

2

アリアンツ・グローバル・インベスターズ 洞 察

2018年2月

グローバル・ビュー

香港インベストメント・フォーラムでの議論の概要

ハイライト

- 地政学的な混乱、人口動態の変動および技術の進歩は、2018年に不透明ながら興味深い投資環境をもたらすでしょう。
- 中央銀行による支援は世界中で縮小しますが、我々は全体的な移行は緩やかになると予想しています。債券指標銘柄のリターンを上回ることを目指す投資家にとって、収益の機会が豊富になるでしょう。
- 中国およびアジア市場の見通しは、全般的に引き続き良好です—このため、投資家のポートフォリオの最大のリスクの一つは、「無意識」の中国へのアンダーウェイトとなるかもしれません。
- 破壊的ビジネスモデルは、世界中で投資機会に変革をもたらしています。米国と欧州は中国からのハイテク競争への対応を迫られるでしょう。



ニール・ドウエイン
グローバル・ストラテジスト

ル議長は、おそらく利上げには慎重な姿勢をとり、市場の規制緩和をさらに推進するはずですが、これが、当社が引き続き金融銘柄を魅力的と考えている理由の一つです。

2. 中国とアジアの成功の継続が、リスクをとる者に有利に働く

アジアは21世紀でこれまでに最も経済的に成功している地域であり、中国の「一帯一路」構想は単なる誇大宣伝にとどまるものではありません。このインフラへの巨額の投資は、この地域一帯の国々において見られ、多くの国家に多大なる経済効果をもたらします。インフラ企業と建設企業は、この構想の勝者の一角となるでしょう。

(次ページに続く)

年2回、弊社の多数の運用プロフェッショナルがインベストメント・フォーラムに集結し、世界経済の見通しを構築することによって当社の長期的な思考に磨きをかけています。先日、香港で開催された最新のフォーラムからその要点についてご説明します。

1. FRBの動向を注視

中央銀行による量的緩和および超低金利政策によって、近年の西側諸国の経済は何とか持ちこたえてきました。しかし、地域によってペースに差はあるものの、金融政策緊縮化の兆しが見え始めています。連邦準備制度理事会(FRB)は、政策正常化に着手しており、これが金融市場にボラティリティをもたらす可能性があります。しかし、FRBのジェローム・パウエ

3 米国の見通し

インフレについて検討する時期？

4. ビューポイント

イタリアの選挙：市場にとって最適なシナリオはどれか？

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「洞察」をご覧ください。

グローバル・ビュー (続き)

中国にもリスクがないわけではありません。中国の債務対 GDP 比は、2017 年度末で 250%を超えています。また、2018 年 5 月に、中国の多くの A 株が MSCI エマージング・マーケット指標に追加されることも期待材料です。A 株は約 8 兆米ドル市場と、ユーロ圏全体を 30%上回る規模ですので、中国は投資家の大きな関心と呼ぶでしょう。

3. 政治が世界の貿易の見直しを変える
 米国のドナルド・トランプ大統領のクロスボーダー貿易協定の拒絶は、「アメリカ・ファースト」政策の一環ですが、度を越した保護主義は米国の世界のリーダーとしての地位を中国に明け渡すことにつながりかねません。トランプ氏は、税制改革法案について議会での勝利を収め、これは米国の景気を刺激すると思われませんが、しかし、同時に市場が織り込んでいた以上の対応を FRB が起こすきっかけとなる可能性があります。税制改革によって、2018 年の米国での銘柄選択はよりいっそう重要なものとなり、アクティブ運用の価値がさらに高まるでしょう。
 欧州連合は、ブレグジット交渉と脆弱なイタリアの経済に悩まされているものの、ユーロ圏全体の経済パフォーマンスは好調です。英国も、ポンド安と消費者支出の冷え込みにもかかわらず、ブレグジット投票後は、比較的好調に推移しています。

米国の税制改革は、2018 年の銘柄選択をより重要なものとし、アクティブ運用の価値がさらに高まるでしょう

4. 日本は、特に高齢化問題において、公表されている以上に順調

人口動態的な減速は、多くの先進国経済、特に日本とドイツにとって極めて深刻な懸念となっています。世界的に見ると、60 歳超の人口が 9 億人に達しており、この数字は今後 10 年間で 21 億人に増加する可能性があります。しかし、「アベノミクス」改革と株主によるガバナンス改善のおかげで、日本は高齢化への対応

と停滞する景気を回復させる方法を世界に示しています。

5. 破壊的創造が引き続き産業と経済を変革する

今日の最も破壊的な企業の一角である米国のフェイスブック、アマゾン、ネットフリックスおよびグーグル (FANG)、および中国のバaidu (百度)、アリババおよびテンセント (BAT) の活動範囲は、引き続きセクターを超えて拡大し、競合他社の参入に高い壁を作り、さらに規制当局からの監視の目を向けられることになるでしょう。人工知能の破壊的創造の領域では、米国と中国の間で熾烈な競争の兆候があり、特に中国が勝利に向けた投資への強い意欲を見せているようです。中国一国だけで、欧州全体を上回る研究開発費を投じており、欧州には FANG と BAT に匹敵する企業が存在しないことが深刻な弱点となり始めているように思われます。

破壊的創造は、今後数年間において優れた投資テーマになることが見込まれ、勝者を見極め、敗者を避けることを目指すアクティブ・マネージャーの必要性が高まるでしょう。ESG、つまり株主価値に直接影響する環境・持続可能性・企業統治要素の重視が、投資家が最良のビジネスモデルを有する企業を見極めるための鍵となる可能性があります。

破壊が優勢なテーマとなるため、適切な企業選択のためのアクティブ運用の採用と ESG 要素の重視を検討するべきです

6. 収益の追求におけるリスク管理

世界経済は、「ゴルドロック (適温相場)」段階にあると思われ、中央銀行の政策のおかげで、成長率が高過ぎることも低過ぎることもなく、インフレの懸念も落ち着いた状況です。しかし、こうした環境はいつまで続くのでしょうか？我々は、不景気も信用サイクルの悪化も今後 1~2 年間はありそうもなく、インフレ率には当面変化がないと考えていますが、今後 5 年以内には、インフレ率の上昇があると予想しています。

債券指標の利回りが不十分なことから、多くの投資家にとってインカム追求は引き続き差し迫った問題となっています。新興市場における債券投資は、魅力的な選択肢です。相対的に高いスプレッドが得られ、経済はより好調なマクロ経済の追い風を受けています。高配当株式も、収益を追求する投資家にとって、利回りの絶好の源泉となり得るでしょう。

インカム追求は、引き続き差し迫った関心事であり、新興市場の債券投資と高配当株式は、利回りの絶好の源泉となり得ます

全般的に、弊社の運用プロフェッショナルは、市場のリターンが今後 3~5 年間で低下すると予想しています。金融市場はその可能性についていささか無関心のようなのですが、投資家は自信をもって管理できる投資機会を十分に見出すことができるでしょう。

投資家は中国への「無意識のアンダーウェイト」のリスクにさらされる可能性あり

中国 A 株の時価総額は、外国人保有比率が横ばいの中で拡大している



出所：中国人民銀行、ブルームバーグ、アリアンツ・グローバル・インベスターズ。2017 年 10 月 31 日現在のデータ。

特定または記述された証券の一部またはすべては、顧客の口座において購入された証券を示している場合があります。読者は、特定された証券への投資が過去に利益を上げたか、または将来利益を上げると想定することはできません。特定された証券または企業は、購入、売却、または顧問サービスのお客様へ推奨されたすべての証券を示すものではありません。実際の保有高は、それぞれのお客様によって異なります。FANG は、ウォール・ストリートや多くの投資家の間で広く使用されている略語であり、4 社の高パフォーマンスの大手テクノロジー企業であり、一般によく知られた名称でもある。フェイスブック、アマゾン、ネットフリックスおよびグーグル (現アルファベット) を意味しています。BAT は、同様に広く使用されている略語で、バaidu (百度)、アリババおよびテンセントの 3 社の大手企業を意味しています。

米国の見通し

インフレについて検討する時期？

米国のインフレ率が5年間以上もFRBの目標である2.0%を持続的に下回っているため、多くの市場専門家が困惑しています。一部のインフレ指標は上昇し始めていますが、インフレが金融危機以前のレベルに回復するのか、または相対的に停滞が続くのか、いまだに結論が出ていません。インフレに関する議論について、両サイドの主な論点をまとめました。

インフレ率上昇のケース： 循環的な力が作用

1. 低失業率がインフレ率上昇をもたらす

米国の失業率は4.1%で、さらに低下が見込まれます。また、賃金上昇は停滞が続いてきました。フィリップス曲線理論によれば、失業率が大幅に低下すれば、主に労働市場のひっ迫と賃金上昇によって、インフレ率は上昇するはずですが、この経済理論の支持者は、賃金上昇が迫っており、そのため、インフレ率も上昇するはずであると考えています。

労働市場のひっ迫と賃金上昇の加速が、一部に賃金上昇とインフレ率上昇が迫っているという考えをもたらしています。

2. 成長見込みと税制改革がインフレ要因となる

2018年の米国の経済成長率は、推定2.5%と好調が予想されています。税制改革法案は徐々に成長にプラス効果をもたらすと思われませんが、我々はその恩恵は当初の1~2年間に集中すると考えています。米国の今年の成長率が予想を上回れば、インフレへの期待は高まるでしょう。

3. 外部からの圧力が物価上昇を促す可能性

商品価格、特にエネルギー価格は過去12カ月で大幅に上昇しました。コア・インフレ率には食品とエネルギーは含まれませんが、商品価格の上昇は、最終製品の価格上昇につながる可能性があります。さらに、ドルが下落しているため、米国企業の世界での競争力向上につながり、このもう一つの傾向も、長期的にインフレ率上昇をもたらす可能性があります。

中国のインフレは、着実に上昇を続けており、中国製品は米国の多くの最終製品に組み込まれるため、これが米国でのさらなる物価上昇圧力となる可能性があります。

商品価格の上昇とドル安が、多くの製品の価格上昇につながる可能性があります

4. インフレが突如発生する可能性

数回実施された利上げを含め、FRBの最近のサイクルにおいてインフレ率が大幅に上昇する兆候は見られません。しかし、歴史はインフレが急激に発生する場合があることを示しています。そして、それは、以下のグラフに示されているように、サイクルの終盤に向けて発生することが多いのです。

インフレが引き続き停滞するケース 長期的シナリオ

1. 構造的変化が進行中

多くの人々が、グローバル化やオートメーションなど長期的な構造的変化を、米国のインフレ率を当面の間抑制する主要な要因として挙げています。昨今の雇用者は、労働者を海外から採用することがあり、その多くの場合は低賃金であるため、賃金上昇率に下向きの圧力がかかっています。破壊的テクノロジーも、労働を自動化して、特に製造やオンライン小売業の多くの職を奪い、さらにオンライ



モナ・マハジャン
米国インベストメント・ストラテジスト

ン・ショッピングのブームも多くの価格を引き下げています。

グローバル化やオートメーションが、賃金上昇に下向きの圧力をかけています

2. グローバルな利回りの追求が、インフレ率抑制につながる可能性

金利は、引き続き世界的に極めて低レベルです。先進国の多くで、10年物の金利が10年物の米国国債の利回りを下回っており、ユーロ圏や日本などの主要な経済国は、引き続き低金利の継続を選好しています。このため、10年物米国国債の金利が3.0%の水準に接近し始めれば、より多くの投資家を引きつけ、価格上昇と利回り低下を促進するでしょう。この持続的な低利回りは、現在の低インフレ率の原因にもなっている可能性があります。

(次ページに続く)

FRBのサイクルとコアPCE（個人消費支出）が交差する時に物価急騰が生じる

矢印は、サイクル終盤に向けてインフレ率が急上昇した時点を示す



出所：ファクトセット、アリアンツGI、2017年10月現在のデータ

(3 ページからの続き)

米国の見通し

インフレに対する弊社の見通し

我々は、景気サイクルの現時点では、循環による力が構造的な力を上回っていると考えており、その結果、米国のインフレと長期利回りの両面で上向きバイアスがかかるかと予想しています。

インフレ圧力が増大するケースは、主に労働市場のひっ迫と潜在力を上回る経済成長の継続によって発生します。

しかし、我々はインフレ率や金利が金融危機以前のレベルまで回復するとは考えていません。これは、前述の構造的変化と世界の利回りに対する需要によるもので、引き続きインフレと金利に対する逆風となるでしょう。

インフレ圧力の増大に向かうケースもありますが、我々はインフレや金利が金融危機以前のレベルまで回復するとは考えていません

インフレをもたらす可能性のある、この米国景気サイクルの終盤に差し掛かり、投資家はインフレを警戒し、アセットミックスを適切に分散化する必要があります。オルタナティブ投資、絶対リターン投資、および国際資産が利益をもたらす可能性があります。

インフレ：プラス面とマイナス面

インフレが徐々に進む場合は、成長の兆候を示す健全な経済を示唆しています。さらに、より高いインフレ率を伴う金利の上昇は、保有する現金をより高いリターンで運用したい預金者にとっても有利になります。

しかし、インフレへの期待があまりに急激に高まると、購買力が減退し、米国の場合で言えば、FRB が市場の予想以上に利上げを実施するリスクがあります。この場合、米国景気の減速または不景気すら招きかねません。

ビューポイント

イタリアの選挙： 市場にとって最適なシナリオはどれか

重要ポイント

- イタリアの新たな選挙法は、より大きな連立を組むことができる既成政治勢力に有利なものです
- イタリアの中道右派連立の政策案が市場に不安をもたらしています。ただでさえ 130%以上と高レベルの債務対 GDP 比を、さらに上昇させる可能性があるためです
- 五つ星運動を含むイタリアの急進政党が勝利する可能性は低いと思われる、彼らの経済および政治的提案を明確に拒絶するであろう市場にとっては、良いニュースです
- イタリア国債 (BTP) は現在割高ですが、イタリアの最も急進的な政党の大勝利がない限り、当社はイタリアがそれでも魅力的な投資機会を提供すると考えています

3月4日のイタリア総選挙は、今年のエуро圏における最大の政治イベントです。新たな国会、およびイタリアの GDP の 3 分の 1 を構成する 2 つの重要地域、ロンバルディ州とラツィオ州の知事が選出されます。

新たな選挙法は、既成連立に有利

今回の選挙は、2017 年 10 月に可決されたイタリアの新たな選挙法の試金石となる、初の選挙です。この法律は、他と手を組むことを嫌う五つ星運動 (M5S) やその他の反既成勢力よりも、



マウロ・ビットランジェリ

コンビクション・フィクスト・インカム CIO

中道左派または中道右派連立など、より大きな連立を組むことができる既成政治勢力に有利なものです

しかし、最新の世論調査によれば、提案されている連立はいずれも、下院の主導権を握り、政権を樹立するために必要とされる総投票数の 40% を下回っています。

- 現在政権を握っている中道左派連立は、じわじわと支持率を落としています。

(次ページに続く)

(4 ページからの続き)
ビューポイント

- M5S は、最大の投票数を獲得すると思われませんが、政権を樹立することはできないでしょう。
- 中道左派連立は、中道右派連立よりも投票棄権の影響を大きく受けそうです。そうなれば、中道右派が下院の主導権を握ることになるかもしれません。

現在の政権を握っている中道左派連立は、じわじわと支持率を落としています

4 つのシナリオ

選挙の世論調査がそれほど信頼できるものではないということをお断りした上で、イタリアの選挙について、考えられる 4 つの結果を以下に示します。

1. 最も可能性の低い想定: 市場の選好する中道左派が選択される

現在の政権を握っている、パオロ・ジェンティローニ首相率いる中道左派連立が選挙を無事に乗り切る可能性は低そうです。この連立は、より規律を保った財政政策の運営を行うと考えられているため、市場に支持されるはずでした。懸念されるイタリアの債務対 GDP 比は 130%を超えており、ユーロ圏でギリシャに次いで高い数字です。

2. 可能性が高まっている想定: 中道右派が明確な勝者となる

選挙によって明確な単独の勝者が決まるとすれば、我々は中道右派連立になると予想します。これは、市場にとってはあまり好ましいものではありませんが、極端に悲観的なことでもありません。このシナリオでは、新首相はおそらくジェンティローニ氏と大きくは変わらない、中道で、親欧州の人物になると思われます。候補と目

されるうちの 1 人は、現在、欧州議会議長を務めているアントニオ・タイヤーニ氏です。

明確な単独の勝者が決まるとすれば、中道右派連立になるでしょう。これは、市場にとってはあまり好ましいものではありませんが、極端に悲観的なことでもありません

3. 最も可能性が高い想定: 明確な勝者はないが、PD/中道右派が合流する

明確な勝者がないというのが、最も可能性が高い選挙結果です。そうなった場合、我々は民主党 (PD) および中道右派選挙連立の一部によって連立政権が樹立され、各党間で新たな合意に至るまでジェンティローニ氏が首相を続けると予想しています。この議論が長期化した場合、市場に影響が及ぶかもしれませんが、イタリア経済は改善が続いているため、大幅な急落はないものと我々は予想しています。

4. テールリスク: 外部政党の融和

ごくわずかに、イタリアの非主流勢力である M5S、北部同盟およびイタリア左翼が連立を組む可能性があります。これらの政党の DNA が融和することは不可能に思われます。M5S とイタリア左翼は、イデオロギー的に近い部分を共有しており、協力できる可能性はありますが、その経済的および政治的なプラットフォームは市場からは明確に拒絶されるでしょう。幸いにも、この可能性は極めて低そうです。

投資への影響

選挙の最終的な結果が、速やかに融和可能な PD/中道右派連立となれば、イタリア国債の спреッドは、投資家の信用改善に伴い急速に縮小する可能性があります。市場は、ユーロ圏の周縁国が循

環的回復を示し、信用格付けの引き上げにつながることをますます期待しています。これは既にポルトガルとスペインについては実現しており、イタリアでも現実となる可能性がありそうです。

選挙結果が、我々が考える最も可能性が高いシナリオではない、中道右派連立となった場合、投資の見通しは複雑なものとなります。我々は、ドイツ国債とイタリア国債の間の спреッドに対するマイナス影響は予想していませんが、市場は新政権の経済プログラムについてよく理解する必要があります。仮に中道右派が提案する政策を実施した場合、その反応は厳しいものとなる可能性があります。その法人税減税、最低年金レベルの引き上げおよび所得税率の一律化という政策は、すべてイタリアの債務増加につながりかねません。

PD/中道右派連立が迅速に融和した場合、投資家の信頼改善により、イタリア国債の спреッドは急速に縮小することが予想されます

重要な点は、イタリア国債 (BTP) は、2 月 1 日現在で спреッドがドイツ国債を 127 ベーシスポイント上回っており、現在比較的割高となっているということです。選挙に先立ち、BTP とドイツ国債の спреッドが 145~150 ベーシスポイントまたはそれ以上に向けて拡大する中で、不安の兆候が見られるかもしれません。選挙による明確な勝者がいない場合、PD とフォルツァ・イタリアの合意形成に時間がかかれば、さらに спреッドが拡大する可能性があります。一方、中道右派連立が解消された場合、北部同盟が現在トーンダウンしている反ユーロのメッセージを強めることになるでしょう。しかし、最も急進的な政党が勝利することがない限り、イタリアは魅力的な投資機会を提供すると我々は考えています。

【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運用戦略の一部は、実際にお客様にご提供するにあたり相当程度の時間を要する場合があります。
- 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