

新たな現実 への第一歩



2024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
 マクロ経済と市場	
新たな現実への第一歩	6
2024年のアセットアロケーション	9
 サステナビリティ	
2024年に向けた4つのサステナビリティ・テーマ	13
 投資テーマ	
創造的破壊 - AIはいかにして産業を再構築するか	16
人工知能 - 重要な1年に向けて	19
中国は投資に値するか？マクロ経済の視点から	23
投資家の低炭素資産への移行により	26
転換期を迎えたインフラデット	
各資産クラスの見通し	29

執筆者ご紹介



DANIEL MORRIS

CFA, Chief Market Strategist,
London



MAYA BHANDARI

Global Head of Multi-Asset,
London



ALEXANDER BERNHARDT

Global Head of Sustainability Research, Digital Innovation Consultant and Lecturer,
Boston



MATTHIJS LEENDERTSE

Amsterdam



PAM HEGARTY

CFA, Senior Portfolio Manager,
US Equities, Boston



VINCENT NICHOLS

CFA, Senior Investment Specialist,
US Equities, Boston



CHI LO

Senior Market Strategist APAC,
Hong Kong



DAVID DRAY

Investor Relations,
Paris



STÉPHANIE PASSET

Deputy Head Infrastructure Debt,
Paris



VINCENT GUILLAUME

CFA, Deputy Head Infrastructure Debt,
Paris



ROBERT GAMBI

Global Head of Investments, London

投資家の皆さまへのメッセージ

ボラティリティがニューノーマルになっています。2023年は、グローバル経済と金融市場において、予期せぬ重大な変化が頻発した年となりました。2024年も同様の道をたどる可能性が高く、アクティブ運用のマネジャーがお客様のために成果を上げる新たなチャンスが生まれると予想されます。

各中央銀行は2022年を通し、インフレ抑制のための利上げを実施しました。2021年以降、各中央銀行が実施した500ベース・ポイントもの利上げの重みで、グローバル経済がいずれ腰折れすると考えてもおかしきはありませんでした。

しかし、予想された世界同時不況はまだ発生していません。欧州の成長率が低調なのに対し米国は驚くほど堅調で、雇用も大西洋の両岸で底堅く推移しています。それにもかかわらず、2023年が終わりに近づくにつれ、物価上昇が1年前よりはるかに緩やかになっていることが明らかになっています。

2024年において、金融市場は引き続き、成長率とインフレ率の見通し、そしてそれが金融政策や経済状態、とりわけその動向に敏感な資産価格の評価にどんな影響を与えるかに注目すると思われます。しかし、マーケットを動かすのはこのような短期的な景気循環だけではありません。

実際、ここ数カ月の市場の大きな動きは、間違いなく、経済が長期的にどこに向かっているのかという点に対する投資家の見方の変化によって引き起こされました。長期債利回りが上昇に転じたのは、短期的な政策金利のピークではなく、長期的にどこで落ち着くのかという点と、そこに至る道筋の不確実性に対して投資家が必要とする対価を、投資家が再評価したためです。

この間マーケットは、人工知能(AI)の急速な技術進歩を消化し、それが長期的に生産性と収益性にどのような意味を持つかを予測しなければなりません。実際、債券利回りの大幅な上昇に直面した米国株式市場が底堅く推移しているという事実を理解する上で、AIが将来の収益に与える影響についての楽観的な見方は重要な要素となっています。

もちろん、金利がどこで落ち着くか、金利リスクに対する適切な対価、あるいは現在の価格に織り込まれているAIが収益に与える影響に関する見解は、本質的にはすべて暫定的なものです。マーケットは、こうした長期的テーマに関する新たなエビデンスが出てくるたびに、それを吟味し、資産の再評価を繰り返すことでしょう。

私たちアクティブ運用マネジャーにとって大切なことは、的確な銘柄選択と確信度の高いポジションを支える的を絞ったリサーチを通じて、こうしたマーケットのプロセスの一步先を行くことです。

エグゼクティブサマリー

マクロ経済

2024年には、2023年に経済活動をけん引した現金が底をつき始めます。米国では過剰貯蓄が解消され、企業投資が低迷する可能性があります。欧州は景気後退リスクに晒されやすく、スタグフレーションに直面する可能性があります。

金融環境の悪化は経済成長と企業収益を圧迫します。各国政府が債務削減に注力するなか、財政支援が後退する可能性もあります。主要なリスクは、市場が予想する以上に成長が鈍化することです。

ウクライナから台湾、そして今回のイスラエルに至るまで、地政学的な情勢はますます複雑で困難なものとなっています。地政学と選挙情勢が2024年の市場に大きな影響を与える可能性が高いですが、潜在的な結果に意味のある確率を割り当てることは現時点で不可能です。

アセットアロケーション：債券の出番

各国中央銀行が成長を支えるために利下げに転じ、債券利回りは低下すると見えています。予想された企業利益が実現なかった場合、株価は下落することが想定されるため、株式よりも国債に妙味があると考えます。

サステナブルな経済

私たちは投資家として、サステナブルな長期的成長と、環境のサステナビリティを維持・促進し、エネルギー移行を進め、公正で公平な低炭素経済への転換を確実にし得る機会に、資源を集中させるべきと考えています。

気候変動の影響を緩和するためにも、地球温暖化のリスクに適応するうえでも、創造性のある解決策が必要となります。投資家にとって、公正な移行を達成するための努力の中心であるこの分野で、投資機会は増加しつつあります。

長期の投資テーマ

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のけん引役になりそうです。当社は、ヘルスケア、教育、物流、モビリティといったテーマで可能性を探って参ります。

ChatGPTのリリースは、拡張データセンター・インフラ、新しいソフトウェア開発、革新的アプリケーションといったディストラプティブ・テクノロジーによる新たな競争を引き起こしました。AIは今後10年間、半導体需要の主要なけん引役となるでしょう。楽観的な見方ばかりが目立ちますが、環境・社会・ガバナンス(ESG)の観点からの懸念、規制、気まぐれな投資家心理など、注視すべきリスク要因も存在します。

プライベートアセットの中でも、インフラ・デットは投資家に多くの投資機会を提供する資産クラスであると考えています。インフラ・デットは、サステナブル経済への移行をサポートすることにより重点を置くようになっており、多くの投資家のリターンとインカム目標にも合致しています。

中国については、長期的な視点で考えることが重要です。現在の循環的な問題は、金融緩和によって促進される積極的な財政拡大によって解決することが可能と思われます。これが実現されれば成長は促進され、2024年には資産価格が回復すると見えています。

マクロ見通し



DANIEL MORRIS

CFA, Chief Market Strategist, London

新たな現実への第一歩

2023年に訪れると思われていた景気後退は、単に遅れただけかもしれません。年初時点では、米10年債利回りは3.9%、米FF金利は5%でピークに達すると予想されていました。本稿執筆時点では国債利回りはさらに上昇していますが、FF金利の予想は大きく外れていません。

GDP成長率予測が大きく外れたのは、主にバイデン政権発足時の大規模な財政刺激策と、それに続く「グリーン・ニューディール」政策やインフレ抑制法の影響が長期化したためです。この景気刺激策は意図した通りの成長と投資を促す一方、その代償として国債利回りは5%を超える場面もありました。

2023年に米国経済をけん引したこれらの要因は、2024年には剥落する可能性があります。消費者の過剰貯蓄は解消されつつあり、金利上昇は財・サービス、特に住宅需要に悪影響を及ぼしています。とは言え、当社としては、景気減速が景気後退に至るとまでは考えていません。米国の四半期GDP成長率は2024年初頭に減速するものの、それは一時的なものにとどまると予想しています。

当社ではインフレ率の減速は継続すると考えており、トレンドを下回るGDP成長率が数四半期続けば、米連邦準備制度理事会(FRB)の目標としているコア個人消費支出(PCE)インフレ率2%に戻ると見えています。ただし、2026年以降になると見込んでいます（図表1参照）。

2023年初めに景気後退を明確に示唆したかのように見えたイールドカーブの逆転（逆イールド）は、今回は間違いであった可能性が高いと明らかになりつつあります。その主な理由の一つは、FRBがこれほど長期にわたってインフレ率が目標を上回っていることを忍耐強く容認してきたためです。

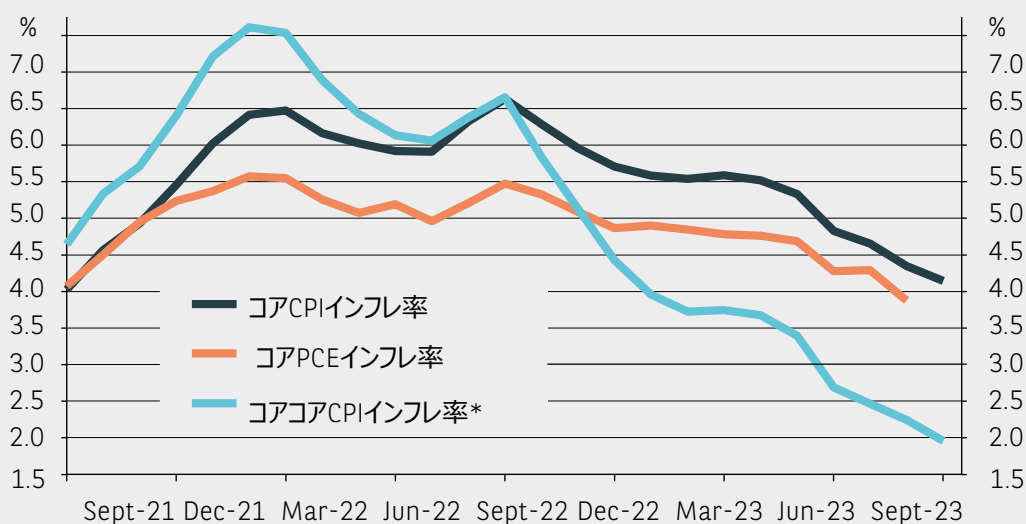
多くの投資家が成長の軌道を予測できなかったもうひとつの地域は、中国です。中国では、3年間にわたるゼロコロナ政策の後、大きな潜在需要が生まれ、力強い成長に拍車がかかると考えられていました。

「次の米大統領が誰になろうとも、米中貿易関係の改善は難しいままとなる可能性があります」

当初はそうのように急回復するかに見えたものの、予想よりはるかに早く反動減に転じました。中国政府の支援が予想よりはるかに控えめなもので、中国の家計は欧米ほど貯蓄を備えることが出来ておらず、不動産市場に対する懸念が消費者と企業の景況感を悪化させました。

中国政府が、不動産デベロッパーの債務超過や不動産販売に税収を依存する地方政府の債務により強力な対策を講じるまでは、経済成長は期待外れのまま推移すると思われます。米国との貿易関係も、次の大統領選挙で誰が選ばれようとも、難しい状況が続く可能性があります。

図表1：インフレは減速している
前年比、CPI = 消費者物価指数、PCE = 個人消費支出



欧州は、悲観的な見通しがほぼ現実のものとなった地域であり、また、引き続き悲観的な見通しが妥当である可能性が高い地域でもあります。欧州は米国と同様の政策金利の引き上げとエネルギー価格の大幅な上昇に直面しましたが、財政刺激策は相対的に小規模でした。

ユーロ圏は2023年内に穏やかな景気後退に陥る可能性があり、当社の予測では2024年にも目立った経済成長は見られないと考えています。新たな外的ショックがあれば、ユーロ圏はより深刻な景気後退に陥る可能性があります。一方で、インフレ率が米国より急速に低下することもないと思われます。

「ユーロ圏は穏やかな景気後退に見舞われる可能性があり、 当社の予測では2024年も目立った経済成長はありません」

米国において、インフレ率が高水準で安定してしまった場合、インフレ率をFRBの目標値まで戻すには景気後退が必要かもしれません。サプライチェーンの正常化と「リベンジ」旅行の終焉によって「容易に」達成できた利益は、すでに過去のものとなった可能性があります。脱グローバル化、労働市場の逼迫、エネルギー移行への投資は、すべてインフレ要因です。

さらに、賃金がインフレ率に追いつくにつれて、実質賃金と所得の増加が消費の再加速につながる可能性もあります。過去4年間の（新型コロナウイルスによる）未曾有の混乱は、経済予測をとりわけ困難なものにしてきました。そのため投資家や中央銀行は、成長率とインフレ率がどのように推移するか、次の経済データを待つしかありませんでした。今後も予測が容易になるとは考えにくく、経済データに依存する状況は続く可能性があります。

市場見通し



MAYA BHANDARI

Global Head of Multi-Asset, London

2024年のアセットアロケーション

2023年は、金融資産、とりわけ債券相場のボラティリティの高まりに加え、マクロ経済のシナリオ、すなわち「シナリオ変化によるボラティリティ」が極端に起こった年となりました。

マーケットの期待は、景気後退から「ソフトランディング」、さらには過熱、そして逆戻り（さらに再び逆戻り・・・）と、小刻みに変化しました。本稿執筆時点では、「ソフトランディング」、つまり成長率を大幅に低下させることなくインフレ率が主要中央銀行の目標である2%に戻るというシナリオが有力となっています。

当社はこうした楽観論に対して、他社よりも懐疑的な見方で、経済成長はより鈍化するリスクがあると見ています。このシナリオでは、期待された企業利益が実現しないため、債券利回りが低下し、株価は下落する可能性があります。

市場のバリュエーションは著しく混乱しており、リスクプレミアは債券で高く、株式では比較的低くなっています。

その結果、ファンダメンタルズと市場バリュエーションあるいはリスクプレミアを用いた評価を組み合わせると、2024年のアセットアロケーションは、先進国株式への警戒とともに、債券のデューレーションを長めにとるというのが最も確信の持てる見方となっています。

長期デレーションに対する高い確信

ファンダメンタルズとバリュエーションは、アセットアロケーションを考える際の2大要因です。12カ月という投資期間で考えると、この2つはいずれも長期デレーションの債券を支持する裏付けとなっています。

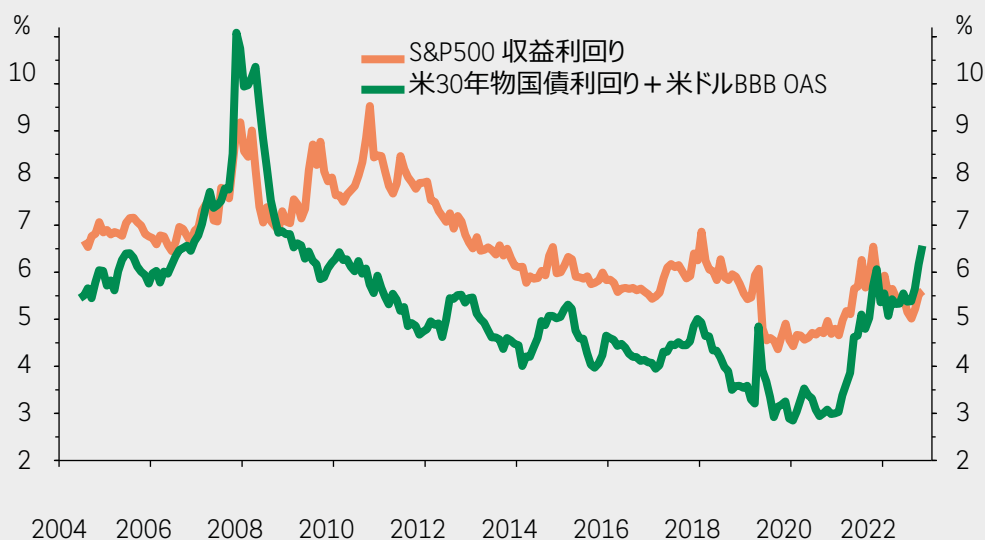
2023年における米国の成長率の市場予想は、政府支出と新型コロナウイルス禍の過剰貯蓄の取り崩しによる需要増によって、大幅な金融引き締め政策の影響が相殺され、1年間で大きく上方修正されました。しかし当社では2024年の成長率に関して、警戒感が急速に忘れられ、実質成長率見通しが昨夏の底値から倍増していることから、あまりに楽観的な予測には懐疑的な見方を持っています。

2023年の成長を支えた2つの主な要因、すなわち、1) 戦時下以外では前例のない財政赤字の倍増（2024年に同じことが繰り返される可能性は低い）、2) 過剰貯蓄（当社の分析では、とりわけ低所得層において広範囲で枯渇していることが明らかとなっている）、の2つの要因がなくなること、これまで実施された525bpの利上げの効果が、2024年を通して米国経済に現れてくると考えます。

米国の消費は、貯蓄水準が正常化するにつれて鈍化し、実質所得やその他の消費指標のオーバーシュート（行き過ぎ）は修正されるはずですが、一方で、企業投資はかなり弱含む可能性があります。先行指標では、投資は予想されている10%増ではなく、減少することが示唆されています。

また、すでに苦境に陥っている欧州にも下振れリスクがあると見ています。先行指標は悪化の一途をたどっており、融資やクレジットの状況も大幅に縮小しています。

図表2：債券のリスクプレミアは株式を上回る
債券と比較した株式の益回り（向こう12カ月）



データは2023年10月25日現在。出所：ブルームバーグ、BNPパリバ・アセットマネジメント。

バリュエーションの歪み

すべてのリスクには価格が紐づけられていますが、資産のバリュエーションが著しく歪んでいるように見えます。特筆すべきは、債券のリスクプレミアが過去100年間で数回しか見られなかった水準にあることです。2009年以来では初めて、債券のリスクプレミアが株式のリスクプレミアよりも大幅に魅力的な水準にあります。債券の魅力のひとつは、投資家に支払われる金額が決まっていることであり、現在の水準は魅力的な年率リターンとなっています。

こうしたギャップは、単純な比較（例えば、30年物利回りに若干のスプレッド・リスクを上乗せした利回りと予想益利回りの比較）であれ、より複雑な分析（米国債イールドカーブに沿った割引モデルの使用）であれ存在します。また、このギャップは地域的にも異なっており、特に米国と欧州において顕著です。

2023年の債券価格の急落は、負の外部性、あるいはフィードバック・ループ（結果が増幅されていくこと）をもたらし、金融環境の急速な引き締めと金融システムの不安定化リスクを高めることで、成長の下振れリスクを強めるものでした。

ポジショニング

当社は長期デュレーションを 선호しており、特にリスクとリターンが魅力的に見える長期の米国インフレ連動債（実質金利）が魅力的と考えています。また、ヘッジなしの欧州投資適格社債、新興国（EM）の現地通貨建て債券、そして米長期債（名目金利）も適度なロングポジションを残しています。

2023年秋にかけての急激な利回り上昇の機会を捉えて、最も直近では現地通貨建ての新興国債券のポジションを増やしています。現地通貨建ての新興国債券は、長期エクスポージャーを得ると同時に、代替的で分散効果が期待される投資先です。新興国の中央銀行は先進国に先駆けて政策金利を引き締めたため、とりわけ対外資金需要の観点でファンダメンタルズの改善が見られ、投資家は高いリターンを期待できます。

また、中国の先行きは、特にマクロ経済政策が不透明さを増しており、新興国の株価指数に与える影響が大きいことから、新興国債券は新興国株式よりも魅力的と言えます。

主に欧州株式に慎重な見方

債券に妙味があると見る理由と同様、ファンダメンタルズのリスクとバリュエーションに対する懸念が、2024年の株式への警戒感を高めています。2023年初頭とは異なり、当社の懸念は主に欧州に集中しています。

米国企業が小規模な業績悪化に見舞われたのとは対照的に、欧州の企業業績はポストコロナ期間には堅調に推移しました。欧州企業の収益は当面、プラス成長（1桁台半ばから後半）を維持すると予想されます。しかし、今後予想されるような欧州経済の低迷期においては、収益も同程度に縮小する可能性（最大15%程度の減少）があります。

**「米国企業が小規模な業績悪化に見舞われたのとは
対照的に、欧州の企業業績はポストコロナ期間には
堅調に推移しました」**

アナリストの予想は楽観的なままですが、直近の決算シーズンで各企業が提示した見通しは極めて慎重なものでした。言い方を換えれば、景気後退の前に、この楽観的な予想が先に疑問視されるのかもしれません。

このような収益見通しの弱さを勘案すると、欧州株式のバリュエーションは、過去の水準との比較においてだけでなく、欧州の投資適格社債、ハイイールド社債、国債との比較においても、魅力に欠けるように思われます。

サステナビリティ



ALEXANDER BERNHARDT

Global Head of Sustainability Research, Boston

2024年における 4つのサステナビリティ・テーマ

サステナブル投資が成熟するにつれ、その規制環境は発展を続けており、ESGに関するより広範な課題が注目されるようになっていきます。

規制：進化か革命か？

2024年第2四半期に、欧州委員会はサステナブルファイナンス開示規則（SFDR）の改定に関する協議結果を公表する予定です。この協議によって解決されるべき懸念事項として、SFDR第8条と第9条が事実上の商品ラベルとして使用されている点があります。一つの提案として挙げられるのは、現在のアプローチを、英国のサステナビリティ開示要件（SDR）で確立されたものと同様のファンド分類スキームに置き換えることです。

市場参加者は、現在の規制の原則を取り入れるために多大な時間と資金を費やしてきたため、現段階で全面的な改革を行うことは困難であり、当社の考えでは、SFDRはすでに資本をサステナブルな経済¹に誘導することに成功しています。サステナブル投資はまだ比較的新しいアプローチであり、規制が今後も急ピッチで発展していくことは避けられませんがSFDR2.0が革命をもたらすのか、それとも単なる進化なのかは現在のところ不明で、協議の結果次第となりそうです。

1. オープンエンド型ファンドにおけるSFDRの実施に関して、当社がサステナビリティと認定した企業への資産配分を集計したところ、市場全体に対して15%オーバーウェイト（2023年5月現在、350億ユーロ相当）していることが確認できました。

米国とアジアではサステナブル投資に関するルール作りが進行中であり、グローバルな状況はさらに複雑さを増しています。今後数年間、グローバルな資産運用会社にとっての課題は、投資家に対し混乱ではなく明瞭さをもたらす努力を積み重ねるとともに、世界中の規制システムの様々な要件に対応していくことになるでしょう。

ESG分析におけるダブル・マテリアリティ

ここ1年ほどのサステナブル投資に対する逆風は、企業やその他の証券発行体のサステナビリティに関する評価手法が妥当か否かという議論を呼び起こしました。財務リスクとして環境、社会、ガバナンスの問題に焦点を当てるといふ、シングル・マテリアリティの手法を適用したESG格付けは、傍目には直感に反すると受け止められる場合があり、アプローチとしてのサステナブル投資の信頼性を損なう可能性があります。例えば、環境汚染が深刻な業界の企業の中にも、ESGリスクの管理によって高い評価を取得している企業もあります。

「2024年はダブル・マテリアリティへのシフトが続く可能性があります」

その結果、2024年には、ESG課題が企業に与える影響だけでなく、企業活動が環境や社会に与える影響も見るといふ、「ダブル・マテリアリティ」へのシフトが継続する可能性があります。規制当局や市場参加者の間では、企業の全体的なサステナビリティに関するプロフィールを理解するためには、両方の視点を取り入れることが不可欠であるとの認識が高まっています。これは特にEUに当てはまることで、ダブル・マテリアリティへの考慮が規制の枠組み²に広がっており、EUタクソノミーでは環境目標に貢献する企業活動が詳述されています。

気候適応と公正な移行

投資家は、企業を評価する基準を強化するだけでなく、より広範なESG課題をポートフォリオに反映させることを求めるようになってきました。これまでのところ、気候変動への投資の大半は、排出削減や炭素回収・貯留などの技術を通じて気候変動の原因に対処する取り組みである「緩和」に向けられてきました。一方、日常生活において、気候変動の物理的影響がもたらすリスクがますます認識されており、「適応」に重点を置く必要性が明らかになってきました。

2. [Double materiality what does it mean for non-financial reporting | Global law firm | Norton Rose Fulbright](#)

気候適応への投資は、難易度が高い傾向があります。その一方、気候緩和は投資の方向性が往々にしてシンプルです。例えば、再生可能エネルギー発電所を建設し、その発電所が生み出すキャッシュフローを受け取るといった投資です。これを、海岸沿いの町に防潮堤を建設するといったレジリエンス（耐性）を重視した投資と比較してみましょう。投資のメカニズムは同じですが、主な投資リターンは、資金化するのが難しい将来のリスク軽減であるため、投資家のリターンの源泉が相対的に不明瞭なものとなります。

「気候適応はもっと注目されるべきです」

こうした課題に対する創造的な解決策が現れ始めており、投資家に機会を広げるとともに、民間資金はこの緊急性の高いテーマに資金を振り向けつつあります。それは、気候変動が「グローバル・サウス」に及ぼす不均衡な影響を認識し、公正な移行を達成するための努力の中心となるテーマと言えます。

不平等、ESGにおける「S」

ここ数年、投資家は気候変動と生物多様性の損失を重要な懸念事項として認識するようになりました。また、所得や富の不平等が一部の国や地域で（またの尺度や時間軸によっては世界的に）著しく拡大する中、不平等に関連したシステム・リスクに対する認識も高まっています。

気候変動（もう一つの重要なシステム・リスク）の原因が、温室効果ガス（GHG）排出量など容易に特定できるのに対し、不平等の原因を正確に特定することは困難であり、多くの企業慣行や政策選択が議論されています。2021年にこの問題に取り組むために設立された「不平等に取り組むビジネス委員会」（BCTI³）は、大手企業を含む多くのステークホルダーによって設立されました。その報告書「Tackling inequality: An agenda for business action」（2023年）では、不平等に企業が取り組むうえでの10の提案を挙げており、企業はどのようなものを生産すべきか（#2：必要不可欠な製品とサービスをより入手しやすく、手頃な価格にする）、企業が雇用主としてどのように行動すべきか（#3：多様性があり、公平かつ包摂的な職場を作る、#6：生活できる賃金を支払い、促進する、#7：労働者の代表権を支持し、尊重する）、市場と社会における役割（#8：効果的な公共政策を支持する、#9：責任ある税制慣行を採用する）などの点をカバーしています。

投資家コミュニティにおいては、こうした提言に照らして企業業績に焦点を当てる機会を増やすだけでなく、関連した政策対話に参加する機会も増えてきています。

3. 不平等に取り組むビジネス委員会（tacklinginequality.org）参照。

人工知能



MATTHIJS LEENDERTSE

Digital Innovation Consultant and Lecturer, Amsterdam

創造的破壊 - AIはいかにして 産業を再構築するか

ChatGPTの登場により、人工知能（AI）が中心的な脚光を浴びることになりました。AIは驚くほどに幅広く応用可能なテクノロジーであり、今後数年間でイノベーションと創造的破壊を促進することになると思われます。

人工知能というくらいなので、それ自体が技術的に進歩することを意味します。さらに重要なのは、あらゆる関係者が新しい製品やサービス構築のために活用を可能にするテクノロジーであるということです。このテクノロジーの「生成性」、つまり予期せぬ変化を生み出す能力は、すでに業界全体に進歩と大きな破壊をもたらしつつあります。

その結果、私たちはさまざまなセクターで技術革命の瞬間を迎えようとしています。過去の革命がそうであったように、それは創造的破壊の時代を意味します。変化は急速に起こり、既存のプレイヤーは新たな挑戦者に追い抜かれ、未解決の問題に対する新たなソリューションが急ピッチで出現するのです。

この効果が体現されたのは、OpenAIのChatGPTの誕生によって「小宇宙」が生まれたためです。ChatGPTは、明らかに無から何かが生まれ、これまで難攻不落だったテクノロジー大手が追いつこうと奔走する中で、史上最も急成長したコンシューマー・テクノロジーの一つとなりました。ただし、ChatGPTが話題の中心となったものの、大きな飛躍は各セクターの特定のアプリケーションからもたらされる可能性があります。特に大きな可能性を秘めているのは、次の3つのセクターと考えています。

ヘルスケア

薬剤開発から患者の治療まで、AIテクノロジーはすでに医療分野のほぼすべての面で影響を及ぼしています。その進歩に伴って、オーダーメイドの医療が大規模に運用されるようになり、人々の健康全般が改善され、先進国の医療システムにおける高齢化の負担が軽減されることが期待されます。

診断ツールの分野でも、このテクノロジーの利用は急加速しています。例えば、乳がん検診では、AIは何百万枚もの画像を迅速に選別し、人間の医師よりもはるかに高い精度で異常を検出することができます。

創薬や薬剤開発では、AIはすでに耐性菌に対抗するための新しいタイプの抗生物質の発見に使われており、薬剤の効能予測や試験の迅速化にも利用されています。製薬会社はAIの専門企業を買収していますが、勝者となるのは、AIの能力を育成し、製造や導入の専門知識と組み合わせる能力を持つ企業になると思われます。

教育

AIは、国家間あるいは国立と私立の教育制度間の格差をなくすことを可能にし、教育における平等を大きく推進する可能性を秘めています。個別化された学習アプローチによって、遅れをとっている子どもたちのサポート、言語の異なる国に移り住んだ子どもたちの適応サポートなど、幅広く応用することが可能です。

「AIは、国家間あるいは国立と私立の教育制度間の格差をなくすことを可能にし、教育における平等を大きく推進する可能性を秘めています」

ビジネス機会の一つとなりうるものとして、生涯学習も挙げられます。世界中の政府が、技術革新の結果、国民に再教育（リスキリング）の必要があることを認識しています。例えば、欧州連合(EU)では、2030年までに成人人口の60%が毎年トレーニングに参加することを目標としています。その結果、トレーニングの提供は、AIテクノロジーが重要な役割を果たす可能性のある大きな市場になりつつあります。

物流とモビリティ

AIの能力は、サプライチェーンのマッピング、モニタリング、管理において、生産性と効率化を顕著に改善させることが可能です。企業はAIテクノロジーを需要予測、予測に基づくプラン作成、輸送ルート最適化に利用することもできます。

このテクノロジーは、自動車の生産にも、自動車の利用方法にも影響を与える可能性を示唆しています。将来的には、交通システムが劇的に変化し、渋滞を緩和する最適化されたルートで自動走行する車両が走ったり、人や物資がより迅速に移動できるようになったりすることで、交通システムが環境に与える影響が軽減されるかもしれません。

将来へのリスクと疑問

AIは経済成長の原動力となり生産性を大幅に向上させる可能性を秘めていますが、同時にリスクや不確実性ももたらします。

技術革新は、雇用を破壊する一方で、別の雇用を創出します。だからこそ、「創造的破壊」という言葉があるのです。ただし、人々の生活への短期的な影響は甚大で、社会不安を引き起こす可能性があります。AIのもたらす平等化の可能性が実現されず、代わりにテクノロジーが富裕層だけに利益をもたらす場合も同様です。

ChatGPTの例からも明らかなように、データの所有権とプライバシーの問題は、AI革命がどのように展開するかにおいて極めて重要です。

- ・ AIが学習に使用するデータは誰のものか？
- ・ AIが採用する医療記録を持つ人々のプライバシーをどのように保護するのか？
- ・ さらに先を考えると、誰がテクノロジーそのものを所有するのか？
- ・ スマートフォンやソーシャルメディアに見られるように、権力と富は少数の企業に集中するのか、それとも、より細分化された専門的なAI市場がいくつも出現するのか？

「テクノロジーとしてのAIは中立です。私たちの未来への影響は、それをどう使うかによって決まるのです」

最後に、AIは既存の地政学的緊張、とりわけ米国と中国の対立にすでに巻き込まれています。両国ともAIにリソースを投入していますが、中国には個人情報保護法がないため、膨大なデータセットという点で優位に立てる可能性があります。各国で保護主義が強まり、デジタル主権への欲求が強まった場合には、AI企業はグローバルな規模を確立することができなくなるかもしれません。

テクノロジーとしてのAIは中立です。私たちの未来への影響は、それをどう使うかによって決まるのです。世界各国の政府はAIの向かう道筋を決める必要性を認識していますが、最初に行動することで競争力を失いたくはないはずです。政府が行動に踏み出せば、研究開発をサポートするのに十分な魅力的な投資環境を構築する一方で、リスクを軽減するための規制とのバランスを見出すことが必要になるでしょう。

ディストラプティブテクノロジー



PAM HEGARTY

CFA, Senior Portfolio Manager,
US Equities, Boston



VINCENT NICHOLS

CFA, Senior Portfolio Manager,
US Equities, Boston

人工知能 - 重要な1年に向けて

人工知能が新たな用途に普及し続けるなか、2024年はAIが提供する投資機会の発展において極めて重要な1年になることが予想されます。

ChatGPTの立ち上げは、一つの転換点となりました。いわゆる大規模言語モデル（新しいコンテンツを生成するディープラーニング・アルゴリズムの能力を拡張する生成AIの一分野）の利用を新たなレベルに引き上げたのです。

さらに、ChatGPTの開発者は、クラウドサービスやモバイルアプリを通じてAIモデルへのアクセスを民主化し、他の開発者や企業、個人がこのテクノロジーを利用することをより容易にしました。

ChatGPTのリリースは、データセンター・インフラ、ソフトウェア・スタック、基盤モデル、アプリケーションを拡張しようとするクラウド・サービス・プロバイダーやその他のテクノロジー企業間の競争を引き起こしました。この分野におけるリーダー企業の数社は、大幅な業績修正を発表し、2023年には大幅な株価上昇を記録しました。

2024年の9つのストーリー

当社の予想：

1. AIモデルを高度化させるインフラの継続的成長が見込まれます。クラウドサービス・プロバイダーや大企業による設備投資が、半導体企業やサーバー、ストレージ、ネットワーク機器のプロバイダーに恩恵をもたらすでしょう。
2. グラフィック・プロセッシング・ユニット（GPU、画像処理装置）の大手プロバイダーに対する信頼できる競争相手の出現が予想されます。オープンソース・ソフトウェア・エコシステムと協業する動きが継続し、異なるハードウェアに適合可能なソフトウェアへの潜在的な業界シフトが起こる可能性があります。
3. 多くの大手ハイテク企業が、一部の大量生産アプリケーションに対し、引き続き特定用途向けの半導体集積回路（ASIC）を使用することになると予想されています。しかし当社では、ほとんどのAIワークロードにGPUが用いられると予想しています。
4. 開発者はGPU、フィールド・プログラマブル・ゲートアレイ(FPGA、集積回路の一種)、ASICを導入する可能性が高いでしょう。AIは、2020年代における半導体需要の主要な原動力となる可能性が高く、ロジックおよびメモリチップ企業、ファウンドリー、半導体資本設備および材料プロバイダーは恩恵を受けると考えられます。
5. ネットワーキングの面では、AIスーパーコンピューターのバックエンドネットワークに新たなビジネス機会が生まれつつあり、マルチテナント型クラウドインフラをサポートできるイーサネットの採用がインフィニバンド（InfiniBand）の伸びを上回っています。

図表1：人工知能の種類



6. サーバー、データ・ストレージ機器、光ネットワーキング機器、サイバーセキュリティ・プラットフォームのプロバイダーは、収益機会の拡大が見込まれます。
7. クラウドサービス・プロバイダーが、より大規模で強力なAIシステムを開発する可能性があります。一方ソフトウェア企業は、自社製品を改善するためにAI機能を組み込み続けるでしょう。投資家は、テクノロジー・プロバイダーが新しい機能をマネタイズする能力に注視するようになるはずです。
8. AIの利用事例は今後ますます増えていくでしょう。英国紙『エコノミスト』は、以下のようないくつかの興味深い科学的応用例を指摘しています：
 - ・ パターン認識（創薬や材料工学向け）
 - ・ 予測エンジン（タンパク質フォールディング）
 - ・ 複雑なコンピューターシミュレーション（気象モデルやプロセスのシミュレーション）
 - ・ 新しい化学物質を設計するための生成AIの使用

企業は生成AIを以下のような幅広い活動に利用しつつあります。

- ・ ソフトウェア開発
- ・ 顧客対応用のチャットボット
- ・ 契約書の作成
- ・ マーケティング・コンテンツ制作の自動化

産業分野では、メーカーや設備プロバイダーがプロセス制御やデジタルツイン（デジタル空間上に再現した）モデルを強化するためにAIシステムを導入しています。

9. 適応できない企業を避ける一方、こうしたテーマに取り組むのに最適な銘柄を見極めるうえで、ボトムアップのファンダメンタルズ・リサーチが重要になるでしょう。

主要な成長ドライバーとしてのAI

AIの普及に伴い、ファンダメンタル分析、環境・社会・ガバナンス（ESG）要因、投資家心理に関してモニタリングすべきリスク要因がいくつかあります。

成長という観点では、インフラ整備のスピードと期間は不透明であり、その過程で「消化」するための休止する期間があることも考えられます。また、AIへの支出が他の情報技術プロジェクトへの予算を圧迫する可能性もあります。

ESGの面では、無責任なユーザーが監視やハッキング、フェイクニュースの作成にAIを悪用する可能性があります。偏ったデータセットを用いれば、AIモデルから誤った結果が出てくる可能性もあります。その他の問題としては、AIモデルを実行するデータセンターに電力を供給するための多大なエネルギー要件が挙げられます。

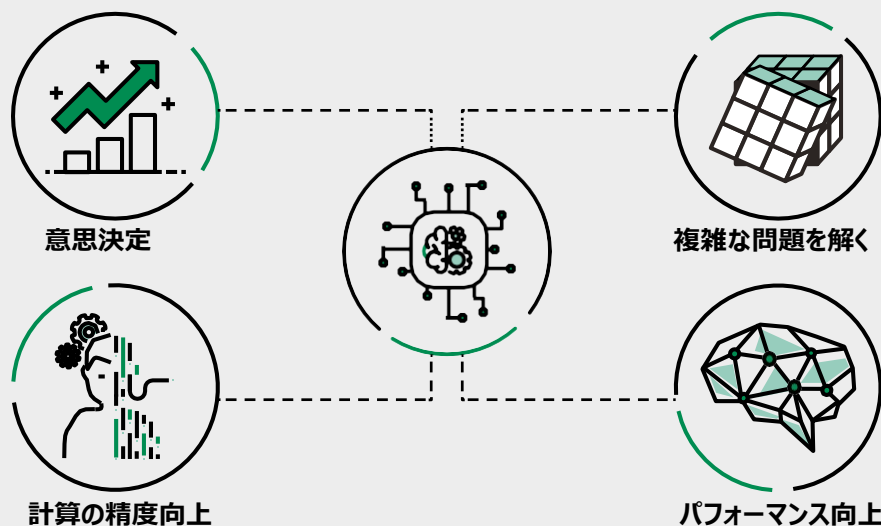
テクノロジーが新たに刷新されるというサイクルを経る中で、投資家のセンチメントやバリュエーションは変動する可能性があります。一部の識者は、AIテクノロジーが戦争やその他の悪質な用途に利用される実存的リスクを強調しています。

クラウドサービス・プロバイダー、ソフトウェア企業、大規模データベースの所有者、半導体サプライチェーン、ビジネスプロセスの改善にAIを活用している企業など、人工知能の普及とそのポジティブな影響について、全体として当社は楽観的な見方を持っています。

AIは、推奨エンジン、自動顧客サービス・システム、製造の自動化、文書作成、その他多くのシステムを実現する重要な手段であると当社は考えています。このように多様な可能性を秘めたAIが、2024年以降においても、重要な成長ドライバーになると確信しています。

「テクノロジーが新たに刷新されるというサイクルを経る中で、投資家のセンチメントやバリュエーションは変動する可能性があります」

図表2：AIの用途



<https://d1jnx9ba8s6j9r.cloudfront.net/blog/wp-content/uploads/2019/06/What-Is-AI-Types-Of-Artificial-Intelligence-Eureka.png>

中国



CHI LO

Senior Market Strategist APAC, Hong Kong

中国は投資に値するか？マクロ経済の視点から

債務水準や不動産市況の悪化に加え、コロナ後の回復をめぐる問題に対する中国政府の対応に失望が重なったことで、2023年のほとんどの期間において世界の投資家は中国に対して弱気な姿勢を維持しました。2024年の中国資産に対する見通しは、伸び悩むGDP成長率を押し上げるためのさらなる政策イニシアチブにかかっています。一方で、中国の構造改革は順調に進んでいるようで、長期的には投資テーマとなってくるでしょう。

循環的な弱さ

中国の成長見通しに関する市場コンセンサスは、2023年第3四半期以降、期待外れの経済データと金融不安のニュースが続いたことを受けて、悪化に転じました。本稿執筆時点では、2023年と2024年のGDP成長率は4.5%から5.0%の間というのが主流でした。こうした動きを受けて、株式市場はバリュエーションがすでに割安に見えるにもかかわらず下落しています。

一部の市場参加者は、中国の莫大な債務負担が、課題に対処する上での中国政府の選択肢を狭めていると主張しています。しかし、当社はそうは考えていません。中国の債務負担は管理可能であり、政府の経済政策の選択肢を制約するものではないという根拠があります。この根拠によれば、コロナ禍以降の弱い成長は、中国政府がこれまでの負債を原動力とした供給拡大型の成長モデルを見直し、大規模なリフレ政策に依存することを止めて、成長率の鈍化を容認しているのだと考えられます。

そうであれば、景気刺激策によって中国経済の問題を解決することは可能です。当局が最近の積極的な緩和政策（図表1参照）を続ければ、市場心理は改善し、2024年に中国株が持続的な上昇に転じる可能性は十分にあると考えられます。

構造改革

一般的に、中国の貯蓄水準は高すぎるため、中国政府は消費者の手により多くの資金を回す必要があり、そうすることで、消費が投資に代わって長期的成長の主な原動力となり得る、と考えられます。

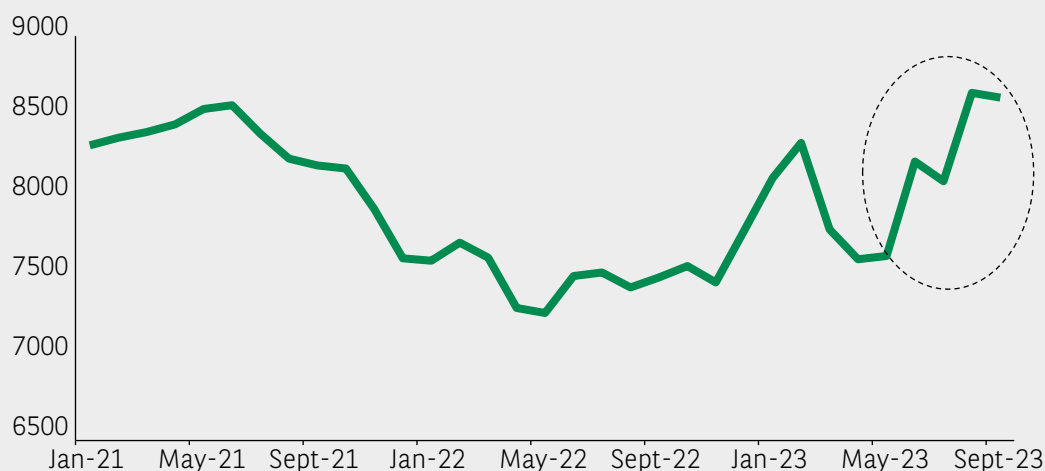
しかしながら、「投資を減らして消費を増やす」というお題目は、現段階では意味をなさないと当社は見ています。というのも、発展途上にある中国国内の多くの地域は、所得を創出し、消費の伸びを刺激するための投資をまだ必要としているからです。

消費は、多くの人が考えているような万能薬ではありません。中国にはアパートや家の数が十分でないのに、より多くのテレビや家具が必要なのでしょうか？道路の状態が悪く、ガソリンスタンドや電車などの交通手段は不十分なのに、中国人はもっと多くの車を所有すべきなのでしょうか？

中国人がこれほど貯蓄ができるのは、投資によって創出された雇用による収入があるからです。全体として、貯蓄は投資と一致するはずであり、高い貯蓄は高い投資につながるというのは経済学の基礎です。したがって、「投資を減らして消費を増やす」というお題目に盲目的に従うことは、まだ発展途上の地域がたくさん存在しているこの国にとっては意味がありません。

さらに、金融仲介機能として貯蓄は投資のための貸出に使われるので、高水準の負債も、裏付けとなる資産がある限り許容することができます。当社は、中国の負債による成長モデルはまさにこのケースであると考えています。

図表1：中国人民銀行によるネットの流動性供給額（10億人民元）＊



＊ 貸出ファシリティと公開市場操作による純供給額、3カ月移動平均
出所：CEIC、BNPパリバ・アセットマネジメント、2023年10月17日

現在の動き

この投資と消費のサイクルと過去の改革の誤りを認識した中国政府は、2020年後半より広範な「双循環」戦略の下で、構造改革の戦術的転換を行いました。このアプローチは現在、非戦略的な消費者需要に対応するeコマース開発といった「ソフト・テック」よりも「ハード・テック」、すなわち戦略産業およびハイテク産業向けのハードウェアおよびコンポーネントの製造の発展を目指しており、イノベーションの推進力として民間部門を活用しています。

政府は、このアプローチによって内陸部への産業移民が復活することを期待しています。データによれば、このシフトはすでに起こっています（図表2参照）。内陸部の安価なリソースを活用することで、長期的にはGDP成長率が復活し、生産性は向上するはずです。

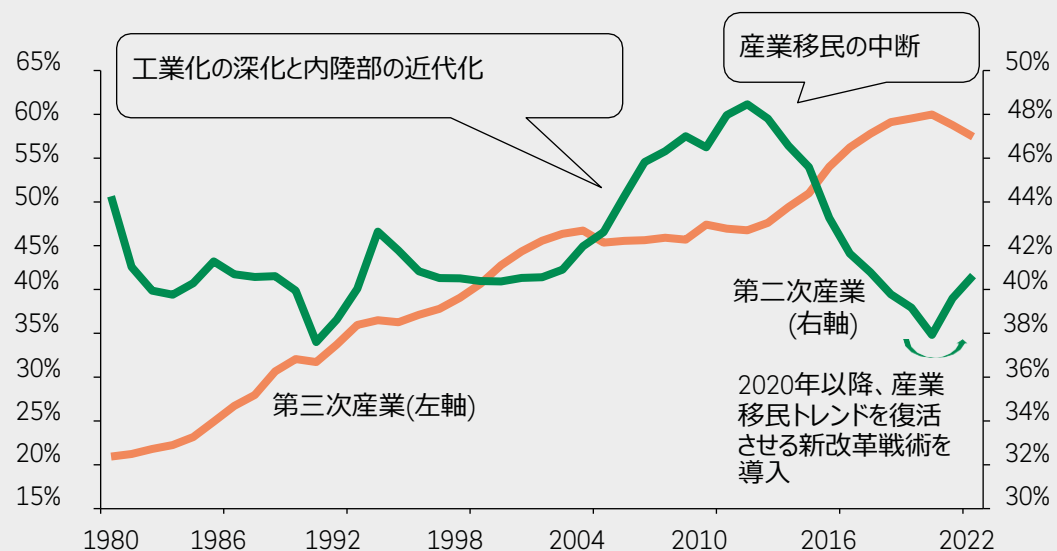
中国は投資に値するか？

新型コロナウイルス禍以後の中国の景気回復は脆弱ですが、問題はそれが主に循環的なものであるという点です。当社は、金融緩和によって補うことができる積極的な財政拡大が、これらの問題解決につながると考えています。こうした措置は成長を押し上げ、2024年の資産価格の回復の一助となることでしょう。リスクとして考えられるのは、拙速な引き締め政策の実施です（これは当社のベースシナリオではありません）。もしそうなれば、中国市場はさらなる打撃を受けると考えられます。

一方、構造転換により、高付加価値の製造業やハイテク産業への投資が再び加速しています。中国政府は多くの重要な課題を抱えています。教育やヘルスケアの改善、仕事とスキルが一致するように労働市場の構造を改革すること、高齢者への支援、公害を抑制し気候変動の影響を抑えること、そして最後に、重要なことは債務比率の引き下げも同時に行うことです。

これらは難しい課題です。しかし同時に、中国の政策課題でもあり、当社としては長期的な投資テーマでもありと考えています。

図表2: 内陸に移動する産業*



* 中国の内陸20州

出所：CEIC、BNPパリバ・アセットマネジメント、2023年10月17日

プライベートアセット



STÉPHANIE PASSET
Deputy Head
Infrastructure Debt, Paris



VINCENT GUILLAUME
CFA, Deputy Head
Infrastructure Debt, Paris



DAVID DRAY
Investor Relations,
Paris

投資家の低炭素資産への移行により 転換期を迎えたインフラデット

2023年を通じて、インフラデットは厳しい経済環境下においても底堅いパフォーマンスを提供できることが示されました。投資家がリターンやインカム目標に整合させることに加えて、サステナブルな経済への移行をサポートすることに注目が集まる中、このアセットクラスは来年も、潤沢な投資機会の案件（パイプライン）を提供していくことでしょう。

強力なパイプラインを持つ忍耐力のある資産クラス

ボラティリティ、金利上昇、インフレ高進、地政学的緊張といったマクロ経済環境下において、インフラデットは、長期的な収入、安定したキャッシュフロー、他の資産クラスに対する分散を求める投資家にとって、忍耐力のある投資ソリューションとしてその能力を発揮してきました。2023年のパフォーマンスは、特に設備投資（CAPEX）コストの急騰が大きかったいくつかの市場を除き、幅広いセクターで堅調でした。

今後を展望すると、インフラデットが持つ契約に基づく収入、規制の強化、インフレをパススルーできるという特性から、この資産クラスが2024年に不確実性を乗り越えるのに適していることが分かります。

M&A活動の鈍化がエクイティ・プロジェクトに影響を及ぼしている一方、デットのパイプラインは依然として堅調です。設備投資計画やグリーンフィールド（初期段階）の機会に資金調達を行おうとしている企業が、大幅な借り換えを行っています。エネルギー移行、クリーン輸送、デジタル化といったメガトレンドが、需要をけん引しているのです。

こうしたプロジェクトにより、欧州をはじめ世界各地に膨大なインフラが必要となります。その結果、市場は今後数カ月、数年と拡大を続け、投資家に豊富な潜在的資金調達プロジェクトを提供することになるでしょう。

この資産クラスが成長するにつれ、有担保のシニアデットからよりジュニアのデットまで、より幅広い層が投資可能になり、投資家に多様な選択肢がもたらされています。金利上昇により、インフラデットは魅力的な絶対リターンを提供できるようになりました。ジュニアデット・セグメントのリターンはコアインフラ・エクイティ並みの水準にあり、この資産クラスへの資金の再配分が持続的なトレンドであることが示唆されています。一方で、シニアデットが提供するプラスの非流動性プレミアムは、引き続き伝統的債券に対する効果的な分散手段として機能することを示唆しています。

「金利上昇により、インフラデットは魅力的な絶対リターンを提供できるようになりました」

サステナビリティへの注目

インフラデット市場はまさに転換期にあると当社は考えています。ネットゼロ目標を支援するための民間資本の必要性が認識されるにつれ、欧州を始めとして世界中の投資家がますます低炭素資産に移行しています。こうした資産におけるサステナビリティや気候変動緩和の特性は、2024年においても重要な投資基準であり続けられると思われます。

再生可能エネルギーはもちろん重要な一部ではありますが、それだけでなく、輸送からユーティリティ・ミックスにおける石炭の段階的廃止に至るまで、すべてのインフラ資産の脱炭素化が必要です。最初の炭素回収・貯留プロジェクトが資金調達のために市場に出始めており、当社ではバッテリー貯蔵技術やグリーン水素のバリューチェーン全体を通じて、初期段階にある興味深い投資機会を特定しつつあります。

気候変動にとどまらず、新たなサステナビリティのテーマが生まれつつあります。生物多様性と自然資本の保全は、新規プロジェクトの分析においてますます重要になってきています。また、原材料の使用を最小限に抑え、耐用年数終了後の材料の再利用を最適化するため、プロジェクト設計においても、投資機会の源泉としても、循環型経済とリサイクルは重視されるようになっていきます。

課題とリスク

インフラデットを取り巻く環境は良好ですが、課題もあります。設備投資コストが上昇基調にありますので、プロジェクトの収益性についてはより慎重な判断が求められます。例えば再生可能エネルギーでは、風力タービンや太陽光発電（PV）関連の製造コストが急騰しています。

資金の出し手は高度に選別的でなければならず、プロジェクトが高いコストを軽減するのに十分な収入と安定したキャッシュフローを生み出せることを確認する必要があります。プロジェクトのパイプラインが潤沢であれば、そうした選択が可能になります。

現在のビジネス機会の多くが新しいテクノロジー分野にあることを考えると、貸し手には適切なリスク・プロファイルを維持しながら複雑なプロジェクトを評価するためのリソースと専門知識も必要となります。

テクノロジーから市場調査、インカムの創出に至るまでバリューチェーン全体を分析し、新たなビジネス・モデルに沿ったオーダーメイドの融資ソリューションを提供できる貸し手にとっては、積極的に投資を行い、最善のリスク・リターンを達成するため初期段階の投資機会を活用できる可能性がますます高まることになるでしょう。

「貸し手は、プロジェクトが十分な収入と安定した キャッシュフローを生み出せることを確認する必要があります」

急速な市場革新

低炭素経済への移行に伴い、新たな資産や投資エコシステムが生まれると同時に、インフラデット市場でも急速な商品革新が起きています。運用会社では特定のセクターや投資テーマに特化したテーマ型ファンドを開発する傾向が強まっている一方で、投資適格以下の債券の利用可能性が高まったことで、建設見通しの立ったプロジェクトだけでなく、ある程度の開発リスクを伴う資産にも融資する機会が生まれています。

欧州では、欧州長期投資ファンド規制（ELTIF 2.0）の刷新により、初めて個人投資家がこの資産クラスにアクセスできるようになります。この新たなトレンドは、インフラデットの伝統的なバイ・アンド・ホールドの特性を反映しつつ、さらなる流動性を提供するために商品ストラクチャーを進化させる必要があることを意味します。

イノベーションのもう一つの分野は、人工知能（AI）です。デジタル化がインフラ資産の発展の原動力となって久しいですが、AIはインフラ資産の設計と利用、データ管理を最適化し、新たなソリューションを実現する能力を備えていることから、さらなる進化が期待されます。

その応用範囲は膨大です。例えば電力供給においては、AIテクノロジーによってエネルギー消費を最適化して規模の経済を実現するとともに、電力生産網の管理における効率性を特定することが可能になります。2024年以降、AIテクノロジーは資産クラス全体にわたって、より優れた、より効率的で環境に優しい資産の構築を下支えすると期待されています。

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 (2023年10月31日現在)

パフォーマンス
+

パフォーマンス
-

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
	9.90%	57.70%	28.80%	6.20%	26.70%	21.20%	32.00%	11.50%	15.60%	8.40%	0.10%	30.00%	6.70%	36.90%	13.80%	8.90%
	-5.30%	34.00%	19.50%	5.20%	19.20%	6.50%	19.50%	10.40%	10.70%	7.50%	-0.20%	25.30%	6.30%	31.10%	-11.00%	4.60%
	-25.20%	25.90%	15.10%	3.60%	14.00%	0.00%	8.40%	1.00%	10.10%	3.70%	-2.70%	13.30%	5.70%	25.60%	-12.80%	-1.60%
	-37.60%	17.50%	14.50%	-2.40%	10.70%	-0.10%	7.50%	-0.50%	8.10%	0.30%	-3.80%	9.20%	4.80%	2.50%	-14.80%	-1.90%
	-37.60%	16.60%	7.20%	-2.70%	4.40%	-0.10%	2.60%	-0.70%	4.60%	-0.20%	-4.10%	4.50%	-5.20%	-1.70%	-16.30%	-5.30%
	-45.00%	1.10%	3.50%	-14.70%	-2.10%	-9.80%	-17.80%	-25.90%	2.30%	-2.10%	-13.70%	4.30%	-15.80%	-3.10%	-19.50%	-7.80%

- 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 (RNLG)、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。

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