

2024年の地政学的 ショックに備える

Elliot Hentov, Ph.D.
Head of Macro Policy Research

Altat Kassam
EMEA Head of Investment Strategy &
Research

Matthew Bartolini
Head of SPDR Americas Research

Geoffrey Preston
Senior Investment Strategist

04 当社が想定しているリスク

05 リスクシナリオを踏まえた適切なポート
フォリオ戦略

08 まとめ

エグゼクティブ・サマリー

複数の戦争と世界各国の前例のない数の選挙は、2024年の地政学的リスクプレミアムの上昇を示唆しているはずですが、大半のリスク資産が価格に織り込んでいるのは、穏やかなマクロ経済環境であるように思われます。以下、市場のこの平穏な状態が実際のリスク環境を十分に反映していないと考える投資家にとって、最も適切で容易に実行可能なポートフォリオ戦略を検討します。

当社が想定しているリスク

正しい戦略を見出すためには、まず現在優勢となっている地政学的リスクを特定する必要があります。当社は、以下の2つのカテゴリーに分類できると考えています。

世界的な供給 ショック・シナリオ

物資供給にショックが発生する場合は、ロシアとウクライナの戦争が世界のエネルギーと食糧の供給を混乱させ、スタグフレーション的なショックを引き起こした2022年の出来事と似たものになるでしょう。起こり得る確率が最も高いと考えられるシナリオは、やはりエネルギー供給の混乱に関連したものであり、中東が発生源となります。現在、最も警戒すべき脅威は、レバノンとイスラエルの国境におけるイスラエルと親イラン武装組織ヒズボラとの紛争の激化を発端とするものでしょう。本格的な戦争になれば、イランや米国を巻き込む可能性があり、そうなればかなりの確率でペルシャ湾の海上輸送は混乱する（海上輸送原油も減少する）、あるいはイランや親イラン勢力が湾岸地域で生産を妨害すれば、原油生産そのものが混乱する可能性があります。

リスクオフの波及を伴う、地域的な危機シナリオ

地域的な危機シナリオは、供給の混乱は回避されるものの、市場が動揺し、そうした混乱によるダウンサイドリスクを急速に価格に織り込むような出来事です。その結果、リスク資産から安全資産へ資金の大規模なローテーションが発生するでしょう。そうした変動を引き起こす可能性のあるシナリオは複数存在します。

例えばアジアでは、北朝鮮が過去にストレスを与えた事例を上回る危機を引き起こすことが考えられます。それよりも可能性は低くなりますが、台湾海峡の緊張がかつてないほど高まり、半導体の貿易や生産が脅かされることも考えられます。アジアや中東以外でも、経済的な中心地以外の地域（例：ベネズエラとガイアナや、その他の小規模産油国）で危機が同時発生すれば、同様の影響を及ぼす可能性があります。

2024年は米国で選挙が行われるため、こうした危機が発生する可能性が高まります。選挙の時期に合わせて世界各地の勢力が事起こそうとする懸念があるからです。この場合、マクロ経済上の波及効果はそれほど重要ではありません。物資の供給が実際に混乱することはないからです。それよりも重要なのは金融市場の動きであり、あらゆるリスクプレミアムが急上昇し、中でも為替相場は他の市場に先駆けて最も急激に変動するでしょう。

こうした大幅な価格変動は、世界各国の特定の市場または大規模先進国市場のリスク資産を中心に一定の波及効果をもたらすでしょう。

金融市場への波及効果は、大きなものとなる可能性があります。特に一部のリスクシナリオでは、ハードウェアを台湾などの地域からのサプライチェーンに依存する「マグニフィセント・セブン」（特にNVIDIA、アップル、アマゾン）の株価のバリュエーションが直撃を受ける可能性があるからです。

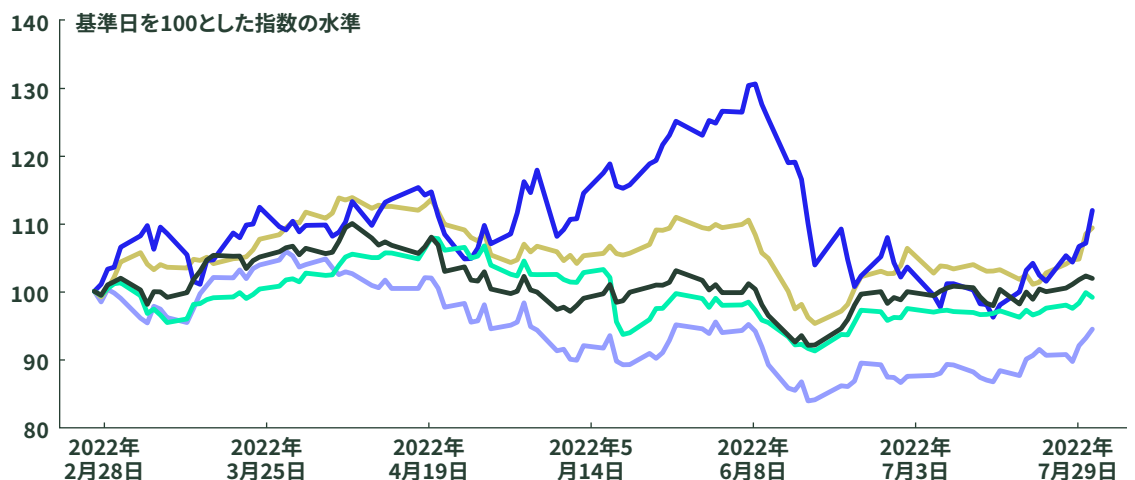
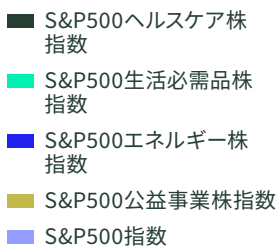
リスクシナリオを踏まえた適切なポートフォリオ戦略

上記シナリオの下で使用すべきツールの選択肢はシンプルなものから複雑なものまであります。最もシンプルな方法は、通貨および関連するアセットやサブ・アセットクラスをオーバーウェイトすることです。外国為替市場では、米ドル、日本円、スイスフランに代表される伝統的な安全通貨が、ストレス時にアウトパフォームする傾向にあります。ただし、関連する国債価格は同様の上昇をしない場合があります。スタグフレーション的な圧力は長期金利を上昇させやすく、債券の場合は危機の性質が重要になります。

金にも同様の原則が当てはまります。実質金利が上昇しない限り、金は地政学的なリスクのヘッジ手段として有効です。株式の場合、ヘルスケア、生活必需品、公益事業など伝統的なディフェンシブセクターが良好なパフォーマンスを示します。そして、地政学的ショックがエネルギーに関連していれば、当然ながらエネルギーセクターもアウトパフォームする可能性があります。

2022年2月下旬のマクロ経済ショックの場合、金融市場はロシアのガス供給停止が確認された夏までに概ね織り込みを完了していました。この5カ月間でS&P500指数は5.6%下落しましたが、一方でエネルギーセクターは12%、公益事業セクターは、9.4%、ヘルスケアセクターは2%上昇しました(図表1)。米ドル指数も約10%上昇しました。

図表1
S&P500指数および引用したセクターのパフォーマンス



出所: Bloomberg Finance L.P. (2024年3月5日現在)。過去の実績は将来のパフォーマンスの信頼できる指標ではありません。

- 1 **コモディティまたはエネルギーのロング** 当社の基本シナリオでは、エネルギー需要の回復により、エネルギー価格が年末に向けて段階的に上昇すると見えています。しかし、何らかのコモディティに対するショックが発生すれば、価格が急騰する可能性があります。他にも、コモディティがそれほど有効ではなく、さらには需要破壊が起きるなど、多数のシナリオが存在します。したがって、当社はコモディティのボラティリティについてロングポジションを取る方が、エクスポージャーの取り方として優れていると考えています。
- 2 **金のロングポジション** コモディティに対する見方とは別に、金単独でエクスポージャーを取得することも、マクロ経済リスクへの対応として有効である可能性があります。これまでの平均では、金はVIX指数が上昇するボラティリティが高い時期に、債券、米国財務省短期証券(TB)、ディフェンシブ株式など他の伝統的なリスク軽減手段をアウトパフォームしています。
- 3 **ディフェンシブセクターのレティフ・バリュー(相対価値)運用** マクロ経済リスクが発生し、セクターの動きが過去の例と同様の反応を示す場合、市場ベータの中立化に努めつつ、ディフェンシブセクターに重点を置くことによって、価値を創出できる可能性があります。ディフェンシブセクター(公益事業、ヘルスケア、生活必需品)をロングポジションとする一方、市場全体についてショートポジションを取り、金額ベースまたはベータベースのポジションをニュートラルにすることによって、レティフ・バリュー戦略を応用したマクロ経済セクターのポジションを構築することが可能になります。

デリバティブを活用する

より複雑なヘッジ手段にアクセスが可能な投資家には、今年はデリバティブが魅力的かもしれません。米国の選挙の日程が確定していることから、市場はオプション契約を締結する特定の時期を認識しています。例えば、現在のVIX先物曲線は11月にピークを打ち、その後は低下します。他の市場でも同様の傾向が見られる可能性があります。以下は、リスクの分布を反映したデリバティブ戦略に関する当社の考え方です。

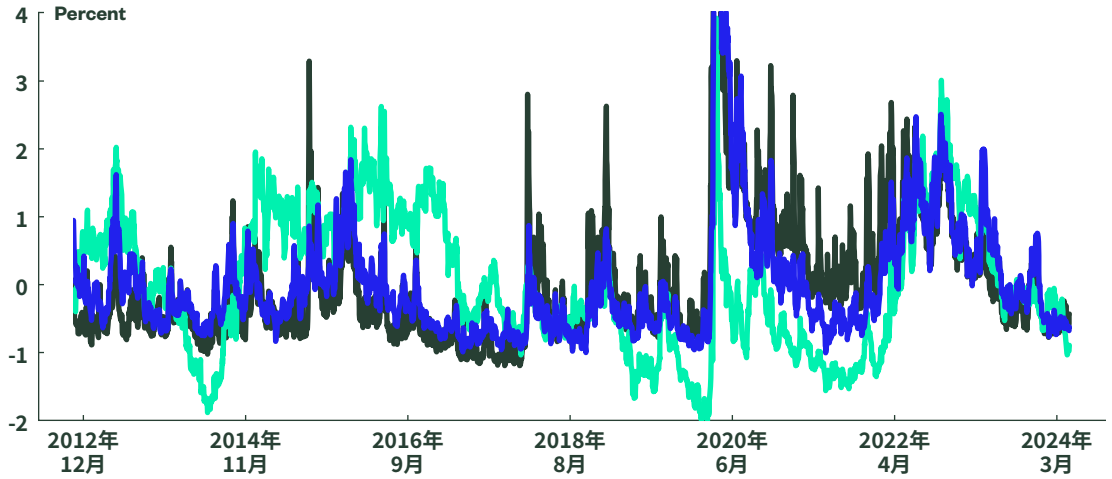
- 1 **脆弱な通貨の取引** 安全資産への資金流入の裏には、マイナスの影響を受ける通貨からの資金流出があります。世界経済に対するベータ値がプラスである米ドル主要通貨ペアの中では、大半のリスクに対するエクスポージャーの中心に欧州が存在することから、EUR / USDが最も魅力的です。また、ユーロのオプション市場もインプライド・ボラティリティが歴史的な低水準にあり、フォワードカーブも引き続き良好です。
- 2 **ソブリンおよびコーポレート・クレジット・デフォルト・スワップ(CDS)** ソブリンCDSは地政学的な脆弱性を抱える国、とりわけ紛争地域に近い国、大規模なエネルギー輸入国、世界経済の成長に対するベータ値が大きい国の場合に重要です。明確な中心的リスクシナリオが存在しない場合、全体的なリスクプレミアムの拡大をソブリンCDSが良好に捕捉します。

社債については、信用スプレッドが2023年中に投資適格債、ハイイールド債ともに縮小し、いずれも過去のレンジの下限に達しています。特にハイイールド債では、クオリティに対する選好の強さから、比較的高格付(BBおよびB)の債券スプレッドは過去20年間でも最もタイトな水準まで押し下げられ、一方、比較的低格付(CCC)の債券スプレッドは過去20年間の平均を若干下回る水準で推移しています。BB格債とB格債のスプレッドがこの20年間で最もタイトな水準で推移していることと、CCC格債のベータ値が上昇していることが相まって、ハイイールド債のスプレッドはリスクオフ・イベントの影響を特に受けやすくなっています。

- 3 **ボラティリティ** 大半の資産クラスでインプライド・ボラティリティは過去最低に近い水準にあります。これは、ボラティリティの水準が上昇することで、現在の穏やかな市場環境がリセットされる可能性があることを意味します。また、過去の経験から、ボラティリティはマクロ環境の転換期には徐々にではなく急激に変化することが示唆されます(図表2)。

図表2
リスク資産
過去10年間の平均
ボラティリティからの
乖離率

■ VIX 指数
■ G7通貨ボラティリティ
指数
■ ハイールド債ボラティリ
ティ指数

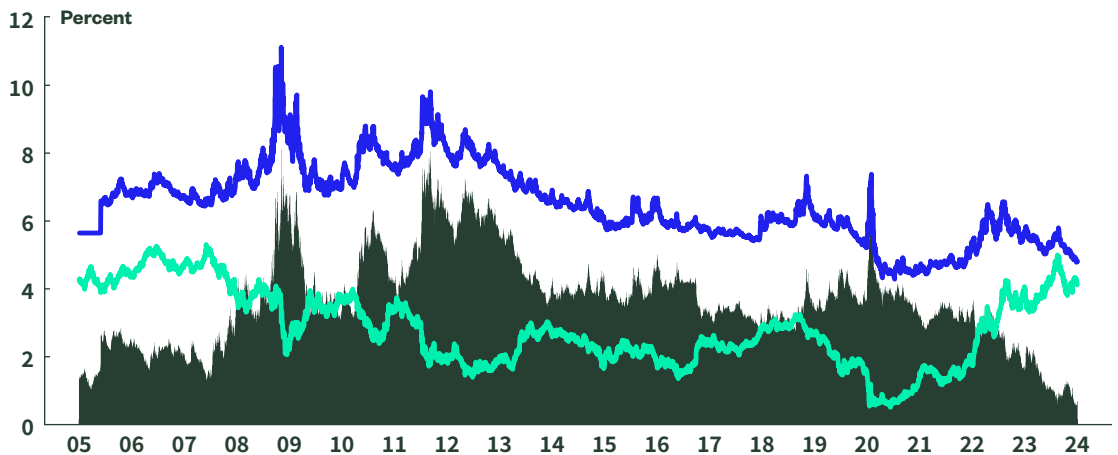


出所：Bloomberg Finance L.P (2024年3月8日現在)。過去の実績は将来のパフォーマンスの信頼できる指標ではありません。

- 4 **株式の「借り入れ」と「所有」を比較検討する** 当社の基本シナリオは株式投資に適していますが、バリュエーションは株式としての観点からだけでなく、他の資産クラスとの比較においても割高に見えます。株式のリスクプレミアムを複数の指標で計測してみると、過去20年間の平均水準よりも約2標準偏差分タイトな水準にあります(図表3)。さらに、12カ月予想利益に基づくS&P500指数の株価収益率(PER)は約21倍と、2000年以降の平均水準を上回っているだけでなく、レンジの上限に近い水準にあります。株式相場が過去最高値近辺にあり、バリュエーションが高く、インプライド・ボラティリティが低く、地政学的リスクが高まっていることを考えると、先進国市場全体(S&P500指数、ユーロ・ストックス50指数、および日経平均株価)のプライシングが魅力的であることから、株式を「所有」するのではなく「借り入れ」し、株式現物をロングコール・ストラクチャーで代替することも一案でしょう。

図表3
株式リスクプレミアム
(2005年～2024年)

■ S&P500指数予想益回り
-10年物米国債名目利回り
■ 10年物米国債名目利回り
■ S&P500指数予想益回り



出所：Bloomberg Finance L.P (2024年3月8日現在)。過去の実績は将来のパフォーマンスの信頼できる指標ではありません。

まとめ

2024年を展望した場合、長年にわたり市場が価格に織り込んできた穏やかなマクロ経済環境に冷水を浴びせる可能性のある世界的・地域的なリスクシナリオがいくつかあります。また、穏やかな市場がしばしば予想外の急激な変動に見舞われることは、歴史が示しています。そうした中、シンプルなものから複雑なものまで、本資料で説明したさまざまな戦略は、リスクオフ環境に直面した投資家を取り得る健全な選択肢を提供するはずです。

ステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズについて

当社は、世界各国の政府、機関投資家、財務アドバイザーを顧客とし、皆様が財務上の目標を達成する手助けを行うために、次のような基本原則を日々実践しています。• 厳密に始める • 幅広い選択肢から構築する • スチュワード(受託者)として投資を行う • 未来を創造する 過去40年にわたり、これらの原則のおかげで当社は激しく変動する投資の世界で翻弄されることなく、数百万もの人々の金融面の将来を守る手助けを行ってきました。これは、世界 29 拠点で活動する従業員の存在、そして、常に向上しようという全社共通の強い信念がなければ実現できなかったと確信しています。その結果、世界第4位の資産運用会社*として、約4.13兆ドル[†]を運用しています。

* Pensions & Investments Research Center, 2022年12月末時点。

[†] 2023年12月末時点、ステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズ・ファンズ・ディストリビューターズ・エルエルシー(「SSGA FD」)が営業を行っているSPDRの残高約644.4億ドルを含みます。SSGA FDはSSGAの関連会社です。すべての運用資産残高は監査前の数値です。

ssga.com

Marketing communication.

For institutional/professional Investors use only.

State Street Global Advisors Worldwide Entities

本書はステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズが作成したものをステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズ株式会社が和訳したものです。内容については原文が優先されることをご了承下さい。本書は、情報提供を目的として作成したものであり、金融商品取引法に基づく開示資料ではありません。本書は、弊社の運用手法等を紹介するために作成・提供されるものであり、特定の金融商品への投資を勧誘する目的のものではありません。弊社グループの運用戦略をもとに弊社が運用を再委託することにより提供可能となる運用戦略も含まれます。本書は、特定の金融商品の勧誘を目的とするものではないため、運用に係る手数料・報酬等の金額および計算方法を予め示すことができません。なお、投資信託の場合は投資信託毎に設定された販売手数料、信託報酬やその他費用が、投資一任契約や投資顧問契約の場合は個別契約毎に運用報酬、信託報酬やその他費用がかかります。各金融商品に関する運用リスクや手数料等諸費用の詳細につきましては、契約締結前交付書面やお客様向け資料等をご覧

下さい。上記の目標値は、ステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズ/第三者による一定の仮定および分析に基づく推定値です。これらの推定値が実現する保証はありません。本書で述べられている見解は、2024年3月18日に終了した期間における Elliot Hentov, Altaf Kassam, Matthew Bartolini and Geoffrey Preston の見解であり、市場およびその他の状況によって変更となる可能性があります。本書には、将来予想に関する記述とみなされる可能性がある特定の記述が含まれます。このような記述は、将来のパフォーマンスを保証するものではなく、実際の結果または展開は、予測されたものとは大きく異なる可能性があることに留意してください。ステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズの書面による明示的な同意なしに、本著作物の全部または一部を複製、複写もしくは送信、またはその内容を第三者に開示してはなりません。提供された情報は、投資助言に該当するものではなく、そのようなものとして依拠されるべきではありません。本情報は、有価証券の購入の勧誘または売却の申出とみなされるべきものではありません。本情報は、投資家の特定の投資目的、戦略、税務上の地位または投資期間を考慮したものではありません。ご自身の税務・財務アドバイザーにご相談ください。すべての情報は、別段の記載がない限り、ステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズによるものであり、信頼できると考えられる情報源から入手したものです。その正確性を保証するものではありません。

これらの情報は、現在の正確性、信頼性もしくは完全性、またはこれらの情報に基づいた意思決定に対する責任についての表明や保証はなく、これらの情報はそのようなものとして依拠されるべきではありません。投資には、元本割れリスクを含むリスクが伴います。言及されている銘柄は、必ずしもステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズが投資している保有銘柄ではありません。特定企業の株式への言及は、推奨または投資助言として解釈されるべきではありません。記述および意見は、市場およびその他の状況に応じて随時変更となる可能性があります。外国有価証券への投資は、通貨価格の不利な変動、源泉徴収税、一般に公正妥当と認められる会計原則の差異、他国の経済不安定または政局不安によってキャピタルロスが発生するリスクを含む場合があります。新興国市場または発展途上国市場への投資は、先進国市場への投資よりも相対的にボラティリティが高く、流動性が低い場合があります。より発展が進んだ国々と比較すると、多様性と成熟度の面で概して劣る経済構造や安定性に劣る政治制度に対するエクスポージャーを含む場合があります。『クオリティ』投資スタイルは、高いリターン、安定した収益、および低い財務レバレッジを持つ企業に重点を置きます。この投資スタイルは、これらの企業の過去のパフォーマンスが継続しないリスクや、『クオリティ』株のリターンが他の投資スタイルや株式市場全体のリターンよりも低くなるリスクを伴います。戦略は「グロース」投資スタ

イルに重点を置く場合があります。グロース株の市場価値は、他の種類の投資先よりも変動しやすい可能性があります。グロース株の価格は将来の期待を反映する傾向があり、その期待が変化し、または満たないと、一般的に株価は下落します。「グロース」株のリターンは、他の投資スタイルや株式市場全体のリターンと連動する場合もあれば、連動しない場合もあります。過去のパフォーマンスは、将来の成果を保証するものではありません。株式証券の価値は、個々の企業の活動や一般的な市場および経済状況によって変動し、大きく下落する可能性があります。ここで言及されている商標およびサービスマークは、それぞれの所有者の所有物です。第三者のデータ提供者は、データの正確性、完全性または適時性に関与していかかる保証または表明も行わず、また、かかるデータの使用に関連するいかなる種類の損害に対しても責任を負いません。ステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズ株式会社 東京都港区虎ノ門1-23-1 虎ノ門ヒルズ森タワー25階 金融商品取引業者関東財務局長(金商)第345号 加入協会: 一般社団法人日本投資顧問業協会、一般社団法人投資信託協会、日本証券業協会

© 2024 State Street Corporation. All Rights Reserved. ID2124707-6471612.3.1.APAC. INST 0424 Exp. Date: 03/31/2025