

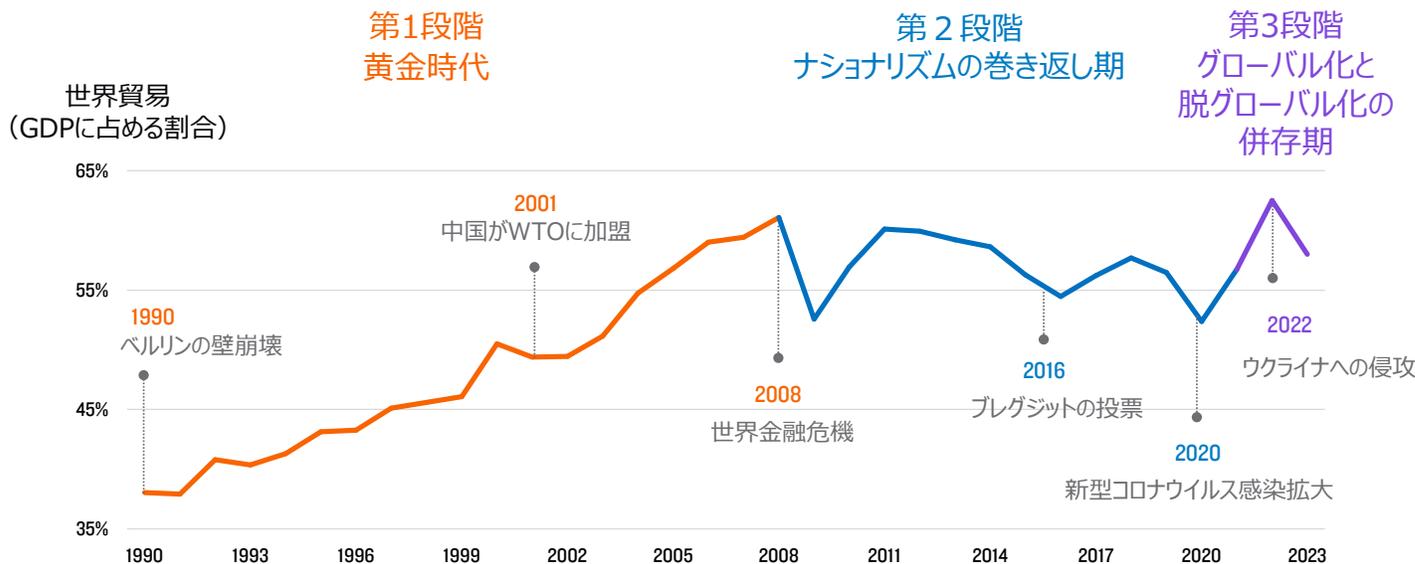
## エグゼクティブ・サマリー

## グローバル化における新たな時代

## 「デュアル・トラック時代」における投資機会の変化

グローバル化は新たな段階を迎えている。表面的には、近隣窮乏化政策、移民の取り締り強化、積極的な産業政策、地政学的な情勢を踏まえたサプライチェーンの構築を巡る様々な報道は、1990年代から疾走を続けてきたグローバル化の高速列車が、脱グローバル化が進む中で完全に脱線したことを示唆しているように思える。

## 現代のグローバル化の3つの段階



注記：貿易総額は輸出総額と輸入総額の合計値。出所：PGIMテーマリサーチ、世界銀行。

第1段階： 黄金時代 (1990-2008)	第2段階： ナショナリズムの巻き返し期 (2008-2021)	第3段階： デュアル・トラック時代 (2021-現在)
<ul style="list-style-type: none"> <li>ベルリンの壁が崩壊、中国が世界貿易機関（WTO）に加盟、インターネットが主流となる。</li> <li>国境を越えたサプライチェーンが構築され、製造は最もコストの低い生産者へとシフト。</li> <li>GDPに占める世界貿易の割合は2倍近くとなる60%超まで上昇。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>世界金融危機により、自由奔放なグローバル化の時代が終焉。</li> <li>グローバル化に対する反発が勢いを増し、ナショナリズムが台頭。</li> <li>世界貿易の伸びが大幅に鈍化。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>新型コロナウイルスの感染拡大により、サプライチェーンの脆弱性が露呈。</li> <li>大国間の競争と国家安全保障上の懸念により、産業政策の新時代が到来。</li> <li>ロシアによるウクライナ侵攻により、EUはエネルギー危機の脅威に直面。</li> </ul>

しかし、現実にははるかに複雑である。むしろ、世界はグローバル化と脱グローバル化という明確に異なる2つの軌道に分岐する新たな時代を迎えていると我々は考えている。

1つ目のグローバル化の軌道は、脱グローバル化である。グローバル化が完全に停止したわけではないにしても大幅に減速しつつあり、代表的な分野が世界のGDPに占める割合は足元では25%に過ぎないものの、メディアや政治の注目をほぼ独占している<sup>1</sup>。この、いわゆる「小さな庭に高い柵を立てる」貿易政策が対象とする分野には、人工知能（AI）や最先端の半導体、5Gネットワーク、重要鉱物、化石燃料、電気自動車（EV）およびバッテリー、軍事技

術などが含まれる。脱グローバル化が起こっているのは、まさにこれらの分野であり、特に米中間でデカップリング（貿易の切り離し）が進んでいる。

2つ目の軌道は、継続的なグローバル化である。人目を引くような報道で言及されることはほとんどなく、多くの場合には政治的な議論の論点ともなっていないが、引き続き急速なグローバル化が続いており、これらを模索する経済圏が世界のGDPに占める割合は約75%に達する。この軌道では、地政学的な対立や保護主義的な傾向の高まりにかかわらず、依然として広範な商品やサービスが比較優位の原則に基づいて国境を越えて取引されている。

## 投資への影響 新時代のグローバル化に直面する分野

大国間競争や保護主義的な産業政策の中心となる分野では、新たな投資機会とリスクが生まれている。一部の投資家は、関税や産業政策の影響を受ける分野では投資機会が大幅に減少すると考えている。しかし、広範な関税や貿易規制にもかかわらず、半導体、EV、米国とメキシコの国境沿いの不動産、鉱物の4つの分野は、大きな投資機会を提供していると我々は考えている。

### 1) 大国間競争の渦中にある半導体とAI

高度な半導体チップは、最先端のAIモデルやアプリケーションに不可欠であり、そのため大国間競争の中心的な分野となっている。しかし、先進的な半導体チップ製造は、2つの面で他の産業の製造プロセスとは大きく異なっており、投資家は、ポートフォリオを構築する際には、この側面を考慮すべきだろう。

1. 半導体チップ製造は労働力ではなく、資本とテクノロジーが全てである。製造インフラの建設や、それを稼働させるために必要な労働者のスキル開発は複雑であり、多くの時間と資本を必要とする。
2. 半導体チップ業界には、「勝者総取り」の力学が存在し、勝者は持続的な優位性を持つ。これは主に、最先端技術が重視され、次世代チップ開発までのサイクルが短いことが原因である。自社の半導体チップが競合他社より少しでも優れていれば、通常は市場シェアと収益の大半を獲得できる。

よって、既存企業の地位は簡単に脅かされるものではない。投資家は、複数のテクノロジー分野にわたる多様な顧客基盤を持つ一方で、地域的な分断に対処するために地理的に事業基盤を拡大させている企業への投資を続けるべきである。

例えば、半導体製造のリーディング・カンパニーであるTSMCは、業界における脱グローバル化の波を乗り越える態勢が整っていると考えられる。台湾での生産に依存していることは地政学的な脆弱性となるが、同社は、特にAI技術やアプリケーションに重点を置く企業に対して、他から調達することが困難な必要不可欠な重要部品を提供している。

### 2) 電気自動車（EV）競争に勝利する

産業政策によって経済および国家安全保障上重要と見なされるいくつかの産業は再編成されたが、最も影響を受けているのはEV市場だろう<sup>2</sup>。世界がEVへとシフトする中、そのペースは国や企業によって異なっている。現在、中国はEVの最大の消費市場であると同時に最大の生産国でもある。2023年に世界で販売されたEVの約60%を中国が占め、世界のEVの半分以上が中国の道路を走行している（図表2）。

今後、EV市場をリードするBYDとテスラは、広範な地域にわたる異なるセグメントでシェアを獲得していくことが予想される。両社ともに関税引き上げと生産拠点の国内回帰の影響は避けられないものの、それぞれが競合他社に対して持続的な比較優位性を有しており、グローバル化における新たな時代を勝ち抜く魅力的な投資機会をもたらす得るだろう。

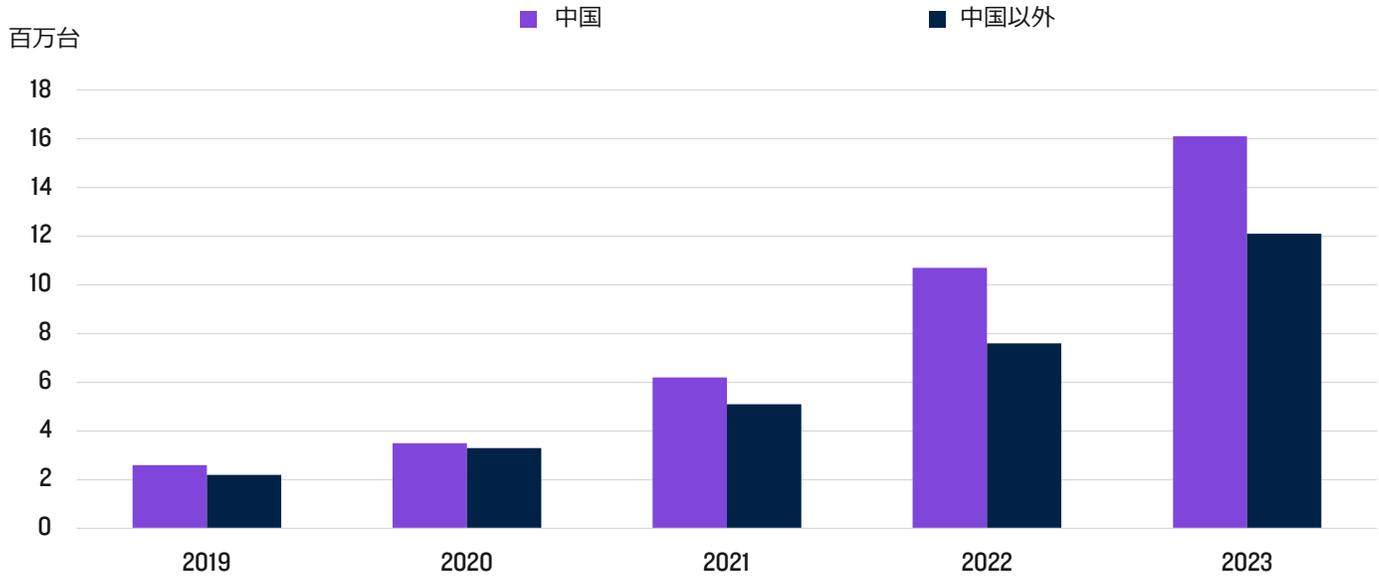
BYDは、例えば東南アジアや中南米などのEV関税が少ない地域への進出を拡大している。また、同社は利益率の高い高級EV市場にも参入しつつあり、中国の高級EV市場におけるシェア獲得に早くも成功を収めている。

1. GDPに占める割合25%、および1つ目の軌道を迎える分野の詳細についてはレポート本編を参照。

2. 本レポートでは、「電気自動車」および「EV」という用語は、バッテリー式電気自動車とプラグイン・ハイブリッド車の両方を指す。

## 中国のEV販売台数は中国以外の合計を上回る

EVの年間販売台数



注記：EVは電気自動車とハイブリッド車の両方を指す。出所：国際エネルギー機関、2025年1月現在。

同様に、テスラは米国と欧州では既に有力なEVメーカーであるが、地理的に同社の市場を拡大する機会として、ますます中南米に注目している。また、同社はロボタクシーの開発に注力することで、自動車市場の次の進化を見据えている。同社の見通しでは、これらの自動運転タクシーが未来には大量生産されると見られる。

### 3) 米国とメキシコの国境の両側にある不動産投資の機会

ニア・ショアリングの動きと米国・メキシコ・カナダ協定（USMCA）における「域内の部品調達比率に関する要件」を背景に、長期的には米国とメキシコの国境地域にある産業用不動産に追い風が吹くと考えられる。

投資家にとって、米国への輸出を目的とした製造業の強固な基盤が確立されていることを踏まえると、メキシコの産業用不動産は魅力的である。メキシコの産業用不動産に詳しくない投資家にとっては、現地の賃貸契約は米ドル建てで、通常は日産、メトロニック、ハネウェルといった大手多国籍メーカーとの契約であることに留意することが重要である。

メキシコにおける産業用不動産への投資機会はよく知られているが、国境を越えた米国側で生まれる投資機会は見過ごされがちである。具体的には、メキシコからの貨物については米国の業者が米国本土に再輸送する必要があることから、米国とメキシコの国境から数マイル以内の物流施設や輸送拠点のような産業用不動産

への安定的な需要が生まれており、これらは多くの場合には見過ごされている。国境の米国側で貨物の積み替えが必要となるため、この中間ステップを可能にする特定の物流施設に対する需要が、特にテキサス州のエルパソやラレード、カリフォルニア州のサンディエゴなどで生じている。

### 4) 銅は依然として重要な存在である：重要な鉱物や金属を避けて通ることはできない

エネルギー転換と新技術において、ほんの一握りの金属および鉱物が極めて重要な役割を果たしている。例えば、銅、ニッケル、リチウムは、電化、バッテリー、クリーンエネルギーに不可欠な材料である。

大国間競争と輸出規制によって、金属や鉱物への多くの投資において、シナリオが確実に複雑化している。しかし、銅が魅力的な投資機会を提供する理由はいくつかある。

第一に、銅は、建設から通信や再生可能エネルギーに至るまで、多くの成長産業にとって不可欠であるだけでなく、代替が難しいという特性から、将来の需要に対する強固な基盤を有している。

第二に、銅は旺盛かつ広範な需要にもかかわらず、大国間競争に巻き込まれていない。銅は需要が堅調で、大国間競争に巻き込まれていないという事実を踏まえると、グローバル化と脱グローバル化が併存する新たな時代において、投資家にとって魅力的な投資機会となり得る。

# ポートフォリオ全体への影響

国際通貨基金（IMF）は、地政学的緊張と金融の分断を、グローバル金融システムの安定性に対する深刻な脅威と見なしている<sup>3</sup>。また、著名な企業リーダーたちは、こうした分断によって「ここ数十年で世界が経験した中で最も危険な時代」が生み出されていると指摘している<sup>4</sup>。グローバル化とナショナリズムのせめぎ合いが続く中、投資においては、これがポートフォリオにどのような影響を及ぼし、新たなリスクと投資機会を生み出しているかを検証する必要があるだろう。こうした中、グローバル化の「デュアル・トラック時代」がポートフォリオ全体にもたらす影響について、最優先で考慮する必要がある4つの事項について以下の通り考察する。

## 1. グローバル化における新たな潮流が、勝者となる国を変えつつある

- 現在、既に一定の製造能力を備えている国は、多くの場合には将来のフレンド・ショアリングやニア・ショアリングの候補地として、より魅力が増す可能性がある。投資家は、これらの国の産業用不動産、輸送業者や電力供給業者に注目する必要があるだろう。
- 投資家は、ポーランドやメキシコのような自由貿易地域から優遇措置を受けている国、あるいはインドやベトナムなど、ビジネス環境や人件費の面で相対的な優位性を有する国に注目すべきである。

## 2. 一部の国にとってエネルギーと食料品が輸入に関する潜在的な弱点となっている

- 投資家は、食料品やエネルギーのサプライチェーンの混乱によって生じる価格高騰に対する各国の脆弱性を把握するための、リスク管理の枠組みを確立する必要があるだろう。
- 現在のリスク評価手法では、サプライチェーンの混乱によるリスクの増大を十分に考慮できていない可能性がある。投資家は、コモディティ価格高騰に対する脆弱性が高い国を特定するフレームワークを検討すべきである。

## 3. 「デュアル・トラック時代」では、現在のリスク管理のフレームワークを補完する必要があるかもしれない

- グローバル化の新時代は、セクターや国によって異なる結果をもたらす可能性が高いため、投資家はポートフォリオの地政学的なストレステストの実施を検討する必要があるだろう。
- ストレステストを実施することで、投資家は (i) リスクに晒されているセクターや国へのエクスポージャーの規模と範囲を理解し、(ii) それらはリスクに十分見合うだけのリターンが得られるのかを評価し、(iii) それに応じて対策を講じることが可能になる。

## 4. 物価や市場が不安定な時代においては、オプション取引を活用したポートフォリオ戦略に注目すべきである

- 地政学的リスクの高まりと、それによる市場変動に対処するため、投資責任者はグローバル経済の分断に伴う固有のリスクに備えるべく、追加的なアプローチを検討する必要があるだろう。
- オプション取引を活用した戦略は、超過収益を生み出す目的でなく、むしろポートフォリオのリスクの管理を目的とした選択肢として検討に値するだろう。

レポート本編を読む

3. Mario, Catalanその他による"Geopolitics and Fragmentation Emerge as Serious Financial Stability Threats"、国際通貨基金、2023年4月3日。 <https://www.imf.org/en/Blogs/Articles/2023/04/05/geopolitics-and-fragmentation-emerge-as-serious-financial-stability-threats>  
4. Katy, O'Donnellによる"JPMorgan's Dimon: The most dangerous time the world has seen in decades"、Politico、2023年10月13日。 <https://www.politico.com/news/2023/10/13/jpmorgans-dimon-wars-impacts-00121422>

## 留意事項 1

当レポートは、プロの投資家を対象として作成されたものです。すべての投資にはリスクが伴い、当初元本を上回る損失が生じる可能性があります。

本稿は、プルデンシャル・フィナンシャル・インク(PFI)の主要な資産運用事業で、米国証券取引委員会への登録投資顧問会社であるPGIMインクが提供しています。登録投資顧問会社としての登録は、一定水準のスキルまたはトレーニングを意味するものではありません。

英国では、PGIMインクの間接子会社であるPGIMリミテッドがプロの投資家に対して情報提供を行います。PGIMリミテッドの登記上の所在地は以下の通りです：Grand Buildings, 1-3 Stand, Trafalgar Square, London WC2N 5HR。PGIMリミテッドは、英国の金融行動監督庁(FCA)の認可および規制を受けています。(企業参照番号：193418)欧州経済領域 (EEA) では、PGIMネーデルラント B.V. によって情報が提供されます。PGIMネーデルラント B.V.の登記上の所在地は以下の通りです：Gustav Mahlerlaan 1212, 1081 LA Amsterdam, The Netherlands。PGIMネーデルラント B.V.は、オランダ金融市場庁(Autoriteit Financiële Markten -AFM)によりオランダで認可 (登録番号：15003620) を受けており、欧州パスポートに基づいてサービスを提供しています。特定のEEA諸国では、それが認められる場合には、英国のEU離脱後の一時的な許可取決めにに基づき、PGIMリミテッドが利用できる規定、免除またはライセンスに従って情報が提供されます。これらの資料は、PGIMリミテッドまたはPGIMネーデルラントB.V.によって、FCAの規則が定めるプロの投資家、および/または第2次金融商品市場指令 2014/65/EU (MiFID II) で定義されているプロの投資家に対して情報提供されるものです。この資料は、第2次金融商品市場指令 2014/65/EU (MiFID II) で定義されているプロの投資家あるいは適切な投資家、自分自身の口座に投資を行うお客様、ファンド・オブ・ファンズ、または投資を一任されているお客様に対して情報提供されるものです。シンガポールでは、シンガポール金融管理局 (MAS) に登録、認可を受けているシンガポールの資産運用会社PGIM (シンガポール) Pte.Ltd.および適用を受けたフィナンシャル・アドバイザー (登録番号199404146N) が情報を提供しています。これらの資料は、SFA第289章304条に従って「機関投資家」向けに一般的な情報として、また、SFA第289章305条に従って「適格投資家」その他の関連する投資家に対し、PGIMシンガポールにより提供されます。香港では、香港の証券・先物取引監察委員会の規制対象企業であるPGIM (香港) リミテッドの担当者が証券先物条例の第一項第一条で定義されている適格機関投資家に対して情報の提供をしています。オーストラリアでは、PGIM (オーストラリア) Pty Ltd. (PGIM オーストラリア)が、(豪州2001年会社法で定義されている) 販売会社に対して情報を提供しています。PGIMオーストラリアはPGIMリミテッドの代理人であり、PGIMリミテッドは金融サービスに関して豪州2001年会社法により必要とされる豪州金融サービス・ライセンスの取得が免除されています。PGIMリミテッドは米国法に基づきSECの監督下にあり、オーストラリア証券投資委員会のクラス・オーダー 03/1009が適用されるためです。なお、米国法はオーストラリア法と異なります。日本では、日本の金融庁に投資顧問会社として登録しているPGIMジャパン株式会社が情報を提供しています。韓国では、韓国の適格機関投資家に対して、国境を越えて投資一任管理サービスを直接提供する免許を有するPGIMインクが情報を提供しています。

本資料は、情報提供または教育のみを目的としています。ここに含まれている情報は投資アドバイスとして提供するものではなく、資産の管理または資産に対する投資を推奨するものでもありません。これらの情報を提供するに当たってPGIMはお客様に対して、受託者としての役割を果たしているものではありません。

本資料は、経済状況、資産クラス、有価証券、発行体または金融商品に関する資料作成者の見解、意見および提言について示したものです。本資料を当初の配布先以外の方 (当初の配布先の投資アドバイザーを含む) に配布することは認められておりません。またPGIMの事前の同意なく、本資料の一部または全部を複製することや記載内容を開示することを禁止いたします。本資料に記載されている情報は、現時点でPGIMが信頼できると判断した情報源から入手したものです。その情報の正確性、完全性、および情報が変更されないことを保証するものではありません。本資料に記載した情報は、現時点 (または本資料に記載したそれ以前の日付) における最新の情報ですが、予告なく変更されることがあります。PGIMは情報の一部または全部を更新する義務を負うものではありません。また、情報の完全性または正確性について明示黙示を問わず何ら保証または表明するものでなく、誤謬についての責任を負うものでもありません。本資料は特定の証券、その他の金融商品、または資産運用サービスの勧誘を目的としたものではなく、投資に関する判断材料として用いるべきではありません。どのようなリスク管理技術も、いかなる市場環境においてもリスクを最小化または解消できることを保証することはできません。過去のパフォーマンスは将来の運用成績を保証するものではなく、また信頼できる指標でもありません。投資は損失となることがあります。本資料に記載されている情報や本資料から導出した情報を利用したことにより (直接的、間接的、または派生的に) 被り得るいかなる損失についても、一切責任を負いません。PGIMおよびその関係会社は、それぞれの自己勘定を含め、本資料で示した推奨や見解と矛盾する投資判断を下す可能性があります。本資料に記載されている予測や見通しは、本資料作成時点のものであり、事前の予告なく変更されることがあります。実際のデータは様々であり、本資料に反映されない場合もあります。予測や見通しには大きな不確実性が伴い、よって、どのような予測や見通しであっても、単に多くの可能性の1つの代表的な例に過ぎません。予測や見通しは特定の前提条件に基づくものであり、経済や市場環境の変化に応じて大きく変化する可能性があります。PGIMは、いかなる予測または見通しに対しても、それを更新または変更する義務を負っていません。

利益相反： PGIMおよびその関連会社が、本資料で言及した有価証券の発行体との間で、投資顧問契約や他の取引関係を結ぶ可能性があります。時にはPGIMおよびその関連会社や役員が、本資料で言及した有価証券や金融商品をロングもしくはショートするポジションを保有する可能性、およびこれらの有価証券や金融商品を売買する可能性があります。PGIMの関連会社が、本資料に記載する推奨とは無関係の異なる調査資料を作成して発行することがあります。営業、マーケティング、トレーディングの担当者など、本資料作成者以外のPGIMの従業員が、本資料に表示する見解とは異なる市場に関するコメントもしくは意見を、口頭もしくは書面でPGIMのお客様もしくは見込み客に提示する可能性があります。

© 2025 PFI and its related entities. PGIM、それぞれのロゴ、およびロック・シンボルは、プルデンシャル・ファイナンシャル・インクおよびその関係会社のサービスマークであり、多数の国・地域で登録されています。

## 留意事項 2

本資料は、米国SECの登録投資顧問会社であるPGIMインクが作成した“A NEW ERA OF GLOBALIZATION: Executive Summary”をPGIMジャパンが監訳編集したものです。原文レポート（英語版）と本資料の間に差異がある場合には、原文の内容が優先します。

本資料は、PGIMグループの資産運用ビジネスに関する情報提供を目的としたものであり、特定の金融商品の勧誘又は販売を目的としたものではありません。また、本資料に記載された内容等については今後変更されることもあります。

記載されている市場動向等は現時点での見解であり、これらは今後変更することもあります。また、その結果の確実性を表明するものではなく、将来の市場環境の変動等を保証するものでもありません。

本資料に記載されている市場関連データ及び情報等は信頼できると判断した各種情報源から入手したのですが、その情報の正確性、確実性について当社が保証するものではありません。

本資料に掲載された各インデックスに関する知的財産権及びその他の一切の権利は、各インデックスの開発、算出、公表を行う各社に帰属します。

本資料で言及されている個別銘柄は例示のみを目的とするものであり、特定の個別銘柄への投資を推奨するものではありません。

過去の運用実績は必ずしも将来の運用成果等を保証するものではありません。

本資料は法務、会計、税務上のアドバイスあるいは投資推奨等を行うために作成されたものではありません。

PGIMジャパン株式会社による事前承諾なしに、本資料の一部または全部を複製することは堅くお断り致します。

本資料内で取り上げられた資産クラス、個別セクター等はあくまで例示目的であり、推奨ならびにこれらにかかる将来性を明示・暗示的に示唆するものではありません。

“Prudential”、“PGIM”、それぞれのロゴおよびロック・シンボルは、プルデンシャル・ファイナンシャル・インクおよびその関連会社のサービスマークであり、多数の国・地域で登録されています。

PGIMジャパン株式会社は、世界最大級の金融サービス機関プルデンシャル・ファイナンシャルの一員であり、英国ブルーデンシャル社とはなんら関係がありません。

PGIM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392号

加入協会：一般社団法人投資信託協会、一般社団法人日本投資顧問業協会、一般社団法人第二種金融商品取引業協会

PGIMJP117750

4378835-20250404