

2024年の投資展望

「金利のピークは見えて
いるが、2024年は何が
待ち受けているのか」

今号の内容

2024年の世界	3
より高く、より長く?	5
変化する債券投資	11
「より高く、より長く」が 新興国債券に与える影響	12
「より高く、より長く」環境下でのハイイールド債	13
日本：金利正常化への複雑な道程	14
景気循環ではなく、構造的要因の重要性	15
AIの将来像	21
2050年の脱炭素化： ネットゼロ達成に貢献する投資機会	22
上場インフラ企業：失望感の中で見えてきた光	23
資源の枯渇から投資機会へ： 循環経済への投資	24
アクティブ運用・銘柄選択と2024年	25
底堅く成長するアジアにおけるアクティブ運用	29
クレジット選択による投資機会	30
成長するプライベートクレジット市場における投資	31

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。

2024年の世界

2024年の投資展望「金利のピークは見えているが、2024年は何が待ち受けているのか」をお届けします。金融市場で多くのサプライズ(ポジティブなものが多かったのですが)が続いた2023年でしたが、M&Gインベストメンツの株式、債券、マルチアセット、プライベートアセットの運用チームの専門家が、2024年の金融市場に影響を及ぼす重要なトピックやトレンドについて解説いたします。

2023年の年末は、金融市場は大きな岐路を迎えました。主要先進国の中央銀行は利上げを一旦停止しましたが、次に何が起こるかの不確実性はかなり高くなっています。

この12か月間でインフレ率が大幅に低下したため、投資家の間では、利上げサイクルが終了したとの見方が強まっています。しかしながら、インフレ率は依然として各中央銀行の目標を上回っています。市場は現在、2024年に利下げが実施される可能性があると考えています。一方、政策立案者は、当面は金利を高い水準に維持する可能性があることを示唆しています。

市場の不確実性を高めている最大の要因は、投資家の期待と各中央銀行が金融引締めを続けるというコミットメントとの間に乖離が存在することです。

本稿執筆時点における市場の一般的な見方は、大規模な景気後退を引き起こすことなくインフレを収束させる、いわゆる「ソフトランディング」の実現に向かって順調に進んでいると政策立案者が見ているということであり、このことは特に米国において顕著です。この見方は、歴史上最も激しい利上げが行われたにもかかわらず、世界経済が今までよく持ちこたえてきたという事実が背景にあると考えられます。

ただ、需要が減退し、経済活動が鈍化している兆候も現れています。この状況が2024年における最大の論点になるでしょう。成長率が大幅に鈍化した場合や失業率が急速に上昇した場合でも、政策立案者は「より高く、より長く」の金利政策を維持するのでしょうか。

本稿において、M&Gの債券運用のCIOであるジム・リービスは、2024年における可能性の高いシナリオはソフトランディングではなく、景気減速が起こり、その結果各中央銀行が利下げを実施することだと指摘します。この見方が正しければ、現在の市場環境における投資の好機は、国債とデフレーションの長期化(金利リスク)だと言えるでしょう。

一方、市場のボラティリティが高いにもかかわらず、さらに、2023年の年初の投資家予想に反してほとんどの国の株式市場では、すでに「金利のピーク」を迎えたとの判断の下、センチメントが改善しており、2023年のリターンは、余裕をもってプラス圏で年を終えたということです。

2024年に関しては、2023年の米国株指数が総じて好調に推移したことを考慮すると、バリュエーションの観点からは英国を含めた欧州株式が米国株式よりも魅力的に見えます。ただ、株式・マルチアセット・サステナビリティのCIOであるファビアナ・フェデリが指摘するように、米国市場の高いリターンは一部の銘柄だけが大きく上昇したことが原因であり、深く掘り下げることを厭わないアクティブ投資家にとって、米国市場にはまだ魅力的な投資機会が残っていると考えられます。

さらに、世界的に銘柄間のリターン格差の縮小が数か月続きましたが、その後は、たとえ同じセクターといえども、銘柄間のリターン格差が再び世界的に拡大し始めており、2024年は、アクティブ運用が重要であることを示していると考えます。

重要なことは、2024年は景気後退の可能性があり、その場合は株式市場に下落圧力が働くと考えられ、銘柄選択が引き続き鍵になることです。景気循環に敏感な企業ではなく、構造変化による長期的な恩恵を受けると考えられる企業に焦点を当てることで、投資家は以前と同様に魅力的な投資機会を見いだすことができるとフェデリは考えています。

マクロ投資の責任者であるデーブ・フィッシュウィックは、金利が上昇した要因が構造的であるとすれば、アクティブ運用が奏功する可能性は以前にも増して高くなると考えています。フィッシュウィックの見解では、アクティブ運用を行う運用会社は、株式運用においても債券運用においても、銘柄間のリターン格差が拡大することで収益を獲得することができる機会が多くなります。また、経済環境が厳しさを増し、収益獲得が難しくなる環境においても投資家は運用力の高い運用会社を求めており、緻密な分析力をもつアクティブ運用を行う運用会社が再び注目されることになると考えられます。

金利がピークを迎えた後の世界

世界は「金利のピーク」に近づいており、今回の経済サイクルの「始まりの終わり」が近づいていることに間違いはありませんが、これから実際に何が起こるかは定かではありません。経済の不確実性が続くなか、2024年は米国を筆頭に、インド、メキシコ、南アフリカなどで選挙が予定されています。ブルームバーグ・エコノミクスによると、世界人口の41%にも上る有権者が2024年に投票所に足を運びます。イスラエルとガザの危機や米国と中国の緊張関係などの政治・地政学問題は、ただでさえ複雑なマクロ経済環境をさらに複雑にし、ただでさえ不安定な金融市場にさらなる混乱をもたらす可能性があります。

投資環境は順風満帆とは決して言えません。このような状況のなかで、金利がピークを迎えた後はどのような世界が待ち受けており、2024年はどうのような行動を起こせば良いかを投資家の皆様が決定する際に本展望がその一助となれば幸いです。

2024年の投資テーマ

当社は、2024年における投資の核となるテーマとして、「より高く、より長く」、「構造的なトレンド」、「アクティブ運用」を挙げました。これらのテーマを理解することが、現在の不確実性を克服し、2024年、そしてそれ以降にどのような投資機会が訪れるかを理解するのに役立つと考えております。

より高く、より長く？

主要国の中央銀行はこの2年間、インフレを抑制するために金利を大幅に引き上げました。2023年の年末を迎えた時点では、インフレ率が低下を見せており、引締めサイクルが終わりに近づいているとの見方が強まっています。次の大きな論点は、政策当局がいつまで高水準の金利を維持するかということです。市場は現在、2024年に利下げが実施されると予想していますが、もし、そのとおりになったとしても、金利水準が利上げ開始直前の異常な低水準に戻ることはほぼないでしょう。来る利上げ開始は、金融体制が新たな局面に入り、金融引締めの始まりを意味しており、その影響について考察します。

循環的ではなく、構造的なトレンド

短期的にマクロ経済の不確実性が高い状況が続くなかでは、長期的な視点を持ち、未来に焦点を当てた投資テーマに集中することが付加価値を生むことに通じると考えます。上場、プライベート市場を問わず、長期的な構造トレンドは忍耐強い投資家にとって魅力的な機会をもたらすと考えます。人工知能 (AI) などのイノベーション、インフラ、持続可能性や脱炭素化といったテーマは、現在のマクロ経済経済の見通しがいかに難解であろうと、重要性がなくなることはないと考えます。

アクティブ運用の新たな時代の到来か

近年になり、アクティブ運用戦略はパッシブ運用戦略の台頭や多くの資産クラスのリターンが正の相関になっているなど、多くの課題に直面しています。新型コロナウイルス感染症によるパンデミックおよび低金利環境の終焉は、アクティブ運用を行う運用会社にとってより有利な環境になる可能性がありますと当社は見えています。バリュエーションのばらつきが拡大するなど、厳しい投資環境のなかでも運用成果を上げることができる運用会社を見極めることで、規律正しい、精選された投資家はその恩恵を受けることができると考えます。

より高くより長く？

ジム・リービス
パブリック債券CIO

重要ポイント：

- 金利がピークに達している可能性があり、2024年は、バリュエーションが魅力的に見える国債とデュレーションの長期化が投資家にとって好機になると考えます。
- 2024年における可能性の高いシナリオは、ソフトランディングではなく、景気減速が起こり、その結果各中央銀行が利下げを実施すると考えます。
- 2024年の懸念事項は、インフレが収束しないこと、大量の国債の発行、高い金利が企業と政府に与える悪影響です。

債券投資家にとって、2021～2022年の2年間にわたって価格が下落したのに続き、2023年も厳しい年になりました。高いボラティリティにより、プラスで推移していた債券のリターンは一転してマイナスになりました。足元での反発を受けて、グローバル債券の指数は小幅とはいえ、ようやく3年ぶりにプラスで年を終えました。

この激しい値動きの背景には、執拗なインフレを抑制するために主要各国の中央銀行が実施した継続的な金融引締めがあります。その結果、金利水準は2008～2009年に起きた世界金融危機以前の水準に上昇しました。

マイナス金利政策を維持している日本は例外ですが、度重なる利上げによって「安い資金」の時代は終焉を迎えました。各国の国債利回りは上昇を続け、10年物米国債の利回りは一時、16年ぶりの高水準である5%に達しました。その後は、長期的な水準に低下しました（債券価格の上昇は利回りの低下を意味します）。

債券に対するセンチメントを悪化させる懸念材料は確かに多く存在しますが、バリュエーションが大きく変化したことで、国債の投資家にとっては投資の好機が訪れていると考えます。

特に、デフレーション（金利感応度）の長期化が久しぶりに魅力的になっていると判断しており、実際2023年は多くのポートフォリオでデフレーションを長期化させています。

金利はピークを迎えたか

デフレーションを現時点で長期化させる戦略の背景は、タイミングに関してもバリュエーションに関しても国債投資が好ましいと判断していることです。

歴史的に見ると、米国の10年物国債の利回りは、米連邦準備制度理事会（FRB）による利上げサイクル終了後に大幅に低下する傾向があります。ドイツ銀行のリーサーチによると、一般的に、金利が大幅に低下するのは最終利上げから3か月以内であり、その下落幅は最大で3%ポイントにも達し、これは約7%のキャピタルゲインに相当します（図表1）。

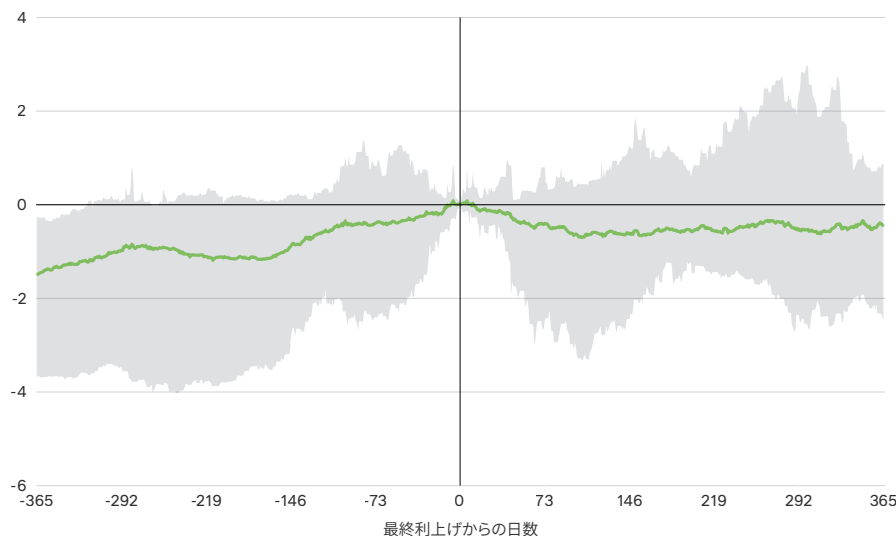
したがって、金利のピーク時に米国債に投資することにより、無リスク資産への投資でありながら健全なキャピタルゲインが得られる可能性があります。ただ、金利がピークに達したかを計るのが難しいため、ベストな投資タイミングを特定するのは甚だ困難です。最後の利上げがいつだったかは、時間が経過してからでないと分かりません。

金利がピークに達したと政策立案者が発表することは稀だからです。金融政策を決定する直近の会合において、FRB、欧州中央銀行（ECB）、イングランド銀行（BOE）の全者が金利を据え置きました。投資家にとっての大きな課題は、この据置きがそれまでの利上げの効果を見極めるための小休止なのか、それとも利上げの終焉を意味するのかを見極めることです。

図表1:FRBによる最終利上げ前後の米国10年国債の平均利回り変化

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。

変化(%ポイント)



調査対象:1969年以降の全利上げ

出所:Bloomberg Finance LP, Deutsche Bank; Jim Reid

当社は、ECBとBOEによる利上げは終了した可能性が高いと考えています。FRBに関しては、2023年中にもう1回利上げをすると示唆していたことから、12月に利上げが実施されれば、それが最後になった可能性があると考えていますが、特に11月時点での政策立案者のコメント内容を見るかぎり、FRBの利上げはすでに終了したとの見方を強めています。

「より高く、より長く」

金利がすでにピークに達している、あるいは達していないとしてもピークが近いとの見方がかなり一般的になっていますが、今後数か月の間にどのような政策が採用されるかに関してはかなり不透明です。市場では、南アフリカを代表する、山頂が平たくテーブル状の観光地になぞらえて「テーブルマウンテン」シナリオとも呼ばれるようになりました。米国の政策金利は合計で500bps引き上げられましたが、短期間で利下げ局面に移行するまでではなく、しばらくはテーブルマウンテン状態が持続するというシナリオです。

このような見方が市場関係者の間で広まった背景には、インフレ率を一段と低下させるためには金利を長期にわたって高めの水準に維持させる可能性が高いと政策立案者が繰り返し強調していることがありました。パウエルFRB議長は、必要であれば、インフレを抑え込むために再利上げすることを「ためらわない」と明言しています。2024年における金融市場で非常に大きな論点となるのは、金利が高止まりするかです。果たして「より高く、より長く」の環境にあるのか、それとも転換点が近づいているのでしょうか。

米国の2023年第3四半期の実質GDP成長率は5.2% (年率換算) に達し、経済の回復力が非常に堅固だったことを示しています。ただし、金融政策には遅効性があることを忘れてはなりません。今回の利上げサイクルの開始時点での金利がほぼゼロという、歴史的な低水準であったため、通常は利上げの影響が本格化するまでに12～18か月要すると言われていた期間が、今回はもっと長くなる可能性があります。

金利上昇が実体経済に影響を及ぼすまでの時間は分野によって異なります。例えば、実体経済への波及効果が大きい住宅ローンに関しては、国によって大きな違いがあります。米国では30年の固定金利が一般的ですが、スウェーデンにおける固定金利期間は1年半であり、英国に関しては、最近では5年が一般的になってきています。

つまり、借入コストの上昇が消費者と企業に与える影響は、分野によってスピードが異なるということです。また、米国に関しては、新型コロナウイルス感染症によるパンデミックの間に蓄積された余剰貯蓄、健全な労働市場、賃金の上昇などが消費者にとって痛みの緩和剤となりました。しかしながら、時間の経過とともに実体経済が痛みを感じるような兆候も出てきており、これほど長期にわたって超低金利環境が続いた後に感じる痛みは激しいものになるかもしれません。

「テーブルマウンテン」シナリオは、世界経済がソフトランディングに向かうことを示唆するものであり、歓迎すべきものです。しかしながら、当社はソフトランディングの可能性は低いと考えています。歴史的に見て、長期間にわたって高い金利が続いたことはほとんどなく、また、景気循環においてソフトランディングが起こることは一般的にありません。

図表2: 債券市場における価格と政策立案者の見解の相違

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。

— 10年物米国債の先物金利 — FOMCによる金利予想 — 同中央値

10年物米国債の先物金利と米連邦公開市場委員会 (FOMC) メンバーによる金利予想



出所: Bloomberg, FRB, 2023年8月31日

過去の利上げサイクルを振り返って見ると、FRBは、平均すると利上げを停止した数か月後に一転して積極的な利下げを開始しています。その理由は、ソフトランディングを成功裏に終わらせることができず、経済が低迷したからです。例外も数回ありましたが、ほとんどの事例では利下げに転じています。

もちろん歴史が繰り返されるとは限りません。しかし、各国の中央銀行が、2024年を通して現在の高い水準で金利を維持するよりは、積極的に利下げを行う可能性の方がはるかに高いと考えます。この推論が正しいかは、金利がピークに達しているかに因ります。絶対とは言えませんが、最低でも金利のピークが近いというのは確かだと考えます。

バリュエーション面で投資の好機となっている国債

米国債投資は、金利低下という要因以外にも投資する価値があると考えます。先物市場における10年先の10年物国債利回りとFRBによる長期金利の予想との間に大きな乖離があることが分かります(図表2)。このような現象は、米国債が割安であることを示していると当社は考えています。

FRBの長期金利の予想が低すぎるという議論もあり、FRBが予想を引き上げる可能性もあります。インフレ抑制法のような大規模な景気刺激策によって資金需要が高まれば、予想が引き上げられる可能性があると考えます。いずれにしても、市場の金利とFRBの予想が近づくと考えられるため、現在、米国の長期国債投資はバリュエーション的に投資する好機にあると考えます。

それでも注意が必要な理由

バリュエーションや投資のタイミングについて議論することは有効だと考えますが、国債を購入するにあたって注意が必要なこともあります。第一に、インフレが収束しない可能性です。インフレ率は世界的に12か月前のピーク時から大幅に低下しているとはいえ、日本を含め各国の中央銀行の目標である2%を依然として上回っています。

次に、一般的にインフレは繰り返し起こることです。2023年は、食料品とエネルギーの価格が前年から下落するなど、ベース効果の影響が大きかったと言えます。しかしながら、例えば欧州で冬が寒く、天然ガスの消費量が増加し価格が上昇することになれば、逆向きのベース効果によって2024年のインフレ率が反転上昇する可能性があります。物価上昇が賃金交渉に波及し、インフレ圧力が再び高まる可能性があります。インフレが再加速すれば、金利が再び上昇する可能性が高く、債券市場に打撃を与えることになると考えられます。

大量の供給

最後は、2024年に大量の国債が発行されることです。アポロ・グローバル・マネジメント (Apollo Global Management) とヘイバー・アナリティクス (Haver Analytics) の調査によると、米国は、国債残高の31% (約7.6兆米ドル) を今後1年以内にリファイナンスを迫られます。各国の中央銀行が量的引締めを続けるなか(世界金融危機後の国債買入れプログラムが終了)、2024年には世界中で大量の国債が発行されることになると考えられます。この供給の増加は投資家の債券に対する需要の試金石となるでしょう。

過去を振り返ると、多くの場合、多額の国債が発行されるのは経済が低迷しているときでした。発行時には、金利の低下が期待できるため、かなりの需要がありました。翻って、2024年も同じことが期待できるのでしょうか。インフレ率が再上昇し、中央銀行が利下げに踏み切らなかった場合、新発国債に対する需要を果たして期待できるのでしょうか。消化は容易でなく、債券利回りの上昇につながる可能性があると考えられています。

世界金融危機への対応やパンデミック時の景気刺激策により、世界中の政府が多額の国債をここ数年間発行しました。米国の対GDPの債務残高は現在、120%程度です。このような債務の水準は、低金利環境であれば問題を起こすことはないでしょうが、借入コストが上昇している現在では問題になる可能性があります。格付会社も問題視しており、ムーディーズは最近、米国の格付見通しを「安定的」から「ネガティブ」に引き下げました。

実際に、2023年9月と10月に米国債の相場が下落した要因は、財政赤字と政府の信用力に対する投資家の懸念であったとの指摘もあります。

米国政府の利払い負担が急速に増加しています。年間の利払い額は近々1兆米ドルに達し、償還を迎える国債をより高い利率でリファイナンスする必要があるため、利払い負担はさらに重くなります。現在の米国の利払い額は、1980年時点の国債元本と同じ水準に達しています。

先進各国とも、国債の発行増が予想されており、今後数年以内に信用格付が引き下げられる国が出てくる可能性は十分にあります。

社債運用では質が重要

金利上昇で困難に直面するのは政府だけではなく、企業もそうです。当社が社債に投資する場合、最大の考慮事項は、デフォルト（債務不履行）リスクに見合うだけのリターンがあるかどうかです。

社債利回りが同格付の国債の利回り（無リスク金利、リスクフリーレートと呼ばれる）を上回る利率（スプレッド）の程度によって、その社債のデフォルトの確率を市場がどの程度見込んでいるかを判断することができます。図表3は現在の格付別の社債スプレッドと市場が予想するデフォルト率ですが、質の高い投資適格社債（AA・A・BBB格債、緑棒）の予想デフォルト率は、過去の平均値はおろか、過去最悪時よりも高くなっています。

このことは、投資適格債には現在、魅力的な投資機会があることを示していると考えます。特に、正しい銘柄を選択できるアクティブ投資家に当てはまると考えます。

ただし、よりリスクが高いハイイールド債、いわゆる「ジャンク債」では状況が異なります。ハイイールド債の予想デフォルト率は過去の平均を上回っており、過去最悪時に近くなると市場は価格に織り込んでいます。このように、予想デフォルト率の上昇幅が大きいため、当社は質に劣るハイイールド債券は要注意としており、運用する柔軟性の高い戦略の一部では、ハイイールド債への投資額を減らしてきました。

結論

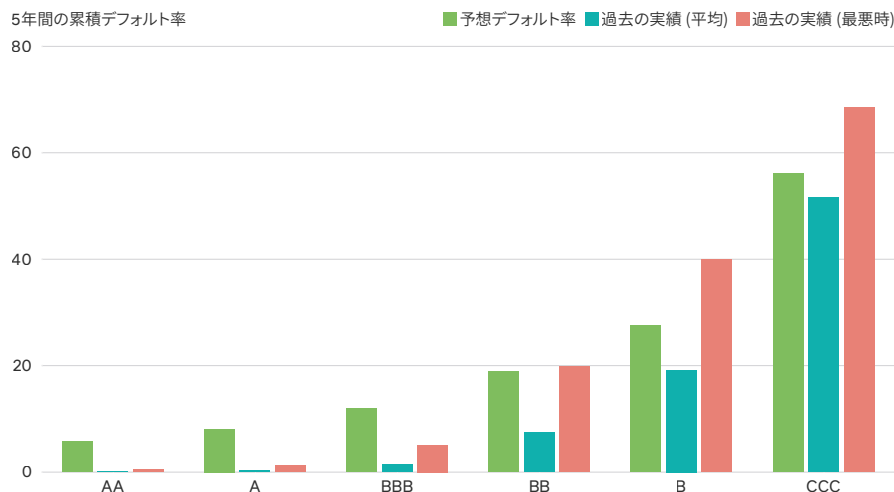
結論として、2024年における投資機会は国債とデフレーション（金利リスク）にあると考えています。過去数年間は、投資家が期待インフレ率を引き上げ、各国の中央銀行が利上げを繰り返してきたため、債券運用にとって厳しい環境が続きましたが、ここに来てバリュエーションが魅力的に映るようになりました。

当社は、2024年における可能性の高いシナリオはソフトランディングではなく、景気減速が起これ、その結果各中央銀行が利下げを実施することだと考えています。このような環境において、当社は「安全な避難先」と見なされる国債に投資し、金利デフレーションの長期化を図る方針です。当社が想定しているシナリオが正しければ、良好なリターンが獲得できると考えています。

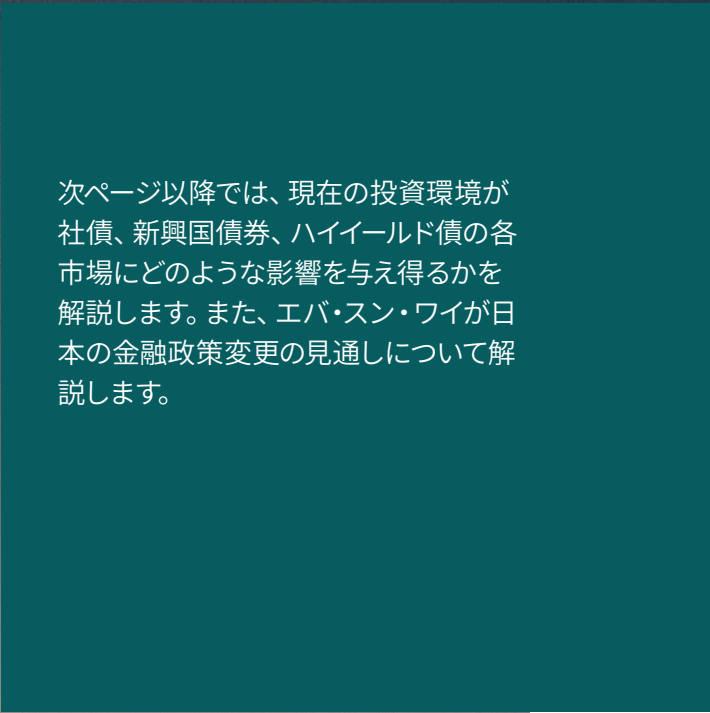
一方、緻密なリサーチが常に重要な社債投資においては、より選別的になる方針です。ファンダメンタル・クレジットを分析する当社のアナリストチームの強力な分析力を駆使し、十分なリターンが得られる場合にのみリスクを取る方針です。

図表3：社債のデフォルト率：市場予想と過去の実績

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。



注：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
情報は更新される可能性があり、将来の結果を保証するものではありません
出所：Bloomberg、Deutsche Bank、ICE（指数）、S&P、2023年10月31日現在



次ページ以降では、現在の投資環境が社債、新興国債券、ハイイールド債の各市場にどのような影響を与え得るかを解説します。また、エバ・スン・ワイが日本の金融政策変更の見通しについて解説します。

環境が変化した債券投資

利上げが終了し、債券利回りが上昇したことは、デュレーションの長い債券には好都合な環境だとリチャード・ウールヌフは考えます。投資家にとって債券投資がようやく有効な選択肢になったとウールヌフは考えています。

ハイイールドの変動利付債

変動金利債は、「より長く、より高く」の金利環境の恩恵を受けると考えられ、資本構成における有担保のシニア債であること、およびスプレッドの縮小が期待されることから、リスク調整後リターンにおいて魅力的な資産クラスであるとジェームス・トムリンズは考えます。

新興国債券

世界的にデフレ傾向にあることを背景に、新興国債券の銘柄間に利回り格差が生じる可能性があるため、銘柄選択を重視する投資家にとっては投資の好機になるとクラウディア・カリッチは考えます。



変化する債券投資

リチャード・ウールヌフ
社債運用担当者

超低金利環境が長い間継続したことにより、投資家は債券投資、特に国債に対して建設的な見方をすることがありませんでした。しかし、状況は一変しました。以前は債券を保有する理由を見つけることが難しかったのですが、今では逆に債券を保有しない理由を見つけることが難しくなっていると考えます。

新型コロナウイルス感染症が流行していた間に流動性は大幅に増加し、数か月後には再びインフレを引き起こしました。現在では、各国の中央銀行が逆にマネーサプライの減少を通じて、インフレの低下を図っています(図表4)。インフレ率が低下していることは、各中央銀行の利上げが終盤になっており、今後金利が上昇するとしても、その幅が大きくないことを実質的に意味していると考えられます。このことは、債券の利回りが歴史的に高いことと相まって、長いデュレーションの債券への投資が、魅力的なリスク調整後リターンが期待できる機会になっていると当社は考えています。

一方、社債に関しては、この1年半の間の大部分は比較的良好な投資価値を提供していたと考えていますが、現在では「適正価格」に戻りつつあると考えています。ただし、一部には投資の好機が存在し、アクティブに運用する柔軟性の高い戦略にとって特にその可能性が高いと考えています。長年続けてきたとおり、当社内の経験豊富な債券運用チームが、正当に評価されていない銘柄を見極め、お客様のためにアルファを獲得できるよう努めています。

図表4:インフレ率は低下傾向



現在、債券と株式の間のバリュエーションに大きな差が生じており、これは債券の魅力が絶対的だけでなく、相対的でもあることを意味しており、ようやく投資家にとって有効な選択肢になってきたと考えます。

このことは当社のポートフォリオにも反映されています。柔軟性のある債券運用戦略は、株式の配当利回りが債券の利回りよりも高くなると判断した場合は、ある程度株式に投資することができる戦略であり、過去には株式に投資した事例がありました。現時点での組入れはゼロになっています。

まとめますと、新型コロナウイルス感染症を受けて、マクロ経済環境の変化に伴ってバリュエーションに変化が生まれました。当社の柔軟性をもったアクティブ運用の債券運用戦略は、10年以上にわたってデュレーションを短めに維持しクレジットをオーバーウェイトにしてきましたが、現在ではその運用方針を変更しました。当戦略は現在、デュレーションを長めにする一方、クレジットについては概ね中立にしています。

「より高く、より長く」が新興国債券に与える影響

クラウディア・カリッチ
新興国債券運用担当者

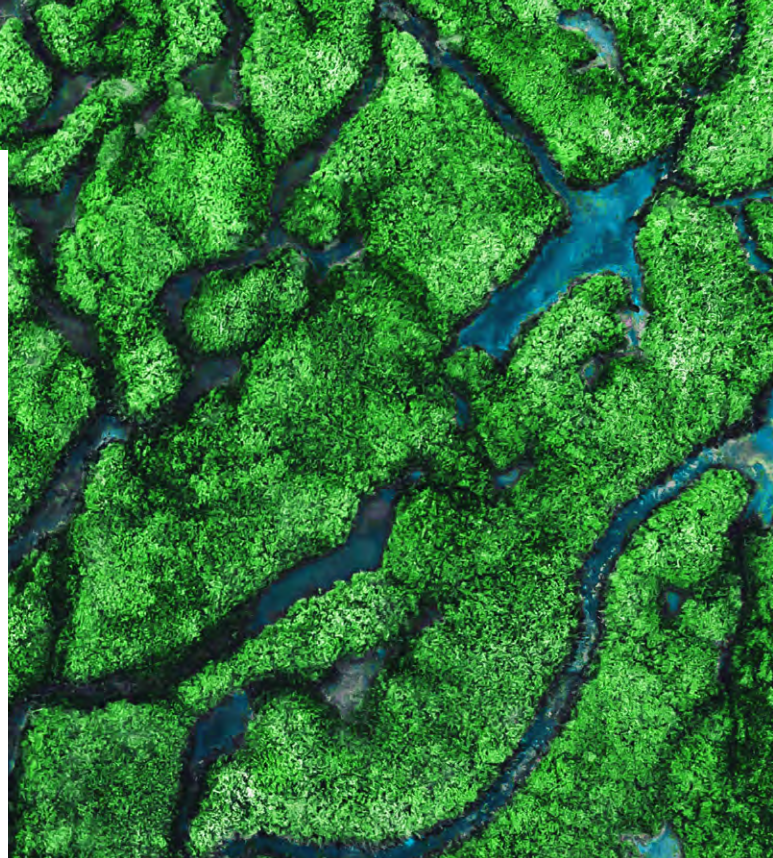
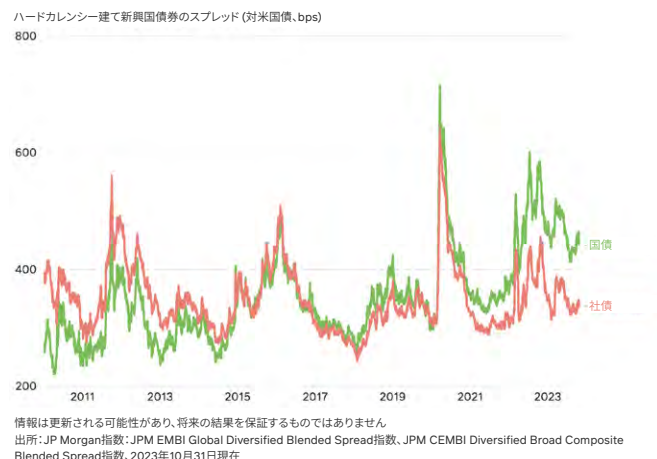
各国の中央銀行の発言内容や金利の「より高く、より長く」への懸念を受けて、2023年終盤における新興国投資に対するセンチメントは、部分的にせよブレーキがかかりましたが、全般的には、世界のマクロ経済見通しは堅調さを維持していると考えます。

投資対象となっている新興国は、地域、国、セクター、通貨、コモディティ依存などの面でリスクが分散されており、債券市場において広範かつ多様な資産クラスの一つに挙げられます。最近では、経済や金融政策のサイクルという観点からも、リスクが十分に分散されていると考えられます。

新興各国の中央銀行は、インフレの上昇を受けて迅速に政策金利を引き上げました。その後は、2023年にラテンアメリカ諸国が口火を切り、いち早く金利を引き下げ始めることができました。一方、アジアではインフレ率が比較的低かったため、金融引締めがより緩やかでした。新興国においては、短期的にインフレを一時的に再上昇させる要因には注意を要するものの、広範に見た場合、デフレ的な傾向が2024年の間も続く予想されます。

ラテンアメリカ諸国の債券はアジア諸国に比べバリュエーションが魅力的であることに加え、前述のような分散効果が期待されるため、パフォーマンスが良好な銘柄を売却して、アンダーウェイトにしている国や地域を買い増す機会が生じると考えています。

図表5: 新興国債券の спреッドが縮小する余地



現在の新興国債券の利回りは、2020年に新型コロナウイルス感染症発生時に上昇したときよりも高い水準を維持していますが、スプレッドに関しては、米国債の利回りが上昇した影響もあり、過去最高の水準ではありません。ただし、スプレッドがさらに縮小する余地があるため、短期的にもパフォーマンスが良化する可能性があると考えます (図表5)。

新興国債券のなかでも、特にハードカレンシー建てのソブリン債において、投資適格債とハイイールド債の利回り差が大きくなっており、ボトムアップ運用を行う投資家には潜在的な投資機会となっています。新興国債券に投資するポートフォリオではテールリスクを完全になくすことはできませんが、債券価格の下落に対処できるような分散投資は重要です。

「より高く、より長く」の金利環境のなかでも、多くの新興国債券は堅調さを維持していますが、フロンティア諸国に関しては、多くの国の債券が厳しい状況に直面しています。社債に関しても、現在のところ堅調に推移していますが、特に負債比率の高い企業を中心にデフォルトの増加が予想されます。現在のところ、ロシアとウクライナ、および中国の不動産セクターを除けば、2023年末のハイイールド社債のデフォルト率は3%程度に収まったと考えられます。

不確実性が若干残るものの、2024年は、全般的に新興国債券が好調に推移する可能性が高いと考えます。新興国は予想外にインフレおよび「より高く、より長く」の金利環境に適応することができています。さらに、2024年は、FRBが追加利上げするよりも利下げに転じる可能性ははるかに高いと当社は予想しており、新興国債券のパフォーマンス良化に期待を持っています。特に、FRBによる利上げの終了、投資家によるリスク回避姿勢の収束と共に、米ドル高がこれ以上進行しなければ、パフォーマンス良化の可能性はさらに高いものになるでしょう。

「より高く、より長く」の 環境下でのハイイールド債

ジェームス・トムリンズ
ハイイールド債運用担当者

2023年におけるハイイールド債のリターンは堅調で、そのなかでも変動利付債 (FRN) のパフォーマンスが顕著でした。変動利付きであるが故に、最近の国債利回りの急上昇の影響を受けなかったうえ、魅力的なキャリーを享受でき、デフォルト率が低いという環境の恩恵を受けました。2024年の年初は、ほとんどの国において国債の逆イールドカーブ状態が継続していること、スプレッド縮小が期待されること、低デフォルト環境の持続が予想されていることが、ハイイールドFRNのサポート要因になると当社は予想しています。

2023年は利上げのペースが速くなり、「より高く、より長く」のシナリオの現実味が増したため、ほとんどの国の国債のイールドカーブが右肩下がりにになりました。FRNのようにイールドカーブの最も短い期間の金利に連動する商品は、国債のイールドカーブにおける短い期間でのキャリー益を獲得する商品として優れていると考えます (キャリートレードとは、低利で資金を調達し高い金利の商品に投資する取引)。2023年後半時点のFRNの利回りは長期債よりも100bps高かったうえ、デュレーションのリスク (金利変動リスク) は長期債よりもはるかに低くなっていました。

バリュエーション面に目を向けると、FRNのスプレッドは今後数か月でさらに縮小する可能性があります。現在、伝統的な (固定利付きの) ハイイールド債のスプレッドは妥当な水準にあると考えていますが、変動利付きのハイイールド債のスプレッドは固定利付債と異なり拡大したままであり、この数か月間は600bps前後で推移しています。この乖離は市場におけるテクニカル要因によるものです。FRNの発行額は安定していますが、ローン担保証券 (CLO) およびローンを運用する投資戦略 (どちらも一般的にFRNの大きな買手) からの需要は減少しており、そのためスプレッドが拡大しました。しかし、2023年の終盤にはCLOの発行が活発化し始めており、今後は変動利付きのハイイールド債に対する需要が再び高まると予想されます。発行額の増加が持続すれば、スプレッドはさらに縮小すると予想しています。



ハイイールド債の発行企業のファンダメンタルズは、消費が好調に推移していたこと、および早い段階で魅力的な金利水準で長期のリファイナンスを実施することができたことで、それなりに持ちこたえることができました。しかしながら、先進国経済が減速し、金利上昇の影響が発行企業のバランスシートにボディーブローのように効き始めることで、デフォルト率の上昇が予想されます。依然として当社の基本シナリオは、企業セクターにとってさほどダメージのない、穏やかなデフォルトシナリオですが (デフォルト率は世界全体で3%程度)、デフォルト率が急上昇した場合でも、変動利付きのハイイールド債は、企業の資本構成における有担保のシニア債という特性があるため、投資元本の保全に重要な役割を果たすことができます。

日本：金利正常化への複雑な道程

エバ・スン・ワイ

グローバル・マクロ債券運用担当者

日本の金融政策が正常化された際、世界の債券市場や為替市場にどのような影響を及ぼすについては多くの議論が交わされています。2023年、日本銀行は、インフレ率が1年以上にわたり目標値を上回っているにもかかわらず、超低金利の金融政策を堅持し、世界各国が金融引締めへ転換するなかで異例な存在であり続けています。

10年物国債金利に上限を設けるイールドカーブコントロール(YCC)政策が導入されてから7年ほど経過しましたが、2023年に若干の修正が加えられました。日銀は、長期金利が、上限のめどである1%に上昇することを事実上容認したことを受けて、金利は徐々に上昇しています。長期金利の上限が緩和されたにもかかわらず、2023年の円相場は対米ドルで大幅な円安が進行したのは驚きですが、その主因が依然として日米の金利差が大きいことでほぼ間違いないと考えます。

YCCは徐々に撤廃される方向にありますが、市場は現在の金融政策からの抜本的な転換が起ると予想しています。ただし、状況は複雑です。日銀はインフレが持続することを目標としており、そのためには緩和政策を維持することに問題はないと判断しているように見えます。この方針は、景気が悪化しても利下げする余地がなく、金利政策で対応することができないということを意味します。

政府にとってYCCは、低利で資金を調達することができるというメリットもあります。債務残高の対GDP比が250%程度と突出して高いため、調達コストの大幅な上昇は、政府にとって好ましくないことです。

バランスを取るのには容易ではなく、日銀が利上げに踏み切るだけのインセンティブは大きくありません。政策立案者が、利上げのタイミングが早すぎることで潜在的なインフレの芽を摘むことは避けたいと考えても不思議ではありません。インフレ率が目標水準を維持でき、大幅な金融引締めに耐えられるとはまだ判断していないと考えます。また、超緩和政策が長期にわたって継続したため、金利の上昇が国や銀行に及ぼす影響も日銀は懸念していると考えます。



日本にとってベストなシナリオは、他国が日本よりも先に利下げに踏み切ることだと考えます。FRBが利下げに踏み切れれば、米ドルと円の金利差は縮小し、日銀に対しての利上げ圧力は軽減されます。円相場は内外の金利差の影響を大きく受けており、実質実効為替レートで見た場合、今世紀に入ってから最安値になっています。

円安は輸出を増加させるので、日本にとって有益な一面もあります。一方、日本は石油を輸入に依存しているため、円安はマイナスに働きます。日銀がマイナス金利政策を終了させた場合、円相場はどのように変化するかについて多く議論されています。忘れてならないのは、日本の投資家が多く海外資産を保有しており、米国債に関しても国別の保有額で見た場合、世界最大だということです。

日本の金利が上昇した場合、日本からの対外投資資金が国内市場に還流する可能性があります。これは、現在のところは見られていませんが、マイナス金利政策とYCCが解除され、資金還流が始まれば、円相場だけでなく米国債市場にも大きな影響が出る可能性があります。

円は「安全な逃避先」の通貨として見なされる傾向があるため、景気減速が世界的に広がれば、その恩恵を受ける可能性があります。円相場の転換点を見いだすためには、2024年の日本国内動向に細心の注意を払うことが重要だと考えます。

景気循環ではなく、 構造的要因の重要性

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 CIO

重要ポイント：

- 金利の急速な上昇および新型コロナウイルス感染症の間に蓄積された余剰貯蓄が枯渇し始めていることから、需要が今後さらに減退すると考えるのは理に合っています。
- 世界的に銘柄間のリターン格差の縮小が数か月続きましたが、その後は、たとえ同じセクターといえども、銘柄間のリターン格差が再び世界的に拡大し始めており、2024年は、アクティブ運用が重要であることを示しています。
- 現在の不透明なマクロ経済環境下では、当社は人工知能を含むイノベーション、インフラ、低炭素経済など、目先のボラティリティの影響を受けずに投資資金が流入すると考えられる長期的な投資テーマを偏好します。

2023年は、各国の中央銀行がどの程度の速度でどのように金利を修正するかを推測するため、市場は日々のニュースに左右され、短期的なデータに一喜一憂した年でした。

2024年の初頭は、政策立案者がマクロ経済の進展にどのように対応するかに注目が集まると考えられます。2023年11月にリスク資産の価格が反発したのは、米国のインフレ率が予想を下回ったことを受けて、FRBが利上げを終了させるとの楽観的な見方が広がったことが原因だったことはほぼ間違いと考えます。しかしながら、総合インフレ率は、低下したとはいえ、目標を上回ったままであり、コアインフレ率に関しても、非常に高い水準が続いています。

また、2023年の経済が、絶好調とは言えないものの、それなりに耐えてきたという見方も影響したかもしれません。

コアインフレ率が目標水準に低下する、あるいは最低でも近づくという確証なしに、各国の中央銀行が利下げに踏み切る場合、考えられる唯一の理由はマクロ経済が想定外に悪化し始めた際だと考えられます。

2023年は、金利がどのように変化するかについての投資家の見方が途中で大きく変化した年でした。政策決定者は、多くの市場関係者が予想していたよりも速い速度で大幅な利上げを実施し、年後半には市場予想が「より高く、より長く」のシナリオに沿ったものに変化しました。年の最終盤には、「金利はピークに達した」が一般的な見方になりました。2024年以降に関しては、市場は「より高く、より長く」と「利下げ開始」のどちらになるかで意見が定まっていないようです。

「景気後退は幻か」

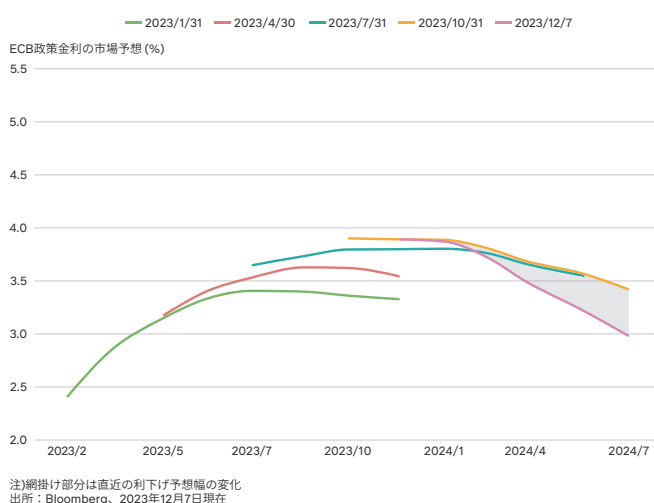
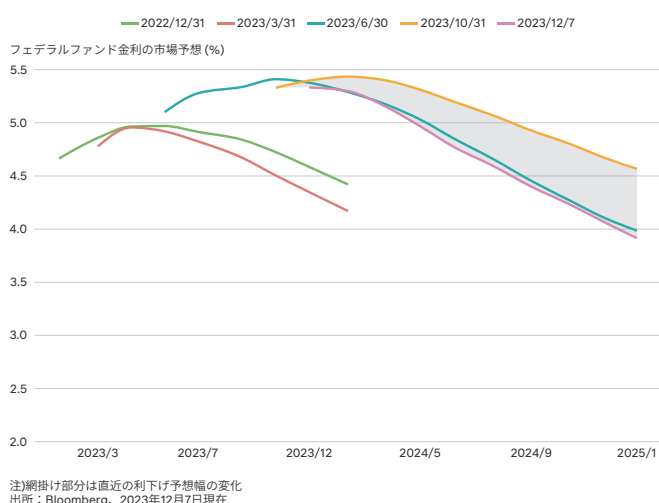
2023年に多くの議論が交わされたことは、急激な金融引締めによって景気が腰砕けする可能性についてでした。景気減速は予想されたものでしたが、マクロ経済が大方の予想よりも底堅かったため、「景気後退は幻か」の疑問が生じています。

これにはきちんとした理由があり、その最大の理由は金融政策の遅効性です。消費者や企業の多くは住宅ローンや事業資金を低利の固定金利で借り入れているため、今のところ金利の上昇の影響を受けていません。また、新型コロナウイルス感染症の間に蓄積された余剰貯蓄が、一部の消費者にとって物価上昇の影響を緩和する働きをしました。

マクロ経済データを見るかぎり、当面は深刻な景気後退や広範な信用危機が発生する兆候がありませんが、需要が減退するという見方は理に適っていると考えます。2024年は、より多くの家計や企業がインフレの影響と資金調達コストの上昇に直面することが予想され、それが購買力に影響を与える可能性が高いと考えられます。

世界的に経済活動が弱まっていることを示すデータが増加しています。このことは特に欧州で顕著で、2023年の年初はゼロからわずかながらプラスであったユーロ圏の実質GDP成長率は、第3四半期にはマイナスに転落しました。同四半期の英国の成長率は横ばいでした。米国の成長率は今のところ堅調に推移していますが、低所得者層を中心に需要に翳りが見え始めています。2024年は、世界的に成長がさらに鈍化する可能性があります。

図表6:「より高く、より長く」と利下げのシナリオの間で揺れ動く市場金利



今後の景気減速が予想以上に深刻で、かつ定着するような事態となれば、長期国債への投資が再び「保険」としての役割を果たす可能性があり、全体として株式投資よりも優れたリスク調整後リターンを提供すると当社は見ています。

だからと言って、株式に魅力的な投資機会がないわけではありません。2023年の8月から10月にかけて同一セクター内における銘柄間のリターン格差が小さくなり、リターンが悪化したのはインフラと再生可能エネルギーの2分野でした。この2分野とも、当社が選好している長期的かつ構造的な投資テーマであり、これらの企業の多くにとって株価の下落は、いわゆる「債券の代替」銘柄が一斉に売り込まれた影響を受けた「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）」として売却の対象となりました。

これらの企業の多くは堅固なバランスシートを有し、資金を長期の固定金利で調達し、顧客に対しコストを転嫁できる条件で契約をしており、さらに投資家にとって魅力的な配当を実施しています。金利上昇による影響は概して限定的であり、株価の下落を正当化する理由はないと当社は考えています。当社は株価下落を好機として捉え、この2分野において確固たる競争力を有し、長期的な成長が期待できる銘柄に投資しています。

もし、景気後退入りしたとしても、分野によって深刻度は異なると考えており、穏やかな景気後退であれば、リスク市場が耐える可能性があることも忘れてはなりません。ドイツで、2022年第4四半期の実質GDP成長率が前期比で -0.5%、2023年第1四半期が同 -0.3%と、テクニカルリセッションとなったにもかかわらず、ドイツ株価指数 (Dax) が2023年前半は上昇したことを忘れてはいけません。つまり、景気後退が深刻になるか、あるいは穏やかでとどまるかは、リスク資産への影響という面では非常に大きな問題になる可能性があると考えられます。

銘柄選択の重要性

前述のとおり、2023年のマクロ経済が厳しい状況にあったにもかかわらず、ほとんどの株式市場は債券市場を大幅にアウトパフォームし、2023年初頭における投資家の予想を外す結果となりました。米国では、ハイテク株比率の高いナスダック銘柄のパフォーマンスが最も高かったのですが、株価指数だけのリターンでは、全体像を理解することはできません。

投資家は、広範な市場の指数に投資することと銘柄選択を重視するアクティブ運用を区別する必要があると考えます。多くの投資家は米国の一部銘柄が世界の株価指数を年初来でアウトパフォームしていると考えているようですが、実態は違います。時価総額の大きい少数の銘柄が好調だったことがナスダック指数やS&P500指数を大きく押し上げ、多くの国の株価指数をアウトパフォームさせたというのが実態です。

また、MSCI オールカントリー指数 (ACWI) における年初来パフォーマンスの上位10銘柄のうち、米国企業はわずか3銘柄であり、上位40銘柄に関しても65%は米国以外の企業です（図表7参照）。2023年と同様に、2024年もアクティブ運用を行う投資家は世界中で魅力的な投資機会を発掘することができると強く考えています。

長期的な視点に立つ

見通しが立たず、予測ができない市場で投資を進めることには困難が伴います。景気減速が深刻化する明らかな兆候が見えるようになると、株式市場に下方圧力がかかります。景気が弱くなる兆候が見え始めているのは事実ですが、すぐに逃げ出すタイミングではないと考えています。逆に、構造的な理由で生じている投資機会を捉えるには絶好のタイミングだと考えます。特に最近の市場のボラティリティの影響を受けた銘柄のなかには、投資を開始するタイミングとして魅力的な銘柄が存在していると考えます。銘柄選択が重要であることは依然として何も変わっていません。

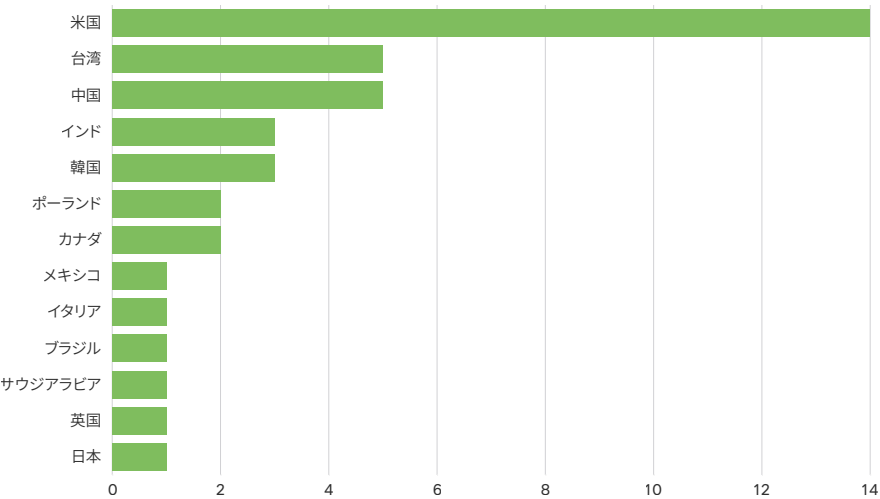
現在の不透明なマクロ経済環境下では、景気循環や景気に敏感な企業ではなく、構造的要因に裏打ちされた企業を当社は選好します。

AIを含むイノベーション、インフラ、低炭素経済など、目先のマクロ経済動向の影響を受けずに投資資金が流入すると考えられる長期的な投資テーマを選好します。

図表7: 銘柄選択の事例－米国企業以外を見た場合

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。

MSCI オールカントリー指数: 年初来パフォーマンスの上位40銘柄のうち65%は米国以外の企業(銘柄数)



米ドルでのパフォーマンス
出所: M&G インベストメンツ、Bloomberg、2023年12月5日現在

米ドルでのパフォーマンス、ただし、10社中7社は現地通貨ベースにおいても上位10社に位置する

No.	銘柄	リターン(%)	国名	セクター	時価総額 (10億米ドル)
1	Conbase Global Inc	296.2	米国	金融	33.5
2	Zhongji Innolight Co Ltd	260.7	中国	情報技術	11.3
3	Ecopro BM Co Ltd	221.6	韓国	資本財・サービス	22.4
4	NVIDIA CCorp	218.8	米国	情報技術	1150.2
5	Rolls-Royce Holdings PLC	218.0	英国	資本財・サービス	30.5
6	Wistron Corp	203.6	台湾	情報技術	8.4
7	CosmoAM&T Co Ltd	190.2	韓国	情報技術	3.8
8	Palantir Technologies Inc	185.0	米国	情報技術	39.8
9	Quanta Computer Inc	182.5	台湾	情報技術	24.5
10	Cambricon Technologies	170.7	中国	情報技術	9.2

出所: M&G インベストメンツ、Bloomberg、2023年12月5日現在

イノベーション

AIは決して目新しいものではありませんが、世界が生成AIのもつ潜在能力とそのインパクトの大きさを改めて認識したことで、2023年は非常に大きな話題として取り上げられました。AI技術の急速な進歩は、今後数十年にわたって継続する成長テーマの黎明を象徴するものであり、経済全体に広範な変化をもたらし、あらゆる産業において競争の基本を抜本から変化させる可能性を秘めていると考えます。

今後数年間で、多くの業界の多くの企業がAIを業務に導入し、その結果、効率性と生産性の大幅な向上がもたらされると予想しています。投資先企業の意見から判断すると、AIに対する需要は金融、製造業、ヘルスケアなど、広範な業界で幅広く存在します。

重要なことは、AIに投資するすべての企業が、必ずしも投資効果を十分に発揮できないということです。データを長期にわたって独自に収集している企業は、収集したデータを生成AIに分析、学習させることでデータの新たな使途を見いだすことができるため、競合他社に対して優位な立場に立てる可能性が高いと考えられます。

ソリューションへの投資

気候変動を抑制するための低炭素経済への移行、平等で包摂的な社会の構築、健康改善の追求、環境保全のための循環型経済の構築など、それが何であろうと、持続可能で社会にインパクトを与えるような投資に対する注目が高まっていることも、マクロ経済と必ずしも相関関係にない重要な構造的なトレンドです。

上場・非上場を問わず、未来に取り組んでいる企業は、世界にまん延する深刻な課題の解決に貢献できる大きな可能性を有しています。目先の市場の不確実性に目を奪われている投資家は、このような長期的な追い風を見過ごす傾向があると考えます。

再生可能エネルギー関連企業はその一例であり、金利上昇やサプライチェーンの混乱を背景に、足元では株価に下落圧力がかかっていますが、これらの企業のなかには、依然として揺るぎない長期的な優れた見通しをもっている企業が存在すると当社は考えています。

各国政府が再生可能エネルギー推進の速度を緩めているという見方が市場にありますが、データを見るかぎり、そのようには見えません。例えば、英国では政府が洋上風力発電の入札上限価格を66%引上げ、また米国は再生可能エネルギー発電プロジェクトを、コスト上昇分を含めて再入札することを認めました。このように、各国政府は躊躇しているようには見えず、むしろ支援の規模を拡大させています。それにもかかわらず、再生可能エネルギー関連の多くの銘柄は、甚だ割安なバリュエーションで取引されています。

銘柄を厳格に選択する重要性に変わりはありません。再生可能エネルギー関連企業のすべてが勝者になることはありませんが、経験と専門知識を有し、規律正しい企業は、そうでないライバル企業から市場シェアを奪う潜在力を有していると考えられます。

未来のインフラ

インフラは通常、建設に長い期間を要し、完成後も長い期間使用される実物資産であるため、性質上、長期の資産クラスです。また、新技術、デジタル通信、クリーンエネルギーなどの分野の発展もインフラの将来の発展には不可欠です。

スマートグリッドの開発から水資源管理の最適化、廃棄物の収集・分別・リサイクルの改善、物理的接続・デジタル接続の提供までの多くのインフラ事業は、さまざまな分野で重要な役割を担っていることに間違いはないと言って過言ではありません。換言すれば、インフラは、長期的な強い追い風を受けている魅力的な成長が期待できる分野であり、AIの導入が長期的な成長性をさらに加速させる可能性があると考えています。



本章では、AIと持続可能性のテーマ、インフラ投資の潜在的な投資機会と見通しについて詳しく解説します。

AIの将来像

ジェフリー・リンは、重要な長期的トレンドとして、AIを組み込むことによる製品能力の向上や、テクノロジー以外の企業への普及が進むと考えます。

2050年の脱炭素化

世界経済の脱炭素化に貢献する強力なビジネスモデルを有する企業への投資は、長期的なリターンを獲得する有効な戦略だとジョン・ウィリアム・オルセンは考えます。

上場インフラ企業

バリュエーションが非常に魅力的な水準にあることに加え、長期的構造要因が追い風となっていることで、インフラの上場企業に魅力的な投資機会が訪れているとアレックス・アラウージョは考えます。

循環経済

限られた天然資源に対する需要が高まるなか、循環経済への移行は、プライベート市場に投資する投資家にとって幅広い分野で魅力的な投資機会を提供すると考えます。

AIの将来像

ジェフリー・リン

テクノロジー・テーマ運用責任者

AIは何十年にもわたって開発されてきた技術です。しかし、2023年になり、AIが未来を変える潜在力を有していることを世界がようやく認識したと言えるでしょう。ChatGPTの登場により、インターネットにさえ接続できれば、低コストで、トレーニングを受けずに、多くの知識や情報にアクセスできるようになったことが明らかになったことで、人々の興奮は最高潮に達しました。簡単なプロンプト（指示文）で画像、言葉、音楽などさまざまな形式のコンテンツを作成できる生成AIツールの出現により、AI技術の驚くべき能力が世界に示されました。

さまざまな産業分野において効率と生産性を向上させる可能性を秘めたAIは、今後数十年にわたって強力なトレンドになると強く考えています。今後数年間は、AIそのものの開発と応用領域の拡大を可能にする企業だけでなく、自社の事業にAIを導入することにより効率と生産性の向上などの便益を得ることができる企業への投資機会を多く見いだせると予想しています。

現在に至るまで、AIというテーマの投資対象となる企業は、一般的に「AIネイブラー」と呼ばれる、主としてAIの処理を行うための機器やサービスを提供するテクノロジー企業であり、半導体を製造するNVIDIAは、その最たる例です。同社は、AIを大幅に展開するための技術の構築を図っている顧客からの処理装置に対する旺盛な需要を背景に、売上が急増し、株価も急騰しました。

AIを活用し構築したサービスを顧客に提供する企業の増加が見られます。このような「AIプロバイダー」にはソフトウェア企業が多く、AIを活用して自社のソフトウェアをより強力に、より使いやすく、そしてより多くの機能を提供することで、顧客サービスの強化を図っています。また、顧客企業が独自のモデルを構築するためのシステム設計を提供することもあります。

マイクロソフト、アドビ、サービスナウなどの企業は、すでに生成AIを自社製品に組み込んでいます。中長期的には、企業向けソフトウェアの開発企業は、開発する新しい技術や機能



を提供することを通じて顧客とのエンゲージメントを高め、顧客が生産性を向上させることで売上を増加させることが可能になると考えています。

さらに、テクノロジーセクター以外の企業にもAIが広く採用されることになると見えています。このような「AIの受益者」は、自社の製品、サービス、社内プロセスを改善するためにAIを活用すると考えられます。

このように、企業がAIの採用に前向きな姿勢を見せていることは心強く、AIが実体経済に浸透するにつれ、長期投資家にとって魅力的な投資機会が増加するものと考えられます。

2050年の脱炭素化： ネットゼロ達成に貢献する 投資機会

ジョン・ウィリアム・オルセン
インパクト投資 投資責任者

最近の異常気象は、気候変動が人類と地球に及ぼしているダメージを浮き彫りにし、世界経済の脱炭素化が急務であることを如実に示しています。気候変動に関する政府間パネル(IPCC)によると、気候変動が及ぼす最悪の事態を回避するためには、気温上昇を産業革命以前の水準から1.5°C未満に抑える必要があり、そのためには、今後数十年にわたり温室効果ガス(GHG)排出量を、迅速かつ持続的に削減し、2050年までにネットゼロを達成することが必須としています。

ネットゼロを達成するためには、今後数十年にわたって巨額の投資資金が必要になります。BloombergNEFの予測によると、ネットゼロへの移行を成功させるためには、2050年までに最大で200兆米ドル(年間7兆米ドル)の投資が必要になります。心強いことは、米国のインフレ抑制法や欧州連合のリパワーEU計画に見られるように、各国政府が野心的な気候変動目標を達成するための政策や規制を策定していることです。

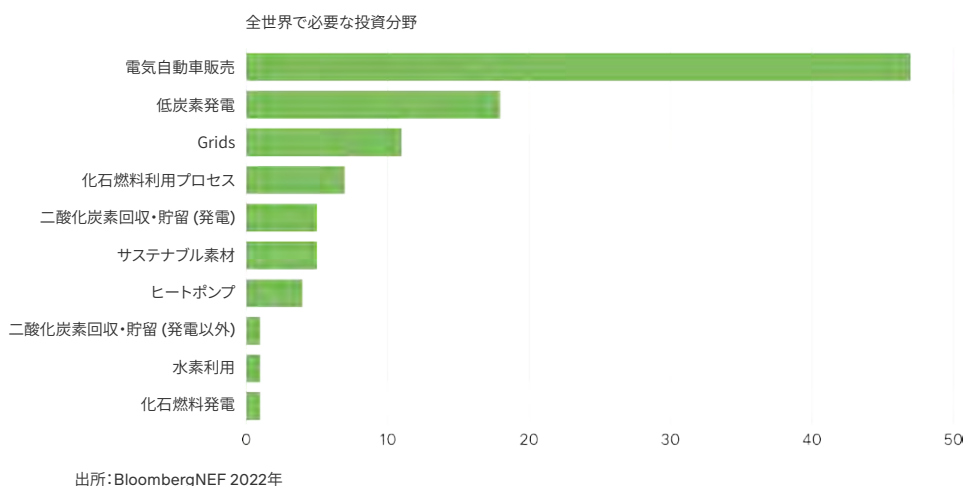
この情勢を考慮すると、脱炭素化というテーマは長期投資家に大きな投資機会を提供する構造的なトレンドであると強く考えています。個別企業への投資に際しては、パリ協定で定められた気候変動対策に沿って、自社の排出量削減や他企業に排出量削減策を提供することなど、具体的な貢献をしている企業を選定します。企業によっては科学的根拠に基づく目標(SBT)を設定している場合があります。SBTとは、最新



の気候科学に基づき、気候変動が及ぼす最悪の事態を回避するために必要なGHGの排出量の削減量を算定した目標です。また、クリーンエネルギー、効率改善、循環経済の推進などの分野で、GHGの排出量を減らす、またはゼロにするためのソリューションを提供する企業も投資の対象となります。

ただ、長期投資を成功させるには、構造的なテーマだけでは不十分です。このような構造的な追い風を受けている企業のなかで、競合からの挑戦を退けるだけの強力なビジネスモデルを有し、長期にわたってリターンを複利的に拡大できる能力を併せ持つ企業に注目しています。これにより、お客様に長期にわたって魅力的なリターンを提供できる可能性が高くなると同時に、気候変動対策として必要不可欠な脱炭素化の一助になると考えます。

図表8: ネットゼロ達成には194.2兆米ドルが必要



上場インフラ企業： 失望感の中で見えてきた光

アレックス・アラウージョ
グローバル株式 運用担当者

パンデミックは収束したものの、その後は地政学面での緊張や気候変動などが重なった新たなポリクライシス（複数の要因が絡み合い、個々の要因を単純に足した以上の大きな影響を及ぼす状況）の時代に突入しました。このような観点から、エネルギー安全保障から情報格差解消まで、世界で差し迫って解決しなければならない課題を解決するインフラに衆目が集まっています。

長期的成長トレンドを活用する絶好の投資機会

2023年になり、金利の上昇が特にインフラ事業に大きな打撃を与えました。他業態比で見た場合、一般的に負債水準が高く、金利上昇に敏感であると見られている公益企業や不動産投資信託（REIT）に対する投資家のセンチメントが悪化しています。

しかし、インフラ企業に対する現在のネガティブなセンチメントは、長期投資家にとって千載一遇のチャンスになっていると考えます。「より高く、より長く」の金利環境に対する懸念が市場のボラティリティを高くしているなか、社会にとって重要なインフラ資産の所有者や運営者である上場企業のバリュエーションが魅力的になっていると当社は考えています。

インフラは世界経済を成長させる基礎であり、世界の人々の日常的な活動を支えています。2023年になり、投資家による選好度は低下しましたが、インフラセクターの成長見通しは引き続き魅力的だと強く考えています。人口動態の変化、ユニバーサルな接続性（誰もがインターネットに接続できること）、都市化など、上場しているインフラ企業にとって有利な長期的構造要因が依然として非常に多く存在すると考えます。上場しているインフラ企業は、今後数十年にわたってトレンドの追い風を受けると見られる業態でありながら、現在のバリュエーションは低く、長期投資家にとって、追い風を活用できる戦略性の高い実物資産に投資する魅力的な投資機会が訪れていると考えます。



資源の枯渇から投資機会へ： 循環経済への投資

ビジュアル・プロヒト/エイミー・コールマン
インパクト投資・プライベートエクイティ
運用担当者

拡大する天然資源の需給ギャップ

世界の人口が2050年には97億人に達すると予想されており、食料、水、エネルギー、原材料に対する需要が急速に高まっています。気候変動、異常気象、生物多様性の損失という課題が複雑に絡み合っているなか、天然資源が不足しかねない事態に世界は直面しています。

「消費する責任と生産する責任」に早急に移行する必要性に鑑みると、現在の経済をそれに適応させるために仕組みを変革することが依然として重要です。国連の持続可能な開発目標（SDGs）の12のとおりに、リニアエコノミー（消費された資源をリサイクル・再利用することなく廃棄する経済）からサーキュラーエコノミー（循環経済）への転換は、資源の効率的な利用、廃棄物の削減、材料の再利用を意味します。このように、循環経済は、モノをリサイクルさせるだけでなく、製造から廃棄までの製品サイクル全体の概念を根本から変えるものです。

このような転換は、循環型サプライチェーンの構築を図る企業が必要としているインフラを提供する企業など、プライベート市場に投資する投資家にとって潜在的な投資機会につながる可能性があります。食品から繊維製品まで、循環経済における投資機会は、幅広いセクターと投資テーマのなかで見いだすことができると考えられます。

循環経済における投資事例

近年、大きな問題となっているのが、電気電子機器廃棄物（e-waste）の増加です。欧州だけでも毎年4.7トンもの廃棄物が発生しており、そのうちリサイクルされるのはわずか40%

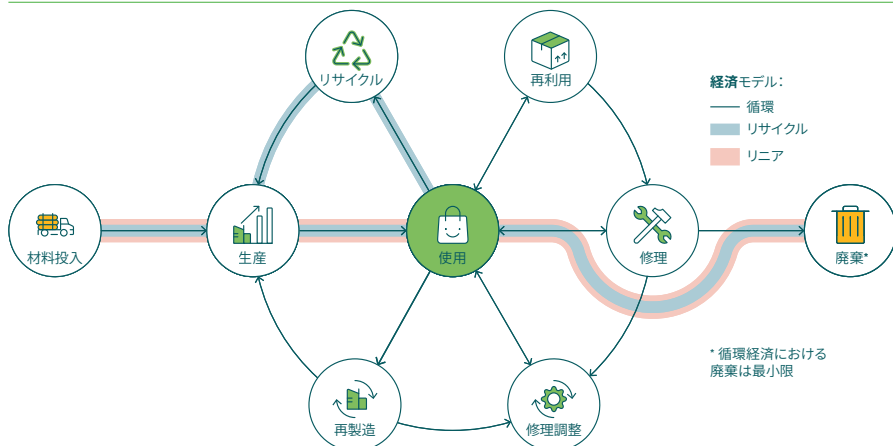


です²。循環経済移行への必要性を受けて、企業は電気電子機器の修理調整や再販に積極的に取り組んでおり、そのことは、製造工程におけるエネルギーと水の消費量とともに、必要とする原材料の量の削減にも寄与しています。

資源の使用量を削減する一方で再処理の規模を拡大し、ビジネスモデルを再構築することで、企業はコストの削減や、アジャイルなサプライチェーン（予期せぬ出来事に迅速かつ効率的に対応するサプライチェーン）の構築を通じて、増収や増益を果たすことができると考えられます³。最近の研究結果では、2030年までに循環型ビジネスモデルによる売上は2,650億ユーロに増加し、有形商品の市場の15%を獲得すると推定されています。

法制度の後押しと技術革新が加速していることを勘案すると、循環経済への移行は、長期投資家に魅力的なリターンを提供する潜在性を有する構造的な転換であると考えます。

図表9：循環経済—持続可能な未来への青写真



DXC Technology の資料から引用

アクティブ運用・ 銘柄選択と2024年

デーブ・フィッシュウィック
マクロ投資責任者

重要ポイント：

- 低コストのパッシブ運用商品の台頭、および世界金融危機以降のマクロ経済・市場環境は、アクティブ運用戦略を難しくしました。
- アクティブ運用が運用成績を上げる最適の環境は、資産クラスによって値動きが異なる場合であり、リターン格差が大きければ大きいほど運用成績を向上できる可能性が高くなります。
- 金融政策体制が変化したことにより、株式とクレジットのバリュエーションのばらつきを活用し、厳しい環境下で勝者となる企業を特定できるクティブ投資家に投資機会が訪れると考えます。

2008年に勃発した世界金融危機に続く10年間における環境は、世界的にインフレ率が低水準で安定していたこと、並びに主要国が類似した経済政策を採用していたことであり、「アクティブに運用する」必要性を問う時期でした。

アクティブ運用に対する疑問のきっかけとなったのは構造的な要因であり、金融技術の進歩により、指数に連動させることを目的にした低コストのパッシブ運用が台頭してきたことでした。当社が英国で初めてのユニットトラスト、並びに少額用の積立投資商品である「儉約プラン」を開発したことにより（それぞれ1931年と1954年）、一般の家庭でも分散投資が可能になったように、低コストのパッシブ運用が投資家のコスト削減に役立っており、投資家にとっては良い投資手段だと考えます。

一方この間、アクティブ運用の投資戦略がパッシブ運用の投資戦略を有意にアウトパフォームできなかったこともアクティブ運用に対する懐疑的な見方を強め、アクティブ運用を追求する価値があるかを疑問視する関係者も出てきました*。

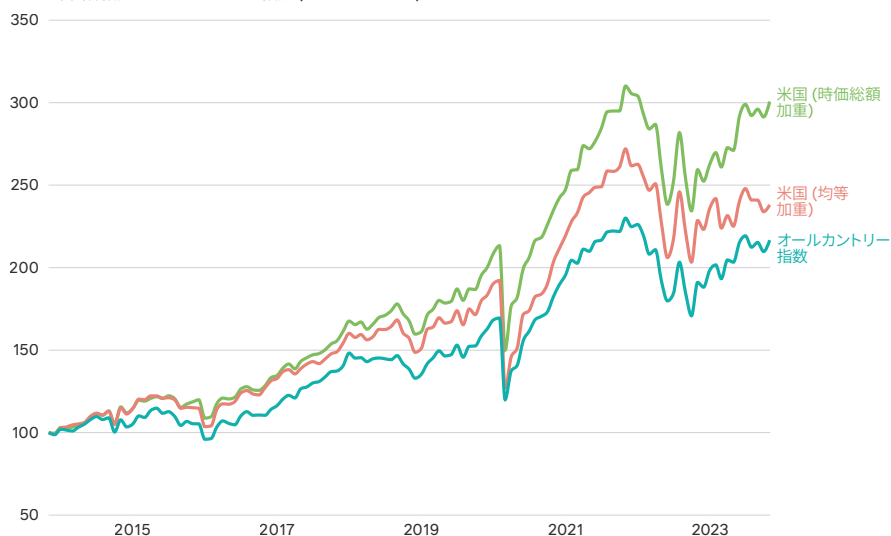
当社は、アクティブ投資家が果たす役割が重要であることを固く信じています。アクティブ投資家には、市場の効率性を高める重要な役割があるだけでなく、投資家に対して、手数料控除後で優れたリターンと共に、損失を最小限に抑える運用を提供する役割も担っています。

この10年をマクロ経済の視点から見ると、投資家にとってアクティブ運用が提供する価値が一般的にそれほど高くなかった理由が分かります。同時に、2024年以降にアクティブ運用が果たせる役割が存在することを示唆していると考えます。

図表10：米国株に席卷された10年

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。

MSCI 米国株指数とオールカントリー指数（トータルリターン）



2013年11月16日を100として指数化
出所：LSEG Datastream, 2023年11月

市場とマクロ経済の環境

パッシブ運用の商品が台頭してきたのは構造的な理由ですが、パッシブ運用商品とアクティブ運用商品のリターンの差異は、世界金融危機以降の金融環境を反映したものだと考えます。

株式市場に関しては、この10年間、世界の株価指数のなかで時価総額が最大の国（米国）がそれ以外の国をアウトパフォームし、そのなかでも、（テクノロジーセクターに属する）超大型の数銘柄が（分散された）株式指数をアウトパフォームしました。

増益基調にあったことはその大きな要因でしたが、資金調達コストが低かったことも一因であり、企業が新たなプロジェクトに投資することや、競合他社を買収することを容易にしました。このような環境では、グローバル株式を運用するアクティブ運用会社が、ただでさえ時価総額が大きい特定銘柄の比率が高い指数（パッシブ運用会社がベンチマークにする指数）よりさらに銘柄を集中させるリスクを取る覚悟がないかぎり、付加価値を高めることは極めて困難です。

同時期にクレジット市場では、超低金利環境と政府による直接的な支援策が奏功し、2000年代初頭から平均デフォルト率が一段と低下しました。このことは、アクティブ運用会社が脆弱な企業を特定し投資対象外とすることで付加価値を高めることを難しくしました。

*確かに、投資家全体を見た場合、パッシブ運用をアウトパフォームすることはできないと考えていますが、M&Gのようなアクティブ運用の専門家は、市場に参加している投資家のごく一部でしかありません。投資家のなかには、個人だけでなく、アクティブ投資家としてカウントすべきでない、さまざまなタイプの投資家が存在します。そのなかには、自社の株式を保有する社員（テクノロジー企業では投資額が大きくなることもある）、異なったベンチマークで運用する投資家、ソブリン ウェルス ファンドや年金基金を含めた機関投資家が含まれます。

マルチアセット投資戦略とマクロ投資戦略では、債券と「成長」資産のほぼすべての資産クラスが、低金利が継続した環境に支えられ、プラスのリターンを獲得できました。その結果、この期間の大半においては、ある資産クラスをアンダーウェイトし、他の資産クラスをオーバーウェイトすることによるリターンへの影響は限定的でした。この環境は、市場のストレスが非常に高まったときでさえ、債券と株式の相関を強くしました。

最後に、先進国の多くが類似した金融政策を採用したことで、1970年代～1990年代とは違って為替レートが大きく変動することはなく、このことは、海外に投資する投資家にとっても、為替リスクが小さく、投資機会があったことを意味します。

今後の展望：新たな金融政策体制？

パンデミックとその後遺症が、アクティブ運用を難しくした金融政策をどの程度変化させるかはまだ分かりません。本稿の前半部分において、今後の金利動向についてのリービスによる解説をご参照ください。

人によって見方が異なることもあるでしょうが、アクティブ運用が運用成績を上げる最適の環境は、資産クラスによって値動きが異なる場合であり、リターン格差が大きければ大きいほど運用成績を向上させる可能性が高くなります。市場環境が変化するときこのような環境になりがちです。そのときは「不確実性」も高まります。

金利低下・低金利の継続とインフレとの間の相関が強い状況が長い間続きましたが、この数年間における金融政策の変更は、アクティブ運用に潜在的な投資機会をもたらしていると考えます。

- どの企業がこれからの世界で勝者になるかについての投資家間の見解に統一感がなくなったため、株式とクレジットのバリュエーションのはらつきが投資家間で大きくなり、結果的に正解者が獲得するリターンが大きくなる傾向が強まりました。
- キャッシュと確実なインカム収入源を確保していることは、現在においても今後においても多くの投資家にとって賢明な選択肢であると考えられ、アクティブ運用の担当者が、他の資産クラスのバリュエーションが割高と判断した場合、資金を配分する先として機能すると考えられます。
- 資本コストの上昇や労働力の増加など、企業にとっての環境が厳しくなる可能性があり、勝者となる企業を特定し、デフォルトする社債やローンに投資しない能力を備えることがより重要になります。
- 指数をベンチマークとするパッシブ運用は、銘柄としてはテクノロジーなど少数の企業、国としては米国のように、集中度が高くなる傾向があるため、分散投資効果が低くなる傾向があります。

ここで述べたテーマは長期のものであり、12か月後に結論が出るようなものではなく、はるかに長い期間にわたってインパクトをもたらすものと考えます。しかし、パンデミックとその後遺症が露わにしたように、短期的なショック要因によって環境が大きく変化することもあります。



本章は、M&Gのアクティブ運用の担当者が、ボラティリティの高い市場（アジア株式）、バリュエーションにばらつきがあり「負け組」を回避することでリターンを高めることが期待できる市場（クレジット）、「細部まで注意を払う」必要性について（プライベートクレジット）を解説します。

アジア株式

投資センチメントの落ち込みと市場のボラティリティは、アクティブ投資家にとって、アジアにおける割安企業を見極める魅力的な投資機会につながる可能性があるとしてデーブ・ペレットは考えます。

クレジット選択

アクティブにクレジットを分析することにより、バリュエーションのばらつきを活用して市場全体に点在するミスパイスを特定できるとリチャード・ライアンは考えます。

プライベートクレジット

拡大しているプライベートクレジット市場における投資機会を捉えるためには、慎重かつ厳格なアプローチは極めて重要であるとアラミデ・オグンラナは考えます。

底堅く成長するアジアにおけるアクティブ運用

デーブ・ペレット

アジア太平洋地域株式 運用共同責任者

2023年はアジア株式投資にとって厳しい年でした。投資家のセンチメントは、FRBが利上げを継続したことおよび米ドル高が影響して抑制されました。アジア最大の経済規模をもつ中国に関しては、経済成長率の鈍化や経済の大きな部分を占める不動産セクターに対する懸念が投資家の信頼感を低下させています。

中国への投資にはリスクが伴い、同国のマクロ経済面に対する懸念によって株式市場は不安定になっています。ただ、裏を返せば、規律正しいボトムアップの投資家に興味深い投資機会が生じる可能性があることを意味します。

不透明感が漂い、投資センチメントが落ち込んでいるときは、銘柄にかかわらず株式市場全体が売り込まれることが多いのですが、このことは、銘柄選択に長けた投資家が割安な企業を見いだすには最適な環境であるとも言えます。現在、中国の将来や広範な経済見通しには悲観的な見方が多いのですが、アクティブ運用の投資家にとって、中国のみならずアジア全域に存在する優良企業を非常に魅力的なバリュエーションで発掘できる好機が訪れていると考えます。

多くの投資家は、目先の不確実性や景気後退による企業収益の悪化に対する懸念ばかりに目を奪われがちであり、構造的な追い風を強力に受け、株主リターンを高めることに努めている企業が備える長期的な見通しを見落としがちになっていると考えられます。例えば、中国における自社株買いが急速に増加しており、また、配当利回りもこの数年で最も高い水準に上昇しています。

アジア全体を見渡しても、各国がクリーンエネルギーへのシフトを図っているなかで、厳格な環境基準への対応を迫られている船舶所有企業からの新造船需要が期待できる造船企業から、再生可能エネルギーや電気自動車といった環境に優しい技術を有する革新的な企業まで、さまざまな投資機会が存在すると見ています。



さらに、当社のようなアクティブ投資家は、敬意を持って企業とエンゲージすることで（「付加価値を与える株主」と呼んでいます）、コーポレートガバナンスの改善、株主への還元、サステナビリティ活動の向上のどれであろうと、投資先企業に大きな価値を提供できると考えています。

「付加価値を与える株主」は、当社がアジアの投資家にとって重要性の高い新たな付加価値になると考えています。まとめますと、現在世界が直面しているあらゆる不確実性のなかで、当社のようなボトムアップを重視する投資家にとって、今日のアジアは胸を躍らせるような長期投資の好機を多く提供している市場だと感じています。

クレジット選択による投資機会

リチャード・ライアン

クレジット運用 シニア ポートフォリオ マネジャー

マクロ経済における不確実性と市場における潜在的なボラティリティを勘案すると、投資するにあたっては、用心を持って、忍耐強く、分散投資を行うことが不可欠であると考えます。一方、アクティブに運用する債券投資家として、本質的な価値に基づきリサーチを重視したクレジットを選択することが、お客様に長期的なアウトパフォームをもたらすと強く思っています。

リターンにばらつきが生じるのはクレジット市場がもつ構造的な特性です。アクティブなクレジット運用では、企業に対する与信リスクを厳格に評価するために、雑音を除去したうえで、以下の2つの簡単な質問に自問自答します。①この企業に融資した場合、返済されると確信できるか、②融資に伴うリスクに見合う十分なリターンが得られるか、です。このリスク評価を基に、高いリサーチ能力を駆使することで、今日の市場では必ずしも誰もが有しているわけでない洞察力を持つことができます。

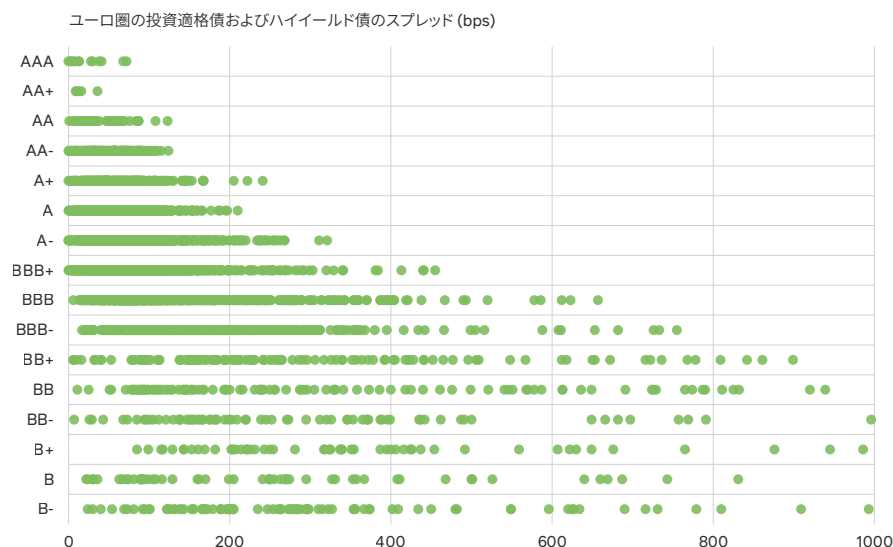
付加価値を獲得する方法として、相対的価値とファンダメンタルな価値という2種類の投資機会があると当社は考えます。相対的価値の投資機会とは、個別企業のクレジットに関する当社のアナリストの見解(当社独自の内部格付を利用)が格付機関による格付と基本的に一致しているが、市場価格(相対的評価)とは一致しない場合を指します。同格付の債券でも市場価格に大きなばらつきが存在するのは構造的なもので、投資サイクルを通じて常に存在するため、当社の内部格付が市場価格と乖離している売買の機会は数多くあります。



ファンダメンタルな価値の投資機会とは、当社のアナリストの内部格付が格付機関による格付と大きく異なる場合です。このような事例はそれほど多く存在するわけではありませんが、重要な意味をもつ場合があります。例えば、格付機関が格下げする以前に与信の悪化を発見することで投資元本の毀損を未然に防げることや、与信が良化する企業を早期に発見することでアウトパフォームする機会を発見できることです。

このように、本質的な価値と市場価格に差が生じているという投資機会を活用するには入念な分析が必要であり、銘柄を厳選するという当社の運用方針は、大規模で経験豊富なクレジットリサーチ チームが持つ専門知識があるからこそ可能になっています。より深く掘り下げ、緻密なリサーチを行うことで、市場全体に点在する魅力的な機会を見いだすことができると考えています。

図表11: 投資サイクルを通じてスプレッドのはらつきは存在する



出所: M&G、ICE BofA Euro Corporate指数 (ER00)、Non-Financial High Yield Constrained指数 (HEAD)、S&P・ムーディーズ・フィッチの平均格付、2023年11月30日現在

成長するプライベートクレジット市場における投資

アラミデ・オグンラナ

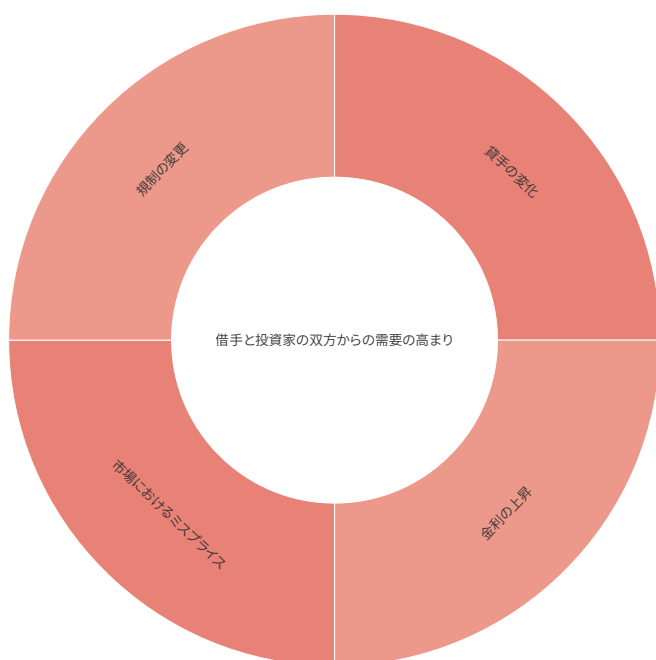
投資ディレクター プライベートクレジット

近年になってプライベートクレジット市場が拡大していますが、今後もこの拡大のペースを維持しそうです。Preqinの予想によると、2020年にプライベートデットに配分されていた金額は8,750億米ドルでしたが、2027年末までには2兆3,000億米ドルに達し、オルタナティブ資産全体を上回るペースで増加するとしています。

プライベートクレジットが拡大している主因は、銀行が商業ローン事業を縮小させていることです。規制強化や厳格化する自己資本比率規制に対応するため、欧州の銀行を中心に融資業務そのものを縮小させています。その結果、銀行以外の貸手がその穴埋めとして、従来は銀行から融資を受けていた企業に資金を供与する投資機会が生まれました。

プライベートクレジットは、上場証券より高いインカム収入が期待できるのみならず、資本構成の最上位に位置するシニアローンであることによる高い債権保全力が投資家を惹きつけてきました。また、他の資産クラスとの相関が非常に低いことによる分散効果や、ボラティリティが低いことが期待できることも、プライベートクレジットに対する関心を高めています。

図表12: プライベートクレジット投資にとっての追い風要因



2024年を展望すると、「より高く、より長く」の金利環境と景気減速は、脆弱な企業にとって厳しい環境であり、デフォルトの増加を招く可能性が高いと考えられます。この状況は、融資業務と借手の選択に対する慎重かつ厳格なアプローチの重要性を浮き彫りにしていると考えます。

プライベートクレジット投資がもつ利点のひとつとして、貸手が借手のオーナーと密接な関係を構築できることが挙げられます。関係を構築することは、借手の事業を深く理解することを可能にし、中小企業への融資リスクを評価する際に、より細かな資金ニーズを把握できる可能性が高くなります。また、特に環境・社会・ガバナンス (ESG) 要素に関して、より正確なモニタリング、透明性の高い開示、さらには影響を与えることが期待できます。

プライベートクレジット案件の組成、分析、投資戦略の管理に特化した専門家チームを世界中に配置し、ファンダメンタルズを重視する経験豊富なアクティブ投資家として、当社はエキサイティングで成長著しいプライベートクレジットの投資の好機を捉えることができる体制が整っていると強く考えています。



本資料はプロの投資家向けです。受領者以外の方は本資料の情報に依拠できませんので、再配布はご遠慮ください。

本資料は、現在の市場動向におけるM&Gの見解を述べたものです。これらの見解は今後、予告なしに変更される可能性があり、有効であると実証されない可能性のある前提条件が含まれています。本資料の配布は、いかなる有価証券の売買の推奨や勧誘には該当せず、投資助言又は投資運用サービスの提供を行うものでもありません。本資料は、いかなる場合においても、いかなる有価証券の宣伝、公募、又は取得の申し込みの勧誘と解されるものではありません。本資料は情報提供と教育的目的のみのために作成したものであり、投資に関する助言・将来予想の提供・パフォーマンスの保証、又は特定の有価証券・投資戦略・投資商品の推奨を行うものではありません。本資料において言及される個別ファンド又は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。本資料が提供する情報は、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、独自の検証は行われておらず、M&Gは、情報の正確性、完全性及び信頼性について保証せず、その責任を負いません。将来の見解、見通し、予測及び将来予想に関する記述は、現時点において入手可能な情報に基づいたものです。したがって、それらは既知及び未知のリスクと不確実性を伴う前提に基づいており本質的に推測的なものです。実際の結果、パフォーマンス又は事象が、本資料において明示的又は黙示的に示された記載事項と大きく異なることがあります。あらゆる投資はリスクを伴います。当該投資はすべての投資家に適切であるとは限りません。

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とはいかなる関係也没有。本資料は 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。DEC 23 / W1105701

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