

# SHOOTING THE RAPIDS

急流を乗り越える



2022年投資環境見通し



**BNP PARIBAS**  
ASSET MANAGEMENT

The sustainable  
investor for a  
changing world

## 目次

投資家の皆様へ	3
エグゼクティブ・サマリー	4

### MACRO & MARKETS

急流を乗り切る	6
株式	8
債券	11

### SUSTAINABILITY

持続可能な開発目標（SDGs）の達成には新たなマクロ経済が必要か？	16
-----------------------------------	----

### INVESTMENT THEMES

環境をテーマとする投資が2022年急増へ	20
ソーシャル・ディスタンスがディスラプティブ・テクノロジーの明るい未来をさらに促進	22
中国の見通しーやや型破りな見解	26
経済成長をプライベート・デットでファイナンス	28

## 著者一覧



**ROBERT GAMBI**

Global head of investments



**DANIEL MORRIS**

Chief market strategist



**ALEXANDER BERNHARDT**

Global head of sustainability research



**ULRIK FUGMANN**

Co-head environmental strategies group



**EDWARD LEES**

Co-head environmental strategies group



**VINCENT NICHOLS**

Investment specialist



**PAMELA HEGARTY**

Portfolio manager, Disruptive Technology



**CHI LO**

Senior market strategist APAC



**DAVID BOUCHOCHA**

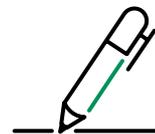
Head of private debt and real assets



ROBERT GAMBI

Global head of investments

## 投資家の皆様へ



2021年は想定以上の驚きに満ちた一年となりました。

本来であれば、ワクチンが新型コロナウイルスを抑え、グローバル経済を問題なく再開させるはずでした。しかし、感染力の強い変異株が新たに現れ、この経済正常化のプロセスを遅らせています。

インフレ率は需要減少（供給過剰）による押し下げにより低位での推移が見込まれていましたが、世界的な部品・原材料不足の深刻化が物価を押し上げ、その上、エネルギー価格の高騰も重なり、予想を上振れています。

また、従来通りのことながら、政治家や政策当局による決定が市場変動要因となりました。特に、米連邦準備理事会（FRB）の6月の記者発表や中国の「共同富裕」に伴う規制強化は重要な節目となり、投資家の予想を覆す展開となりました。

市場がこうしたマクロ経済情勢の大幅な変化に合わせて揺れ動くことは避けられません。その要因がコロナの感染状況、インフレの高進、あるいは予想外の重要政策かにかかわらずです。

2021年は、リフレ政策の効果に期待したリフレ取引が本格化する中で始まりました。債券市場では利回りが上昇し、株式市場ではシクリカル銘柄やバリュエーション銘柄がアウトパフォームしました。しかし、インフレ率が上昇し始めたまさにその時、皮肉なことにリフレ取引は息切れし、後退に転じました。

現在、長期の実質金利は年初の時点と同様に最低水準で推移しています。また、金利が現状のように低いため、株式のバリュエーションは高く、これは順当な動きです。

こうしたシクリカルな状況以外では、市場は構造的変化、すなわち社会全体の活動や行動様式の多大かつ広範にわたる変化に左右され続けています。

この構造的変化の中で最も重要なものは、地球全体の視点からすれば間違いなくエネルギー転換でしょう。このエネルギー転換関連の分野でもサプライズがありました。2021年は気候変動に断固たる政策を講じることを目標とする新たな誓約とともに幕を開けましたが、グリーン（環境関連）株のバリュエーションが下降線を辿ったのです。

2022年もサプライズがあることは間違いないでしょう。

経済の道筋には根本的に不確実性があり、それを動かす要因として、サイクルの変化、政策当局のスタンス、構造的トレンドなどが挙げられます。また、流動性が低い市場の場合、マクロ経済面のサプライズがバリュエーションの大幅な変化につながることもありえます。

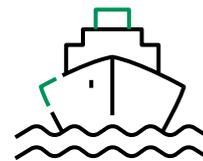
言うまでもなく、不確実性は資産運用業界にとって投資機会を意味します。市場は十分効率的であり、事実があればそれを織り込みますが、不確実性はアクティブ運用を行う運用会社がお客様のためにリターンを高める余地をもたらします。ただし、投資家の皆様に堅実なリターンを提供し続けるためには、他社とは一線を画する徹底した分析に基づく確信度の高い投資戦略の探求以外に他ならないと私たちは信じています。

2021年、BNPパリバ・アセットマネジメントはお客様にリターンをお届けする能力を高めるべく一貫してリソースを投じ、社内文化の強化やプロセスの改善に取り組み、投資アイデアを策定し、ストレステストを行い、最終的にはポートフォリオでの重要なポジション構築プロセスに結びつけています。

2022年もこの取り組みを継続して参ります。また、プロセスの中心にサステナビリティがあることも重要なポイントとなります。私たちにとって「サステナビリティ」とは、企業と積極的に対話（エンゲージメント）し真の変革を実現すること、そして、こうした資産に積極的に投資を行うことです。

投資家の皆様がネットゼロへの移行を支える投資の道筋で私たちのパートナーでいてくださることを願っています。

## エグゼクティブ・サマリー



「2022年投資環境見通し」では、グローバル経済が今後の回復局面に向かう中で、投資家の皆様が急流を乗り切る舵取りのサポートをしたいと考えています。また、世界がパンデミックで生じた社会的・経済的課題に立ち向かうなか、マクロ経済政策に及ぼしうる様々な影響についても考察します。

### サステナブルな回復

本稿では多くのページを割いて、グリーン・エコノミーへの転換が投資家の皆様に恩恵をもたらす機会であるということに焦点を当てます。

現在の危機は、私たち投資家に持続可能な長期的成長の実現と投資を整合させなければならないことを改めて認識させるものです。グリーン水素への転換、e-モビリティの実現、自然資本の回復、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2022年の投資テーマは、「エネルギー転換と環境の持続可能性」と「ヘルスケア・イノベーションやディスラプティブ・テクノロジー等による長期的な構造転換」です。いずれもサステナブルな視点を重視しています。

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し続けている経済大国であり、数々の革新的企業を生んでおり、マルチアセット・ポートフォリオの配分においても存在感を増している市場です。

## マクロ経済と市場見通し

2022年のマクロ経済や市場に関する私たちの見解は以下の通りです。

- ・ 生産面の制約は2022年も一部残るものの、いずれ解消し、経済は高インフレを生み出すことなくトレンド成長率に戻ることができるでしょう。
- ・ 家計貯蓄の多額の積み上がりは、消費者に財布のひもを緩められる余力があり、インフレにつながりうることを意味します。しかし、世界的パンデミックの後遺症で消費が抑制される場合には、中央銀行や政府による需要喚起の支援が必要かもしれません。
- ・ 企業は労働力に対する依存を低減させるため、業務プロセスの調整や省力化投資を進めており、賃金上昇のモメンタムは弱まると予想されます。
- ・ 2022年の株式市場は過去平均以上のリターンを達成することが困難な可能性があります。欧州株は米国株に対する出遅れを取り戻すでしょう。注目点の1つは、バリュー株が過去数年間のアンダーパフォームを転換させることができるかです。グロース株とのバリュエーション・ギャップは大きく、金利の上昇が両者のギャップを埋める材料になるとみられます。
- ・ 2022年の物価上昇圧力は根強く、FRBは政策金利を年内に数回引き上げる可能性が高いですが、利上げサイクルは短期間にとどまると考えられます。米長期債利回りの上昇幅はインフレ期待の頭打ちで抑制され、FRBのバランスシート規模が実質利回りを低位に維持すると予想されます。

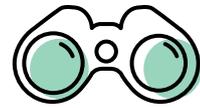


# MACRO & MARKETS



**DANIEL MORRIS**  
Chief market strategist

## 急流を乗り切る



停滞していたグローバル経済の円滑な再開は一筋縄ではいかないことが分かってきました。大規模な財政・金融刺激策は需要を喚起していますが、1920年代以降で最も深刻な（かつ突然の）景気後退やコロナによる行動規制の継続が供給を阻害しています。現在、グローバル経済は底堅い需要と限られた供給の折り合いをつけるべく奮闘しています。「サプライチェーンの回復、労働力の再配分、需給のリバランス」は、2022年の経済成長率の行方とインフレの持続性の双方を決定づける重要な要因となるでしょう。

各国政府・中央銀行がパンデミック発生以降に実施した支援策が奏功し、世界は需要不足には陥っていません。消費者や企業の景況感は良好で、家計は消費を続け、企業は投資を継続しています。世界経済が直面している問題は需要に対応できていないことから生じています。理由は部品や労働者の不足、製品輸送の停滞等が挙げられます。こうした生産面の制約の一部は他の制約よりも長く続く見通しですが（特に半導体不足）、いずれは解消し、経済はインフレを生み出すことなく従来のトレンド成長率に戻ることができるでしょう。

主要国の大半で2022年の経済成長率は平均以上となる見通しですが（米国・欧州では4~6%）、経済活動再開による押し上げ効果が弱まって金利の上昇は一服し、経済は最終的にロックダウンによる喪失分を取り戻すことになるでしょう。

## 「超過需要」がインフレに及ぼす影響 はある程度その中身に左右される

### 需要の内訳

「超過需要」がインフレに及ぼす影響は、その需要の先にある製品やサービスの内容に左右されません。2020年の最初のロックダウン後、サービス関連活動の多くが禁止される一方、家計はテレビの買い替えや在宅勤務用機器の購入に走り、製品支出額が急増しました。この購入資金の一部は政府の財政支出で賄われ、その規模が極めて多額に上ったことから、家計による支出が増大しながら、同時に貯蓄の積み上がりが起こり、家計の貯蓄額はロックダウン前のほぼ倍の水準に達しました。

今後、家計による支出は、必需品であるテレビやラップトップPCの購入が一巡したとみられており、向こう数カ月の製品需要は減速する可能性が高いでしょう。一方、サービス消費は、多くの分野で出遅れ感があることから今後は上向くことが期待されます。（例えば、ライブ・エンターテインメントやスポーツ観戦）。

### 労働市場の制約

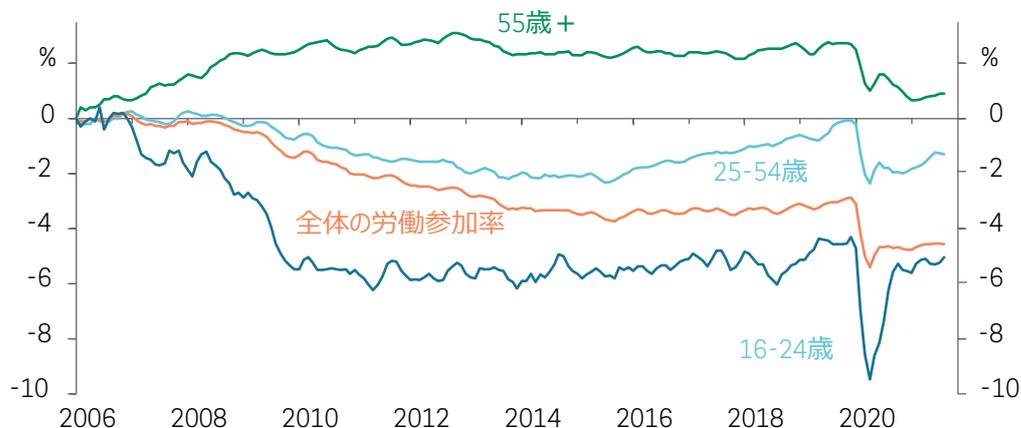
私たちはサプライチェーンや生産面の制約はいずれ解消するとみていますが、労働市場がパンデミック前の水準に戻る可能性は低いと考えています。他の条件が全て同じであれば、労働力の減少は生産量の減少を意味し、恐らく賃金上昇の圧力となります。企業がいずれ資本で労働力を代替すれば生産性は向上しますが、直ちに実現するものではありません。

## 労働市場はパンデミック前の 水準には恐らく回復せず

欧州の労働市場の回復は、一時帰休プログラムの活用によって米国よりも迅速かつ円滑に実現する見通しです。景気後退の開始に伴って従業員を解雇する場合、米国流では従業員が元の仕事に戻ることはなく、新たな職を求めて採用面接に向かうことになるため、労働市場の回復に比較的時間を要します。ただし、長期的には、米国流の方が労働市場の「新たな」形態が「新たな」経済により、うまく合致しうるため経済成長にとって良いものとなるかもしれません。

市場関係者の多くは米国の労働参加率の回復の遅さに失望しています。この遅れの結果、有効求人数に対して労働供給量が不足しています。この1年ほど、全体的な労働参加率にほとんど変化はありませんでしたが、年齢層別では変化が生じています。働き盛り世代の労働者（25～54歳）の参加率は実はかなり急速に上昇していましたが、最近では弱まっています。また、労働参加率がパンデミック前の水準に戻るかどうかは不透明です。働き盛り世代の労働参加率が2008～09年の世界金融危機から完全に回復したのは、パンデミックの数カ月前でした（図1を参照）。

図1：労働参加率の変化－世界金融危機前の水準と対比



出所：米労働統計局（BLS）、BNPパリバ・アセットマネジメント。データは2021年11月23日現在

働き盛り世代よりも若い労働者層（16～24歳）の労働参加率はパンデミック前の10年間の平均に戻っています。その参加率は世界金融危機後に急低下しており、この水準が単にニューノーマルなのかもしれません。例えば飲食店の人出不足の事例は多々報道されており、今後、飲食店を訪れる客にはさらに忍耐力が求められることを示しています。

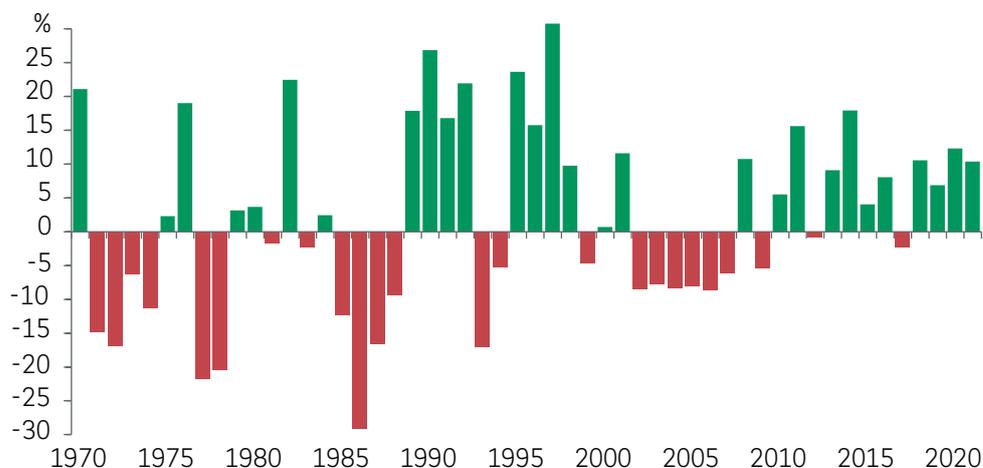
ただし、こうした若年労働者は労働力人口全体のごく一部です（12%）。より重要で永続的になりうる変化が起きているのは高年齢の労働者層（55歳以上）です。パンデミック前の高水準の労働参加率は実は異常でした。世界金融危機を受け、年金額が減少し、多数の高年齢労働者が求職を強いられていました。しかし、株式市場が上昇に転じて20年が経ち、退職年金資産は資産価格の着実な上昇を背景に今や大幅に拡大しています。また、コロナ感染懸念は労働よりも退職を選ぶ傾向を増しています。こうした状況は足元の完全雇用の性質がパンデミック前と同じではないことを示唆しています。

パンデミック前の労働参加率の高さは実に例外的

## 株式

2021年は米国株式市場が他の株式市場を4年連続でアウトパフォームすることになりそうです。一方、過去50年間の歴史を見ても、米国の連勝が4年を超えたことはなく、米国株式の2022年のリターンは他のマーケットを下回る可能性があります（図2を参照）。

図2：米国株式とMSCI World（除く米国）指数の相対パフォーマンス



出所：FactSet、米商務省経済分析局（BEA）、BNPパリバ・アセットマネジメント。データは2021年11月23日現在、米ドル換算のトータルリターン。

2022年の米国株式市場のリターンが他の株式市場を下回ると予想される理由は他にもあります。米国は他国に先んじて入国制限を緩和したため、ロックダウンからの回復がかなり進んでおり、GDP成長率は既にパンデミック前の水準を上回っています。一方、欧州や新興国では経済活動を再開する動きが進捗しつつあり、さらなる景気モメンタムの改善が期待されます。

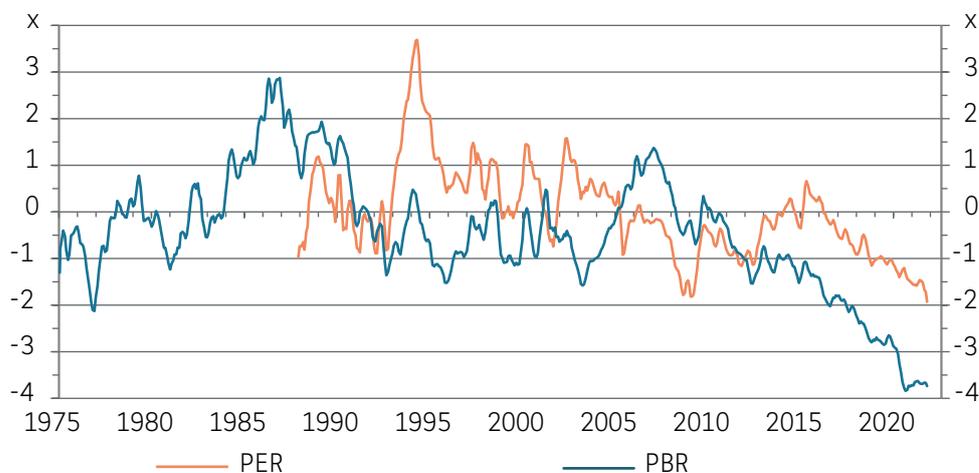
## 米国株式の2022年のリターンが他の株式市場 を下回ると予想されるいくつかの理由

財政政策については、米国・ユーロ圏では政府がパンデミック局面を通じて家計・企業に多額の財政支援を行ってきたことにより2022年の財政支援はそれぞれ減少に転じることが見込まれますが、EU加盟国では復興基金「次世代EU（Next Generation EU）」は継続される見通しです。金融政策については、米国がユーロ圏を先行して足元の緩和措置解消を進める見通しです。この一因は、財政出動の結果、米国のインフレ圧力が相対的に高いことです。米国のインフレ率の上昇が需要を抑制する度合いによっては、家計消費の伸びは欧州よりも減速する可能性があります（ただし、欧州では天然ガス価格の高騰が重石になりえます）。

## バリュエーション

絶対水準で見れば、米国株のバリュエーションは高水準ですが、私たちの見解では市場のリターンを脅かす要素ではありません。現在の株価水準は中央銀行の量的緩和（QE）による債券購入が金利水準を押し下げており、この購入債券が中央銀行のバランスシート上にある限り、債券利回りは歴史的低位水準に留まり、株価の水準は下支えされるでしょう。一方、欧州株の米国株に対するバリュエーションは過去最低に達しています（図3を参照）。このディスカウントの要因は単に米国の大型テクノロジー株のみならず、欧州株式の大半のセクターが米国対比で割安に取引されているためです。

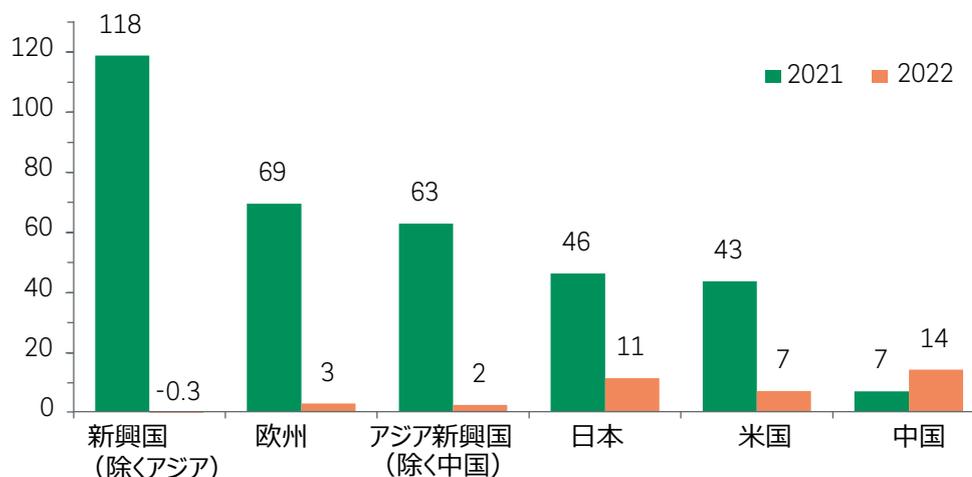
図3：欧州株式と米国株式の相対的バリュエーション



出所：FactSet、MSCI、BNPパリバ・アセットマネジメント。データは2021年11月23日現在。

米国株式のプレミアムの増大は明らかに正当化されなくなっています。欧州株式市場の2021年の企業利益の伸びとパフォーマンスは米国と足並みを揃えており、2022年の利益予想は米国と同様で、いずれも抑制されたものとなる見込みです（図4を参照）。

図4：企業利益の前年比伸び率（%）



出所：FactSet、BNPパリバ・アセットマネジメント。データは2021年11月23日現在。個別国の株価指数は現地通貨ベース、新興国の株価指数は米ドルベース、欧州の株価指数はユーロベース。

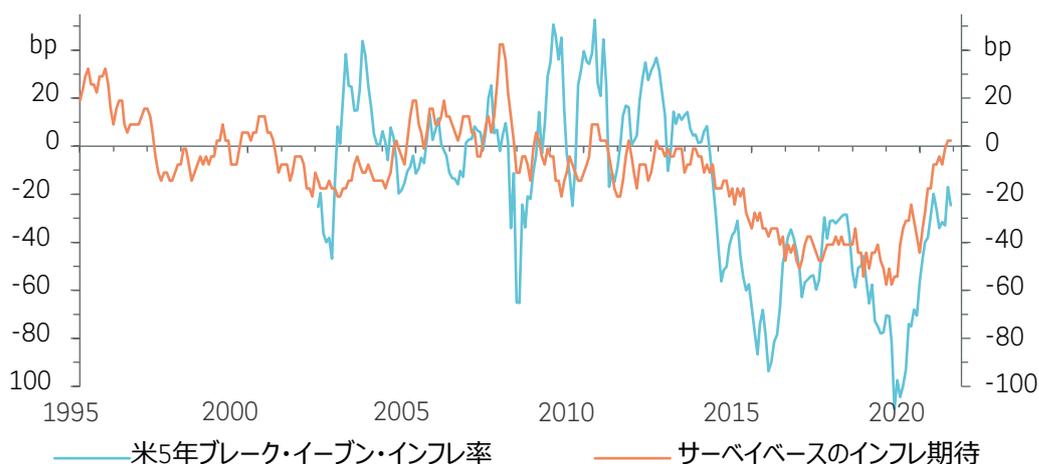
また、MSCI中国指数の構成銘柄において2021年の利益はほとんど増加しないと予測されており、今年のアンダーパフォームに理由がなかったわけではないことを示しています。他の新興国市場（特にアジア以外のコモディティ輸出国やアジアの半導体メーカー）は、はるかに高い伸び率となっています。しかし、2021年の数値が高ければ2022年のハードルを必然的に押し上げ、平均以上のリターンを生み出す可能性が弱まるということもありません。

## 債券

### インフレ

強いインフレ圧力は2023年にかけて続くことが見込まれます。「一時的=transitory」な見通しとはいえ、そのモメンタムはFRBに早い利上げを迫るほど強く持続的となるでしょう。短期的なインフレ期待は上昇していますが、長期的な予測は世界金融危機前の水準と同等か下回っています（図5を参照）。

図5：インフレ期待の推移－世界金融危機前（1995～2006年）の平均との対比



出所：Bloomberg、ミシガン大学、BNPパリバ・アセットマネジメント。データは2021年11月23日現在。

長期的なインフレ期待の抑制は次の2つのうちの1つを反映しています。つまり、インフレの「一時的」な性格か、主要中央銀行に対する信頼です。後者は、仮にインフレが足元の予測以上に拡大・定着するとみられる場合でも、中央銀行が遅ればせながらでも対策を講じ、インフレ率を目標に戻すとする信頼です。したがって、投資家にとって主要な懸念は中期的なインフレ自体ではなく今後の政策金利の動向です。

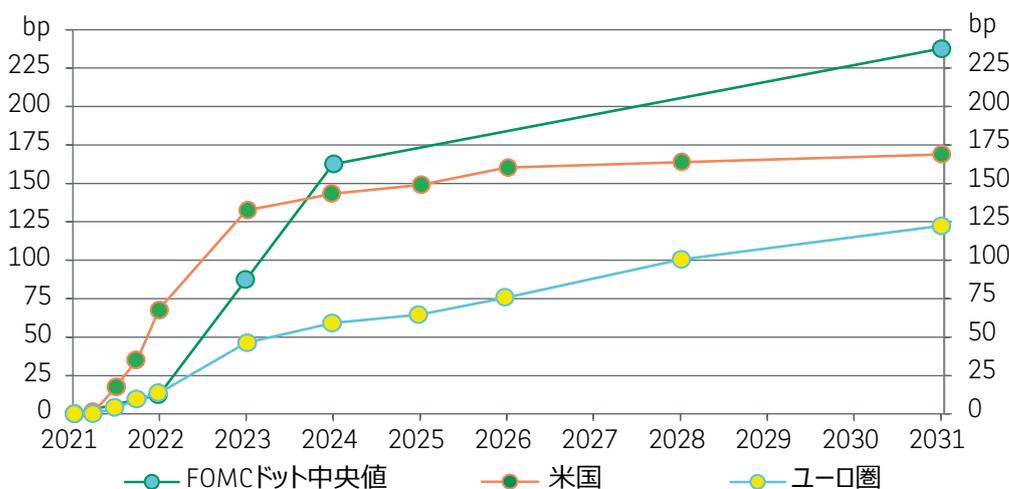
インフレの広がりが見込まれ  
れば中央銀行は行動へ

サプライチェーンの問題が続くなか、米国で予想されるのはコアPCEデフレーターが2022年に前年比4.5%を上回り、耐久財価格（特に中古車）が上昇の相当部分を占めるという事態です（図6を参照）。しかし、上がれば下がるのが世の習いです。中古車価格は2019年12月から50%上昇していますが、自動車生産が回復すれば価格はパンデミック前の水準に戻り、コアPCEデフレーターの前年比の押し下げに寄与するとみられます。



米国市場では、インフレ高進の長期化を展望し、FRBが自身の予想以上に迅速な利上げを行うこと（2022年に2回）、およびFRBが自身の許容範囲以上の利上げを行うことを予想しています。ユーロ圏では、非常に緩やかな利上げが予想されています（図7を参照）。ユーロ圏は財政出動が限定的だったため景気回復の足取りが弱く、インフレ圧力も相対的に低く抑えられています（天然ガス価格を除く）。主な不確実性は、ECBがパンデミック緊急購入プログラム（PEPP）をいかに段階的に縮小し、資産購入プログラム（APP）をいかに強化するかです。

図7：政策金利予想－現行金利との差（米国はFF金利、ユーロ圏はECB預金金利）



出所：Bloomberg、BNPパリバ・アセットマネジメント。データは2021年11月23日現在。

私たちは、米国の市場予想は現実化するとみています。米国の労働市場は、労働参加率がパンデミック前の水準を下回っていること等を背景に予想以上に早く完全雇用には達する見通しで、その結果、賃金上昇圧力の増大が見込まれます。米国債利回りの上昇については、政策金利の短期的な予想水準が同年限の利回りを上回っていることから、残存5年未満の方が5年超の年限よりも金利の上昇は顕著なものとなるでしょう。米長期国債の利回りはインフレ期待の頭打ちで抑制され、FRBのバランスシート規模が維持されることにより実質利回りを低位に維持するとみられます。

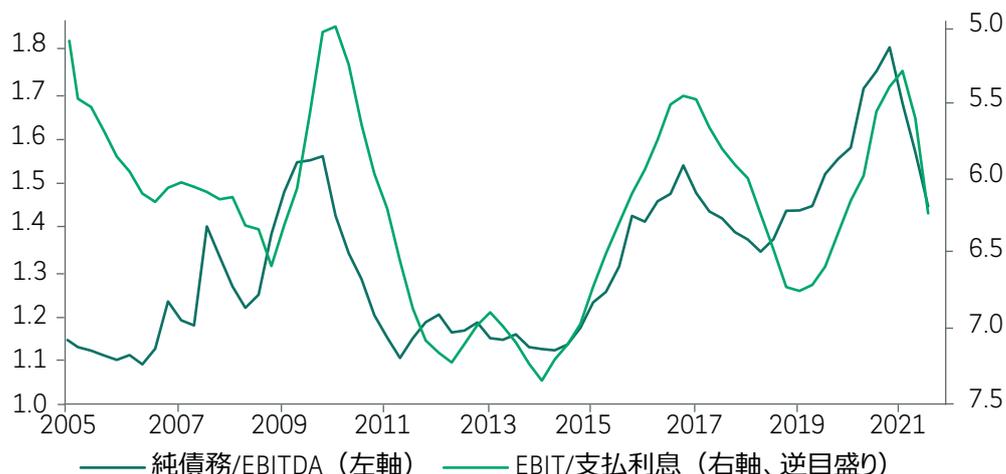
労働市場はパンデミック前の  
水準には恐らく回復せず

## 社債

新型コロナウイルスの感染動向が景気に時折影響を与えているとはいえ、世界的な景気回復は続いており、マクロ経済の見通しは良好です。企業収益の伸びが好調であった2021年の反動から2022年には減速することは避けがたく、社債利回りは上昇する見通しですが、大半の企業は健全な財務を維持し、格付け等の大幅な変動は回避することができるでしょう。

企業はロックダウン中に中央銀行による支援を受け、手元流動性を大幅に高め、業績が大きく悪化した時期を乗り切ることができました。一方で、いずれ金融環境が正常化した際に、債務増加に耐えられるのかという懸念も生じました。実際は企業収益の力強い回復に伴い、この懸念はこれまでのところ杞憂に終わっているようです。純債務のEBITDAに対する比率はパンデミック前の水準に戻り、EBITの支払利息に対する比率も同様です（図8を参照）。

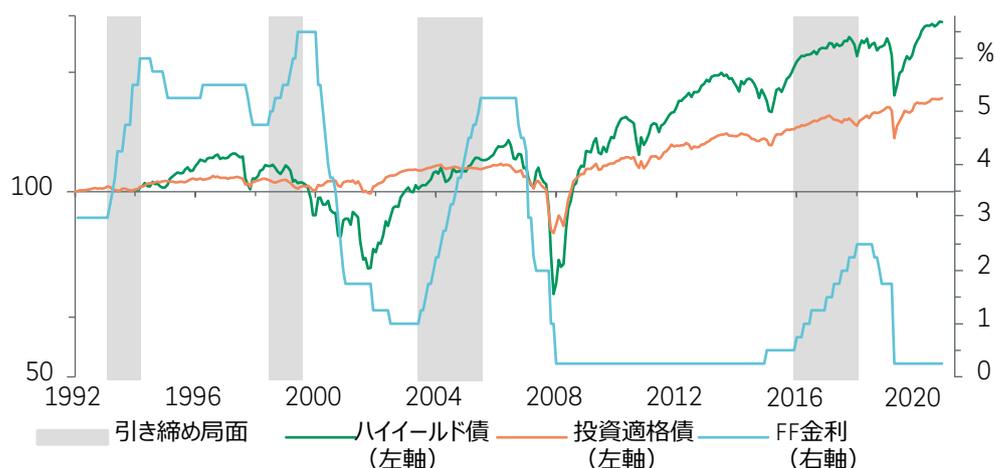
図8：企業のクレジット指標（米国・欧州の平均値）



出所：FactSet、BNPパリバ・アセットマネジメント。データは2021年11月23日現在。

投資適格社債とハイイールド社債は利上げサイクル中に国債をアウトパフォームする傾向があり、引き締め初期段階（利上げが景気減速を招くに十分な規模に達する以前）は特にその傾向が強い（図9を参照）。投資家の足元の課題は、社債のスプレッドが縮小し、平均以上のリターンを生み出す可能性が低下していることです。私たちは今後、社債市場が調整しスプレッドが拡大する場面があれば、その機会をとらえエクスポージャーを増やす方針です。

図9：米国社債の相対パフォーマンスとFF金利

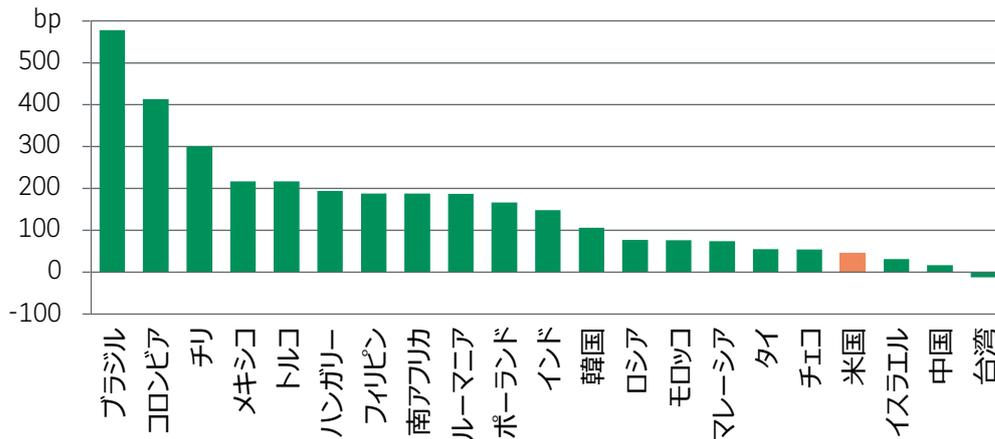


出所：Bloomberg、BNPパリバ・アセットマネジメント。データは2021年11月23日現在。

## 新興国債券

新興国の間で経済成長率やインフレ率の格差が拡大しています。インド、メキシコ、フィリピン等はマイナス成長と高インフレに見舞われる一方、韓国、台湾、香港等の輸出主導の国は経済成長率が比較的高く、これまでのところインフレも抑えられています。新興国の中でも消費者物価と生産者物価の双方に上昇圧力が生じている国では、中央銀行は既に利上げを強いられています。政策金利は2022年に総じて上昇すると見込まれています（図10を参照）。

図10：マーケットが示唆する1年後の政策金利の変化



出所：Bloomberg、BNPパリバ・アセットマネジメント。データは2021年11月23日現在。

利上げは新興国債券には逆風ですが、私たちはハイイールド債市場の銘柄によっては、一定の投資機会があるとみています。現在のバリュエーションを踏まえると、新興国の社債には米国の社債を上回る投資妙味があります。米国の投資適格債とハイイールド債は過去のレンジと比べて狭いスプレッド（1～2%）での取引が続いていますが、新興国の投資適格債とハイイールド債のスプレッドは相対的に見ればさらに縮小の余地があります。

新興国のハイイールド債はバリュエーションの点で最も魅力的です。特にアジアのハイイールド債は投資妙味を高めています。中国ではデフォルトが現在の低水準から増える恐れがありますが、スプレッドの拡大はアジア全域に広がっており、他の新興地域や世界のハイイールド債と比べて相対的価値の点で魅力的と言えます。

新興国通貨の多くは最近の下落により再び魅力的になり始めています。実質実効為替レート（REER）で見ると、新興国通貨は2013年の「テーパー・タントラム」後よりも割安です。中南米等の新興国の高金利通貨は資源国通貨とともに引き続き過小評価されている状況です。

中国の状況は複雑さを増しています。相次ぐ規制変更や一部分野（不動産等）の材料を踏まえると、中国への投資には慎重な舵取りが必要です。私たちは今後も中国政府は経済を下支えし、中国人民銀行（中央銀行）は当面ハト派寄り（緩和的な）の金融政策を維持するとみています。

# SUSTAINABILITY



ALEXANDER BERNHARDT

Global head of sustainability research

## 持続可能な開発目標（SDGs）の達成には新たなマクロ経済が必要か？



2015年、世界の首脳が「持続可能な開発のための2030アジェンダ」の一環として、SDGsの17目標を策定しました。SDGsは健康な地球と平等な社会の促進に向けた青写真で、いずれも健全な経済にとって極めて重要です。

SDGsの達成は経済に恩恵をもたらしますが、その達成をマクロ経済政策がいかに支援できるかの検討は十分ではないようです。

SDGsやパリ協定の実現のためには今後10年間に何兆ドルもの資金が必要です。この資金提供には官民の協力が必要ですが、これまでのところ、伝統的なマクロ経済学の「先入観」が資金流入（特に公的資本）を妨げています。

現在、コロナ、気候変動、生物多様性喪失、社会的不平等が同時に重なり、最悪とも言える危機的状況にあり、革命的思考には同様に投資機会を生み出しています。以下では、こうしたテーマを探り、マクロ経済政策が今後どのように変化しうるか展望していきます。

特に今回取り上げる項目は政府や中央銀行が現在議論している2つのテーマです。これらは持続可能な開発に影響を及ぼす可能性を秘めています。

1. 政府は「帳尻を合わせる」べく、通常、家計と同様に予算を管理します。しかし、自国通貨を発行できる政府（政府+中央銀行）は、自国通貨建てで国債を発行している限り、デフォルト（債務不履行）はありえないとする見解がこの方式に挑んでいます。
2. 中央銀行は特定の責務（一般的には物価安定と完全雇用）に重点的に取り組んでいる「独立した」存在と通常考えられています。この見解に挑んでいるのが「機能的財政（functional finance）」のコンセプトで、政府の財政・金融政策は実体経済に及ぼす影響を考慮して運営されなければならないと主張しています<sup>1</sup>。

以下のセクションでは、上記の2点をそれぞれ考えます。

MMTは自国通貨を自ら発行できれば  
常に支払いは可能とし、疑う余地なく妥当

## 債務、赤字、インフレーション

現代貨幣理論（MMT）は、その主張でここ数か月見出しを賑わせています。MMTは、自国通貨を発行できる政府（政府+中央銀行）は自国通貨建てで国債を発行している限りはデフォルトに陥ることとはなく、したがって政府の債務水準や赤字支出は、それ自体問題ではないと主張します。その代わりに、MMTは公的支出を左右する唯一の真の要因はインフレだと位置づけています。

MMTの主張は、2つの理由により、一般的に議論を呼ぶ内容と受け取られています。

- ・ 第1に、政治家が費用のかさむ法案について度々口にする「資金をいかに賄うのか？」で明らかな通り、エコノミストや政治家の多くは政府のバランスシートは家計と同様に管理されるべきとみて考えています。
- ・ 第2に、MMTに基づく政策で正当化される多額の財政支出は制御不能の高インフレを引き起こす恐れがあり、懸念が多く聞かれます。

上記の危惧を順に見てみましょう。まず、米国のような基軸通貨国では、連邦債務や財政赤字の絶対的重要性を、その潜在的なデフレ/インフレを及ぼすインパクト以外で論じている議論はほとんどありません。それに対し、MMTでは自国通貨を自ら発行できれば常に支払いは可能とし、理論の大前提となっています。この理論では、たとえ他の政策の選択が極限で選好されたとしても変わらない根本的な仮説です<sup>2</sup>。

1 investopedia.comのサイトに「機能的財政」の定義が掲載されています：Functional Finance Definition (investopedia.com)。提唱者 Abba Lernerの当初の概念では、財政・金融政策を失業減少や物価安定維持に使用することに主に関心を抱いていました。MMTのムーブメントはこの目標を公共目的の促進に広げています（EconStorサイト：EconStor: Modern Monetary Theory and the public purpose）。

2 ここで重要な言葉は「選択」です。政府は、例えば政治的立場を強調するためや他の好ましくない結果を避けるため、デフォルトを選択することも可能です。しかし、自身で通貨を鑄造できれば、その必要はありません。

## 政府にはSDGsやパリ協定の目標達成 に向け、支出を増やす能力がある

インフレについては、急激なインフレ<sup>3</sup>の結果は深刻になりうるため、エコノミスト全員が抑制の重要性に同意するでしょう。しかし、エコノミストの間にはインフレの「統一理論」が欠けており、それがインフレ懸念解消を難しくしています。主流派の議論では、MMTに基づく政策で赤字支出が促されれば急激なインフレにつながるとしています。類似のものとしてしばしば引用されるのは、米国の現代経済と新興国/過去の経済（例えばハイパー・インフレが問題となったジンバブエ、独ワイマール共和国、1970年代の米国など）です。

ただし、2000年代のジンバブエ、1920年代のドイツ、今日の米国経済の規模、ダイナミズム、世界的重要性の点ではほぼ類似性がないという点だけからしても誤りでしょう。これらの歴史的なインフレ危機はそれぞれ特有の危機でした。最近の事例も過剰支出がインフレにつながるという懸念を弱めています。では、再び米国を例として見てみましょう。

- 主流派エコノミストの多くは、2008～09年の世界金融危機後、量的緩和（QE）がハイパー・インフレにつながると予測しましたが、この予測は誤りであることが判明しています。実際のところ、量的緩和第1弾（QE1）は第2弾（QE2）、第3弾（QE3）へと受け継がれました。
- 足元のパンデミックに関する財政支出は短期的なインフレ発生につながっていますが、これが持続するかどうかは不透明です。
- 米国では直近の複数政権下において多額の財政赤字でした。共和党政権（ブッシュ前大統領、トランプ前大統領）も民主党政権（オバマ前大統領）も例外ではありませんでしたが、急激なインフレには至っていません。

MMTの議論によるインフレ懸念は完全には払拭できませんが、従来考えられていた以上に基軸通貨国の政府が支出能力を備えていることは最近の経験から明らかでしょう。実際、SDGsへの対応やパリ協定の公約達成のためには公的部門による多額の支出がさらに必要です。

## 機能的財政

長い間、特に金融政策は名目予算の目標を重視し、関連する措置が分配や環境に及ぼす影響についてあまり重視してきませんでした。しかし、いま、中央銀行高官の多くが気候等のサステナビリティの問題についても自身の責務の独立性や公平性を強く意識するようになりました。

## 中央銀行は気候変動と闘うことができるのか？ 中銀の果たすべき役割とは

この見解の変化をもたらしている一因は、公平性は中央銀行にとって舵取りが難しい課題という点です。

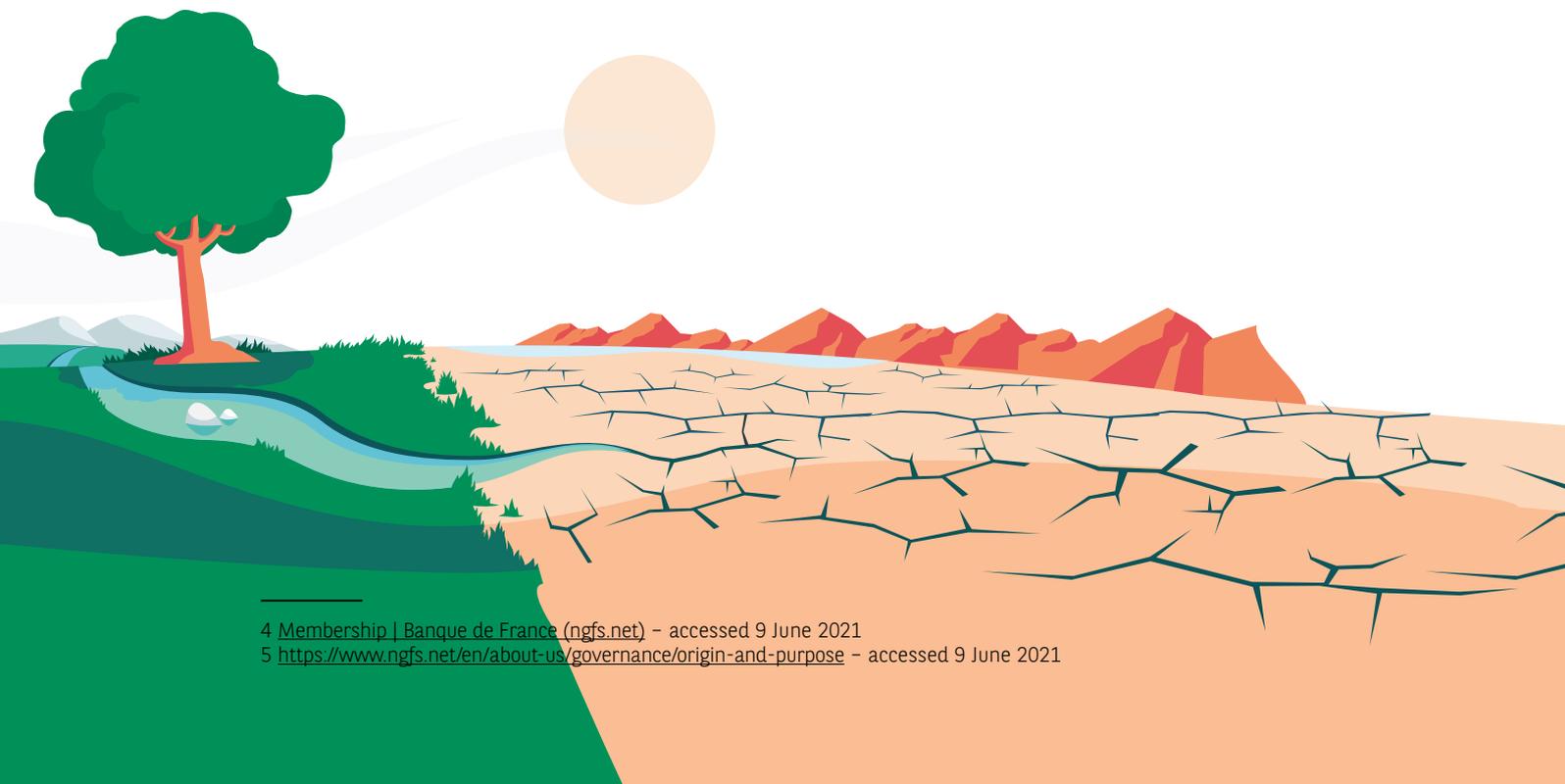
また、中央銀行は気候変動のように真の世界的問題は金融市場に劇的な影響を及ぼしうるものであり、逆もまた同様との認識を高めています。「気候変動リスク等に係る金融当局ネットワーク（NGFS）」は90以上の中央銀行・金融監督当局<sup>4</sup>から成る国際的グループで、「環境的に持続可能な開発という幅広い観点から、金融システムの役割を強化し、グリーン・低炭素投資のリスク管理や資本動員」ができるよう金融面からサポートすることを目的に議論を行っています<sup>5</sup>。

NGFSのマクロ金融作業部会による調査は、「気候変動によってもたらされる物理的リスクおよび移行リスクはマクロ経済および金融安定に多大な影響を及ぼしうる」としています。このことは、中央銀行の金融安定の要件から気候変動リスクを外すことの難しさを浮き彫りにしています。

## SDGs、パリ、MMT

金融政策当局によるこうした行動や声明はMMTの考察の一部と似通ったものです。MMTに似た手法の採用を意図したものではないとみられますが、中央銀行のマクロ経済対応をより機能的で財政的に調整された内容にするという明確な方向性を示しています。

中央銀行はコロナ対応で結集し、独創的で効力の高い様々なツールを活用し、経済的大惨事の回避に注力しています。しかし、気候変動についてまだ同様の切迫感は見えません。人類全体を危険にさらしているのは危機感の欠如です。私たちは自由に使えるツールを駆使し、より持続可能な未来を切り開かなければなりません。このツールにはマクロ経済的な思考や政策も含まれています。



<sup>4</sup> Membership | Banque de France (ngfs.net) - accessed 9 June 2021

<sup>5</sup> <https://www.ngfs.net/en/about-us/governance/origin-and-purpose> - accessed 9 June 2021

# INVESTMENT THEMES



ULRIK FUGMANN

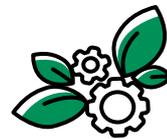
Co-head environmental  
strategies group



EDWARD LEES

Co-head environmental  
strategies group

## 環境をテーマとする投資が 2022年急増へ



2020年は環境をテーマとする投資にとって最良の年となり、100%を超えるリターンを記録しましたが、2021年は多大な一かつ健全な一調整が見られました。環境関連企業のファンダメンタルズは大きく改善し、規制・政策面の支援が長期見通しを押し上げましたが、セグメントは広範な市場をカバーするMSCI オール・カントリー・ワールド・インデックス (ACWI) を31%アンダーパフォームしています (10月末現在)。

環境テーマが2021年にアンダーパフォームした主因として、パッシブ運用の上場投資信託 (ETF) のポジションが年初時点で既に過大だったこと、金利見通しやインフレ期待が急上昇し長期グロース株に悪影響を及ぼしたことが挙げられます。また、供給のボトルネック (私たちは一時的と予想) やエネルギー価格の大幅上昇からインフレ率が上昇し、マージン低下/利益圧迫懸念につながりました。

最後に、投資家は環境テーマの伸びとの関連性が高い革新的企業を評価する適切な手法の入手に奮闘しています。私たちはトップダウン型「獲得可能な最大市場規模 (total addressable market) 」モデル、テクノロジーライフサイクル理論、長期ディスカウントキャッシュフローモデルを適用し、革新的企業の価値評価を行っています。

## 魅力的なバリュエーション

2021年の終盤にかけて、環境テーマ投資のポジションは3年ぶりの低水準に減少しました。一方、環境関連業界では需要が供給を大幅に上回り、企業は全般的に過去20年間で最高水準の好業績を発表しています。

私たちが投資しているエネルギー転換関連の革新的企業のユニバースでは、現在のバリュエーションは米ナスダック指数構成銘柄の半分以下ですが<sup>1</sup>、増益率は1.7倍を超えています（3年間の年平均成長率）。これは2022年を展望すれば意外ではなさそうです。私たちは広範な株式市場よりも環境テーマに楽観的ではあるものの、金融政策の緩和・引締め動き、金利の変化ペース、企業収益の動向に応じてボラティルになるとみています。このダイナミクスは私たちが運用する環境テーマのロング/ショート絶対リターン戦略に追い風となるでしょう。同戦略は不確実性やボラティリティが高い市場でアウトパフォームする傾向があります。

## 株式の銘柄選択は2022年極めて重要に

2021年は株式のパフォーマンスがセクターレベルで記録的に大きく乖離しています。MSCI World Integrated Oil & Gas指数とMSCI World Financials指数はそれぞれ41%と31%上昇していますが、MSCI Global Alternative Energy指数は7%の低下です。こうした動きに伴い、グロース運用とバリュー運用のスタイル間にボラティリティと分散の大幅な開きが生じています。

2022年については、この乖離に反転がありうると考えています。私たちは原油価格の上昇はピークに達したとの見方であり、需要減に伴う原油の価格調整により原油価格は中長期的に反落するとみています。世界は天然ガス・電力価格の不安定さを目の当たりにし、再生可能エネルギーのインフラ構築加速の必要性に目覚めています（風力・太陽光、エネルギー貯蔵、水素を含む）。このインフラ構築は経済の脱炭素化とエネルギー・地政学的安全保障の実現の双方にとって必要不可欠です。

**環境戦略への投資が優先事項であるべき  
理由 – 人口増の加速、気候変動問題、  
食料システムに対する圧力増大**

人口増加は依然加速しており、気候変動問題とともに、世界の食料システムへの需要圧力を強めており、食品価格は上昇しています。これは政策当局にとって土地・海洋環境の回復に対する投資が最優先事項となった一因です。また、私たちの生態系回復戦略の中核的テーマでもあります。

テーマ型投資について、私たちは特に参入障壁が高い業界で強い競争優位性を有する企業に最も魅力的な投資機会があるとみています。また、プラットフォーム企業も選好しています。プラットフォーム企業は、サプライチェーン上で比較的小モディティ化が進んだ分野（競争が激しくマージンも低い）で製品の製造や仲介を手掛ける企業と比べ、事業上の強みをアップセリング（より高いものを買ってもらうこと）やサービス収益から得ることが可能です。

## テーマ型投資はCOP26優先課題の実現に寄与

第26回国連気候変動枠組条約締約国会議（COP26）は、CO<sub>2</sub>/メタン排出の大幅削減や世界の自然資本の回復・保全を達成できる技術の開発・配備の促進に向け、重要な気候誓約や政策合意で期待できる前進を果たしました。

COP26で焦点となった主要分野には以下等が含まれています。

- ・ グリーン水素
- ・ 住宅向け太陽光発電
- ・ 洋上風力発電開発
- ・ CO<sub>2</sub>排出量を削減できるエネルギー貯蔵
- ・ プラスチック汚染を低減する実用的包装ソリューション
- ・ 水産資源の枯渇に対応する陸上養殖
- ・ 世界の土壌を守る持続可能な農業

BNPパリバ・アセットマネジメントでは、環境戦略グループが上記分野を投資可能なテーマとして全てカバーしています。

<sup>1</sup> 出所：Bloomberg、BNPパリバ・アセットマネジメント



**PAM HEGARTY**  
Portfolio manager,  
Disruptive Technology



**VINCENT NICHOLS**  
Investment specialist

## ソーシャル・ディスタンスがディ スラプティブ・テクノロジーの明るい 未来をさらに促進



パンデミックに伴う社会的・経済的ロックダウンが労働環境、消費、コミュニケーションの方法に劇的な変化をもたらす以前から、テクノロジー分野の技術革新（破壊的技術）は広範囲に及んでいました。ソーシャル・ディスタンスを必要とする生活様式への突然の移行はこの傾向を加速し、数々の日常的行動のバーチャル・ソリューションを支援するテクノロジー/イノベーション需要の急増を引き起こしています。

ソーシャル・ディスタンスを可能・容易にしているデジタル・ソリューションの多くは、私たちの生活様式をパンデミック前と比べても快適にしています。パンデミックが起きなければ相応の時間を要したとみられる変化がまさに加速的に進んでいるのです。

## リモートワークが姿を消す公算は小

柔軟な労働環境が至る所で定着した結果、パンデミックが完全に収束した場合でも、リモートワークの機会が以前の水準に逆戻りすることはないでしょう。また、パンデミックは自動化の動きも促進しており、特にソーシャル・ディスタンスが多数の労働者を何カ月も職場から遠ざけたサービス業において顕著となっています。

eコマースは急成長し、ウェブ広告や電子決済サービスを促進し、特に自動化された倉庫・宅配システムの急成長を生み出しています。実店舗チャネルとECチャネルの統合が期待できる企業が増えており、拡張現実はより簡単でより楽しいショッピング体験の提供に寄与しています。また、消費者需要に応じて販売価格を調整するダイナミック・プライシングは、企業収益を押し上げるとみられています。

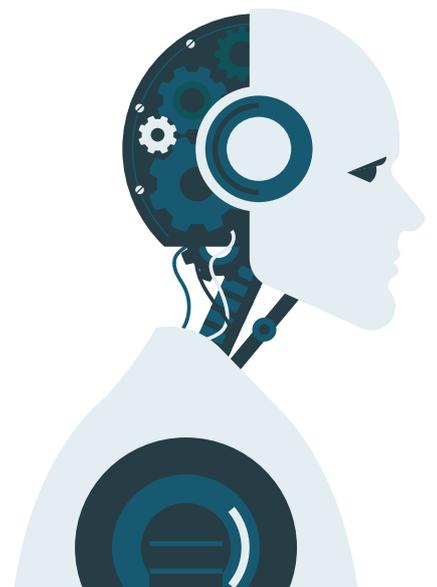
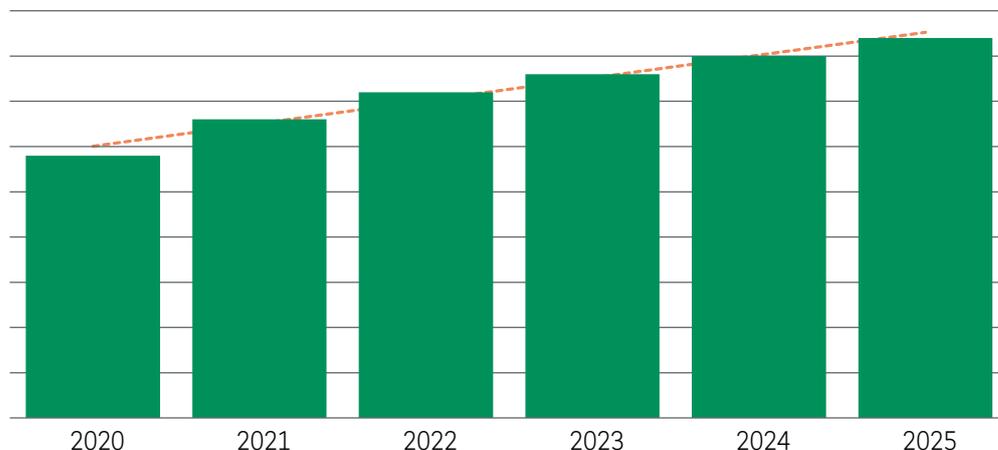


図1：eコマースの未来は明るい見通し—オムニチャネル・ショッピング、ビジュアル・コマースの台頭、データに基づくダイナミック・プライシング等のトレンドが後押し



出所：Logiq、Visual Capitalist「eコマースの将来を形づくる5つのトレンド」（2021年10月）。

## 多数のセクターの複雑な問題をテクノロジー・ツールが打開

ビッグデータ、人工知能（AI）、データ分析、サイバー・セキュリティはいずれも多数の業界が直面している複雑な経済的、人口統計学的、社会的問題を克服するために不可欠なツールと見なされています。デジタル・トランスフォーメーションは社会全体で不可避となっており、政府は国民のデジタル格差の拡大を阻止するため行動を起こす必要があります。

デジタル革命の各段階と同様に、5G技術はテクノロジーの利用方法を転換するとみられます。その卓越した速度や規模は家庭・企業向けのスマート・コネクティビティ市場をさらに拡大し、また、ビッグデータ、AI、自動運転の利用拡大も促進することになるでしょう。

米国で1.2兆ドル規模の超党派インフラ投資法案が可決・署名され、11月に成立したことも好材料です。また、衛星ブロードバンドの提供もかなり進行しており、現在は提供が遅れている地方や遠隔地にも世界的なインターネット・サービスを広げることが期待されます。これは地域社会、特に発展途上国のコミュニティに革新的な影響を及ぼすと思われます。



テクノロジー・セクターは、その優れた  
成長見通しや投下資本利益率により  
高水準のマルチプルが順当

## 規制当局は各企業を注視しており、投資家も見習うべき

テクノロジー・セクターは、データ・プライバシー問題や一部大手プラットフォーム・プロバイダーの寡占状態に関し、各国規制当局による監視強化に直面しています。このところ中国でも、政府と大手テクノロジー企業数社の間で緊張が高まっています。

米国では、こうした問題に超党派で注目し、規制の取り組みが本格化しています。法案では、反トラスト規制の実施方法と企業のプラットフォーム運営・管理方法の双方に抜本的な変更が取り入れられる見通しです。企業の収益性に及ぼす商業的インパクトはその対象によって大きな差が出る可能性があることから、私たちは個別企業のファンダメンタルズ分析が投資案件の影響を評価する上で極めて重要と位置づけています。

もう1つの懸念材料はサプライチェーン上の品薄や混乱が続く恐れです。この問題はテクノロジー企業（特に物理的な商品を提供している企業）の事業活動に影響を及ぼし続ける可能性があります。現在もコロナに伴う操業停止は不確実性の要因の1つです。半導体の供給拡大は、新工場の建設・装備に時間を要するため、ゆっくりとしたペースになる見通しです。また、企業や政府が輸送・物流面の制約を解消することにも時間を要するとみられます。

ただし、私たちはコロナ関連の消費者向け経済対策の減少に伴って、半導体需要は和らぐとみています。2022年中には供給制約の一部は解消し、供給拡大につながるでしょう。

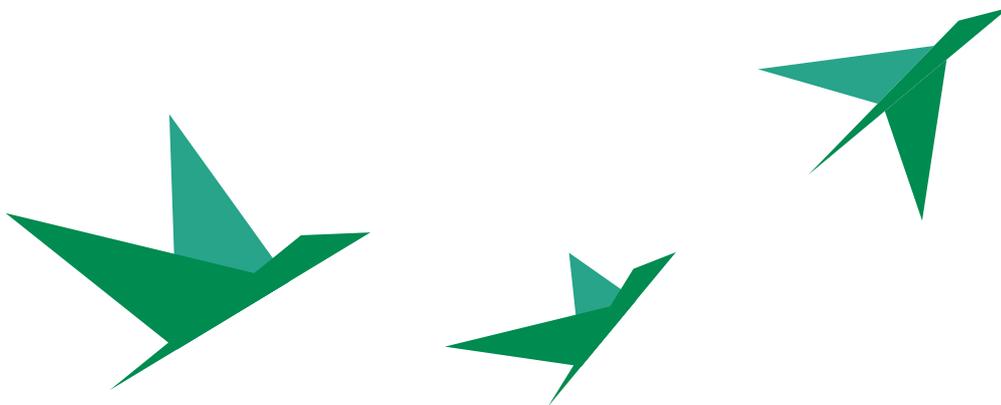


## 基調的な成長トレンドが短期的な物価上昇に打ち克つ見通し

インフレと金利上昇についても見てみましょう。債券市場が弱含んだ場合、将来の長期的な割引キャッシュフローを通じ、急成長したテクノロジー企業にリスクをもたらします。インフレ率がトレンドを上回る状態が長期化すればテクノロジー株はアンダーパフォームする可能性があります。私たちはクラウド・コンピューティング、オートメーション、インターネット・オブ・シングス（IoT）等の分野を中心とする力強い成長トレンドを踏まえれば、その影響は短期に留まるとみています。私たちの運用においては、保有ポジションの管理に加えて、高成長・高バリュエーション銘柄への投資と魅力的なバリュエーションを備えた安定的グロース銘柄への投資のバランスをとることにより、インフレ/金利上昇リスクの軽減を図っています。

現在、テクノロジー・セクターの相対的バリュエーションは一部の分野（高成長のソフトウェアを含む）で過去平均を上回っています。しかし、私たちは同セクターの投下資本利益率（ROIC）の改善や高成長の見通しを考慮し、市場全体を上回るパフォーマンスを記録する可能性があると考えています。

IT支出と産業・自動車セクターの半導体・部品需要は堅調さを維持するでしょう。専門家の予測では、世界的IT支出の底堅さは和らぐものの、2022年もその伸び率は高水準を維持するとしています。Gartner社では、企業のIT支出は世界全体で2021年に9.5%増え、2022年は5.5%増えると予測しています（2021年10月時点）。IT専門家の調査によると、支出額が最も多い分野はサイバー・セキュリティ、クラウド・コンピューティング、コラボレーション・ツール、データ分析等です。これらの分野は、私たちの見解と同様、基礎的な技術を備え長期的な成長が期待できる分野です。

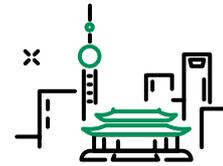




CHI LO

Senior market strategist APAC

## 中国の見通し やや型破りな見解



中国の2022年のGDP成長率については市場にコンセンサスがありますが、3～5年後の見通しはあまり明瞭ではありません。2022年は様々な問題が成長モメンタムの減速につながる可能性があり、その範囲は、輸出の伸び鈍化から、更なる規制改革、「ゼロコロナ」政策、CO2排出量削減、不動産市場の冷え込みまで及びます。また、民間投資を喚起する「アニマルスピリット」不足も挙げられます。

### 無用な政策シグナルの発信を回避

マクロ経済政策を慎重に微調整したとしても、こうした逆風の一部を相殺するに過ぎない見通しです。中国政府は経済成長の鈍化に容認姿勢を強めているとみられ、債務削減、CO2排出削減、更なる改革実行を優先すれば支払われなければならない対価であると受け入れていると思われます。政府の2022年の経済運営は、構造的な問題や供給混乱（特に電力不足、エネルギー価格の高騰、生産者物価の上昇）の解決に、より重点を置くものとみられます。

こうした方針からすれば、中国人民銀行は政策緩和シグナルの発信回避に努めると予想され、金融の全面的な対外開放を行う可能性はかなり低いでしょう。シグナルを発信すれば、インフレに拍車を掛け、政府の債務削減や「Go Green」の取り組みを頓挫させかねません。

「Go Green」分野への投資は  
ハードテクノロジー開発とともに  
中国の成長モメンタムを復活へ

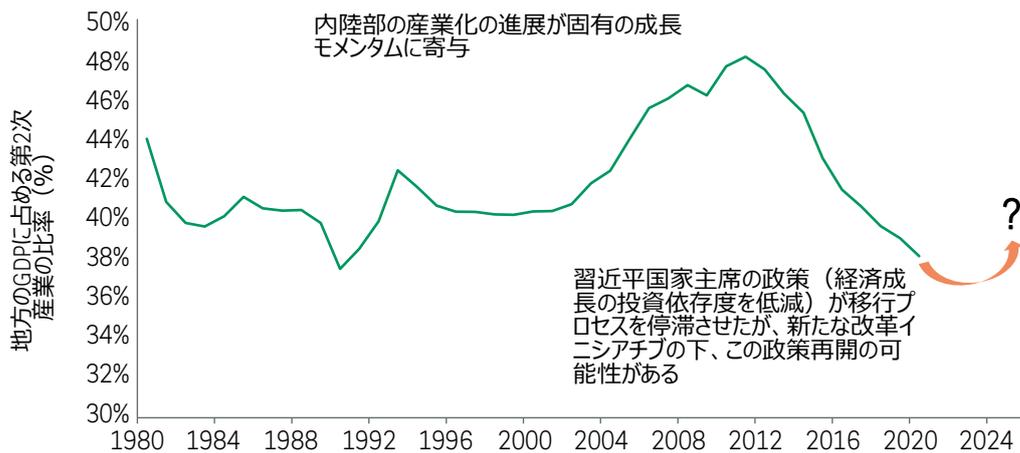
### 成長議論における構造問題の考慮

マーケットの一般的な見方では、中国の向こう3～5年のGDP成長率は年4～5%への鈍化でしょう。しかし、マーケットは構造改革と並行した産業化復活の見通しの影響を見落としている可能性があります。

製造業セクターは、中国政府の新たな改革戦略の下、政策面のサポートを取り戻しています。その施策は伝統的な製造業やソフトテクノロジー投資よりも付加価値の高い製造業やハードテクノロジー生産に追い風となります。ハードテクノロジーとは中国の戦略的ハイテク開発に対応するハードウェア・部品の生産を指しており、ソフトテクノロジーは非戦略的な消費者需要を満たすeコマース関連の開発を意味します。

中国の国内部門は緩やかなリバランスを2005年に開始しました。この戦略はコストを下げ、インフラを改善し、貧しい内陸部の産業化を推進することに寄与しました（図1）。その結果、労働の地域分担が進み、生活費の高い東部は製造業から高付加価値のサービス業へ移行、生活費の低い内陸部は低付加価値の製造業を担いました。この移行がモメンタムを生み出し、中国の2022年以降の平均GDP成長率を4～5%超に維持することが考えられます。

図1：中国内陸部\*への産業移転は再開の態勢にある



\*以下を含む：安徽、重慶、甘肅、貴州、広西自治区、黒竜江、河南、湖北、湖南、内モンゴル、江西、吉林、寧夏、青海、陝西、山西、四川、チベット、新疆、雲南  
出所：CEIC、BNPパリバ・アセットマネジメント。データは2021年11月現在。

ただし、2013年以降、移行プロセスは反転しています（図1を参照）。中国政府が経済成長の牽引役を投資と製造業から消費とサービス業へシフトする方針に改めたことによるものです。この動きを受け、第2次産業がGDPに占める比率は低下し、第3次産業が占める比率が上昇しています。全体的GDP成長率は鈍化し、当時の政策のトレードオフ（GDP成長率を鈍化させても質の高い成長を実現）を反映しています。

現在の改革の下では、高付加価値産業が中心になる形で、内陸部への産業移転が再開する見通しです。中国政府が目指す2060年までのカーボンニュートラル実現の取り組みは新たな成長セクターや投資機会の幕開けとなり、「斜陽」セクターを代替するとみられます。

## 新たな産業の投資機会

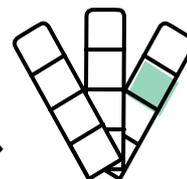
中国はエネルギー供給・分配を改善するため、配電網インフラの改修やエネルギー貯蔵システムの開発を行う必要があります。また、グリーン電力の使用を増やすことで化石燃料消費を段階的に縮小する必要性や、エネルギー集約型の重工業から高付加価値産業への構造転換を実現しエネルギー効率を向上させる必要性もあります。新しいセクターへの投資は向こう10年間に年5兆元（7,810億米ドル）が予定され、中国の年間における固定資産投資総額の約10%に上ると推定されます。

民間資本の呼び込みは「Go Green」分野への投資のサポートに重要です。また、ハードテクノロジー開発と並んで、中国のGDP成長率のモメンタムを復活させ、中期的には生産性向上に寄与するとみられます。時間が経過する中で、こうしたトレンドの先行きが明らかになると思われませんが、現時点でも中国の景気見通しの評価や2022年の投資家にとって最良な投資戦略の考察に有益な判断材料を提供しています。



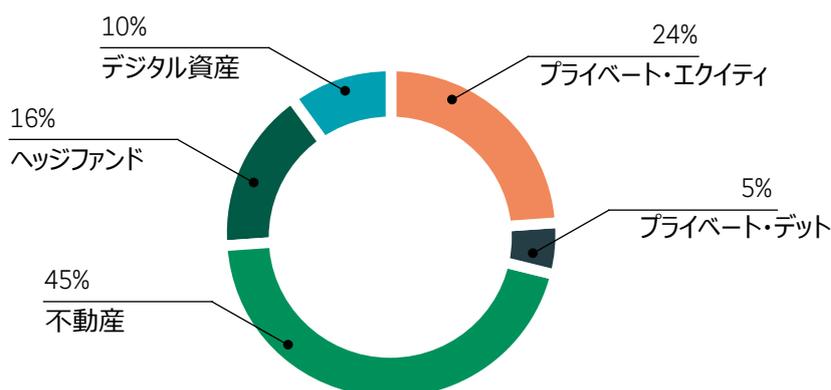
**DAVID BOUCHOUCHA**  
Head of Private Debt  
and Real Assets

## 経済成長をプライベート・デットでファイナンス



ポートフォリオを上場資産のみで構築することはもはや十分ではありません。プライベート・デットが資産配分の重要な要素になりつつあります。

図1：オルタナティブ投資のセクター別内訳（2021年第3四半期、時価総額に基づく）



「デジタル資産」とはデータの電子ファイルで、個人が所有・転送でき、取引通貨や無形コンテンツ（電子化した芸術作品、ビデオ、契約文書など）保存手段として使用が可能です。暗号通貨、いわゆる資産担保ステーブルコイン、非代替性トークン（NFT）、オリジナル・デジタルメディア所有権証明書などが「デジタル資産」の事例です。

出所：JPモルガン「Alternative Investments Outlook and Strategy」（2021年10月）

最近の景気減速懸念やインフレ高進懸念にもかかわらず、G7諸国の経済状況は、財政出動や金融緩和を追い風に、金利は比較的安定した動きを保ち、株式市場は史上最高値を再び試しています。

## 経済のハイブリッド・ファイナンス

株式のバリュエーションは魅力的ではなく、債券は割高な今、プライベート・デットは適切な選択肢になります。そのリスクは上場債券と同水準で、流動性プレミアムは上場債券を上回っています。このため、プライベート・デットへの資金流入は旺盛で、欧州では2021年前半に1,200億米ドルに上っています（出所：Preqin）。

足元でもプライベート・デットに資産を配分する投資家層は拡大しています。保険会社（保険規制ソルベンシーIIの下での優遇を好感）が先行し、年金基金、政府系投資ファンド、さらには個人投資家までもが追随しています。機関投資家の多くが永続的な資産配分プログラムを通じて、ポートフォリオの10%や20%、時には40%超を配分し、プライベートエクイティ、実物資産、債券とのバランスをとっています。

もちろん、プライベート・デットも過剰流動性がリスクプレミアムに及ぼす影響についての議論と切り離すことはできません。余剰資金がクレジット・スプレッドに対する低下圧力に影響を及ぼしています。しかし、資金調達需要も増大しており、流動性プレミアムは損なわれていません。

サステナビリティ、分散投資、相対価値にフォーカスすれば、プライベート・デットへの資産配分はポートフォリオにバリューとインパクトを加えることが可能

企業の買収・合併（M&A）活動でその規模を拡大させるため、欧州の中規模企業では資金調達ニーズに拍車がかかっています。エネルギー転換やデジタル転換に伴うインフラ需要は膨大で、特にITインフラと伝統的インフラの交点、例えば電力貯蔵、スマートインフラ（ネットワーク、都市、道路）、データ処理・送信で旺盛となっています。

また、バーゼル委員会は銀行のバランスシートにさらに制約を加えています。この結果、プライベート・デットは欧州の銀行や投資家にとって補完的なファイナンス・モデル（complementary financing model）の一部となっています。

## 3つの条件

増加するプライベート・デットの資金調達に貢献することは、それ自体、投資家にとって魅力的な要素となりますが、厳しい環境・社会・ガバナンス（ESG）基準を尊重する必要性がますます高まっています。これは当然の流れです。経済のファイナンスは良いことですが、明日の経済のファイナンスはもっと良いことと考えられています。

ESG投資の条件を充足するためには、十分なリソースと対象資産に合わせたアプローチが必要です。私たちのインフラ・不動産ローンポートフォリオでは、CO2/環境インパクト、例えばデジタル・ネットワークにアクセスしている世帯数を測定します。中小企業については、経営陣のESGテーマの認識を評価し、選択している内容を分析しています。

第2の投資条件である分散投資の追求もプライベート・デットに適用しています。今回のパンデミックは、一見堅調なセクターでも必ずしもショックの影響を受けないわけではないことを投資家に示す結果となりました。私たちは、資産運用会社として多様な資産を考慮しており、この理由からインフラ・不動産投資ではマルチセクター・アプローチが重要とみています。様々な企業に注目し、中小企業にはそれぞれ異なる戦略を適用し、不動産担保の資金調達にはより細やかな対応を行っています。

第3に、リスクに対し適正な補償を求めることが信用判断の中心になければなりません。資産運用会社がこだわる伝統的な比率は、案件の選択率（case selectivity rate）です。適切な報酬水準を提供しない場合、良好に見える機会でも、多くは対象になりません。このため、私たちは上場債券の分析に基づき、流動性プレミアムの体系的算定を投資プロセスに統合しています。

BNPパリバ・アセットマネジメントはこの3つの条件「サステナビリティ、分散投資、相対価値」を満たすことにより、プライベート・デットに対する配分管理を通じ、ポートフォリオにバリューとインパクトを加えることができると確信しています。

## 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。
- 本資料は海外で機関投資家向けに作成されたものであり、専門用語や難解な内容が含まれ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。
- 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。
- 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。

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



**BNP PARIBAS**  
**ASSET MANAGEMENT**

The sustainable  
investor for a  
changing world