

# The Investment Podcast



## Episode 25 :

### 投資ポッドキャスト：CIOによる2023年の展望とインフレ方程式の解

2022年12月2日

**ロミル・パテル：**皆様、本日はM&Gインベストメンツの投資ポッドキャストをお聴きいただき誠にありがとうございます。私は本日の進行を務めさせていただきロミル・パテルです。本日は、2023年を迎えるにあたり、特別な内容をご用意いたしました。本日解説させていただくのは、株式及びマルチアセットの最高投資責任者であるファビアナ・フェデリ (Fabiana Fedeli)、プライベートクレジット及びオルタナティブ運用の最高投資責任者であるウィル・ニコル (Will Nicoll)、そして、M&Gインベストメンツのパブリック フィクスト インカム運用の最高投資責任者であるジム・リービス (Jim Leaviss) です。今年最後のポッドキャストの進行役を務めることは誠に光栄なことであり、このポッドキャストが皆様のお役に立つものになることを願っております。

**ファビアナ・フェデリ：**こんにちは。

**ジム・リービス：**こんにちは。

**ロミル・パテル：**2022年は、急激なインフレから急激な金利の上昇まで、重大な出来事が容赦なく襲ってきた年でした。投資とビジネスの観点から、それぞれが担当する資産クラスに最も大きな影響を与えたことは何でしたでしょうか。

**ファビアナ・フェデリ：**インフレとそれに対処するための各中央銀行による引き締めであったことは明らかですが、各中央銀行の対応が遅すぎたことは事実であり、そのため引き締めの度合いとスピードをかなり強めにせざるを得なかったことです。インフレの原因は金融的な要素だけではなく、新型コロナウイルス感染症後の反動需要の急拡大に伴う供給のボトルネックが生じたことも忘れてはならない事実です。そして、ウクライナでの悲劇的な戦争がエネルギーや、食糧などのソフトコモディティのボトルネックを生じさせたことは誰の目にも明らかだったと思います。これらのすべてが、株式市場とマルチアセットのアロケーション全般に大きな影響を与えました。

**ジム・リービス：**私にとっては、FRB (米連邦準備制度理事会) の行動がすべてです。今年、債券市場での異常な動きを目の当たりにしました。2022年に入ってから今日に至るまで、どのような種類であるかにかかわらず、すべての債券が値を下げています。クレジット物のなかには20%下落した分野があり、国債ですら20%下落し、投資家には逃げ場がありませんでした。繰り返しますが、このことはすべてFRBの利上げが原因です。私たちが目にしてきたのは、本当にアグレッシブな一連の利上げです。このようなときに考えなければならないのは、単に利上げ幅の数値だけではなく、利上げの率もです。つまり、1%から2%への利率の上昇は、利払い額が2倍になることを意味しており、2023年以降は発行体に大きな打撃を与えることになると思います。

それは債券市場の大きな流れを見て、次のように言っているようなものです。「どの債券も割安に見えており、特にインフレなどが2023年に減速し始めた場合は特にそう見えます」

**ウィル・ニコル：**プライベート市場の状況も同様です。パブリック債券市場と唯一異なる点は、ほとんどの種類の債券の変化がパブリック債券よりも遅いということです。なかにはパブリック債券市場とまったく同じ反応をしている分野もありますが、かたや今後何が問題になるかを織り込み始めたばかりの分野もかなりあります。金利の上昇が大きな影響を与えているのはパブリック債券市場と同じで、1%から2%への上昇はパブリック債券市場においては大変大きな出来事だというジムの指摘に同意します。しかし、プライベート市場では、利上げが始まる前の利率水準が2%から3%だったことを考慮に入れる必要があります。利上げにより、利率がいきなり4%とか5%に上昇することは、企業のバランスシートに与える影響は計り知れないと言えるでしょう。このことは、間違いなく近い将来には投資テーマになると言われていますが、私は、2023年中にも表面化すると考えています。

**ロミル・パテル：**同感です。世界的に不確実性が高まったこととウクライナでの戦争が市場に大きな混乱をもたらしました。このような混乱時には価格が大幅に調整されることがありますが、変動業界のリーダーとして、どのような準備をすることが重要だと考えていますか。

**ウィル・ニコル：**不動産やプライベートエクイティなどのプライベート市場に関しては、非常に質の高い建物や、どのような環境下でも持ちこたえることができる質の高い企業を見いだすことに時間のすべてを割くべきでしょう。

基となる資産とその質を常に見極め、その物件や企業がいかなる局面にも耐えられるかを確認する必要があります。

さまざまな異なるリスクが発生する可能性があるため、リスクに対して麻痺状態になるのはある程度仕方がないでしょうが、そうは言っても、ならないように細心の注意を払う必要があります。例えば、新型コロナウイルス感染症について考えてみると、長い間、SARS（重症急性呼吸器症候群）ウイルスがまた出現するのではないかの議論がありました。実際にまん延した新型コロナウイルスは予想していたものとは少し異なったものでしたが、対応がどのようなものになるかを正確に理解し、ロックダウンが行われることが予想できたならば、実際に金銭的な恩恵を受けた分野とはかなり違った分野に目を向けていた可能性があります。世界が目にしたのは、これまで見たことのない規模の消費者救済策でした。

どのようなリスクが発生するかについて十分に考えておく必要があります。先程申し上げたとおり、この世界には厳しい環境でも持ちこたえることができる優良企業、優れた建物、優れたアイデアやストラクチャーが存在することを忘れてはなりません。大惨事が起き、世界が崩壊するのではないかと四六時中心配しないように注意する必要があります。

**ロミル・パテル：**ジムはどう考えますか。

**ジム・リービス：**ウィルとまったく同意見です。私たちのように24時間ニュースを見る人間は、最悪のシナリオを考えがちです。新興国市場を見てください。もし投資家が新興国のリスク面ばかりを考えていたら、何も買えないでしょう。世界のどこかで常に何か起きています－革命、食糧危機、自然災害、戦争などです。しかし、実際に新興国の債券利回りは、優良企業が発行したのもでも、10%、11%、12%になるものもあります。

運用担当者にとって重要なことは、刻々と報じられるニュースや寝付けないような報道に反応するのではなく、「リスクに見合うだけの十分な報酬を得られているか」を自問することです。悪いニュースは常に報道されており、2年後、5年後にはリセッション入りする可能性が常に存在します。このようなことをいちいち心配し、社債、新興国、そして今や国債への投資判断を先延ばしにするのであれば、投資家は何も買うことができないでしょう。議論の争点は、銀行預金や安全な国債との比較において、ハイイールド債や新興国債券に投資することでどれだけの追加的な利回りを得られるかです。

デフォルトが2023年と2024年に増加することは誰でも想定しており、追加的に得られる利回りがデフォルトによる予想損失より大きい、言わば市場価格が大恐慌を織り込んでいるのであれば、社債やハイイールド債から目を背けるべきではなく、投資するべきでしょう。

**ロミル・パテル：**ファビアナはどのように考えていますか。前回のポッドキャストで、ニュースが今日の流動的な世界に与える影響について言及しました。

**ファビアナ・フェデリ：**ジムとウィルの意見に全面的に同感します。現在の市場は、依然としてアルファを獲得できる市場だと考えますが、ニュースに対して市場がどのように反応するかについては今までの常識とは異なった見方をする必要があります。ファンダメンタルズを以前にも増して重視する必要があります。もうこれ以上インフレ率が上昇しないと考えるたびに、投資家は本能的にミーム株、つまり長期的には大きな収益が期待できるが、実際に収益を獲得するにはかなりの期間投資し続ける必要がある、文字どおりの成長株投資が正しいとの結論に達するでしょう。

この結論は今日の市場では通用しないでしょう。世界は暗号資産業界で何が起こったかを目の当たりにしました。ジムが、今後デフォルトが増加することについて言及しましたが、一方では、かなり低いバリュエーションで取引されている企業のなかで、需要の減速に打ち勝つだけのファンダメンタルズを有している企業が存在することも事実です。投資家は最近の決算発表において、企業間の収益のバラツキが大きくなっていることに気付いています。そして小さな差、例えば、対象としている顧客市場、バランスシートの強さ、一般的な経営の質が優劣を分けている原因であることも目にしました。現在の市場は、まだアルファを獲得できる環境ではありますが、インフレが及ぼす影響についての従来の見方では通用しなくなっていると考えます。

**ロミル・パテル：**ジム、2022年のインフレが一時的なものでないことは明白です。インフレ率が41年ぶりの高水準にあり、金融引き締めが続いていることで分かるとおり、もはやインフレは構造的なものに変化したと言えるでしょう。英国、米国、EUでのインフレが今後どのように展開すると考えますか。また、市場コンセンサスはどのようなものでしょうか。さらに重要なこととして、そのコンセンサスのどのような点に同意又は反対しますか。

**ジム・リービス：**確かにインフレは構造的なものになっています。各中央銀行のインフレ率目標は2%ですが、実際に英国ではその5倍になっています。米国、ドイツや世界の多くの国も似たような状況にあります。私たちが理解していることの1つは、インフレには一時的な要素もあるということです。今や「一時的」は禁句のようになっており、この1年半にわたって人々は「一時的」と言い続けたことを自嘲するようになりました。

ベース効果、つまり2022年の物価指数が2023年の総合インフレ率に大きな影響を与えることは明らかです。総合インフレ率が低下するのを目にすると、人々は恐らく、かなり急速にインフレに対する恐怖心を拭うことができるでしょう。2022年の第4四半期の終わりにかけて、米国のインフレ率に低下の兆候が垣間見られるようになりました。欧州では、冬期における天然ガス問題を避けて通れないため、すぐに総合インフレ率が低下するかは疑問ですが、遅くとも来年半ばまでにはインフレ率が大幅に低下すると考えています。

各国の中央銀行が再びデフレについて心配し始めると言っているわけではありません。振り返ればこの30年間はデフレの歴史のようなものです。インフレ率を低く抑えてきた長期的な要因のいくつかは、まだ有効です。技術の発展が賃金を引き下げました－労働力の「ウーバー化」や世界のどこにいても最低価格を見つけるアマゾンの技術力について考えてみてください。このような発展は今後も続くでしょう。貿易戦争やブレクジットなどにより、グローバリゼーションの進展がやや脅威にさらされていると言えるでしょうが、全体としては、私たちは何十年のスパンで見た場合、グローバル化があまり進んでいない世界からグローバル化の進んだ世界へと移行中であり、それに伴ってインフレ率も低下するでしょう。私が考えるに、1年後には、今と違ってインフレを心配する必要はまったくなくなるでしょう。そのことで、各中央銀行は、リセッション入りしているかもしれない経済の立て直しのために利下げに踏み切ることができるようになるかと考えられます。

**ウィル・ニコル：**インフレに関しては、マイナス金利という異常な状態が長く続き、マイナス金利やそこから生じる過剰流動性に誰もが慣れてしまいましたが、今後インフレが落ち着いた際にマイナス金利の世界に戻ることはないでしょう。自分が正常だと思っている状態に戻ると誰もが考えていますが、そのことにまだ少しリスクを感じています。実態は、マイナス金利は決して正常ではなく、またどの国においても流動性を簡単に入手することも決して正常ではないからです。

**ファビアナ・フェデリ：**ウィルの意見に大いに賛成します。株式市場に目を向けると、インフレ率が来年後半に低下したとしても、資金調達コストの非常に高い環境は続きます。したがって、バランスシートが強固でない企業は財務面での問題に対処する必要があります。同時に、リセッション入りすればですが、リセッションがどの程度深刻なものになるかには注意を払う必要があります。多くの国がリセッション入りしそうに見えますが、株式市場はリセッションを好まないことを忘れるべきではありません。

過去において市場は何度となく難局に直面しました。1980年代前半、1990年代、2000年代は、実際にリセッション入りする前に株式市場がかなり下落しており、リセッション突入は最後の引き金であったにすぎません。過去の経験からは、利上げとインフレというトンネルの出口の明かりが見えてきていることを意味しますが、実際にはまだ辺りは暗闇であり、株式市場に関しては、その暗闇が依然として不確実性とボラティリティを生み出す可能性があります。

**ロミル・パテル：**ファビアナ、トンネルの出口の明かりに関してですが、市場センチメントの変化や来年の方向性を示唆するような出来事や経済データにはどのようなものが考えられますか。

**ファビアナ・フェデリ：**インフレ率、特にコア指数でインフレがピークを過ぎたことが明確になることです。米国では、この数か月のCPIとPPIでインフレがピークを過ぎつつあることを示唆するデータが見られました。他の国ではまだ同じような兆候が見られませんが、米国で起きていることが市場センチメントの好転を後押しするでしょう。そのほかでは、地政学的リスクが大きな要素であることは明白です。ウクライナでの悲劇的な戦争が納得のいく内容で終結することが後押しの要因になるでしょう。納得のいく内容とは、きちんとした合意と共に経済制裁の解除を伴うことを指します。

このような兆候がすぐに現れる可能性は高くありませんが、進展が見られるだけでセンチメントが大幅に改善されると考えられます。ただ、当然のことながら、リセッションがどれほど深刻になるかも重要な要素です。

**ジム・リービス：**雇用市場が重要になると思います。世界金融危機からの回復過程では増加を伴わなかったことは衆目の一致するところですが、今回は世界金融危機時とは正反対です。新型コロナウイルス感染症からの回復過程で英国と米国が完全雇用の状態になりました。英国の場合、失業者数と求人数はほぼ同数です。各国の中央銀行を不安にさせているものは、まさしく労働市場の逼迫だと思っています。中央銀行が心配しているのは、ウクライナ戦争によるコモディティ価格の高騰が消費者物価を上昇させていることを受けて、労働者が賃上げ要求を加速させることであり、1970年代に賃金上昇のスパイラルにより物価上昇を抑制できなかったことが想起されるからです。

今回は、労働組合が弱体化していることもあり、世界金融危機後と同じになる可能性は低いと思います。資金流動性が依然として大きな要素ですが、世界各国の失業率が非常に低いなかで、FRBが利下げに踏み切るほど先行きを楽観視しているとは考えられません。各中央銀行は、失業率と賃金水準に若干でも落ち着きが見られるようになるまでは待ちの姿勢を維持すると考えられており、私も注意深く見極めたいと考えています。

**ファビアナ・フェデリ：**その点は非常に重要です。なぜならば、FRBが利上げサイクルを終了させた後にすぐにも利下げを開始するとの見方をもつ関係者もいますが、この見方には大きな疑問符を付けざるを得ず、近い将来に起こる可能性は極めて低いと考えられます。

**ロミル・パテル：**ジム、1つ質問があります。再びブラックスワン（注：あり得ないような）イベントが発生し、中央銀行が再び利下げしなければならぬような事態になった場合、実際に利下げする余地はありますか。

**ジム・リービス：**大丈夫です。各中央銀行のオフィスの片隅には輪転機があって、好きな物を印刷して、好きなことが何でもできるからです。私は、そのことこそリスクとして挙げます。何が正しいのかの答えを持ち合わせていませんが、世界金融危機以降、政治家、企業、私を含めた投資家は、危機に際して中央銀行が輪転機を回す、量的緩和という救助策に依存していたのは事実です。

今後もこのようなことを続けるのが正しいかは分かりません。新型コロナウイルス感染症、極度の世界金融危機、その他の予期せぬ出来事などに直面した場合に救助策を発動する必要があったのは明らかであり、決して反対しませんが、政治家は二度とリセッションが起こらないというシナリオに大きく依存しているのではないかと思います。これは果たして良いことでしょうか。良い会社と悪い会社の議論があります。どんな事態においてもすべての企業が存続できるようにするために、悪い会社が雇用維持スキームや低利資金を受けられるようにすることです。こうすると、優良企業が効率の悪い企業によって廃業に追い込まれる事態を招き、結果的に経済発展と生産性の向上が得られなくなることがあり得ます。

中央銀行に勤務している者は、何もせずに多くの企業が倒産するのをただ眺めているのが正しい選択だとは言わないでしょう。西側諸国の生産性の伸びは非常に貧弱です。恐らくその理由の1つは、ゾンビ企業を存続させ、新規参入企業が利益を上げにくくしていることです。世界の情勢が少し変化しているのではないかと考えています。今後量的緩和を行うことはこれまでよりもはるかに難しくなると思いますが、ブラックスワンが再び発生した場合、中央銀行は金庫に入り、緊急時対策マニュアルをまた使用すると思います。

**ロミル・パテル：**ウィル、もともとの質問から大きく展開したようです。質問を繰り返します。2023年に、市場センチメントの変化や来年の方向性を示唆するような出来事や経済データにはどのようなものが考えられますか。

**ウィル・ニコル：**答えは、人々にとって当たり前になってきたこと、つまりウクライナ侵略の行方だといつも考えています。人々はなぜか、金利が永久に上昇し続けることを当たり前だと考えるようになってきたと思います。それは、自分たちの行いによって形成された現在の世界情勢を基準にして、金利の上昇や今後どんな変化が起き得るのかを考えると、世界がはるかに明るいものになるはずだと強く感じるでしょう。それは特定の要素ではなく、センチメント自体が変化することであり、過去の考え方を捨て去ることで、変化が速くなると思います。

**ロミル・パテル：**最後に、2023年に向けて考えをまとめていただけますでしょうか。ウィルからお願いします。

**ウィル・ニコル：**2023年は非常に興味深い年になると思います。なぜなら、プライベート市場全体について考えると、現在の市場はこの6か月、9か月間で起きた多くのことに対して過去とはまったく違った反応を示しており、それも内容によっては大きな時間差をもって反応しています。今後何が起きるにせよ、非常に興味深い価値をもつ分野が現れる一方で、あまり価値をもたない分野も出てくると考えられ、私たちは現在、市場がどのように反応するかを待っています。2023年の展望として、プライベート市場で非常に興味深い、価値のあるアイデアが生まれてくると考えています。

長期的な観点からは、超低金利環境からより正常な環境に移行している最中だと思います。プライベート市場の特定の分野が非常に力強く成長した理由は、恐らく超低金利だと考えます。「恐らく」という言葉を使ったのは、成長した理由が必ずしもはっきりしないためですが、超低金利の影響と言って差し支えないと思っています。超低金利環境の終焉と共に、このような分野に対するプレッシャーが強くなるでしょう。プライベート市場の全体的な成長はまだまだ続くと考えているので、興味深い時期に差し掛かっていると言えるでしょう。現在は、プライベート市場が非常に力強く成長し始め、2008年の世界金融危機以降で初めて訪れるクレジットサイクルにおける後退期です。したがって、分野によっては、逆風環境に対する耐性テストをまだ受けたことがない分野もあれば、受けることが想定されていなかった分野もあります。繰り返しになりますが、2023年を通して興味深い投資機会が現れると考えており、それは恐らく2024年、2025年に続くでしょう。

**ロミル・パテル：**ジム、まとめをいただけますか。

**ジム・リービス：**退屈であった債券市場は、今やたくさんの投資機会があって、たくさんやるべきことがある、大変興味深いエキサイティングなものに変わりました。新型コロナウイルス感染症がまん延していたときを思い出してください。当時の米国の10年国債利回りは0.5%程度でしたが、最近では4%を超える水準になりました。米国の優良企業が発行した投資適格社債でも6%、新興国債券は12%、ハイイールド債は10%の利回りで購入できます。私たちは投資ユニバースのなかで大きな変化が起きているのを目にしています。一時はほぼすべての債券に投資価値を見いだせなかったのが、今ではほぼすべてに価値があるように見え、目をつぶっていても投資価値のある債券種類をほぼ当てることがができます。私のメッセージは、この2年間で初めて素晴らしい投資機会が訪れています。債券を買っています！

**ロミル・パテル：**ファビアナはどうですか。

**ファビアナ・フェデリ：**債券運用の責任者がこんなに強気だというのは心強いことです。株式については、すべてがリセッション次第です。どのくらい深刻で、どの国で起こり、どれくらい続くのか。先程申し上げたように、現時点では、インフレ、そして恐らくは利上げに関しても、トンネルの出口の明かりが見えてはきましたが、出口はまだ先です。このような市場環境では、「大まかな」投資をするべきではない、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く、個別銘柄に着目し、「赤ちゃんが風呂の水と一緒に捨てられた（注：大事なものが無用なものと一緒に捨てられた）」銘柄を見つけ、アルファの獲得を目指すことをお客様にアドバイスしています。

混乱極まる市場では、たとえファンダメンタルズが強固な企業でも株式は売られますが、このような企業は一般的に、厳しいマクロ経済環境のなかで持ちこたえる能力を備えています。現在の市場は、アルファ獲得が期待できる市場だと引き続き考えています。リセッション入りの兆候次第ではありますが、もしかしたら2022年10月が底値だったかもしれません。ただ、繰り返しになりますが、もしリセッション入りするのであれば、さらなる下落に備える必要があるでしょう。

**ロミル・パテル：**ファビアナ、ありがとうございました。残念ながら、本日の投資ポッドキャスト終了の時間となりました。皆様がM&Gインベストメンツの最高投資責任者3名の解説を有意義とお感じになったのであれば幸いです。私個人は大変有意義だと感じました。ウィル、ファビアナ、ジム、ありがとうございました。

**ファビアナ・フェデリ：**ありがとうございました。

**ジム・リービス：**ありがとうございました。

**ウィル・ニコル：**ありがとうございました。

**ロミル・パテル：**皆様、本日はお忙しいなか、お聴きいただき、M&Gを代表してお礼申し上げます。また、1年間にわたり、M&Gのポッドキャストをお聴きいただきありがとうございました。来年は、M&Gの視点をより多くご紹介できるよう一層努力する所存です。良いお年をお迎えください。

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。数値は過去の実績であり、将来の結果を保証するものではありません。本項に記載されている見解は、投資の推奨、助言、予測に該当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。