

トランスフォーメーションの 時代における投資

2023年の投資見通し



BNP PARIBAS
ASSET MANAGEMENT

The sustainable
investor for a
changing world

目 次

投資家の皆さまへのメッセージ	4
エグゼクティブサマリー	5

マクロおよび市場見通し

不況の足音	6
見通しの再検討	10
新たな債券投資の世界	15

サステナビリティ

サステナブル・ファイナンスの進化	16
------------------	----

投資テーマ

テーマ投資：過去の出来事から将来を占う	19
テクノロジーセクターの見通し：長期的成長要因が懸念材料 の主流に	22
「中国のデカップリング」を背景とした脱グローバル化	25
プライベート市場の回復力：インフラ・デット	28

各資産クラスの見通し	31
------------	----



執筆者ご紹介



MAYA BHANDARI
Global head of multi-asset



DANIEL MORRIS
Chief market strategist



**JANE
AMBACHTSHEER**
Global head of sustainability



ALEXANDER BERNHARDT
Global head of sustainability research



**ULRIK
FUGMANN**
Co-head environmental
strategies group



EDWARD LEES
Co-head environmental
strategies group



**PAM
HEGARTY**
Portfolio manager



**VINCENT
NICHOLS**
Investment specialist



CHI LO
Senior market strategist APAC



KAREN AZOULAY
Head of infrastructure debt



ROBERT GAMBI
Global head of investments

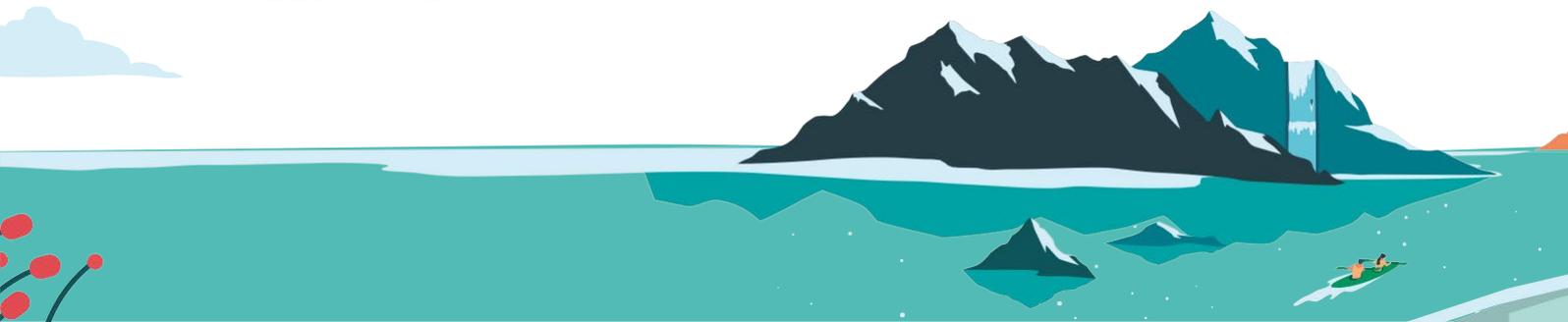
投資家の皆さまへのメッセージ

私たちは、不確実性の高い時代にすっかり慣らされてしまっています。とはいえ、2022年は金融市場にとって極めて困難な年となりました。株式60%/債券40%で構成された伝統的なポートフォリオの投資的根拠は、「派手なリターンをもたらさないものの、底堅い投資成果をもたらす」という点です。10月時点で60/40のポートフォリオは、第二次世界大戦以降で最悪の年に匹敵するパフォーマンスを記録するペースとなっています。

この主因となったのは、急速に上昇した債券利回りでした。債券利回りの大幅な上昇は、デフレーションが超長期にわたる株式のような資産にとって重しとなり、米ナスダック指数は年初来で30%近く下落しています。60/40のポートフォリオ以外に目を向けると、バリュー株が直近数年間のトレンドに反してグロース株をアウトパフォームするなど、大幅なスタイル・ローテーションが見られました。為替市場では、米ドルが急騰し、日本円の保有者にとっては、記憶から消し去りたい年となりました。

地政学的な緊張が存在する中での舵取りは、投資家が職務を遂行する際に、これまで以上に危険を伴うものとなっています。ウクライナ紛争は世界のコモディティ価格に深刻な影響を及ぼし、インフレを増幅させ、欧州はエネルギー政策の見直しを迫られています。このことは、今後数年間にわたり、産業構造や生活水準に大きな影響を与えることが見込まれます。一方、市場は米中関係を注視し、台湾をめぐる緊張の高まりを懸念しています。

2023年には間違いなく、新たなボラティリティの発生源が現れるでしょう。ただし、アクティブ運用を行うマネジャーは、そのボラティリティをチャンスとして捉えると思われれます。お客様のために変わりゆくマクロ経済の状況を解明し、それに応じたポジションを構築し、市場の動きを強力なパフォーマンスに変換することが私たちの職務です。私たちは常にサステナビリティに焦点を当てており、投資プロセスにおいて必要不可欠な要素であると確信しています。お客様のために優れたパフォーマンスを提供する行為と、自身の行動すべてにサステナビリティを組み込む行為の間に矛盾が生じることは、私たちにとって容認できないことです。反対に、私たちは、サステナブル投資は制約事項ではなく、投資機会であると捉えています。私たちはこのたび、「Committed to climate: Our net zero roadmap（気候変動に対するコミットメント：私たちのネットゼロ・ロードマップ）」を公表しました。このレポートでは、運用ポートフォリオがネットゼロの排出量を達成するという目標に向けて、私たちがどのように整合性をとるかが明記されています。ネットゼロ投資への道りを歩む中、皆さまが私たちのパートナーであり続けてくださることを心より願っております。



エグゼクティブサマリー

「2023年の投資見通し」は、世界経済が重要な局面を迎える中で、投資家の皆さまのガイド役を務めることを目的としています。私たちはトランスフォーメーションの時代の真っ只中にあり、インフレが急上昇し、地政学が根本的に変化する中で、政府に対する要求は高まっています。

サステナブルな回復

グリーントランスフォーメーションの進展という点では、私たちは投資家としてサステナブルな長期的成長にリソースを集中し続ける必要があると考えます。例えば、グリーン水素、自然資本の回復、グリーンインフラの構築などにつながる変化に投資機会が存在すると考えます。

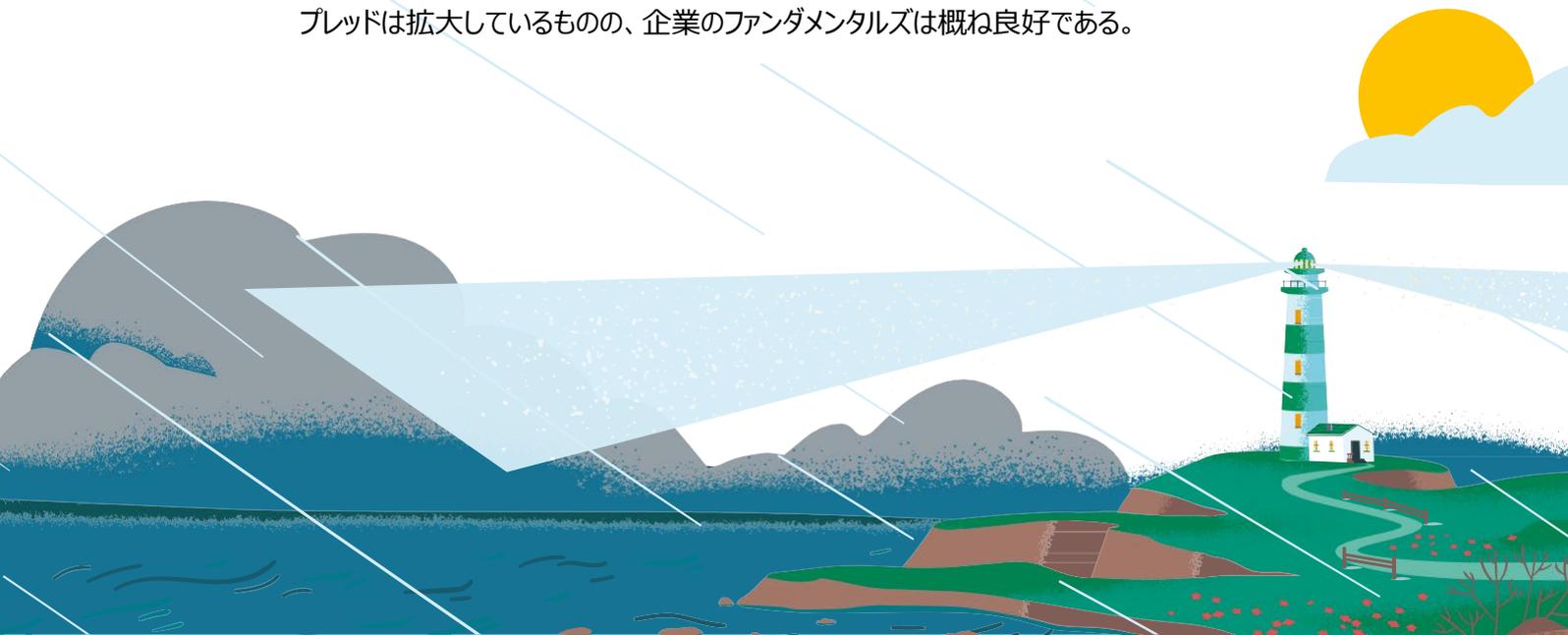
長期的に有効な投資テーマ

私たちの考えるテーマは、エネルギー転換や環境の持続可能性といったサステナブルな側面と、永続的なトレンドに焦点を当てるといふ2つの側面を備えています。このようなトレンドには、新たなテクノロジーによる革新と破壊、プライベート・マーケットの魅力、中国の台頭などが含まれます。現時点で中国A株が大幅に再評価される可能性は低いものの、バリエーションは魅力的な様相を呈しており、戦略的なポジショニングをとることは有意義と考えられます。例えば、消費の高級志向やテクノロジーのハードウェア開発などに投資機会が存在するとみられます。

マクロ経済と市場

このセクションでの重要なポイントは以下となります。

- 政策金利の急速な上昇、エネルギーショックに直面する欧州、ゼロコロナ政策と脆弱な不動産市場により苦境に立たされた中国など、世界経済は景気後退の瀬戸際にある。
- 中国政府には成長を刺激する余地があるものの、西側諸国では家計や企業を支援する政府の措置が中央銀行によるインフレ抑制策を弱める可能性がある。
- 依然として比較的楽観的な企業業績予想と実態経済との乖離が縮小しているにもかかわらず、株式は平均を上回るリターンを達成するのに苦戦している。私たちは中立的な立場をとっており、米国のグロース株に対する楽観的な見方を欧州への極めて慎重な姿勢が相殺する形となっている。
- 債券については、ユーロ圏の投資適格クレジットが最も魅力的な機会をもたらしており、スプレッドは拡大しているものの、企業のファンダメンタルズは概ね良好である。



マクロ見通し



DANIEL MORRIS
Chief market strategist

不況の足音

グローバル経済が景気後退入りを回避するのは困難と思われます。その要因は広く認識されているところですが、インフレ抑制を図り政策金利を積極的に引き上げる中央銀行、欧州でのエネルギーショック、中国でのゼロコロナ政策（ZCP）や不動産市場の不安定化などが挙げられます。

欧州の大部分はすでに景気後退入りしています。米国では2023年第3四半期に景気後退入りすると予想され、中国の成長率がマイナスに転じる可能性は低いものの、過去最低水準に達するとみられます。

事態が悪化する状況は容易に想像がつきます。急激な金利上昇に伴う主要金融市場の悪化、厳冬や欧州での停電、米中の地政学的緊張の再燃などがその要因となり得ます。

米国

低い失業率だけでなく、高い（名目）賃金上昇にも反映される米国の労働市場の強さを考慮すると、2023年は非農業部門の雇用者数の減少が必要となる公算が大きいと思われます。家計にはまだ「過剰」な貯蓄が残っているにもかかわらず、消費者の需要は弱まることを見込まれます。家計の貯蓄は減少しており、注意すべきなのは、この傾向が高所得／低消費世帯に集中している点です。

サービスのインフレ抑制には、労働市場の悪化がカギを握ります。

財（モノ）のインフレ率は、ベース効果と需要減退が影響して低下する見込みですが、住居費も住宅市場で現在進行する継続的な減速を最終的に反映すると考えられます。コア個人消費支出（PCE）インフレ率は2023年末までに3%を下回ると予想されます。

未解決の問題の一つとして、失業率の大幅な上昇なしに賃金インフレの抑制を図ることができるか、といった点が挙げられます。労働力の規模に対する求人件数の割合は、依然として長期平均¹の約2倍であり、労働者を引きつけるために企業は賃金の引き上げを余儀なくされています（図表1）。歴史的に、失業率が上昇した状況においてのみ求人件数は大幅な減少が起きます。FRBは、現在の高水準にある求人件数はパンデミック後の労働市場と経済の再構築を反映していると考えています。このプロセスが終了すれば、必ずしも失業率が上昇することなく、求人件数は減少する可能性があります。

失業率がさほど上昇しない状況が考えられる、もう一つの理由が存在します。米国企業は、ロックダウン（都市封鎖）が引き起こした景気後退局面で、短期的には従業員を解雇することでコストが削減できたにせよ、後になって問題が生じる可能性があることを学びました。景気後退の状況下でも従業員を雇用し続けることで、その後の回復をより迅速かつスムーズに達成する、より欧州に近いモデルに移行する可能性が考えられます。

政策金利の上昇による問題を克服するのは、インフラ投資・雇用法やインフレ抑制法が契機となった継続的な投資であり、これにより4,000億米ドル近くの税額控除と補助金が多くの特許エネルギー計画に向けられることとなります。

1. 2022年11月の執筆時点

図表1: 求人倍率が下がれば賃金の上昇も鈍化する
民間労働力人口（CLF）に対する求人件数の割合（%）と雇用コスト指数



2022年8月時点のデータ。出所：BNPパリバ・アセットマネジメント。

ユーロ圏

欧州は、1970年代の石油輸出国機構（OPEC）による価格引き上げ以来、この地域で経験したことのないエネルギーショックに直面しています（図表2）。最近の天然ガス価格は落ち着きが見られるとはいえ、2019年の平均価格の10倍にもなります。

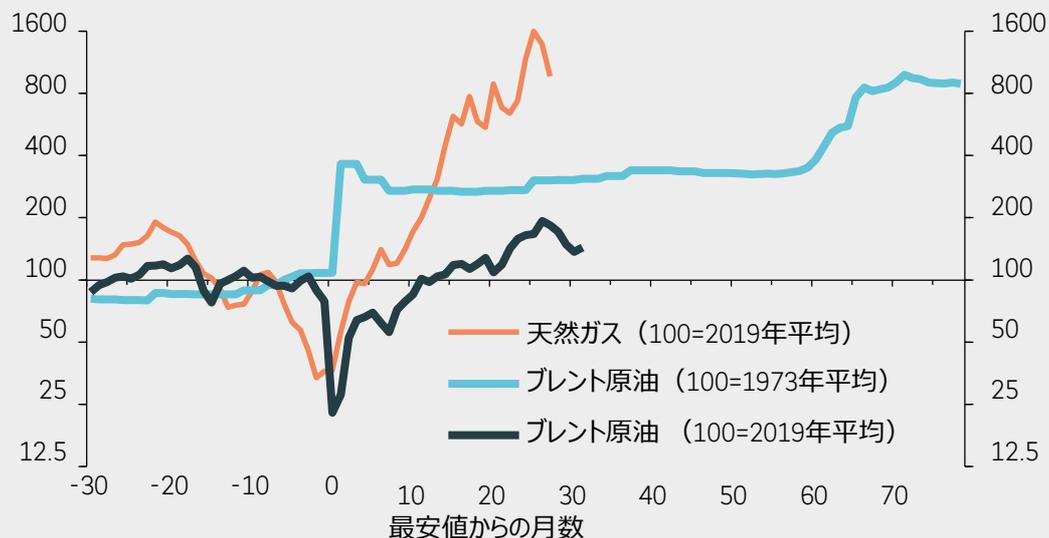
一部の国ではインフレ率が2桁台に達し、消費者信頼感は大幅に落ち込み、可処分所得とともに需要も減退しています。それでも、総合インフレ率はピークに達しており、2024年にはECBの目標である2%に回復すると考えます。

経済的ショックに対する各国政府の対応は、新型コロナウイルスのパンデミック以降に変化しています。景気下降局面で家計を救済する失業保険などの自動的な安定化措置に依存するのではなく、政府は所得（あるいは企業利益）の減少を緩和するために、より直接的な支援を実施しました。

政策金利やインフレ率が低水準にとどまり、各国中央銀行が国債を購入するパンデミック期には、この戦略遂行は比較的容易でした。しかし、直近に英国で発生した事態は、インフレ率が目標を大幅に上回り、各国中央銀行がバランスシートの規模を縮小しようとしている中で、このような政策の限界を示す結果となっています。ドイツは2,000億ユーロの支援策を講じる余地があるものの、他の国はそうしたことが出来ない状況も考えられます。世界金融危機前にイタリア国債の利回りが4%を上回った際、イタリアの債務はGDP規模を数パーセントポイント下回っていましたが、現在は40%増加しています。それでも2022年には対GDP比債務残高が改善しましたが、2023年には悪化する可能性が高いとみられます。各国政府は、ECBの景気刺激策を相殺するような対応を回避するため、さらなる支出を確保する必要があります。

欧州の復興計画である2兆ユーロ規模の「次世代のEU」（EUの景気刺激策では過去最大）は、「よりグリーンで、よりデジタル化をすすめ、より強靱な欧州」を創出するカギとなります。

図表2: エネルギーショックは1970年代のOPEC危機に匹敵する
エネルギー価格の最安値を基準に指数化（月次、対数関数による）



2022年10月時点のデータ。出所：ブルームバーグ、BNPパリバ・アセットマネジメント

中国

2022年に中国の成長の足かせとなった二つの要因、すなわちゼロコロナ政策と不安定な不動産市場の状況は2023年には改善し、経済の回復を促すとみられます。ただし、成長はパンデミック以前の水準を下回る可能性が高いと考えられます。

中国で新型コロナウイルス感染数が再び急増しています。それにもかかわらず、政府はゼロコロナ政策へのコミットメントを改めて表明しています。同時にmRNAワクチン開発も進んでおり、最終的には一般に提供される模様です。過去の経験から、規制が解除されれば、経済活動は急速に回復することが想像できます。

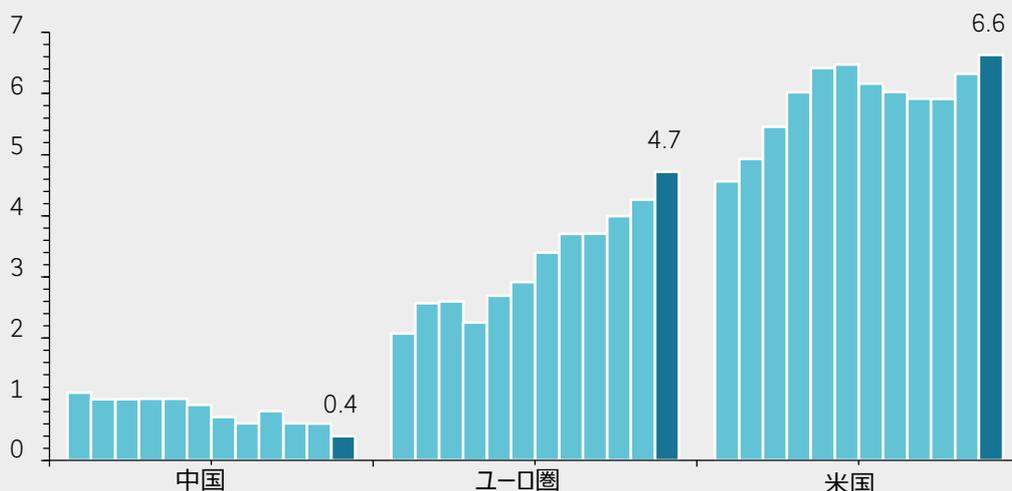
不動産市場の問題に関しては、対処に一段と時間を要する可能性が高いとみられます。直近の共産党大会では、複数のソースから供給を確保し、賃貸市場と不動産販売市場の両方を発展させる住宅制度を構築する長期的な政策が示されました。短期的には、政府は同セクターの回復を支援すべく、的を絞った政策を検討しています。

また、習主席が党大会演説で、グリーンな発展への移行を加速させ、二酸化炭素排出量の目標を達成することを強調したことも注目に値します。これも関連産業の企業にとって長期的な需要を産み出すことが想定されます。

中国と米国、欧州との主要な違いは、政府が財政・金融面から景気刺激が可能な範囲にあるということです。コアインフレ率はユーロ圏で4%以上、米国で6%以上であるのに対し、中国では0.4%に過ぎません（図表3）²。

2. 2022年11月の執筆時点

図表3: 中国のコアインフレ率は米国や欧州よりもはるかに低い
コアCPI変化率（前年比）



2022年9月時点のデータ。出所・ハーバー、BNPパリバ・アセットマネジメント

市場見通し



MAYA BHANDARI
Global head of multi-asset

各資産の評価

2022年は、GFC（2008年の世界金融危機）以来、10年半に及んだ異例な上昇相場に終止符を打つ特徴的な年となりました。実質割引金利の急速な上昇は、資産クラス全体に深刻な損失をもたらし、何十年にもわたる「低金利の長期化」というリスク資産に対し良好な効果をもたらした局面は終了しました。例えば、グローバル株式60%、国債40%のポートフォリオを組んでいる投資家は、10月下旬までに20%という悲惨な損失を被りました。これは、過去50年ほど投資家が慣れ親しんできた9~10%の利益とは程遠いものです。この損失は、14%程度の損失で済んだ2008年を含め、この期間で最も急激なものでした。

2022年、私たちは市場の見方と同様に、金融市場が直面する最大のリスクは実質利回りの急上昇であると見ていました。私たちのポートフォリオでは、デュレーションをショート、株式を中立（アジアをロング、欧州をショートとする組み合わせ）とし、コモディティをロングしていました。しかし、ソブリン債の利回り、特に実質利回りが急速にGFC後の高水準に近づいたため、長い間ショートしていた国債の利益を確定しました。

2023年の最大の疑問の一つとして、各国中央銀行がどの時期までに政策金利の引き上げを一時停止、あるいは反転するのか、そしてそれが資産クラス全般のキャッシュフロー価値にどのような影響を及ぼすのか、といった点が挙げられます。確かに2022年の各資産の値動きの大部分は、割引率の変化で説明が可能と言えるでしょう。

私たちは現在、企業のクレジット、特に欧州の格付けがより高いクレジットを以前よりも有望視するようになっています。

ここでは、低いバリュエーション（つまりスプレッドの拡大）は良好なファンダメンタルズを正確に反映していないと考えています。株式のようなよりリスク性の高い資産については、幅広く追加するスタンスには至っておりません。私たちは成長と収益の両面でより大きな下振れを警戒しており、地政学的な不確実性が継続した場合、キャッシュフロー予測に対するさらなる重しとなる可能性があると考えます。同時に、2022年末が近づくとつれ、株式デュレーションの長い米国のハイテク企業などの資産クラスが興味深く見え始めていることも認識しています。

リスクにはそれぞれの価格がある

通常、最終的に投資見通しを左右するには、いくつかの重要な判断があります。ここで、2023年のリターンを見通すにあたり、3つの重要な質問を投げかけます。

1. FRBを筆頭に、他の主要中央銀行は、いつ政策金利の引き下げに軸足を転換するのか？
2. 成長と企業利益はどの程度の深さまで調整するか？
3. （最も未知ではあるが）2023年に中国、ロシアとウクライナ、米国、欧州（英国を含む）から発生する地政学的混乱はどの程度になるのだろうか？

FRBはこれまでのところ、過去になかった急速な金融引き締め策を実施

FRBはこれまでのところ、過去になかった急激な速度で金融引き締め策を実施しています。ブレーキを強く踏みすぎるといふ政策の誤りを避けるべく、金利引き上げの効果がシステムに浸透した様子を確認するため、FRBはいつ一時停止するのでしょうか。結局のところ、私たちの判断では、より早いタイミングで鋭い政策転換が起きる確率は高まっており、将来を見越すと、かなり早い時期になると考えています。

図表1: 実質利回りは大幅に変化
3カ月移動平均



2022年に主要国では、実質、名目、現行、およびインプライド金利が劇的に上昇しました。この上昇はワールドカーブ全体で起きていますが、特に短期ゾーンで顕著でした。3月以降の2年物実質金利における500bp（ベースポイント）の上昇は極めて異例ですが、3年後のフェデラル・ファンド（FF）金利の予想水準もわずか半年間で1.5%から5%にまで上昇しました。多くの人々が「中立的」な政策金利の長期的な目安とする5年物実質金利（5年先スタート5年物フォワードレート）は、50年間でGFC以前にしか見られなかった急上昇を示しています。1年前には米国で-85bp、欧州で-1.4%に過ぎなかったものの、本稿執筆時点ではそれぞれ1.50%、1.25%になっています。財政・金融ミックスの大幅なシフト、国債利回りの低下傾向を維持してきたグローバル化などの構造的なトレンドの転換、良好な人口動態など、この金利水準には十分な理由があります。しかし、インフレと成長の両方に対して逆風が吹く中、金利上昇が一服する十分な理由もあります。

中央銀行の信頼性を試す 根強いインフレ高進

根強い高インフレは中央銀行の信頼性を試し、中央銀行は「バックミラー」を見ながら金利を設定せざるを得なくなりました。しかし、システムを介してすでに浸透し始めている金融引き締めの影響によって、成長とインフレが弱まる中でも、現時点で政策金利水準は2023年半ばまでに米国で5.0～5.5%¹、欧州で2.25%と、景気を抑制する水準に達することを織り込んでいます。私たちは、（2022年の資産価格の下落の主因となってきた）利上げを一時停止することは、リスク資産に対する束の間の安心感をもたらす可能性があると考えています。問題は、それがどの程度になるかということです。

1.オーバーナイト・インデックス・スワップ（OIS）の4.9%に、FRB自体が推定するバランスシート縮小の効果50bpを足したもの。

図表2: インプライド・デフォルト率は高水準
投資適格債指数スプレッドとデフォルト率



2022年10月24日時点のデータ。出所：MacroBond、BNPパリバ・アセットマネジメント

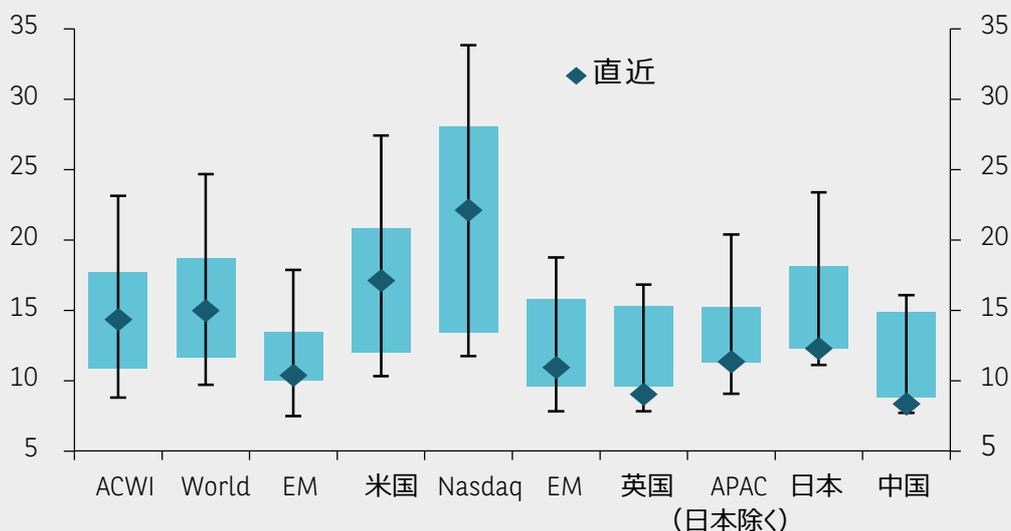
私たちは、格付けの高い欧州社債をかなり割安なバリュエーションからロングし続けており、引き続き魅力的な資産クラスの一つと考えています。本稿執筆時点では、最高格付けの欧州企業のスプレッドは2020年の危機レベルにあり、デフォルト率は10%前後と推定されています。これは、過去5年間で最悪となるデフォルト率の2倍以上、平均の8倍に相当します。さらに、景気サイクルのこの時点としては珍しいことですが、企業のレバレッジ比率は抑制され低下しており、インタレスト・カバレッジ・レシオは高く、企業のバランスシートは堅固です。景気サイクルが弱まると信用力が低下する傾向があるため、企業にはレバレッジ解消の圧力がかかりますが、今回はその圧力が顕著にみられず、企業は長期資金とより長期の負債を抱え（短期的な資金繰りの懸念の少ない状態で）景気後退に入ることが見込まれます。

現時点での判断は、利益や株式のキャッシュフローに及ぶ影響に対して慎重スタンス

これは、前述した2つ目の質問にしっかりとつながります。つまり、2022年が二桁台のインフレ率で年末に近づいている中で、今後の成長率調整の深さと家計のバランスシートの状態はどうか、という問題です。このような環境は、特に収益に関する限り、より慎重にならざるを得ません。その結果、欧州などより困難な地域において資本構成面で低位の資産、特に株式への投資には慎重スタンスです。

当社のマクロ経済チームは、米国では2023年の早い時期に300万人の雇用が失われ、非農業部門雇用者数は30万人以上減少すると予想しています。住宅市場は今後も減速が続くと思われます。住宅ローン金利は2021年夏より400bp近く上昇し、住宅ローンの申し込みは急減すると見込まれます。欧州の経済見通しも同様に冴えず、ウクライナ戦争やエネルギー危機によるダウンサイドリスクは拡大しており、家計の余剰貯蓄は縮小しています。住宅市場の低迷が経済成長に与える影響はGFCの経験から明らかです。現在、住宅賃料の高騰がサービスインフレに与える影響も加わっています。

図表3: 株式は割安ではない
12か月予想PEレシオの10～90位パーセンタイルレンジ（15年）



2022年10月24日時点のデータ。出所：ブルームバーグ、BNPパリバ・アセットマネジメント

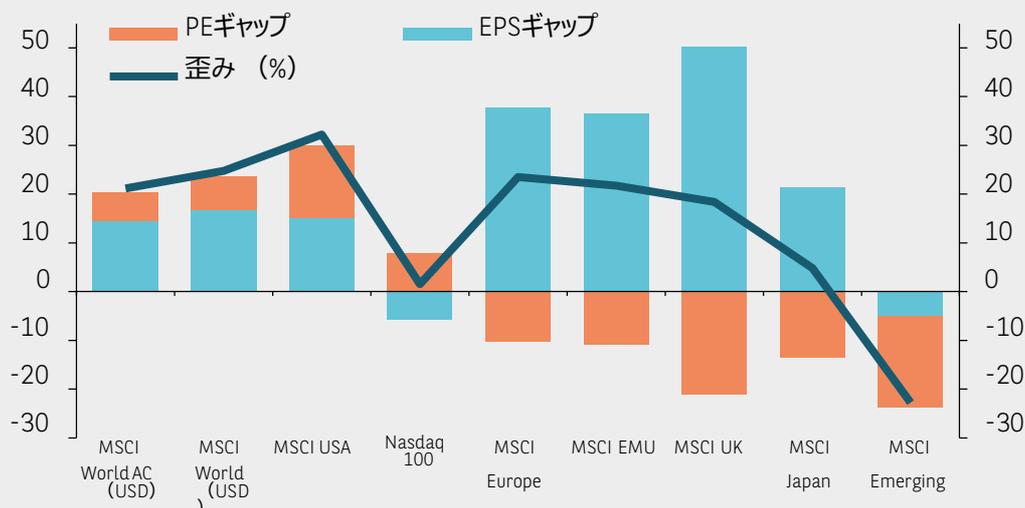
このように脆弱性が増すマクロ経済環境は、比較的楽観的な企業の業績予想と大幅にかい離している様子がうかがわれます。その結果、私たちは株式について中立的な姿勢で臨んでおり、欧州については極めて慎重な見方をしていますが、中国と日本についてはより楽観視しています。2022年の株式はトータルリターンで2桁のマイナスを記録し、バリュエーションは2022年1月の高水準から割安になりましたが、2022年と2023年にプラスの利益成長の期待がなければ、マイナスはさらに拡大していたと想定されます。

脆弱性が増すマクロ経済環境には、 大幅な乖離が存在

収益予想はせいぜい一致指標にすぎませんが、上述のマクロ経済環境下では高過ぎるとみられます。景気サイクルの様々な時点で、収益とバリュエーションがどの位置にあるべきかを考えるため、私たちはいくつかの枠組みで分析します。私たちのリサーチによると、最近では米国のNasdaq指数を除いて、フェアバリューに達する前に、バリュエーションと収益の両方が低下しており、さらなる低下が予想されています。

最後に、投資期間内には、様々なリスクが存在します。これは2023年に注視していく予定です。ウクライナ戦争やエネルギー危機の進展、中国の経済再開と台湾への対応、貿易戦争とサプライチェーンへの影響など、いずれもキャッシュフローと割引率の経路を変更する可能性があります。早急な解決策が見出せない状況で、これらの分野のリスクは引き続き高止まりした状態が続くとみられます。

図表4: 一部の市場では価格は大きく歪んでいる
EPSとPEのギャップ vs モデル



債券に注目：債券投資の新たな世界

2022年に債券市場は前例のない軟調なリターンを記録しました。主要セクターのパフォーマンスは軒並みマイナス（2022年11月10日現在）となっています。その要因として、政策金利の正常化、景気後退で信用スプレッドが打撃を受けたこと、流動性ショックでボラティリティが急騰したことが挙げられます。50年以上も強気相場が続いた後で、債券市場では新たな展開が浮上しており、絶対パフォーマンスでプラスを記録することが可能になっています。

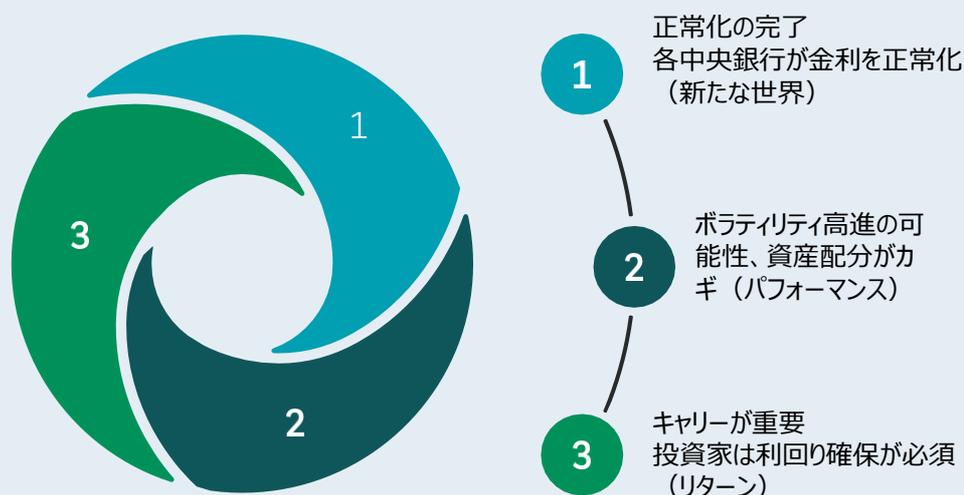
各国中央銀行は、金利を正常な水準にまで引き上げることに成功しています。そのため金利が現在の水準から大幅に上昇する必然性はなくなったと思われます。米国とユーロ圏の5年先スタート5年物フォワードレートは世界金融危機後となる高水準まで戻しています。そのため今後キャリーでリターンが得られるのは必然とみられます。投資家は、債券市場のトータルリターンのうちキャリーが大きな部分を占めるという歴史的事実を教訓とすべきです。新たな展開への移行はまだ完了していないため、今後もボラティリティは高止まる可能性が高く、資産配分が重要です。2023年は成長率とインフレ率がいずれも減速・加速すると見られ、マクロ経済政策に応じて異なった資産配分が求められます。

債券からリターンを獲得するには、マネーマーケット商品、国債、投資適格クレジットなどのコア資産に重点を置きつつ、変動金利などフレキシブルな債券、グリーンボンド、新興市場債券といったサテライト資産への柔軟な分散化も必要です。

デレーションの短さから今後の見通しが立てやすいマネーマーケットへの投資も見直す価値があり、短期金利の大幅な上昇を受けて、より魅力的な利回りになっています。米国では2023年末までに政策金利の引き下げが予想されます。一方、ユーロ圏で引き下げが起きる可能性はさほど大きくないでしょう。

ユーロ圏の投資適格クレジットには投資妙味があると考えられます。本稿執筆時点のスプレッドは、実現が予想されるレベルよりはるかに高いデフォルト率に見合う水準にあります。

図表1: 2023年の債券市場のテーマ



サステナビリティ



JANE AMBACHTSHEER
Global head of sustainability



ALEXANDER BERNHARDT
Global head of sustainability research

サステナブル・ファイナンスの進化

コフィー・アナン元国連事務総長は2005年の初めに責任投資原則（PRI）の発展に貢献するよう世界最大手の機関投資家のグループに呼びかけました。そのわずか数年後、規制の緩い金融システムが行き過ぎたことで世界経済危機が勃発し、それまで用いられていた金融モデルの多くは弱体化しました。今振り返れば、それは金融業界が実現に一役買っていた、行き過ぎた企業行動に自ら目を向け始める適切な時期でした。それ以降、サステナブル投資に関連した規制は10倍に増加しています。本項では、このような進化と今後の道程について検討していきます。

大規模な金融危機は、金融の役割について重要な疑問を投げかける転機となりました。金融業界では長年にわたり、「受益者」への財務的リターンを「最大化」という義務を、顧客に対するフィデューシャリー・デューティーと解釈しており、その多くは数四半期または数年といった単位で評価されてきました。

2005年以降、金融業界では、環境・社会・ガバナンス（ESG）基準をこの義務に組み入れることの影響について激しい議論が交わされています。この議論は、リターンの最大化を追求する時間軸に加えて、どの受益者を対象にするかといった点で平行線を辿り、收拾が付かない時期が続きました。

ただし、2005年時点では、ESGを考慮した投資が金融業界にもたらす影響については、さほど活発に研究されていませんでしたが、それ以降、このトピックに対する理解度は大幅に向上しています。

適度な水準と正確性でESGをポートフォリオに組み込むために、やるべきことは多くある

ESG要因と投資成果

ESGを戦略に組み入れた企業および金融商品の財務・金融パフォーマンスは、そうでない企業よりも良好な結果をもたらしていると言っても過言ではないでしょう。PRIを中心とする業界団体の努力により、フィデューシアリー・デューティーに関する議論はほぼ一段落しており、100兆米ドルを超える資産を管理する投資家がPRI 6原則の以下の序文に賛同しています。

「私たち機関投資家には、受益者のために長期的視点に立ち、最大限の利益を追求する義務があります。この受託者の役割において、（ある程度の企業間、業種間、地域間、資産クラス間、そして時代毎の違いはあるものの）環境、社会、コーポレート・ガバナンス（ESG）の課題が投資ポートフォリオのパフォーマンスに影響する可能性があります。また、本原則を採用することにより、投資家がより広範な社会の目的を達成できることも認識しています」

投資業界はこの原則に賛同していますが、適度な水準と正確性でESGをポートフォリオに取り入れるまでには、果たすべき課題が山積しています。一部の投資家による誤解を招く主張と、最近展開されている不正確なESGデータに関し、ESGに対する批判の多くの根底には、目標と現実のギャップがあります。規制当局は「サステナビリティ」の定義と適用を明確化する取り組みを推進しており、2015年に全世界で50未満だったサステナブル投資規制の数は、500を超えるまでに増加しています¹。

ESG批判への反論

ここでESGに対する批判について検討したいと思います。多くの場合、こうした批判は極端な方向に走る傾向があるため、次の根拠をじっくり見直す価値があると思われます。

- **ESGには注目をそらすのでなく集める働きがある。** ESGを戦略に組み込むことで、気候変動リスクやダイバーシティなどの課題に注目が集まるようになっている。これにより、企業や政府はこうした課題に背を向けるのではなく、行動を加速させることにつながっている。
- **行動しなかった場合の仮定シナリオを検討する。** 多くの環境・社会指標は過去20年にわたり悪化している。しかし、投資業界が2004年以前の潮流のままESGを無視していたならば、環境・社会は良くなっていたとは考えにくい。
- **ESGはデータにすぎない。** 最も基本的なレベルで、ESG指標には結果を大きく左右する企業経営に関する情報はさほど反映されていない。データが十分開示されない、監査がほとんど実施されない、解釈が多岐にわたるといった点は否定できないが、賢明な投資家がデータを適切に分析すれば、取引に利用できる重要な情報を読み取り、アウトパフォーマンスにつなげることができると考えられる。

1. 出所：PRI責任投資規制データベース、2021年。
<https://www.unpri.org/policy/regulation-database>

- ・ **手数料は問題ではない。** 批判する人物の中には、業界がESGを手数料引き上げの言い訳にしていると主張する向きもある。この主張は一部のパッシブファンドやそのESG版には当てはまるケースもあるだろうが、アクティブ運用のESGファンドの大半には的外れである。ほとんどの場合、ESGファンドの手数料体系は同等の標準ファンドとほぼ同じ水準にある。
- ・ **ESGには排出量以外の側面もある。** 気候変動は最も重要な世界的システミックリスクとみられているが、他にもリスクはある。例えば、排出量の削減に成功しても不平等が悪化したら、単にシステミックリスクが別のものに切り替わったことにすぎない。

リターンを持続的にあげることができるかどうかは、 地球と人類の繁栄次第

サステナブル・ファイナンスに必要なステップ

ESGより以前に注目を集めていた社会的責任投資（SRI）では、公正で持続可能な経済システムの創設が主要テーマとなっていました。PRIを転機として、焦点はESG要因にシフトしています。これにより責任と無責任という概念ではなく、利益と財務リスク、およびこれら要因を会計処理するメリットが重視されるようになりました。

ESGを重視する動きが勢いを増すなか、サステナブル・ファイナンスの将来に関して幅広く議論する準備が整いました。私たちは、財務上ESG要因を戦略に組み入れることに焦点をあてる段階から、投資家が世界に実質的な影響を及ぼすこと、および投資家が持続可能なリターンを生み出すことができるかどうかは地球と人類の繁栄にかかっていることを認識する段階に入っています。2050年までにポートフォリオの温室効果ガス排出量をネットゼロにする「ネットゼロ・アセット・マネージャーズ・イニシアチブ」に署名済みの資産運用会社は270社を超えており、その合計運用資産は61兆米ドルに達します²。

PRIをはじめとする業界団体の努力がなければ、ESGの課題が多くの取締役会で議題となることはなく、ESG戦略の透明化に対処する政策や持続可能なソリューションへの投資を奨励する政策が講じられることもなかったと考えられます。

一方、低炭素で、環境的に持続可能な包摂的経済に向かう歩みは、社会全体が長期的リターンを確保するため十分には進展しておらず、多くの課題に取り組む必要があります。「ESG業界」が驚異的なペースで成長したため、社会福祉と投資の接点を探る議論は依然として棚上げされた状態になっています。手遅れになる前に、古い議論に新たな視点で取り組む必要があります。

2. [Net Zero Asset Managers initiative publishes initial targets for 43 signatories as the number of asset managers committing to net zero grows to 273 - The Net Zero Asset Managers initiative](#)

環境テーマ



ULRIK FUGMANN
Co-head environmental
strategies group



EDWARD LEES
Co-head environmental
strategies group

過去の教訓から将来を占う

気候変動や最近のエネルギー危機など、過去に業界を揺るがした出来事的主要因を理解すると、長期的な投資機会を評価するうえで大いに役立つ可能性があります。投資家はそのような教訓を過去の経済事象から引き出すことができるでしょうか。

食糧・エネルギーの供給ストレスや極端な気候現象といった逆風の中でも、世界では新たな「産業革命」が幕を開けようとしています。生産能力と資源の利用が効率化し、自然が保持され、持続可能性の高い未来につながる革命です。

この「インダストリー4.0（第4次産業革命）」は、スマート工場、自動システム、3Dプリンティング、機械学習などの技術革新によってけん引され、生態系の再生、エネルギーと食糧の安全保障の強化、生活水準と雇用機会の改善に必要なツールを社会に提供すると期待されています。

同時に、「オープンソース」的アプローチで情報とイノベーションに向き合うシェアリング・エコノミーへのシフトが始まることも予想され、エネルギー転換などの分野でも変化が加速する可能性があります。例えば、シェアリング・エコノミーでは、自家用車の所有率が低下し、人々は必要なときに車（おそらく自動運転の電気自動車）を借りることになるでしょう。

インダストリー4.0への道程

こうした進歩には大規模な投資が必要ですが、短期的な「流行」に惑わされることなく長期的に成功する投資先を見極めることは容易ではありません。そこで過去の革命がヒントになる可能性があります。

最初の産業革命は、1760年から1860年にかけてイギリスで起こり、技術進歩、教育、資本ストックの増大が原動力となりました。イギリスは「世界の工場」と呼ばれるようになり、1人当たり実質所得は増加を続けました。

第2次産業革命は、1850年代の米国で起こり、電化、原油生産、電話通信の急速な普及、ベルトコンベア式車両の組立生産などが原動力となりました。これらは米国が世界の超大国に飛躍する契機となりました。

2000年代初期には、第2次産業革命の基盤となったインフラの生産能力が消耗し尽くされる代わりに、コンピューター、ITネットワーク、ロボティクスが牽引する新たな技術インフラが浮上し始めました。これらがインダストリー4.0の種を蒔いたと言えるでしょう。

インダストリー4.0は、経済、環境、社会秩序を 変革する可能性を秘めている

インダストリー4.0は、経済、環境、社会秩序を改革する可能性があります。技術進歩により大量の財とサービスの生産・配達コストはゼロ近く（あるいはごく少額）まで下がることになるでしょう。

図表1: インダストリー4.0は既に始まっている

1st 1760年～1860年 産業革命

- ・ 蒸気動力、水力、機械化

2nd 1850年代～1914年 技術革命

- ・ 電化、大量生産、分業体制

3rd 1969年～2000年代 デジタル革命

- ・ コンピュータ、インターネット、自動化

4th 2010年代～現在 インダストリー4.0

- ・ 物理システム、モノのインターネット、ロボット化

今後10年間にわたりインダストリー4.0に必要なインフラ拡大が見込まれます。スマート輸送の「インターネット」を通じて、廉価な再生可能エネルギーを使って動く自動運転車などがその一例になるかもしれません。そして、人々は交通手段だけでなく、通信やエネルギーも共有可能になるでしょう。

テーマと勝者の見極め

今後10～20年にわたり、存続・繁栄可能な企業をどのように見分けることができるでしょうか。

過去を振り返ると、予測を上回るペースで技術進歩とコスト低下が進んだ例は数多くあります。米国の総発電量に占める再生可能エネルギーのシェアを見るだけでも明らかです。グリーン水素や太陽光エネルギー、バイオプラスチックなどの環境ソリューションは生産チェーンとサプライチェーンに破壊的創造を起こしており、消費者行動にも世界中で変化を起こしています。

急変している消費者行動を理解することが、 投資判断に役立つ

このような加速中の変化だけでなく、変化にさらされる業界への影響を理解することは、投資判断を行う上でも有効です。私たちは、革新的技術が浸透する結果、産業や企業が成長し、ライフサイクルにも影響するプロセスを通じて恩恵を享受したいと考えています。

勝者を見つけるためには、調査、先入観のない視点、多面的に課題と機会を考察する能力が必要です。また、環境にプラスの成果をもたらす企業を厳選する強い確信も必要です。

また重要なのは、課題の範囲と相互の関連性に対する理解を広めることです。たとえば、エネルギー危機では課題が浮き彫りになるだけでなく、現地で生産される再生可能エネルギーへの移行が加速するという機会も生じます。

過去と現在における創造的破壊の局面を十分に理解できれば、近づきつつある新たな炭素ゼロ時代において、成功する投資先を見極めやすくなります。アクティブ型の投資こそがアウトパフォーム可能な企業を特定するカギとなると私たちは確信しています。

ディスラプティブ テクノロジー



PAM
HEGARTY

Portfolio manager



VINCENT
NICHOLS

Investment specialist

長期的な成長要因が支配する

マクロ経済と地政学的なリスクが高いため、2023年のテクノロジーセクターの見通しを予測するのは困難です。ただし、私たちの戦略を支える長期的な成長要因となる、クラウドコンピューティング、人工知能（AI）、オートメーション、モノのインターネット（IoT）、およびこれらテーマを実現する基礎技術の持続性には確信を持っています。長期的な投資においては、デジタル・トランスフォーメーションの先駆者と受益者が優れた増収率、増益率、キャッシュフロー、リターンを達成するとみられます。

2022年にテクノロジーセクターは金利上昇の影響により、市場全般を概ねアンダーパフォームしました。そのためバリュエーションは、半導体とソフトウェア業界を中心に押し下げられ、「フロス（小さい泡＝過大評価を意味する）」はごくわずかからゼロに縮小しています。

景気鈍化を受け、収益見通しを下方修正する企業が多くなる中で、テクノロジーセクターでは過去の景気後退でも収益の落ち込みが小さかったことから、他のセクターをアウトパフォームする可能性があります。成長企業が少なくなれば、成長の質を重視する投資が復活する可能性もあります。

2023年にかけての投資機会

1. 企業がコスト削減と意志決定の質の向上に取り組む中、クラウドコンピューティング、AI、オートメーション、IoTの導入を続けている。
2. デジタル・トランスフォーメーションの戦略的な重要性により、企業の情報技術（IT）への投資は底堅い水準で推移するとみられ、IT分野を中心とした調査・助言を行うGartnerは2023年のIT支出が5%増加すると予測している。私たちもサイバーセキュリティへの投資は堅調と見ている。

3. 半導体需要は最終市場（エンドマーケット）ですばやく回復する可能性があり、代表的なものとして自動車（電子部品が増加傾向にあるが在庫は低水準のまま）やデータセンター（クラウドとAI主導のサポート支出の回復度合いによる）が挙げられる。
4. バリュエーションは魅力的な水準にあり、今後12カ月における北米ソフトウェア銘柄のEV（企業価値）/売上高倍率は6倍近くまで戻る見込みである。これはほぼ2013～2018年の水準であり、過去5年の平均値を32%下回っている（図表1）。
5. 投資家は全ての最終市場で在庫調整を価格に織り込んでいるため、ほとんどの半導体銘柄は私たちの最悪シナリオ近く（またはそれ以下）の水準で取引されている。
6. デュレーションが長い株式の実質利回りは確実にピークを打っている。FRBが利上げを続けたとしても、バリュエーションがさらに低下するとは限らない。また、成長企業が少なくなり、成長の質を重視する投資が復活することになるだろう。

IT支出と半導体需要は底堅く、バリュエーションは魅力的な水準

リスク要因は何か

1. 実質金利がさらに上昇すれば、デュレーションの長い資産の評価に悪影響が及ぶ可能性がある。
2. パソコンや低価格帯スマートフォンへの支出の落ち込みは、ビジネス・企業顧客や他の最終市場に広がる可能性がある。

図表1: ソフトウェア株のバリュエーションが大幅に改善
北米ソフトウェア株のEV（企業価値）-売上高（今後12カ月）倍率



3. 電子商取引などのセクターは新型コロナウイルスの追い風を受けたが、成長率がパンデミック前のトレンドに戻り、アンダーパフォームが続く可能性がある。
4. ロシア・ウクライナ戦争、米中の貿易戦争、権威主義やナショナリズムの動き（サプライチェーンの国有化を含む）が不透明要因となっている。
5. 規制が引き続きリスクになる。

3年以上の期間で見れば長期的な成長要因が短期的な懸念材料を上回る

まとめ

私たちは不透明期を乗り切るうえで、個別銘柄の徹底的な調査とポートフォリオ構築ルールを組み合わせることが最適な投資手法だと考えています。個々の企業の財務モデルを見直し、景気後退シナリオでそのモデルのストレステストを実施し、目標価格が保守的になるよう設定しています。

今後3年間の増収の可能性とその安定性、「競争力の持続性（Moat）」（競争的位置付けとバランスシートの健全度）に基づき保有資産を分析しています。競争力の持続性が高く、良質で安定的な成長企業に投資します。一方で、キャッシュフローの回収期間が長い投機的な成長企業への投資は抑制しています。

私たちが模索しているのは、景気後退への耐性があると見られる低リスクまたは特徴的な要素を持つ銘柄です。例えば、マイクロン・テクノロジー（Micron Technology）¹は、業績予想を大幅に下方修正し、現在は簿価をわずかに上回る水準で取引されています。また、ファースト・ソーラー（First Solar）¹は今後2年間、生産を全面的に縮小しますが、米国の税額控除により生産設備の拡充が可能です。

長期的な成長要因は、3年以上の投資期間で見れば、短期の循環的な懸念材料を上回るものと思われます。私たちは、デジタル・トランスフォーメーション分野において継続的に競争上の優位性を持ち、魅力的なバリュエーションで取引されている銘柄への投資に焦点を当てています。

1. 上記の銘柄は参考目的のためのみ記載されたものです。BNPパリバ・アセット・マネジメントの各運用戦略は、これらの銘柄を保有することもありますし、保有しないこともあります。投資の価値や収益は上昇することあれば下落することもあり、投資家は投資元本を回収できない可能性があります。また、過去の実績は将来のリターンを保証するものではありません。

中国



CHI LO

Senior market strategist APAC

「中国とのデカップリング」を背景とした 脱グローバル化

2018年に米中の貿易戦争が始まって以来、「中国とのデカップリング」が市場の課題となっており、先進国の中には、世界各地に広がっていた生産体制を自国に戻す動きも見られます。そこから、サプライチェーンが崩壊したり、国を越えた貿易や投資が減速したりする「脱グローバル化」への懸念が生じています。こうした状況を背景に、多くのサプライチェーンの中心を担っている中国をはじめ、アジアへの投資に関する議論が揺らいでいます。

貿易を混乱させる措置の中でも、技術移転の制限が現在のアジアで最大の不確定要素となっています。アジアの輸出の3分の1は電子関連を始めとするテクノロジー製品が占めているのです。

新型コロナウイルス感染拡大がもたらした危機によって、アジアの製造業の見通しが悪化しました。世界のサプライチェーンが混乱に陥り、建設資材や自動車部品から半導体に至るまで、あらゆるものが不足しました。

アジアにおけるサプライチェーンのシフト

こうした懸念から、一部の大企業はアジアへの外注やアジアの製造拠点を縮小して他の地域へと移転しましたが、アジアや中国からの大規模なデカップリングは起きていません。

第一に、貿易戦争や新型コロナウイルスの大流行で米中間の貿易が阻害されるという見通しに反して、貿易額は年換算で2018年6月の6,200億米ドルから、2022年8月には8,010億米ドルにむしろ拡大しています。

その理由の一部は米国から中国への出荷が増えていることにありますが、中国の購入額は、2020年1月に交わされたいわゆる「第1段階合意」（2020年1月に、対米貿易黒字の縮小に向けて中国が一定額の追加購入を合意したもの）には届いていません。

第二に、米国の輸入業者はアジアの供給網への依存を減らすどころか、ASEAN諸国¹からの輸入を増やしています。

中国への海外直接投資（FDI）も過去6年間で拡大しています（図表1）。

ASEANからの購入は増えたが、中国からの購入の減少やデカップリングは起きていない

デカップリングは起きていない

ASEANからの購入が増えたからといって、中国からの購入額の減少やデカップリングは起きていません。むしろ、こうした輸入パターンの変化は、いわゆる「中国プラス1」戦略（現地市場においては中国生産を継続しながら、一部の体制をASEANに移す）を反映するものです。

生産拠点の移転は、経済・政治的な要素（さらに直近では新型コロナウイルス感染拡大）によるサプライチェーンの混乱を抑制するための一つ的手段です。ASEANへのFDI増大にもそれが表れています（図表2）。对中国投資が続いていることは、米国が2016年に建設的関与から戦略的競争へと対中政策の舵を切って以降、私たちが以前から主張していた「中国のための中国への投資」という考え方を如実に表したものとと言えます。

1. ASEAN諸国のメンバーはブルネイ、カンボジア、インドネシア、ラオス、マレーシア、ミャンマー、フィリピン、シンガポール、タイ、ベトナム。

図表1: 中国への海外直接投資フローは続いておりデカップリングの兆候は見られない
（国際収支データ、10億米ドル、4四半期の実績合計）



重要なポイントとして、ASEANへのFDIでは中国が大きな割合を占めています。数年前は10%に過ぎませんでしたが、今では全体の40%に達しています。そのため、ASEANと中国とのサプライチェーンの統合は弱まるどころか強化されています。かつてはASEANから中国へ部品が発送され、そこから世界の市場へと販売されていました。そのため、中国は「世界の工場」となっていました。ですが、今ではその流れが逆転しているように見えます。中国がASEANに製品を供給し、それがASEANから世界への輸出の原動力となっているのです。そうしたサプライチェーン統合プロセスの変化によって「世界の工場」は拡大し、今やアジア全体に広がっているということです。

対中国投資が続いていることは、以前から主張していた「中国のための中国への投資」という考え方を如実に示す

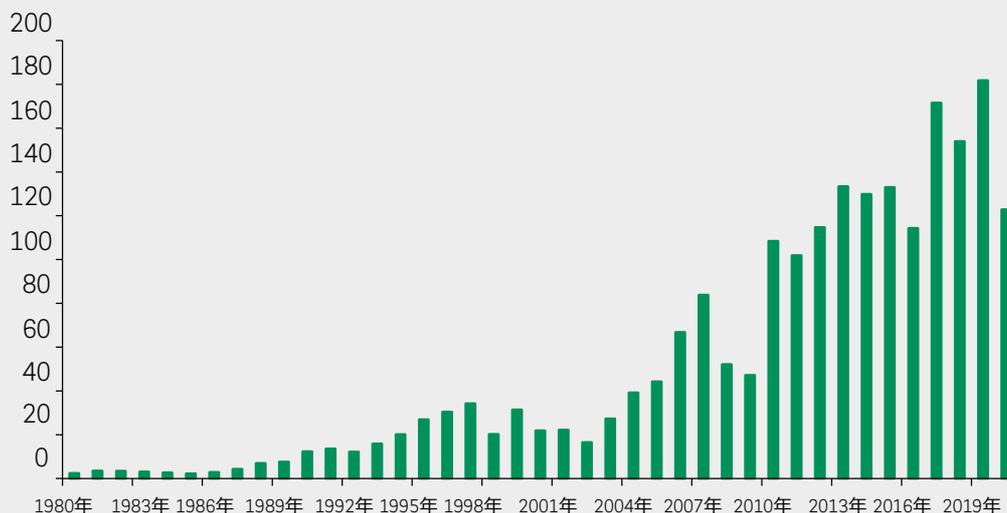
その影響

アジアのサプライチェーンの変化には、中国の「双循環」政策も反映されています。中国政府のねらいは、中国内の成長の勢いを利用し、国内及び海外の成長を促すことにあります。そうした潜在性は、台頭するアジアや中国に長期的な投資を行う強力な根拠と考えられます。

マクロ経済の視点で見れば、このような発展は、脱グローバル化の流れを混乱させる強い地域内経済の連鎖をもたらすと思われます。インフレの懸念が高まり、企業が投入コストの上昇圧力に直面する中で、中国とのサプライチェーンの一体化が進むアジアから調達する際のコスト優位性は、より明確になりつつあります。

今水面下で起きている変化により、アジアが世界市場の生産ハブとして台頭しつつあります。中国からのデカップリングが起きている証拠は、世界的にも地域的にもほとんど見られません。私たちは中国から逃れることはできても、隠れることはできないのです。

図表2: ASEANへの海外直接投資（グロス）流入額が増加基調
（国際収支データ、10億米ドル）



出所：CEIC、BNPパリバ・アセットマネジメント、2022年10月時点のデータ

プライベート市場



KAREN AZOULAY
Head of infrastructure debt

プライベート市場の回復力：インフラ・デット

現在、プライベート市場では、企業向けローン、リアル・アセット、ストラクチャード・ファイナンスなど、グローバルでさらに多様な資産クラスが存在し、今や10兆米ドル近くが投資されています。本項では、インフラ・デットに焦点を当てます。

利回りの追求に加えてポートフォリオの質が重視される中で、プライベート・デット分野の存在感が一段と高まっています。過去10年で年13～14%の成長を遂げ、プライベート・デットの運用資産（AUM）は1兆米ドルを大きく超えています。

資産クラスとしてのプライベート・デットは、景気サイクルを通じて適応力のある特徴を示してきました。2011年以降、パンデミックの期間も含めて、プライベート市場において毎年資金調達額を増加させてきた唯一の資産クラスとなっています。

長期投資を志向する投資家にとって、プライベート・デットはボラティリティが低く、上場市場との相関性が低いため、ポートフォリオの分散に適しています。他のアピールポイントとしては、魅力的な相対価値、インフレに連動したキャッシュフロー、上場資産に対する非流動性プレミアムなどが挙げられます。

変動金利商品も、プライベート・デットの一部に含まれます。こうした商品においては、クーポンが基準金利に連動し、市場金利が上昇する中でクーポンを引き上げることが可能なため、通常のバニラ債よりも魅力が高くなる場合があります。

景気後退期に強い必要不可欠なサービス

歴史的にインフラ・デットは、逃避先としての機能を果たすことを示してきました。インフラ・デットは、多くのディフェンシブ・セクター（図表1）とリスク・リターンの特性を通じて、多様なエクスポージャーを提供しています。

全般的に見て、インフラ・デットは景気後退にも適した位置にある資産クラスと考えられます。これは、他の資産クラスよりもパンデミックを首尾よく乗り切ったのと同じ理由です。多くのインフラプロジェクトは、好況期にも不況期にも需要のある重要なサービスを提供しています。言い換えれば、厳しい時代であっても人々は鉄道網を利用し、家庭では暖房や照明に電力を必要とするということです。

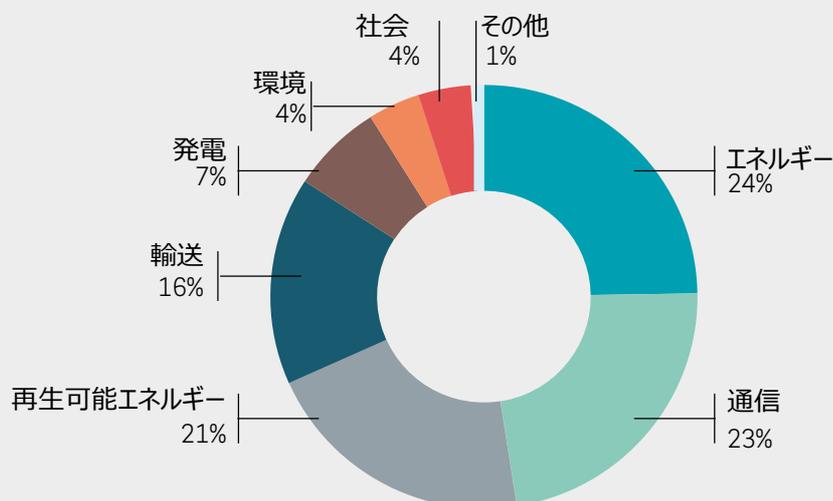
インフラ・デットは景気後退期に本領を發揮

投資としてインフラ資産は、光ファイバーネットワークや駐車場から、公益事業や道路に至るまで、参入障壁が高いことが特徴です。プロジェクト完了までに多額の費用がかかるため、競合他社はアプローチすることが容易ではありません。多くの場合、独占的な市場地位と規制された料金を伴います。景気サイクル全体にわたる長期的なキャッシュフローは、投資家に安定性をもたらします。

グリーンインフラ

インフラ・デットには、環境・社会・ガバナンス（ESG）の側面もあります。多くのインフラ資産は、EUが掲げる2050年までの脱炭素化とネットゼロの目標を背景として、エネルギー転換とデジタル化の最前線に位置しています。

図表1: コアインフラ資産の資金調達：欧州のセクター別内訳



こうしたネットゼロ目標などは、投資決定の原動力となっています。例えば、公益セクターでは、今後数十年間に従来型エネルギーの廃止に向けて多額の費用を要します。自動車の電化や（グリーン）水素の利用拡大など、より多くの再生可能エネルギー・インフラの構築も必要とされます。脱炭素化におけるデジタル化の役割については、データ分析が（エネルギー）効率の改善に貢献することができるでしょう。

投資先の選定にあたっては、私たち独自のESGフレームワークが投資プロセスに完全に組み込まれています。ここでは、当社のサステナビリティ・センターによる包括的な評価が含まれており、独立したコンサルタントが、引き起こされた排出量と回避された排出量、ネットでの環境貢献、パリ協定の「気温上昇シナリオ」との整合性に基づいて各投資の影響を評価します。

より高い、株式並みのリターンを実現するジュニア・インフラストラクチャー・デットも魅力的な選択肢のひとつ

嵐を乗り切るためのジュニア・デット

過去10年間、インフラ・デットは上場債券よりも常に高い利回りを提供してきました。これは、投資家が上場市場の柔軟性を犠牲にすることで、追加的なリターンを獲得したことが一因と言えます。インフラ・デットのリターンはほぼ安定した状態を維持していますが、中央銀行の利上げによる国債や社債の利回り上昇を受けて、イールド・プレミアムが縮小しつつあります。

同等の格付けの社債と同程度の利回りを求める投資家にとって、この二つの資産クラスの選択はそれほど単純ではなくなっています。しかし、コベナンツなど債券に付随するような特徴を持ち、リスクの抑制を維持しつつ、株式のような高いリターンを実現するジュニア・インフラ・デットは、魅力的な選択肢になり得ると考えています。

私たちは、電気通信セクターで投資機会が増えていることを目の当たりにしています。欧州ではグラスファイバーネットワークが整備され、データ通信の爆発的な増加や5Gの新技术に対応する目的でデータセンターや電波塔が必要とされています。全体として、インフラ・デットは、特にエネルギー転換と脱炭素化をめぐる資金調達の高まりが続いているため、さらに拡大すると予想されます。



各資産クラスの見通し

パフォーマンス：ユーロ建てトータルリターン (2022年は10月31日時点)

2013年 2014年 2015年 2016年 2017年 2018年 2019年 2020年 2021年 2022年

21.2%	32%	11.5%	15.6%	8.4%	0.1%	30%	6.7%	36.9%	14.1%
6.5%	19.5%	10.4%	10.7%	7.5%	-0.2%	25.3%	6.3%	31.1%	-8.0%
0%	8.4%	1%	10.1%	3.7%	-2.7%	13.3%	5.7%	25.6%	-14.4%
-0.1%	7.5%	-0.5%	8.1%	0.3%	-3.8%	9.2%	4.8%	2.5%	-14.7%
-0.1%	2.6%	-0.7%	4.6%	-0.2%	-4.1%	4.5%	-5.2%	-1.7%	-16.3%
-9.8%	-17.8%	-25.9%	2.3%	-2.1%	-13.7%	4.3%	-15.8%	-3.1%	-18.8%

パフォーマンス
+

パフォーマンス
-

- グローバル国債 (H)
- グローバル社債 (H)
- グローバル社債ハイイールド (H)
- コモディティ (H)
- 先進国株式 (UH)
- グローバル不動産 (UH)

H:ヘッジ有、UH:ヘッジ無し

出所: ブルームバーグ、クオンツ・リサーチ・グループ、BNPパリバ・アセットマネジメント
 使用した指標: グローバル不動産 (RNGL)、先進国株式 (MSDEWIN)、グローバル国債 (SBWGEC)、グローバル社債 (LGCPTREH)、グローバル社債ハイイールド (LG30TRUH)、コモディティ (BCOMHET)、カッコ内はブルームバーグのティッカー過去のパフォーマンスまたは実績は現在あるいは将来のパフォーマンスを示唆するものではありません。

ご留意事項

- 本資料はBNP Paribas Asset Management France が作成した情報提供用資料を、BNPパリバ・アセットマネジメント株式会社が翻訳したもので、特定の金融商品の取得勧誘を目的としたものではありません。また、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。
- BNPパリバ・アセットマネジメント株式会社は、翻訳には正確性を期していますが、必ずしもその完全性を担保するものではありません。万一、原文と和訳との間に齟齬がある場合には、英語の原文が優先することをご了承下さい。
- 本資料における統計等は、信頼できると思われる外部情報等に基づいて作成しておりますが、その正確性や完全性を保証するものではありません。
- 本資料には専門用語や専門的な内容が含まれる可能性がある点をご留意ください。
- 本資料中の情報は作成時点のものであり、予告なく変更する場合があります。
- 本資料中の過去の実績に関する数値、図表、見解や予測などを含むいかなる内容も将来の運用成績を示唆または保証するものではありません。
- 本資料で使用している商標等に係る著作権等の知的財産権、その他一切の権利は、当該商標等の権利者に帰属します。
- BNPパリバ・アセットマネジメント株式会社は、記載された情報の正確性及び完全性について、明示的であるか黙示的であるかを問わず、なんらの表明又は保証を行うものではなく、また、一切の責任を負いません。なお、事前の承諾なく掲載した見解、予想、資料等を複製、転用等することはお断りいたします。
- 投資した資産の価値や分配金は変動する可能性があります。投資家は投資元本を回収できない可能性があります。新興国市場、または専門的なセクター、制限されたセクターへの投資は、入手可能な情報が少なく流動性が低いため、また市場の状況（社会的、政治的、経済的状況）の変化により敏感に反応しやすいため、より不安定性があり、大きな変動を受ける可能性があります。

BNPパリバ・アセットマネジメント株式会社

金融商品取引業者: 関東財務局長（金商）第378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、日本証券業協会、一般社団法人 第二種金融商品取引業協会



BNP PARIBAS
ASSET MANAGEMENT

The sustainable
investor for a
changing world