



2023 年の 投資展望

今号の内容

- 03 **まえがき:不確実性の時代における投資**
- 04 **2022 年の振り返り**
- 10 **大きな流れに沿った投資を行う時期ではない** ファビアナ・フェデリ
- 16 **債券市場の価値は回復するか**
 ジム・リービス
- 22 **ハイイールド債にスポットライトを当てる** ステファン・アイザック
- 24 **金利上昇環境における投資**
 ウィル・ニコル

投資元本は変動し、投資から得られる利益は上昇することもあれば、下落することもあり、お客様の投資元本は保証されません。

本項に記載されている内容は現時点におけるM&Gの見解であり、投資に関する推奨、助言に該当するものではなく、また将来の状況やパフォーマンスを予測するものではありません。

当資料は、一般的な情報提供を目的としており、金融商品取引業登録に基づく業務又は当社関連会社が組成するファンドの持分等の勧誘を目的としたものではありません。

不確実性の時代における投資

予測不可能で変動が激しかった年の終わりを迎えるに当たり、M&G インベストメンツの最高投資責任者 (CIO) たちが、金融市場に影響をもたらす主要テーマについて展望をお伝えいたします。高インフレ、金利上昇、エネルギー危機、経済成長の減速は、投資家が切り抜ける必要がある大きな問題のごく一部に過ぎません。

今回が創刊号となる「投資展望」では、株式・マルチアセット・サステナビリティ担当 CIO のファビアナ・フェデリ、パブリック債券担当 CIO のジム・リービス、そしてプライベートおよびオルタナティブ資産担当 CIO のウィル・ニコルが、担当資産クラスの前途に待ち受けているかもしれない潜在的な課題について検討する一方で、有望な投資機会とみている領域について取り上げます。

まず、2022 年度の振り返りから始めます。2022 年は、いくつかの長期トレンドが反転し、市場の動きに対する確立された概念に課題が生じた年でした。



2023



資金の逃げ場がない

株式と債券が連動して下落

2022 年は、世界中の投資家にとって厳しい年でした。当初のコロナ禍後の世界経済の回復に対する楽観的な見方は、ウクライナ戦争とその後のエネルギー危機の影響が世界経済全体に波及したため、すぐに立ち消えました。急激なインフレと各国中央銀行によるインフレ抑制の取り組みが最大の問題となりました。

MSCI ACWI
指数の下落率

-14.6%

米国債の下落率

-12.3%

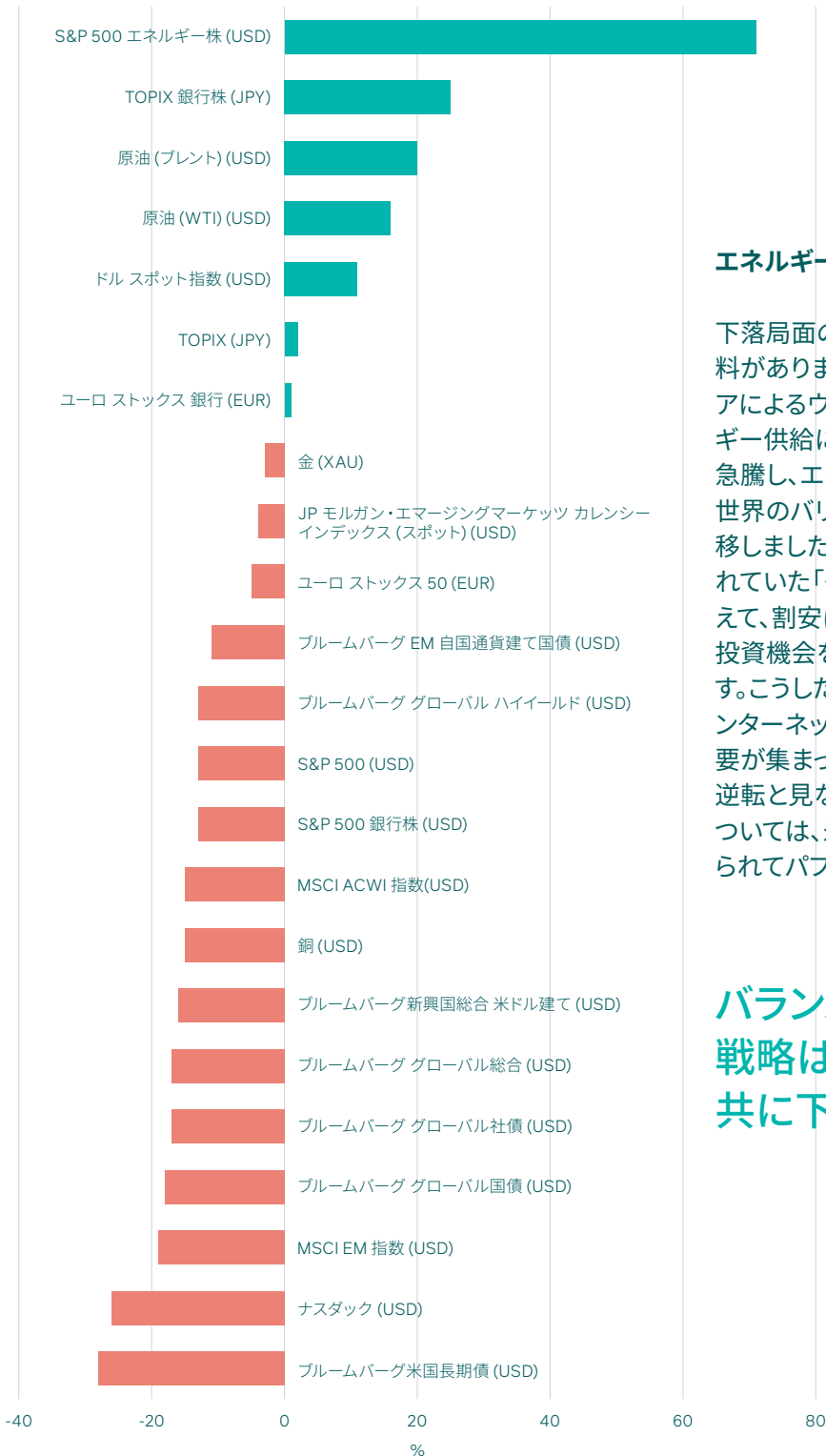
2022 年 11 月 30 日時点、
米ドル建て

株式と債券が同時に売られたことから、投資家にとって資金の逃げ場がどこにもなくなりました(図表 1)。11 月には市場は力強い回復を遂げたものの、2022 年(11 月末時点)の MSCI ACWI 指数は 14.6% 下落しました(米ドル建て)。同期間、米国債価格の下落率は 12.3% に達しました。

このように連動した下落という展開となったことで、この2つの資産クラスを組み入れたバランス型ポートフォリオ、いわゆる「60 / 40(株式 60%、債券 40%)戦略」を採用し投資リスクの低減を目指していた投資家には痛い一撃となりました。

図表 1:2022 年は株式と債券が連動して下落

主要資産クラスの年初来のリターン



エネルギー株と米ドルは好調

下落局面のなかにも、いくつかの明るい材料がありました。原油とガスの価格は、ロシアによるウクライナ侵攻後に世界のエネルギー供給に対する懸念が高まったことから急騰し、エネルギーセクターは好調でした。世界のバリュー株式も相対的にも良好に推移しました。投資家がこれまでではやされていた「グロース」株式の一部を入れ替えて、割安に放置されていた不人気銘柄に投資機会を見出したことが背景にあります。こうした変化はある程度、超大型株のインターネットおよびテクノロジー銘柄に需要が集まったパンデミック禍のトレンドの逆転と見なすことができるでしょう。為替については、米ドルは米国の金利上昇に支えられてパフォーマンスが際立ちました。

バランス型の「60 / 40」戦略は株式と債券が共に下落したため苦戦

出所：Bloomberg、2022 年 30 日時点。
過去の実績は将来の運用成果を示唆するものではありません。

新たな体制

高インフレと金利上昇

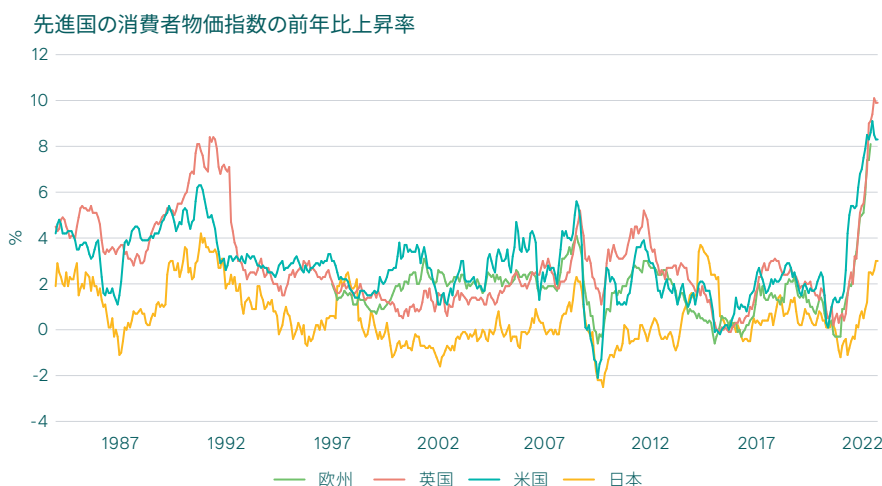
2022 年は、数多くのマクロ経済ショックに対処する必要があり、なかでも注目すべきはインフレの再来でした。年初時点では、政策決定者はインフレが「一過性」であるとの見方をしていましたが、世界中で物価が急騰し続けました。米国と英国では、ロシアのウクライナ侵攻後のエネルギー価格の急伸により、2022 年にはインフレ率が 40 年ぶりの高水準に達しました(図表 2)。

食料品とエネルギーの大幅な価格上昇により、「生活費」危機に対する懸念が高まり、家計の可処分所得は低下しました。企業に関しては、投資家は、インフレが投入コスト(賃金を含む)の上昇を招き、利益率が低下する可能性があるかと懸念しました。

最近のデータでは、米国の物価上昇は少なくとも鈍化の可能性を示唆しているものの、インフレ率はいまだ高止まりしており、今後数ヵ月間は投資家の関心の的となる可能性が高くなっています。ただ、投資家は同じストーリーに長くはとどまらない傾向があります。当面は引き続きインフレに注目するもの、投資家の関心が薄れていくとみられることもできるでしょう。ジム・リービスは、インフレ圧力は来年には緩和する可能性が高く、その

ため新しいストーリーが支配的になる可能性があるとの見方を示しています。2023 年は、投資家が経済成長、または成長がなければ景気後退の懸念に関心を向ける年となることもあり得ます。

図表 2: インフレ率は 40 年ぶりの水準まで急伸



出所: Bloomberg, 2022 年 11 月 30 日

超低金利の終了

ほぼ間違いなく、2022 年で最も重要な展開であり、来年に向けて支配的となる可能性があるのは、金融引き締め政策への移行です。持続的な高インフレと戦うために、世界中の中央銀行は積極的に金利を引き上げました。イングランド銀行 (BOE) は、2021 年末に利上げに転じた最初の中央銀行の 1 つでしたが、米国連邦準備制度理事会 (FRB) は先頭を切って利上げ幅を拡大し、2022 年 6 月から 4 回連続で 75 ベーシスポイント (bps) の利上げを行いました。また、BOE と欧州中央銀行 (ECB) も次第にタカ派スタンスに転じましたが、日本銀行のみが明らかに例外的に超低金利政策を堅持しています。

利上げによってインフレ抑制を狙う各国中央銀行の決定により、10 年以上にわたり金融市場を支配したトレンド、つまり超低金利と緩和的な金融環境は終焉を迎えました。これらの要因によってここ数年間の資産価格が押し上げられたことはほぼ間違いなく、そのトレンドが反転しても同じ程度に劇的な効果もたされる可能性があります。

ファビアナ・フェデリが指摘しているように、インフレ率が低下したとしても、資金調達コストの上昇が企業のバランスシートを圧迫し続け、弱体化した企業に困難をもたらすかもしれません。特に急ペースの金融引き締めは経済成長にリスクをもたらしかねないため、こうした新たな体制への順応は、2023 年において投資家にとって最大の課題の 1 つとなりそうです。

ニュースに左右された市場

2022 年の金融市場は、ニュースとマクロ経済イベントにかなり大きく左右されました。例えば、投資家はインフレ率の毎回の発表とその後の FRB の金利政策に与える影響、特に路線を転換する、つまり「方向転換」するかどうかを注視してきました。世界経済の見通しと緊張の継続を巡る足元の不確実性を踏まえると、今後数カ月間は市場の変動は今後も激しくなる公算が高い状態です。こうした厳しい経済環境を受けて、企業はおそらく苦戦するでしょう。ただ、ウィル・ニコルが指摘するように、厳しい局面でも、忍耐強く集中力のある投資家にはある程度興味深い機会が生じる可能性もあります。■

10 大きな流れに沿った投資を行う時期ではない ファビアナ・フェデリ

16 債券の価値は回復するか ジム・リービス

24 金利上昇環境における投資 ウィル・ニコル

以下のページでは、当社の各CIOが、投資家が現在直面する主要な問題についてそれぞれの考えを述べています。困難な年を経ても、さらなる課題、特に景気後退リスクが待ち受けている可能性があります。しかし、あらゆる市場でいくつかの潜在的に興味深い機会が出現していることから、楽観的な見方の根拠もあるかもしれません。

本書をご覧になり、その考えがご参考になれば幸いです。

2023

大まかな投資を行う時期ではない

ファビアナ・フェデリ
株式・マルチアセット・
サステナビリティ担当 CIO

2022年の株式市場は変動の激しい展開が続きボックス相場となっており、特にニュースの流れに敏感に反応し、複数の外的要因の影響を受けています。今後数カ月間こうした状況を乗り越えるには、インフレのピークアウト、中央銀行による利上げの停止、あるいは実際には、ウクライナで起きている悲惨な戦争の解決、そしてもちろん景気後退が予想よりも穏やかであることが確認されるなど、前向きな動きが必要となるでしょう。



投資家は、景気
後退の可能性に
耐える財務力
と事業戦略を備
えた企業を求め
るでしょう。

「利上げのトンネル」の先の明かり

今のところ、インフレは投資家にとって重要な懸念事項です。最近発表された米国のインフレデータには、インフレがピークアウトしたことを示す初期兆候がみられました。金利上昇が需要を押さえ込み、サプライチェーンが回復したことが背景にあります。ただ、労働集約型のサービスへの支出が戻り、雇用市場が依然として引き締まった状態であることから、FRBによる明白な方向転換を見られるとは考えにくく、そのため金利はしばらく高止まりしそうです。

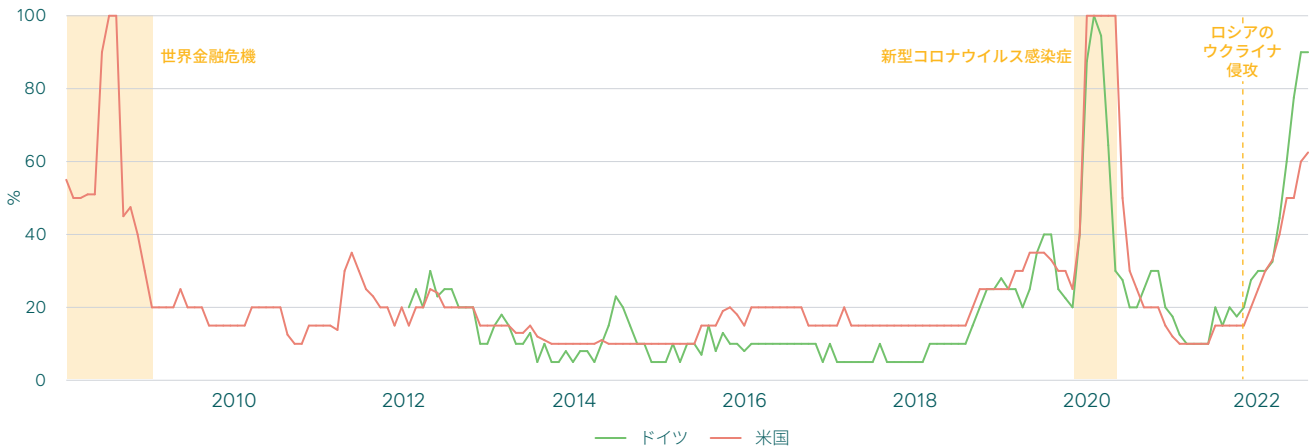
他方、他の先進国市場ではインフレのピークアウトの兆しがまだみられず、食料品とエネルギーコストの上昇により、欧州と英国ではいまだ物価に上昇圧力がかかりインフレが持続しています。

そうした環境とはいえ、「利上げトンネル」の先の明かりに近づいており、各国中央銀行は2023年上半年にどこかの時点で利上げを停止する可能性が高くなっています。FRB、ECB、BOEの前回の会合における0.75%の利上げを受けて、12月会合では（データ次第で）利上げ幅が一様に縮小される可能性があるでしょう。

しかし重要なことは、中央銀行が金利予想を引き下げることで事実上金融環境を緩和するリスクがあり、その結果、中央銀行の仕事がより困難になり、長い金融引き締めを余儀なくされるリスクがあるため、タカ派的ではないレトリックを採用する余地はないということです。

図表 3: 前途厳しい経済情勢が待ち受けているのか

今後 12 カ月間に景気後退に陥る確率の予想の中央値



出所: Bloomberg、2022 年 11 月 30 日。

景気後退の確率

インフレがピークアウトしたと確認されれば、市場のセンチメント改善の支援材料となると思われますが、同時に市場ではインフレ懸念が弱まっていくため、景気後退の確率とその規模に関心が向き始める可能性が高くなります。

そのため、世界経済の減速の範囲も、今後数カ月間の関心事となりそうです。景気後退を予想する声は相対的に高まっており、エネルギー価格高、インフレの持続、借入コストの上昇により景気が落ち込む公算が大きい欧州では特に高まっています(図表 3)。一般的には、株式市場は景気後退を好みません。

インフレ率の低下は企業の利益率に寄与する一方、金利上昇による資金調達コストの上昇と、金利上昇の結果景気後退下の環境では企業がこれ以上の値上げを行えないという相反する 2 つ

の力が同時に働くことになります。弱体化した企業については、借入コストの上昇により、バランスシートの観点から実際に困難な問題が生じる可能性があります。

投資家は、景気後退の可能性に耐えうる財務力と事業戦略を備えた企業を求めましょう。

当社が注視しているもう 1 つは、地政学的リスクです。合意と制裁解除を含むウクライナ戦争の満足のいく解決があれば、投資家心理を大幅に後押しする可能性があります。ジョー・バイデン大統領と習近平国家主席が 11 月の会談後により建設的な関係を築いたことで、市場のセンチメントは最近改善されましたが、だからといって、青空が広がったわけではありません。米中の緊張は継続する公算は大きいですが、依然として米国が課したテクノロジー産業への規制に中国が対応することを期待しています。

銘柄選定が鍵を握る

では、株式投資家は、金利の高止まり、業績低迷、成長減速、景気後退の可能性というこの厳しい環境にどう対処できるのでしょうか。今は「大まかな投資」を行う市場環境ではありません。つまりセクターや国のアロケーションを大きく変更するべきではないのです。

ただ、アクティブ投資家は依然としてアルファ(超過収益)を獲得できる市場であるとの見方をしていますが、強固なバランスシートと強力な価格決定力を備えた企業を特定する、銘柄選定が鍵を握るでしょう。最近の決算発表シーズンでは、同一セクターに属する企業でも、エクスポージャーのティルト(傾斜)、コスト管理、製品構成、また全般的に経営陣の質に基づき、ばらつきの大きい決算結果となっていたことが判明しています。

したがって、こうした状況から大事なものが無用なものと一緒に捨てられているような銘柄を見つけ、選択して機会を探せる市場であるとみています。基礎となる事業の強さを勘案した値動きの水準が保証されていない場合には、強固なファンダメンタルズを持つ健全な企業を探します。

国レベルでは、あらゆる市場で選択的に機会を見出していますが、企業の改革と事業再編のペースが引き続き加速している日本では、銘柄固有の機会を獲得する十分なチャンスがあると考えています。同様に、中国でも魅力的な機会を見出しています。中国株は過去最高の値動きを記録した市場の1つですが、バリュエーションは依然として割安であり、株式は基礎となるファンダメンタルズを反映していないディストレスト銘柄のレベルで取引されていると考えています。

日本では、企業の改革と事業再編のペースが引き続き加速しています。



引き続き、(低炭素技術のサプライヤーや需要家とともに)再生可能エネルギーやインフラ(インフレに連動して配当が増加して成長、配当はインフレの影響を中和)などの長期的なテーマを選好しています。これらのテーマは、足元の市場環境に左右されることなく設備投資が増え続ける分野です。

当社のマルチアセット戦略では、長期債のデレレーションの積み増しを行い、現在はベンチマーク対比で長めになっています。株式のエクスポージャーについては、10月の市場の安値から少し離れましたが、最近の一部のニュース(地政学的リスクとインフレ)に改善がみられる一方で、上昇の動きがかなり急速でマクロ経済の方向性がいまだ不確実であるという事実とのバランスを反映して、依然として戦術的なオーバーウエイトを小幅に維持しています。

サステナブル投資は定着

サステナビリティ(持続可能性)の観点からみると、この数年間は厳しい状況となっています。新型コロナウイルス感染症によるパンデミックは、健康、教育、貧困などの開発分野にかなり大きな影響をもたらしました。直近では、エネルギー危機と深刻化する生活費の危機が生じたことで、短期的なサステナビリティへの注力姿勢が一段と後退しました。例えば、ロシアによるウクライナ侵攻後に欧州ではガス価格が急騰して、今年は石炭の需要が増えました。

こうした状況は短期的な現象にとどまる見込みは大きくても、石炭使用の段階的廃止という世界の長期的な目標からの逸脱を示しています。ウクライナでの戦争によって引き起こされたエネルギー市場の混乱を踏まえると、国連の持続可能な開発目標(SDGs)に合致した、または低炭素エコシステムに連動した多くの投資先は今年、炭素集約型の同業他社をアンダーパフォームしました。

これらの課題が生じているとはいえ、サステナブル投資は定着すると考えています。そのため、今後 5 年間に持続可能な商品と持続不可能な商品を区別しなくなると考えています。投資手法にサステナビリティの基準を組み込むことは、主流となるでしょう。

また、ウクライナでの戦争によって、エネルギー安全保障の改善とエネルギー源の分散化のニーズが注目され、再生エネルギーが脚光を浴びています。欧州の REPowerEU 計画や米国のインフレ削減法などの政府の取り組みでは、エネルギー移行を支援するために数十億ドルが費やされています。

そして、これらの措置を講じているのは政府だけではありません。企業は長期的な炭素削減目標に焦点を当てることの重要性を認識し、サステナブル投資を推進しています。そして、資本流入のあるところには、投資機会が存在する可能性が高いのです。最近開催された国連気候変動枠組条約第27回締約国会議(COP27)に関する記事に記したように、官民セクターの協力関係の強化も、投資機会の解明に役立つでしょう。

SDGs の視点からサステナブル投資を見てみると、年間の SDGs の資金調達ギャップは 4 兆米ドルを超えると試算されています。M&G のインパクトチームが 2020 年から毎年作成している M&G SDG 評価レポートでは、SDGs に対処する現在の資金フローの規模が不十分であることが明らかになっています。こうしたギャップを克服する唯一の方法は、官民両セクターがアクションを拡大し、食糧の安全保障、健康格差、社会的包摂、生物多様性の損失、過剰廃棄などの世界中のサステナビリティ問題に対処する資金を振り向けることです。最近行われた COP27 では、これらの問題すべて、そしてその他との関連性に注目が集まりました。

今後は、投資手法
にサステナビリティ
の基準を組み込む
ことは、主流となる
でしょう。



M&Gは国連SDGsをサポートしていますが、国連とは関係がなく、またM&Gの運用戦略は国連によって承認されているものではありません。

債券市場の 価値は 回復するか

ジム・リービス
パブリック債券担当 CIO

債券市場は、2022 年に過去最大級の大幅下落を経験しました。持続的な高インフレと積極的な金融引き締め政策に対する懸念により、国債利回りが 10 年以上ぶりの高水準に押し上げられたことが背景にあります。また、市場が経済成長の減速と借入コストの上昇が企業にもたらす影響を織り込み始めたため、クレジットのバリュエーションも深刻な圧力にさらされています。

これにより、信用スプレッドと「リスク・フリー」レート（国債利回りに代表される）の両方で大幅に再評価が起きました。投資適格債の利回りは現在、数年ぶりの高水準で推移しており、5 年物米国投資適格債の利回りは 4% を上回っています（図表 4）。世界経済が直面する課題を意識しているものの、企業のファンダメンタルズは依然として健全で、現在の利回りは投資家にとって極めて魅力的なバリューを示しています。ベース効果だけみても、2023 年を通じて前年同月比の総合インフレ率が低下し始めると予想されており、特に米国主導の利上げサイクルが現在ほぼ完全に織り込まれているようにみえることから、こうした状況は債券市場にとって好材料になると思われます。

図表 4: 時間経過でみた債券利回り - 5 年物米ドル建て投資適格債の最終利回り



出所: Bloomberg、Deutsche Bank、ICE indices、S&P Global。2022 年 11 月 28 日時点。
過去の実績は将来の運用成果を示唆するものではありません。

インフレは徐々に和らいでも、いまだ FRB の方向転換の兆しはなし

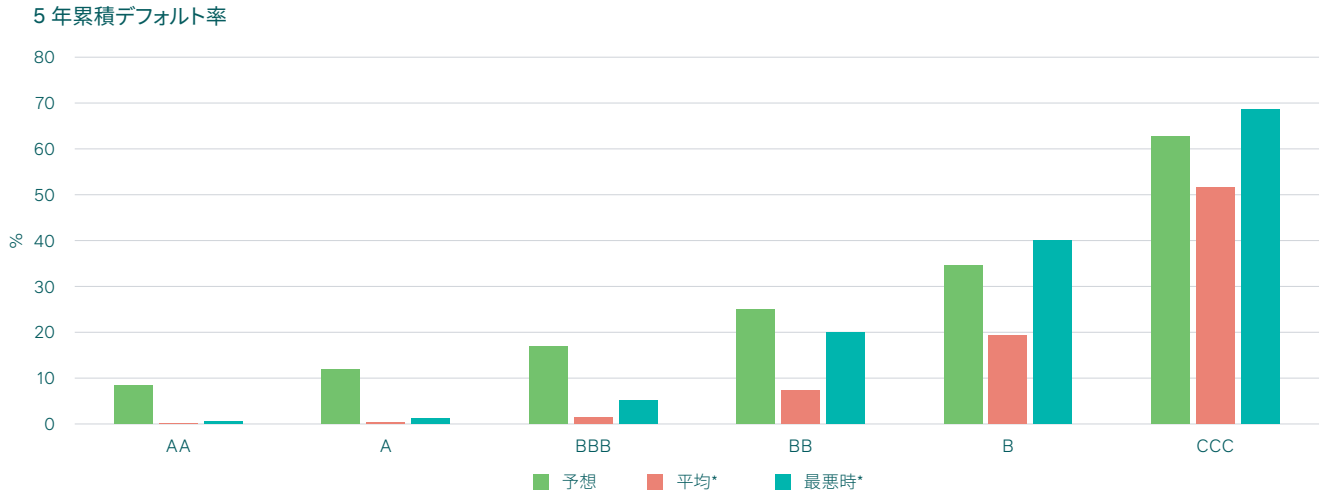
当社は、インフレは引き続き投資家にとって差し迫った問題であるとみていますが、米国の物価上昇は少なくとも和らぎ始めている証拠が表れています。米国の 10 月の消費者物価指数 (CPI) は前年同月比 7.7% の上昇となり、6 月の 9.1% から低下しました。インフレ率は 2023 年も鈍化し続けると考えられます。部分的にはベース効果とコモディティ価格の下落が要因ですが、同様に金融環境が過去 1 年間で大きく引き締まったことも理由です。金融政策の効果は一般的に、12 ~ 18 カ月遅れで現れることから、金利上昇の影響は来年のなっようなうやく感じられ始めると考えています。

ただ、既にモノの物価上昇率に下落が見られる一方、サービスの物価上昇率はしばらく高止まりすると予想され、米国の労働市場の逼迫により賃金に圧力がかかり続けると考えられます。賃金

サイクルは、数ヵ月ではなく数年にわたり続く傾向があるため、FRB は賃金と価格のスパイラルを引き起こすリスクを非常に意識するでしょう。したがって、FRB は、総合インフレ率が落ち着くにつれ利上げペースを鈍化できるものの、おそらくもう少しの間金融政策を引き締め領域に維持したいと考えており、現段階では完全な方向転換について語るのはおそらく時期尚早です。

2023 年以降に目を向けると、FRB がインフレ率を 2% 未満に維持することは、これまで以上に困難となる可能性があると考えています。これは、何年にもわたってインフレ率を極めて低く抑えてきた多くの要因の力が弱まり始める可能性があるという事実があるからです。特に、グローバリゼーションは、サプライチェーンの国内回帰や関税やその他の制限的な貿易措置の採用拡大といった問題に反映されるように、今後はそれほど強力な要因にはならない可能性があります。

図表 5:市場に織り込まれたデフォルト率と過去のデフォルト率

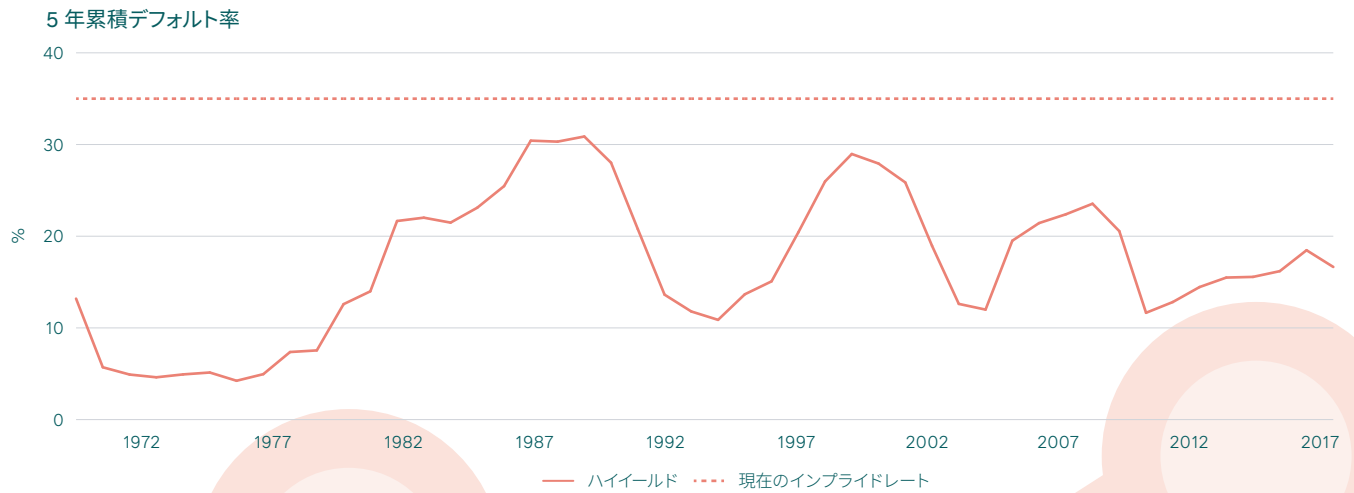


出所：Bloomberg、Deutsche Bank、ICE indices、S&P Global。2022年10月31日時点。

*投資適格債の回収率を40%、ハイイールド債の回収率を30%と想定。

過去の実績は将来の運用成果を示唆するものではありません。

図表 6:ハイイールド債市場に現在織り込まれているデフォルト率



出所：Bloomberg、Deutsche Bank、CE indices、S&P Global。2022年9月30日時点

過去の実績は将来の運用成果を示唆するものではありません。



インフレ率が落ち着いたとしても、FRBはおそらく金融政策を引き締め領域に維持したいと考えるでしょう



中央銀行が直面している課題については、方向転換についてあまり早く話し始めると、株式市場が上昇を再開して債券利回りの低下につながる可能性があるという点です。こうした事態となれば、金融環境が事実上緩和され、インフレがさらに進む可能性があります。中央銀行は、再度金融引き締めを行う必要性と将来的にさらに大きな損害をもたらす可能性を回避するために、今はしっかりとインフレに立ち向かう必要があると考えている可能性があります。

こうした環境を受けて、金利に対してやや慎重な姿勢を崩していませんが、バリュエーションは昨年のこの時期よりもかなり魅力的になっていることを認識しています。今年は利回りが上昇したため、デューレーションを徐々に長めにしてきましたが、積極的にデューレーションを積み増しするには時期尚早だと考えます。FRBの方向転換の明確な兆候が見られるまで金利は市場が最新のFRBの発表に反応するため、断続的なボラティリティはあるものの、ボックス相場を維持する可能性が最も高いです。

急激な景気後退を織り込む信用スプレッド

当社は現在、クレジットにはかなりの価値があり、投資家はクレジットリスクを採ることで、十分な見返りが得られていると考えます。短期的にはボラティリティがさらに高まる可能性は高いとはいえ、長期見通しでは、クレジットは極めて魅力的なリスク・リターンのダイナミクスを提供すると考えます。企業のファンダメンタルズが良好でバランスシートが強固であるため、デフォルト率は低水準にとどまる見通しであり、多くの企業は、数年間にわたり機会を捉えて割安な水準で負債の借換を行ってきました。

市場は悪材料を織り込み過ぎており、デフォルト率予想を反映する信用スプレッドは、平均デフォルト率のみならず最悪時のデフォルト率を過剰に織り込んでいます(図表 5)。例えば、BBB 格付けの社債に織り込まれている 5 年累積デフォルト率は 16.9% で、それに対して平均デフォルト率は 1.5%、最悪時のデフォルト率は 5.1% となっています(2022 年 10 月 31 日時点)。

こうした状況は、デフォルト率に対する過度に悲観的な見通しが反映されているためと考えており、好機を捉えて保有ポートフォリオの多くで信用リスクを積み増しています。ただ、不透明な経済環境を踏まえると、引き続き選択的に行うことが重要であり、一般的に質が高くよりディフェンシブな銘柄を選好しています。こういった銘柄は景気後退がより深かった場合のシナリオが実現した場合でも底堅く推移すると予想しています。対照的に、CCC 格のハイイールド債など投機色の強いセクターについてはかなり慎重なスタンスを維持しており、これらのセクターはデフォルト率がかなり大幅に上昇する可能性があると考えます。

また、社債市場ではスプレッドに大きなばらつきが見られ、同じ格付けの社債でも国債に対する信用スプレッドが異なる水準で推移しています。FRB が方向転換に向かった場合、スプレッドの格差はさらに拡大する可能性があると考えており、このため、割安な銘柄を特定できるアクティブ運用会社には豊富な機会がもたらされるでしょう。

金利とクレジット両方に対するエクスポージャーを持つことで、社債は、不確実な市況において回復力の源泉となりえると考えています。2022 年は例外的な年であったものの、信用スプレッドと金利は一般的に互いに逆方向に動きます。そして、この逆相関性は、市場の混乱期において社債投資家にとって貴重なクッションとしての効果をもたらすと考えています。

新興市場における選択的な機会

中期的に見て魅力的な価値があるとみているもう1つの分野が新興市場です。ただし、この分野へ投資を行う際にはかなり選択的なアプローチが必要となります。新興国の債券は今年大幅下落となり、利回りは高止まりしています。他の通貨に対する米ドルの根強い上昇は、この資産クラスにとって大きな逆風ではあるのは明かですが、こうした米ドルの上昇局面の大部分は過ぎ去っており、今後は米国の貿易赤字の悪化を受けて米ドルがさらに軟化すると予想しています。

特に新興国の一部は、2013年よりもファンダメンタルズが良好であり、経常黒字、財政赤字の縮小、外貨準備高の増加、通貨安となっています。さらに、過去の利上げサイクルとは異なり、多くの新興市場の中央銀行は、FRBの動きを先回りし、2021年以降積極的に利上げに動いたため、投資家に提供する利回りを非常に魅力的な水準に押し上げるのに寄与しました。

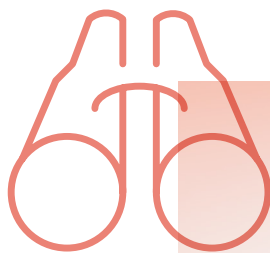
この資産クラスでは様々な部分が一括りにされる傾向があるものの、バリュエーションと個別企業の成長軌道の両方の観点からみても新興市場の発行体間には大きな格差があります。例えば、多くの中南米諸国は、ウクライナでの戦争の影響から比較的うまく逃れられており、コモディティ価格の高止まりの恩恵を受けている国もいくつかあります。■



**大手銀行の
大部分は良好な
状態にあり、
金利上昇により
利益率が向上する
と考えています**



ハイイールド債に スポットライトを当てる



ステファン・アイザックス
パブリック債券副 CIO

下落リスクのクッションとして役立つ魅力的な インカム

11 月末時点において、世界のハイイールド債のスプレッドは 508 ベーシスポイント (bps) で、経済に関する悪材料を多数織り込んでいるとみられ、当資産クラスについてかなり魅力的なエントリーポイントを提供していると考えられます。

足元のスプレッド水準から計算すると、5 年累積デフォルト率は 30% 前後となります。その水準は当社の予想をかなり上回っており、これまでの最悪期に経験したデフォルト率よりもさらに極端な水準ということになります (図表 6)。社債のファンダメンタルズは全般的に良好な状態にあり、また企業収益は全体的にかなり強靱であることが立証されると予想しています。この資産クラス全体のレバレッジは比較的小幅にとどまっており、多くの企業は、パンデミック後に機会を捉えて保有負債を削減するか、または満期を延長しており、これが借換リスクを大きく引き下げると考えられます。

その結果、ハイイールド指数は現在、パンデミック前と比較してより質の高いユニバースとなっています。デフォルト率は現在の超低水準から上昇すると見込んでいますが、デフォルト率が急伸することは予想していません。利回りは 9% 弱であることを勘案すると、この資産クラスは魅力的なインカムの流れをもたらし、スプレッドの拡大やデフォルト率の上昇が進んでも有意なクッションとなると見られます。

セクターに対する見方 - 銀行セクターに強気、 消費関連に慎重姿勢

セクターの観点から、銀行は、より高い預貸金利ざやを得られるため、金利上昇環境の恩恵を受ける有利な位置づけにある一方で、予想以上に急激な景気後退が発生した場合には、銀行の強固な資本基盤が大きなバッファーになると考えられます。現在のバリュエーションは銀行部門の多額の損失を示唆していますが、市場の認識はファンダメンタルズの様相とはかけ離れていると考えま



**投資家はクレジット
リスクを取ることで、
十分な見返りが得ら
れていると考えます...**

**ただし、選択的な姿
勢を維持することが
重要です**



す。多少の損失が発生することは明らかですが、大手銀行の大部分は嵐を乗り切れる良好な状態にあり、その一方で金利上昇が収益性を大幅に改善するでしょう。

また、不動産セクターにもバリューを見出しています。債券利回りへの感応度と長期的な性質を受けて、不動産セクターのバリュエーションは今年極めて急激に低下しました。過去数年間、このセクターの発行が大量であったこともあり、こうした状況はテクニカル面の逆風として作用するでしょう。このセクターについては、選択的かつ基礎となる不動産評価額を徹底的に評価することが重要となりますが、不動産セクターの多くの社債価格は額面をかなり下回っていることから、このセクターは全体的に割安に見えると考えます。

当社は、消費者から影響を受けるセクターに対してかなり慎重な見方をしていますが、米国の労働市場がかなり好調であることを踏まえると、需要が完全に落ち込むのではなく、緩やかに減少すると予想しており、負債比率の極めて高い銘柄を除くすべての銘柄は、成長が鈍化する時期を乗り切ることができると思っています。■

金利上昇局面における投資

投資展望 | 2023 年の見通し

ウィル・ニコル、
プライベート・アンド・オルタナティブ・アセット部門、CIO



金利上昇の影響

最初に、プライベート市場は幅広い資産クラスの集まりであり、プライベートクレジット、ストラクチャード・ファイナンス、消費者金融、不動産、インフラ、プライベートエクイティなどのさまざまな投資機会に広がっていることを特筆しておきたいと思います。

これほど多様であるために、金利上昇は市場の部門それぞれに異なった影響を及ぼしてきました。一部は、パブリック債市場に影響を与えてきたのと同じ信用懸念に積極的に反応しました。反応の出方が遅く、景気後退の逆風が吹く可能性を織り込み始めたばかりの部分もあれば、本質的にディフェンシブで、極めて厳しい経済見通しにも耐え得る部分もあります。

実際に金利上昇は、プライベートクレジットや流動性の低いクレジットの投資可能ユニバースの大部分がたいてい低デューレーションであり利率が変動するという性質を持つことから、こういった資産クラスに関する投資テーマを後押しすることが明らかになりました。その結果、この分野の価格は概して、従来型の債券の価格ほど下落しませんでした。



オルタナティブ資産の直接的（および間接的）なヘッジ機能は、ポートフォリオを守ろうとする慎重な投資家の興味を引くでしょう。

ただし、こういった著しくかつ急速な金利上昇がどのような影響を及ぼし得るのかを検討することは重要です。プライベートデットのクーポンレートの上昇により、3% か 4% だったようなレートが 5% か 6% へ上昇する可能性があるわけですが、これは投資家にとってはプラスであっても、そうした資金調達コストの増加は発行体企業のバランスシート上では著しい違いをもたらしかねません。そのため、借入コストが増加するという問題は、とりわけインフレ水準の上昇と組み合わせると、2023 年を通して持続的な課題となり、投資の選別と柔軟性の必要性が明白となると考えます。

従来型の金融資産を超えたオルタナティブ資産の直接的（および間接的）なヘッジ機能は、ポートフォリオを守ろうとする慎重な投資家の興味を引くでしょう。プライベートエクイティ、インフラ、不動産などの分野の投資家にとっては、どのような経済環境下でも生き残る質の高い企業または建物に目を向けることが、依然として非常に重要です。つまり、原資産とその質に注目し、困難な状況に耐え得るかを常に確認するということです。ここでも、選別と価格設定の規律が鍵となります。



景気後退の見込みが今後 1 年間の投資家の主な懸念事項になるのは明らかですが、景気の減速は、経営難の企業に注目する運用戦略にとっては好機を生む可能性があります。例えば、マイナスのニュースを調べて企業の経営立て直しに協力できる「ディストレストファンド」は、近年のデフォルト不足の状態が変わろうとしている今、資金調達に機会に直面しているかもしれません。

目先のマクロ経済情勢のさらに先へ目を向けると、プライベート市場全体においてインフラは重要な長期的テーマです。エネルギー移行とデジタル経済へのシフトが始まっている現在は、とりわけインフラがおもしろい時期です。今後数年間で、世界のインフラを完全に再構築する必要があり、その大部分が勃興しつつあるテクノロジーを用いて行われるでしょう。それを支えるのがプライベートエクイティ、ベンチャーキャピタル (VC)、民間貸付になります。

超低金利の終了

もう 1 つの判断は、環境が明らかに変化したことです。インフレが 2023 年に十分低下する可能性はありますが、さまざまなことが従来の状態に戻るとは予想していません。このような超低金利で、金利がマイナスにさえなるといった異常な期間を過ごしてきたわけで、その結果もたらされた豊かな流動性に慣れてしまっています (図表 7)。

インフレがいずれ低下したとしても、自分たちが通常だと考える状態へ戻ると投資家が期待するリスクがあります。しかし実際のところ、マイナス金利は通常の状態ではありませんでした。どこも過剰な流動性が利用できるということは正常ではなく、投資家は依然としてその状態に適応する必要があります。

長期的には、超低金利の局面から、過去のトレンドに沿う環境へ移りつ

つあります。これにより、最近の低金利を理由の一部として著しい成長を遂げてきた可能性のあるプライベート市場の一部が、今後は多少の圧力にさらされる可能性があります。

金利上昇局面における不動産

債券の利回りが大幅に上昇しているため、不動産のリスク・プレミアムが縮小し、不動産の低利回りを正当化するのが難しいセクターも出ています。

世界の不動産市場で価格が修正されることで、資産の質に応じて、既存のポートフォリオのパフォーマンスに差が生まれるでしょう。入居者の要求の厳格化にともない、グリーン認証のない建物には空室率が高まるリスクがあり、築古の不動産の「ブラウン」ディスカウントが加速しそうです。大規模な改修工事は高いコストがかかりますが、工事を先延ばしにしても節約にならないのではないかと当社はみています。

図表 7: 超低金利時代の先へ





プライベート市場では、
興味深く価値の高いアイデア
が生まれると考えます。

オフィスなど従来型の不動産セクターが構造的な問題や景気循環の問題に直面しているため、ポートフォリオ配分もシフトする可能性があります。実需が強いため、居住用セクターのほうがより強靱なようにみえます。そのため、供給不足を埋めることにより、魅力的なインカムと成長可能性を通じて足元の利回り上昇圧力を緩和できると同時に、企業は社会にプラスの影響をもたらせる可能性があります。

不動産が再評価されるまでには当然ながら時間がかかりますが、利回りが安定するにつれ、資産はパフォーマンス改善の見込みを持った、魅力的な長期価値を反映する可能性があると考えます。

経済的な逆風が強まる中、市場のボラティリティを乗り切るには、スキルと大局的な視点が必要です。過去を振り返ってみると、不動産は不景気のあとの数年でパフォーマンスを上げることが多く、価格調整により、次なる最高のヴィンテージ投資商品が産み出される可能性があると考えています。

興味深い価値の機会

2023 年はいくつかの理由で非常に興味深い年になりそうです。まず、プライベート市場全体へ目をやると、足元では 2022 年の出来事や展開に対して異なった反応を示しており、しかも非常に幅広い時間差があることがわかります。現在は、非常に興味深い価値の機会を提供している分野と、価値がはるかに低い分野があると考えます。当社が市場の反応を待っているケースもあります。



したがって、2023 年には、プライベート市場で興味深く価値の高いアイデアが生まれると考えます。

クレジット・サイクルに入っており、現在の金利上昇サイクルが終わっていない可能性が高いことを考えると、投資家は「より退屈な」資産へ退避するかもしれません。そのため、今後数年のうちにすばらしい機会が現われる可能性はありますが、数多くの新たな投資家にプライベートアセットへの投資を検討してもらうことは非常に難しいでしょう。もっとも、プライベートアセットとプライベートエクイティ市場の実際の仕組みについては、長期的な追い風が吹くと考えます。

プライベートアセットの民主化

プライベートアセットの「民主化」、すなわち従来の投資家基盤であった機関投資家から、より広い投資家を対象とする動きは、話題のトレンドとなっています。

機関投資家は、ファンドのライフサイクルにおいて、投資後数年はマイナスのリターンだが、その後プラスのリターンを生むという、プライベートエクイティにおける「カーブ」という概念とともに成長してきました。ホールセールまたはリテールの顧客基盤ではこういった仕組みに対する安心感は弱く、こういった顧客によるプライベートアセットへの投資はこれまで非常に少ない状態でした。

セカンダリー市場の出現と成長が、資産クラスの民主化を後押しする可能性があります。ファンドをライフサイクルの最後まで保有できる投資家

と比べてリターンがやや少ないとしても、投資後すぐにリターンを上げ始めることができるためです。

このプロセスにおける主要な課題は教育です。ホールセール投資家は概して、議論し検討できるような手軽な商品がなかったため、プライベート市場にまだ精通していません。欧州の LTIF（長期投資ファンド）と英国の LTAF（長期アセットファンド）などの制度が、この状況を徐々に変えつつあり、顧客による日次流動性がないゆえに流動性のミスマッチを作り出さずにプライベートアセットにアクセスできる商品への投資を支援しています。プライベートアセットに投資をする新たな半流動性ファンドは現われたばかりで、プライベートアセットへの需要を拡大しているようですが、これはさらにプライベート市場全体の成長をけん引する可能性があります。

サステナビリティとインパクト投資

プライベート市場にとって重要だと考えられるもう 1 つの追い風は、サステナブル投資とインパクト投資への興味の高まりです。プライベート市場においては、特定のプロジェクトや活動をターゲットとする投資が行われるため、気候や社会関連のポジティブな目標を達成する投資機会が数多くあります。投資機会の幅は広く、再生可能エネルギーやデジタル・トランスフォーメーションから、学生寮、手頃な価格の住宅、都市再生、ひいては林業、金融包摂まで多岐にわたります。優れたリターンを提供する興味深い資産の幅は非常に広いのです。



セカンダリー市場の出現と成長が、資産クラスの民主化を後押しする可能性があります。

試練を切り抜ける

現在訪れつつある新たな投資状況を考えると、金融市場では今後数カ月のあいだボラティリティがある程度高まりそうです。とはいえプライベート市場内では、金利上昇という厳しい環境を乗り切る好位置にあり、すばらしい長期的な機会をも提供する、多様な運用戦略や資産があります。

機関投資家向け資料

当記事は、現在の市場動向におけるM&Gの見解を述べたものです。今後、事前に通知することなく変更する可能性があり、実証しかねる推測を含む場合があります。過去の実績は将来のパフォーマンスを保証するものではありません。当記事の配布は売買の推奨や勧誘を行うものではありません。当記事は情報提供と教育のみを目的としており、投資に関する助言や特定の証券、投資戦略、投資商品の推奨を行うものではありません。本資料における個別企業に関する記述は例示のみを目的としており、売買の推奨を行うものではありません。当記事が提供する情報ならびに参照した情報は、M&Gが信頼性が高いと判断する情報源から得た情報で作成していますが、情報の正確性について保証するものではありません。内容の正確性についてM&Gはその責任を負いません。M&G Investmentsは英国で設立されたM&G plcの直接子会社です。M&G plc及びその関係会社は、アメリカ合衆国を主たる事業地とするPrudential Financial, Inc.とはいかなる関係もありません。当資料はM&G Investment Management Limitedが発行します。M&G Investment Management Limitedはイングランド及びウェールズにおいて番号936683、本社所在地10 Fenchurch Avenue, London EC3M 5AGにて登録されています。M&G Investment Management Limitedは英国Financial Conduct Authority (金融市場監督庁)により認可され規制を受けます。M&G Real Estate Limitedはイングランド及びウェールズにおいて番号3852763で登録されており Financial Conduct Authority (金融市場監督庁)の認可、規制は受けません。M&G Real Estate LimitedはM&G企業グループの1社です。

当資料はM&G及びM&G関連会社が発行した資料の翻訳です。和文と原文(英語)に差異がある場合は、原文を優先します。

M&G Investments Japan株式会社

投資運用業者、投資助言・代理業者、第二種金融商品取引業者

関東財務局長(金商)第2942号

加入協会: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

本書面は、当社又は当社の海外関連会社であるM&G Investment Management Limited、M&G Alternatives Investment Management Limited若しくはM&G Real Estate Asia Pte. Ltd.

(以下あわせて「海外関連会社」といいます。)の運用に関する情報提供を目的としてお渡しするものであり、いかなる有価証券の勧誘となるものでもなく、それを意図するものでもございません。

当社は、投資助言・代理業者、投資運用業者及び第二種金融商品取引業者として金融商品取引法上の登録を受けており、今後、当該登録に基づき、お客様と海外関連会社との間の投資一任・

投資顧問契約締結の代理・媒介を行い、当社が直接お客様と投資一任契約

を締結し、又は、お客様に対し海外関連会社又はその関係会社が運用する海外集団投資スキームへの投資勧誘をさせていただく場合がございます。その際当該投資一任契約又は海外集団投資

スキームへの投資に係る具体的なリスク、ご負担いただく手数料等の費用に関しては、個別の契約書及び契約締結前交付書面等のお客様向け資料に記載させていただきますので、それらの

資料をご参照ください。なお、お客様と海外関連会社との間の投資一任・投資顧問契約締結に係る代理・媒介業務、及び、お客様に対する海外関連会社又はその関係会社が運用する海外集団

投資スキームへの投資勧誘に関して、当社がお客様から手数料をいただくことはございません。