2026年11月10日

一般社団法人東京国際金融機構
（FinCity.Tokyo）

地政学リスクによる運用環境の変化と今後の課題

（2026年11月10日開催「Global Fiduciary Duty Symposium」にて講演）

FinCity.Tokyo代表理事
中曽　宏

1.　投資環境の変化について

（1）地政学リスク：原油

- 世界経済や国際金融市場は、日々変化を遂げている。先週の米国中間選挙では、暮らし向き（Affordability）が改善しないことへの不満が募る有権者に後押しされたBlue Waveが津波のようにTriple Redを崩した。今後は、議会との対立から予算や債務などの重要な政策決定が滞ると予想されるほか、大統領権限で執行できる貿易・外交政策を巡る不確実性も高まると考えられる。本日は、こうした中で投資環境に影響を与えうる様々なリスクを点検した上で、アセットオーナーの運用高度化の方向を探りたい。

- まず第一に、地政学リスクについてお話ししたい。原油価格は中東戦争を機に大きく上昇したが、中間選挙後も戦争終息の展望は容易に開けないと考えている。図表1の左側のグラフでWTIの先物カーブの形状の遷移を見ると、期近物価格がピークの1バレル当たり110ドルに達した4月初めには、供給不足を反映した赤線の強い逆ざや（backwardation）の形状となっていた。その後、米国とイランの和平協議進捗への期待から、7月には一旦、一番下の青色の線まで低下した。しかし、両国間の緊張が再び高まっていることから、先物カーブは今、期近物が90ドルを起点とする橙色の線まで上昇している。この先は、橙線が青線より上側に位置しており、当分の間、高止まりすることが見込まれている。

- 右側のグラフは、ホルムズ海峡の船舶通過数を示している。同海峡の交通量は、7月に戦争前の3分の1程度まで一旦戻ったが、その後再び交通量は制約を受けており、日本船は航行を控えている様子がうかがえる。こうした下で、日本への原油供給は、①中東以外からの輸入、②スエズ運河経由・喜望峰回りの迂回輸送、③ホルムズ海峡をすり抜けたサウジアラビアのタンカーから外洋で日本向けの船に積み替え（STS=Ship to Ship）などにより続けられている様子である。石油の備蓄分の取り崩しもあって今のところ量は確保できているが、不確実性は高い。ただ、価格はいずれにしても上昇する。

（2）インフレーション

- 従って、エネルギーコストの上昇が物価に上昇圧力をかけ続ける見通しとなっている。図表2は物価とその要因の推移を示している。現在、物価には表の右側に列挙した3つのチャネルを通じて上昇圧力が高まっている。第一の原油価格については、先ほど見たように夏場に比べて切り上がっているので、その分が追加的な物価押上げ要因として作用する。

- 第二にAI関連財の強い需要があげられる。Hyperscalerによる旺盛な投資需要を満たすための半導体の短期的な増産余力が限られていることから、需給が逼迫している。このため、AI関連財の価格上昇圧力が高まっている。

- 第三に、円安があげられる。円安は輸入価格の上昇を通じて物価を引き上げるが、企業の価格転嫁力が強まっていることから、その波及速度は従来よりも速くなっている。それだけでなく、相対的に割安な国内の価格を、海外の価格に収斂・均等化させ内外価格差の解消に向けて働く裁定メカニズムを通じても、円安は物価に持続的な上昇圧力をもたらす。円安でインバウンドが増えて日本国内のホテル代が海外並みの水準に上がるというのは、その一例だ。

- この先も、内外で2%のインフレ目標を超えた高めの物価上昇率が続くと、人々の物価観とも言える「中長期予想物価上昇率」が上振れるリスクが増す。図表3のように、金融市場から抽出される日米欧の5年先5年間の年平均インフレ率を見ると、青線の日本は、デフレ時代の0%近傍でのアンカーが外れ上昇傾向を辿っているが、動きは不安定で、2%近傍で安定する保証はない。また、欧米ではこれまでのところ、予想物価上昇率は2%付近で安定してきたが、実際の物価が2%を超えた水準で長く高止まりすると、アンカーが外れ、インフレが高進するリスクが高まる。

（3）技術革新

- 技術革新が経済・金融に与える影響については、何と言ってもAIが大きい。中長期的にAIが生産性や雇用など実体経済に与える影響については不確実性が高く、また、中間選挙後は、民主党によるAI規制強化を懸念して株価が調整しているが、Winner-take-allと称される生き残りをかけた苛烈な設備投資競争は、当面は続くと見ている。日本は、先端半導体やデータサーバー等、AIの基幹となる特定品では、韓国や台湾の後塵を拝しているが、半導体製造装置、光ファイバーケーブルや発電機等を含めると、裾野の広い「AI関連産業」が存在し、その輸出額が全体に占める割合は2割に及ぶ。

- 金融面でも、「AI関連産業」が株価のドライバーとなってきた。この点を見たのが、図表4になる。AI関連財を括り出し、それを生産する業種に属する日経平均株価を構成する代表的な企業25銘柄を抽出して、年初来6月末までの日経平均株価の上昇率39%に対する寄与度を計算すると29%だった。即ち、株価上昇の7割は「AI関連産業」により牽引された訳だ。以上から、この先、仮に、米国のAI関連需要が失速すると、成長率が下押しされるほか、株価調整幅も、自動車等のAI以外の伝統的産業の株価が、これを十分補うことがない限り、かなり大きくなるリスクがある。

（4）金利

- 日銀の10月の「展望レポート」では、2%の「物価安定目標」は達成された、との判断が示された。先程述べたように、この先、日本では物価が2%の「物価安定目標」

を超えて上振れるリスクがある。このため、政策金利を適切なタイミングとペースで着実に引き上げて、物価を2%近傍で安定させる必要がある。どこまで利上げするのか、という論点については、定性的には、景気を刺激も冷やしもしない「中立金利」近傍まで、ということになる。日銀の推計に基づくと、中立金利は+1.1%から+2.5%(r*=-0.9～+0.5%)の範囲にある。

- 図表5にあるように、日本のOIS市場では、来年の半ば頃には政策金利が2%に到達することが織り込まれている。因みに、2%は日銀の中立金利の推計範囲のほぼ中央値である。仮に中立金利が2%だとして、今1.25%の政策金利を来年央までにその水準に到達させるためには、今後四半期に一度のペースで、あと3回0.25%ずつ利上げを行っていく必要がある。それよりも利上げペースが遅いと市場からは「behind the curve」と見られ円安の材料になる。デフレ脱却から物価安定へのレジームチェンジの過程にある日本の金融政策にとって、円安に歯止めをかけることが物価抑制の要諦と言える。

- 短期金融市場の金利は、金融政策の正常化の一環として日本銀行が進める、バランスシート縮小(QT)によっても影響を受ける。日銀は2024年7月に国債保有残高の縮小に着手した。日銀が資産として保有する国債が満期償還を迎えると、資産側で保有国債、負債側で同額の当座預金が減少してバランスシートが縮小する。図表6は、QTの下での日銀のバランスシートの資産・負債両サイドの内訳の推移を見たもの。

- QT開始後、今年の5月までに、資産側で濃い青の国債残高が60兆円、赤色の民間金融機関向けの支援停止に伴う貸出が31兆円、合計91兆円が減少した。縦線より右側が予測値であるが、2028年までに、さらに、国債100兆円と貸出50兆円を合わせた150兆円の資産が減少し、右図負債サイドでは、それに相当する青色で表した当座預金の額が減ると推計される。

- 当座預金は短期金融市場の流動性水準を表す。それがこの先収縮していくので、いずれ、市場金利が今より敏感に変動し始めるだろう。いつ、短期金融市場がそうした臨界点を迎えるかを的確に見通すことは難しいが、2年後の2028年末頃までにはそうした変化が起きても不思議ではないと思う。企業や金融機関は、長い間、何の苦労もなく資金が調達できることが当たり前だったが、そうした世界は終わりを迎えつつある。あと2年以内を目途に、市場参加者は、短期市場での運用・調達を行う人員配置、システム整備、短期格付の取得、クレジットラインの設定などの準備を整える必要があるだろう。

- 長期金利の形成には、経済物価情勢、金融政策のほか、財政構造も影響する。図表7はG7の財政バランスを比較したもの。左図の財政赤字GDP比は、米国のマイナス幅が最も深くグラフの一番下にある。右図の債務GDP比では、日本が頭抜けて高い。財政の持続可能性に対する懸念は、長期金利を押し上げる。

- 長期金利は、図表8のグラフ下側に標記したように、理論的には「期待短期金利成分」と「タームプレミアム」の和として形成される。「期待短期金利成分」は、将来予想

される短期金利の平均値。「タームプレミアム」は各種の不確実性要因で、海外金利や財政規律への懸念が含まれる。グラフ上の黒太線が長期金利、色分けした部分が変動要因を表す。

- 下の表に要約した試算結果によると、過去2年間の長期金利の上昇分のうち約6割がプレミアムの拡大によって説明され、高市政権発足後はその比率が高まっている。こうしたことから、財政規律への懸念が、長期金利を押し上げた面が大きかったと推測される。逆に言えば、そうした懸念を払拭できれば、プレミアムの圧縮を通じて長期金利の上昇を抑えることができる。

- その意味で国債の安定消化が重要。図表9は、日銀がバランスシートの縮小を進めていった場合、日銀の保有国債残高がどう減っていくかを見たシミュレーション。2035年頃まで縮小が続いた後、約200兆円の水準で概ね下げ止まるまで、今年8月に比べて約320兆円減少する。国債発行残高が変化しないとすると、この分を日銀以外の主体が買い入れなければ、国の資金調達が滞ってしまうことになる。

- 現在は、このギャップは海外投資家によってかなり埋められている。図表10の左図で示すように、ヘッジファンド等も含めた海外投資家の日本国債保有比率は、残高ベースでは13%であるが、右表にあるように、売買シェアは現物では5割、先物では7割と価格形成力を高めている。国債の安定消化には、国内機関投資家や、現在は保有比率が2%と低い家計の国債購入を安定的に高めていくことが課題だと思う。

- 財政バランスの悪化は、今や世界の多くの国が直面する問題である。例えば、米国について、図表11で議会予算局（CBO）による財政赤字の内訳の推移と予想を見ると、今後は青色の利払い費の拡大が赤字幅を大きくしていく構造的問題が浮き彫りになっている。予測の前提となっている米国10Y国債の金利は、4.3～4.4%だが、実際には既に5%を超えているので、財政赤字は現在の予想値よりももっと拡大する公算が大きい。

- 政府が巨額の財政赤字を抱える中で、図表12の左で示すように、米国ではHyperscalerによるAI設備投資が急拡大を続けてきた。中には右図の右端が示唆するように、ついにcash　flowを超えて社債や借入等の外部負債による資金調達に踏み切る先も現れている。

- 一方、マクロ的には図表13で示すように、赤線の米国の純貯蓄は歴史的な低水準まで下がっている。つまり、有限の民間貯蓄資金を巡って政府と民間企業が争奪戦を展開している状況。米国では、1990年代後半にインターネット関連の設備投資が同じように盛り上がった局面があったが、当時は純貯蓄率が7%程度と高かったことに加え、政府のプライマリーバランスも黒字であった（図表11）ことが今回局面と大きく異なる。家計部門の純貯蓄が相対的に高い青線の日本よりも状況は厳しいと言える。その分、米国長期金利に対する上昇圧力は強くなると考えられる。

- 欧州でも、特にフランスで財政の持続可能性に対する懸念が高まっている。これ

は、フランスの財政赤字が2020年のコロナ禍以降高止まりする中で、少数与党のマクロン政権が対峙する右派・左派とも財政拡張を目指すと見られていることから、政治的に赤字削減の目途が立たないことが背景。図表14の左でフランス国債とドイツ国債の利回り格差を見ると、欧州債務危機時の水準に迫っている。また、右図で、各国の信用度を表すSovereign CDSのプレミアムを見ると、足許にかけてフランスが急上昇しており、信用度が急速に悪化している。これに多くの国のプレミアムもつられて上昇している。

- この事態に、市場には欧州債務危機の再来を危惧する向きもある。これに対しては、ドラギECB総裁（当時）の「出来ることは何でもする（Whatever it takes）」方針に沿って構築され、各種支援制度を備えたESM （欧州安定化メカニズム）と、その下で財政構造改革をはじめとする厳しい「条件（conditionality）」を満たした場合に、ECBが対象国の国債を無制限に買入れるOMT（Outright Monetary Transactions）などのバックストップが存在するのは事実である。

- 図表15はその概要。しかし、問題は、欧州債務危機の際にESMやその前身のEFSF（欧州金融安定基金）の支援が行われたのはスペイン、ギリシャ、キプロスといった周縁国であったのに対し、今回は、ドイツと並ぶユーロ圏の中核国であるフランスが震源地であることだ。フランスの財政赤字は、2026年から27年にかけて総額3,700億ユーロに達する。本日は時間制約もあって、詳しい説明は省くが、仮に対仏支援が必要となった場合には、現在のESMの資本規模では到底足らなくなる。政治的なハードルも高い。

2. 運用ツールの多様化と運用の高度化について

- 以上のように、投資環境は大きく変化している。こうした中で、本日ご参加されているアセットオーナーの中には、運用の高度化を図る観点から、株・債券の伝統資産のみならず、PE、不動産、ヘッジファンド等のオルタナ資産を運用に組み入れたり、あるいは検討されたりしている先も多いかと思う。この文脈で、最近よく耳にするのが「Total Portfolio Approach （TPA）」。私も、先月ニューヨークで内外のアセットオーナーが集結して開催されたフォーラムに参加した時、議論の中で幾度となくこの言葉を耳にした。

- TPAは、確立した具体的な手法というより、考え方の総称で、従来の伝統的アプローチであるSAA（戦略的資産配分：Strategic Asset Allocation）と対比して論じられることが多い。図表16は、両者の特徴を比べた表。SAAは、主として株・債券の伝統資産を対象に、資産クラス毎の管理を行う手法であり、資産配分面では、事前に設定した固定比率を維持するようリバランスを行い、評価は、各資産のベンチマークと対比して行い、資産クラス単位で管理する。結果として、個別資産クラスの「部分最適」に主眼が置かれる。

- これに対し、TPAは、ポートフォリオの統合管理を行い「全体最適」を追求する。資産

配分は、SAAが、資産毎に厳格にリバランスを行うのに対し、資産横断的なリスクファクターに着目し、大きなカテゴリー（レファレンスポートフォリオ）で配分を決めた上で、その範囲内で投資環境に応じて機動的に配分を変更する。評価基準は、運用目標の達成であり、リスク評価もそうした観点から、流動性リスク等、リスク・リターン以外の要素をも考慮する。例えば、ポートフォリオの脱炭素化戦略も評価基準にできる。

- TPAは、運用の多様化と不確実性の高まりに対応して全体を管理する枠組み。運用多様化への対応という面では、伝統資産、オルタナ資産に共通する要素を抽出・集約して管理する。例えば、上場株、PE、ハイイールドに共通する特性を株式ファクターとして一元的に管理する。また、不確実性への対応という面では、SAAが各資産の期待リターンやリスクを推計する際に市場の長期平均的な状態を前提にしているのに対し、TPAでは地政学リスク、インフレ、金利変動、技術革新、といった市場サイクルでは捉えきれないショックも考慮する。

- このように、TPAは、運用環境の不確実性が増す中で運用高度化を目指すにあたって検討するに値するアプローチだと考えられる。ただ、そのためには、資産横断的な管理を可能とする高度な分析機能やリスク管理モデル、人的資源の確保が必要になる。また、機動的な対応を可能とするため、投資の意思決定権限をCIO以下の執行部に委ねるガバナンス構造とすることも求められる。こうした点を勘案すると、特に中規模アセットオーナーにとって、一足飛びにTPAへ移行することはハードルが高いことも事実だろう。

- しかし、SAAを土台にTPAのエッセンスを段階的に取り込んでいくことは可能だ。例えば、Dynamic　Asset　Allocationなどの仕組みをSAAに追加することによって、実質的にTPAに近づけることができるだろう。また、全てを自前でできない場合には、OCIO等の外部機関を活用することでTPAの手法を一部導入することも可能だ。以上のような工夫を重ねることによってSAAがTPAに収斂しつつあるのが世界の潮流という話も聞く。実際、私が運用監視委員会委員長を務める「大学ファンド」でもTPAに親和性が高い投資スタイルを採用しており、今後さらにTPAの要素を取り入れていく方向だ。

- 図表17で示した「アセットオーナープリンシプル」は、TPAを前提としている訳ではないが、TPAを受け入れやすい思想的基盤を整えていると思う。例えば、「環境変化を踏まえて運用方針を不断に見直す」という原則1の考え方は、TPAと親和性が高い。また、「専門性を備えた人材・運営体制の整備」を謳う原則2は、TPAの前提条件そのものと言ってもよい。さらに、原則3が求める「受益者の利益に資する運用とリスク管理」に、リスクを一元的に管理するTPAは適合する。プリンシプルの考え方を追求していくと、自然にTPA的な運営に近づくというのが実態に近いのではないか。

- 以上見てきたように、世界の投資環境は大きく変化している。様々な市場が結びつきを強める中で、ショックの伝搬経路が次第にグローバルに広がっているようにも見える。アセットオーナーの皆様が、高まる不確実性に対応してFiduciary　Dutyを効果的に果たしつつ、運用高度化を目指すのは自然なことと思う。本日のシンポジウムでの議論から皆様が、今後の指針となる何某かのヒントを得ることを祈念して私の話を締め括らせて頂く。ご清聴に感謝する。