

2017年12月

グローバル・ビュー

2018年の見通し： 実際のインフレ動向に警戒を

世界金融危機の最悪の時期から、中央銀行は、金融緩和策および異例のバランスシート拡大を通じて、金融市場と経済を支えてきました。企業収益の堅調な伸びおよびデフレ懸念の後退は、これらの措置が有効であったことを示しており、中央銀行は足元の伸びが鈍化しないように慎重を期すでしょう。

米連邦準備制度理事会(FRB)がけん引役となり、中央銀行は2018年に金融緩和を縮小するものの、全体として縮小は緩やかなペースで、具体的な手法は中央銀行によって異なると予想されます。金利は全体として低水準にとどまるでしょう。したがって、投資家は金融抑圧への警戒を怠らず、政府の経済指標は実際のコスト上昇を過小評価していると考えられることから、インフレに注意を払い続けるべきです。

2018年の6大投資テーマ

投資家は2018年に、マクロ経済要因の他にも以下の投資テーマを戦略に織り込んだ方がよいでしょう。

1. 中央銀行の動向を捉えることが一段と困難に

中央銀行は過去10年間に市場に対して圧倒的な影響を及ぼし、2018年にもこう

した状況が続くと予想されます。世界の中央銀行の政策にばらつきが生じ始めている中、中央銀行の次の動きを捉えることが一段と複雑になるでしょう。

- FRBが利上げを継続する可能性は高く、アリアンツGIでは2018年に3回の利上げを予想していますが、すべてが市場で織り込まれているわけではありません。
- 欧州中央銀行(ECB)は債券購入プログラムの縮小に取り組む一方で、政策金利を据え置くでしょう。
- 日銀は資産の月間購入額を「ひそかに減額」し始めており、今後も続ける可能性が高いでしょう。
- イングランド銀行は先ごろ10年ぶりに利上げに踏み切りましたが、経済成長見通しと予想を上回るインフレ率に対して懸念が生じています。

2. 購買力を守ることが引き続き重要

中央銀行は金融政策を緩和から引き締めめに転換していますが、ペースは非常に緩やかで、金利は低水準にとどまると予想されます。したがって、金融抑圧が続き、購買力を守ることが再び重要な投資テーマとなるでしょう。インフレ率は比較的



ニール・ドウエイン
グローバル・ストラテジスト

水準にとどまると予想されます。したがって、金融抑圧が続き、購買力を守ることが再び重要な投資テーマとなるでしょう。インフレ率が比較的 low水準であったとしても購買力が長期的に大幅に低下する可能性があることを踏まえて、物価上昇がリターンの要件にどのように影響するのか理解することが投資家にとって重要となるでしょう。さらに、中央銀行が利用している標準的なインフレ指標では、実際のコストを捉えることができません。

(次ページに続く)

3 ビューポイント

バリュエーションモデルをゆがめる3要因

4 Risk Monitor2017

機関投資家がリスク管理のためにオルタナティブ商品を利用する理由

Allianz 
Global Investors

(1 ページからの続き)
グローバル・ビュー

購買力を守ることが重要になるでしょう。低インフレ率であっても長期的には購買力の大幅な低下をもたらす可能性があります。

3. 流動性不足とボラティリティ上昇に注意する

中央銀行が金融政策の調整に慎重であったとしても、その影響は不透明です。特に流動性不足とボラティリティ上昇のリスクの高まりには注目すべきです。

- FRB、ECB および日銀がバランスシートを縮小する中、一部の資産市場では、前触れがほとんどなく、深刻な流動性不足に陥る可能性があります。上場投資信託 (ETF) への資金流入および高頻度取引の普及により、ボラティリティが抑えられ、一部の銘柄に投資家が「群がり」、株価が上昇する中、これらの要素が流動性に影響を与えています。
- 中央銀行が金融市場の安定に対して慎重すぎるくらい慎重な姿勢を維持している中、全体として 2018 年にはボラティリティが引き続き比較的抑えられると予想されます。しかしながら、金融政策の変更およびそれに関連した流動性不足が、現実または懸念であったとしても、ボラティリティの上昇を引き起こす可能性があります。これは、リスクを高めるだけでなく、ポジションを新たに構築するまたは追加する機会となるでしょう。

4. 地政学および明らかに旧態依然とした政治が主要リスク

最新の Risk Monitor 調査において、ほぼ 5 分の 3 の投資家が、最近の政治イベントを受けて、リスク管理を強化したと回答しています。現在、地政学がリスクの 1 位を占め、2018 年にも世界経済を不安定化させる可能性があります。

投資家は、北朝鮮などの世界のリスクの火種に注意を払うだけではなく、国内の政治動向にも注目し、こうした動向が金融および財政政策に及ぼす影響を評価する必要があります。多くの有権者がグローバル化に怒りを表し、財政緊縮策に圧迫されていると感じており、不平等が高まっていると考えています。政治家はこうした不満への対応を迫られるでしょう。

5. 破壊的事業の出現が続く

破壊的事業の出現が 2018 年にも重要な投資テーマになると予想されます。業界を再構築し、伝統的企業を追いやる少数のハイテク企業を市場は評価していません。

しかし、破壊的事業の出現を後押しするのがテクノロジーだけではなくことに留意すべきです。人口動態のシフトも産業と金融市場の再構築に影響を及ぼしています。

高額消費者であるベビーブーマーが好況を支えていましたが、この世代が退職する中、一部の新興国市場を含めて陰りが見えています。今後は、高齢化社会が企業動向に変化をもたらすでしょう。

破壊的事業の出現に影響を及ぼしているのはテクノロジーだけではなくありません。人口動態のシフトも産業と金融市場の再構築に影響しています。

6. 選択眼が今まで以上に重要

世界経済はおおむね好調ですが、成長に一段とばらつきが見られ、地域差が拡大する可能性が高くなっています。同時に、多くの資産が割高な状態にあると考えられます。したがって、投資家は 2018 年に選別を強め、一段とアクティブになる必要があります。環境、持続可能性およびガバナンス要因に焦点を当てたファンダメンタルズ調査・アプローチが、潜在的リターンを発掘し、リスクを管理するのに重要となるでしょう。

株式に関して、アリアンツ GI は米国よりも欧州を選好します。経済指標に勢いが失われれば、金融緩和の縮小と潜在的な市場の過熱が相まって、強い逆風となる可能性があります。利回りを求める債券投資家は、アジアおよび新興国市場のソブリン債において比較的魅力的な投資機会を発掘できる可能性があるでしょう。



ビューポイント

バリュエーションモデルをゆがめる 3 要因

市場を打ち負かすことができるかどうかを巡って激しい議論が続いています。多くの投資家が可能であると信じており、企業の本質価値を見極めるために、バリュエーションモデルを用いた優れた投資戦略の構築に取り組んでいます。しかし、低金利、高まる政治的不透明感、急速な技術革新のすべてがバリュエーションモデルに大きな影響を及ぼしており、現在、こうした取り組みを一段と複雑なものにしています。

低金利が伝統的なモデルをゆがめている

株式評価に使用される伝統的な割引モデルは、今日の低金利環境において限界に達しています。無リスク投資に対する市場金利が低水準であるにもかかわらず、将来のキャッシュフローに対する期待が下がらない場合、モデルが株式の適正価値を高く計算しすぎている可能性があります。通常、低金利環境は低成長の期間を伴うため、これらの要因の整合性が保たれなければなりません。しかし、モデル構築において、投資家の間で将来のキャッシュフローを調整する第二段階があまりに頻りに省略されています。

しかし、これらの要因の整合性が保たれたとしても、バリュエーションが難しいことになりません。中央銀行が金融政策を緩和しすぎた場合、投資家のリスク許容度が高まり、株価が長期の適正価値を上回る可能性があることには注意が必要です。

幸いにも、バリュエーションモデルに対する金利の影響は徐々に弱まり始めると予想されます。世界の経済環境が改善する中、FRB と ECB が金融政策を近年の緩和から引き締め非常に緩やかに転換すると予想されます。その結果、無リスク投資の利回りは緩やかに上昇するでしょう。バリュエーションのゆがみは徐々に解消されると予想されます。

政治がバリュエーションモデルにとっての課題に

今日、資産価値を評価するのが困難であるもう一つの要因として、政治的不透明感が高まっていることが挙げられます。

特に、ポピュリスト政党が世界的に支持を増やしていることが影響を及ぼしています。多くのポピュリストが支持している反グローバリゼーションは、貿易と移民に対する障壁を高め、経済成長を阻害する可能性があります。結果として、主に生産性上昇の鈍化により企業収益の成長も伸び

悩み、バリュエーションの重しとなる可能性があります。

同時に、反グローバリゼーションはインフレを誘発します。第一に、供給が生産性上昇の鈍化の悪影響を受ける中、経済における総需要と総供給のギャップは急速に縮まります。第二に、保護主義関税という形で価格が高水準に管理されることで、物価が直接的に押し上げられます。インフレ率の上昇は割引モデルの分子にも分母にも影響するため、それがバリュエーションに与える影響は不明瞭です。

技術革新により不透明感が高まる

技術革新が急速に進行していることに疑いはないものの、それが株式の評価にどのように影響するのかに関しては曖昧です。

技術革新による破壊は、個別銘柄レベルで勝者と敗者を生み出します。今日、環境が急変する中で、勝者とその犠牲者を特定することは困難であるため、リスクプレミアムの上昇は正当化されると投資家が安易に主張しているように見受けられます。

同時に、技術革新により経済全体の生産性が上昇する可能性があります。景気回復とともに期待利益またはキャッシュフローは引き上げられるため、技術革新による生産性上昇は、割引モデルを用いて市場全体を評価する際にプラスに作用します。

現在のところ、世界経済全体として生産性の構造的な上昇の兆しは見られず、それ自体が驚きと言えるでしょう。将来に向けた生産性上昇の道筋はまだ見えていません。しかし、生産性が最終的に上昇しない場合、一部の個別銘柄や株式市場に現在織り込まれている企業収益成長率予想は高すぎの状態になる可能性があります。

株式評価に対するアリアンツ GI の選択

上記の課題に関して、投資家にとって最良の選択肢の一つは、比較のために過去の評価倍率を用いることだと考えています。この手法は数十年にわたり使用されてきました。アリアンツ GI の場合、景気循環調整後株価収益率(別称、CAPE、シラーPER)を嗜好しています。CAPE を S&P500 指数に適用すると、米国株式市場のバリュエーションは割高な状態にあります。過去平均は 16.6 倍であるのに対して、足元では 31 倍となっています。



シュテファン・ホフリッチャー、CFA
チーフ・エコノミスト

一方、欧州と新興国市場の CAPE は割安な水準にとどまっています。

資産運用に関する結論

- 金融政策が正常化に向かい、FRB がバランスシートを縮小する中、S&P500 指数の CAPE の低下が予想され、不意を突かれた米国株式投資家は悪影響を受ける可能性があります。
- 地政学的なトレンド(特にポピュリズム)が引き続き成長予想と市場の双方にとって逆風になると予想されます。しかし、ポピュリズムの影響は短期的ではなく、長期的なものになる可能性が高いでしょう。
- 技術革新により、バリュエーションモデルがうまく機能しなくなります。経済全体の生産性を上昇させる可能性がある一方で、こうした破壊トレンドが要因を非常に複雑なものにしています。
- 中でも、バリュエーションを適切に評価することが、大部分の長期投資家と運用責任者にとって引き続き極めて重要な任務となっています。CAPE など、他よりも優れたツールがあります。

機関投資家がリスク管理のためにオルタナティブ商品を利用する理由

アリアンツ GI の Risk Monitor2017 調査では、3 分の 2 を超える機関投資家が、オルタナティブ資産に投資していると回答しています。また、その約 3 分の 1 が主に分散化のためにオルタナティブ資産を利用していると回答しており、理由の 1 位にランクされます。

今日の投資環境において地政学的なテールリスクが明らかに高まっていることを踏まえると、オルタナティブ資産への投資は理にかなっています。約 5 分の 3 の機関投資家が、最近の政治イベントを受けて、リスク管理の強化を図ったと回答しています。また、その 3 分の 2 超が、主に資産クラスの分散によりリスクを管理していると回答しています。

しかし、オルタナティブ資産への投資は機関投資家にとって難題であることは間違いありません。オルタナティブ資産のリスクを効果的に測定できると回答した機関投資家はわずか約半数にとどまっています。

この重要な調査結果は、顧客にサポートと継続的な教育を提供できる資産運用会社と金融仲介機関が付加価値を生み出すことができることを示しています。48% の機関投資家が、オルタナティブ資産のリスクをより適切に管理・測定できるならば、同資産への投資を増やすと回答しています。このことは、資産運用業界にとって、顧客に対する教育の機会が多分にあることを示唆しています。

機関投資家の現在の意向を探る

これらの洞察は、世界中の 750 超の機関投資家を対象にした Risk Monitor2017 調査の結果に基づいています。同調査に関する第 1 回および第 2 回のレポートでは、地政学がリスク管理手法に及ぼす影響が考察され、アリアンツ GI が「リスク・リーダー」と呼んでいる少数の投資家がいかに行っているかが示されました。

今年の 3 回目のレポートでは、市場が不透明な状況に直面する中で、リスクを管理し、措置を講じるのにオルタナティブ資産を利用する投資家の数がいかに増えているかが考察されています。このレポートは、オルタナティブ資産をより幅広く理解するために、オルタナティブ投資の経験、および成果を求めてどのような戦略を採用しているかを調査することを目標としています。

分散化がオルタナティブ資産に投資する主な理由だが、これに限定されない

特定のリスク管理戦略について質問したところ、約 3 分の 1 (31%) が、分散化がオルタナティブ資産に投資する主な理由であると回答しています。以下のとおり、他の理由を引き離して 1 位であることが分かります。

- 相関性の低さ(19%)
- 債券または株式を上回る潜在的なリターン(17%)
- ポートフォリオ全体のボラティリティの低下(11%)

基金および財団(38%)、ソブリン・ウェルス・ファンド(35%)、保険会社(35%)において、オルタナティブ資産への投資の理由として分散化を挙げる比率が最も高くなっています。

分散化を目的としたオルタナティブ資産の利用は、今日の投資環境において同資産がリスク管理において重要な役割を果たしうると投資家を感じていることを示しています。資産クラスの分散(68%)および地域の分散(66%)が、世界の機関投資家において最も主流なリスク管理戦略となっています。

しかしながら、分散化がオルタナティブ資産を利用する唯一の理由ではありません。同資産クラスには、不動産エクイティ、プライベート・エクイティおよびプライベート・デット、インフラ・エクイティおよびインフラ・デット、レタティブバリュー/アービトラージ、マクロ

戦略などが含まれています。また、オルタナティブ資産は、絶対リターンを生み出すのに有効であり、アービトラージ戦略やヘッジ戦略を通じてポートフォリオ全体のパフォーマンスの改善を目指せます。

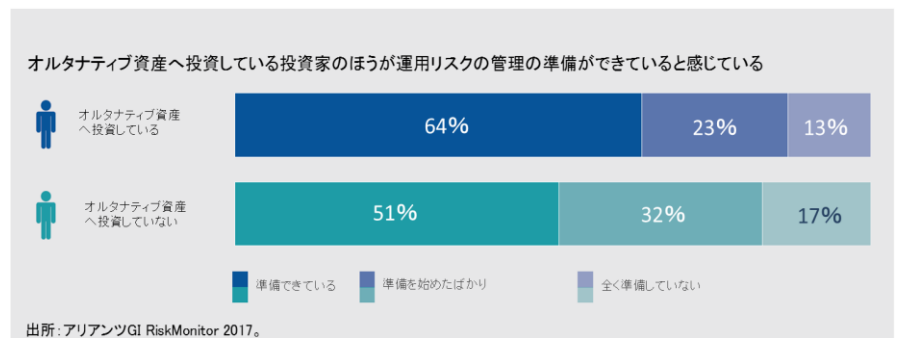
投資家はオルタナティブ資産に対する見識を深める必要あり

機関投資家の 70% がオルタナティブ資産にすでに投資していると回答しており、高い比率で利用されていることが分かります。また、これらの機関投資家は同資産クラスに対する理解が深まれば、投資を増やすことを検討すると回答しています。

リスク管理戦略を実践する際に直面する障害について質問したところ、3 分の 1 を超える(38%)機関投資家がオルタナティブ資産のリスク測定が困難であることを挙げています。また、約 4 分の 1 (26%) がリスク管理を障害として挙げています。

投資家がオルタナティブ資産に対する自信を深めている

同時に、リスク管理手法の強化など、オルタナティブ資産がもたらす利点は投資家の間で明確でした。オルタナティブ資産に投資している機関投資家は自らの組織が投資リスクに対処できる優れた態勢にあると考えていることが分かりました。そのように回答している比率は、オルタナティブ資産に投資している機関投資家の場合は約 3 分の 2 (64%) ですが、投資していない場合には 51% にとどまります。このことは、オルタナティブ資産に対する投資がリスク管理全般に対する自信と相関関係にあることを示しています。



アリアンツ GI による Risk Monitor2017 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、世界中の広範囲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。アリアンツ GI では、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: 「リスク管理は組織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」「組織には、強固なリスク管理の文化がある」、および「組織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」。

【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