

不安定化する世界 における投資機会



2025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	4
エグゼクティブサマリー	5
2025年に向けた3つのサステナビリティ・テーマ	6

マクロ経済と金融市場

マクロ経済の見通し	7
金融市場の見通し	10

プライベートアセット

プライベート・クレジットの扉が開く	14
-------------------	----

サステナビリティ・テーマ

2025年とそれ以降のサステナビリティ・テーマの事例	16
----------------------------	----

債券

キャッシュが向かう先	20
------------	----

新興国市場

政治とFRBの政策転換が新興国債券を牽引	23
----------------------	----

執筆者のご紹介



RICHARD BARWELL
Head of Macro Research and
Investment Strategy, London



DANIEL MORRIS
Chief Market Strategist,
London



ALEXANDER BERNHARDT
Global Head of Sustainability
Research, Boston



STÉPHANE BLANCHOZ
Head of Alternative Solutions
Client Solutions Manager, Paris



KOYE SOMEFUN
Head of Multi-Assets & Solutions
in Quant Research Group,
Amsterdam



ULRIK FUGMANN
Co-Head of the Environmental
Strategies Group, London



EDWARD LEES
Co-Head of the Environmental
Strategies Group, London



JAMES MCALEVEY
Head of Investment Team -
Global Aggregate &
Absolute Return, London



ALAA BUSHEHRI
Head of Emerging Market Debt,
London

**ROBERT GAMBI**

Global Head of Investments, London

投資家の皆さまへ

振り返ってみれば、2024年はインフレという魔神が、瓶に戻された年となりました。現在の焦点は、中央銀行がどの程度のペースで政策金利を中立的な設定まで引き下げるか、そして最終的に景気を下支えするためにさらに踏み込んで緩和領域まで引き下げる必要があるかどうかになっています。

世界の他の国々に目を移せば、日本では数十年にわたった超低金利政策がついに解除され、中国では当局が公式の成長目標を下回りそうだった自国経済を支えるため強力な景気刺激策を打ち出しました。

金融市場は、今年もマクロ経済に合わせて順調に推移しました。現在のマーケットのバリュエーションで注目すべき点は、グローバル経済のソフトランディングに対する確信がいかに強いかということです。クレジット・スプレッドはタイトで、株価は上昇しています。したがって、もし市場コンセンサスがソフトランディングからハードランディングに切り替わったとすれば、深刻な調整が発生する可能性があります。

2025年には間違いなく新たな挑戦が待ち受けていることでしょう。市場が同じ状態に長くとどまることはありません。対応すべき新しい情報が常に入ってきます。投資家としての私たちの仕事は、様々なノイズから意味のあるニュースを選別し、私たちを取り巻く世界をよりよく理解し、次に何が起こるかについて確信を深めることです。そして重要なのは、その結果から利益を得ることができる規模のポジションを取ることです。

当社の運用チームは、一流の投資文化を築くという点で大きな進歩を遂げ、お客様に優れたリターンをお届けできる体制を整えました。2025年に向けて、皆さまとともに手を携えて次のステップに進むことを、心より楽しみにしております。

エグゼクティブサマリー

2025年は、「グローバル経済のソフトランディング」という市場コンセンサスが試される1年となりそうです。政治が大きく転換し政策の不透明感が増す局面において、経済の安定性がリスクにさらされます。各国の中央銀行は、今後の経済政策の方向性も実際の影響も不透明な中で金融政策を調整するという、困難な課題に直面することになるでしょう。

米国の新政権がどのような政策を選択するかによっては、景気後退リスクにさらされている欧州に加えて、不動産危機に苦しむ中国も大きな影響を受ける可能性があります。

金融緩和は経済成長と企業収益に寄与すると思われそうですが、米連邦準備制度理事会（FRB）はことさらインフレ圧力再燃のリスクを警戒すると見られます。同時に、市場が予想する以上に成長が鈍化するリスクも残っています。地政学的状況は複雑かつ困難な様相を呈しており、ウクライナからイスラエル、台湾に至るまで緊張が高まっています。

アセット・アロケーション：株式に妙味

米国の経済成長が強さを増すことで需要がけん引されることから、株式とインフレが押し上げられると予想し、国債よりも株式の方を 선호します。

持続可能な経済

当社は投資家として、持続可能な長期的成長と、環境の持続可能性の促進・保全、エネルギー移行の推進、低炭素経済への移行が公正かつ公平であることが裏付けられている投資機会にリソースを集中し続けなければならないと考えています。気候変動の影響を緩和し、地球温暖化のリスクに適応するには、創造的な解決策（ソリューション）が必要です。投資家にとって、グリーン移行を達成するための取り組みの中心であるこの分野でのビジネス機会は急速に拡大しています。

長期的な投資テーマ

人工知能（AI）の応用範囲は驚くほど広く、今後数年間でイノベーションと創造的破壊を推進することになりそうです。当社は、ヘルスケア、教育、物流、モビリティなどのセクターの株式からリターンを得られる可能性が高いと考えています。

ただし、注視すべきリスク要因もあります。これには、環境・社会・ガバナンス（ESG）への懸念、規制環境、そして投資家心理の変化などが含まれます。

プライベートアセットの中でも、プライベート・クレジットは投資家に豊富な投資機会のパイプラインをもたらすセグメントだと考えます。これらの投資機会は、持続可能な経済への移行を支援することにますます重点が置かれていることに加えて、多くの投資家のリターンと収益目標にも十分に合致しています。

政策金利と短期金利の低下に合わせて資産配分を調整したい投資家にとっては、債券投資における幅広い投資機会を活用し、インカムをターゲットにすることをご提案します。また、分散投資と金融緩和策の恩恵を求める投資家には、魅力的なリスク調整後リターンの余地がある資産クラスの一例として新興国市場の債券を挙げておきたいと思います。

2025年に向けた3つのサステナビリティ・テーマ



ALEXANDER BERNHARDT
Global Head of Sustainability
Research, Boston

2025年には、トランジション・ファイナンス、気候適応投資、自然資本配分がESG投資家の優先順位のトップに躍り出ると見えています。気候変動課題が世界的に広がり、規制環境が進化することで、この流れは強まることになるでしょう。

プライベート市場へのアクセスが増えれば、こうした投資テーマをより多くの投資家が活用できるようになります。

- ・ **トランジション・ファイナンスは、エネルギーや重工業のような排出量の多いセクターが、より持続可能な事業へとシフトするのを支援する上で重要な役割を担います。**投資家にとっては、炭素を多く使う事業活動に対する監視の目が厳しくなる中、企業の脱炭素化への取り組みを支援し、座礁資産に関連するリスクの軽減にもつながります。トランジション・パスウェイに資金を供給することで、投資家は気候変動目標に沿いながら、長期的な価値創造を実現することができます。このアプローチで課題となるのは、一進一退を繰り返す企業の脱炭素化コミットメントへの熱意と誠実さをサポートすることです。正しいシグナルを送るためには、強固な政策的枠組みが必要です。業界として、この課題に正面から立ち向かう必要があります。2025年5月、欧州証券市場庁（ESMA）のファンド名称ガイドラインにおいて、「トランジション（移行）」を名称に使用するファンドに対し、その投資対象が社会的または環境的な移行に向けた明確かつ測定可能な道筋をたどっていることを証明することが要件となる見込みです。

- ・ **現在のところ、異常気象や海面上昇といった気候変動による物理的に重大な影響の回避に向けて、十分なスピードで移行できていないことから、気候適応への投資が必要不可欠になっています。**
投資家は、脆弱な企業やその他の発行体の気候レジリエンス戦略に注目することで、経済的損失をもたらすようなエクスポージャーを減らすことができるでしょう。

今後、ソブリン債の発行体や投資家の間で、このテーマが優先事項として取り上げられるケースが増えると当社では予想しています。したがって投資家は、適応をテーマとしたファンドが市場で増加することに留意する必要があります（特に、このテーマはESMAガイドラインでは直接カバーされていないため）。

- ・ **伝統的なインフラ整備に加えて、自然資本への投資も、トランジションや気候変動適応に向けた取り組みと合わせて、優先課題の中心になっていくことが予想されます。**
森林、農場、水資源に投資することで、生態系への恩恵が回復・保全され、環境悪化が抑制され、経済的安定が向上します。

生物多様性の損失がグローバル・サプライチェーンを脅かす中、再生可能な農業、林業、水資源保護への投資は、社会的責任だけでなく、ファイナンスという点でも賢明な動きと言えるでしょう。政府や各種機関は、自然資本を貴重な資産として認識するようになっており、投資家が自然資本に優先的に投資するインセンティブをさらに高めています。

マクロ経済



RICHARD BARWELL

Head of Macro Research and
Investment Strategy, London

マクロ経済の見通し

ここ数カ月でインフレ圧力の後退が明らかになり、各国の中央銀行が金融緩和に踏み切ることができる状況になっています。2025年を迎えるにあたり、市場は次の2つの問題に焦点を当てることになると考えられます。

- ・ グローバル経済が次に向かうのはどの方向か？
- ・ 地政学的な状況がもたらす結果は？

市場コンセンサスは、グローバル経済がソフトランディング（軟着陸）を達成するというものです。インフレ率が目標値に戻り、失業率が低く安定したペースで経済が順調に成長し、中央銀行が金利をいわゆる中立的な水準まで引き下げ続けることができるようになる、というシナリオです。そうなればインフレ懸念が払拭され、投資家にとっては極めてハッピーな結末となるでしょう。金利の低下と経済活動の継続的な回復が相まって、多くの資産クラスが上昇トレンドで推移することになります。

このハッピーエンドのシナリオは確実なものではありません。そもそもランディング（着陸）がない、という可能性もあります。つまり、金融緩和によって景気回復の勢いが再び強まることもあり得るのです。しかし、「ランディングなし」が物語の終着点になることはあり得ません。

消費支出の増加や失業率の低下がインフレ圧力を再燃させ、各中央銀行が再考を迫られる可能性があります。インフレに関しては、政策決定者は「あつものに懲りて膽を吹く（once bitten, twice shy = 一度かまれると二度目からは用心するの意）」となる可能性が高いため、インフレを目標値に明確に戻すために、金利が再び、そして今度は長期間にわたって上昇し続ける可能性があります。

これまでのところ、インフレ対応の代償は驚くほど軽微なものでした。世界中で協調して金融引き締めが行われれば、消費は低迷し、失業率は上昇するとの予想もありましたが、特に後者は現実のものにはなっていません。

実際、ユーロ圏の失業率は引き続き過去最低を更新しています。しかし、政策金利が引き上げられ、その状態が続いたとしても実体経済に影響がないと考えるのは楽観的過ぎるでしょう。言い換えれば、「ランディングなし」シナリオが、最終的に不況で終わる可能性は否定できないのです。

「インフレに関しては、政策決定者は『あつものに懲りて膽を吹く』可能性が高い」

実際のところ、景気後退、いわゆるハードランディングが、次に向かうところとなる可能性はあります。現実を見れば、グローバル経済の一部ではすでに成長が停滞しています。このシナリオでは、金融政策のスタンスは引き締めのものから緩和的なものへと急速に変化せざるを得なくなるでしょう。消費を刺激するためには、金利を中立金利以下に引き下げる必要が生じることになります。

2024年の際立った特徴のひとつは、米国の労働市場の健全性に関するデータであれ、中国当局の政策対応の進展に関するニュースであれ、新たな情報が入るたびに、世界の投資コミュニティがこうしたさまざまなシナリオが実現する可能性についての見通しを何度も修正しようとする姿勢を見せたことです。

過去もそうであったように、単一のグローバルな物語では、様々に大きく異なる世界経済を正確に捉えることはできません。米国経済はここ数年、一貫して欧州経済を上回ってきました。しかし、現在の米国経済の成長ペースが維持できるかどうかについては懸念が広がり始めており、入居率や雇用に関するデータは景気冷え込みの兆候を示す1つの可能性として捉えられています。

欧州の多くの地域では成長が低迷しており、特にドイツ経済は景気循環的かつ構造的な逆風に直面しています。そして、景況感調査のデータも、まだ好転の兆しを示していません。最後に、不動産市場の長年の問題に悩まされる中国経済も苦戦を強いられており、当局は大規模な景気刺激策を発表していることも忘れてはいけません。

米国の次期大統領にドナルド・トランプが選出され、焦点は地政学に移りました。トランプが前人気において進めた政策や選挙戦での発言から、彼のアジェンダの大まかな輪郭はよく理解されています。市場にとって重要なのは、最終的に実施される具体的な政策と、それらが経済や資産価格に与える影響です。税制、関税、規制緩和、外交政策、移民政策、FRBに対するアプローチなど、どのような政策がいつ、どのような形で実施されるかは、依然として不透明なままです。

「市場にとって重要なのは、最終的に実施される具体的な政策と、それが経済や資産価格に与える影響です」

この不透明感は今後何カ月にもわたって解消されない可能性があり、短期的には企業活動に冷水を浴びせる可能性もあります。企業はマクロ情勢がはっきりするまで投資や採用の計画を保留にすることもあり、その場合、市場は政策の詳細が発表されるまでの間、統計データの低迷に対処する必要が出てくるかもしれません。

金融市場



DANIEL MORRIS
Chief Market Strategist
London

金融市場の見通し

トランプ第一次政権を念頭に置くと、今回の米選挙で共和党が圧勝したことで、株式市場、特に米国の株式市場は活性化しそうです。リスクとして考えられるのは、成長が加速しすぎて米国経済が過熱するか、大幅減税によって債券市場が否定的な反応を示すか、です。政策提案だけで判断するのではなく、実際に何が実施されるのかがより明確になるまで待つ必要があります。

政治的な動向はさておき、先進国の各中央銀行は政策金利を引き下げる方向にあります。これにより、短期資金調達コストが低下する株式と、債券利回りにおける政策金利の要素が低下する債券と、両方の価格が上昇することが見込まれます。もちろん、市場の反応を予想するのはそれほど単純なことではありません。なぜなら、資産価格を動かす要因として、経済成長の方がより重要となる可能性が高いためです。

過去5回の米国の利下げサイクルのうち4回が不況と重なっていることを踏まえると、利下げサイクル中に株式のリターンがプラスになることを期待する投資家は、当初は慎重になるべきでしょう（図表1を参照）。当然のことながら、景気後退入りすると株式のリターンがマイナスとなり、国債の価格は上昇します。

来年のリターンを予想する上で重要なのは、2025年が例外的に不況に陥らないか否かという点です。

確かに、米国経済の市場コンセンサスはソフトランディングです。つまり、成長は鈍化するものの、インフレ率がFRBの2%目標に近づくにつれプラス成長が維持されるというものです。欧州ではすでに成長が鈍化していますが、2025年には緩やかな回復が見られると当社は予想しています。世界的に経済成長がプラスに転じれば、株式市場と企業収益は下支えされ、翌年の価格上昇につながることを予想されます。

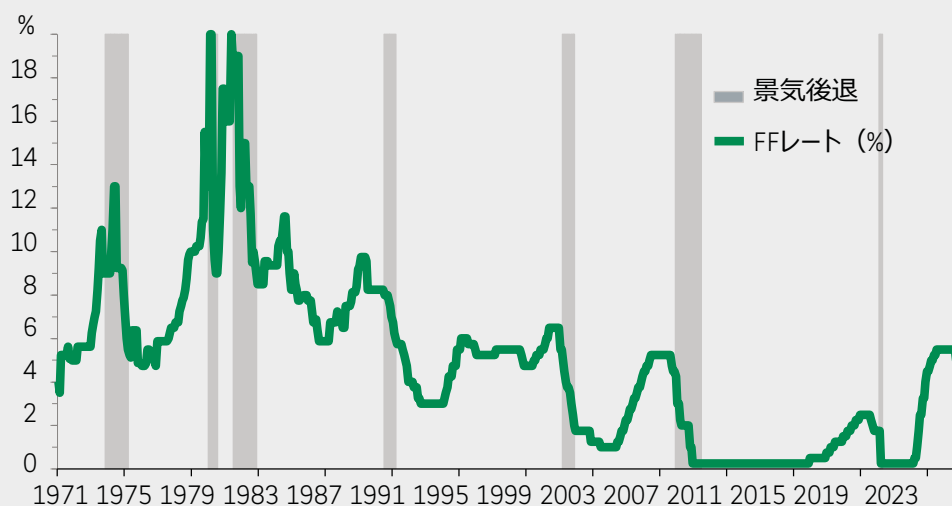
地域別に見ると、引き続き米国の投資妙味が高いと見ています。2024年の企業収益増加の主な要因は人工知能への熱狂であり、上昇分の大半はテクノロジー関連銘柄の比重が高いナスダック100指数を構成する銘柄から生じましたが、その他の市場ではプラスの成長はほとんど見られませんでした。来年は、ナスダックの収益成長が依然として優位性を保つとしても、よりバランスのとれた配分になることが予想されます（図表2を参照）。

欧州株も上昇するものの、他の主要市場からは再び出遅れると予想しています。この地域は、地政学と最大の経済大国であるドイツが直面する構造的な課題が依然として足かせとなっています。

欧州域内では、消費関連セクターが活況を取り戻すには、予想をはるかに上回る消費者需要の回復が必要となるでしょう。輸出業者にとっては、関税が懸念材料ではあるものの、米国の堅調な成長が追い風になる可能性があります。一方で、中国による欧州製品の購入が過去の水準まで回復する可能性は低いと見ています。

中国が優れたリターンをもたらす可能性は、主に政府当局の行動にかかっています。中国は引き続き、経済成長、ひいては企業収益の原動力を政府の政策に依存している点で他国とは大きく異なる特徴を持っています。

図表1：FF金利と米国の景気後退



出所：ファクトセット、BNPパリバ・アセットマネジメント。データは2024年10月24日現在。

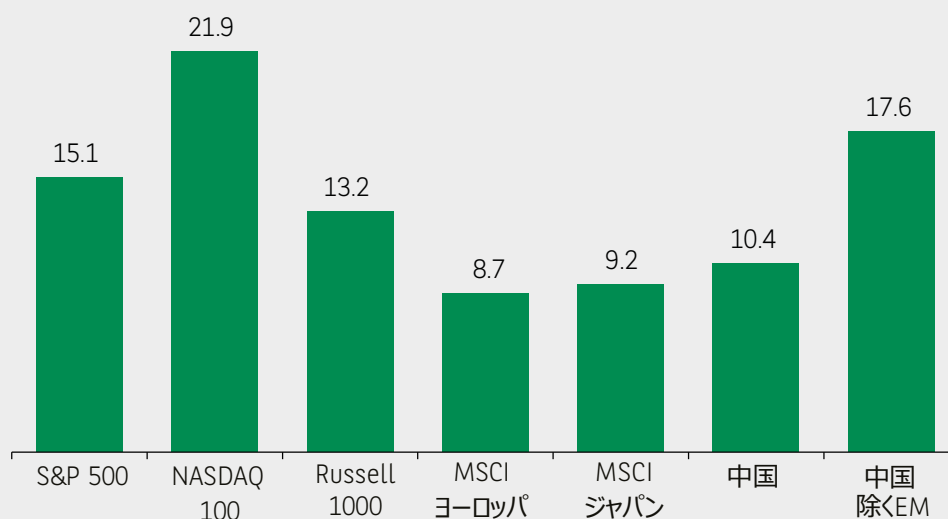
中国当局による景気刺激策は継続すると予想していますが、経済政策に大きな方向転換があるようには見えません。家計消費の押し上げや不動産開発業者の救済を行う代わりに、当局は新興産業への投資に重点を置くことを継続するでしょう。

こうした特権的なセクターへの投資によって、当局が望むような速度で中国経済全体の成長をもたらすことができるかどうかは疑問です。不動産相場の大幅な反発がなければ、消費者心理は低迷を続けるでしょう。また、世界的な保護主義の台頭により、輸出がそのギャップを埋めることも不十分となる可能性があります。

「政治的な動向はさておき、先進国の各中央銀行は政策金利を引き下げる方向にあります」

それでも、市場コンセンサスが正しいければ前年比10%以上の増益が見込まれますが、これは欧州の9%に比べればそれほど大きくはありません。中国株のバリュエーションは歴史的に低水準となっていますが、今や倍率のディスカウントが恒常化している可能性があり、株価収益率（PER）が過去の平均に回帰するとは限りません。

図表2：前年比増益率（市場コンセンサス）



債券

米国の短期金利に対する市場期待におけるリスクは、トランプ新政権の政策（移民規制の強化、関税、減税）がインフレを招く可能性があることです。しかし現時点では、実際にどのような政策が実施されるのかについては推測の域を出ません。

米国の財政赤字はもとより、インフレ見通しの不透明感を反映して長期債利回りは上昇する可能性があります。減税の延長や拡大は財政見通しのさらなる悪化を招くだけでしょう。いつものことですが、市場がこうしたリスクを完全に織り込むかどうか、またそれが実現する時期も不透明です。投資家が米国債に代わる安全資産を探しているため、金価格は引き続き下支えされられると思われます。

「インフレ見通しの不透明感を反映して
長期債利回りは上昇する可能性があります」

経済成長が着実な場合はスプレッド（利回り差）が引き続き縮小することが見込まれ、投資適格債券が国債よりも優れたリターンを提供する可能性があります。しかし、スプレッドは米国でもユーロ圏でも、また投資適格債でもハイイールド債でも小さくなっています。それでも、ユーロ圏の投資適格債のスプレッドは相対的に良好であり、この資産クラスが最も優れたリスク調整後リターンを提供すると見ています。

プライベートアセット



STÉPHANE BLANCHOZ

Head of Alternative Solutions
Client Solutions Manager, Paris



KOYE SOMEFUN

Head of Multi-Assets & Solutions
in Quant Research Group,
Amsterdam

プライベート・クレジットの扉が開く

プライベート・クレジット市場は拡大かつ成熟しており、個人投資家にもその門戸を開きつつあります。Stéphane BlanchozとKoye Somefunが市場を牽引するトレンドを探り、既存・新規の投資家にとっての今後の留意点を考察します。

ELTIF2.0規制がEUのアクセスを民主化

世界金融危機を受けて、銀行が融資基準の厳格化とバランスシート・リスクの低減を余儀なくされて以来、借り手への直接融資において銀行以外の金融機関が担う役割が拡大しています。プライベート・クレジット市場は急成長し、2024年初頭には約1兆5,000億米ドル、2028年には2兆8,000億米ドルに拡大すると予測されています¹。しかし、この資産クラスは歴史的に、高い最低投資要件を満たし、8年以上のロックアップ期間を約束できる大手金融機関にそのアクセスは限られてきました。

ELTIF2.0と呼ばれる欧州連合（EU）における長期投資ファンド規制が刷新されたことで、プライベート・クレジットの民主化が進み、個人投資家が利用しやすいファンドの組成と販売が可能になります。ELTIF2.0の下で運用されるファンドは、大口投資家が一般的にこの資産クラスに投資してきたクローズドエンド型ファンドとは異なり、エバーグリーン・ファンドとして組成することが可能です。このようなファンドは、資本がロックアップされていないため、より柔軟性が高められます。また、最低投資金額も低くなる傾向があります。

1.ブレキン、2024グローバル・プライベートデット・レポート

2025年以降に市場を改革させることになるトレンド変化の一翼を担っているのが、欧州でこうしたファンドが利用可能になることです。アジアでも個人投資家からのアクセスが拡大しつつあり、米国では証券取引委員会が初のプライベート・クレジット上場投資信託（ETF）の申請を審査中という状況です。

パートナーシップが市場を再構築

プライベート・クレジット市場では、保険会社、銀行、アセット・マネージャーがジョイント・ベンチャーや買収を通じてパートナーシップを確立することが重要なトレンドになりつつあります。このようなパートナーシップによって、融資資金の提供者から融資先の顧客を持つ金融機関まで、プライベート・クレジット投資に必要かつ完全なつながりが構築されます。アセット・マネージャーは、保険会社やプライベート・バンキングのパートナーという形で、販売基盤を得ることで資金調達の必要性がなくなるだけでなく、案件への特権的なアクセスを得ることとなります。

こうしたトレンドは2025年も続き、プライベート・クレジット市場の効率性を高めることで、資産クラスとしての成熟にも寄与するものと思われます。

スケーラビリティ（拡張性）が差別化要因に

一般的な債券市場において投資評価を支えている信用格付機関や投資評価の情報がないため、プライベート・クレジット取引の分析は総じて労働集約的なものとなります。その結果、最大規模の取引をめぐる熾烈な競争が繰り広げられています。

しかし今日では、ダイレクトレンディングを通じて中堅企業や中堅企業以下の市場に進出していることから、企業へのアクセスが多様化しており、それが投資機会の源泉となる可能性があります。そこで課題となるのは、情報です。人脈と組織を持つ金融機関にとって、このような市場に効率的に融資を拡大する能力が2025年の差別化要因となるでしょう。

投資家の要望がサステナビリティを促進

他の資産クラスと同様に、プライベート・クレジットにおいても、サステナビリティは欧州の投資家にとって必要な要件となっています。しかし、プライベート・デットのクレジット特性が上場証券よりもオーダーメイドの分析を必要とするため、運用会社はプライベート・デットの借り手のサステナビリティを評価するための独自の手法が必要になります。

当初からサステナビリティに真剣に取り組んできた運用会社であれば、今では正式にサステナビリティの枠組みを構築し組み込んでおり、進化を続けています。大企業は情報開示の要件を満たさなければなりませんが、資本市場にアクセスがなかったような中小企業は、投資家にとって重要なESGに関する質問にはあまりなじみがありません。その答えを探すプロセスを習得するには、膨大な作業が求められるでしょう。

LBO集中は管理すべきリスク

プライベート・クレジットはレバレッジド・バイアウト（LBO）の資金調達においてますます重要な役割を果たしており、2023年9月には同市場向け融資の86%を提供し、2021年の65%から大きく増加しています。プレキン社が集計したデータによれば、2010年以降のプライベート・クレジット取引の40%がバイアウトの資金調達に利用されています。

資金調達に関連するもう1つの有力なカテゴリーは非上場化で、上場企業の株式の大半を取得することにより上場企業を非上場企業に移行させるために資本が使用されます。このカテゴリーはプレキン社が把握しているディール件数全体の2%に過ぎませんが、ディール金額の31%を占めています。

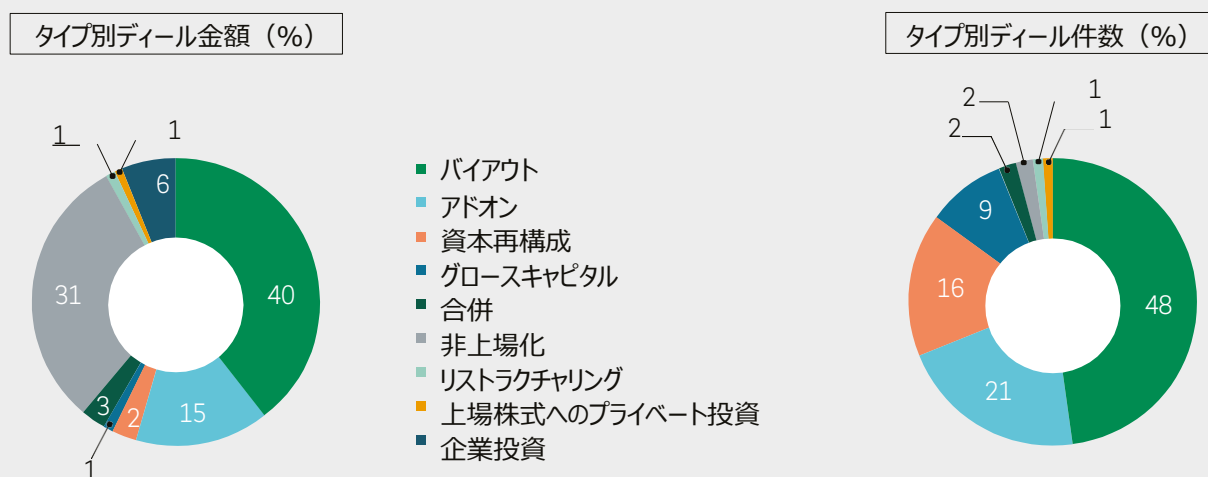
バイアウト取引と非上場化取引を合わせると、取引総額の71%になります。このような活動への資金調達には特有のリスクが伴うため、投資家にとっては、十分な分散を維持し、上昇トレンドに追随しないよう留意することが重要でしょう。

銀行による仲介離れが継続し、投資機会が拡大

プライベート・デット市場には、非上場の企業融資に加え、ノンバンクが発行するインフラデットや不動産デットなどの実物資産のデットも含まれます。これらの異なるカテゴリーにより、投資家は実体経済のさまざまなセクターや景気循環の一部に幅広くエクスポージャーを持つ分散ポートフォリオを構築することが可能です。

資産クラスが拡大しかつ成熟し、銀行による仲介離れのトレンドが続く中、資産担保融資、設備リース、ニッチな不動産市場への進出など、より幅広い分野でプライベート・クレジットの取り組みが見られるようになると予想されます。

図表1：レバレッジド・バイアウトの資金調達に大きな役割を果たすプライベート・クレジット



出所：プレキン、2010年1月1日から2024年2月16日までの取引データ

2025年に向けた投資

重要なのは、プライベート・クレジットをオポチュニスティックな（時宜を得た）資産クラスと考えるのではなく、むしろ長期的に成長する資産クラスと捉えることです。

2025年に同市場への資産分散を検討している投資家にとっては、借り手へのアクセス、ローンの交渉・締結・モニタリングの経験、流動性管理のための信頼できる枠組みを備えたパートナーを探すことがカギとなるでしょう。

「プライベート・クレジットを
オポチュニスティックな資産クラスと
捉えるべきではありません」

2025年は、プライベート・クレジットが投資資金を呼び込むうえで、良い状況にあると当社は見えています。バランスシートの大幅なデレバレッジ（縮小）を経て、欧州全域の企業のファンダメンタルズは極めて良好です。上場クレジット市場の堅調さに見られるように、投資家は利回りを求めています。より長い投資期間が許容できる投資家にとって、プライベート・クレジットは伝統的債券よりも魅力的なリスク調整後リターンを提供することが可能です。この特性は、上場債券市場のインデックス化とコモディティ化が進み、家計が老後のために質の高い投資収益を求める現在において、さらに大きな価値を持つ可能性を秘めています。

欧州のプライベート市場を大きく成長させるELTIF2.0

ELTIF2.0の登場は、欧州のプライベート市場への資金流入の規模およびチャネルの両方を大幅に拡大させる可能性を秘めています。ドイツの格付け・分析会社Scopeによれば、ELTIFの資産規模は2026年末までに350億ユーロに達すると見られますが、欧州議会が発表した報告書ではELTIFの資産規模は2028年までに1000億ユーロに達する可能性があるとしています。欧州の長期ファンドの枠組みがその潜在能力を発揮するための、法制および規制のツールが今まさに整いつつあるという確信が高まっているのは明らかです。

サステナビリティ・テーマ



ULRIK FUGMANN

Co-Head of the Environmental
Strategies Group, London



EDWARD LEES

Co-Head of the Environmental
Strategies Group, London

2025年とそれ以降のサステナビリティ・ テーマの事例

米国の選挙結果は、気候変動やその他の環境問題への取り組みにおいて、今後の進展ペースに懸念を残すものとなりました。しかし、米国内外の政治情勢にかかわらず、経済面での推進力と現実世界におけるニーズは力強いままです。Ulrik FugmannとEdward Leesが、2025年以降を占う3つのテーマを探ります。

電力需要がクリーンエネルギー普及を牽引

人口の増加とともに家庭や企業の電化が進展し、電気自動車の普及が現在の低迷状態から加速に転じるにつれて、世界の電力需要は2050年までに100%増加すると予測されています。米国ではほぼ20年ぶりに需要が増加しており、効率性の向上だけでは電力需要の増加を賄いきれなくなっています。人工知能（AI）やそのインフラをサポートするために必要なデータセンターは、電力需要を大幅に押し上げています。また、AI技術をサポートするための電力需要だけを取り上げて、クリーンエネルギーがAIの派生テーマと見なされるようになってきているほどです。

世界的な電力需要の増加により、クリーンで手頃な価格で入手できる電力供給の確立が喫緊の課題になっています。そして、それを担うのは間違いなく再生可能エネルギーです。ソーラーパネル、風力タービン、水素電気分解装置、バッテリーのコスト低下といった要因によって、再生可能エネルギーの導入が大幅に増加していることを背景に、再生可能エネルギーの追加生産にかかる限界費用がゼロに近づきつつあります。

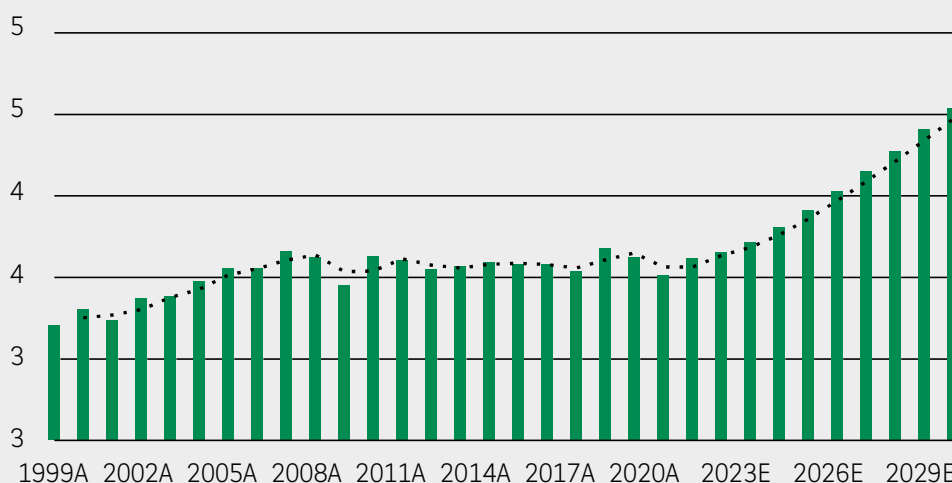
気候問題がどのように政治課題に位置づけられようとも、採掘、輸送、転換に関する高いオペレーション・コストと価格変動の大きさ、そしてさらなる効率化の可能性が限られていることから、従来のエネルギーが厳しい状況にあることに変わりはありません。実際、エネルギー安全保障と、より不安定な地政学的状況によって、化石燃料に依存することはさらに複雑な問題となっています。

ある調査¹によると、需要面では、家庭、自動車、地域社会、そしてより広範な社会目標の一部として新しいエネルギー源を利用したいという、消費者および企業の要望が大幅に拡大していることが示唆されています。実際、テクノロジー企業は世界的にクリーンエネルギーの最大の買い手として台頭しており、その重要性と規模は拡大すると予想されています。

安価でクリーンなエネルギーの供給は、グローバル経済のデフレ要因になる可能性を秘めています。しかし、そこに至るには投資が不可欠です。投資機会が見込まれる分野のひとつは、送電網の接続です。現在、約2,600ギガワット相当の発電・貯蔵設備が積極的に送電網の相互接続を求めており、その電力量は2023年だけで30%増加しています²。必要なところに電力を送れるようにするために、送電網をアップグレードし、供給を接続することが構造的に強く求められています。

資本集約型のソーラー、風力、バッテリー、その他の再生可能エネルギープロジェクトへの投資が金利上昇を背景に停滞していることから、環境ソリューションのテーマは2021年以降、人気停滞しています。各国の中央銀行が協調し世界的な金利引き下げサイクルに乗り出す中、プロジェクトの経済性が持つ魅力が高まっており、また、過去3年間に企業が強いられてきた効率化が、今後は強力な追い風となる可能性があります。

図表1：急増する米国の電力需要（MWh）



電力需要、脱炭素化、AIおよび重要な環境インフラの成長に対する長期的なニーズを背景に、環境ソリューション企業はマクロ経済の追い風に支えられています。そして、過去最低に近いバリュエーションとコストの優位性によって、当社では、これらの企業がグローバル市場に対して大幅なアウトパフォーマンスを達成する可能性があると考えています。

ネットゼロではなく、実質ゼロが目標に

カーボン・オフセットに依存することで企業による生産は拡大し、環境コストが増大しているため、ネットゼロの限界が明らかになりつつあります。カーボン・ブリーフ社の分析によると、ネットゼロ目標を掲げる世界の大企業の3分の2が、気候変動に関する公約を達成するためにオフセットを利用しているということです¹。また、ネットゼロ・ストックテイク（2024年）の調査によれば、ネットゼロ目標を設定する国、地域、都市、企業が増える一方で、ネットゼロ・トラッカーによる手続きと完全性の基準を満たしているのは5%以下にとどまっています²。

2025年以降には、ネットゼロではなく、実質ゼロ達成のうえでサポート役となる企業への投資がさらに重要になるでしょう。ガスや石炭を駆逐するクリーンエネルギー・メーカーと並んで、新たな資源の生産や抽出の必要性を低減する製品やサービスを提供する循環型経済企業は、パズルのもうひとつの重要なピースです。

「気候問題がどのような政治課題に
位置づけられようとも、従来のエネルギーが
厳しい状況にあることに変わりはありません」

潜在的な投資機会が見られるビジネスモデルや分野として、廃棄物管理や環境サービス分野の資源回収企業、製品ライフサイクルの延長に取り組む企業、共有プラットフォームを提供する企業などが挙げられます。

こうした企業を探してみると、高度な製品イノベーションと長期にわたる成長性を特徴とするケースが多く、新しいテクノロジーへの投資に伴うリスクに対処するには、深い調査とノウハウが必要となります。しかし、長期的な視点で現実世界にポジティブな影響をもたらすソリューションに投資できる投資家にとっては、こうした企業への投資が大きなリターンをもたらす可能性が高いと当社は考えています。

1. <https://interactive.carbonbrief.org/carbon-offsets-2023/companies.html>

2. <https://zerotracker.net/analysis/net-zero-stocktake-2024>

気候イベントによって浮き彫りになる投資ニーズと投資機会

今年、中欧や南アジア、米国で発生した壊滅的な洪水は、気温の上昇に伴い世界的な気象パターンがもたらす脅威が増大していることを改めて認識させるものでした。気候変動による影響は、食料システム、サプライチェーン、水循環など社会全体に及んでおり、膨大な追加支出と投資の必要性が生じています。

「安全で衛生的かつ信頼できる水へのアクセスを
確保するとの目標によって、幅広い企業に
投資機会がもたらされる可能性があります」

こうした事実は、気候変動の緩和が喫緊の課題だという主張を補強するだけでなく、対応するソリューションを提供する企業、すなわち、気候関連の災害の後処理に関わる企業と今後予想される課題に耐えるために必要なより強固なインフラを構築する企業、双方に投資機会をもたらします。水は、緊急に投資が必要な分野です。干ばつも洪水も水質に悪影響を及ぼし、人為的な汚染物質も水質を悪化させています。水不足は人類の福祉を脅かす脅威となっており、サハラ以南のアフリカで最も深刻な問題ですが、気温の上昇とともに先進国にもその脅威が広がっています。

安全で衛生的かつ信頼できる水へのアクセスを確保するとの目標によって、スマートな灌漑システムやパイプを提供する企業、水処理、水質監視、水使用量や漏水の追跡に携わる企業など、幅広い企業に投資機会がもたらされる可能性があります。こうした投資機会は驚くほど多様かつ弾力的で、ディフェンシブなビジネスだけでなく景気循環的（シクリカル）なビジネスにも広くわたっており、地域やセクター、消費市場（エンドマーケット）にも及びます。

債券



JAMES MCALEVEY

Head of Investment Team - Global Aggregate
& Absolute Return, London

キャッシュが向かう先

パンデミック後のインフレ高進に端を発した政策金利の引き上げ時期においては、6兆米ドル¹以上の資金が短期債券市場に向かいました。各国の中央銀行が金利の引き下げに向かう今、2025年のマネー・マーケット・ファンドの資金の行き先はどこになるのでしょうか？ James McAleveyが、債券にとってポジティブな環境にあることを解説します。

債券が正当な地位を回復

最近までの高金利の環境において、マネー・マーケット・ファンドは高いリターンをもたらしてきましたが、政策金利が低下しはじめた今、今後に目を向けるべき時期にきています。当社では、金利は低下傾向にあるものの政策金利がゼロになるとは考えていません。これからの時期に関しては、新型コロナウイルス感染拡大や世界金融危機よりも、200～300ベースポイント（2%～3%）の利下げで十分な失業率の低下と景気刺激効果が得られた「従来型」の不況の前例を考察することが有用と考えられます。インフレが十分に抑制されている現状で、各中央銀行が緩和サイクルに着手したのは、危機管理ではなく「従来型」の理由によるものです。成長率が過度に低下した場合、金利が長期的なトレンド水準を下回る可能性はありますが、金利が大幅に低下することはないでしょう。

さらに、各国の中央銀行は量的緩和を縮小しつつあります。これは、債務が民間セクターに移転するということであり、ゼロ金利時代のようなフラットな利回り曲線（イールドカーブ）が復活する可能性は低いということを意味しているように思われます。

1. グローバル・マネー・マーケット・ファンドのフロー・ダッシュボード：2021年第4四半期（[fitchratings.com](https://www.fitchratings.com)）

つまり金利が低下するとしても、イールドカーブは引き続きスティープ（右上がり）で、長期金利は比較的高めで推移すると当社は見ています。財政赤字については、景気循環を勘案すると大きいという懸念がありますが、現在のところ、財政健全化に対する政治的な意欲は乏しいようです。

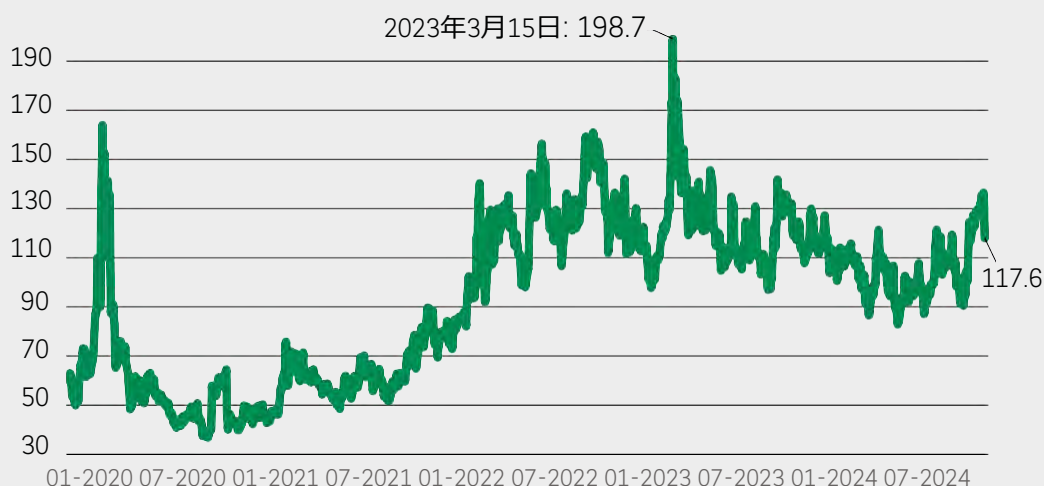
これは債券にとってプラスの環境であり、債券は再び、危機以前の投資家が慣れ親しんだインカム、キャリー、ディフェンシブな特性を提供できるようになります。そして、政策金利の低下傾向は、政策金利が底に達する前にマネー・マーケット・ファンドから資金を移し、投資を再開するインセンティブとなります。

柔軟なアプローチが有利

社債はインカムゲインを獲得するために投資される資産クラスですが、景気サイクルが進行している現在では割高に見え、この先景気後退に向かうとさらに割高になると思われます。これから1年間程度の投資スタンスを考えると、今後12～18カ月以内に企業の大規模な借り換えが控えており、利回りの上昇（および価格の下落）につながる可能性があることに留意する必要があります。米国のモーゲージ証券は、政府による裏付けがあるため実質的にトリプルA格であると仮定すれば、高い利回りを提供する有用な選択肢となるでしょう。

新興国市場でも先進国と同様、多くの中央銀行が利下げサイクルに着手しています。しかし、新興国市場のイールドカーブはこれまでのところ右上がりに傾斜しており、実質利回りは大幅に高くなっています。その結果、新興国債券、特に現地通貨建ての債券は、金利リスクを取るのに適した環境であると考えます。もちろん、金融緩和の状況が他の市場よりも進んでいる国もあるため、国選びが重要です。

図表1：量的緩和の縮小はアクティブ債券戦略にとってプラス：米国債券市場オプションのボラティリティを示すMOVE指数の変化



ボラティリティと分散の復権

2022年に債券市場のボラティリティが高すぎたと見るのであれば、それは、それ以前の数年間
が低すぎたということでもあります。量的緩和は投資家のインカム収入を減らしただけでなく、ボ
ラティリティを抑制しました。各債券セグメントの間で、あるいは同じセグメント内の裁定取引か
ら利益を得る機会ほとんどなく、分散効果もほとんどありませんでした。

現在はボラティリティの水準がちょうどよい状況で、マーケットは従来のように活性化しており、こ
こ何年もなかったような形でファンダメンタルに沿った動きをしています。ボラティリティが正常化す
れば、分散効果も大きくなります。バリュー（価値）を重視する投資家は、市場を限定した
戦略、市場を横断する戦略、あるいはアロケーション変更のタイミングを通じて、ボラティリティを
活用することが可能です。

「各中央銀行が量的緩和の縮小に着手しています」

経済のばらつきはもう一つの投資機会となります。金融危機とパンデミックの間、世界の中央
銀行は足並みをそろえて動き、同じ理由で同じタイミングで金利を引き下げ、同じ目標に素早
く到達する傾向がありました。しかし現在は、誰が最初に利下げに踏み切るのか、誰が最も多
く利下げに踏み切るのか、誰が先行しているのか遅れているのか、どの市場の最終金利はどう
なるのかといった具合に、以前とは大きく異なる議論がされています。

その一例として、カナダ対英国、あるいは対ノルウェーが挙げられます。カナダは成長率がトレ
ンドを下回り、インフレ率も目標を下回っていることから、すでに緩和サイクルが定着しています。
英国はより慎重なスタンスで、ノルウェーはまだ利下げに動いていません。各中央銀行がそれぞ
れの目標に向けて異なるコースを描く中、その順序を正しく見極めることができればそこから利
益を得ることが可能です。

このような意思決定を自ら行わないような投資家にとって、トータル・リターンや絶対リターン、あ
るいはインカムをターゲットとする柔軟性の高いファンドは、魅力的な投資機会を活用できる有
用な手段となるでしょう。投資家が立ちつくしてしまうような不確実性の嵐をナビゲートする運
用能力があれば、こうした債券投資戦略は現在手元に積みあがっているキャッシュの行先とし
て魅力的な選択肢となるかもしれません。

新興国市場



ALAA BUSHEHRI

Head of Emerging Market Debt,
London

政局とFRBの政策転換が新興国債券を牽引

2024年の主要イベント（いくつかの選挙とFRBの緩和開始）が、2025年の新興国債券の展望を形作っていくと思われます。Alaa Bushehriが、これらのテーマに焦点を当て、投資機会が見込まれる分野を模索します。

選挙の結果

これまで1年間にわたり、新興国市場の内外で選挙日程が目白押しでした。南アフリカ、インドネシア、インド、メキシコ、そして米国で重要な選挙が実施され、各国政策の展開が2025年の重要な原動力になると思われます。

選挙の結果は、報道の内容がどうであれ、常に重大な影響を及ぼします。たとえ同じ政党が過半数を獲得したとしても、その政党の政策が過半数の支持を得たのかどうか、新政権の構成や政策を推進する能力に変化はないかなど、様々な要因がファンダメンタルズに影響を及ぼします。メキシコとインドネシアでは、すでに最初の政策が実施され始めており、これらの市場の将来的な方向性のある程度知ることができますが、全体としては、2024年の選挙が新興国債券の資産クラスにとってどの程度の影響を及ぼすかを知るのはまだ先のこととなるでしょう。財政・金融政策から世界貿易、投資家のリスク選好に至るまで、あらゆることがまだ流動的な状況です。

FRBの方向性がカギ

新興国債券のパフォーマンスは、米国経済の健全性に左右される傾向があります。米連邦準備制度理事会（FRB）の利下げサイクルは通常、新興国債券のようなリスクの高い市場セグメントにとって強い追い風となります。

FRBの緩和サイクルが進行中で、ソフトランディング（軟着陸）も視野に入っている現在、新興国債券の見通しは良好です。ただし、9月の50ベースポイント（0.50%）の利下げからの道筋はまだ不透明です。利下げの進展が直線的であるか、あるいはより断続的であるかによって、幅広い金利環境、借り換えコスト、新興国債券の資産クラスの全体的なパフォーマンスに影響が及びます。

2024年初頭に新興国経済では金融緩和サイクルが始まり、特にラテンアメリカでは中央銀行がインフレ目標を効果的に管理することで、金利引き下げの体制を整えたことは好材料と言えます。早期の利下げで経済目標を達成したため、現在ではFRBに追随するのではなく、待つ機会を得たとして、利下げを中断している中央銀行もあります。このような政策的背景もあって、新興国の経済成長は、堅調な民間消費、投資、輸出に支えられ、2025年まで底堅く推移すると予想されます。

債券市場で見れば少し様相が異なり、米国を中心とした調整は始まったばかりです。FRBが政策金利をどの程度の水準、どういったペースで引き下げるかが、2025年にポートフォリオの位置づけにとってカギとなるでしょう。ただし、スリランカなど、構造改革が支配的な要因になりそうな特殊な国については例外です。

払拭されない中国不安

中国政府は最近、景気刺激策の範囲を拡大し、強化しています。これらの措置がどの程度効果を発揮するか、あるいは政府が最終的にどの程度の景気刺激策を提供するかを予測するのは時期尚早ですが、成功すれば、関連地域の経済見通しが大幅に改善する可能性があります。

一方で、中国の課題は依然として残っており、グローバル経済への影響も甚大となることが予想されます。中国の不動産市場の苦境は引き続き経済活動の重荷となっており、中国政府の成長目標は2025年も主要な焦点となるでしょう。しかし、現在の、あるいは今後予定されている経済対策がより顕著になれば、市場関係者が予想するよりもポジティブな成長が見られるかもしれません。

最大の投資機会を提供するのは現地通貨建て

当社は、ファンダメンタルズの改善、先進国市場における金利低下、相対的に高い利回りに対する安定した需要といった要因から、米ドル建ての新興国債券に対するポジティブな見通しを維持します。ただし、パフォーマンスは引き続き国や企業によって様々で、アウトパフォーマンスの可能性が高い銘柄を選択する必要があります。

最も魅力的な投資機会は現地通貨建て債券にあると当社は考えています。ここ数年、名目利回りが大幅に上昇しており、実質（インフレ調整後）利回りは、特に米国の実質利回りと比較すると、現時点では過去最高の魅力的な水準にあります。ただし、ここでも国選びは重要です。当社は、コロンビア、チリ、ペルーが牽引役となり、ラテンアメリカが引き続き金利引き下げの主導役を担うと予想しています。東欧では、ハンガリー、チェコ、ルーマニアが利下げの先陣を切る可能性が高いでしょう。

また、いくつかの市場では興味深い好転の可能性も見られます。トルコでは、新総裁が正常な政策運営への回帰を推進しており、独自にインフレ目標を管理し、その他の重要な経済指標にも取り組んでいます。エジプトでは、政府が国際通貨基金（IMF）と緊密に協力し、2024年に湾岸諸国から多額の外国直接投資（FDI）を誘致しました。アルゼンチンでは、新大統領が同国の主要指標を改善することが期待される政策を推進することに成功しているようです。この市場の課題は依然として山積みですが、方向性は明るいと言えます。

これら3つの市場ではすべて、こうした好転のストーリーによって2024年の米ドル建て債券のパフォーマンスを押し上げました。来年もさらなる進展が見られれば、現地通貨建て債券のセンチメントとパフォーマンスに反映される可能性があるでしょう。

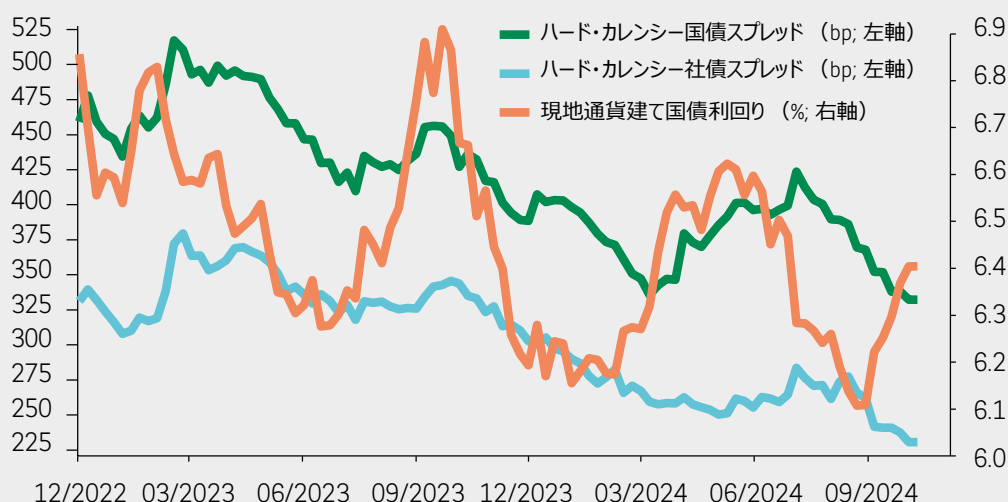
新興国社債の利回りは相対的な魅力を維持

米国債に対する新興国社債のスプレッドはここ数四半期で縮小し、一部の国やセクターにおいては絶対的な水準では割高に見え始めています。しかし、米国や他の先進国社債に比べれば、引き続き魅力的です。

企業のファンダメンタルズは堅調で、足元の決算発表でも底堅い見通しを裏付けています。紅海での紛争をはじめとする地政学的緊張によりサプライチェーンが混乱する可能性はありますが、新興国企業はその影響を最小限に抑えるべくプロバイダーを変更したり、コスト構造を最適化したりするなど、オペレーションモデル面で機敏であることが証明されています。

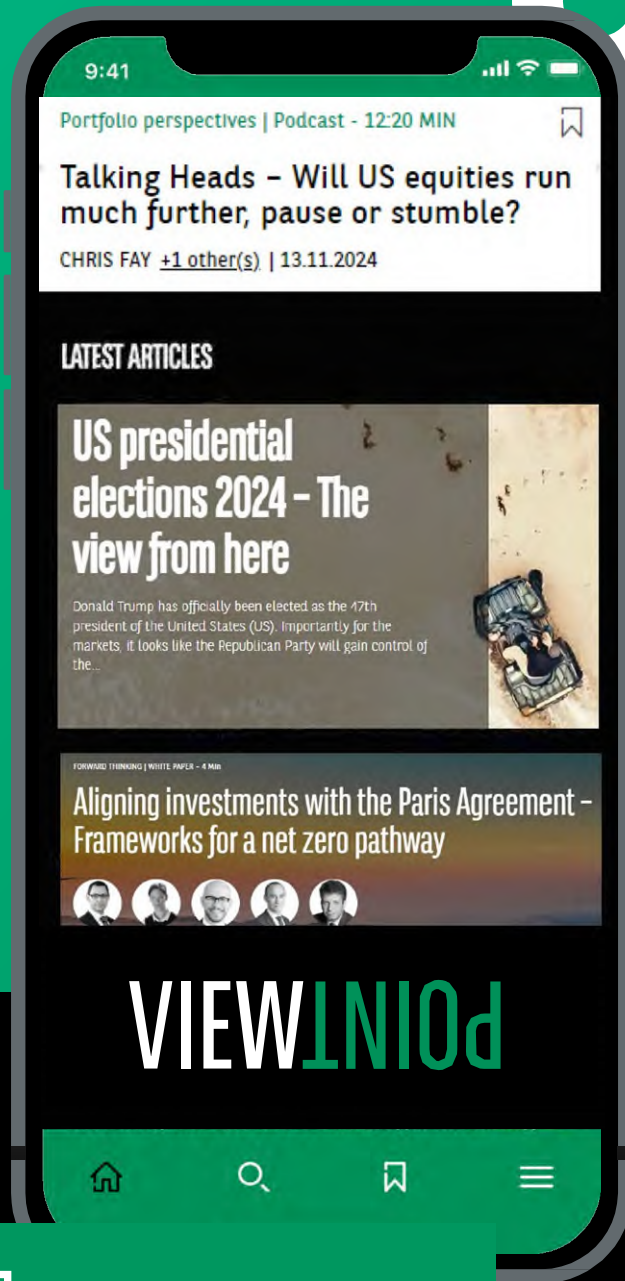
最後に、テクニカル環境は良好です。社債の発行は最近回復していますが、パンデミック前の水準を大きく下回っており、2025年も同様の状況が続くと予想されます。

図表1：新興国債券の米ドルスプレッドが縮小



出所：ファクトセット、BNPパリバ・アセットマネジメント。データは2024年11月4日現在。

FOR TIMELY MARKET ECONOMIC AND INVESTMENT INSIGHTS ON THE GO



Download
the app



BNP PARIBAS
ASSET MANAGEMENT

The sustainable
investor for a
changing world

ご留意事項

- 本資料はBNPパリバ・アセットマネジメントグループ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、信頼できるとさ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、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。
- 環境・社会・ガバナンス（ESG）投資に関するリスク：ESGと持続可能性を統合する際、EU基準で共通または統一された定義やラベルがないため、ESG目標を設定する際に資産運用会社によって異なるアプローチが取られる場合があります。これはESGと持続可能性の基準を統合した投資戦略を比較することが困難であることを意味しており、同じ名称が用いられていても異なる測定方法に基づいている場合があるということです。保有銘柄のESGや持続可能性に関する評価において、資産運用会社は、外部のESG調査会社から提供されたデータソースを活用する場合があります。ESG投資は発展途上の分野であるため、こうしたデータソースは不完全、不正確、または利用できない場合があります。投資プロセスにおいて責任ある企業行動指針を適用することで、特定の発行体やセクターが除外される場合があります。その結果、当該指針を適用しない類似の投資戦略のパフォーマンスよりも良くなったり、悪くなったりする場合があります。
- プライベートアセットは証券取引所のようなパブリック・マーケットを通じて取引されない投資機会です。投資家が長期的な投資テーマから直接的にリターンを得ることを可能にし、インフラや不動産、プライベート・エクイティのほか、従来の手段ではアクセスが困難な代替資産などの専門的なセクターや産業へのアクセスを提供します。ただし、プライベートアセットへの投資は、最低投資金額が大きくなる傾向があり、複雑で流動性が低くなる可能性があるため、慎重に検討する必要があります。

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