべての国で、最近の国外旅行の大半は、レジャー目的でした。ビジネス目的が2桁となったのは、イタリア（18%）、米国（14%）、スペイン（12%）だけでした。

2. 米国は国外旅行の回数が最も少ない

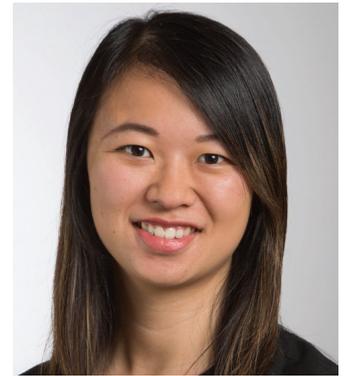
米国は一度も国外旅行したことの無いとする回答者が最多となりました。一方で、過去5年間に国内旅行した人数は最も多くなっています。他のすべての地域の回答者は、もっと頻繁に国外旅行しました。米国ではわずか16%に対して、英国では64%が少なくとも1回は国外旅行をするなど、英国人が昨年、最も多くの国外旅行をしています。

3. 安全性への懸念は英国では低い

我々の調査では、グローバルな安全性の懸念が重要な要因であることがわかりました。今後12ヶ月間に旅行を計画しているドイツ、イタリア、フランス、米国の回答者は、安全が海外旅行をするかどうかの大きな要因としています。英国の旅行者にとっては、航空運賃やホテルの費用の上昇が懸念材料でした。しかし、5月と6月のテロ攻撃が世論を変えたかもしれません。

4. 旅行は減少せず、横ばい、もしくは増加傾向

調査を行った人のほとんどは来年の旅行計画を変更する予定はありませんでした。例外はスペインとイタリアで、回答者は今後12ヶ月でさらに旅行を計画しています。



アジー・ウオン

グラスルーツSMリサーチ・アナリスト

ほとんどの回答者は今後12ヶ月間で旅行計画を変更する予定はありませんが、スペインとイタリアではさらに旅行を計画しています。

5. 経済見通しの改善と旅行費用の低下が重要な要因

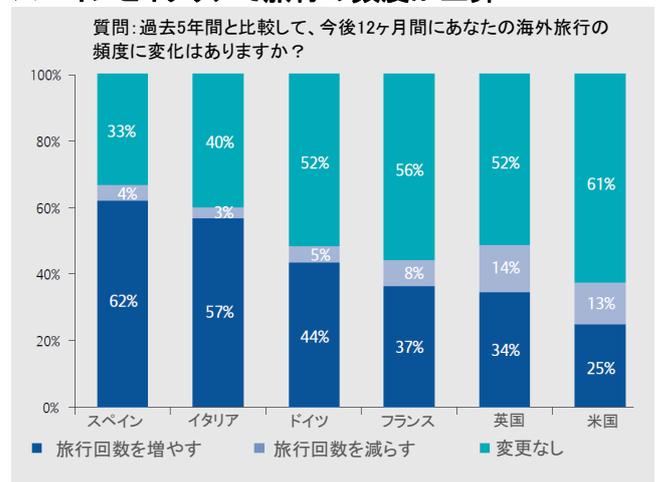
今回の調査はまた、今後12ヶ月間の海外旅行への関心をひきつけている要因を明らかにしました。注目点:スペインの回答者の3分の2は、経済見通しが好調であることと回答し、イタリアの回答者の67%が航空運賃やホテルの費用が低いことと答えました。

旅行業界にとって一般的にポジティブな傾向

シニアリサーチアナリスト（消費財）のJon Wolfenbargerは、この多国間にわたる調査結果を受け、次のように述べています。「消費者は、過去5年間に比べて、来年はさらにレジャー旅行に消費を振り向ける予定です。この増加は、一般的にポジティブな経済見通しによるもので、旅行制限は障害になっているとは思われません。」

消費者は、過去5年間に比べて、来年はさらにレジャー旅行に消費を振り向ける予定です。

スペインとイタリアで旅行の頻度が上昇



出所: グラスルーツ・リサーチ (2017年3月末現在)

【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