

December
2021

2022年 市場見通し 気候変動の中での投資機会

投資家は、パンデミックやインフレ、政策や ESG に関する事など、さまざまな面で急な変化に直面しています。2022年の投資見通しでは、この気候変動の中でどこに投資機会があるのかをご紹介します。

2022年の経済と市場を動かすものは何でしょうか？

金融・財政政策の方向性やインフレの進行、さらには中国の政策転換が世界の成長に与える影響などがあります。このような変化の中で、私たちは、変化を促進し、その恩恵を享受する地域、セクター、銘柄の投資機会を探しています。

■ 当資料は、「投資見通し」に関する情報の提供を目的として、パインブリッジ・インベストメンツが作成した情報提供用資料です。金融商品取引法に基づく開示書類ではありませんし、特定の有価証券の売買、ファンド、商品を勧誘、推奨するものではありません。

■ 当資料は、信頼できると考えられる情報に基づいて作成しておりますが、情報の正確性・完全性について当社が責任を負うものではありません。当資料中の記載事項、数値、図表等は、当資料作成日時点のものであり、市場の環境やその他の状況によって予告なく変更することがあります。なお、当資料中のいかなる記載事項も、将来の投資機会または運用成果を示唆あるいは保証するものではありません。



2022 年
経済見通し

マクロ主導型市場への回帰のための 着陸コース（運用戦略）

著者：
Markus Schomer, CFA
チーフ・エコノミスト



2022 年は、成長が長期的な基本トレンドに回帰する転換期であると考えています。しかし、一過性とは言い難くなっている世界的なインフレの急上昇によって、金融政策や場合によっては財政政策の支援が早々に打ち切られる恐れがあります。

2022 年の金融市場の見通しを判断する上で、成長率の数値よりも、気候変動対策や政策の転換など、より広範なテーマを理解する方が重要である理由をご説明します。

- ✓ 2022 年の経済成長を評価する際には、金融市場の見通しを評価する際の大きなテーマを理解することの方がその数値自体よりも重要と考えています。とは言え、国際通貨基金（IMF）は、2022 年の世界の成長率を 4.9%、2023 年を 3.7%と予測しており、いずれも長期的な平均値を上回るとしています。
- ✓ 2022 年は、成長率が長期的なトレンドに回帰する転換期であると考えています。しかし、一過性とは言い難くなっている世界的なインフレの急上昇によって、金融政策や場合によっては財政政策の支援が早々に打ち切られる恐れがあり、話を複雑にしています。
- ✓ 当社の基本シナリオでは、インフレの原因である需要と供給の不均衡のほとんどが 2022 年前半に解消されと考えています。しかし、サプライチェーンの混乱が緩和されて最終的にインフレ率が低下したとしても、中央銀行は引き締め政策に転じるまで長く待つのか、それとも物価安定のために早めに引き締め政策に踏み込む必要があるのかを判断しなければならないと考えます。
- ✓ 新型コロナウイルスの影響は、2022 年の世界経済をも左右すると考えます。新型コロナウイルスのワクチンや治療体制が充実してきたことや、経済や国境が再び開放されることで、経済への影響は軽減されてはいるものの、まだ無くなった訳ではありません。経済再開によるポジティブな影響はほとんど出尽くし切たと見られますが、それでも今後の成長の追い風になります。
- ✓ 気候変動が経済見通しにも影響しつつあり、地球温暖化を 1.5℃以下に抑えるという公約に沿って、生産や消費の習慣を変えるためには莫大な費用が必要となります。

2022 年に向けて、世界経済がどのようになっているかを想定する際に、これまでの新型コロナウイルスによるパンデミックの影響から目を離すことはできません。ヨーロッパでは感染が再び拡大し始めており、北半球の冬には再び深刻な感染拡大の波がやってくる可能性があります。しかし、効果的なワクチンが入手できるようになったことで、広範な経済への潜在的な影響は 1 年前と比べて変化しています。パンデミックから真に立ち直るために十分な予防接種率はまだ達成されておらず、持続的な免疫を得るためにはブースター接種が必要になる可能性が高いと思われます。しかし、今回の感染の波は、2020 年に比べて入院患者数ははるかに少なく、死亡者数も更に少なくなっています。そのため、2022 年の経済見通しの主な要因としてパンデミックが完全に消えたわけではありませんが、その重要性は大きく後退しています。

新型コロナウイルス感染拡大を阻止するために広範なロックダウンを行ったことで健康被害が経済にも影響しました。それが、2020 年の景気後退と、その後の年末年始にかけてのユーロ圏や 2021 年前半のインドなど、世界各地での経済収縮の原因となりました。しかし、今夏以降、政府の行動は、より経済活動をオープンに、より封じ込めを減らす方向に向かっていきます。経済再開によるプラスの影響はすでにほとんど出尽くしていると思われるのですが、外国人観光客の米国への入国許可など、経済活動に対する制約が更に緩和されることで、近い将来、成長に更なる追い風が吹くと思います。

また、先進国と新興国の景気回復のトレンドが一致していることも、コロナ禍からの景気回復の進展にプラスの影響を与えています。2021年のほとんどの期間、世界経済の回復は先進国に大きく依存しており、新興国の回復は停滞していました。その理由の一つは、多くの新興国でパンデミックが再燃したことに関係しています。もう1つの理由は、通常、コモディティ生産国の経済を後押しする中国において十分な景気刺激策が行われなかったことです。しかし、中国経済は他の多くの国ほど大きな打撃を受けず、2020年の夏には完全に回復しました。今回の景気回復では、米国が大規模な財政支出を行って景気を刺激しています。そして、その刺激策の結果、記録的な貿易赤字という形で、世界の他の国々の成長を押し上げています。即ち、現在は米国主導の世界的な景気回復となっています。

供給の制約と持続的なインフレが中央銀行への圧力を高める

ワクチンや治療体制が充実してきたことで、パンデミックに関する大きなニュースは、当面の健康への影響から、あらゆる場所で価格を上昇させている深刻なサプライチェーンの混乱へと移りつつあります。2022年に向けての大きな課題の一つは、需給の不均衡がいつまで続くかということです。当社の基本シナリオでは、これらの問題のほとんどが2022年前半には解決されると想定しています。混乱の原因は、工場の操業停止やコロナウイルスに関連した労働力不足など、大部分がパンデミック関連の影響によるものです。世界のGDPが景気後退前の水準に戻ったばかりであることから、インフレの急進は総需要の問題ではないと考えられます。パンデミック関連の制約だけでなく、失業手当を廃止する国が増えていることから、年明けにはサプライチェーンや労働力供給の混乱が緩和されていくはずですが、

サプライチェーンの混乱が緩和されれば、最終的にはインフレ率の低下にもつながるはずですが、2022年のもう一つの重要な問題は、中央銀行がそこまで待てるかどうか、あるいは物価安定義務に対する中央銀行の信頼性を守るために介入する必要があるかどうかです。新興国市場の中央銀行は、すでに引き締め政策に転じています。GDP加重平均での新興国の政策金利は、2020年半ば以降、1%近く上昇しています。いくつかの先進国の中央銀行も利上げを行いました。2022年は、すべての注目が連邦準備制度理事会（FRB）に集まります。私達は、多くの評論家が予想しているよりも早期に利上げが行われるリスクがあると見ています。この見通しが複雑になっているのは、バイデン大統領がパウエル議長を再任しないことを決定し、2022年初頭にFRBのリーダーが交代する可能性があるためです。しかし、誰がリーダーになるかにかかわらず、FRBは1990年代後半以来の厳しいインフレの課題に直面することになります。

また、FRB同様に欧州中央銀行（ECB）もまた、来年3月に期限切れとなる月700億ユーロのパンデミック緊急購入プログラム（PEPP）の早期の縮小（テーパリング）決定に直面しています。ECBの現在の計画では、FRBのようにゼロに向かうのではなく、PEPPが単に終了し、資産購入総額が現在の月平均900億ユーロから急減しわずか200億ユーロとなりそうです。更に悪いことに、ECBの柔軟な資産購入の柔軟性が失われ、利回りの乖離に対してスミージングを行うことができなくなります。つまり、米国と同様に、金融市場は大幅な金融政策の支援がなくても生きていけるようにならなければならないのです。

インフレ率は、欧州やアジアでは米国ほど急上昇していませんが、日本と中国という顕著な例外を除いて、ほぼすべての地域で目標値を上回っています。つまり、まだ利上げを開始していないほとんどの中央銀行は、現在、FRBやECBが直面しているのと同じく中央銀行としての信頼性の問題に対処しなければならないということです。

インフレがさらに長引くと、景気回復策や景気刺激策からの撤退によって金融政策の正常化へと移行する可能性があります。財政政策は来年も緩和的であり続けると考えます。米国では1.2兆ドルの景気刺激策が実施されたばかりですが、更に多くの景気刺激策が検討されています。EUの復興支援策による資金はまだ分配されておらず、EUは2022年末まで財政赤字規制を停止することを決

定しているため、欧州では早期の財政引き締めは避けられるでしょう。また、日本の新政権はすでに、パンデミックから経済を立ち直らせるために、より多くの財政支出を求めています。

2022 年の成長率を測るには、数値よりもトレンドの方が意味を持つ

2022 年の成長率の予測に関して、数値はあまり有用でなく、金融市場の見通しを判断するには大きなテーマを正しく理解することが重要だと、私達は考えています。そうは言っても、2022 年の成長率は引き続き素晴らしいものになるでしょう。IMF は、2022 年の世界の成長率を 4.9%、2023 年を 3.7%と予測しており、いずれも長期的な平均値を上回っています。これは基本的に、パンデミック前の安定した成長トレンドに回帰するためのソフトランディングと考えられます。

この基本シナリオを否定するものではありませんが、この予測の幅は広く、重要なのは、金融政策と 2023 年の財政政策が刺激的ではなくなるという見通しから、見通しのリスクが下向きに偏っていることです。上向きのサプライズは何かというと、原油価格の急落や、中国の景気回復に対する消極的なスタンスからの急変などが考えられます。ただ、いずれも可能性は低いと思われます。

これまでの見通しでは、政策の優先順位が急変する要因として、政治に注目してきました。2021 年に行われたドイツと日本の選挙は、かなり市場寄りの結果に終わりました。2022 年にはイタリアとフランスの大統領選挙が予定されています。もし欧州の現状が大きく変わらなければ、安定した期間が長く続くことになり、リーダー達は経済統合の更なる深化を推進することができるかもしれません。

欧州の次の大きな課題は、より包括的な財政統合です。2020 年次世代 EU (The 2020 Next Generation E U) において、EU 傘下での初めての共同債券の発行に合意しました。資金調達の権限を加盟国から恒久的に移譲することを確立すれば、EU 財政赤字規制の復活による潜在的な悪影響を克服し、気候変動関連の資金調達ニーズにも応えることができます。

2022 年のもう一つの重要な政治イベントは、11 月の米国の中間選挙です。バイデン大統領の支持率は急速に低下しており、世論調査では、民主党は現在有している 2 つの議会の過半数のうち、少なくとも 1 つを失うことが示唆されています。もしそうなれば、米国の財政政策は突然の停止に直面し、2023 年には急激なマイナス成長のショックを受ける可能性があります。

アジェンダを左右する気候変動

全ての経済見通しに共通しているテーマは、気候変動の影響の増大です。気候変動に関連した気象現象や環境悪化による被害は、もはや予測不能なショックではなく、予測可能なものになってきており、経済モデルに組み込むことができるようになってきました。

一方で、パリ協定に従って地球温暖化を 1.5℃以下に抑えるための財政的なコミットメントが増えることで、生産や消費の習慣を変えるための莫大な投資が必要になります。国際エネルギー機関 (IEA) の試算によると、エネルギー分野だけでも、投資額は現在の年間 2 兆ドルから 2030 年には 5 兆ドルに増加し、2050 年まで継続しなければなりません。これは、この分野で事業を展開する企業にとって、多くの新しいビジネスの可能性を意味します。しかし、それは同時に資金需要を増加させ、今後数年間は優先的にこの問題の対応に投資資金を配分しなくてはならなくなるでしょう。

マクロ主導の市場への回帰

2022 年は、成長が長期的な基本トレンドに回帰する転換期であると考えています。しかし、一過性とは言い難くなってきている世界的なインフレの急上昇によって、金融政策や場合によっては財政政策の支援が早々に打ち切られる恐れがあり、話を複雑にしています。インフレ圧力を軽減し、停滞していた成長をある程度回復させるためには、2022 年の早い段階でサプライチェーンの混乱が解消されるかどうか大きく左右されます。その場合、市場のリターンの原動力として、政策主導の金融市場から、マクロファンダメンタルズ主導の市場へと移行することになります。



2022 年
マルチアセット見通し

大きな変化の中で、波に乗る時が来た

著者：
Michael J. Kelly, CFA
マルチアセット部門グローバル・ヘッド



- ✓ 中国は 2022 年の最大のワイルドカード（予測不能な要因）であり、「共同富裕」の推進とそれに伴う政策の軌道修正による経済的影響は、世界経済の多くに波及し、世界の成長を鈍らせ、デysinフレを引き起こす可能性があります。後者は、欧米でインフレが高止まりしていることを考えると、好感されないものではないかもしれません。
- ✓ 先進国の株式市場では、2022 年を通して、厳選されたシクリカル銘柄と高格付け銘柄は、成長の鈍化と堅調な価格環境から恩恵を受ける可能性があります。しかし、「債券的」なディフェンシブ銘柄は明らかにアンダーパフォーマーとなるでしょう。日本は、新型コロナウイルスのワクチン接種率が高く、特に半導体チップメーカーが自動車セクターへの供給を増加させることにより、経済活動の再開と回復が見込まれることから、新たなシクリカル銘柄市場として注目されています。
- ✓ 中国 A 株は、新しい産業がまだ再規制されておらず、他の産業の規制強化が財務に十分に反映されていないことから、限定的ではあるものの、厳選すれば投資機会は十分にあると考えています。
- ✓ オルタナティブ投資では、不動産が大きく二分されており、仕事や生活スタイルの基盤が変化していく中で、「従来型のコア」と呼ばれる不動産の一部は衰退しており、選択的な投資が重要と考えます。
- ✓ 先進国の国債などの無リスク債券は大きな課題に直面しており、資産保全型のアロケーションにおいて、先進国のコア型投資適格債券から、絶対リターン型のマルチ戦略ヘッジファンドやマルチアセット商品のような流動性の高いオルタナティブ商品へシェアが移ることが予想されます。

2020 年のパンデミック、その後の供給ボトルネック、2021 年の中国の政策転換を受けて、投資家は 2022 年に何らかの形で正常な状態に戻ることを期待しているかもしれません。しかし、混乱は消滅するというよりも拡散していく可能性が高く、2022 年に入り資産市場は波にもまれることになるでしょう。

供給制限の急速な緩和によってコア・インフレ率が 2%に戻る可能性は低く、2022 年の大きな変化としては、目に見える形で過剰な金融の手が徐々に引いていくことでしょう。多くの人々は、過去 10 年間のそうした試みを思い出して首をかしげるかもしれませんが、金融危機後の時期は脆弱で、民間部門のデレバレッジが進むと同時に、政府は財政刺激策を講じる代わりに、実際には財政的歯止めをかけ、拡大を抑制していました。このような誤った政策が脆弱の背景となり、金融政策担当者は自らの過剰な政策で相殺しようとしてきました。インフレについては未だ目標値を上回ったままですが、これは過剰流動性が、デレバレッジを試みている世界で経済的な受け皿を見つけれなかったためであり、代わりに金融市場に流れ込んだということが言えます。

しかし、このような脆弱な背景はもうありません。格差の拡大と気候変動の影響で、状況は一変しました。財政政策はもはや足を引っ張ることはなく、これが中国以外の地域で成長が堅調に見える理由の一つです。消費者はデレバレッジを必要とせず、強力なバランスシートを持っています。ブレイクスルー・エナジー（ビル・ゲイツが設立した気候変動対策の新技术を促進するベンチャー企業）は、気候変動に打ち勝つためには、今後 10 年間で 50 兆ドルが必要だと考えています。もしそうだとすれば、これは歴史上最大の設備投資更新サイクルとなり、今日の世界的な貯蓄過剰を元に戻すにはこれ以上の方法はないでしょう。

世界金融危機（GFC）後の 10 年間、企業投資が促進されなかったことは大違いです。気候変動を解決するために政府が注目される一方で、投資家の関心が高まっていることも見逃せません。現在、脱炭素化のための具体的な計画とスケジュール策定から想定される資産規模は 130 兆ドルに相当します。

過剰流動性は、この新しい背景の中で需要を押し上げる役目があると同時に、その実現を制約している供給面の問題もあり、この 2 つのバランスの悪さが今日のインフレのオーバーシュートの原因となっています。だからこそ、異なる時代に導入された政策から一歩退く意思と能力が金融政策担当者にあるかどうかを再考する必要があります。もちろん、これは投資環境に大きな変化をもたらします。確かに、

経済成長の加速は、債券以外のキャッシュフローの増加を予見させるものです。しかし、市場においてはキャッシュフローだけでなく、割引率も考慮する必要があります。割引率は、（世界的な貯蓄過剰をもたらした）負債、人口動態、テクノロジーだけでなく、財政面での足枷を補うために、名目 GDP 成長率をはるかに上回る速度で先進国の中央銀行のバランスシートが急増したことによっても低下しています。

しかし、この市場の全体像は反転しつつあります。少なくとも 2022 年前半は、減速するとは言え、キャッシュフローのプラス成長と金融緩和の縮小、そしてそれがキャップレートに与える影響との間でらみ合いが続き、一進一退ながらも横ばい状態が続くと見えています。

インフレ率は上昇傾向に

私たちは、3～5 年先のインフレ率を懸念しがちですが、現在起こっていることを無視することはできません。4～5%のインフレが一過性のものから継続的なものに変化すれば、金融資産は下落するでしょう。当社のベースシナリオではありませんが、このリスクは高まり続けています。新年に向けて注目されるインフレ傾向には、サプライチェーンのボトルネックの拡大、エネルギー不足の深刻化、先進国の中央銀行が初期の供給圧力が弱まるのをじっと待つことによる賃金価格のスパイラルなどがあります。

当初は管理可能な供給面でのボトルネックであったものが、財政・金融政策によって需要が増加したことで悪化しました。このため、リバランスが大幅に遅れ、制約が他の分野にまで及んでいます。特に、多くの労働者が、より有利な条件でなければ戻ってこようとしないうえ、労働力不足が生じています。賃金圧力は、インフレ圧力を超えないまでも、それに追従する必要性が高まっています。

同時に、長らく続いてきたマイナス金利により、当初は在宅勤務者の移動によって促された住宅価格の上昇が、現在では住宅ローンの金利を上回ることが予想されています。これにより、住宅の再レバレッジが進み、所得の伸びに比べて住宅価格が上昇するという現象が起きています。その結果、家賃の上昇がより永続的な形でインフレの要因となり始めています。

一方、エネルギー価格の上昇は、コモディティにおける「物価高の解決策は物価高」という格言を覆すものです。シェールガスへの投資に 10 年以上も資金を費やしてきましたが、今回の価格上昇に対して投資が増加し、供給が増加するなどの反応が見られずより慎重なスタンスに変わっています。環境問題に積極的な株主からの圧力により、大手石油会社は新エネルギー源以外への投資を控えています。新エネルギー源は、新型コロナウイルスによる経済活動の停滞からの再開とそれに伴うエネルギー需要の増加に追いつくほど、迅速かつ確実には稼働していません。

OPEC（石油輸出国機構）では、脱炭素社会に向けた取り組みの中で、長らく実現していなかった需要のピークが到来すると見ており、ここからの供給量の増加は期待できません。以前の合意により抑制されている生産量が市場に還元されることで、原油が 85 ドルを大きく上回ることはないでしょう。OPEC は 100 ドルの原油価格が市場を脅かしていたことを思い出すでしょう。過去 18 ヶ月間で原油価格が 20 ドル台から 4 倍になった影響が他の製品やサービスの価格にまで及んでいるところです。

つまり、インフレ要因はまだ広がっているということです。1 年前、私たちは、たとえインフレが一過性のものであったとしても、インフレが続く可能性があること書きましたが、この環境は今も変わりません。第二次世界大戦後のように、戦時中に不足していた物資が、経済状況の均衡化によって回復したような時代が来るのは、2023 年まで待つ必要があるかもしれません。

それまでは、新技術と破壊の時代が、企業の投資を活発化させるはずで、新規設備投資ではなく、ボトルネックを解消して処理能力を向上させ、今日のスタグフレーション的な課題に対応するために供給を増やすことが目的です。

ブレーキをかけるわけではありませんが、2022 年に向けて、先進国の中央銀行は徐々にアクセルから足を離すことを余儀なくされるでしょう。財政政策の足枷は過去のものとなり、漸進的な財政措置が今や最後の手段となっています。全体的に見て、特に米国と欧州では、今後数年間でリフレに向けたレジームシフトが進んでいると確信しています。2022 年が進むにつれて、具体的な兆候が明らかになってくるはずで、

中国の「気候変動」について

中国は、2022 年の最大のワイルドカードです。過去 40 年間、成長と貧困削減の目標を達成してきた中国の政策立案者たちは、大きな戦略の転換を図っています。鄧小平の自由市場主義と毛沢東の計画経済の中間的な政策への転換は、習主席の任期中の特徴でしたが、2021 年には、資本主義の行き過ぎを抑制し中産階級の拡大を目指す「共同富裕」の推進により、大きく前進しました。

中産階級の増加は、政治体制の安定や経済的成功と関連していることが多いのですが、今回の推進策は、中央集権的な支配がはるかに強いことも特徴です。計画経済に戻るとは考えていませんが、2021 年の規制強化が民間企業の自信と投資意欲に与える影響を注視する必要があります。中国の民間部門の再投資は、2014 年の中央集権的な行動による急激な供給サイドの削減以降、また 2018 年のシャドーバンキング改革による中国国内の資本の流れの中央集権化以降、縮小しています。中国の民間部門が投資に消極的なままでは、他国を上回る高成長を維持することはできません。

2021 年の急激な規制変更は、中国の蓄積された富の代表格であり、成長率の 25%以上を占める、これまで手がつけられなかった不動産セクターにまで及びました。このセクターは、国民の莫大な貯蓄をため込み、富だけでなく学校制度を通じても格差を拡大し、定着させてきた歴史があるため、現在、政策立案者の最重要課題となっています。今後の経済成長は、不動産から、半導体生産のような戦略的イニシアティブに向けて、方向転換されるでしょう。このような移行は、たとえ成功するにしても時間がかかります。

中国の社会的な軌道修正がもたらす経済的な影響は、2022 年以降の世界経済の多くに波及します。中国のコモディティ需要に依存して不動産への投資を促進している国やセクターは、その影響を最も強く感じるでしょう。また、中国の消費が上らなければ、広範なデフレーション要因となる可能性もあります。これもまた、民間部門の信頼にかかっています。欧米でインフレが進行していることを考えると、中国の影響力が低下することはそれほど悪いことではないかもしれません。

中国の輸出の伸びは長期に亘って好調を維持してきましたが、2022 年にはベトナムなどの国の経済活動が再開することや、欧米において自国での供給を優先するようになるため、輸出は減少すると思われます。その中で、これまで中国が行ってきたように、成長が鈍化して他国に波及する中で、習近平国家主席が政策転換を後退させることはないと考えています。2022 年の見通しでワイルドカードとなるのは、解体しつつある不動産大手エバーgrande（中国恒大集団）に伴うリスクが後退する中で、社会的バランスの調整を目的とした政策が再び活発化するかどうかです。

支出を増やすだけでなく、政策を増やす - 脱炭素化を推進するために

地政学的には、経済ナショナリズムの台頭と、今日の米中関係に象徴されるような民主主義モデルと中央集権モデルの対立の激化という 2 つの重要なトレンドが今後のサイクルを形成するでしょう。

バイデン大統領や習近平国家主席が多国籍化を示唆する一方で、各国はすでに、パンデミックによる製品不足で露呈した国内生産能力の弱点に対処するための「国家戦略プラン」を策定しています。サプライチェーンでは、単なる経済効率ではなく、「レジリエンス（ストレスに対する柔軟性）」がキーワードになっています。つまり、新興国と先進国の成長率格差は、世界貿易の成長率に合わせて広がっており、中国と米国の貿易ブロック内での活動が活発にならない限り、ほとんどの新興国にとっては悪い兆候となります。

こうした動きは、脱炭素化の動きともリンクしています。ほとんどの主要国の政府は、今後数十年のうちに二酸化炭素排出量を削減またはゼロにすることを掲げています。この目標を達成するためには、政府が民間企業の排出方法や多くの産業の枠組みをはるかに厳しく規制する必要があります。再生可能エネルギーの導入や交通機関の電動化など、インフラ整備を強化することは成長にとってプラスになりますが、その一方で、現在の多くの雇用や産業が失われてしまうことも忘れてはなりません。この規模が大きすぎるため、勝者と敗者の差が広がることはほぼ確実です。しかし、政府を待つのではなく、企業が自ら率先して行動するアクティブ・オーナーシップがあれば、そのような圧力を軽減することができるでしょう。

波を捉える：2022年の投資機会はどこにあるのか

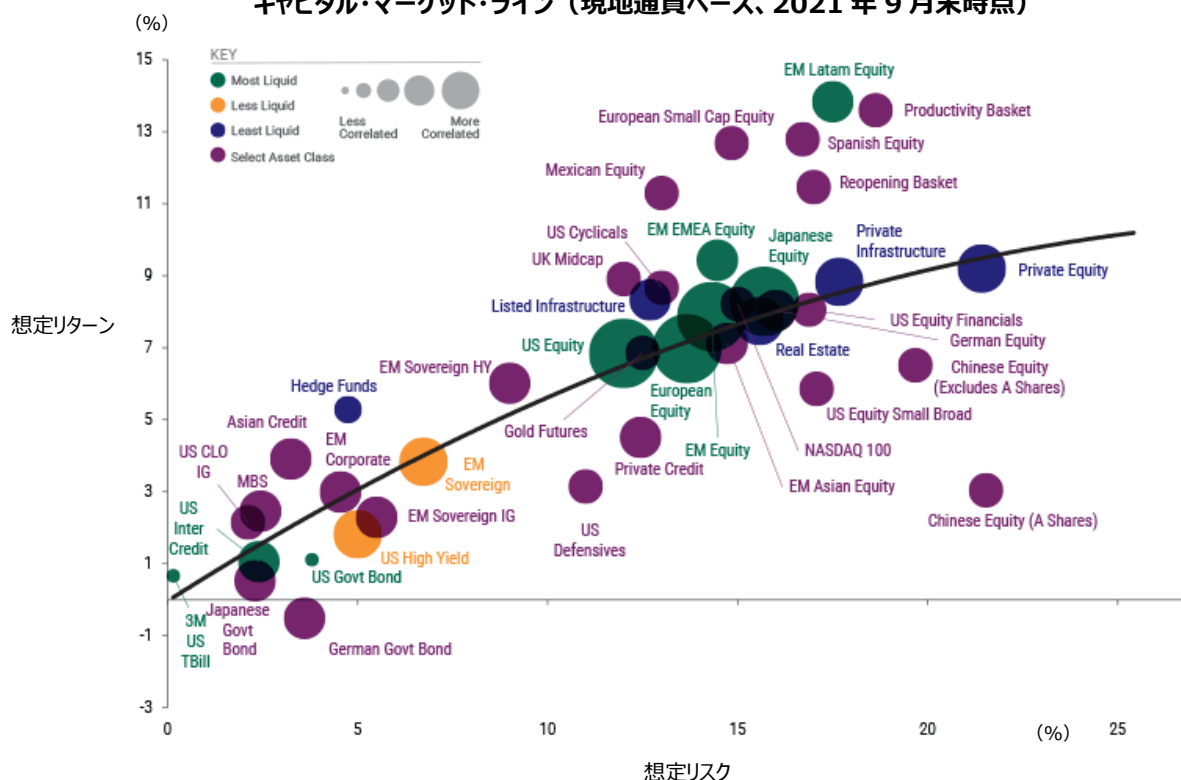
2022年には、ポートフォリオの地域構成や資産構成はどのように変化するでしょうか。2022年には、これまでと同様に、資産クラス全体を長期的に保有しますが、バリュエーションが魅力的で、ファンダメンタルズが急速に改善している資産は、全体の20%程度しかありません。

1年以上前にバブル崩壊が話題になったとき、私たちは米国の金融機関や欧州の小型株、短期国債（TIPS）など、景気循環サイクルの初期段階にある資産にポートフォリオを移していました。現在では、日本が新たな魅力ある投資先となっています。ほんの数ヶ月前には最も予防接種率の低い国のひとつだった日本は、まもなく最も予防接種率の高い国のひとつになるでしょう。特に、半導体チップメーカーが自動車セクターへの供給を増加させることで、経済活動の再開と回復が軌道に乗ることでしょう。こうした動きに加えて、新首相が誕生し、その任期の早い段階で政策が変更される可能性があることから、これまでの歴史を参考になれば前途は明るいと言えるでしょう。

日本のようなグローバル・シクリカルへのエクスポージャーを増やす一方で、他の景気循環サイクルの初期段階にあるポジションを縮小し、シクリカルと、新エネルギー資産や質の高い銘柄群への配分等、より持続可能な成長への配分へとバランスを取ることを目指しています。このサイクルは急速に進化しており、このような動きは、新しいサイクルの中間点に急速に近づいていることを反映しています。

当社のキャピタル・マーケット・ライン（CML）は、依然として緩やかな正の傾きを示していますが、ばらつきはかなり大きくなっています（下図参照）。これは、広範なリスクテイクに対する平均的なリターンを示していますが、個別資産の選択をより厳選することでリターンを大幅に改善できる可能性が高まっていることを示しています。

キャピタル・マーケット・ライン（現地通貨ベース、2021年9月末時点）



中国 A 株のエクスポージャーは当社の CML を下回っており、（新しい産業がまだ再規制されておらず、他の産業の規制強化が財務に十分に反映されていないため）魅力に欠ける一方、銘柄を厳選すれば投資機会は十分にあると考えています。計画経済への回帰は予想していないため、この市場が「投資不可能」であると主張する人々には同意できません。習近平国家主席は、国内消費を最優先しつつ、国際的な貿易や投資に門戸を開く「双循環」経済の構築を目指しており、これまであまり支援を受けていなかったサプライチェーンなどの分野を強化することで、そのニュアンスを理解し、よりの絞ったアプローチに慣れている投資家には好感されるでしょう。しかし、中国への投資に慣れていない人にとっては、一律にインデックスベースのアプローチを試みるべきではないと考えます。

先進国の株式市場全体で見ると、厳選されたシクリカル銘柄と質の高い銘柄は、2022 年を通して緩やかな成長と堅調な価格環境からある程度のリターンを得ることができると考えますが、債券型のディフェンシブ銘柄は明らかにアンダーパーフォーマーとなると見えています。


新興国の株式では、中国や脱グローバル化の影響を受け、新興国の成長に対する見通しが低調になっているため、新興国の株式は相対的に魅力に欠けます。現在の新興国株式インデックスは、中国、台湾、韓国へのエクスポージャーが多く構成されています。後者の 2 つは半導体を中心であり、2022 年にはボトルネックが解消され始め、これらの株式市場に打撃を与える可能性があります。

先進国における国債などの無リスク債券の課題は明白です。利回りの上昇による影響がなくても、実質利回りがマイナスになっている時点で、機関投資家ポートフォリオの大部分からの購買意欲が失われることになります。先進国の投資適格債は、資産保全型の資産配分において、絶対リターン型のマルチストラテジー・ヘッジファンドや、絶対リターン型のマルチアセット商品のような流動性の高いオルタナティブ商品へと取って代わることが予想されます。

新興国の債券は、魅力的なイールド上昇となり、明るい話題となるはずですが、最近の中国のデフォルト状況が示しているように、アクティブ投資家は、資産、負債、負債比率の「3つのレッドライン」を越えた人々が消えていく中で利益を得ることができます。新興国の中央銀行が2021年のかかなりの部分を政策金利の引き上げに費やしたことで、2022年のどこかの時点で、現地通貨建ての債券が、非常に魅力的になると考えています。

不動産市場は完全に二分化されています。戸建て市場は2022年に一服するかもしれませんが、住宅ローン金利が低いままであれば、何年にもわたって力強い上昇が続くでしょう。Eコマース取引に貢献するデジタルインフラや産業用施設は引き続き魅力的です。しかし、仕事や生活の基盤が変化し、「従来型コア」と呼ばれる不動産の一部が衰退していく中で、その有用性が薄れていく資産への投資を避けるためには、個別の案件を厳選することが重要です。

2022年の大半は不安定な動きを見せるかもしれませんが、年末に向けてボトルネックが解消されてくると、最初に波に乗る可能性がある資産クラスは、特に先進国の株式です。



2022 年
債券の見通し

「コロナ後の新常态」への移行

著者：

Steven Oh, CFA

クレジットおよび債券部門グローバル・ヘッド
レバレッジド・ファイナンス部門共同責任者



- ✓ 多くの人々の予想以上に物価の高騰が続き、債券への影響が懸念されていることから、インフレ予測が投資家の関心を集めています。当社は、高インフレが持続する可能性は低いと考えており、足下の価格上昇の多くは、需要の再燃とサプライチェーンのボトルネックが主な原因で、最終的には 2022 年末にかけて解消されると考えています。
- ✓ イールドカーブは長期的には底打ちしていますが、今後の上昇幅はそれほど大きくはないでしょう。「コロナ後の新常态」においては、低水準の金利状態が持続し、マイナスの実質金利が続くと考えています。このような環境下では、広範囲に緩和的な市場において、投資家は利回りを求め続けるでしょう。
- ✓ このような背景から、当社は 2022 年に向けて、バンクローンやハイ・イールド・ボンドなどのレバレッジド・ファイナンス、および中小企業のプライベート・クレジットに最も前向きな見方をしています。CLO（Collateralized Loan Obligation：ローン担保証券）と、それがもたらすイールド・プレミアムも、デフォルトがほぼゼロの環境下では非常に魅力的です。
- ✓ 中国の不動産セクターの問題にもかかわらず、新興国市場は引き続き魅力的な機会を提供していると考えており、優良銘柄がネガティブなニュースの影響を受ける中で、投資家は選択的なアプローチから利益を得ることができるでしょう。
- ✓ また、魅力的な利回り水準、コロナ以前の水準を下回るネットレバレッジ、2022 年には格上げされる銘柄数が格下げされる銘柄数を大きく上回ると予想されることなどから、国債に比べて投資適格社債を選好しています。しかし、移行期には短期的なボラティリティの上昇が予想されるため、ある程度の高格付け短期証券を保有し、市場が弱含んだ時に投資行動を起こせるようにしておくことが賢明だと考えています。

債券投資家は、2022 年に向けて、支えとなる経済ファンダメンタルズと企業収益のポテンシャル上昇という追い風の変化と、成長の鈍化、インフレ率の上昇、金融緩和政策の縮小という見通しのバランスを取り続けています。

利回りとそれに伴うクレジットへの旺盛な需要により、記録的な額の新規発行が容易に吸収されています。しかし、サイクル後期のバリュエーションは、デフォルト率の低下とレバレッジ指標の改善に支えられています。ポスト・コロナの世界とそこから生じる歪みに向けて移行する中で、2022 年は、財政・金融政策、経済動向、そして社会全体の「コロナ後の新常态」への道を示しています。

世界金融危機（GFC）以降、中央銀行の金融政策は間違いなく世界の金融市場に大きな影響を与えてきましたが、2022 年は「コロナ後の新常态」の均衡に向けて政策が移行する可能性があります。米連邦準備制度理事会（FRB）は、買い入れ額の縮小を開始し、2022 年 6 月に終了するまで毎月 150 億ドルの買い入れを行うガイダンスを発表しました。他の中央銀行も、コロナ危機の際に実施した非常措置からの脱却を目指していますが、そのペースやアプローチは異なります。FRB に関してあまり確かでないのは、政策金利の引き上げの時期とペースであり、市場は 2022 年に 2 回の引き上げを想定、さらに驚くべきことに、欧州中央銀行（ECB）も同様に引き上げを想定しています。インフレ率の急上昇により、一過性の上昇と長期的な上昇に関する議論（およびその定義）が再燃しています。その一方で、中国の政策転換やグローバル化からの脱却は、世界的な成長鈍化を示しています。

イールドカーブは長期的には底打ちしたとはいえ、今後の上昇幅が大きくなることはないでしょう。「コロナ後の新常态」においては、金利は持続的に低水準にとどまり、マイナスの実質金利が続くと予想されます。このような広範囲に緩和的な市場において、投資家は利回りを求め続けるでしょう。

このような背景から、当社は 2022 年に向けて、バンクローンやハイ・イールド・ボンドなどのレバレッジド・ファイナンス、および中小企業のプライベート・クレジットを引き続き選好しています。CLO（Collateralized Loan Obligation：ローン担保証券）と、それがもたらすイールド・プレミアムも、デフォルトがほぼゼロの環境下では非常に魅力的です。中国の不動産部門の問題にもかかわらず、新興国市場

は引き続き魅力的な投資機会を提供していると考えており、優良銘柄がネガティブなニュースの影響を受ける中、投資家は選択的なアプローチから利益を得ることができるでしょう。

また、魅力的な利回り水準、コロナ以前の水準を下回るネットレバレッジ、2022年には格上げされる銘柄の数が格下げされる銘柄の数を大きく上回ると予想されることなどから、国債に比べて投資適格社債を 선호しています。しかし、移行期には短期的なボラティリティの上昇が予想されるため、ある程度の高格付け短期証券を保有し、市場が弱含んだ時に投資行動を起こせるようにしておくことが賢明だと考えています。

インフレはどうなる？

多くの人々の予想以上に物価の上昇が続き、債券への影響が懸念されていることから、インフレ予測が投資家の関心を集めています。こうした懸念にもかかわらず、当社は、「コロナ後の新常態」において持続的に高いインフレが発生する可能性は極めて低く、足下の価格上昇の多くは、需要の再燃とサプライチェーンのボトルネックが主な原因であり、最終的には2022年末にかけて解消されると引き続き考えています。しかし、現在の上昇の大部分は元に戻らず、より高い水準でリセットされる可能性があります。つまり、いくつかの長期的な要因により、以前のトレンドと比較してインフレ率がわずかに高くなる可能性があります。

政府の景気刺激策による需要の追い風は、こうした取り組みが主に一時的な収入の補填と需要の創出に焦点を当てていたことから、その多くが弱まるでしょう。また、米国のインフラ投資などの追加刺激策が予定されていますが、持続可能なインフレへの影響は限定的であると考えています。特に資金調達コストの低さやポピュリストの支持を考慮すると、財政刺激策への政策転換はより恒常的なものとなり、世界各国の政府は財政赤字を厭わなくなるものと予想されます。

長期的に見ると、コロナ以前にインフレ率の長期的な低下をもたらした構造的な要因は何だったのか、そしてそれは変化するのか、という問題があります。過去数十年にわたってインフレ率が低水準で推移してきた要因を考えると、3つの主要因に集約されます。1) 特に先進国での高齢化や出生率の低下などの人口動態の変化、2) 技術進歩の影響、3) 世界的な過剰貯蓄です。

今後10年間は、これらの主要なトレンドが継続すると考えられますが、では、何が違うのでしょうか？インフレ率を段階的に上昇させる要因として、1) 実質金利の低下およびマイナス金利、2) 前述の財政出動の拡大、特に社会的公平性に重点を置いた財政出動、3) ESG（環境・社会・ガバナンス）改善策の採用と実施、の3つが挙げられます。

2022年末に向けて一過性の要因が薄れた後の「コロナ後の新常態」では、インフレ率がやや高くなることが予想されますが、コロナ以前の水準に若干プラスされる程度にリセットされるため、インフレ率が持続的に高くなることはないでしょう。

イールドカーブの「正常化」を見極める

こうした動きは、イールドカーブや国債にどのような影響を与えるのでしょうか。短期的には、イールドカーブはレンジ内で推移し、イールドカーブの長期部分では利回りが上昇する傾向にあると予想していますが、FRBのテーパリング路線と超低水準に固定された政策金利の正常化に向けた歩みを考慮すると、それはほんのわずかなものとなるでしょう。短期部分では、2022年に向けてより積極的な姿勢をとることがすでに織り込まれており、その結果、よりハト派的な結果になると考えています。

中長期的には、「コロナ後の新常态」における「正常化」されたイールドカーブがどのようなものになるかが問題となりますが、そのためにはまず「中立」の政策金利に対する期待値を設定する必要があります。米国では、FRB は最終的に 1% 台前半で中立的な政策金利に到達し、その結果、当面、実質金利はマイナスになると考えています。これは、FRB のドット・プロット予測（金利予測分布）が 2.5% を示しているのとは対照的です。同様に、ECB はしばらくの間マイナス金利に陥っており、政策金利がしばらくの間ゼロを突破することはないと思われませんが、最終的な中立金利の目標はプラスの名目金利を達成することです。

イールドカーブは全体的にポジティブに傾斜しているものの、タームプレミアムは過去の水準に比べて低く、政策金利がカーブの短期債部分を設定していることから、米国 10 年物国債のイールドのレンジはかなり低い（1.5%～2.0%）と予想しています。これは過去の水準に比べてかなり低いものの、過去 18 ヶ月の危機的状況の時に見られたものよりはやや高い水準です。米国の金利がこのレンジを超えて大幅に上昇することが懸念されていますが、世界の金利は高度に相互に関連していることを忘れてはならないと考えています。米国債は、ドイツ国債やその他の主要な金利よりも、為替ヘッジベースで持続的に大きく上昇することはありません。他の多くの先進国に比べて高い成長率が期待されているにもかかわらず、このダイナミズムによって米国債の金利水準は制限されています。

バリュエーションとリスク・プレミアムのリセット

2021 年の中期見通しで述べたように、ファンダメンタルズは、コロナが引き起こした短くも急激な景気後退と 2020 年のデフォルトの急増を経て、2021 年にはデフォルトがほぼゼロになり、2022 年には超低水準で推移するという、ほぼ初期サイクルの特徴を示しています。長いクレジット・デフォルト・サイクルの中で、クレジット・ミニ・サイクルがより頻繁に起こるようになってきました。現在は 2022 年のミッドサイクルに向かっていますが、企業収益には引き続き追い風が吹き、堅調な成長が見込まれますが、一部のセクターではコスト圧迫による利益率の低下が見られるため、ペースは鈍化し、ばらつきも大きくなると思われれます。

全体として、このような状況は当面の間、クレジットスプレッドの支えとなりますが、現在の後期サイクルのバリュエーションでは、価格上昇の余地はほとんどなく、クーポン利回り以上のリターンの可能性は限られています。リスクが高いものの、大きなリターン機会があると考えられる数少ない投資対象の一つが、アジアの社債、特に中国の不動産セクターです。歴史的に見てもボラティリティの高いセクターですが、これをうまく切り抜けることができる投資家にとっては、最高の投資機会の源となってきました。

しかし、中央銀行が下支えする今後 5 年から 10 年の市場環境を考えると、考慮すべき要因は、すべての資産のヒストリカル・リスク・プレミアムは再調整を必要としていることです。実質金利がマイナスであることに加え、中央銀行、特に FRB は、外生的なショックや景気後退の兆候があれば、金融市場に強引に飛び込む姿勢を見せており、これは本質的に最も深刻なダウンサイドリスクを切り捨てることとなります。

これらの要因を総合すると、リスク資産全般に対するヒストリカル・リスク・プレミアムはもはや適切ではなく、また、現在の逼迫したバリュエーションは必ずしも過大評価ではなく、むしろ「コロナ後の新常态」のリスク・プレミアムを反映した適正価値の範囲内に収まっていることを示しています。

新しい年の投資機会：適切なリスクを適切な価格で

依然として早期から中期サイクルのファンダメンタルズにあるという当社の見解によれば、投資家は、低水準のデフォルト率と企業収益の改善に支えられた超過利回り獲得の機会に恵まれた環境にいます。中国の不動産セクターの影響により、中国および新興国市場のデ

フォルト予測は大きく変化していますが、これまでのところ、広範な新興国指数への影響は最小限に抑えられており、瓦礫の中に魅力的な機会が出現していると考えています。

このような背景から、当社では、国債に比べてクレジットリスクのエクスポージャーを増やすことを選好しています。特に、バンクローンやハイブリッド証券、CLO などのレバレッジド・ファイナンス・クレジットや、ハイ・イールド・ボンドなどです。また、投資家は、非流動性や中小企業のプレミアムを利用して利回りを高めることができるプライベートデット市場にも注目しています。

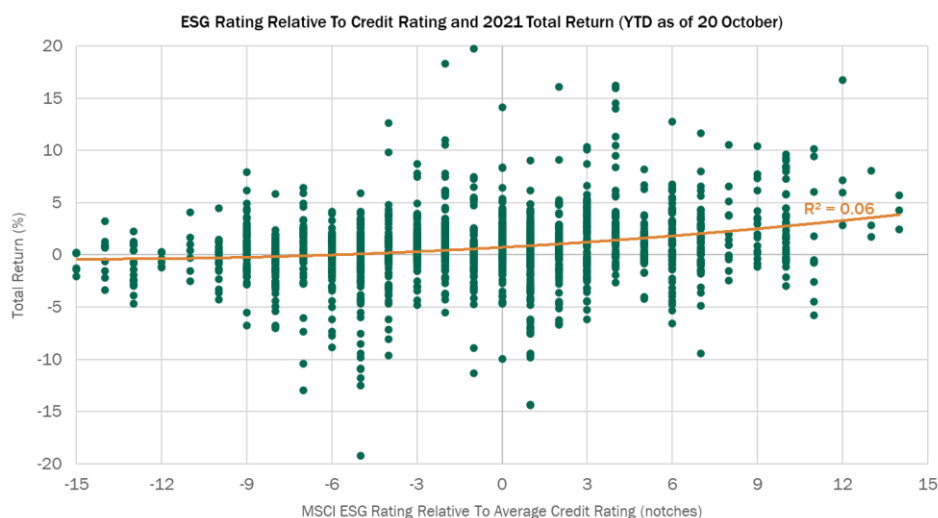
世界の見通しが大幅に改善する中で、当社は、新興国市場の地理的なリスク・プレミアムに魅力的なバリュエーションの機会があると考えています。一般的には、ファンダメンタルズが伴っている新興国の社債には、より建設的な見方をしていますが、現地通貨建てにチャンスがあると考えています。しかし、当然ながら、新興国における大きな問題は、現在進行中の中国の不動産部門の問題や、最近の政策転換など、中国の動向の影響です。

これまでのところ、中国のクレジット市場のボラティリティの高さは、その他の新興国市場には広く影響を及ぼしていませんが、外部からの流動性アクセスが失われているため、不動産および関連セクターの脆弱なデフォルト予測が高まっています。当社は、これらの企業やその他の企業のクレジット・は特異な性質のものであり、まだシステミック・リスクをもたらすものではないと考えています。もし、ヘッドライン・イベントがより広範なスプレッドの拡大につながれば、リスクオフ心理に巻き込まれた企業への投資機会が生まれるかもしれません。

ESG リスクの評価は、債券全体では重要ですが、伝統的な信用リスクが正当に評価されている市場でアウトパフォームする新興国市場の証券を特定する上で、ますます重要な役割を果たすと考えています。ESG を銘柄調査の段階で包括的に組み込むことで、事業の持続可能性の向上に積極的に取り組んでいる発行体を探し出し、それによって ESG リスク評価を高めることでアルファを獲得できると考えています。

ESG 評価の高さがパフォーマンスの向上につながる

ESG 格付けと信用格付けおよび 2021 年トータルリターンとの相対比較（2021 年 10 月 20 日時点の年初来リターン）



出所：JP Morgan, MSCI, PineBridge Investments、2021 年 10 月 20 日時点。中国の不動産セクターおよび年間のパフォーマンスが 20%以上または-20%未満の証券を除く。上記は説明目的のためのものです。本資料に基づいて、いかなる行動も勧誘または推奨するものではありません。本資料に掲載されている意見、予測、推定、予想、および将来の見通しに関する記述は、本プレゼンテーションの日付時点でのみ有効であり、変更される可能性があります。

広範で低い期待リターンが続き、最近の債券市場が急速に変化している中で、魅力的なアルファの可能性を持つ資産クラスを探し、それを捉えることが重要だと考えています。そのためには、資産クラスや地域だけでなく、特定の有価証券についても、柔軟でオポチュニスティックなアプローチを採り、相対的な価値を徐々に高めていくことが重要です。

2022 年に向けては、期待リターンの低下により厳しい環境となりますが、多くの債券にとってはリスクの低い環境でもあります。重要なのは、それらのリスクを特定して評価し、一貫した管理によって、優れた投資成果を生み出すことです。



**2022年
株式の見通し**

**設備投資の拡大と破壊的革新による
超過リターンの創出**

著者：
Anik Sen
株式部門グローバル・ヘッド



- ✓ 株式のバリュエーションは高くなりつつありますが、今後の業績改善の可能性が高いことから、株式に対する建設的な見方を維持しています。しかし、来年は高い市場リターンが繰り返されるとは考えておらず、個別企業のアルファをより重視しています。
- ✓ 国や企業が持続可能社会やゼロ・カーボンを目指す中、再生可能エネルギーや自動化において莫大な設備投資が必要とされており、企業はパンデミックによって変化する消費者の生活、仕事、消費に対応するとともに、数年に及ぶ設備投資サイクルが始まっています。
- ✓ ビジネスの効率性、持続可能性、そして「将来性」を高める機会を捉える企業は、持続的にアルファをもたらす可能性が高く、最も魅力的な投資機会があると考えています。自動化、人工知能、クラウド技術などのデジタル化への投資は、競争上の優位性を高める重要な要因であり、これに対応できない企業は淘汰される可能性があります。
- ✓ 2021 年初以降の中国の改革によって、中国株式市場のリスク・プレミアムが上昇しており、社会的価値を付加して中国に経済成長をもたらす強力なビジネスモデルを持つ有望な企業への投資を開始する魅力的なエントリーポイントとなっています。
- ✓ 「パンデミックに起因するインフレ」は予想以上に長く続いています。物価上昇は明るいものだと考えています。数年に亘って物価が上昇するのではなく、最近の異常な状況を背景とした 1 年程度のものになる可能性が高いと考えています。

今後の経済サイクルの強さと長さ、および企業収益の動向は、2022 年の株式市場の方向性を見極める上で重要な要素となります。サプライチェーンの川上から川下まで広範囲にわたる設備の更新に莫大な投資が必要であり、また、多くの企業や産業がカーボン・ネット・ゼロ目標の達成を推進し、その達成には 60 兆ドルを超える費用がかかるとも言われています。

また、60 年間続いてきた金利低下トレンドが今、終わりを迎えようとしている中で、莫大な富の蓄積と旺盛な消費行動も重要です。このような背景から、株式市場のリターンは今後、より緩やかなものとなり、アルファ主導の市場に明らかに取って変わるようになるでしょう。つまり、2022 年に向けては、市場の分散が進む中で、どこで、どのようにしてアルファを探すかが重要になります。

現在に至るまでの経緯はどのようなものだったのでしょうか？ 昨年は、市場センチメントが改善すると考えており、実際にそうになりました。また、アナリストの業績予想の引き下げは、あまりにも性急で機械的だと考えていましたが、実際その通りでした。現在は、パンデミックが引き起こしたサプライチェーン、労働力、価格設定など、さまざまな問題が市場を揺さぶっていますが、期待ほど早くはないにせよ、これらの問題も解決されると考えています。これらの問題の原因は明らかになっており、来年になっても残る可能性はありますが、後退していくでしょう。

一方、「パンデミックに起因するインフレ」は続いています。インフレ期待を大きく動かすことはないでしょう。米連邦準備制度理事会（FRB）は、「良い」（需要主導型）インフレと「悪い」（ボトルネック主導型）インフレの区別に細心の注意を払い、物価上昇の原因を注意深く見ているようです。物価上昇は既に起こり始め、インフレ率は多くの人々が予想していたよりも長期に亘って上昇する可能性が高いと思われるが、数年に亘ってインフレ率が上昇するとは考えておらず、これまでに見られた異常なパンデミック等の状況から今後 1 年程度の混乱が続くと考えています。実際、鉄鉱石をはじめとする多くの商品価格はすでに頭打ちとなっており、半導体チップの不足感が解消されつつあることをメーカーが示唆し始めています。

最も注目すべき点は、需要の強さ、2022 年に向けた企業による価格決定力、強い雇用、設備投資の動向です。また主要中央銀行のバランスシートは 2022 年も拡大し続けると考えます。確かに不測の事態は常に起こり得ますが、株式にとってこれほどポジティブな社会的混乱を経験したことはかつてありませんでした。

おそらく一部の人々にとっては意外なことですが、2022 年はさまざまな面でより確実性の高い時代に入るかもしれません。このことは、大きな外生的事象がない限り、企業は過去 10 年以上行ってこなかったような方法で、大きな投資支出を決定することができるかもしれないことを意味しています。過去 10 年の間、欧州債務危機、テーパータントラム、貿易戦争、中国景気減速懸念、新型コロナウイルスのパンデミックなど、大きな混乱がほぼ毎年のように発生していましたが、道筋が比較的明確であれば、数年間は投資支出が活発化し、堅調な雇用創出につながる可能性があると考えています。

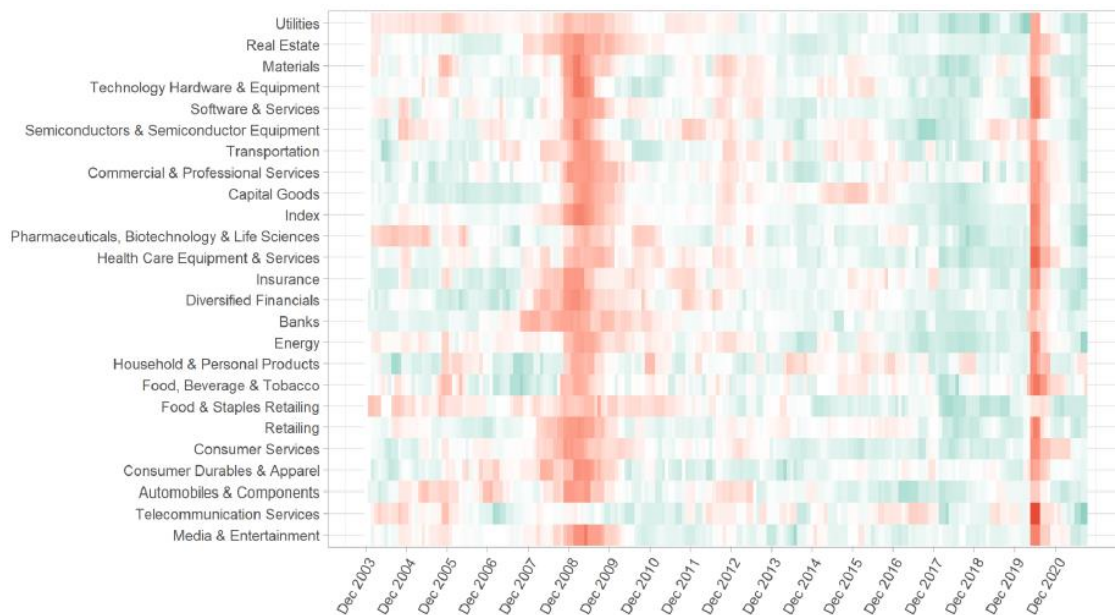
このような状況下では、今後のアルファ獲得の可能性は非常に大きいと考えています。働き方や消費動向、サプライチェーン、テクノロジーの驚異的進歩など、あらゆる面で大規模な破壊的革新が起きている中、ビジネスの効率化や持続可能性、「将来性」を高める機会を捉えた企業は、持続的なアルファをもたらす可能性が高いと考えています。

設備投資の話はまだ始まったばかり

パンデミックからの設備投資の再開は、2021 年の大きなテーマであり、来年以降もさらに大きなテーマとなる可能性があります。多くの企業の設備投資意欲が急上昇しており、膨大な量の投資が控えていると考えられます。企業のセンチメントは依然として強く、企業の投資判断を長年妨げてきた政策の不確実性や資金調達条件に対する懸念は緩和されています。一方で、パンデミックを背景とした変化や世界的な持続可能社会の推進を背景に、老朽化した機器や非効率な設備の更新・交換の必要性が高まっています。

四半期ごとに行われた数多くの決算説明会を分析したところ、上場企業の経営陣の間では、2008 年の世界金融危機の後に長く続いたネガティブなセンチメントとは対照的に、パンデミックの拡大後、非常に早い段階で自社のビジネスに対してポジティブなセンチメントに変わったことがわかりました。特に興味深いのは、決算説明会の質疑応答においては、事前に準備された決算説明の発言よりも更にポジティブなセンチメントが見られたことです。これは、2022 年に向けて業績見通しに上方バイアスが かかっていることを示しており、業績予想のポジティブな修正に支えられた「押し目買い」型の株式市場になると考えられます。

企業のセンチメントはポジティブ



出所：PineBridge Investments、2021年10月現在。センチメントの「ヒートマップ」は、決算説明会の内容、コメントを当社独自で分析した結果を反映しています。上記は説明目的のためのものです。当社は、この資料に基づきいかなる行動も勧誘または推奨するものではありません。

デジタルトランスフォーメーションは、ほぼすべてのセクターにおいて、ビジネスモデルの根本的な転換を促す重要な投資テーマです。デジタル化への投資は、自動化、人工知能、クラウド技術とともに、競争上の優位性を高める重要な要因であり、後れを取った企業は甚大な影響を受ける可能性があると考えています。企業は、生産コストを大幅に削減する一方で、これまで以上にカスタマイズされ、より高いレベルのサービスと付加価値を顧客に提供することを目指しています。

デジタルトランスフォーメーション：偉大な破壊者であり、驚異的なアルファドライバーでもある

デジタルトランスフォーメーションのフレームワークは、世界の主要地域ごとに消費と産業という大きな2つの基軸で説明することができます。

消費においては、米国と中国が、eコマースの普及率、インフラの成熟度、効率的なプロセスを可能にする決済システムの洗練度の点で際立っています。従来型のシステムと比較して、これらの市場シェアは着実に拡大していますが、5年前のような高成長のペースではありません。デジタルチャネルへの対応が遅れていた一般消費財セクターや生活必需品セクターの企業は、すでに大きな逆風を受けており、まだ事業を継続している企業は、セクターのリーダーに追いつこうとしている状態です。

一方、インドやラテンアメリカのような大きな地域では、若い人口、地域の多様性、地理的な大きさを背景に、デジタルビジネスモデルをいち早く採用した企業が明らかに勝者となりますが、その代償として、既存の伝統的な企業の株式が株価指数の中で大きなウェイトを占めていることがよくあります。グローバルの株式投資家として、私たちはこれを「既視感」と捉えています。中国や米国に続いてインドやラテンアメリカでもデジタル化が進んだ場合、どのビジネスモデルが勝者となる可能性が高いかを判断することが重要です。特に、デジタル消費分野は、製品にこだわらず多くの投資機会を提供しており、アクティブ運用を行う投資家は、市場セグメントやブランド力の分析に基づいて幅広い銘柄選択を行うことが可能となります。

産業セクターにおいては、ハードウェアとソフトウェアの融合により、コネクテッド・ファクトリー、予知保全・最適化のための継続的なデータ収集、製品の市場投入までの時間を短縮する製造現場での 3D 可視化技術、高度な産業自動化など、数多くの新しいアプリケーションを実現するエキサイティングな展開が待ち受けています。この進化は、米国や中国などの先進的な製造業においても、消費セクターよりもはるかに初期の段階にあり、生産性を大きく向上するために必要な投資支出は今後何年も続くと考えられます。

気候変動への対応が新たな設備投資につながる

国や個々の企業がカーボン・ニュートラル、つまり「ネット・ゼロ」に向けた取り組みを行うことで、全く新しい設備投資のカテゴリーが生まれています。ネット・ゼロを達成するために必要な投資額は約 60 兆ドルと莫大であり、プロジェクトのコスト超過の可能性を考えると、更に高額になる可能性があります。

企業が気候変動対応や社会的責任を果たすための強い力となるのが、資産運用業界です。資産運用業界では、企業とのエンゲージメントを通じたアクティブ運用により、資本を企業の行動や事業運営を改善するための強力な手段として活用することができます。欧州のサステナブル・ファイナンス・ディスクロージャー規則（SFDR）のようなファンドレベルの新しい報告義務は、企業による情報開示を大幅に促進しており、経営陣にとっては必要な投資を行う強力なインセンティブとなっています。全ての市場、特に中国やインドなどの新興市場では、化石燃料が依然として主要なエネルギー源となっていますが、グリーンエネルギー、バッテリー貯蔵、電気自動車などの技術革新により、多くの株式投資の機会が開かれています。

このような幅広い設備投資を支えているのは、技術革新の最先端を行くハイテクセクターや資本財セクターです。ここでもまた、継続的なイノベーションが無い場合は価格競争力を維持できるのは短い期間なので、ごく一部の企業だけが勝者となります。つまり、個別銘柄選択は常に重要ですが、ハイテクセクターや資本財セクター銘柄の選択はより重要になっています。

また、資本コストも設備投資の主な要因であり、世界的な金利ドライバーである米国が、しばらくの間、世界の資金調達環境について緩和的な対応を継続するであろうというのが市場コンセンサスですが、当社もその見方に同意しています。銀行セクターの高水準の流動性に加えて、富裕層は資本市場の株式や株式類似商品を通じてリターンを求める傾向があるため、企業の資本コストが低下しています。例えば、成長投資を求めるプライベート・エクイティや戦略的投資家のおかげで、インドの企業は合理的な価格で資金調達することができました。これにより、「ユニコーン」と呼ばれる企業がいくつか誕生していますが、これらの企業はいずれ IPO（新規株式公開）をして市場に出てくるでしょうし、更に民営化案件が出てくる可能性もあり、市場の構成も変わってくると考えます。

ボトルネックと供給の制約は問題だが、市場はそれを見過ごすでしょう

一方、ボトルネックや供給ショックは、多くの人々が期待していたよりも長く続いており、一部の投資支出を抑制する可能性があります。2021 年の半ばに通常運転に戻りそうに見えたサプライチェーンの混乱は、その後再び逆戻りしており、当社が話を聞いた多くの企業において現在も混乱が続いていると認識しています。

経済活動再開の状況を示す指標の一つとして、日々の航空機の出発データがありますが、これは概ね正確で、中国ではコロナ対策の再強化が強く示唆されており、米国、インド、ブラジル、欧州の一部のみが通常の水準に近づいています。ワクチン接

種率は世界中で徐々に上昇していますが、2 種類の新しいコロナウィルスの経口治療薬が発売されたことで、2022 年のパンデミック動向に大きな変化をもたらすことが期待されています。

第 3 四半期の決算シーズンは、供給不足や原材料費の高騰により比較的騒がしいものとなりましたが、好調な受注状況や生産を次の数四半期に繰り越すなど、今後の見通しが概ね明るいものとなりました。年央に証券会社などによる業績予想が横ばいとなりましたが、その後の好調な投資や個人消費による見通しの改善を背景に、業績予想は上昇傾向になると予想しています。

中国の政策転換と成長・投資への影響

市場は中国の政策改革について誤った認識をしていると考えています。中国政府が民間部門を抑制するという逆行した動きをしているとの見方もあります。中国政府は、歳入の約 50%、GDP の約 60%、技術革新の約 70%、雇用創出の約 80% を占める民間部門の健全性を非常に重視していると考えています。

しかし、中国は急速に成長する一方で、特にデータ・セキュリティやプライバシー、非競争的な慣行に関しては、制度の整備が追いついておらず、消費者向けテクノロジー・セクターに属する特定の企業が瞬間に圧倒的なシェアを獲得しています。最近の一連の政策改革は、過去 10 年間に行われた改革の継続であり、特に 2018 年に行われたシャドーバンキング・セクターの改革では、驚くべきことに銀行資産の 30% がオフバランスされていたと考えています。今後数年で米国を追い越すと予想される中国の経済規模を考えると、先進国の金融・財政政策と足並みを揃える必要があります。株式市場の落ち着きからわかるように、中国は最近、景気刺激策や市場を歪める補助金に一度も頼ることなく、巧みにコントロールされています。その意味で、中国は経済運営において一人前になったと言え、期待リスクの低下により株式の評価バリュエーションにもプラスの影響を与えています。

マクロ・ブルーデンスなリスク管理は、先進国においても、現在の中国と同様に、政策の重要な一部となっています。中国のシャドーバンキング改革と不動産市場改革は、シャドーバンキングにおける過剰なレバレッジと銀行のシステムック・リスクの削減を目的としている点で関連しています。中国の政策発表は、民主的市場の観点では唐突なものに見えるかもしれませんが、不動産セクターにおける過剰投資は数年に亘って蓄積され、投資家の目に見える形で行われてきました。また、市場の観点からは、中国が地方自治体の重要な歳入源、また経済の牽引役である不動産や土地販売への歴史的に高い依存度を低下させようとしていることは称賛に値するという点も重要です。

短期的には、不動産価格の一時的な下落は否定できないものの、資産売却や資本市場、あるいは選択的に銀行を通じて、不動産セクターへの流動性を国が管理することで、システムックな問題を回避できると考えています。中国の改革のタイミングは、世界的に見て景気循環に逆行する傾向があります。つまり、国外の経済環境が強く、余裕がある間に国内の改革に着手するということです。

また、「共同富裕」のスローガンを掲げた中国の野望について、一部の市場関係者は誤解しているようです。当社は、中国は税金や福祉による所得の再分配を通じてパイを切り分けるのではなく、パイの大きさを増やすことで、都市部と農村部の所得格差を是正することに着手したと考えています。その目的は、社会保障を充実させ、教育、住宅、医療へのアクセスを改善することであり、この政策転換により、「三座大山（3つの大きな山）」と呼ばれる分野に多くの規制が設けられました。

中国が中間所得層を拡大し、2025年までに一人当たりのGDPを30%増加させ、2035年までにGDPを倍増させるという大きな目標が成功すれば、中国国内および世界中の投資機会は非常に魅力的なものとなります。また、中国がここ2、3年で外国資本のアクセスを大きく改善したことも注目に値します。2021年初以降の改革により、中国株式市場のリスク・プレミアムが上昇し、社会的価値を付加し、中国に経済成長をもたらす強力なビジネスモデルを持つ有望企業に投資する魅力的なエントリー・ポイントをもたらしています。

投資に関する主な論点

2022年に向けての議論は、今後の経済サイクルの長さや強さについて行われるべきだと考えています。持続可能な事業がより緊急の優先事項となり、パンデミックによって消費者の生活、仕事、消費が変化する中で、再生可能エネルギー、電化、自動化、設備更新などに莫大な投資が必要となりますが、現在は数年に及ぶ投資サイクルの始まりに過ぎません。

当社は、全体的にバリュエーションは高いと考えていますが、今後の業績改善の可能性が高いことから、株式には引き続き建設的な見方をしています。しかし、FRBが緩和政策を維持しながら流動性を徐々に削減していくため、来年は高い市場リターンが繰り返される可能性は低いと考えています。数十年に及ぶ金利の低下トレンドが終わり、アクティブ運用を行う株式マネージャーがリターンの源泉として投資先企業に対するエンゲージメントを採用していることから、資産運用業界は転機にきていると考えています。そこでは、普通の株式への資金流入が弱まり、ミスプライスやポジティブなファンダメンタルズの変化の可能性のある厳選された個別銘柄への投資を行う戦略が有利になるはずで

す。今後1年間は、銘柄間、セクター間、および株価指数間のリターンのばらつきが平均以上に大きくなることが予想されます。株価指数は、景気敏感銘柄とディフェンシブ銘柄で構成されていますが、同一のセクター銘柄は、政治的なリスク・プレミアムが依然として原動力となっている一部の新興国市場を除いて、どの国に上場していても同じように評価されています。

当社は、デジタルトランスフォーメーションの加速と力強い設備投資サイクルという長期的なテーマから、魅力的で選択的な投資機会が生まれると考えており、進行中の構造変化から恩恵を受ける企業を引き続き探していきます。

重要な注意事項：投資信託に関する留意点

お客様が実際にご購入される個々のファンドに適用される費用やリスクとは内容が異なる場合がありますのでご注意ください。

下記に記載しているリスクや費用項目につきましては、一般的な投資信託を想定しております。費用の料率につきましては、パインブリッジ・インベストメンツ株式会社が運用するすべての投資信託のうち、徴収する個々の費用における最高の料率を記載しております。

投資信託に係るリスクや費用は、投資信託により異なりますので、ご投資をされる際には、事前に必ず「投資信託説明書（交付目論見書）」や契約締結前交付書面をご覧ください。投資に関する最終決定はお客様ご自身の判断でなさるようお願い申し上げます。

【お申込みに際しての留意事項】

● 投資信託に係るリスクについて

投資信託は、主に国内外の株式や公社債等の値動きのある証券を投資対象とし投資元本が保証されていないため、当該資産の市場における取引価格の変動や為替の変動等により投資一単位当たりの価値が変動します。従ってお客様の投資された金額を下回ることもあります。又、投資信託は、個別の投資信託毎に投資対象資産の種類や投資制限、取引市場、投資対象国等が異なることから、リスクの内容や性質が異なりますので、ご投資に当たっては「投資信託説明書（交付目論見書）」や契約締結前交付書面を必ずご覧ください。

【ご投資いただくお客様には以下の費用をご負担いただきます】

● 投資信託に係る費用について

申込時に直接ご負担いただく費用	購入時手数料（申込手数料） 上限 3.85%（税抜 3.5%）
換金時に直接ご負担いただく費用	信託財産留保額 上限 0.5%
投資信託の保有期間中に間接的にご負担いただく費用	運用管理費用（信託報酬） 上限年 1.98%（税抜 1.8%）
その他費用	上記以外に保有期間等に応じてご負担いただく費用があります。「投資信託説明書（交付目論見書）」、契約締結前交付書面等でご確認下さい。

パインブリッジ・インベストメンツ株式会社

金融商品取引業者：関東財務局長(金商)第 307 号

加入協会：一般社団法人投資信託協会

一般社団法人日本投資顧問業協会

一般社団法人第二種金融商品取引業協会

〒100-6813

東京都千代田区大手町一丁目 3 番 1 号 JAビル

TEL：03-5208-5800（代表）

www.pinebridge.co.jp