



第2部

「高温経済下での投資戦略」

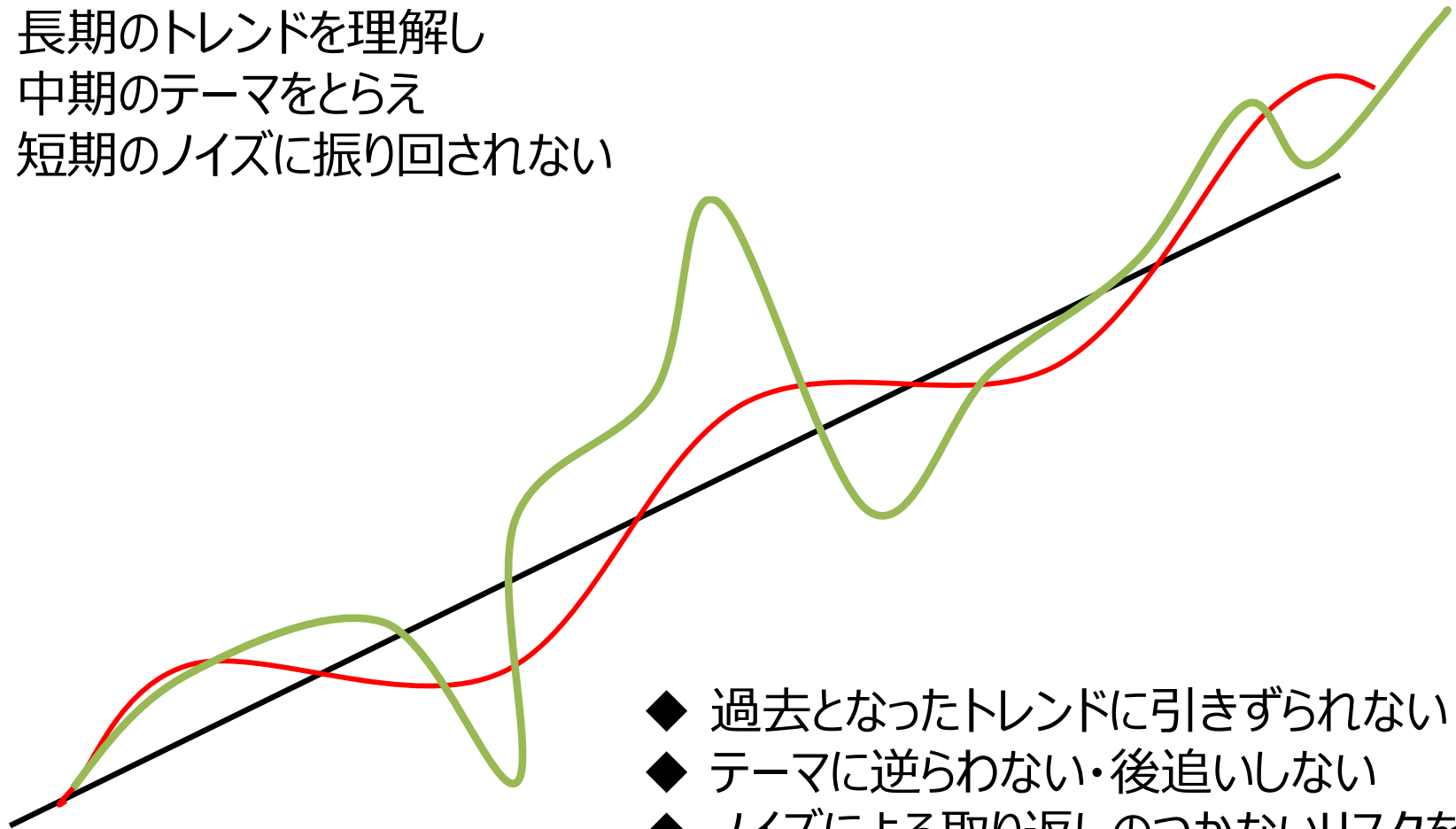
講師 寺本 名保美

株式会社トータルアセットデザイン
代表取締役



1. トрендとテーマとノイズ

- ◆ 長期のトレンドを理解し
- ◆ 中期のテーマをとらえ
- ◆ 短期のノイズに振り回されない



- ◆ 過去となったトレンドに引きずられない
- ◆ テーマに逆らわない・後追いしない
- ◆ ノイズによる取り返しのつかないリスクを避ける

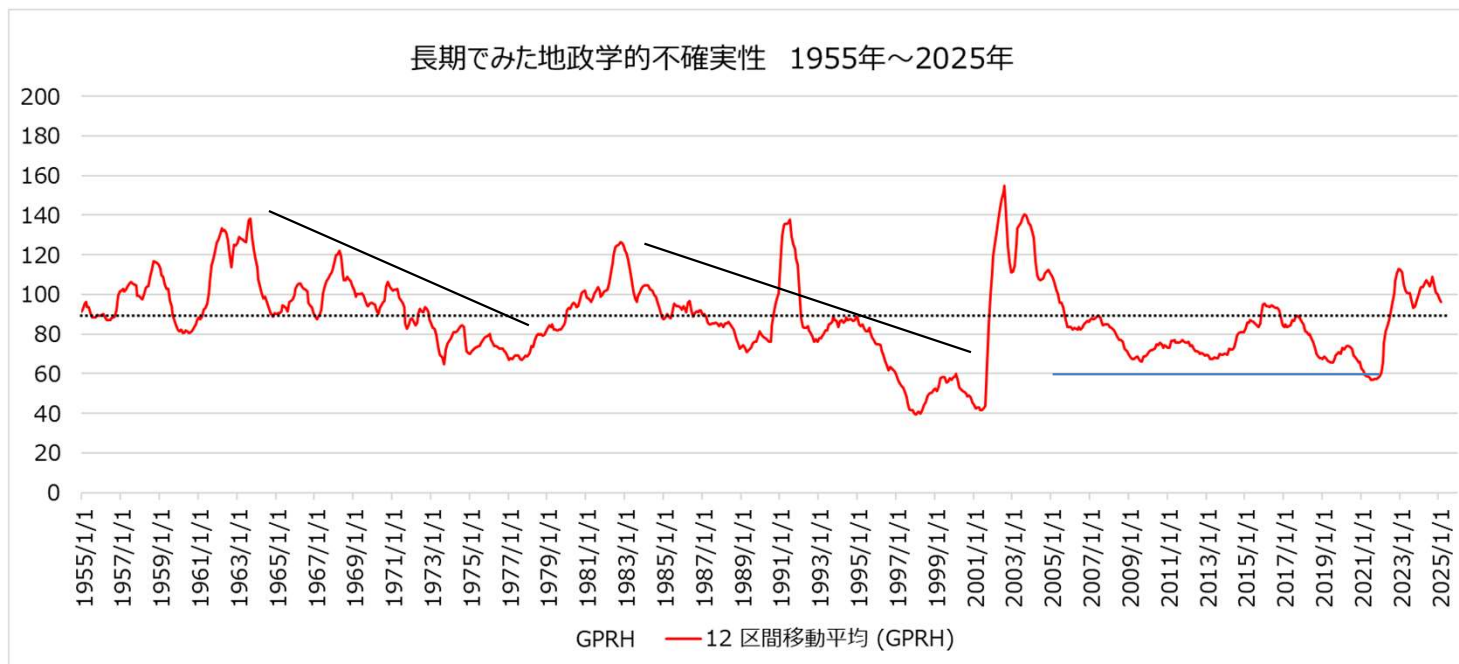


2. 米国政治からみえるトレンドとテーマとノイズ

	スローガン	主なテーマ	内政	貿易	税金と財政	防衛と外交
オバマ	◆ 脱金融 ◆ 製造業を呼び戻す ◆ エネルギー産業大転換	◆ 技術革新 ◆ 輸出倍増 ◆ 原油開発解禁 ◆ Made in USA	◆ デジタル通信網による商業化 ◆ 米国の科学が世界を牽引 ◆ 宇宙計画の再活性	◆ 原油の純生産国 ◆ 中国から生産を取り返す	◆ 医療保険改革 ◆ 金持ち優遇の廃止 ◆ 製造業減税	◆ イラクからの撤退 ◆ 必要最小限の派兵 ◆ 軍事力と強い外交
トランプ	◆ 偉大なアメリカ ◆ アメリカファースト	◆ 製造業の雇用 ◆ 中産階級重視 ◆ インフラ再構築 ◆ 規制緩和 ◆ エネルギー輸出 ◆ Made in USA	◆ 麻薬対策 ◆ 移民対策 ◆ 政府職員の削減 ◆ 退役軍人ケア ◆ 薬価引き下げ ◆ オピオイド対策 ◆ 製造業の国内回帰 ◆ 自動車産業の復活	◆ 二か国協定 ◆ TPP撤退 ◆ NAFTAの見直し ◆ 対中制裁関税 ◆ パリ協定離脱	◆ 法人税減税 ◆ オバマケアの縮小	◆ ISISテロ ◆ 中国とロシアを視野に国防予算の拡大 ◆ NATO支援の見直し ◆ イスラエル重視 ◆ 海外援助の見直し ◆ 強い軍と強い経済
バイデン	◆ 米国救済計画 ◆ 米国の民主主義	◆ パンデミック関連 ◆ 中間層を起点とした経済成長と雇用 ◆ インフラ整備とバイアメリカン ◆ 気候対策と雇用 ◆ 多様な人権 ◆ サプライチェーンの再構築と国内回帰 ◆ 半導体の国内生産	◆ 麻薬対策 ◆ 移民推進と国境警備強化 ◆ 非防衛分野の研究開発 (AI・電池・バイオ・チップ) ◆ クリーンエネルギー ◆ 退役軍人ケア ◆ 薬価引き下げ ◆ オピオイド対策 ◆ 教育 ◆ 反トラスト法の整備 ◆ 銃規制	◆ パリ協定復帰 ◆ 先端技術の対中輸出禁止	◆ 富裕層増税 ◆ 大企業増税 ◆ オフショア増税 ◆ オバマケアの復活 ◆ 公平な税制度	◆ 民主主義vs専制主義 ◆ NATOと同様にインド太平洋地域でも強力な軍事プレゼンス ◆ NATOの強化 ◆ 米軍の近代化 ◆ 台湾海峡の平和



3. グローバルリスクからみえるトレンドとテーマとノイズ

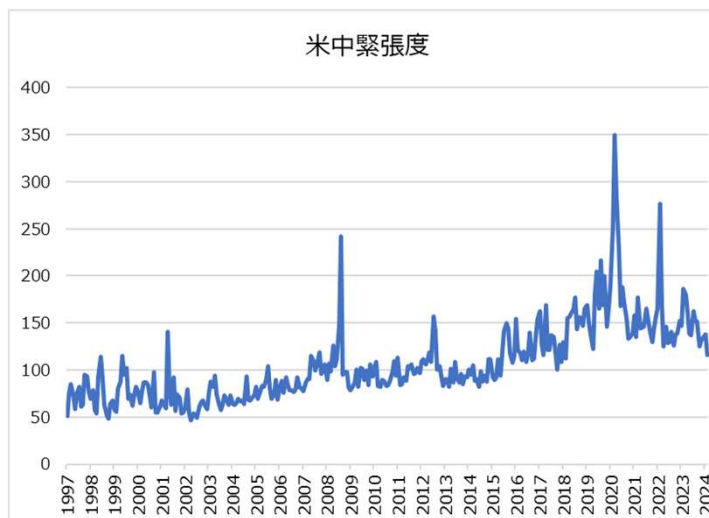
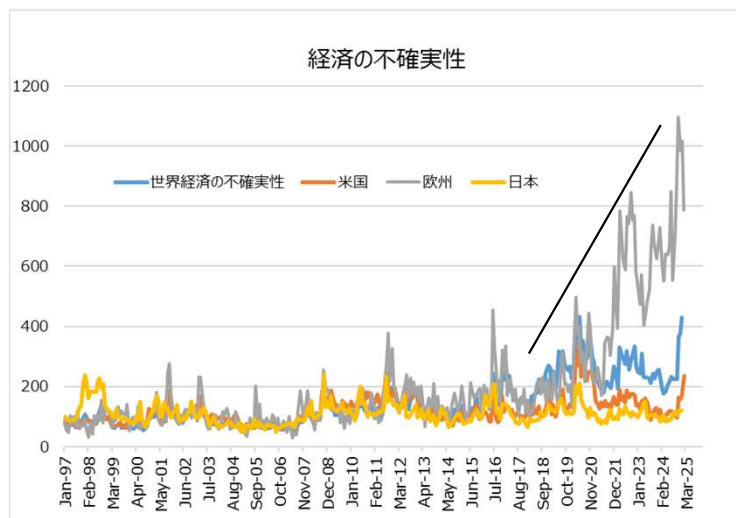


1950年代前半の朝鮮戦争後、中東紛争や冷戦、そして21世紀のテロとの戦いを挟みつつも、世界はグローバル化のトレンドの元、地政学リスクは低下してきた。

しかし、2022年のロシアによるウクライナ侵攻により地政学リスクの状況が反転。

またコロナショック以降、中国との地政学リスクが強く意識されるようになったことも、足元の地政学リスクの上昇の一因となっている。

こうした地政学的環境の変化は、経済の不確実性、特に欧州域経済への不確実性を大きく高めている。



SOURCE: Economic Policy Uncertainty

ダボス会議「グローバルリスクレポート2025」 エコノミストサーベイ

Q.地球規模で重大な危機を引き起こす可能性が最も高いと思われるリスクを1つ選択

	2025短期	今後2年	今後10年
国家武力紛争	1	3	
気象災害	2	2	1
地政経学リスク	3	9	
偽情報	4	1	5
社会の分断	5	4	8
景気低迷	6		
地球生態系の変化	7		3
経済的機会の欠如や失業	8		
人権侵害	9	10	
不平等	10	7	7
難民		8	
天然資源の不足			4
AI技術の悪影響			6
サイバー攻撃		5	9
犯罪や違法な経済活動			
生物多様性の崩壊			2
水や大気汚染		6	10

気象災害リスクは長期のトレンド
AI等の情報関連リスクは中期的テーマ
地政学リスクは短期のノイズ？

Q.今後2年間で、あなたの国に最も大きな脅威をもたらす可能性が高い5つのリスク

	米国	英国	ドイツ	日本	台湾	UAE
気象災害	5			4		3
地政経学リスク					3	
偽情報			4			
景気低迷	1	1	2	3		5
サイバー攻撃						4
難民		5	3			
AI技術の悪影響	3	4				
人材不足		3	1	1	2	
エネルギー不足			5	5	1	
非気候的自然災害				2	5	
インフレ	2	2				1
食料不足	4					
紛争					4	
資産バブル崩壊						2

ノイズになりそうなリスクは国によって異なる
米欧は景気低迷。日独は人材不足。
半導体基地の台湾はエネルギー不足。



4. 株式時価総額からみえるトレンドとテーマとノイズ

2009年3月

銘柄	業種	比率
1 エクソン	エネルギー	4.85
2 AT&T	電気通信サービス	2.14
3 J&J	ヘルスケア	2.1
4 マイクロソフト	情報技術	2.02
5 P&G	生活必需品	1.99
6 シェブロン	エネルギー	1.94
7 IBM	情報技術	1.87
8 ウォルマート	生活必需品	1.68
9 GE	資本財・サービス	1.54
10 JPMorgan	金融	1.44
11 シスコシステムズ	情報技術	1.41
12 アップル	情報技術	1.35
13 ファイザー	ヘルスケア	1.32
14 コカ・コーラ	生活必需品	1.26
15 ベライゾン	電気通信サービス	1.24
16 インテル	情報技術	1.21
17 グーグル	情報技術	1.2
18 ペプシコ	生活必需品	1.15
19 ヒューレットP	情報技術	1.11
20 アボットラボラトリー	ヘルスケア	1.06

2017年8月

銘柄	業種	比率
1 アップル	情報技術	4.04
2 マイクロソフト	情報技術	2.68
3 アルファベット（グーグル）	情報技術	2.63
4 フェイスブック	情報技術	1.89
5 アマゾン	一般消費財・サービス	1.8
6 J&J	ヘルスケア	1.69
7 バークシャー・ハザウェイ	金融	1.61
8 エクソン	エネルギー	1.54
9 JPMorgan	金融	1.54
10 P&G	生活必需品	1.12
11 バンカメ	金融	1.12
12 AT&T	電気通信	1.11
13 ウェルズファーゴ	金融	1.1
14 GE	資本財・サービス	1.01
15 シェブロン	エネルギー	0.97
16 ファイザー	ヘルスケア	0.95
17 ベライゾン	電気通信	0.94
18 VISA	情報技術	0.91
19 コムキャスト	一般消費財・サービス	0.90
20 ユナイテッドヘルス	ヘルスケア	0.90

2025年3月

銘柄	業種	比率
1 アップル	情報技術	6.56
2 マイクロソフト	情報技術	5.34
3 エヌビディア	情報技術	5.23
4 アマゾン	一般消費財・サービス	3.99
5 アルファベット	コミュニケーション・サービス	3.88
6 メタ	コミュニケーション・サービス	3.00
7 バークシャー・ハザウェイ	金融	1.98
8 ブロードコム	情報技術	1.63
9 テスラ	一般消費財・サービス	1.62
10 イーライリリー	ヘルスケア	1.60
11 ウォルマート	生活必需品	1.41
12 JPMorganチェース	金融	1.29
13 VISA	金融	1.27
14 マスターカード	金融	0.94
15 エクソンモービル	エネルギー	0.86
16 コストコ	生活必需品	0.85
17 オラクル	情報技術	0.81
18 ユナイテッドヘルス	ヘルスケア	0.80
19 ネットフックス	コミュニケーション・サービス	0.77
20 P&G	生活必需品	0.75

SOURCE: Refinitiv/datastream よりTAD作成

リーマンショック後に市場の中心となった情報技術へのトレンドは継続中。
SNS→DX→クラウド→AIと、テーマは変化しているが、株式市場の中心となっている企業群に大きな変化はない。
テーマの変化やテーマ内での企業の置き換えなどによる株価調整はノイズ。
トレンドやテーマに関わらず安定的に上位に食い込んでいる、P&G・ウォルマート・コストコといった生活必需品からは、「強い米国消費」という一つのトレンドを見て取ることができる。



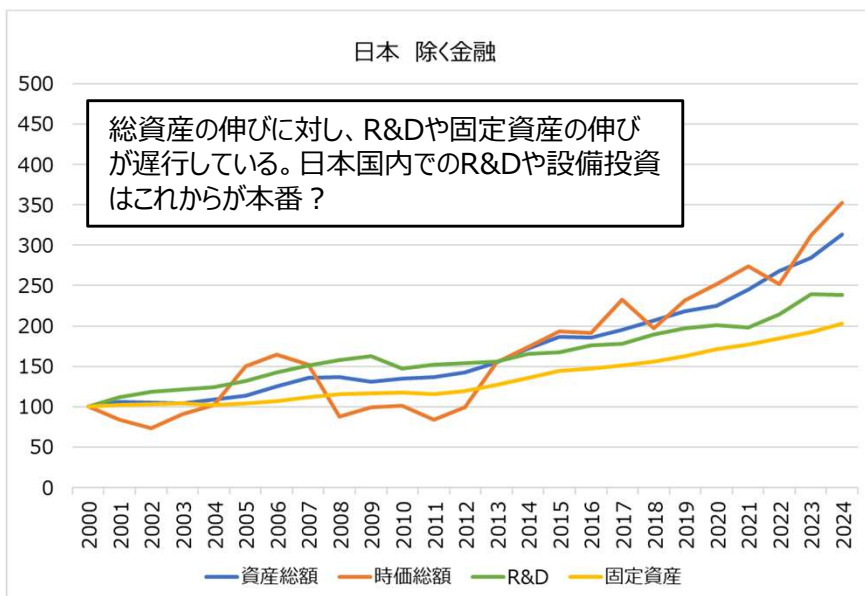
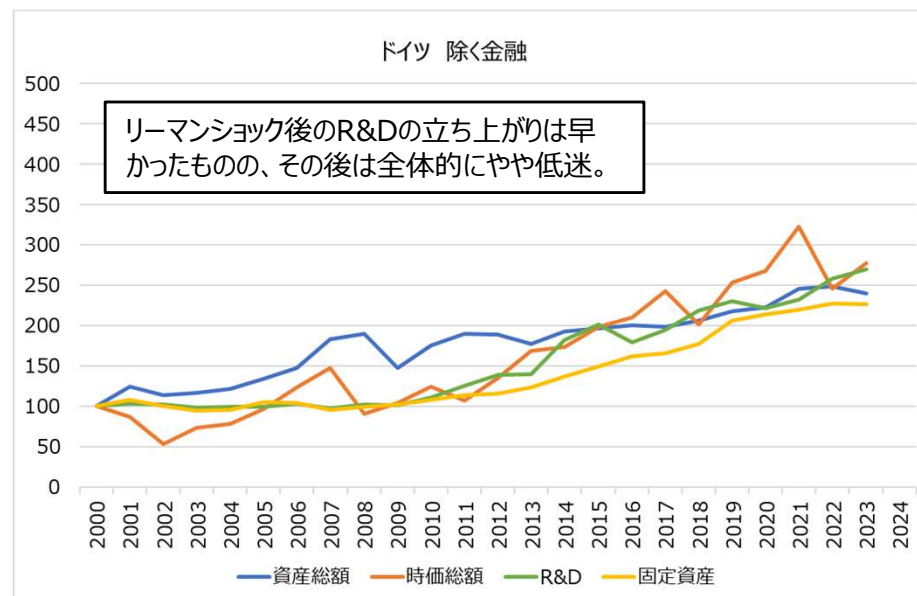
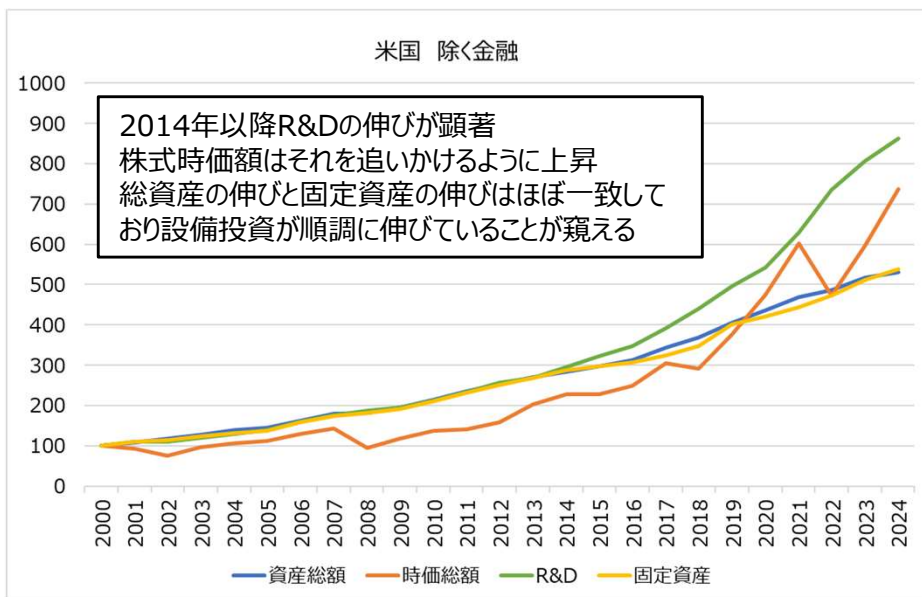
5. 技術の現実化からみえるトレンドとテーマの進捗状況

『第四次産業革命ダボス会議が予測する未来2016年』と 現実

2025年までに起きるとされる21のティッピングポイント	YESの人の比率	2025年の現実のイメージ
10%の人々がインターネットに接続された服を着ている	91.2%	スマートアパレル。スマートウォッチが先行。普及は遅れている
90%の人々が容量無制限の無料ストレージ（広告付）を保有している	91.0%	普及済
1兆個のセンサーがインターネットに接続される	89.2%	多分普及
米国で最初のロボット薬剤師が登場する	86.5%	2020年段階で米国の74.5%の病院がロボット調剤を使用
眼鏡の10%がインターネットに接続されている	85.5%	スマートグラスの市場規模は2024年で約9億ドル程度
80%の人々がインターネット上にデジタルプレゼンスを持っている	84.4%	むしろ撤退気味？
3Dプリンターによる自動車第一号の生産	84.1%	金属3Dプリンターによる部品の生産は実用化
政府が初めて国勢調査の代わりにビッグデータの情報源を活用する	82.9%	一般経済統計の一部を代替する動きはある
体内埋め込み式携帯電話の発売開始	81.7%	インプラントブルデバイスという分野は立ち上がっているが、、、
消費財の5%が3Dプリンターで生産されたものになる	81.1%	産業用3Dプリンターの全世界出荷台数はまだ年間3万台程度
人口の90%がスマートフォンを使用	80.7%	71%（GSMA統計）
人口の90%インターネットに常時アクセス	78.8%	同上程度？
米国の道路上の全車両の10%が自動運転車になる	78.2%	2018年から米国で商用実証開始するも思ったより進捗は遅い
3Dプリンタ製の肝臓の初移植	76.4%	バイオプリンティング。血管と抹消神経は国内臨床試験が開始済
法人の会計監査の30%をAIが実施	75.4%	AIによる監査業務の効率化支援まで。
政府がブロックチェーンを介して初めて税金を徴収	73.1%	デジタルインボイスからブロックチェーンインボイスへと展開する可能性
インターネットトラフィックの50%超が家電製品とデバイス用	69.9%	生成AIにトラフィックシェアは奪われている
自家用車ではなくカーシェアリングによる移動や旅行が世界的に増加	67.2%	想定より早い
人口5万人を超える都市で初めて信号機が廃止される	63.7%	余り話題になっていない
世界GDPの10%がブロックチェーンのテクノロジーで保管される	57.9%	NFTの市場規模は2024年で約430億ドル程度
企業の取締役会にAIマシンが初登場	45.2%	戦略的意思決定にAIを使用している企業は全世界で7%程度



6. バランスシートからみえるトレンドとテーマの進捗状況



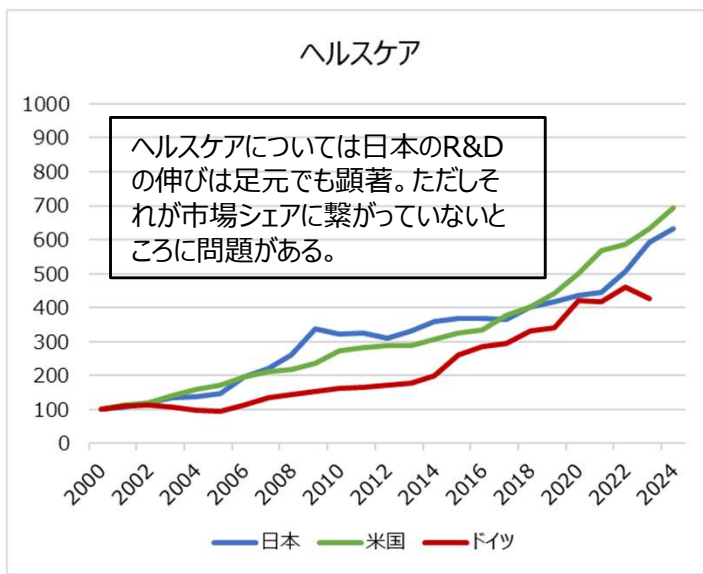
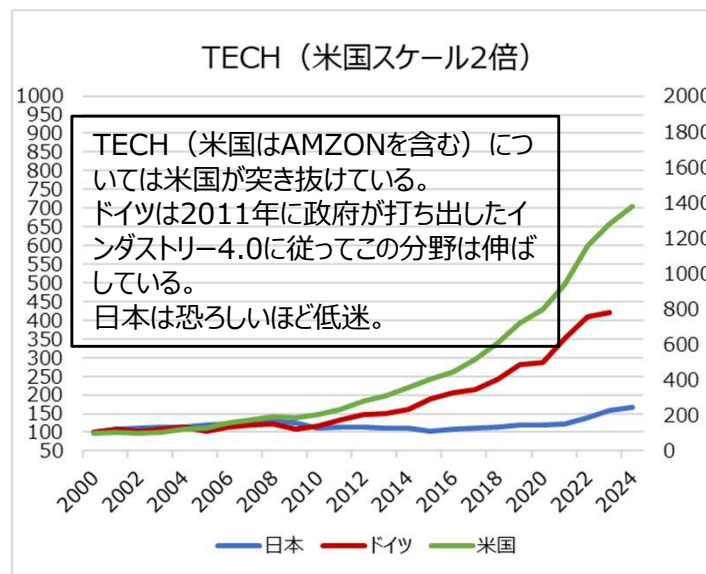
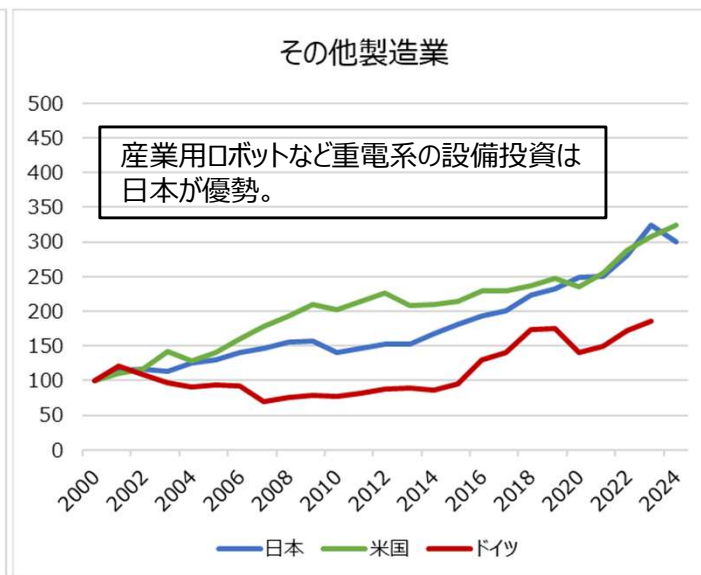
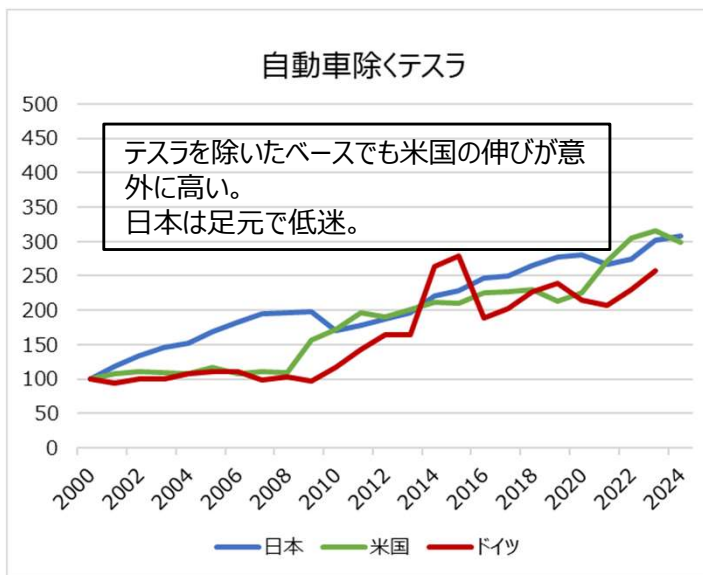
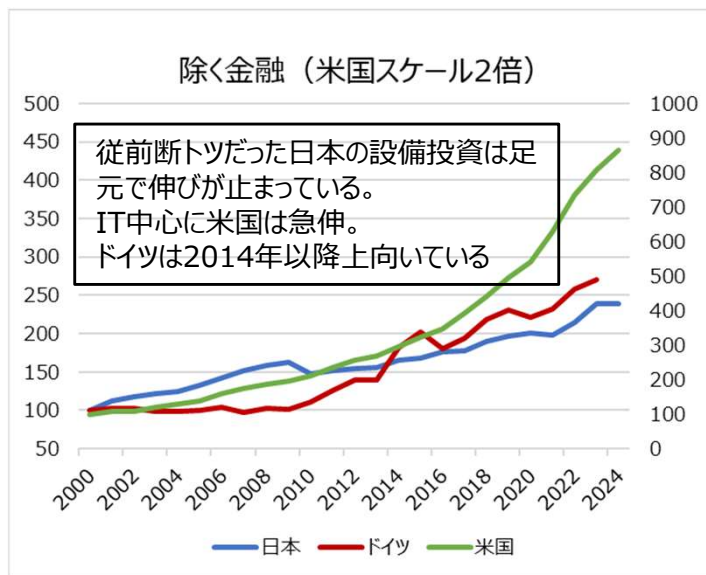
各国の上場企業のうち、時価総額上位企業（米国と日本は約1000社、ドイツは約600社）の総資産・研究開発費・固定費を足し合わせ、2000年基準での伸び率を計測したもの。

足元で、米国・日本については資産の伸びに対し株式時価総額の伸びが上方に乖離していることはやや気になる。ドイツの乖離は修正済。

米国はR&Dが株式価値を牽引している一方で、日本については資産価値の拡大がそのまま株式価値の拡大となっている。R&Dや固定資産が伸び悩むなかでの資産価値の拡大に持続性はあるのか？

SOURCE: Refinitiv/datastream

7. 研究開発費からみえる業種のトレンドとテーマ



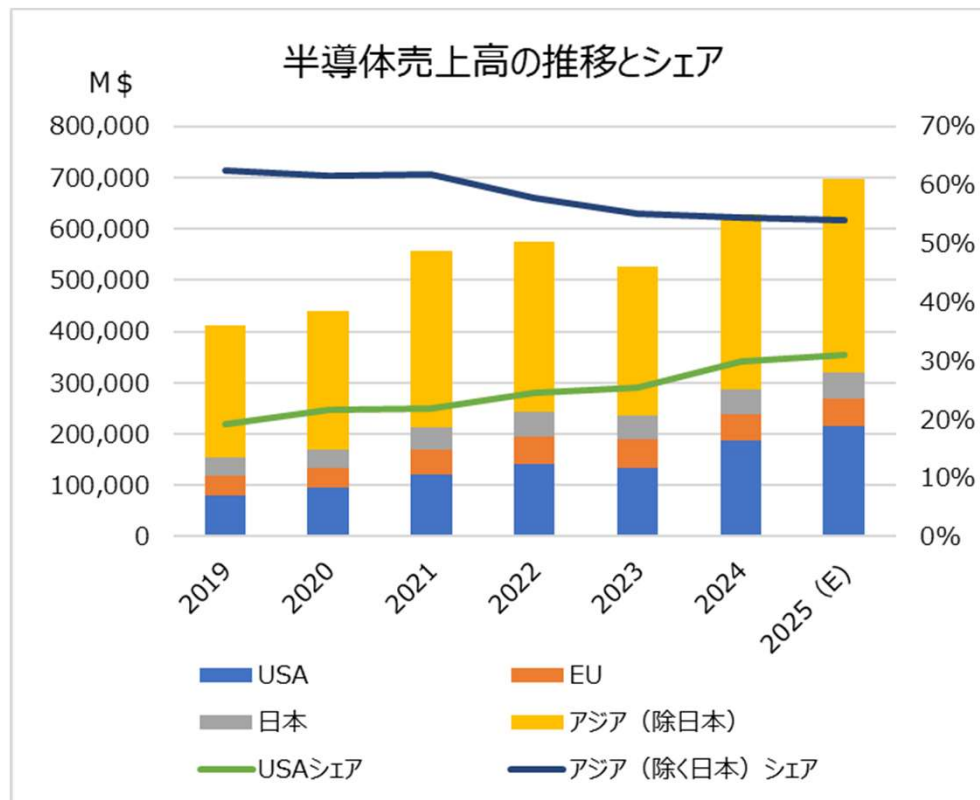
2000年から2020年までに、世界全体の研究開発費は6750億ドルから2.4兆ドルと3倍以上の伸びとなった。この間。アメリカ、日本、ドイツ、フランス、イギリス、イタリアの6カ国はグローバルR&Dのシェアが減少した一方で、中国、韓国、ロシア、台湾の4カ国のシェアが増加した。中国のグローバルシェアは2000年の5%から2020年には25%に上昇した一方で、アメリカのシェアは39.9%から30.7%に、日本のシェアは14.7%から7.4%に減少した。

Global Research and Development Expenditures 2022

SOURCE: Refinitiv/datastream

各国の上場企業のうち、時価総額上位企業（米国と日本は約1000社、ドイツは約600社）の総資産・研究開発費・固定費を足し合わせ、2000年基準での伸び率を計測したもの。

8. 半導体市場からみる内製化のトレンド



	USA	EU	日本	アジア (除日本)
2018	22%	9%	9%	60%
2019	19%	10%	9%	62%
2020	22%	9%	8%	62%
2021	22%	9%	8%	62%
2022	25%	9%	8%	58%
2023	26%	11%	9%	55%
2024	30%	8%	8%	54%
2025 (E)	31%	8%	7%	54%

「一般社団法人WST S日本協議会」WSTS統計は、半導体メーカーの国籍や生産工場の場所には関係なく、「半導体製品が半導体メーカーから第三者に販売された地域」を意味する。

表：台湾半導体関連企業による近年の主なFDI（外国直接投資）案件

台湾企業	投資先	投資規模	計画の概要	発表年月
TSMC	ドイツザクセン州	100億ユーロ超(注1)	自動車用、産業用を中心とする半導体製造工場の新設	2023年6月
	米国アリゾナ州	650億ドル	世界最先端プロセス（2～4nm）の半導体工場（第1～第3工場）の新設。米国政府が66億ドルを助成	2020年5月 2022年12月 2024年4月
	日本・熊本県	225億ドル(注2)	4nm(第1)、6nm(第2)の最先端半導体工場の新設。日本政府が4,760億円(第1)、7,320億円(第2)を助成	2021年7月 2024年2月
UMC	シンガポール	50億ドル	5Gや車載向け22/28nmプロセスの半導体生産工場の建設	2022年2月
PSMC	日本・宮城県	未定	SBIとの合併による車載用、産業用半導体生産工場の新設	2023年7月
	インドグジャラート州	9,100億ルピー(注3)	タタ・エレクトロニクスと提携し、現地で半導体工場を新設	2024年2月
Global Wafers	米国テキサス州	1,000億台湾元	300ミリ・シリコンウェーハ工場（月産120万枚）を建設	2022年6月
ASE	マレーシアペナン島	3億ドル	半導体組立・テスト（OSAT）拠点の拡張（第4・5工場）	2022年11月

注1：4社による共同出資のうち、70%をTSMCが出資。

注2：ソニー、デンソー、トヨタとの共同出資。うちTSMCが86.5%を出資。

注3：提携先のタタ・エレクトロニクスによる投資プロジェクトの総額。

出所：各社プレスリリース資料、各国政府発表、FDI Marketsなどを基に作成

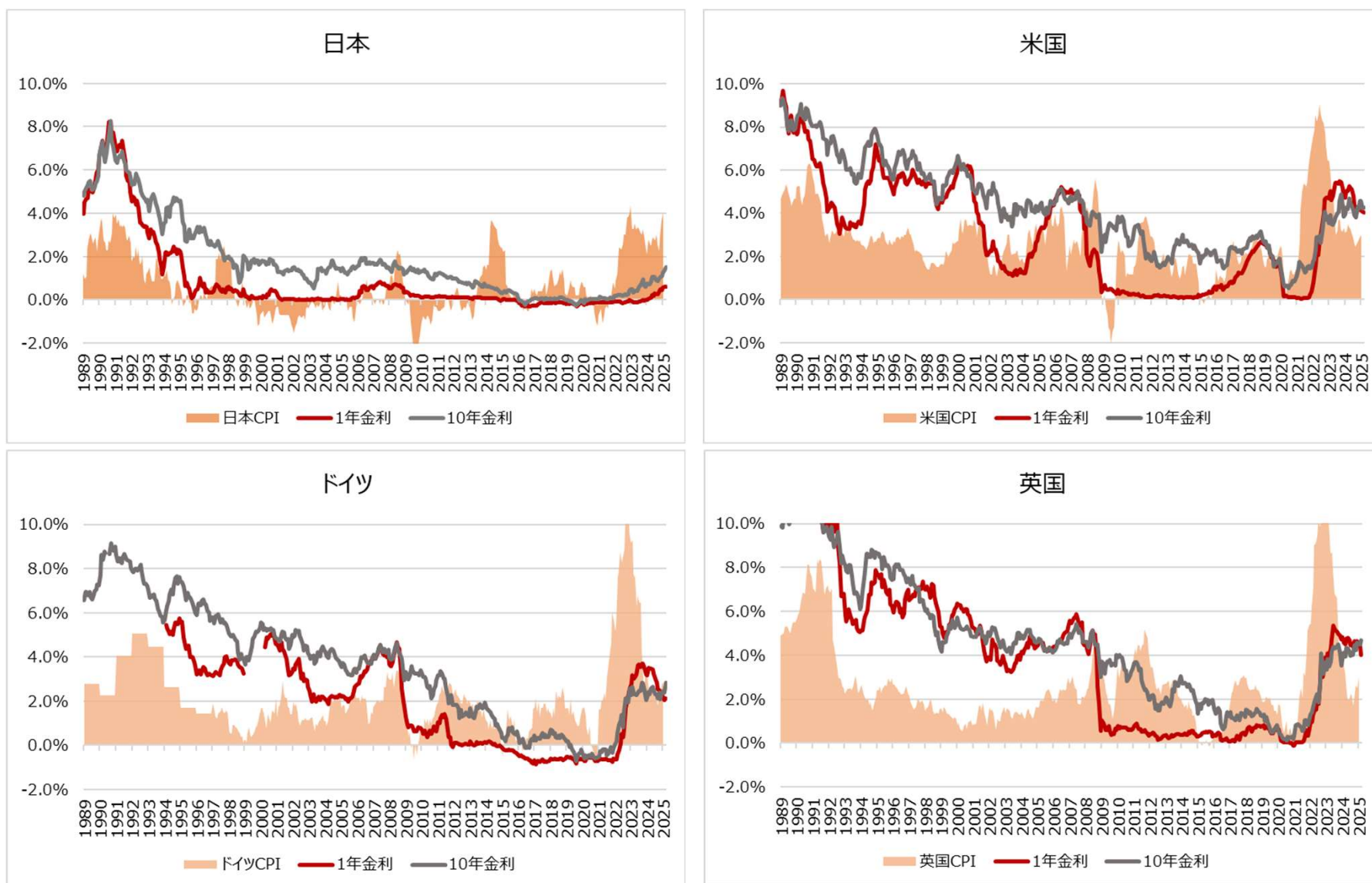
JETRO2024年5月13日

「Global Risks Report 2025」では

世界的な経済の断片化の進行の影響について、調査対象エコノミストの4分の3以上が、サプライチェーンの再構築（91%）、業務の地域化（90%）、コア市場での活動に焦点を当てる（79%）、または高リスク市場からの撤退（76%）を想定。金融市場でもグローバルレンダーが世界の「東側」と「西側」とにグループを再構築することを発表し、地政学的リスクの回避が金融分野の構造にも影響を与えていることが認識された。と指摘している。



9. インフレからみる金利のトレンド変化

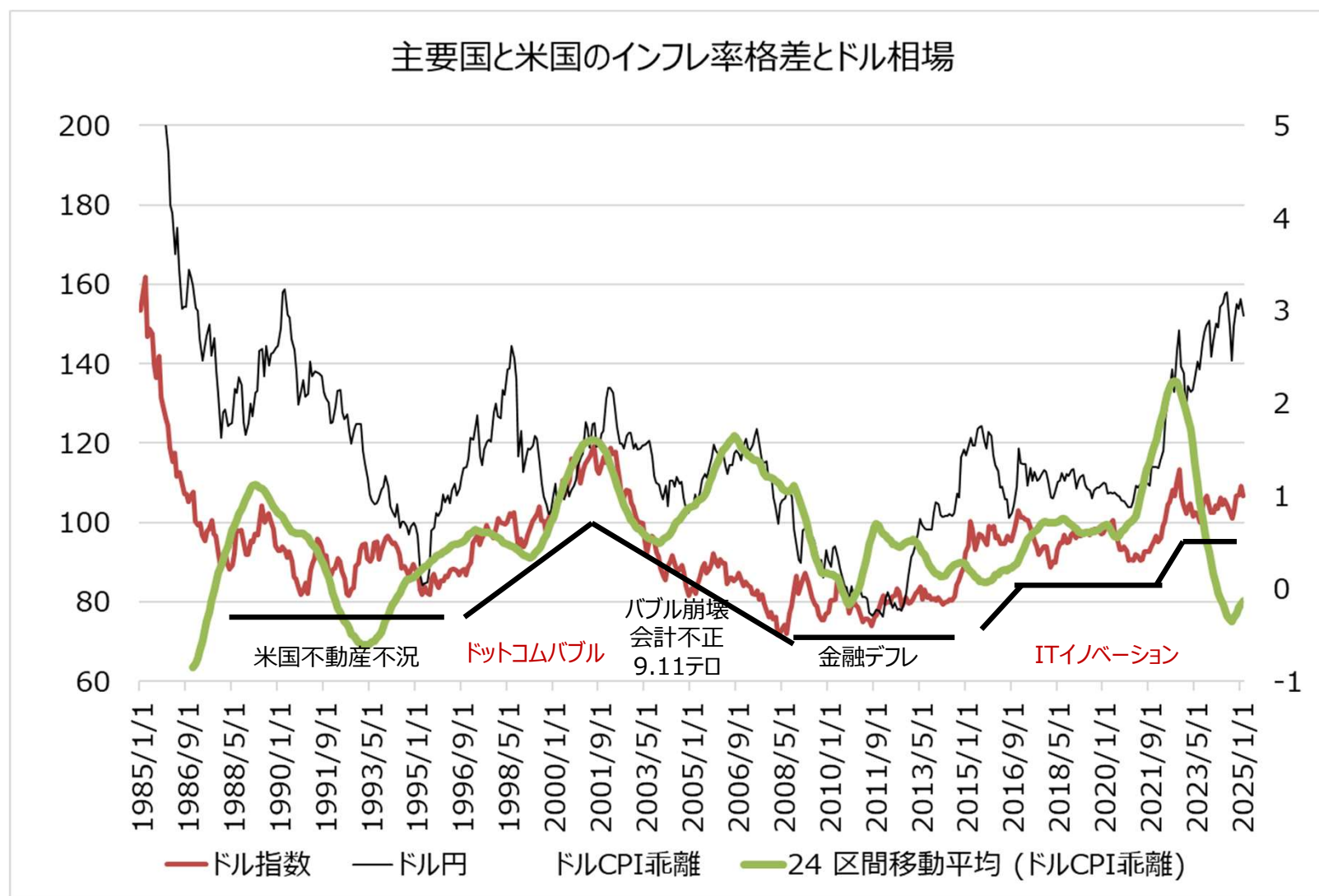


SOURCE: Refinitiv

1990年の冷戦終結後、グローバル化の恩恵もあり主要国のインフレは安定化し、長期金利は趨勢的に低下してきた。コロナ禍とウクライナショックにより、この安定的なインフレという前提が崩れたことで、長期金利の趨勢にも変化の兆しがでている。



10. 為替のトレンドとテーマとノイズ

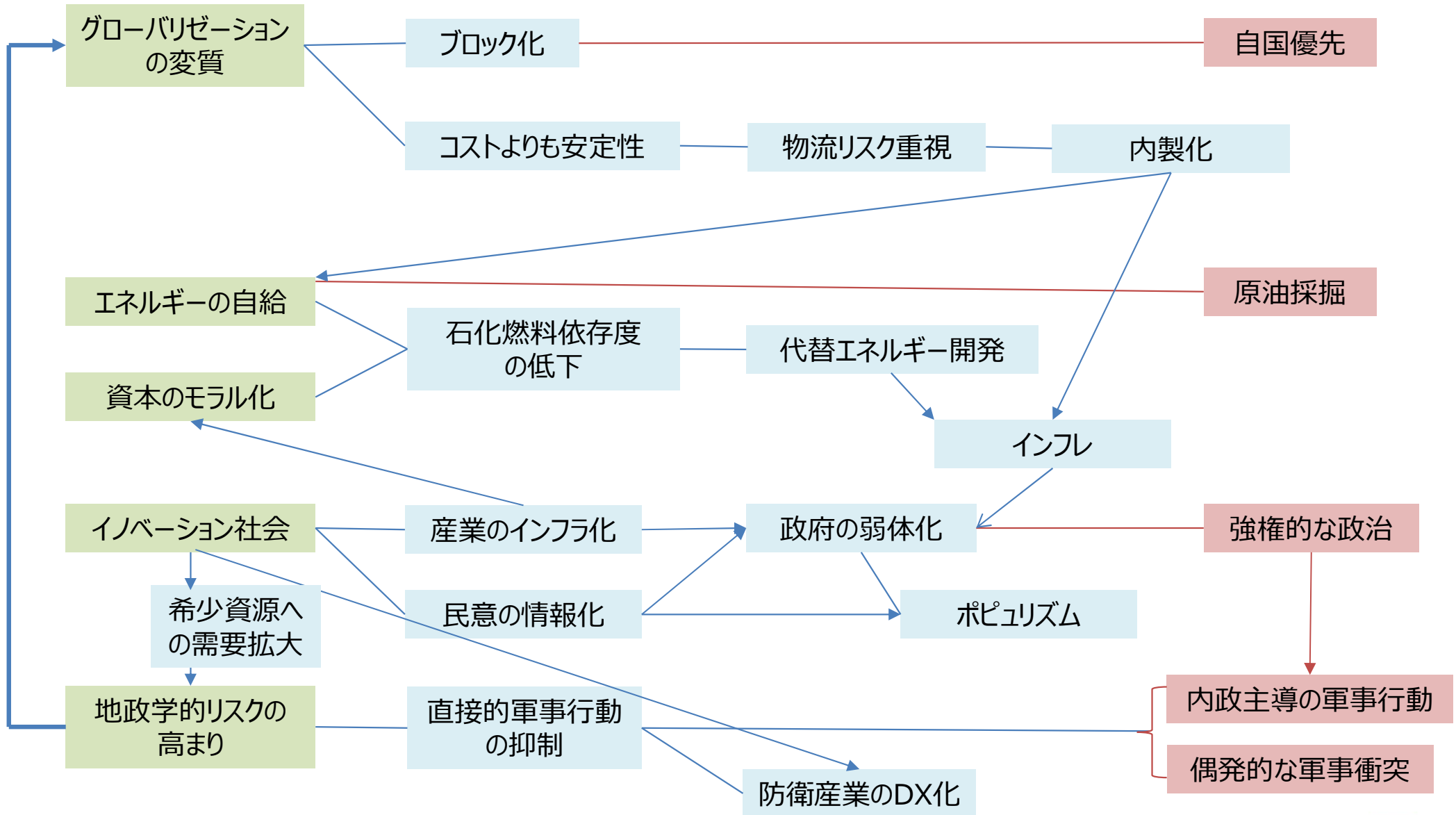


SOURCE: Refinitiv/datastream よりTAD作成

「米国・英国・フランス・ドイツ・イタリア・日本のCPI（対前年同月比）の単純平均と米国CPIの差」と、ドル通貨の変動には一定の連動制がみられるものの、為替市場はテーマ性が高くインフレ格差だけで説明するのは難しい。むしろ、米国経済のリスクオン・オフでの説明の方がトレンドは理解しやすい。



11. **トレンド**と**テーマ**と**ノイズ**を総覧する



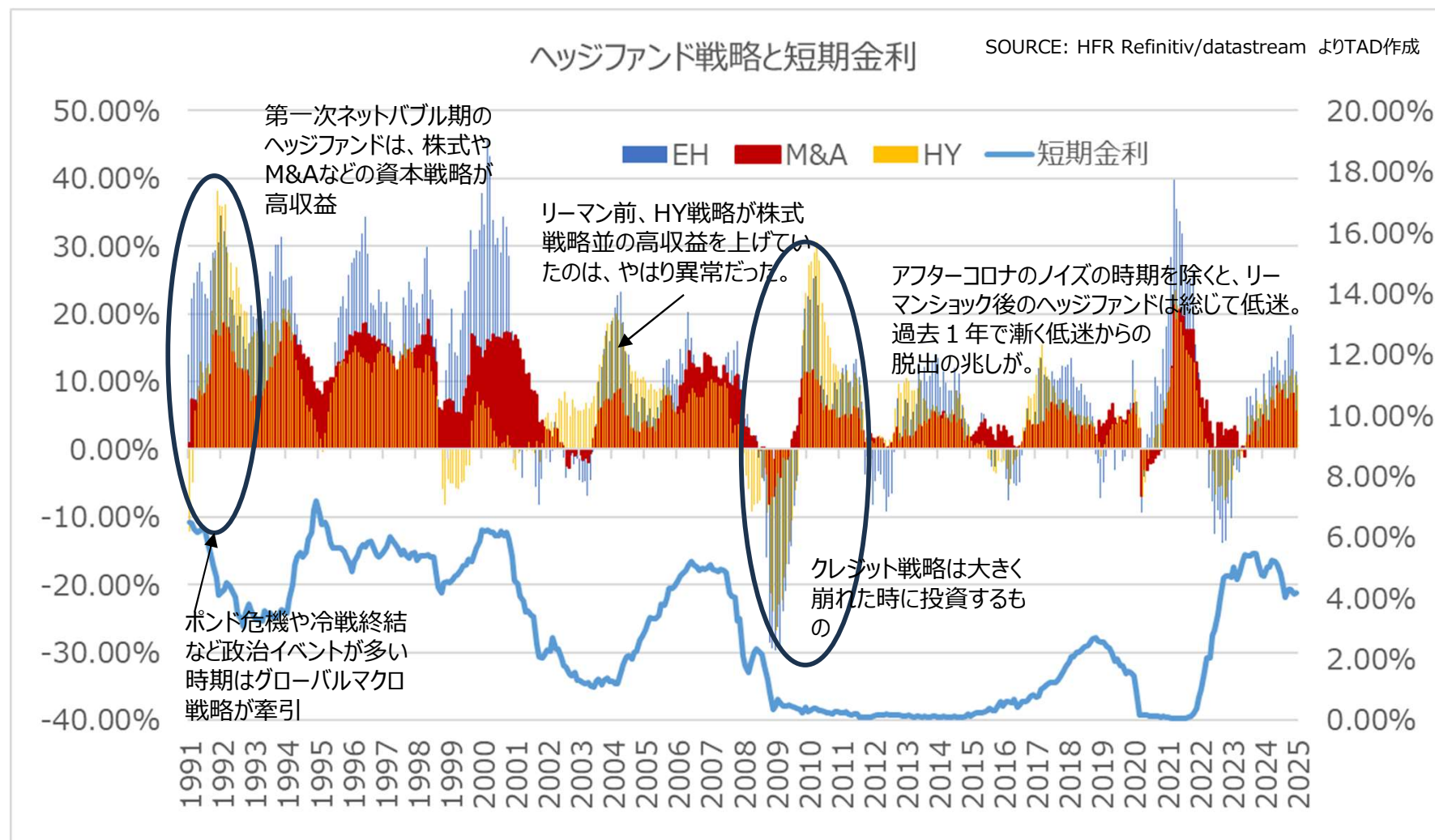


12. トrendとテーマとノイズと投資資産

	今後 10年	今後 5年	今後 1年	環境・懸念事項
国内債券	△	○	△	日本経済が順調に成長した場合、期待インフレ率は他の先進国並みの2.0～2.5%に収斂していくことになる。長期のトレンドとしては短期金利2%台、長期金利3%台を見据えた展開を想定する。
外貨建先進国 国債	△	○	△	米国についてターゲットインフレの切り上げの議論が始まれば、一時的なショックはあるものの現状の4%台の長期金利については投資対象となりうる。欧州は財政支出に市場が注目するノイズには注意。為替リスクについては金利差から政治要因にシフトしつつあり突発的なドル高修正も短期的なノイズ。
同 為替ヘッジ 付き	△	○	○	リスクオフ局面でのヘッジ資産として短期的視点では保有が可能。ヘッジコストは徐々に低減。足元の長期金利の上昇によりネガティブキャリーも緩和されており長期目線でも保有しやすくなった。
国内株式	○	△	○	国内設備投資需要は高いことから景気底割れ懸念はない。短期のバリエーション調整も進んでいる。数年単位で見た場合、台湾有事や大規模災害への懸念がノイズとなる可能性は高い。
外国株式 (先進国)	○	○	△	イノベーションと設備投資需要から中長期的には乱高下しつつも右肩上がりは継続。足元はバリエーションが切り上がっていることからトランプ語録が大きめのノイズとなっている。地政学の組み換えの影響を大きく受ける欧州については、落ち着きどころが見えにくい。
外国株式 (新興国)	○	△	×	中国はデフレ下の金利低下の局面に入っており、個人消費には最悪の環境。原油価格の下落が資源国に与える影響には警戒。イノベーションによる経済成長のトレンドは先進国と同様。
クレジット (IG)	○	×	△	中期的には過剰債務や経済構造変化に対応できない大型倒産などのリスクを抱えている。当面好景気に支えられるものの、数年後のどこかで大きな調整局面を迎える可能性が高い。
クレジット (HY・EM)	○	×	×	HYについてはクレジットスプレッドが徐々に拡大していく中、過去の低金利融資の借り換え期が近づいており、負債コストは明らかに上昇している。ドル金利の高止まりへの警戒も高まっており要注意。
PE	○	○	△	米国金利の高止まりの影響はまだ続いており、ファンドフローの戻りは想定よりも遅い。調達市場の調整などの悪影響を受ける場面はあるものの、長期的な経済成長シナリオが崩れない限り問題はない。
PD	○	×	△	大手金融機関はPD業者と連携し、リーマンショック前に自らのバランスシートで取っていたリスクを、今度はファンド出資者のバランスシートで取らせている。市場の不健全な急拡大が持続し続けることはない。
ヘッジファンド	○	△	○	ボラティリティの上昇は多くのヘッジファンド戦略にとってはプラス。クレジット市場が崩れた時の影響を回避することはできないものの、戦略のバランスを取っていけば、安定的な収益源にはなり得る。
不動産	×	△	△	世界的に資材と人件費の高騰から新築物件の着工は遅れ気味で既存物件のバリエーションは益々切り上がってきている。金利高止まりの影響も懸念され、どこかで大きな調整があってもおかしくない。



13. ヘッジファンドインデックスから見る戦略の変遷



リーマンショック前のヘッジファンド達は短期金利を上回る収益を上げることを目標としてきた。長いゼロ金利時代を経て、短期金利が復活しても、ヘッジファンドの収益目線がなかなか上がってこない。金利が復活して2年以上経ち、そろそろ金利がある世界に目が慣れてきたことを期待したい。



14. 高温経済の投資戦略

イノベーションがあり、インフレがあり、金利があり、ボラティリティがある
金融機関でも、政府でもなく、民間企業が主導権を持つ経済



過去の20年とは真逆な「魅力的な」投資環境
低ボラティリティの低温経済を前提にした戦略は機能しない



過熱と冷却が繰り返されることを前提とする
収益は振れるもの マイナスリターンはあり得ます
収益が振れないことを前提としたポートフォリオ構築は過去のもの



資産構成がトレンドの変化に対応できているか
状況の変化に適合できる戦略となっているか
突発的なノイズへの対応をシミュレーションできているか

100年に一度、かもしれない、絶好の投資機会は、いま始まったばかり
収益の最大化の為に、途中で打ち切られることなく、細く長く継続すること
その為のリスク管理が、これまで以上に重要となる

- 本資料は、お客様の運用や資産配分の判断などの参考となる情報の提供を目的として作成されたものであり、これらの最終的な決定はお客様ご自身の判断で行っていただきますようお願い申し上げます。
- 過去の実績は将来の運用成績を予測・保証するものではありません。また、シミュレーション等のデータも、将来の運用成績を予想・保証するものではありません。
- 本資料は信頼できると考えられる情報に基づいて当社が作成しておりますが、情報の正確性、完全性が保証されているものではありません。
- また、本資料には、各運用機関から取得した情報や運用実績に基づいて当社が計測或いは分析した情報が含まれる場合がありますが、記載された運用やファンドについて具体的に推奨するものではありません。
- なお、本資料中の記述内容、数値等については資料作成時点のものであり、今後の金融情勢、社会情勢等の変化により内容が変更となる場合があります。
- 本資料に関わる一切の権利は、当社に属し、いかなる目的であれ本資料の一部または全部の無断での使用・複製は固くお断りします。
- 本資料の内容に関してご不明な点、疑問に思われる点等がございましたら、当社コンサルタント等にご照会下さいますようお願い申し上げます。
- 「FTSEグローバル債券インデックス」(WGBI指数)はFTSE International Ltd.が作成、公表しており、著作権はFTSE International Ltd.に帰属しています。FTSEは当資料に掲載されたWGBI指数およびWGBI指数に基づいて計算されたいかなるデータに関しても、明示的にも暗黙にも正確性、完全性、信頼性、有用性の保証を表明するものではなく、それらについて一切の責任を負いません。WGBI指数のデータの再配布や、他のインデックス、有価証券、金融商品の基準として使用することを禁止します。当資料はFTSEによって承認、審査、作成されたものではありません。
- 「NOMURA-BPI (総合)」は野村證券株式会社が作成している指数で、当該指数に関する一切の知的財産権とその他一切の権利は野村證券株式会社に帰属しています。
- 「TOPIX」は株式会社東京証券取引所の知的財産であり、当該指数に関する一切の知的財産権とその他一切の権利は株式会社東京証券取引所に帰属しています。
- 「MSCI」はMSCI Inc.の知的財産であり、当該指数に関する一切の知的財産権とその他一切の権利はMSCI Inc.に帰属しています。
- 「S&P500指数」はS&Pダウ・ジョーンズ・インデックスの知的財産であり、当該指数に関する一切の知的財産権とその他一切の権利はS&Pダウ・ジョーンズ・インデックスに帰属しています。

金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第2429号 一般社団法人日本投資顧問業協会