

# 9

## アリアンツ・グローバル・インベスターズ 洞 察

2017年9月

グローバル・ビュー

### 北朝鮮による地政学的緊張の高まり

北朝鮮は、大陸間弾道ミサイル(ICBM)の発射テストを行い、米領グアムに向けてのミサイル発射を示唆し、新たな水爆実験に成功しました。こうした状況で、米国と北朝鮮における主張の対立はここ数カ月間に非常に激しくなっています。

米国は今年初めに、北朝鮮が核実験を止めるよう中国に協力を求めました。中国が最大限協力しないのであれば、貿易制裁を課す可能性があることをドナルド・トランプ大統領が発表したにもかかわらず、こうした試みは失敗に終わったようです。

最終的に中国は北朝鮮に対して従来よりも強く出ましたが、北朝鮮に大きな影響を与えるような制裁手段にはなっていません。これにとどまらず、中国は北朝鮮の政権崩壊を望んでいません。

あらゆる関係国で緊張が高まり、判断ミスが生じるリスクにさらされていることは明白です。明らかに有効な解決策がないだけでなく、核戦争のリスクが冷戦終結以降で最も高まっています。

#### 軍事行動は市場に深刻な影響を及ぼす

アジア各国の経済にとって、どのような種類であれ軍事行動がもたらす結果は非常に深刻なものになるでしょう。世界の貿易は一時的に停止し、高騰した米ドルが危機の間に世界で最も安全な通貨となる可能性があります。米国と北朝鮮の対立がどの程度深刻化、長期化するかに左右されますが、韓国と日本の金融市場が最も大きな影響を受けることは明白です。

どのような種類であれ軍事行動により世界の貿易は一時的に停止し、米ドルは高騰するでしょう。

多くの世界産業の中でも、サプライチェーンが軍事行動の



ニール・ドゥエイン  
グローバル・ストラテジスト

影響を受ける可能性があります。例えば、韓国は電子部品と自動車部品の世界有数の供給国であり、生産量が影響を受ける可能性があります。2011年の福島原発事故が経済全般に影響を与えたのを我々は経験しています。

多くの市場がほぼ過去最高水準で推移し、消費者信頼感指数も高水準で安定している中、軍事的対立により、投資家のセンチメントが冷え込み、自信が失われると予想されます。また、軍事衝突が起きた場合、中央銀行は、結果が明らかになるまでタカ派の姿勢を弱める可能性があります。

我々は、朝鮮半島で戦争が勃発する前に3つのカギとなる兆候が見られると考えています。

- 北朝鮮では、同国政府が民間防衛訓練を実施する可能性が高いでしょう。これには、地下トンネルを開き、平壤のエリートを安全な場所に移動させるリハーサルが含まれます。
- 韓国では、米国軍の家族の同国からの避難が重要な兆候となるでしょう。
- 韓国には50万人を超える日本人が居住しており、戦争が勃発する可能性が高くなれば、日本政府は韓国在住の日本人に対して、真っ先に本国への帰国を呼びかけるでしょう。

---

韓国在住の日本人の本国帰還が、戦争勃発の可能性が高まっていることを示すでしょう。

---

### 地政学的懸念がすでに投資家に影響を及ぼしている

北朝鮮により地政学的緊張が高まり続ければ、市場のボラティリティもさらに上昇する可能性が高いでしょう。しかし、少しのなぐさめにしかならないかもしれませんが、世界情勢に悩まされている投資家は、こうした状況にあるのが自分だけではないことを理解すべきです。本月号で説明されているように、AllianzGIの最新のRiskMonitor調査では、大半の投資家にとって、地政学が最大の関心事となっています。

現在の地政学的緊張に前例があるのは安心材料と言えるでしょう。過去に政情不安が高まった際には、リスクを取る好機になることがたびたび証明されています。こうした環境は、パッシブ運用よりも格段に素早く資産を再構成できるアクティブ運用にとって追い風となるはずで

我々が注目している投資トレンドの一つは防衛費です。トランプ政権誕生以降、トランプ大統領は同盟国よりも自

国に対して資源を集中させたいと考えているため、欧州およびアジア諸国は軍事費の拡大を強いられると、我々は一貫して主張してきました。

---

欧州およびアジア諸国は軍事費を増大させると予想されます。

---

この種の支出が実現するには時間がかかることに注意すべきです。空母、戦闘機の複雑な調達を含む防衛プログラムの大部分では、予算要求と構築に数年間を要するため、適切な投資機会を見極めるのは困難です。

しかしながら、我々は防衛費の増大傾向に注目し続けています。世界をより平和にするかどうかにかかわらず、防衛費の増大は軍事会社および供給会社にとって追い風となるでしょう。

---

## RiskMonitor

### 最新の調査により、投資家がリスク・リターンの難問に直面していることが明らかに

金融市場が孤立した動きをするのではなく、最近では、地政学が投資家の行動に最も影響を及ぼしています。米国と北朝鮮の間の緊張および米政府の政治的混乱を踏まえると、このことは決して驚きではありません。しかし、最新のAllianzGI RiskMonitorでは、不安の度合いが調査され、世界の機関投資家にとって地政学的緊張が最大の懸念材料であることが示されました<sup>1</sup>。

---

足元で世界の機関投資家にとって地政学的緊張が最大の懸念材料となっています。

---

地政学が、不安材料として金利上昇や景気減速などの他のリスク要因を上回ったのは、本調査が世界的に開始された2013年以降で初めてのことで

#### 地政学リスクに注目が集まる

RiskMonitorは毎年、投資家のリスク、ポートフォリオ構築および資産配分に対する考え方を調査しています。今年は、北米、欧州およびアジア太平洋の750を上回る機関投資家に対して調査を行いました。その内44%の投資家が、地政学が投資実績に影響を及ぼす主要なリスクであると回答し、これは世界経済の減速(41%)および金利上昇(32%)を上回っています。

イベントリスクと株式市場のリスクも1年前の調査と比較して、機関投資家の議題として重要度が急速に増えています。

- 投資家の10人に9人(91%)が、イベントリスクが脅威であると見ています。1年前にはわずか4人に3人(75%)でした。
- 株式市場のリスクも同様の割合で、投資家の90%が脅威と見ています(2016年は77%でした)。

おそらく最も顕著なのは、向こう1年間にテールリスク・イベントが発生しないと考えている投資家が26%にすぎない点です。反対に、投資家の45%がこのようなイベントが発生する可能性が高いと考えており、1年前(37%)と比較して大幅に上昇しました。

投資家が金融システム全体に対して自信を深めていることは明るい材料です。取引先リスクを懸念している投資家はわずか20人に1人で、2015年には5人に1人でした。このことは、規制などの要因により市場に対する信頼感が回復したことを示しています。

## リスク管理を再び重視

地政学に対する懸念の高まりは、投資家の行動に影響を及ぼしています。投資家の約5人に3人(59%)が、最近の政治イベントを踏まえて、組織内でリスク管理の強化を高めたと回答しています。

投資家がリスクとリターンのバランスを図ろうとする中、アクティブ運用に注目が集まっています。投資家の3人に2人(65%)が、足元の市場環境において、アクティブ運用が重要な役割を果たすと回答しています。

しかし、リスク管理の伝統的手法は、足元の市場環境において試練にさらされています。実際、RiskMonitorの調査結果によると、投資家は、不透明な市場においてリスクとリターンのトレードオフの最適化を図る中、リスク・リターンの難問に直面しています。

こうしたジレンマは、向こう1年間のリターン予想を引き下げた投資家の割合からうかがえます。株式市場の最近のパフォーマンスが好調であるにもかかわらず、投資家の半分超(51%)はリターン目標を引き下げ、53%はテールリスクを抑えるために、上値余地を犠牲にする意向であると回答しています。

## 新たなリスク管理戦略に対する要望

投資家はリスク・リターンの難問を解こうと格闘していますが、既存のリスク管理手法に欠点があることに気づいています。投資家のほぼ5人に3人(58%)が、リスク・リターンのトレードオフのバランスを取る新たなポートフォリオ戦略を求めています。

今のところ、大部分の投資家が、資産クラスの分散(68%)、地域による分散(66%)などの伝統的なリスク管理手法に依存しています。ダイレクトヘッジ(29%)、通貨オーバーレイ(29%)、テールリスクヘッジ(26%)などの戦略は、わずかな割合にとどまっています。

さらには、伝統的な資産クラスの分散により、テールリスク・イベントから効果的に守られると考えている投資家はわずか47%にとどまっています。これに代わり、代替資産クラスに対して一段と関心が集まっており、投資家の69%が、代替投資が有効であり、ポートフォリオにおいて必要とされる役割を効果的に果たしていると考えています。

## リスクリーダーの出現

投資家が伝統的手法を超える新たな手法を求める中、リスク管理に優れたリスクリーダーが現れているのは明らかな材料です。投資家の約5人に1人が、リスク・リターンの

### 地政学的リスクは投資家が最も懸念する



#### グローバル

地政学的緊張の高まり  
(シリア戦争、北朝鮮等) **44%**

世界経済成長の停滞 **41%**

地政学的緊張の高まり  
(シリア戦争、北朝鮮等) **32%**

米国の政治動向 **31%**

新たな資産バブル **24%**



#### 米国

世界経済成長の停滞 **41%**

地政学的緊張の高まり  
(シリア戦争、北朝鮮等) **40%**

米国の政治動向 **39%**

地政学的緊張の高まり  
(シリア戦争、北朝鮮等) **30%**

新たな資産バブル **22%**



#### 欧州および中東

地政学的緊張の高まり  
(シリア戦争、北朝鮮等) **45%**

世界経済成長の停滞 **43%**

金利引き上げ **31%**

欧州の政治イベント **29%**

米国の政治動向 **23%**



#### アジア太平洋

地政学的緊張の高まり  
(シリア戦争、北朝鮮等) **47%**

世界の経済成長の停滞 **39%**

金利引き上げ **35%**

米国の政治動向 **31%**

為替変動(米ドル高、  
中国人民元安など) **30%**

出所: Allianz Global Investors RiskMonitor 2017、2017年5月時点。上図は「はい」と回答した回答者の割合。複数回答可。

課題を解決した経験があると回答しています。

- リスクリーダーは、リスク管理を投資プロセスの不可欠な要素として組み入れています
- リスクリーダーは、経営幹部のリーダーシップの下で、強固なリスク文化を築いています。
- リスクリーダーは、分散化のために、他の投資家よりもオルタナティブ資産に投資する傾向にあります。

リスクリーダー達は期待リターンを達成できると、自信を深めていることを確認できました。

- 向こう1年間に期待リターンを達成できると、リスクリーダーが自信を深めていることは重要です。

市場が足元の地政学リスクを織り込んでいるのかどうか投資家が疑問に思ったとしても、リターン獲得にはリスクを取ることが重要であることも投資家は理解しています。現在、リスク管理とは、下落に対して最適な備えを講じる一方で、資産の再構成に素早く対応し、投資機会を捉えることを意味します。我々の調査は、リスクに対して新たな非伝統的な手法を探し求めている投資家が増えていることを示しており、明るい材料と言えるでしょう。

### 市場をリードする：リスクリーダーの特性<sup>2</sup>

リスクリーダーは共通して高い意識を持っている



彼らはリスク管理を投資プロセスの不可欠な要素と考えている



彼らは強固なリスク管理カルチャーを持っている



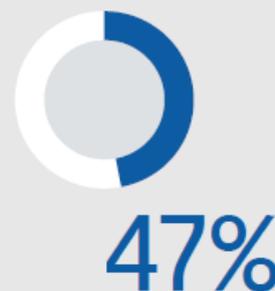
彼らは、次のテール・リスク・イベントに備えて適切なダウンサイド・プロテクションを実装

リスクリーダーは多くの投資分野で優位性を持っている



結論：

リスクリーダーはより良い期待リターンを持っている



他の投資家(53%)

と比較して、2017年の期待収益率を低下させた

リスクリーダーの割合は**47%**。

リスクリーダー ● ● その他

出所：Allianz Global Investors RiskMonitor2017、2017年5月時点。

## 分散投資およびリターン獲得を目的としたオルタナティブ資産

地政学的イベントに対する不透明感が高まり、利回り追求が喫緊の課題となる中、機関投資家はリターンと安定の新たな源泉を求めており、オルタナティブ投資の価値を一段と評価しています。世界の投資家の10人に7人(69%)が、ポートフォリオにおいて必要とされる役割をオルタナティブ投資が果たしていると回答しています。

オルタナティブ資産により分散化が進む一方で、リターンの源泉の差別化を図ることも可能です。実際、機関投資家がオルタナティブ資産へ配分する最大の魅力は依然として分散化であり、31%の投資家が理由として挙げています。投資家の約5人に1人(19%)が、同資産に配分する理由として、他の投資戦略や資産クラスとの相関性の低さを挙げています。投資家の17%が、伝統的投資と比較した、リターンの潜在的な高さを理由として挙げています。

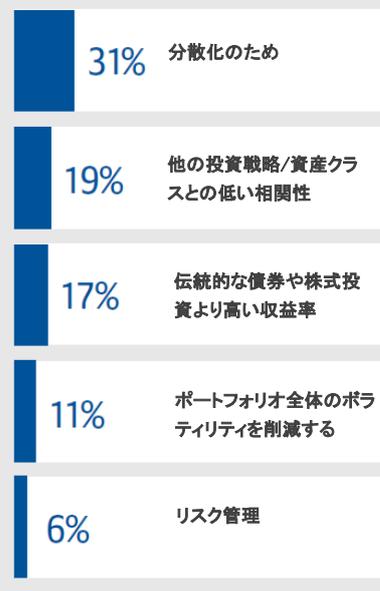
向こう1年間に選好する投資戦略の上位には、インフラ・エクイティ投資(47%)、インフラ・デット投資(38%)、不動産エクイティ投資

(38%)、プライベート・エクイティ投資(36%)が挙げられています。

多くの投資家がすでにオルタナティブ資産に投資していますが、我々の調査によれば、関連リスクをより理解できたならば、オルタナティブ資産に配分する予定であることが明らかになりました。世界の投資家の約半分(48%)が、代替資産のリスクを測定・管理する能力に自信を深めることができれば、同資産への配分を増やす予定であると回答しています。

今回の調査結果は、運用責任者や投資プロフェッショナルが、オルタナティブ資産、およびオルタナティブ資産が個別の投資目的の達成において果たすことができる役割について理解する重要な機会を提供するでしょう。

## オルタナティブ投資を行う理由



出所: Allianz Global Investors RiskMonitor2017、2017年5月時点。

1. 出所: AllianzGI RiskMonitor2017はCoreData Researchによって実施されました。2017年4月から5月に広範囲に亘るグローバル規模で調査が行われました。755機関の回答者は、地域別に均等に分散されています(欧州250機関、北米250機関、アジア太平洋255機関)。回答者は、さまざまな機関から選ばれました。年金基金、財団基金、寄付団体、政府系投資ファンド、個人事業主、銀行、保険会社などが含まれます。
2. 出所: RiskMonitor2017。以下の質問に対して「同意する」または「強く同意する」と回答した人をリスクリーダーと定義。「リスク管理は、投資プロセスの不可欠な要素であり、積極的に体系的かつ継続的に取り組んでいる」、「組織は強力なリスク管理カルチャーを持っている」、「次のテールイベントのためのダウンサイド・プロテクションを備えていると確信している」。今回の調査は、こうしたグループはリスク管理の最善の実施アプローチを導く方法を示しており、さまざまな分野で差別化されていることを示しています。

## 【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