

2018 年見通し

現実世界のインフレに 対する防御

拡張的金融政策の（地域によって異なるペースでの）緩やかな反転は、一部の投資家にアプローチの変化を迫ることになります。公式インフレ率が現実世界のコストを過小評価しており、購買力を守ることが引き続き優先事項となるでしょう。

世界経済危機のどん底以来、中央銀行は、金融市場と自国経済を拡張的金融政策で支え、バランスシートを未曾有の規模にまで拡大させました。順調な企業収益の増加とデフレーションの懸念の縮小は、この手法に効果があったことを示しており、中央銀行は現在の利益を抑制しないように細心の注意を払っていくでしょう。

このため、中央銀行による下支えは2018年には、米連邦準備制度理事会（FRB）に先導される形で縮小すると予想していますが、全体的な移行は緩やかで、詳細な措置は各中央銀行によって異なるであろうと考えています。金利は、依然として全体的に低水準で推移するでしょう。したがって、特に公式なデータは現実世界のコストの上昇を過小評価している傾向が見られるため、投資家は引き続き金融抑圧を警戒し、インフレ動向を注視する必要があるでしょう。

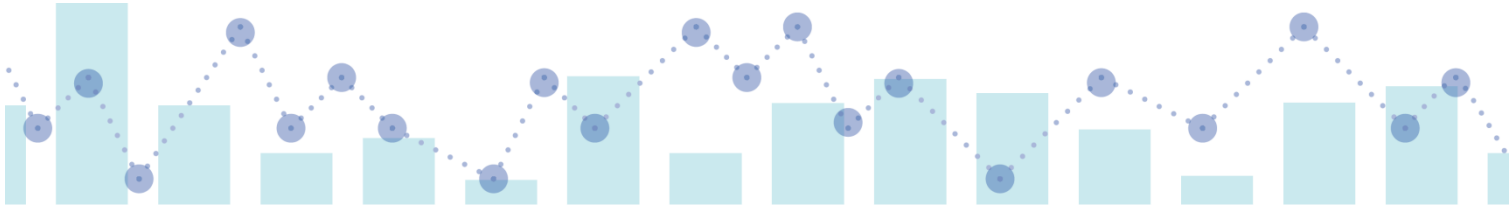
破壊に注意

マクロ経済の考慮に加え、地政学リスクと新しい技術によるビジネスの破壊を含む、いくつかの支配的な投資テーマが、2018年も継続するでしょう。弊社は、投資家がこうしたテーマおよびポートフォリオへの広範にわたる影響を改めて見直してみることをお勧めします。

以下のページでは、2018年の市場の方向性を決める可能性がある6つの主要なテーマの概要をご説明し、弊社が最も重視する投資への影響および地域別の見通しを提示します。

要約

- 金融政策の調整は緩やかなものとなり、弊社は依然として低金利が継続し、このため経済的抑圧が継続すると予想しています。投資家は、引き続きインフレの影響を警戒する必要があります。
- ボラティリティは全般的に、引き続き比較的低水準で推移すると予想しています。ボラティリティの上昇は、投資機会をもたらす可能性があります。
- 新しい技術によるビジネスの破壊と地政学リスクが顕著な低ボラティリティ環境において、ファンダメンタル・リサーチとESGアプローチを含む、アクティブ運用がリターンの可能性の発掘とリスク管理において、極めて重要になるでしょう。
- 2018年の投資アイデア：原油、欧州株、一部の新興国債券、米国の銀行、アジアのテクノロジー企業およびインフラ。



2018 年の 6 つの主要テーマ

1 中央銀行はかじ取りがますます困難に

中央銀行は過去 10 年間に於いて市場に支配的な影響を及ぼしてきましたが、弊社は 2018 年もこれが継続すると予想しています。世界各国の政策に相違が見られるようになり、中央銀行の次の動きはより複雑なものになるでしょう:

- FRB は、さらなる利上げを実施する可能性が高いでしょう。弊社は、2018 年に 3 回の利上げが実施されると予想しています。市場価格にはこれらすべてが織り込まれているという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減速を進める一方、政策金利は据え置くでしょう。
- 日銀は、毎月の資産購入の「ステルス(秘かな)削減」を開始しており、継続が見込まれます。
- イングランド銀行(BoE)は、最近 10 年ぶりに利上げを実施しましたが、成長見通しおよび目標を上回るインフレ率に対する懸念が高まっています。

2 購買力の保護が引き続き重要

金融政策の方向性は反転しつつありますが、そのペースは極めて緩やかであり、弊社は、引き続き低金利が継続すると予想しています。したがって、金融抑圧は継続し、購買力の保護が再び重要な投資目標となるでしょう。比較的低レベルのインフレでも長期的には購買力を大幅に損なう可能性があることを考慮すれば、投資家にとって、物価上昇が自らに必要な収入にどの程度影響するか理解することが極めて重要になります。さらに、中央銀行による標準的なインフレ指標は、現実世界のコストを反映しないものとなっています。

3 流動性不足とボラティリティの急上昇に注意

中央銀行が金融政策の調整をどれだけ慎重に行ったとしても、その影響は不透明です。特に注視すべきは、流動性不足とボラティリティの急上昇です:

- 特定の資産市場において、厳しい流動性不足がほとんど前触れもなく発生する可能性があります。量的緩和プログラムの結果として、FRB、ECB および日銀は、世界の市場で取引可能な債券の 3 分の 1 を保有し、何もないところから効果的に流動性を生み出してきました。これらの保有債券が売却されれば、急激な債券利回り上昇など、市場に問題をもたらす可能性があります。
- 流動性は、上場投資信託(ETF)への資金フローの集中および高頻度取引の拡大による影響も受けています。これらの要因はボラティリティを抑制し、パフォーマンスを少数の銘柄に「集中」させることになる可能性があります。

- 全体として、弊社は、特に中央銀行が経済安定性について慎重すぎるほどの姿勢を保つようであれば、2018 年のボラティリティは引き続き低水準になると予想しています。しかし、**政策の変化とこれに伴う流動性不足は、現実であれその懸念であれ、ボラティリティの急上昇のきっかけとなる可能性があります。**これは、リスクでもあり、新規購入または追加購入の機会でもあります。米国のようにバリュエーションが高く、景気サイクル後期の市場は、懸念材料となりえます。ECB によるテーパリングと BoE のさらなる利上げは、EU と英国での市場ボラティリティによる購入機会をもたらすかもしれません。

4 地政学—および単純で古い政治—が主要なリスクとなる

弊社の最新の RiskMonitor 調査によれば、5 分の 3 近くの投資家が、最近の政治的な事象の影響が、リスク管理をさらに強化する要因になったと回答しています。地政学は、今や投資家にとって最大のリスクとなっており、2018 年の世界経済の不安定化要因となる可能性があります。

- ベネズエラからナイジェリア、中東に至るまで産油国におけるリスクは高まっています。緊張が急激に高まれば、原油価格急騰のきっかけとなる可能性があります。弊社は、原油が全般的にポートフォリオにおいて過小評価されていることに注目しています。
- EU の将来は、いまだに判然としません。ブレグジットの交渉に伴う緊張は、英国の離脱期限が刻々と迫るにつれて、ますます高まると弊社は予想しています。また、イタリアの次回の選挙は、この国が重い債務の下で四苦八苦する中、欧州の安定に対するテールリスクをもたらすことになるでしょう。
- ドナルド・トランプ大統領の税制改革案は、11 月の中間選挙に先立ち、火種となる可能性があります。この中間選挙は、共和党員にとってさらなる正念場であり、トランプ氏の人気のリトマス試験となります。
- 反グローバリゼーション的な方針を掲げるポピュリストの政治家らが、復活の勢いに乗っています。**これは、低成長や高インフレを含め、**景気と市場に対する長期的に深刻な逆風をもたらしかねません。**

投資家は、北朝鮮のような、世界の潜在的な火種に注視するとともに、国内の政治情勢にも目を向け、その金融政策および財政政策への影響を評価する必要があります。多くの有権者は、グローバリゼーションに憤り、金融引き締め政策による締め付けや不平等の拡大を感じています。政治家は、こうした状況への対応を迫られるかもしれません。

5 破壊は継続する

弊社は、新しい技術によるビジネスの破壊は、2018 年においても引き続き重要な投資テーマになると予想しています。市場は、業界に改革をもたらしているごく少数の企業のグループにのみ報いており、伝統的な企業の存在感は低下しています。これは、アウトパフォームしている銘柄の集中に反映されています。過去 3 年間、それぞれの年において、S&P 500 のうち、わずかに約 60 の銘柄が、同インデックスの残りの企業を上回っているのです。

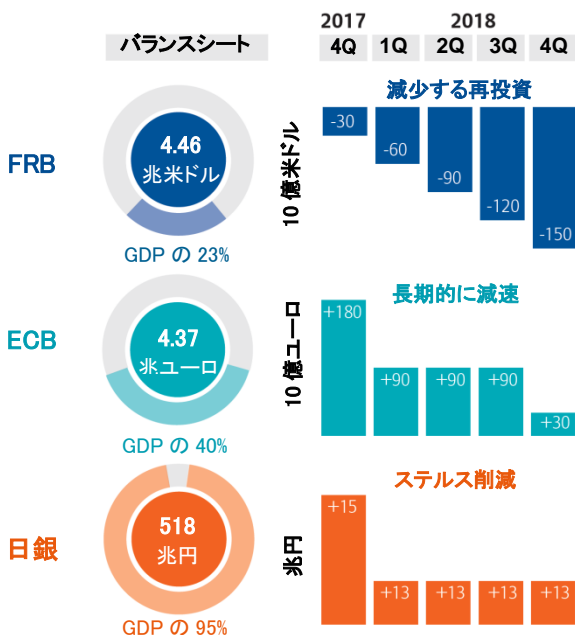
しかし、これらの破壊者らは、その規模と影響力が、立法者と規制者の注目を集めるようになったことから、より厳しい監視に直面しつつあります。

- EU では、複数のテクノロジー大手企業が反競争的な行為に対する罰金を科せられており、2018 年からは新たなより厳格なデータ保護規則が施行されます。
- 米国連邦議会では、最近の選挙へのロシアの介入に便宜を働かされた特定のテクノロジー企業が果たした役割について調査中です。

破壊を促進しているのが、技術だけではないということも重要なポイントです。人口動態の変動も業界と金融市場に改革を促しています。高出生率を特徴とするベビーブーマーが退職することにより、一部の新興市場も含め、彼らがこれまで景気を押し上げてきた効果が縮小しています。さらに先々を見据えれば、高齢化社会はビジネスのダイナミクスまで変えてしまうでしょう。

中央銀行による支援規模は、2018 年に縮小に向かう

各中央銀行が拡張的金融政策を徐々に反転させ始める状況で、これに伴う流動性不足は、一現実であれその懸念であれ、市場に破壊的な影響をもたらす可能性があります。

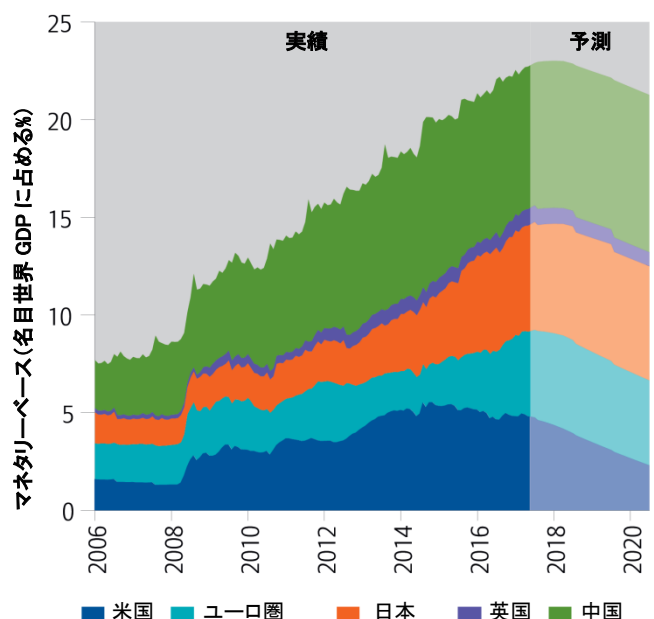


これらの破壊のトレンドは、銘柄選択の重要性およびアクティブ運用の価値を際立たせるものです。世界の株式市場と債券市場におけるファンダメンタル・リサーチを実施する能力を有する資産運用会社は、低ボラティリティ環境において投資家が適切なリスクをとる手助けできるでしょう。環境、サステナビリティおよび企業統治 (ESG) 要素に重点を置いたアクティブ運用アプローチも、投資家がその他の重要なリスクおよび影響を考慮に入れることを可能にします。

6 選択力がさらに重要になる

世界の景気は、かなり順調に推移していますが、成長にはばらつきが出始めています。地域的な相違は、より顕著になる可能性が高いでしょう。同時に、多くの資産が過大評価されているように思われます。したがって、2018 年において、投資家はますます選択力を高める必要があります。投資家がパフォーマンスおよび信託関係をマネージャーと共有する、よりダイナミックな手法を追求する中で、投資家のアクティブ・マネージャーに対する期待は、ますます高まるでしょう。

株式の視点から、弊社は米国よりも欧州を 선호します。米国では、景気指標が失速した場合に、金融刺激策の縮小と過熱ぎみともいえる市場との複合要因が、市場への大きな逆風となる可能性があります。弊社は、利回りを追求する債券投資家にとっては、アジアおよび新興市場の国債に比較的魅力的な投資機会が発生する可能性があると考えています。



2018 年の地域別見通し

米国

弊社は、市場は 2018 年全般を通して横ばいになると予想していますが、アップサイドよりもダウンサイド・リスクの方が高いと見ています。米国債の利回りは 2018 年には若干の上昇があるかもしれませんが、「リスクフリー」資産は、おそらく引き続き割高となるでしょう。

- FRB の金融政策の正常化は、ボラティリティの上昇のきっかけとなる可能性があります。景気がいずれ縮小に向かう局面で引き締めが行われる可能性があります。金利の上昇に伴い、米国の銀行の動向は、注目すべきものとなる可能性があります。
- 賃金上昇が伸び悩み、世界の成長が引き続き堅調であった場合、収益はまずまずとなるでしょうが、バリュエーションには懸念があります。インフレ率上昇、テクノロジー大手企業に対する規制当局の監視の強化、および自社株買い戻しの減少が、株価へのマイナス要因となる可能性があります。
- ドナルド・トランプ大統領は、2018 年 11 月の中間選挙前に税制改革を可決することに躍起になっています。これが実現すれば、税負担の重い通信、資本財・サービス、および生活必需セクターの企業を利することになるかもしれませんが、財政刺激策がさらなる利上げのきっかけとなる可能性もあります。選挙が終われば、短期的には市場は前向きな反応を示すかもしれませんが、これは、政治的な不透明感が過ぎ去った後の通常の反応です。

欧州

2017 年、欧州は、健全な経済成長、選挙での体制側の勝利、およびフランスのエマニュエル・マクロン大統領とドイツのアンゲラ・メルケル首相による強力なリーダーシップによって、全般的に明るいサプライズを提供しました。資本財・サービス・セクターや金融セクターでの国境を越えた合併に対する政治的な支援がようやく実施されるようになり、明確な産業戦略が具体化しつつあります。ただし、政治リスクは完全に過ぎ去ったわけではありません。

- 2017 年のユーロ高は、堅調な景気指標、およびポピュリストの台頭を押さえたことにより、2018 年も継続すると予想されます。
- 2018 年春のイタリアの選挙が反 EU の結果とならなかったとしても、カタルーニャで見られたようなナショナリズムが、EU の別の地域で勢いを増す可能性があります。
- ブレグジットの交渉が立ち上がる: 投資家と企業はハード・ブレグジットに備えるべきか、そしてイングランド銀行はブレグジットに関連するインフレまたはブレグジットによって誘発される低成長によってさらに揺さぶられるのでしょうか？いずれにせよ、英国の消費者にとっては、全般的に厳しい年になることが予想されます。

アジア太平洋

アジアでは、経済格差というテーマが継続しており、他地域におけるグローバリゼーションにブレーキがかかれれば、地域間貿易（特に中国）が重要性を増すでしょう。

- 戦略的な資産クラスとしての中国の継続的な重要性、および「一帯一路」開発構想および巨大資本テクノロジー企業を通じた、その拡大する地政学的・経済的な影響力に注目してください。
- 日本では、「アベノミクス」がいまだに有効です。成長率の改善にもかかわらず、政策立案者は、引き続き、構造的な低賃金上昇率によるインフレへの圧力に取り組んでいます。より緩和的な財政政策が予想されます。
- テクノロジー・セクターは、引き続き韓国と台湾でパフォーマンスが向上していますが、東南アジア諸国連合 (ASEAN) では伸び悩んでいます。ASEAN 市場とインドについては、政府と民間セクターが支出と投資を行えば、インフラが成長の中心となる可能性があります。



投資への影響

2018 年全般を通し、アライアンス・グローバル・インベスターズは、引き続き弊社のファンダメンタルズ・リサーチおよび洞察、そして弊社の強力なグローバル・ネットワークを活かし、お客様のリスク・リワード・バランスの構築に貢献させていただきます。以下は、弊社の主要テーマに基づき、弊社が 2018 年度に向けて投資で最も重視する 5 つのポイントです。

1 **収益の追求。**金融政策の正常化は債券指標銘柄にとっては、悪い材料です。新興国債券および有配株(特に欧州の)の優良な投資機会が救いとなるかもしれません。クレジット全般は、バリュエーションは高めですが、引き続き魅力的でしょう。

2 **購買力を守る。**基本的なインフレ率のトレンドは上昇基調です。欧州と米国のインフレ連動債券をご検討ください。株式は、インフレに対する真のヘッジを提供します。また、安定的な長期利回りを提供する、インフラなどの実物資産もご検討ください。

3 **バリュエーションを重視する。**一部のバリュエーションは、割高となっているように思われます。欧州と新興国の株式は、過度に高価ではなく、魅力的な利回りと実質リターンを提供する可能性を秘めています。

4 **グロースを追求。**そのビジネスモデルによる複合的なリターンから利益を生み出すグロース株に注目してください。2018 年に逆張りするなら、まずは景気循環的なバリュー株がよいかもしれません。

5 **アクティブを継続。**国、セクターおよび通貨を厳選しましょう。テールリスクをヘッジする戦略を検討してください。ボラティリティ上昇の活用を狙い、景気循環データの勢いに陰りが見え始めたら、リスク資産へのエクスポージャーを引き下げましょう。

【ご留意事項】

- Allianz Global Investors 及びアリアンツ・グローバル・インベスターズ・ジャパン（株）はAllianz SE傘下のグループ会社です。
- 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。
- 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、特定の有価証券等の売買を推奨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
- 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。
- 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。

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業協会に加入