

LEGACY OF THE LOCKDOWNS

～パ

て～



2021年投資環境見通し



BNP PARIBAS
ASSET MANAGEMENT

The asset manager
for a changing
world

CONTENTS

投資家の皆様へ	3
エグゼクティブ・サマリー	4
SECTION I	
GLOBAL ECONOMY	6
米国経済はFRBが先導	7
回復に向け課題に直面する欧州	8
新興国は中国や米国経済の力強さから恩恵	9
MARKETS	10
銘柄選択の機会	10
2021年はバリューストックの復活か？	10
中央銀行にサポートされた株式バリュエーション	13
国債金利 - 低金利状態の長期化	13
当初の影響はデフレーション	14
長期的にはインフレか？	14
社債 - 利回りの追求の動きと中央銀行の量的緩和策	14
更なる米ドルの下落を模索する	15
サステナブルで安全な世界のための機会	15
SECTION II	
INVESTMENT THEMES	16
2021	16
ヘルスケア	17
ESGの課題	17
イノベーションと破壊的テクノロジー	18
エネルギー大転換	19
中国へのアロケーション	19
環境の持続可能性	20
平等と包摂的な成長	22
ダイナミックな規制と市民社会	22
ASSET CLASS OVERVIEW	24
資産クラス別パフォーマンス	24

本資料の内容は、特段記載がない限り2020年10月31日現在の情報をもとに作成しています。各種見解は、執筆者が6～12か月程度を想定して記載したもので、2020年10月31日現在の利用可能な情報をもとにしており、今後予告なく変更する場合があります。これらは、実際の運用チームの見解や、ポートフォリオでの投資判断と異なる場合があります。本資料は、投資助言や特定の有価証券等の売却、取得の勧誘を意図していません。

投資家の皆様へ

2020年は、控えめに申し上げても経済と市場にとって困難な一年となりました。残念ながらウイルスはまだ制御されておらず、ワクチンも開発途上にあり、またジョージア州の勝者が米国上院の主導権を握るといった不安定な状況は2021年も継続するだろうと見ています。

ニュースが生み出す金融市場の日々のボラティリティを注視することで、根底にある真実を見つけることが可能になります。市場からの示唆は私たちがパンデミックを乗り切るのを助けてくれました。これは、2021年も世の中の出来事を理解する上での手助けとなるでしょう。



— ROBERT GAMBI —

GLOBAL HEAD OF INVESTMENTS,
BNP PARIBAS ASSET MANAGEMENT

投資家の皆様に堅実なリターンを提供し続けるためには、ファンダメンタルズの綿密な分析に根ざした確信度の高い投資戦略に代わるものはないと私たちは信じています。

当社は、数時間又は数日で消滅する市場の動きよりも、数カ月及び数年にわたって社会、経済及び市場に影響を与えると信じるファンダメンタルなテーマに焦点を当てることが重要だと考えています。企業の競争力、バランスシートの強靱性、知的財産、ブランドの強さ、革新力といった古くから続く概念は、企業を評価する上で今まで以上に重要になってきています。

2020年にすべての答えが得られたわけではありません。常に振り返りを行い、失敗から学び、プロセスとパフォーマンスを見直すことで、2021年は2020年よりも良い年になると確信しています。投資家の皆様と共に、この旅を進めて行きたいと存じます。

今回のパンデミックは、大規模なショックに対する社会の脆弱性と、それに対応して迅速な行動をとる政策立案者の行動力を同時に経験しました。2020年、政治家は人命を救うために経済を閉鎖しました。2021年、私たちは政治家たちに、同様のコミットメントを持って、気候問題に取り組むことを求めます。地球を救うために経済を封鎖する必要はありませんが、変革をする必要があります。

BNPパリバ・アセットマネジメントは、運用会社および機関投資家としてだけでなく、フューチャー・メーカーとして、より持続可能な世界への移行をもたらす責任があると考えています。それが、投資家の皆様へより長期的に持続可能なリターンを提供し、同時に、私たち自身、投資家の皆様、そしてそれに続く世代のために素晴らしい未来を形成するとする私たちの意思でもあります。

Robert Gambi

Global head of investments, BNP Paribas Asset Management

エグゼクティブ・サマリー

LEGACY OF THE LOCKDOWNS

当社は“2021年の投資見通し”において、投資家の皆様が、パンデミック後の世界、ロックダウンが遺したものの、そしてその後の経済回復へ向かう過程をどのように理解すべきかを考えていきたいと思えます。さらに、世界がパンデミックによって生じた社会的・経済的問題に取り組むと同時に、気候変動の解決策をどのように見出すことができるかについても検討します。

サステナブルな回復

グリーン・エコノミーへの転換が投資家に恩恵をもたらす機会に焦点を当てます。

現在の危機は、私たち市場投資家にサステナブルな社会の構築と投資を連携させなければならない状況を改めて認識させるものです。グリーン水素や、e-モビリティの実現、およびグリーンインフラの構築といったサステナブルな社会の実現に必要なイノベーションに繋げるには、3～5年といった一般的な投資期間では十分な時間とは言えず、より長期的な投資の観点がカギとなります。



長期的な投資テーマ

私たちの2021年の投資テーマは、「エネルギー転換と環境の持続可能性」、「ヘルスケア産業等、新しいテクノロジーの登場による長期的な構造転換」という2つの視点を重視しています。

また注目する地域としては中国を取り上げます。中国は世界で最も急速に成長する経済地域であり、多くの革新的な企業を産み、またマルチアセットポートフォリオの配分において存在感を増す可能性のある市場です。

マクロ経済と市場見通し

2021年のマクロ経済や市場に関する見通しは以下の通りです。

- 2020年初旬の世界的な急激な景気後退と、10-12月期に見られるであろう欧米での2度目の落ち込みから、2021年には回復に向かうと考えています。
- 新型コロナウイルスワクチンは、2021年後半までに広く入手可能になる可能性があります。ただしそれまでの対応として、今後も全面的なロックダウンを繰り返すことは現実的では無いので、人々はウイルスと"共存"する必要があります。
- さらなる景気後退を防ぐため、金融と財政の緩和的な状況が当面継続するでしょう。主要中央銀行は少なくともGDP成長率がトレンドに戻るまでは、バランスシートを拡大させ続けると考えています。大規模な資産購入はリスク性資産を強力に下支えしますが、結果として割高感を増長し上値も限定されるでしょう。
- インフレになる可能性について、少なくとも近い将来にインフレの可能性が高まるとは考えていません。債券投資家にとっては、社債や新興国の債券など、利回りの追求が引き続き重要な焦点となるでしょう。
- 株式市場のその他の注目点として、バリュー株式が過去数年間のアンダーパフォームを取り戻すことができるかという点があります。グロース株式とのバリュエーション・ギャップは非常に大きく、金利の上昇及びロックダウンの終焉が両者のギャップを埋める材料になると見えています。

SECTION I

GLOBAL ECONOMY

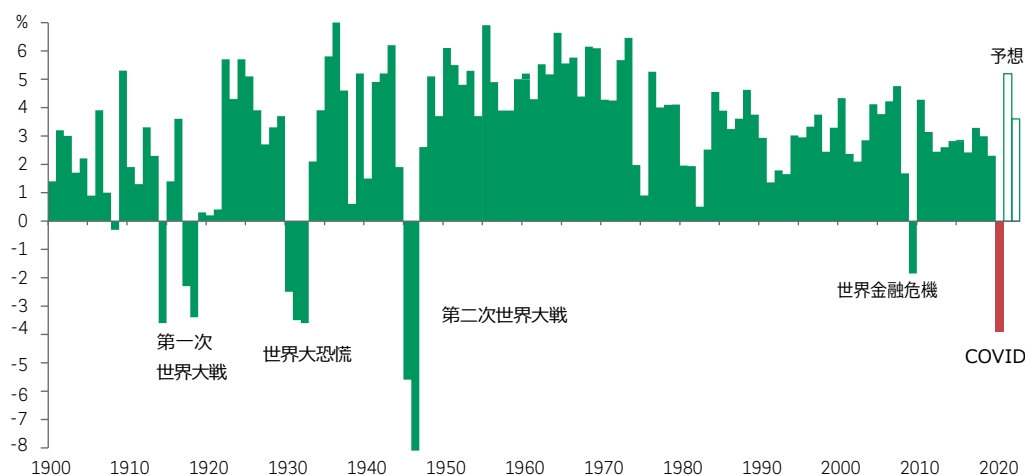
COVID-19の感染拡大は人類史上最も重要な出来事の一つでしょう。過去の疫病の流行と比較しても決して少ない死者数ではなく、世界的な規模でのロックダウンによる地政学的問題、経済活動、消費者行動、債務の拡大等に対し激変をもたらしました。

COVID-19により約130万人、世界の人口の約0.018%が命を落としました。これは1970年の香港かぜによる死者数の半数、1950年のアジアかぜの5分の1です。また第一次世界大戦時に流行したスペイン風邪では、約5千万人（世界人口は現在の4分の1）が命を落としていること、それらを比較すると、COVID-19の現状はまだ小さい規模にとどまっていると言えるでしょう。

各国政府が前例のない方法でこの脅威に対応したこともあり、COVID-19のパンデミックは今のところ致命的という状況には至っていないと見ています。これまでのパンデミックでは、拡散防止のための政策は限定的であり、経済への影響も比較的小規模にとどまっていたが、COVID-19のパンデミックに伴う感染拡大防止政策は、第二次世界大戦以降で最大の世界GDP成長率低下につながりました（図1を参照）。

現代における技術の普及は、経済に対するインパクトの違いを部分的に説明することができます。インターネットは人口の大部分が自宅で仕事をすることを可能にしました。40年前には想像もできなかった状況です。

図 1：世界のGDPの変化（インフレ率調整後、%）



データは2020年11月23日現在。出典: Haver、IEA、Bloomberg、BNPパリバ・アセットマネジメント

来年度の景気については回復が予想されており、世界の経済成長率は2021年に5.2%と予想されています（出所: Bloomberg予想）。仮に景気が回復しワクチンの開発に成功したとしても、今後の世界は大きな変化を遂げると見えています。今までとは別の方法で旅行をし、別の方法で買い物をし、別の方法で仕事をし、別の方法で物事を楽しむことができるようになるでしょう。テレビ会議は数千キロもの移動を必要とする面談や毎日の通勤を不要にするかもしれません。パンデミックの管理に苦心する国々を横目に中国経済が拡大することで、地政学的ダイナミクスは変化する可能性があります。各国の成長率は、より柔軟に成長分野へ労働力と資本を再配分できるか否かにより、明暗が分かれるでしょう。

こうした変化の一部は、企業が長期にわたり繰り返されるロックダウンに耐えきれないことが要因となり、各国政府によって供給された資金は、一部の企業や家計の債務急増をもたらすでしょう。

各国政府はまた、中央銀行による暗黙の支援（財政刺激策）終了後、気候変動対策に資金を投入することにより前向きになると見えています。

これらはすべてロックダウンがもたらしたものと言えるでしょう。



- DANIEL MORRIS -

CHIEF MARKET STRATEGIST

米国経済はFRBが先導

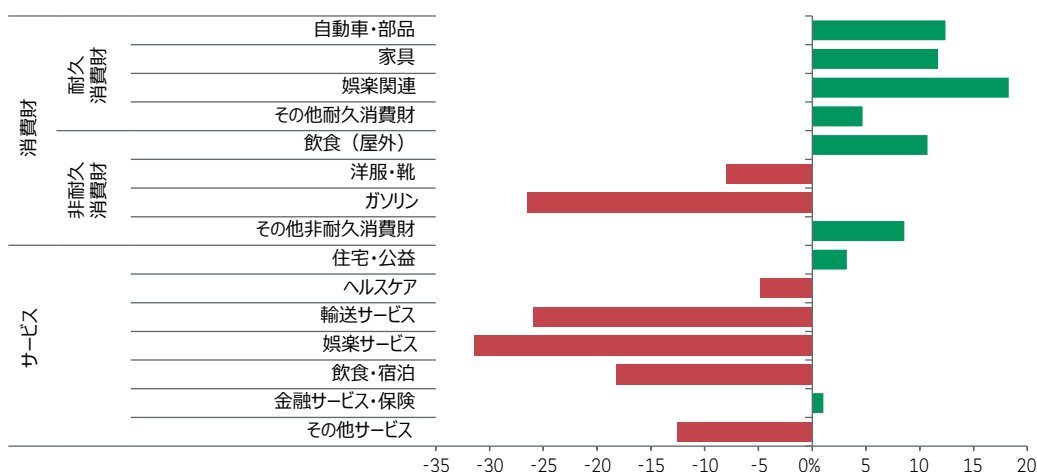
米国の景気回復は、選挙前に市場が望んでいた数兆ドル規模には及ばないとしても、ある程度の財政刺激策によって支援される可能性があります。議会が分断されていることを考えると、重要な法改正はほとんど期待できません。つまり中央銀行の低金利政策が、引き続き米国経済における主要な役割となります。

新しい平均インフレ目標の枠組み導入により、財政刺激策の規模が予想より大きくなったとしても、FRBが政策金利を引き上げることはない予想します。量的緩和の継続と低いインフレ期待を踏まえると、長期金利は低位安定し、経済が低迷から回復することを可能にするでしょう。

今後の米国景気回復の強さは、個人消費がパンデミック前の水準にどれだけ早く戻るかによって異なるでしょう。企業活動の落ち込みがGDPに大きく影響した金融危機（GFC）とは対照的に、今回は消費者需要の急激な落ち込みが景気全体に影響を与えました。

個人消費は依然として2019年末の水準を2%下回っていますが、カテゴリー間で大きなばらつきがあります。ロックダウンで禁止、または敬遠された（例えばレストランへの訪問）ために費やされなかったお金は、代わりにできること（例えば家具の購入）に向けられました（図2を参照）。制限がさらに緩和され、ワクチンによって輸送やレジャー活動が再開できるようになれば、サービス支出は2021年に回復するでしょう。

図 2：個人消費支出の変化（2019年第4四半期～2020年第3四半期、%）



データは2020年11月23日現在。出典：US BEA、BNPパリバ・アセットマネジメント

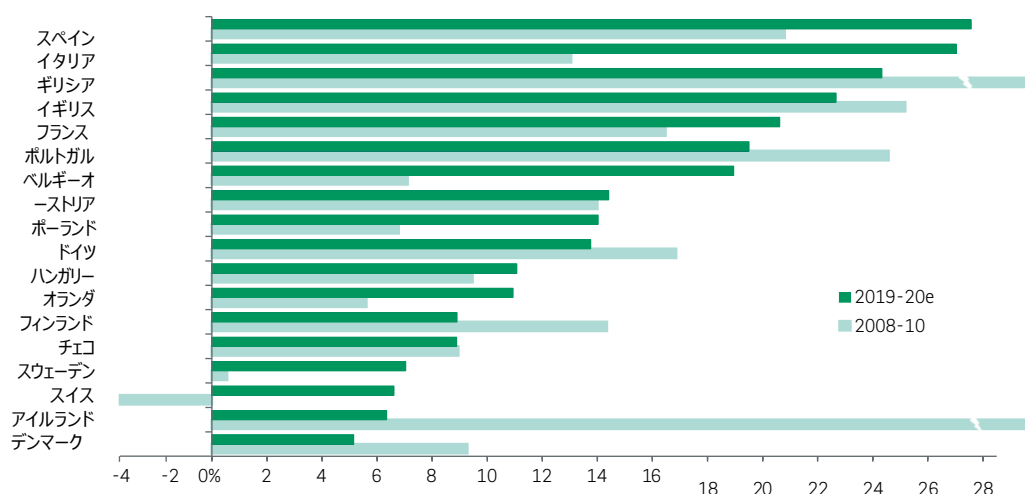
回復に向け課題に直面する欧州

欧州は2020年のGDP崩壊からの回復に関して困難な課題に直面しています。米国のGDPは2021年末までにパンデミック前の水準に戻ると予想されている一方、ユーロ圏の完全な回復は2022年末になると想定されています。欧州労働市場におけるロックダウンによる悪影響は、より寛大な失業手当、より長い一時解雇制度、および解雇の延長禁止の恩恵もあり、米国に比してひどい状況ではありません。EUの失業率はパンデミック前の6.5%からわずかに上昇して7.5%となりましたが、米国の失業率は4月に14.7%のピークに到達しました。直近のデータでは7%を下回っています。

景気回復には労働市場の柔軟性が必要になります。それはワクチンが広く利用可能になり、パンデミックが過ぎ去り、誰もが昔のやり方に戻るまで、単に労働者を一時的に待機させるだけの問題ではありません。ホスピタリティ産業、小売業などは労働力の減少が必要となりますが、テクノロジーや倉庫などの産業ではより多くの労働力を必要とします。世界銀行の実施した「ビジネスのしやすさ調査（Ease of Doing Business survey）」では、低いランキングとなったヨーロッパの大国のいくつか（スペイン30、フランス32、イタリア58）における労働市場の柔軟性の欠如が反映されています。

欧州各国政府はロックダウンによる経済的損害に多大な財政援助で対応してきました。その結果、GDP対比での債務水準は急上昇し、多くの国では金融危機後の水準よりも増加しています。（図3を参照）

図3：欧州各国政府による財政支援：欧州各国のGDP対比債務比率（%）



データは2020年11月23日現在。出典：IMF、BNPパリバ・アセットマネジメント

短期的にはECBが債務の大部分を購入しているため、結果として生じる信用力の低下が金利の上昇や成長の鈍化につながることはないと考えています。ECBのおかげで各国政府の支払利息は極めて低く抑えられています（2019年のEUのGDPのわずか3.6%）。ECBが各国の中央銀行を通じて購入した債務に対して政府が支払う利息は各国の財務省に返済されるため、債務の一部は「無利子」ですらあります。金利上昇や、ECBバランスシートの悪化が中長期的にはリスクです。今のところ各国政府はロックダウンの影響を和らげるのに十分な借入れが可能ですが、迅速にパンデミック前の水準に回復するには十分ではありません。ユーロ圏の回復が遅いもう1つの理由は、ECBが経済成長やインフレに有意義な影響を与える新たな政策余地が限られていることです。2021年ECBは、米FRBの対称的2%目標に近い新しいインフレ目標を採用し、量的緩和プログラムを再調整し、また長期リファイナンス・オペレーションを調整して、銀行がさらに安い金利でより多くの借入を行えるように対応する予定です。そしておそらく政策金利を若干引き下げると予想されます。

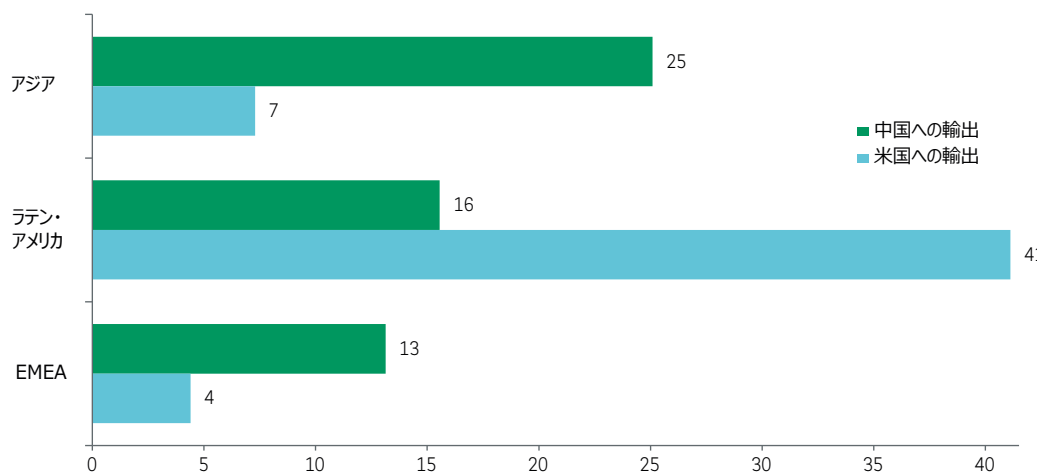
このような政策はある程度効果的と思われるかもしれませんが、金利はすでに多くの市場で歴史的な最低水準となっており、銀行は貸出しに消極的、かつ企業は借入れを嫌っています。ワクチンが広く利用可能になり、各国政府が規制を解除することが、再びトレンド成長率に戻ることを期待させる要因となるでしょう。

新興国は中国や米国経済の力強さから恩恵

新興国は先進国と同様のGDP低下に見舞われました。しかしながら財政及び金融緩和の規模は先進各国と比べてはるかに小規模であったため、米国や欧州よりも債務負担によるリスクも小さいものになります。2021年に予想される新興国経済の回復は、米国と中国の力強い回復によりけん引されるでしょう。

米国の内需志向の財政刺激策は多くの新興国市場からの輸出を生み出し、中国の回復はアジア地域での経済活動をサポートするはずです。欧州新興国、中東、アフリカは、主な輸出先が回復の遅い欧州となっているため、他の新興国に比べて回復の恩恵が少なくなる可能性があります。(図4を参照)。

図4：新興国市場：中国や米国への輸出が全体の輸出に占める割合（％）



データは、2020年11月23日現在。出典:IMF、BNPパリバ・アセットマネジメント。過去の実績は将来を保証するものではありません。

ロックダウンが米国と欧州の経済見通しの違いをもたらしたのと同じように、中国も世界の先進国とは状況が異なります。中国のGDPはすでに封鎖によるマイナス分を回復していますが、これは、量的緩和、マイナス金利、または政府債務の大幅な増加に頼ることなく実現しています。

中国の潜在的な懸念の1つは、米国のドナルド・トランプ大統領が始めた反グローバル化のトレンドが今回のパンデミックでさらに加速するリスクです。新政権には移行するものの、ワシントンでは中国との距離を置くべきとの幅広いコンセンサスがあり、米中貿易関係が大きく変わる可能性は低いと見ています（民主党は伝統的に貿易協定に対してより懐疑的です）。

しかし中国は2001年にWTOに加盟した当時と同じ経済状況ではありません。当時の中国における製造業の規模はサービス業よりも10%程度大きいものでしたが、今日の中国のサービス業は製造業のほぼ2倍の規模となりました。金融危機以前は純輸出が中国における経済成長の牽引役でしたが、過去5年間は、純輸出からの貢献がほぼゼロである一方、経済成長の要因として国内消費の占める割合が増加しています。

第19期中央委員会第5回全体会議では、経済の主な推進力として、内需の伸び、輸入代替、技術的な「自給自足」が強調されました。CO2排出量を削減し、環境保護を改善することによって経済を「グリーン化」することも優先事項とされました。中国は今後数年間で年間5%から6%の成長を目指し、達成する可能性が高いと考えています。

SECTION I

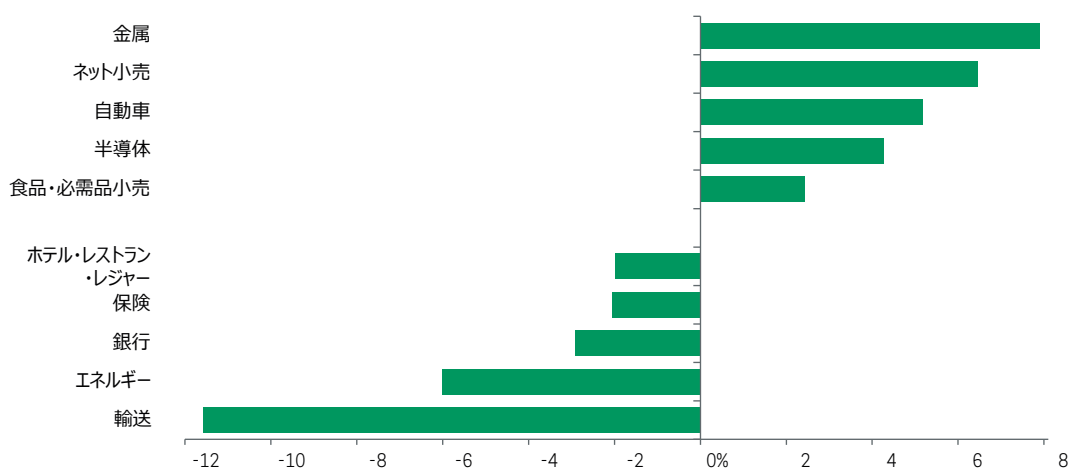
MARKETS

株式

銘柄選択の機会

2021年は、パンデミックが米国と欧州で短期的にどのように進展するかに関係なく、回復の年となるでしょう。今後のウイルス感染の波は、経済成長と企業利益への必然的な悪影響を伴うミニ・ロックダウンを必要とする可能性があります。2020年の第3四半期に確認されたように、経済および企業収益の回復もまた急激なものになると予想します。パンデミックとロックダウンによる構造変化により、特定のセクターにおける長期的な成長の可能性が低下した一方で、その他のセクターでの成長の余地は改善されました。(図5を参照)

図5：パンデミックによる企業収益力の変化 - 長期増益率予想（変化率%）



データは2020年11月23日現在。MSCI EM/World IMインデックスの複合。出典：FactSet、BNPパリバ・アセットマネジメント

2021年はバリュー株式の復活か？

2021年の重要なポイントの1つは、バリュー株式が過去数年間のアンダー・パフォーマンスを取り戻せるかどうかということかもしれません。バリュー株式とグロース株式の大きなバリュエーション・ギャップと、パフォーマンスの相違はいつか再び収束するのでしょうか。これが発生する可能性を適切に評価するには、最初に2つのインデックスの対照的なパフォーマンスについてその要因を理解する必要があります。

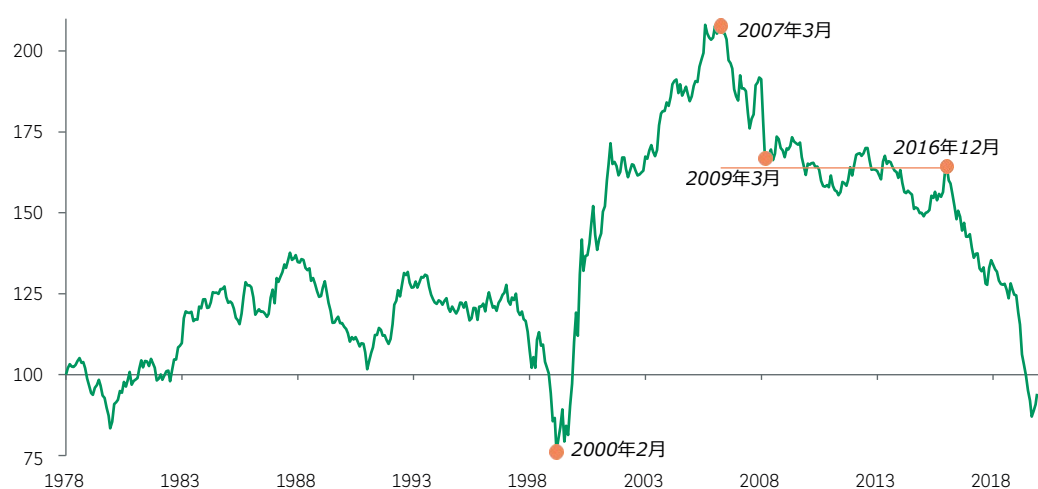
バリュー株式とグロース株式のパフォーマンスを評価する際には、まずバリューとグロースについての正確な定義方法、またインデックスの構築方法についての課題があります。株式はバリューとグロースの両方のカテゴリーに分類できるのでしょうか？さまざまなインデックス・プロバイダーがいろいろな方法でこの質問に答えています。

ここでは一般的な指数であるラッセル3000指数をベンチマークとして使用します。当指数は株価純資産倍率のバランス、中期的な収益成長率の予測、および一株当たり売上高成長率に応じて、バリュー及びグロースの各インデックスに株式時価総額の0%から100%を割り振っています。しかしながら、ポートフォリオにおける真のバリュー要因とグロース要因をより適切に分離するには、ラッセルの方法論に加え、固有のセクターの偏りを回避する定量的アプローチが有効だと考えます。

2007年3月以降、バリュー株式は年平均で約6%程度、グロース株式を下回っています（図6を参照）。2007年3月から2009年3月までの期間は、住宅ローン・バブルの崩壊によるデフレ期間であり、バリュー指数に占める金融の比率を考えると、パフォーマンスの低下は驚くべきことではありませんでした。

それでも2009年3月の水準を2000年2月の位置から見れば、バリュー株式はまだ割高だったと言えるかもしれません。2016年12月までレンジでの推移が継続した後、米国トランプ政権による法人税減税等の措置が採られた結果、グロース（およびテクノロジー）のアウト・パフォーマンスが急激に加速し、また2020年COVID-19の到来によりさらなる上昇となりました。

図6：ラッセル3000グロース株式指数に対するバリュー株式指数の相対パフォーマンス

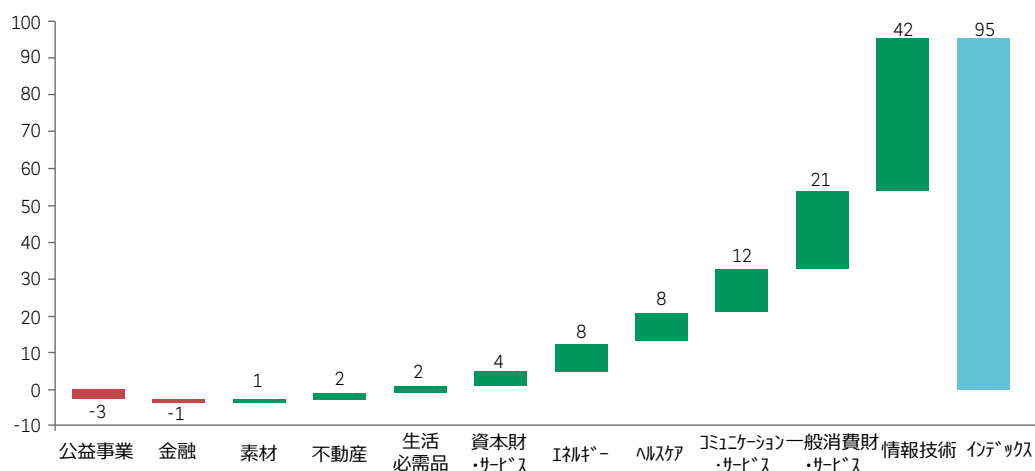


データは2020年11月23日現在。トータル・リターン。出典: FactSet、BNPパリバ・アセットマネジメント。過去の実績は将来を保証するものではありません。

バリュー株式およびグロース株式をセクター毎に比較すると、実は限られたセクターのさらに少数の特定の株式だけでその要因の多くを説明が可能となります。

2016年12月から2020年11月20日の期間における2つのインデックスのリターンの差に着目すると、その差の95%のうち、40%強が情報技術セクターによって占められていることがわかります。一般消費財、コミュニケーション・サービスの各セクターがそれに続きます（図7を参照）。他のほとんどのセクターでは、バリュー株式とグロース株式とのリターンに大きな違いは見られませんでした。

図7：バリュー株式指数とグロース株式指数のリターンの差に対する寄与度



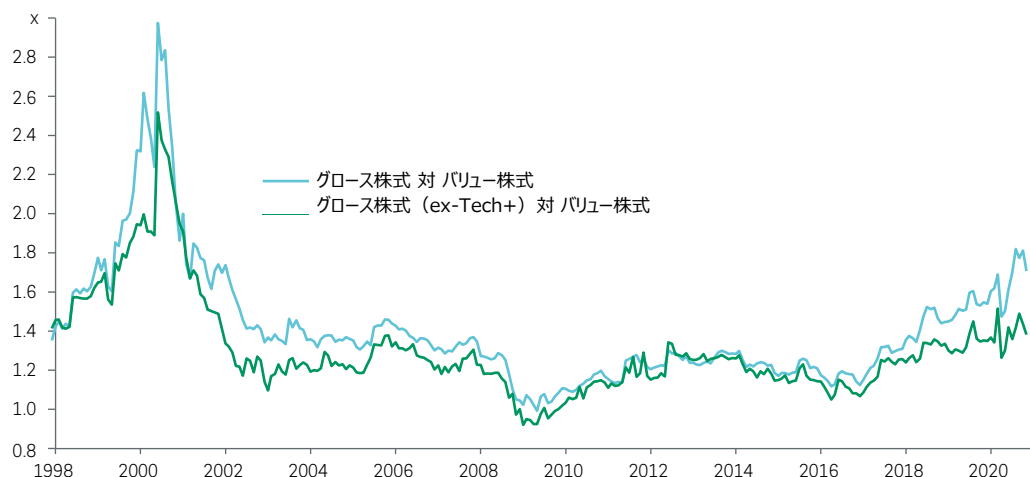
データは2020年11月23日現在。出典: FactSet、BNPパリバ・アセットマネジメント。過去の実績は将来を保証するものではありません。

もちろん、情報技術セクターにこの2つのセクターが続くのは偶然ではありません。一般消費財セクターの収益の3分の1を世界最大のeコマース事業が占め、残りのFAANG銘柄がコミュニケーション・サービスセクターの収益の3分の2を占めています。

情報技術セクターと残りのFAANG銘柄¹（以後「Tech+」）の組み合わせは、過去4年間におけるグロース株式のアウト・パフォーマンスの大きな部分を説明するだけでなく、バリュエーション・ギャップの大部分についても説明します。グロース株式指数の株価収益率（PER）は、ハイテクバブル以来の水準に達しています。

11月下旬に予想を上回るワクチンの試験結果が発表されたことで、そのギャップは幾分縮まりましたが、それでもなお大きな乖離があります。一方で、これらの銘柄を差し引いたグロース指数（ex-Tech+）の比較では、2002年以降の長期平均に近いことがわかります（図8を参照）。

図8：バリュエーション・ギャップの要因はTech+/ラッセル3000バリュエーション株式指数とグロース株式指数とのフォワード・マルチプル（予想EBITDAで割り引いた企業価値）のギャップ推移



データは2020年11月23日現在。出典：IBES、FactSet、BNPパリバ・アセットマネジメント。Tech+は、テクノロジー関連企業にアマゾン、フェイスブック、グーグル、ネットフリックスを加えた銘柄群。過去の実績は将来を保証するものではありません。これらの銘柄は説明の目的のみに引用するものであり、特定の有価証券等の取得勧誘、投資助言や推奨を意図するものではありません。

ワクチン臨床試験の発表以降の市場におけるグロースからバリューへのローテーションは、バリュー株式のアンダー・パフォーマンス回復を持続するためのトレンドを示しています。金融セクターは10年債利回りの上昇に伴い上昇し、エネルギー、輸送セクターは旅行再開の見通しを背景に上昇しました。グロース株式が後れを取っているのは、テクノロジー、インターネット・コマース、ホーム・エンターテインメントといったロックダウンの恩恵を最も受けていた分野となっています。

今後、金利のさらなる上昇見込み、金融セクターの見通しについては、議会を通過した景気刺激策の規模に依存することになるでしょう。ワクチンの入手可能性が広がる春までロックダウンは緩和されないため、エネルギーと輸送はその後に回復余地が見込まれます。一方でバイデン政権が化石燃料から再生可能エネルギーへの移行を推進することは、原油価格の中期的な上昇を制限する可能性につながるでしょう。

ロックダウンによって最大の利益を得た一部のTech+セクターのバリュエーションが飛躍的に上昇していることを考えると、正常化の過程において株価が調整する余地はまだあるでしょう。テクノロジー業界にとって最大の脅威であるトランプ減税の撤回は、上院で民主党が過半数を占めなければ実現の可能性はかなり低いように思われます。相対的に割安なバリュエーション、金利の上振れ、ロックダウンの終結見通しなどを背景に、バリュー株式とグロース株式のパフォーマンスが反転し始めています。これらの要因がどこまで、いつまで続くのかは未知数ですが、バリュー株式の上昇余地が大きいと見ています。

¹ NYSE FANG+ 指数は、フェイスブック、アップル、アマゾン、ネットフリックス、アルファベット（Google）などのテクノロジー関連企業やハイテク関連企業の成長株で構成される、情報技術および一般消費者セクターの一部を表すように設計されています。

中央銀行にサポートされた株式バリュエーション

株価指数のバリュエーションは過去平均と比べて高い状況が続いていますが、これは主に中央銀行によるサポート、低金利、低インフレを反映しています。中央銀行は、政府債務の引受けに消極的であることは別としても、社債（ハイ・イールド債を含む）の購入にまで支援を広げています。投資家にとってバリュエーションが高いと思われるインデックスの代表格は米国のテクノロジーです。インデックス構成銘柄の株価収益率（PER）の中央値ははるかに低くなっていますが、一部のストック・ピッカーにはまだ良い機会があることを示唆しています。

新興国市場は、グローバル貿易環境の改善から恩恵を受ける可能性があります。米国経済が成長すれば、「バイ・アメリカン」バイアスが継続していたとしても、新興国市場からの輸出は増加するでしょう。多くの国では、ロックダウンによる損失を家計に補償することは不可能であり、新興国における国内需要回復は遅れるかもしれません。

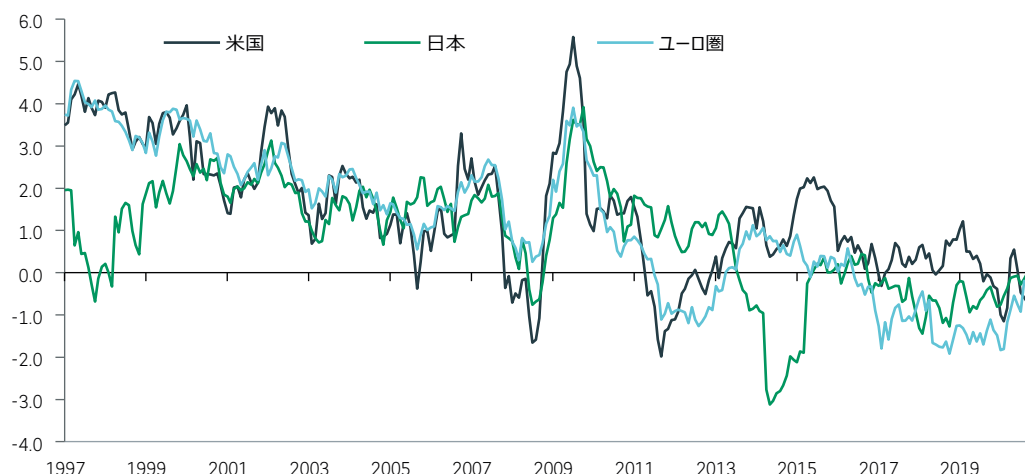
先進国市場と比較した新興国市場の評価はかなり妥当な水準にあると見ています。今後新興国市場が過去10年間の不振の一部を回復していくと予想します。

債券

国債金利 - 低金利状態の長期化

ほとんどの先進国において、実質金利が0附近もしくはマイナスとなっています（図9を参照）。これらの国では公的部門及び企業部門における債務負担軽減のため、中央銀行が短期の実質金利を可能な限り低く、かつマイナスに維持するよう努めると考えています。

図9: 米国、日本、ユーロ圏の国債の実質利回りの推移（1997年～2020年11月）



データは2020年11月23日現在。出典: Bloomberg、BNPパリバ・アセットマネジメント

COVID-19による危機は、低い成長トレンドのために苦しんでいるレバレッジの高い経済に対する深刻な経済ショックと言えます。中央銀行は超低金利状態を維持することで、債務返済コストを低減し、成長が急速に回復する可能性を高める拡大的な財政政策の余地を与えています。実質的には、日本が行ってきたように、急速に拡大する国家債務の大部分が一種のマネタイズされることを意味します。

ECBはすでに、すべてのユーロ圏政府の金融引き締めを回避するために必要な量の債券を購入する意向を明確にしています。G3の中央銀行による債券購入プログラムの規模は、ファンダメンタルズに関係するものよりも大きく、G3の国債市場は、これまで以上にテクニカル要因によって左右されています。

歴史的にみると第二次世界大戦後の状況によく似ています。当時の各国中央銀行は債券利回りをGDP成長率に対して大幅に下回る水準に抑え、国債残高の対GDP比率を徐々に低下させました。この意味するところは、国債を発行する政府機関と中央銀行が発行と買い入れの年限特性を調整し、実質利回りを今後数年間にわたって低下させる可能性が高いということです。

当初の影響はデフレーション

これまでのロックダウン不況の影響はデフレーションです。公衆衛生対策と不確実性の経済的影響は、総需要（労働者は働かなければ収入を失い、ロックダウンとなれば消費の機会を失う）と総供給（企業は労働者や需要なしでは生産活動ができない）の両方を抑制することです。ただし全体としては、総需要の落ち込みが供給の減少を支配し、コア・インフレが低下すると予想されます。

長期的にはインフレか？

しかし長期的には、総需要が回復するにつれて、経済は生産能力の制約に逆らって押し上げられる可能性があります。今後ワクチン接種が進み、旅行が再開され、原油価格が回復すれば、ヘッドラインのインフレも加速するでしょう。国際貿易の緊張や、パンデミックによるグローバル・サプライ・チェーンの正常化に対する懸念は、保護主義への傾斜をもたらし、このグローバル化の反転は競争の制限によってインフレを招くはずでは

ロックダウンにより経済的に打撃を被っている人々は、富と所得が一部に集中している現在の経済構造や社会契約の変革を求める声は強まるでしょう。賃金上昇、社会保障体制、医療保険制度の充実などが必要であり、これらは将来のインフレ要因となります。一方でネット時代における自動化、テクノロジー、価格透明性等の進行はインフレの抑制要因となるでしょう。

社債 - 利回りの追求の動きと中央銀行の量的緩和策

投資家は、世界金融危機後の状況よりもロックダウンによる景気後退の方がはるかに深刻であると認識し始めたところから、企業のデフォルトや格下げの増加に懸念を持ちました。しかしながら各国中央銀行の介入と各国政府の景気刺激策のおかげで、こうした懸念は今のところ根拠のないものとなっています。デフォルト件数は増加しているものの、2008年から2009年の水準は大きく下回っている状況です。

国家による支援策は継続すると思われますが、特に活動に制約がある産業（航空会社、ホテル、レジャーなど）では、デフォルトが増加すると思われます。政府は既にこれらの事業に対し、あまりにも多くの資金を費やしています。実はリスクはその逆であり、特に欧州大陸では、過剰な支援の提供により本来ならば淘汰されるべき企業であっても事業の継続が許されているということです。これらの「ゾンビ」企業は、極端な低金利なしには支払能力を維持できないでしょう。2020年における負債の増加は資本の誤配分につながり、創造的破壊を制限してしまうリスクがあり、需要の弱さからデフレ圧力を高めることになるでしょう。

企業収益が悪化し、企業が中央銀行の流動性を利用してバランスシートを強化したため、クレジット関連指標は急速に悪化しました。金融危機後の世界では、低金利が企業の資金調達行動を促したため、ネット・レバレッジは上昇しました。同様のメカニズムにより今回のパンデミックの初期段階でネット・レバレッジは上昇しましたが、足元ではそのレバレッジ解消を開始しています。しかし、現在の低金利では、負債の増加に対する金利負担の増加幅は小さく、インタレスト・カバレッジ・レシオへの影響は最小限に抑えられています。いずれにせよ、2021年に業績が回復していくにつれ、どちらの指標もリセッション前の水準に近づくと予想されます。先進国市場では、ハイイールド債は引き続き投資適格債をパフォーマンスで上回ると考えています。しかし、スプレッドはすでにパンデミック以前の水準近くまで戻っているため、特に投資適格銘柄ではスプレッドの圧縮余地はほとんどなく、上昇余地は限定的とみています。

現在の環境では、利回りを追求する動きが社債市場を下支えする可能性が高いとみています。クレジット投資家にとっての最大の懸念は、パンデミックとロックダウン不況によって永続的なダメージを受ける業界と、一時的な悪化にとどまる業界とを区別することです。安全な避難場所を求める投資家の動きが、一部セクターの社債価格を上昇させていますが、景気が回復し、財政刺激策が成長とインフレ期待を押し上げているため、主に米国で大幅なパフォーマンス低下のリスクがあるセクターを避けることも同様に重要でしょう。

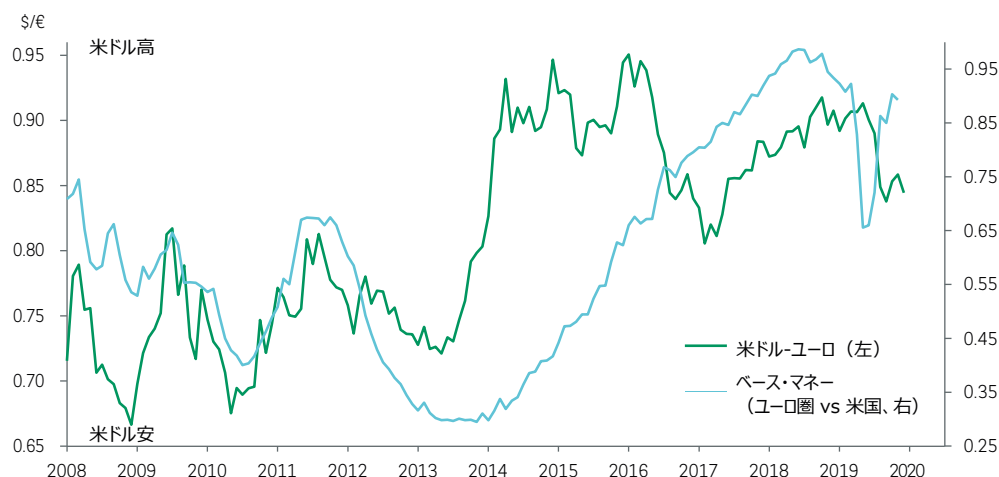
コモディティおよび通貨

更なる米ドルの下落を模索する

米ドルは米国経済の相対的な強さから恩恵を受ける立場にありますが、財政刺激策、財政拡大、経常収支の悪化、有事のドル買いの反転によって相殺されるでしょう。現在の米ドルは歴史的にも高い水準にあります。

米ドルの対ユーロ相場の方向性は、両地域におけるマネーサプライの相対的な増加度合によって影響される可能性があります。ECBは12月に債券買い入れ策を増やすかもしれませんが、FRBはより積極的にバランスシートの拡大を継続するでしょう（図10を参照）。

図10：米欧マネーサプライ推移



データは2020年11月23日現在。出典：Haver、Financial Forecast Centre、BNPパリバ・アセットマネジメント

新興国通貨は、2020年春の急落からの回復がはるかに遅れていることを考えると、対ドルで上昇する余地が大きいです。実質実効為替レート（REER）ベースでの評価は魅力的な水準です。いくつかの新興国では、輸入の減少が経常収支の安定に寄与し、外貨準備は極めて堅調に推移しています。

コモディティ需要が中国の景気拡大に占める比率が過去よりも低くなっているとしても、世界的な景気循環の継続的な回復がコモディティ価格を下支えするでしょう。金と銀の価格は、安定した低い実質利回りに支えられるはずですが、これ以上の大幅な上昇の可能性はほとんどないと考えています。

サステナブルで安全な世界のための機会

ロックダウンは、世界の多くの地域に大きな負債を残し多くの産業に永続的な影響を残すだけでなく、新たな機会を創出します。

最も重要なことは、このパンデミックによって、私たちがどのような世界に住みたいと考えているのかという価値観、つまり、よりサステナブルで安全な世界に住みたいという方向に私たちの考え方が変わり、その実現に向けた取り組みが強化されたことです。それがロックダウンの永続的で肯定的な遺産になるはずです。

SECTION II - INVESTMENT THEMES

MANAGING INSTABILITY IN 2021

2020年のパンデミックが低成長と高債務のサイクルをもたらしたことは明らかです。それは投資先の選択がより重要になってくることを示唆します。このような状況では、優良企業（および優良国）とそれ以外の企業との格差が広がるため、積極的な投資スタンスで運用することが望ましいと考えます。株式投資においては、財務体力のある健全性の高い企業のみが持続的な利益成長を達成することが期待されるような、高成長セグメントに焦点を当てる必要があります。

長期的な勝者、つまり現在の不安定な状況に適応できる企業を選別するためには、投資家は強靱なビジネスモデル、強い価格決定力、強固なブランドロイヤリティ、サステナブルなバランスシートを持つ企業を探すべきだと考えています。経営陣のマネジメント・スキルについての見極めも重要です。

パンデミックは長期的なトレンドを推進する

パンデミックと、それが引き起こした人間の苦しみ、また経済的破壊の前から、いくつかの長期的な傾向はすでにその影響を与え始めていました。気候変動問題はこの長期的傾向に含まれます。気候変動問題に対しては、グリーンエネルギーへの移行、世界的な格差の解消、包摂的な成長と包摂的な医療、包摂的なイノベーションが必要となります。

パンデミックは、技術革新、商業活動及び政策対応にエネルギーを与え、より急激な再編を引き起こすきっかけとなるかもしれません。経済活動、企業収益の変化を通じて、資産のバリュエーションに大きな影響をもたらす可能性があります。これは「破壊的な変化」と言っても良いのかもしれませんが。今までより深い社会経済的な変化の兆しは、どのように世界中の企業に影響を与えるのか、そこから生じる投資テーマと機会は何かということが、今投資家の皆様への疑問として投げかけられているのです。

ESGインテグレーション

今日、運用の評価において、環境、社会、ガバナンス(ESG)に関する厳格な選定基準の適用は非常に重要な位置を占めます。ESGはサステナブルな収益に貢献することが明らかになっており、銘柄の選択において欠かせない構成要素となっています。BNPパリバ・アセットマネジメントでは、これを投資哲学の基礎としています。ESGのアプローチは、2021年も続くであろう「大きな不安定性」に対処するための投資テーマの選択にも影響を与えています。資本市場に支えられた科学とイノベーションによって、企業は経済及び消費者行動の変化に適応すると考えています。私たち投資家は、このようなグローバルな課題を認識、改善し、利益を得るために最も適した企業を特定しなければならないと考えています。

今後の投資機会

21世紀におけるメガ・トレンド



ヘルスケア

パンデミックは、ヘルスケア分野において、医療の利用可能性、対象範囲、価格の低下といった変化のきっかけとなるでしょう。医薬品の供給体制や小型化における治療法、イノベーションを生み出す、そういった目的のための、人工知能を含むテクノロジーの活用拡大につながるでしょう。

ヘルスケア関連への支出が増加すると予想されます。バイオテクノロジーおよび医薬品セクターでは、検査、抗ウイルス薬、そして最終的にはワクチンによってパンデミックと戦うために相当な経費負担が起こるでしょう。

患者と臨床医の間の非接触医療の実現、遺伝子研究の活用による新しい治療法の開発など、ヘルスケア企業には医療サービスの質の改善を促進するためにテクノロジーを進化させる必要があり、変革を推進する企業の収益は改善されることになるでしょう。

ヘルスケア分野における革新的なトレンド



ESGの課題

パンデミックは多くのメディアの見出しを飾りましたが、それ以外の天災、例えば山火事とハリケーンは依然として猛威を振るい、洪水は都市と土地を破壊し、地震は何千人もの家を奪いました。一方で政策当局は成長と雇用を支援する予算の中にサステナビリティへの支出を含めはじめ、グリーンリカバリーへの期待を高めています。

所得や富の不平等が政治的課題としての注目が高まっていた中で、COVID-19は密集した住宅環境、不公正な契約慣行、不健康な労働条件といった移民労働者についての社会問題を浮き彫りにしました。一部の業界の企業は、生産と供給を永续するために多額の投資をしなければなりません。

ガバナンスは依然としてホットなトピックです。投資家は、企業活動に関する規制や独占禁止の枠組みが根本的に変化する可能性と、そのことが企業価値に与える影響に注意しなければなりません。（幸いなことに）炭素排出ネットゼロ経済、あるいはESG基準に適合しないとみなされた企業に対する需要の減少傾向は続いています。

イノベーションと破壊的テクノロジー

グローバル化とオートメーションはすでにビジネスを変革していましたが、ロックダウンは私たちの働き方に大きな変化をもたらしました。リモートワークは多くの国で標準化されてきており、より強力なサーバー、電話会議、優れたインターネット・サービス、クラウド・コンピューティングへのアクセスなど、テクノロジーと革新的なソリューションに対する需要が高まっています。

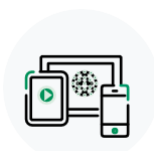
Eコマースは急成長し、ウェブ広告と電子決済サービスを促進し、物理的および自動化された倉庫と宅配のシステムを生み出しています。電子医療の可能性はますます注目を集めており、COVID-19の対応負担の大きい病院やその他の医療サービスを緩和するだけでなく、医療費の増加に伴うコスト管理と医療効率の改善という観点からも、ますます関心を集めています。

ビッグデータ、人工知能、データ分析といったテクノロジーは、パンデミックの管理、ヘルスケア全般、気候変動対応、その他の主要な経済的、人口統計学的、社会的問題に関する複雑な問題を解決するために、ますます不可欠なツールと見なされるでしょう。

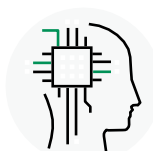
破壊的（Disruptive）テクノロジーにおける投資テーマ



クラウド・コンピューティング



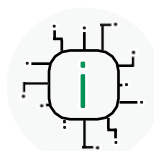
インターネット・オブ・シングス



AI/データ分析



オートメーション
/ロボティクス



基盤となる/新たに出現する
テーマ



エネルギー大転換

今回のパンデミックはプラスの波及効果ももたらしました。すなわち、通勤や飛行機の利用が控えられ、地球への悪影響が減少し、低炭素経済への移行に伴って、よりクリーンなエネルギー源の必要性和利用の拡大が強調されて出していることです。風力発電や太陽光発電、バイオ燃料などの分野では、すでに一定のインフラが確立されていますが、今後も大きな成長の可能性があります。燃料電池・バッテリー技術の向上は、効率的な電力供給の鍵を握っています。

またコストの観点では、再生可能エネルギーが化石燃料に競合できることが明らかになっています。グリーン水素のような代替燃料は、無炭素社会の実現のために規模を拡大する必要がある分野の一つです。

分散型エネルギー源（屋上太陽光パネル、バックヤード風力タービン、または地熱暖房）へのシフトは、エネルギー・インフラ、流通、および蓄電のニーズを高めるでしょう。またデジタル化の進展は、建物および家庭のエネルギー効率の改善に役立つでしょう。

エネルギー大転換：中心テーマ



中国へのアロケーション

今後の世界情勢では中国は投資家に機会を提供するでしょう。

2020年の中国経済は、政府が量的緩和によって金利を抑制したり、景気刺激策によって政府の債務負担を増加させたりすることなく、5%の経済成長を実現しました。一方、その他の主要経済国は成長が低下となりました。中国は世界で最も急速に成長している経済大国であり続けるだけでなく、その株式市場には多くの革新的な企業が存在します。

主な債券や株式のインデックス・プロバイダーは、中国の重要性を高めているか、中国を主要なエマージング市場のベンチマークに加えています。2020年の人民元高は、海外資金が中国の資産市場に流入したことも一因でした。中国国債の利回りは現在3%前後で、先進国の国債利回りを大きく上回っている一方で、多くの投資家のポートフォリオにおいて、中国は依然としてアンダーウェイトとなっています。パンデミック後の世界では、投資家は中国へのアセット・アロケーションを考慮する必要性が生じるかもしれません。

SECTION II - INVESTMENT THEMES

SUSTAINABILITY

2021年はサステナブルか？

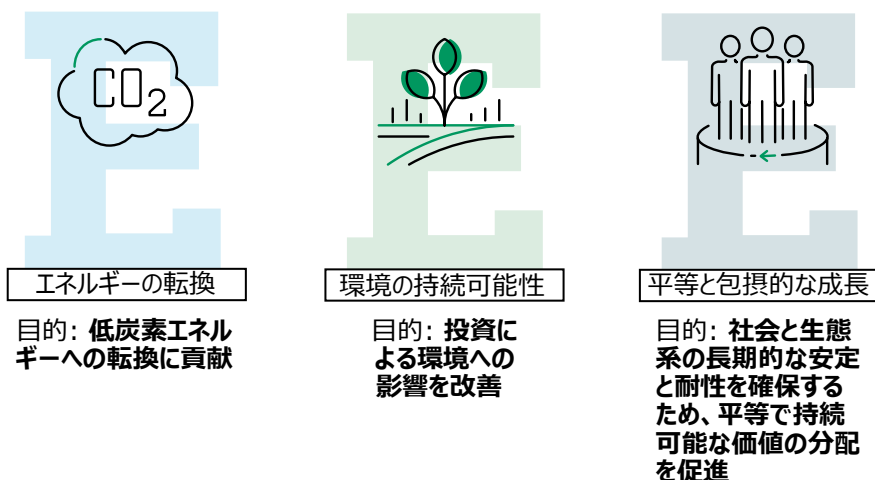
2020年のニュースフローはCOVID-19危機による経済的、健康的、社会的影響に支配されました。生物多様性の損失や、気候変動に関連した異常気象の事例についても、見逃せない情報が寄せられました。1年の締めくくりは、米国の選挙が、ひどく分裂した国情を反映した不安定な現実でした。このような状況下において、2021年について特に楽観的になることは難しいですが、どのような状況においても好機を見つける姿勢を崩してはならないのです。Winston Churchillの言葉を借りて簡潔に申せば、「良い危機を決して無駄にしない」です。

危機の中に存在する好機

COVID-19、気候、生物多様性等の足許の課題は、企業、国家、投資家、経済がサステナブルな方向に軸足を移す好機を与えているとも捉えられます。これらのテーマは、私たちBNPパリバ・アセットマネジメントが2019年に発表したグローバル・サステナビリティ戦略で唱えている「3つのE」、すなわちエネルギーの転換（Energy）、環境の持続可能性（Environmental）、平等と包摂的な成長（Equality）に沿ったものと考えます。私たちは、これらがサステナブルな経済にとって不可欠な前提条件であると考えており、戦略的研究、スチュワードシップ、ESG統合、テーマ別ファンドの開発など、サステナビリティに対する私たちのアプローチの全体的な指針となっています。このような考え方を導入し、体系的かつ長期的な視点を持つことで、今後の危機への対応力が飛躍的に向上すると私たちは考えています。

「3つのE」のレンズを通して、2021年の主要テーマのいくつかと、投資家としての取組み方を検討できます。

3つのE



エネルギー大転換

- 2°Cの温暖化の影響を示す重要な2018年のレポート²では、地球の気温上昇を（2°Cではなく）1.5°Cに制限する取組みを加速すべきとの緊急提言がなされました。報告書は国際対話の焦点を炭素予算自体から、「2050年までの炭素排出実質ゼロ（ネット・ゼロ・カーボン）達成」に移しました。ネット・ゼロ・カーボン目標の概念は、多くの企業や政治の議論の主流に入っています。大手企業³、アセット・オーナー⁴、そして2050年以前に目標を設定する政府の数が増えています。

2 Intergovernmental Panel on Climate Change (IPCC), *Special Report: Global Warming of 1.5°C*: <https://www.ipcc.ch/sr15/>.



- JANE AMBACHTSHEER -

GLOBAL HEAD OF SUSTAINABILITY

- 最近の調査⁵によると、「世界のGDPの半分強（53%）を生み出している国、州、地域、都市が、ネット・ゼロ・カーボン目標を設定しているか、その意思を表明している」ことが示されています。なおこれらの地域は世界のCO2排出量の23%を占め、人口は26億人となっています。
- 国連は「Race to 0」キャンペーン⁶を開始し、992の企業、449の都市、21の地域、505の大学、38の機関投資家が参加する民間部門と公共部門によるネット・ゼロ・カーボン目標を掲げる連合が形成されています。遅くとも2050年までにネット・ゼロ・カーボンを達成することを約束する史上最大のアライアンスです。我々は欧州、日本、韓国及び中国において、より多くの国がコミットメントに従うことを期待しています。
 - 2021年、BNPパリバ・アセットマネジメントは、様々な重要な気候関連指標について、全社一丸となって考察する論文を発表する予定です。
 - 私たちは、世界中の重要な企業が確実にネット・ゼロ・カーボン・コミットメントを採用するよう、引き続き関与していきます。また2018年に欧州での立ち上げを支援し、2019年に米国でも実現した「パリ協定」参加へのコーポレート・クライメート・ロビー活動に引き続き焦点を当てていきます。
- グリーン水素と炭素の価格設定: [最近発表した研究論文](#)で述べていますが、私たちはグリーン水素が、今世紀半ばまでに世界がネット・ゼロ・カーボンを達成するための鍵となる技術であると考えています。2030年までに原料としてのグリーン水素を商業的に成立させ、その後数十年間は暖房、輸送、発電のバックアップ源として天然ガスや石油と直接競合するエネルギー源としてグリーン水素の商業的成立を助けるために、世界中でカーボンプライシング制度が必要であると考えています。EUによる2030年の排出削減目標の上方修正が、EUの炭素市場の引き締めと今後十年間の価格上昇を促し、2030年までにグリーン水素が競争力を持つようになる可能性があると考えています。
- EUは、域内産業が非EU企業の参入によって不利にならないよう、カーボン国境税の創設を検討しています。欧州委員会は2021年に影響評価とそうした税の提案を発表する予定であり、これは世界的な貿易フローに関する議論に炭素価格の概念を持ち込むことに大きな影響を与える可能性があります。
- 私たちは市場がより自主的に大きな役割を果たすことを期待しています。BNPパリバ・グループは“自主的炭素市場の拡大に関するタスクフォース（[Taskforce on Scaling Voluntary Carbon Markets](#)）”のメンバーであり、市場による気候変動の解決策が今後数十年間で成長する余地があると考えています。
- 私たちはまた、ポートフォリオの脱炭素化における補完的ツールとして、一部の顧客投資家の方々とカーボン・オフセットの利用を検討しています。

3 See, for example, the UN-convened *Business Ambition for 1.5°C* (<https://www.unglobalcompact.org/take-action/events/climate-action-summit-2019/business-ambition/business-leaders-taking-action>), an initiative that commits corporate signatories to a 1.5°C target through the *Science Based targets initiative*. As of June 2020, 237 companies with a combined market cap of over USD 3.6trn have committed to the *Business Ambition for 1.5°C*.

4 See, for example, the UN-convened *Net Zero Asset Owner Alliance* (<https://www.unepfi.org/net-zero-alliance/>) comprising 25 institutional investors with a combined \$4.7trn of AUM, committed to net zero GHG emissions in their portfolios by 2050.

5 The ECIU analysis is available here: <https://eciu.net/news-and-events/press-releases/2020/analysis-and-comment-on-cop26-race-to-zero-launch>.

6 See <https://unfccc.int/news/cities-regions-and-businesses-race-to-zero-emissions>.

環境の持続可能性

- 気候危機と並行して、私たちはまた驚くべき速度で生物多様性を失っています。BNPパリバ・グループとBNPパリバ・アセットマネジメントは、経済や投資に重大な影響を及ぼすシステミックな脅威に対処する戦略に取り組んでいます。COVID-19のような人畜共通の感染症の拡大は、本来野生動物からヒトへの感染を防ぐ助けとなる森林等の事前の緩衝システムの劣化と関連している可能性もあります。
- 2021年には森林伐採や産業に関わる水の消費量など、生物多様性に対する投資家としての課題を把握し管理するための取り組みをまとめた論文を発表する予定です。これにより私たちの投資と地球の支援システムとの間の重要な要素の複雑な関係を理解するためのロードマップを提供します。
- BNPパリバは、「自然に関連する金融情報開示のためのタスクフォース（TNFD）」設立のためのワーキンググループの共同議長に任命されました。TNFDは、TCFDと同様の開示フレームワークを作成し、自然への依存と影響を測定、および管理し、緩和することを目的としています。

平等と包摂的な成長

- COVID-19危機は所得格差をさらに固定化させました。COVID-19が引き起こした雇用市場の歪みは、長く続く可能性があります。パンデミックは所得と富の不平等が、私たちの経済と社会を深刻に脅かしていることを示しました。
- 都市部から質の高い仕事を移転させ、労働者に場所、通勤、労働時間の面でより柔軟性を与えることができれば、希望の光となるかもしれません。同時に従来型雇用が危機の際に労働者への保護を与えられないことも見てきました。あらゆる社会経済的レベルの労働者に柔軟性と安定性を確保するためはどうすべきか、私たちは私たちの仕事について再考する重要な機会に直面しています。
- 世界的なブラック・ライブス・マター（黒人差別に対するデモ活動）運動は、人種間の不平等に再び注目を集める結果となりました。この問題は私たちの投資にどんな影響があるのでしょうか？ シティグループのエコノミストはレポート「CLOSING THE RACIAL INEQUALITY GAPS（2020年9月）」の中で、教育やビジネスローンの制限など、2000年以降、人種差別により米国のGDPが16兆米ドル減少したと推定しています。
- スチュワードシップ活動では、企業が危機から何を学んだか、そして「より良く再構築する」ためにどのようなステップを踏んでいるかについて尋ねています。企業のレジリエンスを最大化するにはどうすればよいでしょうか？ 私たちは新しいインクルーシブな成長戦略に取り組んでいます。この戦略は、さまざまな社会的側面、人的資本、ガバナンスの側面で企業がどのように行動するかに焦点を当て、所得、ジェンダー、人種の不平等に及ぶ問題への取り組みを支援するものです。

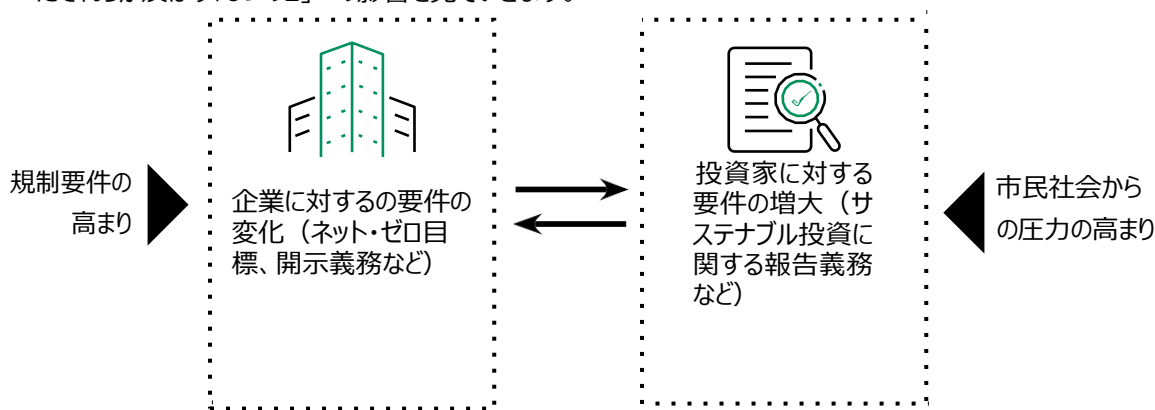


ダイナミックな規制と市民社会

欧州は一連のサステナブル目標に関する政策の先頭に立っていますが、さらに焦点を絞っています。

2050年までにネット・ゼロ・カーボンの目標を達成するとともに、新しいグリーン・タクソミーと企業の投資チェーン全体にわたる報告の義務を課しました。BNPパリバはこのプロセスに深く関与してきており、「[サステナブルな金融に関する欧州プラットフォーム](#)」の報告者の一人としての役割を果たし、引き続き議論の席につく予定です。

私たちは、金融及び非金融企業の双方に対する市民社会及び非営利団体からの前例のない圧力、またそれらが及ぼす「3つのE」への影響を見ていきます。



今後に向けて

多くの国や地域で分断の存在する地政学的なバランスを考えると、2021年が何をもたらすかを予測するのは困難です。創造的また野心的に、地球規模の課題にどう取り組むかを考える必要があります。

- 新型コロナウイルスは健康、経済、社会的不平等の3つの問題をもたらした
- 気候変動と、近年の大規模かつ社会的に深刻な影響を与える洪水や火災の増加
- 食料生産と安全性、健康および気候変動問題のリスクの過小評価を背景とした生物多様性の損失

BNPパリバ・アセットマネジメントは、グローバル・サステナビリティ戦略を実施していく上での進捗状況をしっかりと見守りながら、これらのサステナビリティ・ドライバーを追跡し、適応していきます。2019年に私たちのビジョンを公表したのち、2020年は、実装のためのツール開発に重点を置きました。2021年には、より多くの新しいアイデア、刺激的な投資戦略、レポート機能の強化をお客様に提供したいと思っています。

重要なことは、リスクにはチャンスが伴うということです。私たちは、低炭素で環境的に持続可能で、平等で包摂的な経済への移行を支援するために、最適な企業を特定することを目指しています。

投資家としての洞察力を強化し、より安全な世界の未来に貢献するために、フューチャー・メーカーとして、皆様と共に明日の課題に取り組めることを大変うれしく思い、また楽しみにしています。



ASSET CLASS OVERVIEW

各資産クラスの年次パフォーマンス（ユーロ建て）

（2008年～2020年10月）

2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	
9.90%	57.70%	28.80%	6.20%	26.70%	21.20%	32%	11.50%	15.60%	8.40%	0.10%	30.00%	4.70%	Performance +
-5.30%	34%	19.50%	6.20%	19.20%	6.50%	19.50%	10.40%	10.70%	7.50%	-0.20%	25.30%	4.20%	
-25.20%	25.90%	15.10%	3.60%	14%	0%	8.40%	1%	10.10%	3.70%	-2.70%	13.30%	-0.80%	
-37.60%	17.50%	14.50%	-2.40%	10.70%	-0.10%	7.50%	-0.50%	8.10%	0.30%	-3.80%	9.20%	-5.00%	
-37.60%	16.60%	7.20%	-2.70%	4.40%	-0.10%	2.60%	-0.70%	4.60%	-0.20%	-4.10%	4.50%	-12.40%	
-45%	1.10%	3.50%	-14.70%	-2.10%	-9.80%	-17.80%	-25.90%	2.30%	-2.10%	-13.70%	4.30%	-24.60%	
													Performance -

- 世界国債（EURヘッジ後）
- 世界投資適格社債（EURヘッジ後）
- 世界ハイイールド社債（EURヘッジ後）
- コモディティ（EURヘッジ後）
- 先進国株式（EURヘッジ無し）
- 世界不動産（EURヘッジ無し）

出典：Bloomberg、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

使用指数：世界不動産（RNL）、先進国株式（MSDEWIN）、世界国債（SBWGEC）、世界投資適格社債（LGCPTREH）、世界ハイイールド社債（LG30TRUH）、コモディティ（BCOMHET）；カッコ内はBloomberg ticker

過去のパフォーマンスや実績は現在や将来を示唆するものではありません。

READ TIMELY MARKET, ECONOMIC AND INVESTMENT INSIGHTS ON THE GO



Download
the app
INVESTORS' CORNER

Download on the
App Store

GET IT ON
Google Play



BNP PARIBAS
ASSET MANAGEMENT

The asset manager
for a changing
world

PRODUCTION

Daniel Morris, chief market strategist, co-head investment insights centre
Andrew Craig, co-head investment insights centre
Nieck Ammerlaan, content manager – investment insights
Christine Bosso, coordinator

Graphic design: Creative Services BNPP AM

This publication is produced by the investment insights centre at BNP Paribas Asset Management.

Contact: AM -- Investment Insights (AM.investmentinsights@bnpparibas.com)

The value of investments and the income they generate may go down as well as up and it is possible that investors will not recover their initial outlay. Investing in emerging markets, or specialised or restricted sectors is likely to be subject to a higher than average volatility due to a high degree of concentration, greater uncertainty because less information is available, there is less liquidity, or due to greater sensitivity to changes in market conditions (social, political and economic conditions). Some emerging markets offer less security than the majority of international developed markets. For this reason, services for portfolio transactions, liquidation and conservation on behalf of funds invested in emerging markets may carry greater risk.

BNP Paribas Asset Management France, "the investment management company," is a simplified joint stock company with its registered office at 1 boulevard Haussmann 75009 Paris, France, RCS Paris 319 378 832, registered with the "Autorité des marchés financiers" under number GP 96002.

This material is issued and has been prepared by the investment management company.

This material is produced for information purposes only and does not constitute:

1. an offer to buy nor a solicitation to sell, nor shall it form the basis of or be relied upon in connection with any contract or commitment whatsoever or
2. investment advice.

This material makes reference to certain financial instruments authorised and regulated in their jurisdiction(s) of incorporation.

No action has been taken which would permit the public offering of the financial instrument(s) in any other jurisdiction, except as indicated in the most recent prospectus and the Key Investor Information Document (KIID) of the relevant financial instrument(s) where such action would be required, in particular, in the United States, to US persons (as such term is defined in Regulation S of the United States Securities Act of 1933). Prior to any subscription in a country in which such financial instrument(s) is/are registered, investors should verify any legal constraints or restrictions there may be in connection with the subscription, purchase, possession or sale of the financial instrument(s).

Investors considering subscribing to the financial instrument(s) should read carefully the most recent prospectus and Key Investor Information Document (KIID) and consult the financial instrument(s)' most recent financial reports. These documents are available on the website.

Opinions included in this material constitute the judgement of the investment management company at the time specified and may be subject to change without notice. The investment management company is not obliged to update or alter the information or opinions contained within this material. Investors should consult their own legal and tax advisors in respect of legal, accounting, domicile and tax advice prior to investing in the financial instrument(s) in order to make an independent determination of the suitability and consequences of an investment therein, if permitted. Please note that different types of investments, if contained within this material, involve varying degrees of risk and there can be no assurance that any specific investment may either be suitable, appropriate or profitable for an investor's investment portfolio.

Given the economic and market risks, there can be no assurance that the financial instrument(s) will achieve its/their investment objectives. Returns may be affected by, amongst other things, investment strategies or objectives of the financial instrument(s) and material market and economic conditions, including interest rates, market terms and general market conditions. The different strategies applied to financial instruments may have a significant effect on the results presented in this material. Past performance is not a guide to future performance and the value of the investments in financial instrument(s) may go down as well as up. Investors may not get back the amount they originally invested. The performance data, as applicable, reflected in this material, do not take into account the commissions, costs incurred on the issue and redemption and taxes. All information referred to in the present document is available on www.bnpparibas-am.com

- 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す。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。
- 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。
- 本資料で使用している指数等に係る著作権等の知的財産権、その他一切の権利は、当該指数等の開発元または公表元に帰属します。また、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。
- 本資料でご紹介する銘柄はご説明のための参考情報であり、特定の有価証券等の取得勧誘を行うものではありません。

商号: 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、一般社団法人 第二種金融商品取引業協会



November 2020 - Design: Creative Services BNPP AM - P2011007



BNP PARIBAS
ASSET MANAGEMENT

The asset manager
for a changing
world