

株式・マルチアセット四半期見通し

2023年第4四半期



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。過去のパフォーマンスは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。

目次

暗闇の中での着陸.....	3
CIOご挨拶	4
マルチアセット	10
グローバル株式	13
テクノロジーのテーマ	18
英国株式.....	20
日本株式.....	22
アジア太平洋地域（除く日本）株式.....	24
新興国株式.....	26
インパクト投資.....	28
転換社債.....	29



暗闇の中での着陸

- 最近の中東での出来事は忌まわしいものですが、金融市場では、パブリック市場で一部安全資産への逃避が見られるものの、今のところ情勢は冷静に受け止められており、全体としては平穏な反応です。
- 事態がエスカレートし、イランが関与すると宣言または想定された場合原油輸出制裁の強化につながる可能性があります。現在の需給逼迫を踏まえると、原油価格にはさらなる上昇圧力がかかると考えられます。
- 投資家は依然として「より高い金利をより長く」の金利環境が及ぼす影響を慎重に考慮しています。高い水準にある現在の金利環境を勘案すれば、消費者と企業の双方に影響を及ぼす資金調達コストの上昇により、需要がさらに減退すると考えるのが理にかなっています。
- 株式投資のリスクプレミアムが上昇するなか、当社のタクティカル・アロケーション・マルチアセット投資戦略は、株式市場へのエクスポージャーを縮小し、債券への投資比率を増やしています。

各国のマクロ経済は、多くの人が予想していたよりも強靱であることを示しています。特に金利上昇の影響が消費者や企業の全般にまだ伝播していない米国で顕著です。しかし、米国では余剰貯蓄が減少するなかで学生ローンの返済が再開されたため、将来的には可処分所得が減少する方向にあります。株式投資のパフォーマンスが将来的にはプラスになる可能性があると考えていますが、株式のリスクプレミアムが上昇していることを勘案して、株式市場全体に対する慎重な見方を強めています。当社のタクティカル・アロケーション・マルチアセット投資戦略は、株式へのエクスポージャーを縮小し、債券への投資比率を増やしています。

株式投資においては、マクロ経済の不透明さを踏まえ、パフォーマンスのドライバーが景気循環ではなく構造的要因が強い、インフラ、低炭素エコシステム、AIを含むイノベーションなどの長期的なテーマを引き続き選好しています。短期的には、最近の株式市場における値下がりにより銘柄間格差が縮小したことを受けて、銘柄選択によるアルファ獲得が期待できる新たな投資機会を提供する可能性があります。また、「より高い金利をより長く」の金利環境に対する懸念から公益企業や不動産企業のバリュエーションはこの数年間で最低の水準になっており、インフラ関連銘柄への投資のタイミングが到来していると考えられます。

その他の資産では、低金利環境下で一部の投資家に忘れ去られていた転換社債が、金融債務の満期を近々迎える企業が、資金調達コストの上昇を抑えることを目的に普通社債の代替となる低利の社債を求めており、「より高い金利をより長く」の環境においてその恩恵を受ける可能性があると考えています。



ファビアナ・フェデリ
株式・マルチアセット・サステナビ
リティ投資 最高投資責任者

変化する市場

当初、この四半期見通しは「より高い金利をより長く」の影響と景気後退の可能性についての考察を序文にする予定でした。突如として、それよりも急を要することを申し上げる必要が生じました。本四半期は中東から送られてくる恐ろしい映像で始まりました。私たちの想いは、無意味な暴力の被害を受けている人々のもとにあります。

最近の中東での出来事は忌まわしいものですが、金融市場では、パブリック市場で国債利回りが低下するなど、一部安全資産への逃避が見られるものの、今のところ情勢は冷静に受け止められており、多くの株式市場では、騒乱が始まった翌週には小幅高となりました。

市場の動きを見る限り、投資家は騒動の場所がイスラエルとガザに限定され、他地域に波及しないという見方をしているようです。この見方が正しくない場合、最も可能性が高く、即座に影響が拡大する可能性があるのは、イランが関与すると宣言、または想定された場合、原油輸出の制裁が強化される可能性があります。メディアによる推定には幅がありますが、JPモルガンはイランの輸出量を日量170万バレルと推定しています¹。M&Gインベストメンツの株式リサーチチームは、イランによる供給量の減少は主にサウジアラビアの輸出増に依存することになると考えています。私たちは、サウジアラビアは原油価格の上昇を望んでいるものの、需要を低迷させ、世界を不況に陥れるような価格への上昇は望んでいないと考えています。そのため、サウジアラビアは直近の減産を撤回し、恐らく増産に踏み切ることになると考えます。とはいえ、現在の原油の需給はすでに逼迫した状況にあるため、原油価格はさらに上昇することが予想されます。本稿執筆時点では、イランに対する原油輸出の制裁の強化に向けた動きは見られませんが、ご存じのように、状況は急速に変化する可能性があります。

私たちの頭から離れないテーマであり、新聞の見出しになっているのは中東情勢ですが、市場は別のことに注目しています。ブルームバークのニューストレンドの記事数では、2022年後半に景気後退やインフレなどのテーマがピークを迎えた後、現在は2022年初頭の水準に戻っています。注目が高まっているのは、驚くほどのことではありませんが、「より高い金利をより長く」の金利です。

「より高い金利をより長く」になる可能性が以前想定していた以上に現実味を帯びてきたことが、ほとんどの資産クラスが8月から9月にかけて価格が下落した最大の要因だと考えられます。

¹ 出所：ブルームバーク、2023年10月



完全な停止でないにせよ、一旦停止

コアインフレ率は、まず米国で低下し始め、その後、英国やユーロ圏がこれに続きました。しかしながら、各中央銀行の目標インフレ率が、2%であるにせよ3%程度であるにせよ、現在のコアインフレ率が依然として目標を大きく上回る水準にあることには変わりません。大きな変化は、先進国と新興国の両方で長期金利が急上昇したことです。高い金利は、米連邦準備制度理事会 (FRB)、イングランド銀行 (BOE)、欧州中央銀行 (ECB) にとって引締め効果として働いている可能性があり、各中央銀行ともこれまでに実施した利上げが経済に与える影響を見極めるために利上げを一旦は停止する可能性が高まっています。米国のコアインフレ率の急激な低下を考えると、最初に利上げサイクルを終了させる可能性はFRBが最も高く、追加利上げの可能性は低下しており、11月の会合で利上げを実施する可能性はほとんどないと思われます。とはいえ、インフレ率が目標に近づくか、景気減速が顕著になるまでは、市場にとって安心できる水準まで政策金利が引き下げられる可能性は低いと思われます。

とらえどころのない景気後退

当社の定例ミーティングにおいて、各運用チームが担当する投資ユニバースの観点から市場について議論を交わします。その中で最大の議論的となっているのは「とらえどころのない景気後退」、つまり、この1年ほどの間に到来すると幾度となく言われているにもかかわらず、まだ現実にならない景気後退に関してです。実際、各国、特に米国のマクロ経済は、多くの人が予想していたよりも強靱であることを示しています。これには理由があります。金利の上昇はまだ多くの消費者や企業に影響を及ぼしていません。米国では、多くの家計の住宅ローンが(英国の多くの家計とは異なり)固定金利であり、企業に関しても、調達を長期で行っている企業は市場金利の上昇の影響をまだ受けていません。ただ、FRBのデータによると、パンデミック以前の米国家計の余剰貯蓄は、2023年中に枯渇すると予想されています。また、学生ローンの返済は10月に再開されます(ただし、12か月間の不払いは延滞として報告されません)。クレジットカードのリボ払いの残高も増加しています。現時点で警鐘を鳴らすほどのことはありませんが、ほとんどのデータが将来的な可処分所得の減少を示唆しているため、今後の動向を注視する必要があります。

ほとんどのデータが将来的な可処分所得の減少を示唆しているため、今後の動向を注視する必要があります



注意しなければならないことは、FRBのデータが低所得者層と高所得者層の間に大きな違いがあることを表していないことです。私たちが定期的に意見交換をする企業は、低所得者層はすでに余剰貯蓄を使い果たしていると思われる一方、高所得者層にはまだ余裕があるはずだと指摘しています。また、カードローン会社の無担保融資額に関しても、サブプライム層とプライム層の間に大きな違いが見られます。プライム層はパンデミック時の低水準からは増加したものの、依然として2019年の水準を下回っている一方、サブプライム層に関しては2019年の水準をすでに上回っています。

ニュースを見る限り、景気後退は最大の関心事ではなく、現在のマクロ経済データも、すぐに深刻な景気後退や広範な信用危機が迫っていることを表していませんが、需要がさらに減退すると考えるのが理にかなっています。消費者と企業の双方とも資金調達コストの上昇に直面することになり、購買力を減退させる可能性が高いと考えられます。

また、景気後退入りした場合、どの程度深刻かが重要です。リスク資産は緩やかな景気後退であれば耐えることができると考えられます。ドイツでは、2022年第4四半期の実質GDP成長率が前期比 -0.5%、2023年第1四半期が同 -0.3%となり、テクニカルリセッション入りしたにもかかわらず、2023年のダックス指数 (Dax) は、8月と9月に他の株式市場と同様に値を下げたにもかかわらず、年初来ベースではまだ上昇しています。

前回の株式・マルチアセット見通しでは、世界各国のマクロ経済がやや弱含んでおり、一部のデータはさらに悪化傾向にあることを解説しました。しかしながら、経済指標の多くは底堅く推移しており、世界的に需要が急減する兆候はまだ見られていませんでした。目先の需要動向が不透明で、回復から減退までとシナリオの幅が広いため、リスク資産投資にタオルを投げるには時期尚早だと解説しました。前回の株式・マルチアセット見通しを発刊した以降、マクロ経済的には成長は引き続き弱い状態にありますが、壊滅的になっているわけではありません。



より慎重に

米国でさえ実質金利がプラスに転じた現在、株式のリスクプレミアムが上昇しており、株式市場にとって下方圧力要因となっています。このような状況がしばらく続く可能性があります。私たちは、株式投資のパフォーマンスが将来的にはプラスになる要素があると見ていますが、短期的には慎重な見方を強めています。当社のタクト・アロケーション・マルチアセット投資戦略は、株式へのエクスポージャーを縮小し、債券への投資比率を増やしました。

最近の価格下落を受けて、先進国の長期債（米国、英国、ドイツの10年・30年国債など）の魅力が高まっていると考えています。市場のボラティリティが高いなかで最適な購入のタイミングを見いだすのは常に難しいことですが、FRBによる利上げサイクル終了が近づいており、過去の例では、利上げサイクル終了は金利がその後間もなくピークを迎える兆候でした。長期債はまた、マクロ経済の減速が市場の予想以上となった場合の「保険」としても機能すると考えています。

ここで申し上げたいことは、私たちは株式投資を止めるつもりはありません。依然として魅力的な銘柄が存在しており（これは投資家が危険と感じている市場でしばしば得られるプレゼントです）、銘柄選択がカギであることに変わりはありません。マクロ経済の不透明さを考慮に入れて、株式投資においては、パフォーマンスのドライバーが景気循環ではなく構造的要因である銘柄を選好します。引き続き質の高い銘柄を選別して投資します。また、参入障壁が高い業種で価格決定力が強く、強固なバランスシートを有し、キャッシュフローを生み出すことができる企業に投資します。インフラ、低炭素エコシステム、AIを含むイノベーションなど、短期的なボラティリティの影響を受けにくい長期的なテーマを引き続き選好しています。

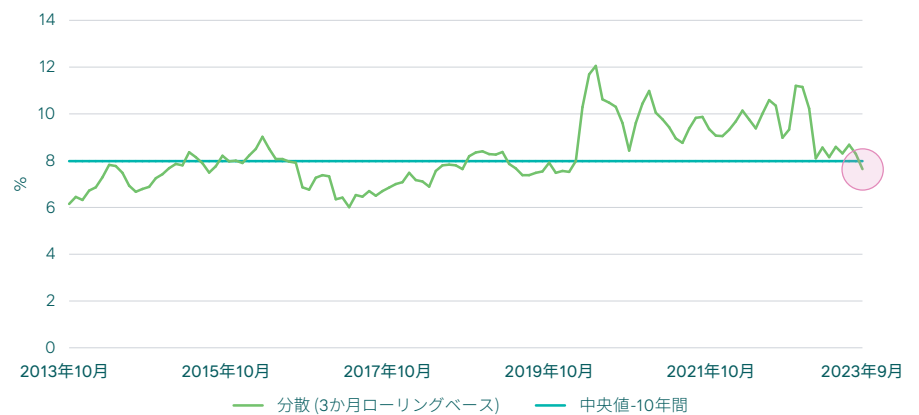
重要なのは、今が広範な市場に投資するタイミングではないことです。企業は高金利（およびプラスの実質金利）の環境、需要の低迷、絶え間ない技術革新に対処するなかで、以前と変わらず勝者と敗者に分かれます。そのため、一部のセクターや国に集中して投資することを以前にも増して回避する姿勢を取ります。もう一段階深く踏み込む必要があるでしょう。このことは、現在の市場のなかで投資している当社の各運用チームの洞察をお読みいただければ、お分かりになると思います。

株式投資では、パフォーマンスのドライバーが景気循環ではなく構造的要因である銘柄を選好します

危険と感じている市場における投資機会

8月から9月にかけての株式市場が下落した際に見られた変化の1つは、市場が10年間の中央値を上回るリターンを3年間続けた結果、セクター間のパフォーマンスの差が縮小したことです。このことは、銘柄選択がアルファ創出につながる新たな投資機会を提供していると私たちは考えています。

図表1: MSCI オール・カントリー・ワールド・インデックス (ACWI) のセクター別リターンの分散 (3か月ローリングベース)



10年間の中央値に対する3年間の平均株式リターンの分散
出所: M&Gインベストメンツ、2023年9月30日

特に、「より高い金利をより長く」の金利環境に対する懸念から公益企業や不動産企業のバリュエーションはこの数年来で最低の水準になっており、インフラ関連銘柄への投資のタイミングが到来していると考えられます。これらの企業の多くは、債券に類似した株式として捉えられていたことから「風呂水と一緒に、赤ん坊まで捨てる (細事にこだわり大事を逸する、の意)」の状況になりました。しかしながら、これらの企業の多くは強固なバランスシートを有し、また、調達に固定金利での長期債務であり、提供するサービスの価格はコストを転嫁できる契約であり、さらに魅力的な水準の配当金を支払い続けています。いつも申し上げるのですが、カギとなるのは銘柄選択です。



最後に申し上げたいことは、低金利環境が長期間続いたことで投資家に忘れ去られていた商品、転換社債です。この15年間は低金利であったため、企業は普通社債を発行することで魅力的なコストで資金を調達することができていました。資金調達コストが上昇するなか、2025年～2026年にはあらゆる業態の発行体が償還に対応することを迫られ、企業は普通社債の代替として転換社債の発行を検討することになると考えます。社債市場の規模は転換社債市場と比較にならないほど大きいことを考慮すると、年間発行額に相当する転換社債が追加で発行される可能性があります。このため、投資家は幅広い発行体から選択できるようになり、特に質の高い企業に対する多くの投資機会が得られると考えられます。

本編では、M&Gの株式運用とマルチアセット運用のチームが、市場の変化にどのように対処すべきか、および最終的な着陸点をどのように見極めるべきかについて解説いたします。

皆様の第4四半期のパフォーマンスが好調であり、2023年を良い形で終えられることを祈念しています。

ファビアナ・フェデリ

株式・マルチアセット・サステナビリティ投資

最高投資責任者

資金調達コストが上昇するなかで償還に対応することを迫られる企業は、資金調達のために普通社債の代替として転換社債の発行を検討することになると考えます



マルチアセット



ゴータム・サマルト
マルチアセット 運用担当者

先進国債券市場で起きたこと

景気後退は「常識」

1年間で何でこんなに状況が一変するのでしょうか！ 昨年末の時点では、多くの一流エコノミストが2023年の世界同時不況を予想していました。500bps超という利上げ幅に世界の金融システムは対処できないというのがその理由でした。2022年はグローバル資産にとってパフォーマンスが極めて厳しい年であったという背景もありますが、同年の10月17日付けの記事を読み返すと、センチメントがいかに弱気であったかが明確に分かります。

予想

年内に米国が景気後退に陥る可能性が100%に。バイデンにとって打撃

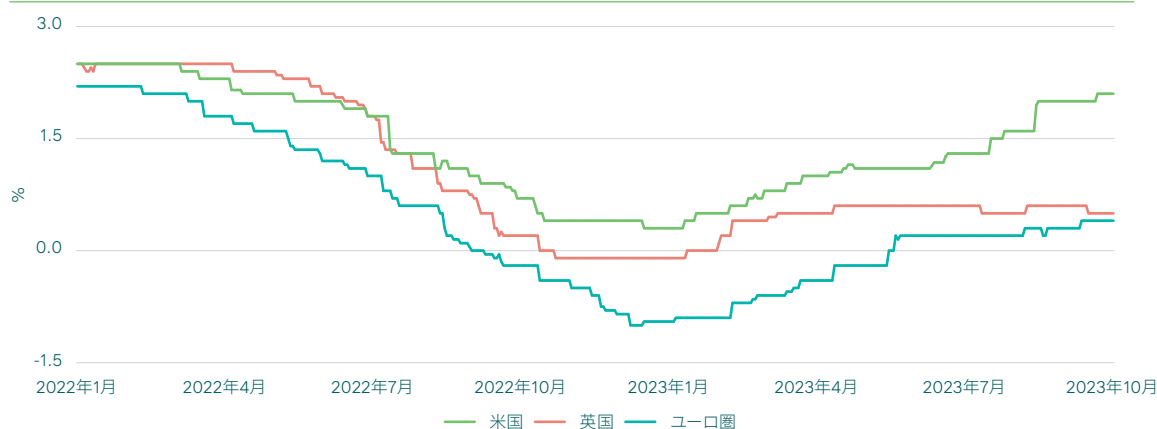
- ・ ブルームバーグ エコノミクスは、景気後退はほぼ確実との見方
- ・ 金融引き締め、インフレ、FRBによるタカ派的スタンスが見通しの重石となっている



出所：『US Recession Forecast Within Year Hits 100% in Blow to Biden Before Midterms』、ブルームバーグ

実際には、過去1年間の利上げに対する経済、特に米国における耐性は、多くの市場ストラテジストの予想を外すものでした。時間の経過とともに、データはインフレ率の緩やかな上昇（まだ不快なほど高い水準にあるとはいえ）、力強い労働市場、力強い経済成長を示すものになっています。このような事態を受けて、ウォール街のエコノミストは弱気な見方を撤回し、2023年の成長率見通しを上方修正しました。

図表2：2023年GDP成長率予測（ブルームバーグのコンセンサス）



出所：ブルームバーグ、2023年10月5日

市場関係者の予想はなぜ間違ったのか

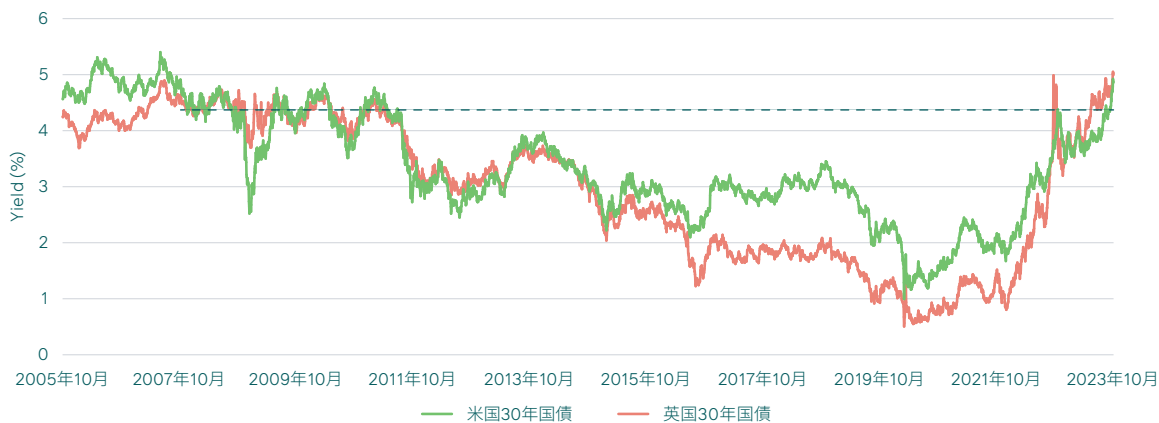
中央銀行による金融引締め政策が本当に世界経済を不況に陥れるかどうかはまだ分かりません。現実には、経済は複雑でダイナミックなシステムであり、金利、需要・供給、インフレといった重要な経済変数がどのように相互作用するかを理解する能力を完全には持ち合わせていません。経済の結果を高い確度で予測できると期待すべきではありません。そもそも景気後退に陥ると確信を持っていたこと自体が誤りだったのです。

国債への投資機会

経済がどの方向に向かっているかについての確信が大きく変化すると、資産評価も著しく変化することがよくあります。私たちは2022年にこのことを目の当たりにしました。インフレは一時的な現象、あるいはその後長続きする何かが起きるまでの「一過性のもの」であるという見方を、市場が再評価したことにより全ての金融資産で急激な価格の調整が起きました。現在の状況はある意味でこれに似ていると考えますが、今後再評価の対象となる可能性があることは、金利が長期にわたって高い水準を維持するという市場の見方です。このような見方を受けて、一部の先進国の国債利回りは、世界金融危機以来見られなかった水準にまで上昇しています。

過去のパフォーマンスは将来のパフォーマンスを予測するものではありません。

図表3: 先進国の長期国債利回り- 現在の利回りは世界金融危機以前と同水準



出所: ブルームバーグ、2023年10月

(現実には) 経済は複雑でダイナミックなシステムであり、金利、需要・供給、インフレといった重要な経済変数がどのように相互作用するかを理解する能力を完全には持ち合わせていません

前述したように、特定の経済予測（この場合は「より高い金利をより長く」の金利環境）に対する自信は一般的に的外れのことが多く、急激な価格調整は、ファンダメンタルズに起因するのではなく、行動要因（恐怖心など）によって引き起こされることが多いと考えられます。利上げが、遅れて経済に悪影響を与える可能性は、1年前と同様に現在もあります。このような状況では、先進国の長期国債への投資が分散効果を発揮すると考えます。ただ、最近の値動きと現在の利回り水準を考慮すると、潜在的な分散効果は当然として、魅力的な価値を提供していると私たちは考えています。

当社の投資戦略のなかで最も柔軟な運用を行うマルチアセット投資戦略は、今年に入り、ほぼ全期間で比較的慎重な運用を続け、高水準のキャッシュ残高を維持していましたが、最近になり長期国債購入の好機と判断しました。具体的には、米国の30年国債のエクスポージャーを増やすとともに、英国の10年国債と30年国債を組み入れ、デュレーションを大幅に長期化させました。





グローバル株式



ダニエル・ホワイト
グローバル株式 運用責任者

シートベルトを締めてください

ブルームバーグによると、今後1年以内に米国が景気後退に陥る現在の確率は55%です。最近時のピークである65%よりは低下したものの、依然として高い水準です²。

しかしながら、経済に関する予測と資産価格の動きが一致しないことはよく見られます。S&P500種指数は、最近の下落にもかかわらず、年初来の上昇率は13.0%を超えたままです³。欧州の株価指数も同様であり、Eurostoxx 50指数は13.4%、MSCI EMU指数は11.0%上昇しています⁴。景気減速に向かっているのが本当であれば、市場はその見方を問題なく受け入れていることになります。

少なくとも米国では「ソフトランディング」が多くの投資家のベースシナリオになりつつあるようです。

最近の出来事

ちょうど1年前、経済の先行指標的な企業であるフェデックス (FedEx) が、世界的な景気減速の兆候が現れていることを理由に大幅減益の見通しを発表したことを思い出す必要があるでしょう。この発表内容は衝撃的であり、当社もレポートで紹介しました。

フェデックスの株価は、2022年9月に大幅減益の発表以降、どのように推移したかご存じでしょうか - 実に85%以上も上昇しました⁵。

この株価上昇は多くの人にとって驚きでしょうが、いかに当時の投資家が弱気だったかを想起させます。

世界経済が多くの予想を上回る回復力を見せたことは間違いありません。ただ、当社の2022年10月のレポートで解説したように、リスクと不確実性が「投資機会を生み始めている」と言って良いと考えます。12か月前、当社は「一部の市場の長期的なリスク・リターンは魅力的」とコメントしました。

景気減速に向かっているのが本当であれば、市場はその見方を問題なく受け入れていることになります

² 歴史的に景気後退は7年に1度程度起こる。したがって、景気後退になる「基準となる」確率は約15%

³ 出所：ブルームバーグ、S&P 500指数は米ドルベースのトータルリターン、2023年9月30日現在

⁴ 出所：ブルームバーグ、Eurostoxx 50およびMSCI EMU指数のトータルリターンはユーロベース、2023年9月30日現在

⁵ 出所：ブルームバーグ、2022年9月16日から2023年9月30日まで

乱気流

現在に話を戻します。景気後退が「ソフトランディング」するとの市場予想が的中する可能性は十分にありますが、絶対というほどではありません。米国、つまり実体的には全世界の経済に波乱をもたらす可能性のある要因はいくつも存在します。

新型コロナウイルス感染症の間に積み上がった消費者の余剰貯蓄が急速に減少しています。米国における学生ローンの返済再開は、可処分所得をさらに減少させるでしょう。借入人が金利上昇の影響を感じているのと時を同じくして、銀行は融資基準を厳格化させています。

全米自動車労組のストライキが近々に解決する兆候はなく、また、政府機関の閉鎖がひとまず回避されたものの、問題が解決されたのではなく、結論が単に先送りされたにすぎません。また、下院議長の解任は米国政治の様相をさらに複雑にしています。

その他の波乱要因は原油価格であり、近時、1バレル=100米ドル台まで上昇した後、80米ドル（本稿執筆時点）前後まで下落しました。インフレ率は低下したものの、依然高い水準にあって、極端な逆イールドカーブ状態が続いています。そのなかで、イールドカーブの全てのゾーンで金利が上昇し続けています。2022年における市場のシナリオは「FRBの金融政策の転換」でしたが、2023年のシナリオは「FRBによる一旦停止」になりました。

上記を勘案すると、現在の市場が非常に混乱した矛盾を内包していることになります。現時点において、この状況は多くの企業のバリュエーションや業績予想に反映されていません。

今こそ慎重を期し、選別的であり続ける時期だと考えています。当社のグローバル投資戦略では独自性の高い銘柄選択を行っています。特定のテーマやセクターでエクスポージャーが増減することはありません。購入銘柄としては、フランスのメディア・コングロマリット（バリュー投資戦略で購入）や、長期の利権を有し、規制面で有利な資産を有し、優れた成長ポテンシャルをもつユニークなインフラ企業などがあります。

最終的には、マクロ経済に対する感応度が高い銘柄ではなく、投資対象として独自の理由がある銘柄を愛好し、持続不可能な現金燃焼率やレバレッジ比率を有する企業ではなく、強固なバランスシートとともに堅調なキャッシュフローが期待できる企業を選好します。

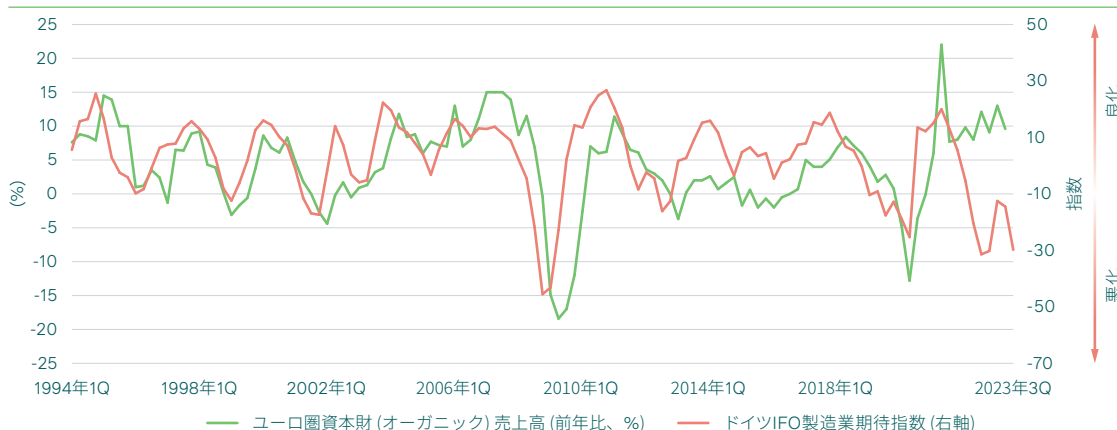
リサーチ インサイト

資本財・サービス:先行指標が弱含んでいるにもかかわらず、底堅い業績予想

マーク・ウィルソン、グローバル インダストリアルズ アナリスト

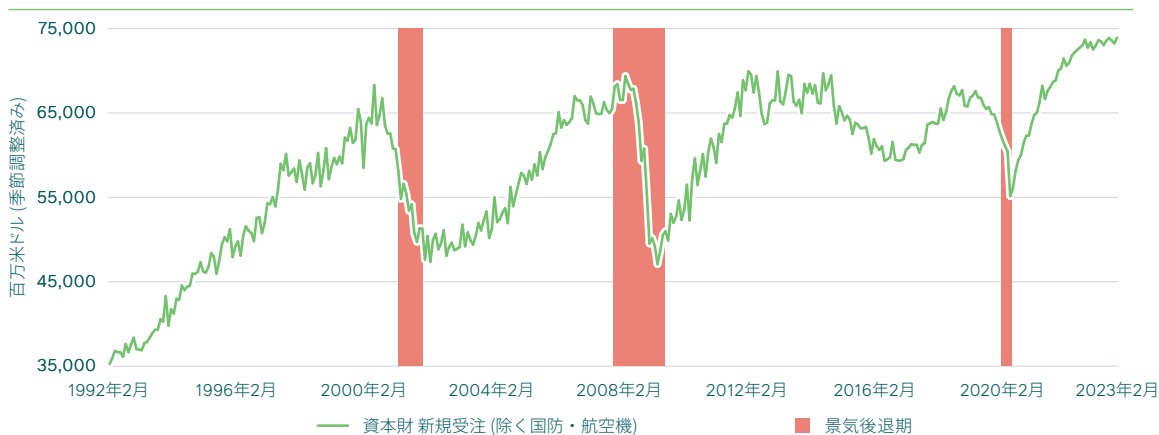
景気後退を示唆する先行指標はいくつもあります。すでに多くの企業が、新型コロナウイルス感染症後におけるサプライチェーン正常化による需要の大幅な減退をコメントしており、インフレ高進による価格の回復は過去のものになりました。それでも、資本財・サービス セクターの業績予想は依然として非常に底堅いものがあります。

図表4:ドイツIFO製造業期待指数とユーロ圏の資本財(オーガニック)売上高(対前年同期比、%)



また先行指標の一部はすでに最悪期を脱したようで、企業が2024年の見通しを上方修正し、より強気な見通し・業績コンセンサスの裏付けとなるような明るい材料が見られるようになっていきます。

図表5:米国資本財の新規受注が過去最高を記録、過去の景気サイクルにおけるピーク時を上回る





正解かどうかは分かりませんが、的中率が高い短期的な先行指標が発する弱気のシグナルを無視するべきではないでしょう。消費者にとって余剰貯蓄がインフレを克服するのに役立ったように、資本財・サービス企業も新型コロナウイルス感染症に伴うサプライチェーンのボトルネックが解消した後の一時的な繰延需要の恩恵を受けたと考えられます。私たちが危惧しているのは、明るい指標の多くが遅行指標であるか、単に実際の景気動向と時間差があるか、あるいは広範な景気減速の抑制にはなっているものの、その程度が大きくないということです。

しかし、資本財・サービスはいろいろなサブセクターが混在するセクターです。不況を乗り切ることができるサブセクター（今回のサイクルでは航空宇宙や鉱業など）や、同業他社よりも低い価格設定をする企業は常に存在します（貨物輸送業者、トラック製造業、ベアリング会社などがまず思い浮かびます）。投資家は引き続き慎重に銘柄を選択しながら、長期的な視点を忘れないことが必要です。景気循環セクターの場合、低迷期は短期間で終わることがあり、長期的テーマの投資には購入の好機となることがあります。これからの10年間は、世界金融危機後のバランスシート修復とコモディティ不況で終始した10年間よりも、資本財・サービス企業が追い風を受けることになりそうです。自国での生産の重視、欧米におけるインフラ投資の拡大、銅鉱山から自動車工場、送電網の改善や建物のエネルギー効率化までの、脱炭素などが追い風を受ける投資テーマだと考えます。当社では、こうした長期的で構造的な追い風を巧みに利用して、グローバルポートフォリオの多くにおいて、例えば、世界的な低炭素経済への移行を支援する技術（e-モビリティなど）やインフラ（効率的な資源管理やリサイクルなど）のプロバイダーなどに投資しています。

小売業：消費は強くなかなか減退しない、しかしいつまで続くのか

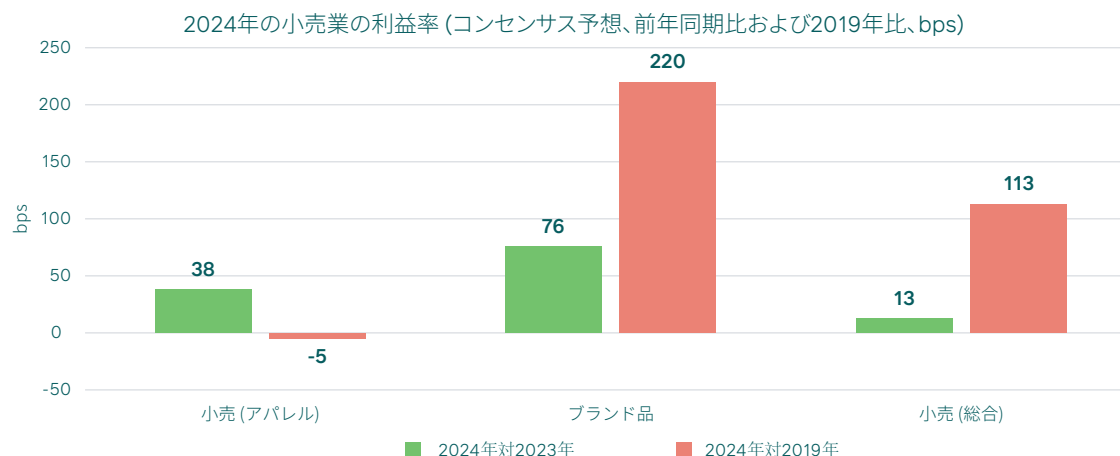
グローバル・コンシューマー・アナリスト、キャサリン・ロック / ジェームズ・ドゥーガン

この18か月間、裁量的支出は、インフレを始めとするさまざまな要因が同時に発生したにもかかわらず、堅調さを維持し、なかなか減退しませんでした。消費者の貯蓄水準は依然として高く、当面は消費を下支えすると考えます。気を付けなければならないのは、低所得者層がすでに余剰貯蓄を使い果たしている可能性があります。クレジットカード決済の延滞は減少していますが、パンデミック以前の水準に回復したにすぎません。これらは遅行指標ですが、市場は指標に反応し、企業経営者からも消費の減退を予想するコメントを耳にするようになりました。米百貨店メイシーズ (Macy's) の株価は、同社のクレジットカードの延滞件数が予想を上回るペースで増加しているという同社CEOのコメントを受け、15%下落しました⁶。

一部の銘柄の株価水準が一段と切り下がりましたが、全般的にはバリュエーションが過去と比べて割安であるとは感じられません。米小売指数 (SPDR XRT) は8月以降11%下落していますが、2022年第3四半期に底を打って以来、センチメントが改善したことを受けて、年初来ベースではほぼ横ばいです⁷。

今年および来年の米国小売企業の利益率 (前年同期ベース) が上昇するとの予想に関しては、当社は、個人消費が低迷し、少ないパイの奪い合いが激化するリスクを考慮すると、楽観的すぎると考えています。

図表6: 米国小売業のコンセンサス予想は2024年に利益率が上昇



出所: ブルームバーグ・コンセンサス (アパレル 18社、総合 18社、ブランド 16社)、年率換算、時価総額加重平均

魅力的で逆風環境に強い小売モデルやブランド品販売業者は存在します。しかし、現在の市場予想に、小売業の構造的な課題に対する当社の長期的な警戒感を重ねた結果、慎重な運用姿勢のなかで厳選した銘柄選択を行う投資アプローチを維持しています。投資の好機があれば、すでに投資している企業のなかで需要がすでに安定したと考えられる特定の商品カテゴリーを取り扱う企業や、新型コロナウイルス感染症後のサプライチェーンの問題を克服した企業に追加的に投資します。

⁶ 出所: ブルームバーグ、2023年10月

⁷ 出所: ブルームバーグ、2023年9月30日



テクノロジーのテーマ



ジェフリー・リン

テクノロジー・テーマ 運用担当者

不透明な経済状況下での投資機会

テクノロジー企業の売上高成長率はマクロ経済と相関関係にあります。経済状況が不透明ななかでも技術の革新は続きます。2023年のテクノロジーセクターは、パソコンやスマートフォンの需要低迷、ITサービスの伸び悩み、テクノロジー製品のサプライチェーンの大部分で注意信号が点滅したように、市場環境は全体的に厳しい状況にあります。

そのような環境であっても、生産性を大幅に向上させるテクノロジーに関しては、力強い成長の兆しが見られます。例えば生成AIは、生産性を大幅に向上させる潜在力を秘めており、大規模に生成AIの構築を図る企業からの需要を背景に、エヌビディア (NVIDIA) が製造するプロセッサの需要が大幅に高まっています。また、電気自動車と自律走行車の先行きについても当社は引き続き強気であり、これらのテクノロジーに関連する企業の製品需要をさらにけん引すると考えています。

企業向けソフトウェアのプロバイダーは、ソフトウェアを使いやすくし、ユーザーのエンゲージメント（ユーザーが商品やサービスに対する愛着）を向上させるために、自社製品の生成AI機能を強化し始めています。マイクロソフト (Microsoft)、サービスナウ (ServiceNow)、ワークデー (Workday)、アドビ (Adobe)、オラクル (Oracle)、インテュイット (Intuit) などは自社製品に生成AIを組み込んでいます。

企業向けソフトウェアのプロバイダーは、ソフトウェアを使いやすくし、ユーザーのエンゲージメントを向上させるために、自社製品の生成AI機能を強化し始めています

ビジネス成長の鈍化、インフレ高進に伴うコスト抑制圧力や不透明な経済情勢を背景に、企業はこのようなプロジェクトへの投資の見直しを行っており（先延ばしにするケースが多く、中止するケースは多くありません）、投資収益率がたとえ優れていても見直しの対象となるケースが少なくありません。低コストで即効性のあるプロジェクトは、相対的に有利な傾向があります。

このように、短期的には企業支出に下方圧力がかかるものの、生成AIの可能性は、特にAIモデルを構築するためのインフラ分野に大きな成長をもたらしています。現在は、不透明な経済見通しを背景に企業のIT投資の予算が抑制されており、企業は生成AIに資金を振り向けるために、サーバーやストレージなどのIT関連の設備投資を縮小させていると考えます。私たちは、企業のIT部門から、経済状況の不透明さや既存のインフラの稼働率向上を理由に、ストレージやサーバーインフラの更新を遅らせていることを耳にしています。また、企業のなかには、データ管理を強化するために、自社内で独自の大規模言語モデル (LLM) を構築することに関心をもっている企業も存在します。

経済状況が回復すれば、企業の需要が急回復し、先延ばしになっていたプロジェクトへの着手、進化が確実なテクノロジーの導入、既存インフラ設備の保守・更新投資の再開など、企業からの需要が急回復すると予想されます。

中長期的には、企業向けソフトウェア企業が開発中の新しいテクノロジーや機能は、ユーザーエンゲージメントを高め、生産性の向上を通じてエンドユーザーへの販売額を増加させることにつながると考えています。このテクノロジーはまだ新しく、商業的な売上規模はまだ小さいのですが、テクノロジーに対する関心は非常に高いものがあります。アクセンチュア (Accenture) は直近の決算説明会で、300件の生成AI導入案件に関与しており、1件あたりの額が約100万米ドルに上ることを明らかにしました。アクセンチュアの顧客は、顧客サービス、事務部門、マーケティング、営業、経理など、多くの分野で生産性を向上させるためにこのテクノロジーを活用することに多大な関心を持っているようです。この状況は、将来的に期待される大規模な生成AIプロジェクトにとって幸先の良い兆候だと考えられます。

最終的には、継続的な技術革新と企業が新しいテクノロジーを積極的に採用することが、セクターにとって追い風をもたらすと考えます。一方、長期のサブスクリプション契約にて製品を販売するテクノロジー企業は、不透明な経済環境においても安定した売上とキャッシュフローを確保することができます。過去の経験に基づくと、テクノロジーの進歩は、マクロ経済の減速が収束した後に急速に加速します。テクノロジー企業の株価の調整は、長期投資家にとって魅力的な投資機会を生み出す可能性があります。



英国株式



マイケル・スタイスニー
英国株式 運用責任者

現状認識と忍耐で得られる投資機会

この18か月の間、英国が「ソフトランディング」するか「ハードランディング」するかへの質問に対する解答は1つしか有り得ないと誰もが考えていました。新型コロナウイルス感染拡大後の景気回復の遅れが大々的に報道され、国内景気に左右される企業の株価は大きく下落しました。9月になり、リズ・トラス首相、クワシー・クワーテング財務省による悪名高きミニ予算から1年経過しましたが、この予算が英国に投資する海外投資家の心理に与えた影響をこの1年間払拭できなかったことをメディアは国民に思い出させました。

他の西側諸国の多くと同様、英国のインフレのピークは間近と見られ、イングランド銀行を含む西側各国の中央銀行が弱含んでいる経済データを理由に、利上げを一旦停止させることを検討していると考えられます。しかし、最終的に英国が景気後退入りするかどうかにかかわらず、英国株式の投資家が用心深くも楽観的になれる理由がいくつかあります。

まず、英国国家統計局 (ONS) は最近の経済指標を上方修正しました。2021年末の実質GDP成長率は、前回の予測ではパンデミック前の水準を1.2%下回るとしていましたが、今回は0.6%上回ると上方修正しました⁸。このことは、英国がG7のなかで最悪ではなかったことを意味し、人々が懸念していたよりも回復力が強い可能性を示唆しています。第二に、投資家の多くがすでに気付いているように、英国の国内経済が最悪の状態であっても、株式市場のパフォーマンスを悪化させるとは限らないことです。

第3四半期のFTSE All Share指数 (ロンドン証券取引所全株指数) のトータルリターンが +1.9%になるなど、英国株式市場は底堅く、他の多くの先進国をアウトパフォームしました。これは、冬に向けた石油供給の逼迫懸念と英ポンド安 (FTSE 100種株価指数構成銘柄の収益の約75%は海外が源泉) を背景に、FTSE 100種株価指数の石油 (およびガス) メジャー (+2.2%) がけん引したことによりです⁹。英国株式市場は金利上昇に対する長期的な耐性が比較的高いと引き続き考えています。図表7のとおり、英国企業の株主資本利益率 (ROE) は、石油企業と銀行を中心に、金利とインフレが極端に低かった時代における長期的な低下傾向を脱し、着実に上昇しています。配当カバー率も1.76倍と依然として高く、これは、2019年12月のパンデミック以前の1.39倍を上回っています¹⁰。FTSE All Share指数の構成銘柄の約3分の1の配当利回りが5%以上であることを考慮すると、特に注目に値する水準だと考えます¹¹。

英国株式の投資家が
用心深くも楽観的
になれる理由がある



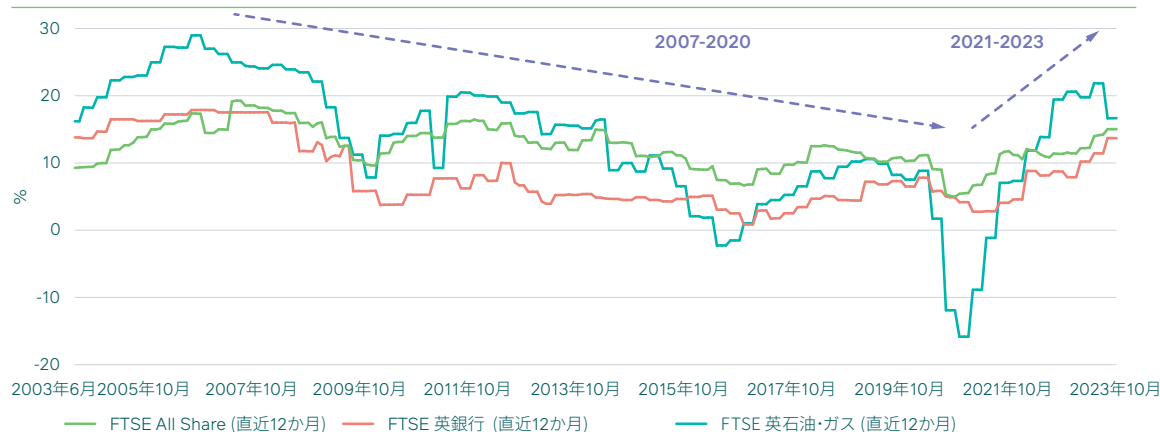
⁸ Impact of Blue Book 2023 changes on gross domestic product』英国国家統計局 (ons.gov.uk)

⁹ Refinitiv Datastream、2023年9月29日

¹⁰ Financial Times、2023年10月3日

¹¹ Refinitiv Datastream、2023年9月29日

図表7:英国企業のROEは長期的なマイナス傾向から反転



出所: LSEGデータストリーム、2023年9月30日

投資家の悲観論は中型株に向けられ、中型株指数であるFTSE 250指数の2021年末からのトータルリターンは、FTSE 100指数の +10.5%に対し、-17.8%になりました¹²。中型企業株は、大企業や海外上場企業の多くよりも下落幅が大きいと言えるでしょうが、裏を返せば今後の下落幅が限定的であり、情勢によっては上昇の余地があるとも言えるでしょう。実際、第3四半期に入り投資家の期待が大きく好転する場面では、250銘柄中39銘柄のトータルリターンが10%以上になりました¹³。一般的な認識と異なり、FTSE 250指数は国内経済への依存度が高くなく、構成企業の売上に占める海外比率は50%近くになっています¹⁴。

英国株式市場は金利上昇に対する長期的な耐性が比較的高いと引き続き考えています

経済見通しが不透明であること、および急速な政治情勢の変化や技術革新を背景に、世界の株式市場のセンチメントの振れ幅は今後さらに大きくなると考えられます。投資家には多少の忍耐が必要となります。しかし、いつものことですが、このような状況は潜在的な投資機会につながる可能性もあります。

当社の英国株式投資においては、不動産や公益など金利感応度が高いと言われるセクターや、市場全体の選別的な消費関連銘柄に投資機会が見出しています。前四半期中、これらのセクターに属する一部銘柄は「より高い金利をより長く」の影響を受けにくくなっており、なかには価値が上昇した銘柄もあります。

^{12・13} Refinitiv Datastream、2023年9月29日

¹⁴ 出所: M&Gインベストメンツ、Factset、2023年10月

日本株式



カール・ヴァイン

アジア太平洋地域株式 運用共同責任者

銘柄間のパフォーマンス格差の拡大

第3四半期を通じて世界の株式市場のセンチメントが悪化したにもかかわらず、日本株は他の主要国をアウトパフォームし、特に円ベースでは小幅ながらプラスのリターンとなりました。しかし、株価全体の動きはともかく、銘柄間のパフォーマンスに大きな差が見られました。大型のグロース株が世界的なセンチメント悪化を受けて相対的に低調だった一方、中型株と、いわゆるバリュー株は堅調に推移しました。

第3四半期で特に顕著だったのは、グロース株とバリュー株のパフォーマンス格差でした。グロース株とは大きく異なり、MSCIジャパン・バリュー指数は、四半期ベースでは、過去30年間で3番目に高いパフォーマンスとなり、標準偏差は2.5に達しました。さらに、年初の単純株価純資産倍率 (PBR) の水準によって今年に入ってから個別株のパフォーマンスが大きく異なる結果となっています。例えば、第1十分位数 (PBRが高い) 銘柄の9月末までの年初来リターンが平均3%だったのに対し、第10十分位数 (PBRが低い) 銘柄の平均は45%でした。このような単一のバリュエーション指標でこれほど顕著なパフォーマンスの差が見られたのは、2010年代の成長ブームのピーク時以来です¹⁵。

引き続き企業部門が堅調であることを表しており、日本株は銘柄間のパフォーマンスに大きな差が見られますが、比較的底堅く推移しています

企業のファンダメンタルズに関しては、7月・8月に発表された6月の四半期決算の結果が予想を上回り、引き続き企業部門が堅調であることを表しています。ただ、冷静に見ると、好調な決算は円安の進行がもたらしたものであり、円安は2024年の企業間の株価の格差に大きな影響を及ぼす要素になる可能性が高いと考えています。日本経済のファンダメンタルズが改善しているにもかかわらず、さらに世界の他地域の経済成長に対する懸念が高まっている今、円安は以前にも増して理屈に合わない現象だと考えます。

¹⁵ 出所：ブルームバーグ、2023年10月

ダイナミックな企業改革により、日本株に対する投資家見通しは抜本的に変わり、投資家をわくわくさせるようになりました。私たちは、企業とのエンゲージメントを通じて企業の自助努力による収益拡大のストーリーに対する確信度を高めています。企業の取締役会での議論は、「ベストオーナー（中長期的な企業価値向上に資する経営主体）」の答えを見いだす取り組みを強めています。つまり、どの事業がグローバルリーダーとしての地位を築けるか、およびどの事業が別企業の傘下に入った方がより適切かを見極めるために、企業が事業ポートフォリオを鳥瞰的に見る傾向が強くなっているということです。これは西側諸国の基準では当たり前のことかもしれませんが、過度とも言えるほど多角化を図ることが一般的な日本では新しい考え方です。このような土壌は、今後数年間で企業買収が大幅に増加するためのベースになると私たちは考えています。これは、企業が事業の最適化を図るためには不可欠な要素です。

投資戦略の面では、第3四半期はそれほど売買を行いませんでした。リターンが好調だった銘柄に関しては、適切と思われたタイミングで利益を確定させ、より魅力的と判断した銘柄に配分しました。ただ、リスクをなるべく企業固有のものに限定し、ポートフォリオ構築において投資企業の範囲を広げすぎないという方針をほとんど変更しませんでした。マクロ経済環境が安定せず、日本では投資スタイルを採用する運用のリターンが大幅にぶれる状況が続いています。私たちは、中期的には市場全体に対して明るい見通しを有していますが、どのような投資スタイル、どのセクターが長期的なリターンをもたらすのか、またどのタイミングでリターンを獲得できるかについては全く確信が持てません。そのため、私たちは引き続き、為替、金利、世界の経済成長、スタイル リスクなどの影響を受けにくい企業のなかで、相関性が低く、リターンの源泉が異なる銘柄でポートフォリオを構築することに重点を置いています。





アジア太平洋地域 (除く日本) 株式



デーブ・ベレット

アジア太平洋地域株式 運用共同責任者

センチメントが引き起こす市場のボラティリティを利用する

私たちは、マクロ経済に対する懸念が引き起こす不安定な市場は、規律を重んじるボトムアップ型の投資家に興味深い投資機会を生み出すと考えています。このような銘柄選択による付加価値を追求する投資は、一般的に言って、経済の先行きを予測する能力に依存することなく、むしろ、ボラティリティの高い時期に生じる市場価格のずれを見抜く能力が必要です。最近では、香港と台湾の銀行のバリュエーションが乖離した事例が挙げられます。この数か月間、香港の銀行のバリュエーションは中国経済の低迷、世界的な景気減速、金利上昇が経済に与える影響に対する懸念を背景に低下しました。このような背景から、台湾の銀行の多くは依然として簿価よりも高い水準で取引されていた一方、香港を代表する銀行である中国銀行香港 (BoC HK) の株価は簿価に対して大幅に低い水準にあり、株価収益率 (PER) もかなり低い水準で取引されていました。今後 BoC HKが現在のような低いバリュエーションで取引されていることが適切ということになれば、中国と世界の需要に依存する台湾の銀行の株価には大幅な下落リスクがあるということになります。

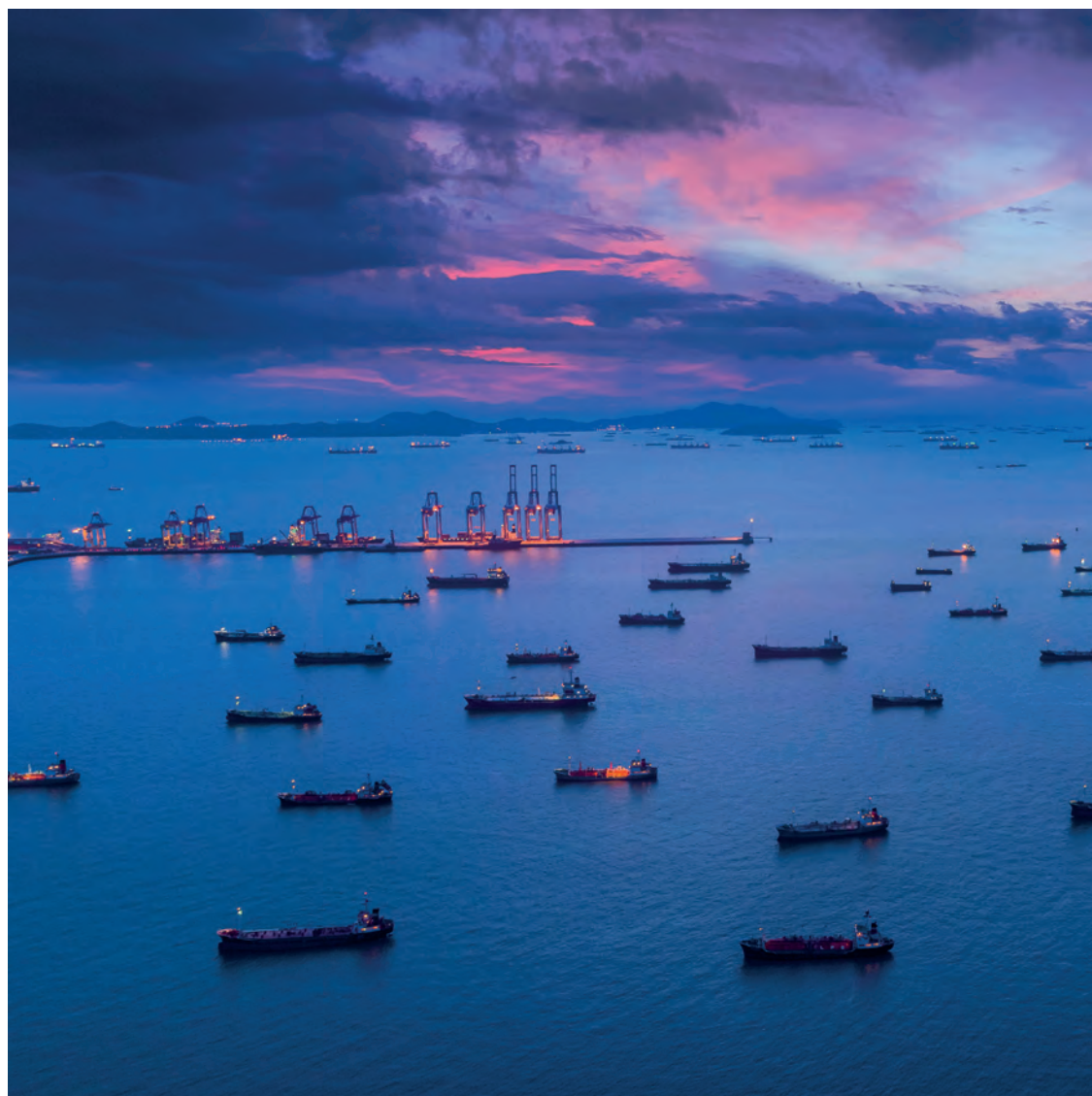
景気後退が懸念される時期に生じ得るもう1つのタイプの投資機会は、過去における同様の状況でどのような銘柄を購入 (売却) したことが好成績に結び付いたかという経験則に基づいて投資家が売買することです。この考え方は有効と考えられますが、個別銘柄やセクターのパフォーマンスに影響を与え得る根本的な変化を見落としてしまう危険性があります。

現在見られるその一例として、市場では通常、造船業やばら積輸送業は景気循環型セクターであり、経済成長が鈍化している時期は投資を避けるべきだと考えられています。しかしながら、海運業界では今後10年以上にわたってエネルギーの転換が進むことが必至であるため、需給関係は今までの約20年間に比べ、構造的な追い風を受けると考えられます。この10年間は造船会社にとって厳しい時期であったのは事実であり、その結果多くの造船会社が倒産し、世界の建造能力は縮小しました。現在、造船業界は3年間にわたってコンテナ船ブーム (現在は下降傾向ですが) とLNG船需要により再び活気に満ちています。

...以前にも増して厳しくなる環境基準により、
大量の二酸化炭素を排出する船舶がLNG燃料船に置き換わることなど、世界中で船舶
の大規模な入替えが必要となるでしょう

世界中のほとんどの造船所は2025年まで受注が埋まっており、それ以降も環境基準がますます厳しくなるため、まずは大量の二酸化炭素を排出する船舶がLNG燃料船に、次にメタン、そして、将来的には水素を燃料とする船舶に置き換わることになると考えられ、世界中で船舶の大規模な入替えが必要となるでしょう。このようなことは、往々にして現在のように世界的に造船能力が低下している時に起きます。私たちは、市場がこの構造的な追い風を見落としていると考えています。そのため、景気循環の懸念から生じる株価下落を巧みに利用して、造船業やばら積輸送企業のエクスポージャーを増加させています。

最後に、特にアジアでの景気循環における現在の局面は、企業収益の悪化を投資家に想起させるため、株式市場のバリュエーション水準を全面的に低下させる傾向があります。このような株式リスクプレミアムの上昇は、特に再生可能エネルギーや電気自動車需要といったニッチな分野に関連する、強い追い風を構造的に受ける銘柄に投資する好機を生み出す可能性があります。足下の数か月間は、再生可能エネルギーの導入の拡大というトレンドの下で勝ち組になると判断した企業へのエクスポージャーを増やすために、株価下落時に買い増しを行ってきました。





新興国株式



マイケル・ブーク
新興国株式 投資責任者

『歴史は繰り返さないが、しばしば韻を踏む』

マーク・トウェインは景気循環型企業の投資で好成績を上げていたかもしれません。一般的に、過去を研究することは、景気循環における各局面での相違点を理解し、その影響が各セクターの個別企業の収益力にどのように及ぶかを予測するうえで、アナリストの参考になっていました。新型コロナウイルスによる経済の混乱が多くの経済分野に影響を与えたことで、このような分析は困難になりました。例えば、半導体や化学産業が1年以上前から不況の領域にあり、前年同期比で売上が減少しています。自動車セクターは新型コロナウイルス直後から世界的に深刻な在庫調整が行われ、現在に至るまで在庫は適正水準を大きく下回ったままです。したがって、投資家にとっての現在の課題は、マクロ経済が発するノイズを除去し、企業活動の実態を理解することです。これまでと同様に、私たちアクティブ運用を行う投資家として付加価値を創出するためには、今後の景気動向を推測するのではなく、景気循環における企業の収益力や、市場における現在のバリュエーションと当社が考えるフェアバリュエーションとの差を読み解くことです。

投資家にとっての現在の課題は、マクロ経済が発するノイズを除去することです

新興国投資においては、投資対象の各国が景気循環において異なる局面にあることも考慮しなければなりません。全ての新興国が同じ局面にあるわけではありません。中国では、最近公表された製造業購買担当者景気指数 (PMI) やその他の住宅関連データからもたらされる安定化に向かう証拠がまちまちで、投資家の判断を引き続き難しくしている一方、インドとインドネシアでは、指標は総じて良好で、比較的強い成長を示しています。ラテンアメリカでは、金利を早期に引き上げたことがインフレから経済を守り、現地通貨投資により米ドルに対するキャリー益を享受できます。当然のことながら、この政策は内需の低迷というコストを伴いました。市場はFRBによる利上げサイクルの終了を固唾を呑んで待っていますが、それはラテンアメリカの各中央銀行も同様であり、FRBに追随して利下げに踏み切りたいと考えています (メキシコはまだ利下げを開始していない一方、ブラジルは利下げを開始しており、米国における景気後退懸念は、恐らく同国の利下げを加速させるでしょう)。

新興国各国が景気循環の異なる局面にあることや国ごとに米ドル金利 (およびそれに伴う米景気後退のリスク) に対する感応度が異なること、そしてこれらの点に対する市場の解釈が異なることは、アクティブ運用を行う新興国投資家に投資の好機を提供すると考えられます。当社の場合、メキシコへのエクスポージャーを抑える一方で、ブラジルへのエクスポージャーを増加させています。ブラジルは米国の経済と比較的相関が低く、現地金利の低下とともに消費の回復が強まる可能性があると考えられています。



その他の地域では、南アフリカが断続的な停電（いわゆるロードシェディング [全面停電を避けるために意図的に行なう、部分的送電停止]）が経済成長に影響を及ぼしているなど、予断を許さない状況にあります。しかしながら、企業はそのような状況にもかかわらず、耐性を示しているため、私たちの見方は徐々にポジティブになってきており、魅力的なバリュエーションを好感して投資を増加させています。

セクター別では、アジアのテクノロジーと金融に引き続き投資機会があると見ており、特に中国における不動産問題への過度な懸念を背景とした保険会格付が引き下げられたことを捉えて投資しています。テクノロジー、特に半導体企業は、この12か月間の業績悪化に耐えてきました。第3四半期にはNANDの価格が6月末の安値から25%上昇しました。DRAM¹⁶とNAND¹⁷とも、価格が現在の水準から第4四半期には大幅に上昇すると予想されています。

一般論として、新興国株式への投資は自ずと分散効果があるため、景気サイクルにかかわらず、セクターや国・地域のリスク分散を図ることができると考えています。

¹⁶ DRAM (Dynamic Random Access Memory) は、デバイスの電源が入っている時にデータを一時的に保存する揮発性メモリです（短期メモリ）

¹⁷ NANDは不揮発性の長期メモリで、デバイスの電源が入っていない状態でも、デバイスやアプリケーションが占有する大容量のデータを永久に保存することを可能にします



インパクト投資



ジョン・ウィリアム・オルセン
インパクト投資 投資責任者

絶対視されていた景気後退はいずこに

最近、こんな記事の見出しを見ました：『絶対視されていた景気後退はいずこに』。経済が大幅に悪化するという予測は現実にならない方が良いに決まっていますが、多くの人が景気後退は必至であり、遅かれ早かれ訪れるものと信じていました。

現状はどうなっているのか

AIがもたらしている楽観論と強い雇用市場により、投資家は満足感を味わっているようです。景気に敏感なセクターはテクノロジー企業とともに株価が回復し、12か月間では、ディフェンシブなセクターをアウトパフォームしました。しかしながら、高い水準の金利とインフレが本格化するにつれ、景気後退の可能性はまだ無視できません。すでに、住宅ローン金利や企業の資金調達コストの上昇は、一部にせよ急速に反映されています。例えば、金利上昇は、屋上設置型の太陽光発電設備や洋上風力発電を手掛ける再生可能エネルギー関連企業にとって重要な資金調達コストに影響を及ぼし始め、屋上型太陽光発電設備の投資回収期間が延びるため、再生可能エネルギーのプロジェクト・コストが上昇し深刻な打撃を受けています。このことは、今後立ち向かわなければならない可能性のある逆風環境の初期の小さな兆候かもしれません。ただ、金利上昇・高止まりに対する懸念は、少なくとも再生可能エネルギー関連セクターのバリュエーションに反映されようになりました。

ヘルスケアのようなディフェンシブ銘柄は高いキャッシュフロー利回りを提供しますが、長期債利回りの上昇の影響を受けて、株価は市場全体から大きく出遅れています。景気後退入り寸前でなければ、このようなことが起こることはありません。

景気が悪化するのかどうか、あるいはいつ悪化するのかは現時点では分かりませんが、高い金利水準が将来的に消費や経済全体に及ぼす影響よりも、すでに株式市場の一部では金利上昇による影響が株価に織り込まれていると考えられます。私たちは引き続き、安全性が高く、長期的な成長の可能性が短期的な懸念に埋もれているようなセクターに注目しています。ヘルスケアと再生可能エネルギーは、相対的価値を採る上で興味深い分野であると考えます。

しかしながら、高い水準の金利とインフレが本格化するにつれ、景気後退の可能性は無視できません

転換社債



デービッド・ロマーニ
転換社債 副運用担当者

ソフトランディング、ハードランディング、それともランディングしないか

経済は永遠に拡大し続けるかもしれないし、減速させる重力が再び働くかもしれません。いずれにせよ、引き続き転換社債型新株予約権付社債（転換社債）による資金調達に対して企業と投資家の双方が高い関心を示すと考えられます。

景気サイクルのどの局面にあるかに関係なく、2024年～2026年にはあらゆる業態の発行体が償還への対応を迫られ、企業は普通社債の代替として比較的成本が低い転換社債の発行を検討することになると考えます。金融債務は通常、期限の12～18か月前にリファイナンスをまとめる必要がありますが、24か月前に始めることも多くあります。2025年～2026年に償還を迎える債券のリファイナンス案件はすでに市場に登場し始めており、今後2年間は案件数の増加が確実視されています。

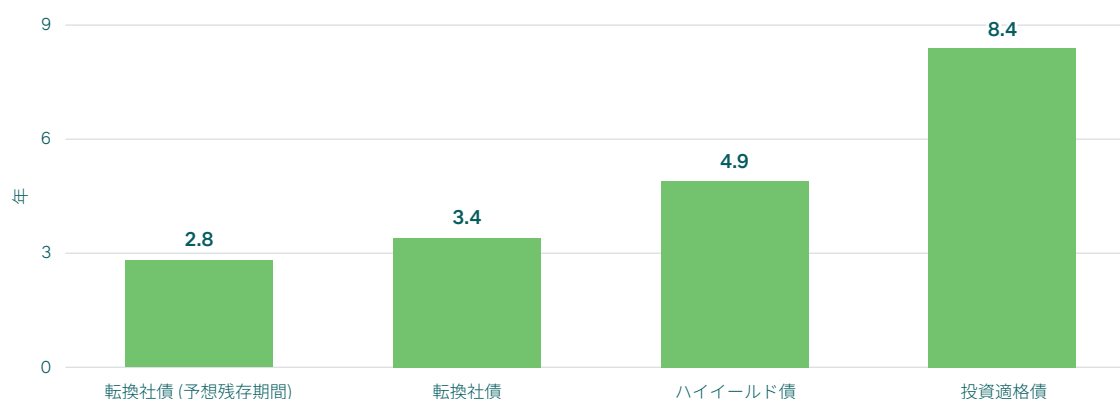
インフレと金利の上昇が長期化すれば、企業が利率の低い転換社債を発行することにより、支払利息を低減できるインセンティブがさらに強く働くでしょう。景気後退が現実のものとなり金利が低下すれば、このようなインセンティブは弱くなるでしょうが、企業業績の悪化、レバレッジの上昇、債務の期限が近づくことを背景に、企業のなかには財務体質の強化のために転換社債の発行を迫られる企業も出現することになると考えられます。

時間の経過とともに転換社債発行が有利になる

つい最近まで、多くの企業は、金利が近々ピークに達し、その後は低下するとの思惑で債券発行による調達を控えていました。「より高い金利をより長く」の状態が継続することが確実視されるようになった現在、高い金利コストであっても債券を発行する以外の選択肢がなくなりました。

図表8のとおり、転換社債の年限は、他の債券と比較すると短い傾向があります。現在の平均残存期間は3.4年であり、予想残存期間は3年未満と、さらに短くなります¹⁸。

図表8：各種債券の平均残存期間



出所：M&Gインベストメンツ、ICE Bank of America Opscore

¹⁸ 予想残存期間とは、債券が償還以前のコール・プットオプションの行使、転換される確率を考慮した期間



中期的には転換社債市場の規模が拡大するとともに発行体数が増加し、投資機会がより広範になると予想しています

全世界では、年限が比較的短期である転換社債の50%以上(約1,850億米ドル)、ハイイールド債の35%(約6,200億米ドル)が2025年～2026年に償還を迎えます。また、非金融機関が発行した投資適格債の償還は2025年～2026年に集中してはいませんが、市場規模がはるかに大きいため、償還額は1兆6,000億米ドルを超えます。

米国における会計基準の変更により、転換社債で計上する支払利息が少額になる(普通社債に比べて企業利益が押し上げられる)ことも、転換社債を発行するメリットとなります。

転換社債への「転換」

償還を迎える普通社債がどの程度転換社債でリファイナンスされるかを試算するため、2025年～2026年に償還される全世界のハイイールド債、およびBBB格で資本集約型産業の企業の投資適格債のそれぞれ10%と5%が転換社債でリファイナンスされると仮定します¹⁹。この2つを合計すると、リファイナンスされる金額は870億米ドルとなり、この額は現在の転換社債市場のほぼ25%に相当します。また、転換社債の通常の年間発行額である800～1,000億米ドルに相当します。

このような環境を背景に、中期的には転換社債市場の規模が拡大するとともに発行体数が増加し、投資機会がより広範になると予想しています。また、発行体の資金調達ニーズが高まるなかで、発行体にとって制約が増す環境は、投資家が有利な条件で購入する機会を創出することにつながると予想されます。すでに、利率や転換プレミアムの条件が投資家に有利になるなど、価格決定力が投資家にシフトしつつあるのを目の当たりにしています。また、配当金に伴う調整条項が織り込まれた転換社債やアグレッシブすぎないストラクチャーの転換社債など、投資家に有利な条件の起債が増加すると考えられます。

私たちは、転換社債の発行増がもたらす投資機会の拡大を歓迎していますが、様々な質の発行体が市場に参入することが想定されるため、ファンダメンタルズ重視の緻密な分析に基づいた慎重な銘柄選択が以前にも増して重要になると考えています。

¹⁹ 資本集約型産業の企業(公益事業、エネルギー、電気通信、基礎素材、運輸、不動産開発)が発行する投資適格債の残高は、世界の投資適格債市場の48%(4兆2,500億米ドル)を占め、2025年～2026年の償還金額は7,800億米ドルに上ります(総残高の9%未満)

出所:ICE



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。 **OCT 23 / 1079804**