

# ディスラプション（創造的破壊）が生み出す 投資機会

2018 INVESTMENT OUTLOOK





# ディスラプション（創造的破壊）が生み出す投資機会： 2018 年市場見通し

市場のディスラプション（創造的破壊）。金融危機以降、これまで何度も経験してきましたが、流動性の枯渇、テーパー・タントラム、原油価格の下落等、大抵良くない意味で用いられてきました。近年、テクノロジーの世界では、創造的破壊という言葉は、新しい意味で用いられています。それまでには着目されていなかった市場に対応した商品、あるいは、より単純で、より安く、より便利な、既存商品を代替する商品の二つのうちどちらかの意味で用いられています。

2018 年を迎えるにあたって、我々はあらゆる種類の創造的破壊が市場における投資機会を創出しているのを見ています。企業は再び投資を始め、既存のビジネス・モデルに対する創造的破壊への扉を開こうとしていることに、当社のマルチ・アセット・チームは注目しています。債券投資において、ベータのリターンに依存するパッシブ運用戦略の近年の成功に対する創造的破壊が起こると考えていますが、このことは、投資家がアルファの源泉を探すことにより専心する必要があることを意味します。株式投資において、いわゆる「スマート CAPEX（資本支出）」の波と、勝者と敗者をより明確に区分する戦略的な投資が起こると考えていますが、このことは個別銘柄選択をこれまで以上に重要なものにします。最後に、プライベート・ファンドにおいては、多くの投資家が予想するマクロ経済の構図が破壊されていくことを踏まえ、相対価値と短期デュレーションに注目しています。

我々は、多くの市場が、何年にも及ぶグローバル経済の成長に向けたフライング・スタートの後、2018 年には史上最高値に到達すると予想しています。この 5 年間で初めて、成長率は長期平均を越えると思われれます。それでも、この良好な環境は、すべての資産に均等に恩恵をもたらすわけではありません。投資家は、ポートフォリオを最大限に活用するためにアクティブでかつ選択的である必要があります。

お客様の長期的なゴール達成をサポートする使命を負う投資家として、我々は、常に困難な市場環境の先を行き、投資機会についての時宜にかなった知見を提供する責任があります。本市場見通しでは、来るべき年を前に、グローバルな文脈、各資産クラスについての市場見通し、各市場についての分析についてご案内して参ります。



**CEO**  
グレゴリー・エレット

A handwritten signature in black ink, appearing to read 'Gregory Elett'.

パインブリッジ・インベストメンツ  
CEO  
グレゴリー・エレット



## 目次

02 世界経済	グローバルな成長に恩恵をもたらす 創造的破壊 マーカス・ショーマー CFA チーフエコノミスト
10 マルチアセット	創造的破壊の時代への投資 マイケル・J・ケリー CFA マルチアセット運用グローバル責任者
14 債券	市場ベータに依存するリターンは、金 融・財政政策の創造的破壊に直面 スティーブン・オー CFA クレジット・債券運用グローバル責任者
18 株式	ファンダメンタルズが市場を動かし ていく側に アニック・セン 株式運用グローバル責任者
22 プライベート・ファンド	不透明な市場環境の中では相対価 値と短期デュレーションに注目 スティーブン・コスタブル CFA プライベート・ファンド運用グローバル責任者



## グローバルな成長 に恩恵をもたらす創造的破壊革

- 2018 年は、製造業を中心に設備投資が回復し始め、グローバルな製造業のサプライチェーンに大きな刺激を与える

- 世界経済の成長が同調しはじめたことでファンダメンタルズは改善し、金融市場におけるリスク性資産の上昇は 2018 年も継続

- QE（量的金融緩和）は 2019 年まで拡大、市場をサポートし続け、2019 年には金融危機以降初め中央銀行は流動性の縮小を始める

マーカス・ショーマー CFA  
チーフエコノミスト



世界を大きく揺るがした金融危機によって、長らく続いていた世界同時経済成長は終焉しましたが、2018年に、グローバル経済は遂に同時成長を再現するでしょう。

ここまで来るのはとても長い期間でした。金融危機からの10年間に、市場は何度も衝撃に見舞われました。一方、経済回復は、家計収入と個人消費を押し上げる雇用の回復が中心で、十分なものではありませんでした。資金の多くは国内のサービス産業等に向かったため、グローバル経済の成長を刺激するほど大きくはなかったのです。変わってきたのは、金融危機以降、景気回復は弱く市場は行き詰まっています、でしたが、ようやくそれらの状況が創造的に破壊されてきたことです。

創造的破壊とは何を意味するのでしょうか？もちろん、特定のイベントが市場にショックを与え、投資家に緊急の対応を迫ったという意味での「伝統的な」市場の変革を、これまで何度も見てきました。また、中央銀行によるQEは金融市場に変革をもたらし、多くのアナリストはQEはもはや以前の様には機能していないと議論しています。

QEは、中央銀行が期待したように経済成長のパスを変化させることはなかったものの、この変革は、製造業を中心とする設備投資の回復を導いたという点で、少なくともグローバル経済にとっては大きな意味がありました。

設備投資支出の強まりは、2つの重要な効果を通じて世界の製造業のサプライチェーンを刺激します。1つは、資本財メーカーの輸出パフォーマンスを高め、欧州とアジアの経済に恩恵を与えることです。

2つめは、産業製品の需要と価格を引き上げ、新興国市場で製造業の成長見通しを改善させます。

その結果、グローバル経済の成長は5年間で初めて長期の平均を上回ることになりそうです。2017年10月のIMF（国際通貨基金）の「世界経済見通し」は、2017年と2018年の経済成長見通しを上方修正しました。今後、中央銀行は、グローバル経済を変革する次の一手（量的金融緩和政策の終了）を打つでしょう。

### 事業にお金をつぎ込むとき

2017年、グローバル経済は重要な変局点を迎えました。デフレ圧力となり設備投資を抑圧する供給過剰の世界から、設備投資が促進される、需要と供給がより均衡する世界への変化です。こそこの証拠として、過去数年の過剰設備の段階的な縮小が、経済の長期の潜在成長率と実際の成長率との差異である需給ギャップを縮小させています。IMFの見通しでは、2017年は先進国経済の需給ギャップは若干のマイナスでしたが、2018年にはプラス転換を予想しています。

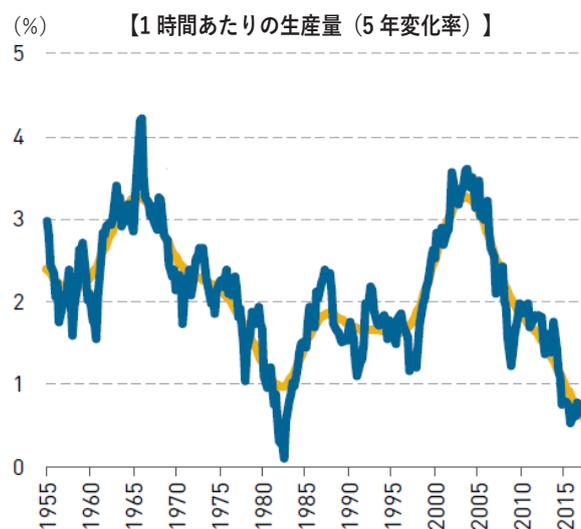
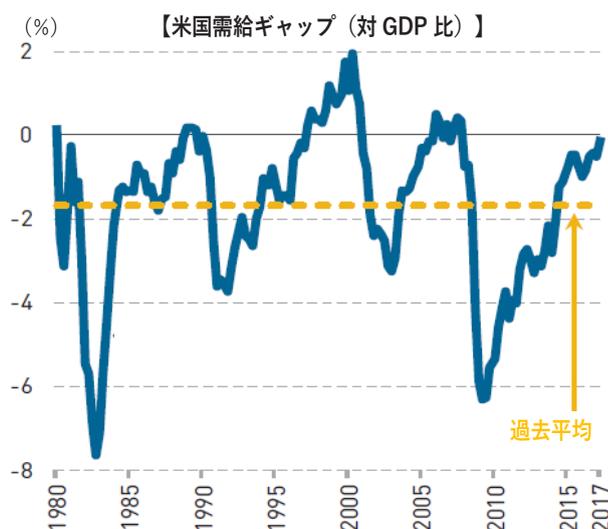
依然として低い生産性の伸びも、同様に設備投資を促進します。OECD（経済協力開発機構）の報告によれば、1980年から2005年間の25年間の生産性の長期成長率は年1.9%でしたが、金融危機以降、そのトレンドは年0.75%まで減速し、世界的な経済の潜在成長力の低下が浮き彫りになりました。

低い生産性の伸びは企業の利益の潜在成長力をも引き下げます。基礎的な費用削減が限界に達し、企業は、利益成長率を維持するために、生産性強化のためのテクノロジーに対する支出を増やさなければなりません。特に、完全雇用に近づいている経済においてはよりそうです。

## 設備投資回復の牽引役

米国の需給ギャップは縮小

米国の生産性トレンドは記録的低水準から回復の兆し



出所：トムソン・ロイター・データストリーム、ブルームバーグより PineBridge Investments が作成。2017年10月23日時点

世界的な利上げサイクルの初期段階にあるにもかかわらず、資本コストは歴史的に低いままで、企業はこれらの投資を賄うための記録的な金額の現金をバランスシートに保持しています。

### グローバル経済は同時成長、想定外の事象が起こる可能性も

米国では既に設備投資支出が回復しており、我々は更に成長が加速することを予想しています。強い雇用の循環的な改善と資本財需要の世界的な高まりは、欧州の成長見通しを大幅に改善させました。日本は成長ドライバーが依然として不足し、米国と欧州には劣後するものの、積極的な財政政策とより強い輸出需要が牽引し、緩やかな成長が続くと思われます。新興国市場は2017年の世界的な同時成長の恩恵はそれほどありませんでしたが、それも変化しつつあります。

世界的な見通しにとってのワイルドカードは、政治と財政政策です。

2017年の初め、我々は破壊的にも成りうる多くの選挙に直面していました。これまでのところ、市場への大きな影響はありませんが、いくつかの政治的なイベントは、今後9~18ヵ月で大きな政策転換に繋がり、また、市場パフォーマンスに影響する可能性があります。特に欧州において顕著です。

我々は、正負両方の影響をもたらす財政拡大政策が更に広まると見ています。財政刺激策は、いくつかのアジア経済（中国、日本、韓国等）の成長を維持するために既に用いられています。現在、欧州と米国の政府は、長年の緊縮財政の後で財布のひもをゆるめようとしています。

財政政策は既に見られている成長を更に加速させる可能性があります。しかし、同時に世界のGDP対比で急増している債務のコストが上昇するという負の側面にもあります。

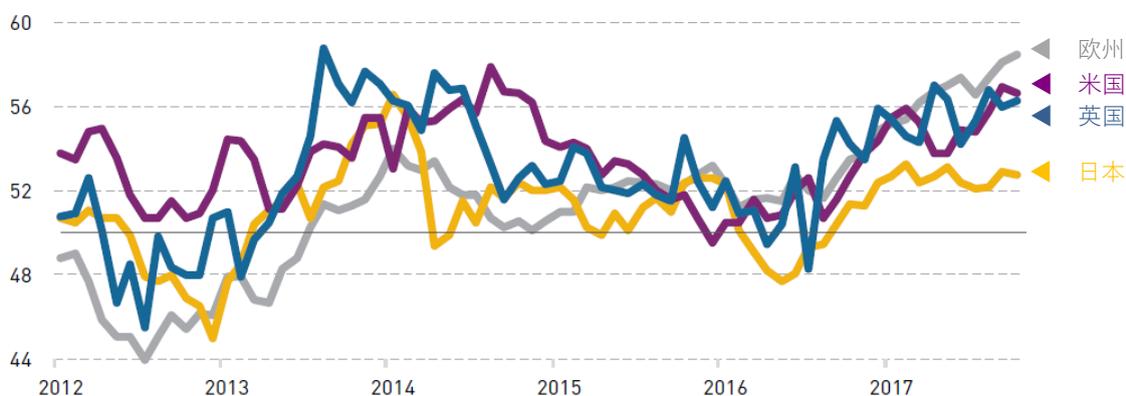
### 米国が世界経済のエンジンとなる

米国は、初期段階でのより積極的な金融政策と雇用の増加からの経済の循環的な刺激策から、世界経済の成長を牽引してきました。2015年には、商品価格の下落によって景気回復は中断され、一度は景気後退に逆戻りしましたが、それ後は設備投資支出の回復が成長の牽引役になっており、2018年には成長の加速が見込まれています。米国のGDP成長率は、2016年の1.5%という低成長の後、2017年に2.3%に回復し、2018年には2.7%に達すると見ています。

通常、財政拡大政策は成長を加速させます。しかしながら、トランプ政権の税制改革は、税率引き下げによる税収減を補うための各種税制控除の廃止がその影響が相殺することから、消費者の行動には大きな影響をもたらさないでしょう。

### 製造業のモメンタムの改善

先進国の製造業 PMI の推移



出所：トムソン・ロイター・データストリーム、ブルームバーグより PineBridge Investments が作成。2017年10月23日時点



法人税引き下げは米国企業に恩恵をもたらし、設備投資拡大を促進するでしょう。税制改革にかかわらず、強い個人消費支出は失業率の更なる低下も相俟って確固たる成長をし続けるでしょう。

### 欧州のサプライズ的な成長は継続

2017年の欧州、特にユーロ圏の成長はサプライズで、現在、力強い労働市場の循環的な回復の最中にあります。ユーロ圏の失業率は2013年にピークに達しましたが、2015年には、フランスの労働市場がようやく改善し始め、経済環境には明るい兆しが見え始めました。ユーロ圏は、現在、米国の2013年から2014年時点とサイクル中の同じ時点にあり、失業率の低下、輸出の急増、国内での設備投資支出の拡大によって景気回復が加速しつつあります。

米国と同様に、財政拡大政策の見通しによっては、来年の成長率は2017年を上回るでしょう。我々はEU（欧州連合）の長期にわたる緊縮財政スタンスに対する変化のカタリストが起こりつつあると予想しています、それは、よりビジネス・フレンドリーなドイツの連立政権の誕生です。ドイツでは今後もアンゲラ・メルケル首相による政権運営が続くと思われませんが、減税とインフラ投資支出を優先させるでしょう。ドイツは過去4年間、財政黒字を維持しており、十分な余裕があります。

他の国も、予想以上の成長をもたらした税収増を活用して、更に財政支出を増やすと見ています。ユーロ圏の成長率は、2016年までの3年間で平均1.7%成長した後、2017年には2.4%、2018年に2.3%となると見ています。

## 政治リスクが欧州の回復にとって脅威となりうる

強い経済見通しと雇用の回復にもかかわらず欧州の政治環境は平静を取り戻していません。3つの潜在的な政治リスクがあると考えています。

# 1

### 英国のEU離脱交渉は不調に終わる

国民投票の直後にできるだけ速く交渉を終わらせることが離脱派、残留派双方のためであることは明らかです。しかし、交渉当事者は、妥結するだけの可能性または意欲を示すことができていません。結果として「合意なしの離脱」に対するリスクが急上昇し、それは誰のためにもなりません。

## 日本は強いグローバル経済の成長から恩恵を受ける

日本の安倍晋三首相は、予定よりも1年早く行った解散総選挙で決定的な勝利を収めました。政府は多数の支持を得たことで、今後日本の外交方針や防衛方針の変更にも力を入れて行くものと思われ、経済政策はそのまま継続して行くでしょう。

日本経済は、グローバル経済の同時成長からの刺激を受けています。輸出量は上昇しており、国内の設備投資は上向きです。しかし、日本は世界的な景気循環を特徴づけている賃金の伸びの欠如の問題のために苦しんでいます。政府は、国の財政危機を救うために2019年に再び消費税を上げることを公約しています。しかし、購買力が上昇しない中で、消費税を増税することは、前回の2014年の増税時と同様に再び不況を引き起こすリスクをはらんでいます。

いずれにしても、2013年から2016年までの3年間でGDPは年0.8%の成長をした後に、2017年に1.5%と改善するものの、安倍政権が2019年の消費税増税にこだわるようであれば、急な下落に直面する前に2018年の成長率は1.4%と徐々に弱くなる可能性があります。

## 新興市場のファンダメンタルズは改善

多くの新興市場のファンダメンタルズは2018年も改善を続けると予想しています。特にインドやインドネシアのような国では国内の成長ドライバーが依然として強く、人口動態によって個人消費支出は大きく増加しています。これらの国に必要なことは、成長可能性をより強固にするための経済改革とインフラ投資です。

### 2 分離主義者の運動は欧州にとって新しいものではない

スペインのカタルーニャ州の独立宣言後のスペインの国家体制の危機は、EUに対して新たな難問を投げかけており、EUの景況感は悪化しつつあります。EUは州の分裂を抑える方法を見つけ出す必要があると同時に連邦の地理的保全を保障する必要があります。そして、それは新しい国家体制への変化を意味しています。

### 3 反EUのポピュリストは、ドイツ、フランスのEUの2大国においては政策を変えるほどの票を得ていない

反EU勢力は、ポーランドとハンガリーにおいて政権を取り、チェコ共和国とオーストリアにおいて最近の選挙で勝利しました。この結果は東欧加盟国と残りのEU加盟国の間での亀裂を広げており、より速くより大きな統合へと向かっているEU加盟国と、限定された自由貿易圏に取り残されたその他加盟国といった2つの経済スピードを持つ欧州を生み出す可能性が出てきています。欧州の経済は来年も良い方向にあると考えていますが、政治は、引き続き大きなリスク要因となります。



設備投資支出の増加による経済の回復は、商品価格の上昇により、先進国から、商品輸出が盛んな新興国、マレーシア、チリ、サハラ以南のアフリカ各国へと移っています。

新興国経済市場のいくつかは、それぞれ固有のリスクに直面しています。ラテンアメリカ最大の経済圏であるブラジルは回復のペースが加速しており、グローバル経済の成長の恩恵を受けている一方で、メキシコは、米国が NAFTA（北米自由貿易協定）から脱退するというリスクを抱えつつ、大統領選挙を控えています。ロシアに対する制裁は解除されそうにありません。トルコはより独裁的な政権へと移行するなかで、EU との経済関係を断ち切り始めており、欧州は海外直接投資を減らしています。

全体として、新興国経済市場の GDP 成長率は 2017 年に 4.5%、2018 年に 4.7% へと上昇すると予想しています。この成長の加速は 2019 年まで続くと考えています。

### 中国の成長は緩やかなペース

加速する世界経済の成長による恩恵を受ける一方で、中国は今後、成長トレンドを減速させると見ています。中国は世界第二位の経済大国であり、その成長力は依然として世界の大部分の国よりも高いです。世界の他の国の経済回復にとって中国への輸出は、経済活性化の要因となります。

しかしながら、中国は異なる成長サイクルにあります。中国共産党第 19 回全国代表大会では、習近平総書記が国家の指導者となることを再確認しました。また、彼は経済や金融の安定性を改善することに目を向けています。その改革の一部が、中国の過剰債務の縮小です。実際に差し迫った危機の可能性は低いものの、名目 GDP 成長よりも信用取引の成長を低く抑えることは設備投資にとってネガティブな影響を及ぼします。更に、急成長の副産物として、中国の環境問題は深刻であり、政府は環境汚染を引き起こしている企業を閉鎖させています。

供給が大きく鈍化している状況において、中国経済の減速トレンドを更に強める可能性があります。中国における消費の高まりは、その動きの一部を相殺しています。家計は、依然として彼らの収入の 30%以上を貯蓄に回しています。将来、正しい経済政策によって、消費の成長を促進させる余地はあると考えていますが、それには時間がかかります。中国は 2017 年の GDP 成長率が 6.9% と順調です。そして、鍵となる党大会において、予想を大きく上回る結果を出しました。しかし、我々は信用取引の増加に関してより抑制的になると見ており、供給サイドの抑制により GDP 成長率は 2018 年には 6.4%、2019 年には 6.2%まで減速すると考えています。

### 2018 年以降のリスク

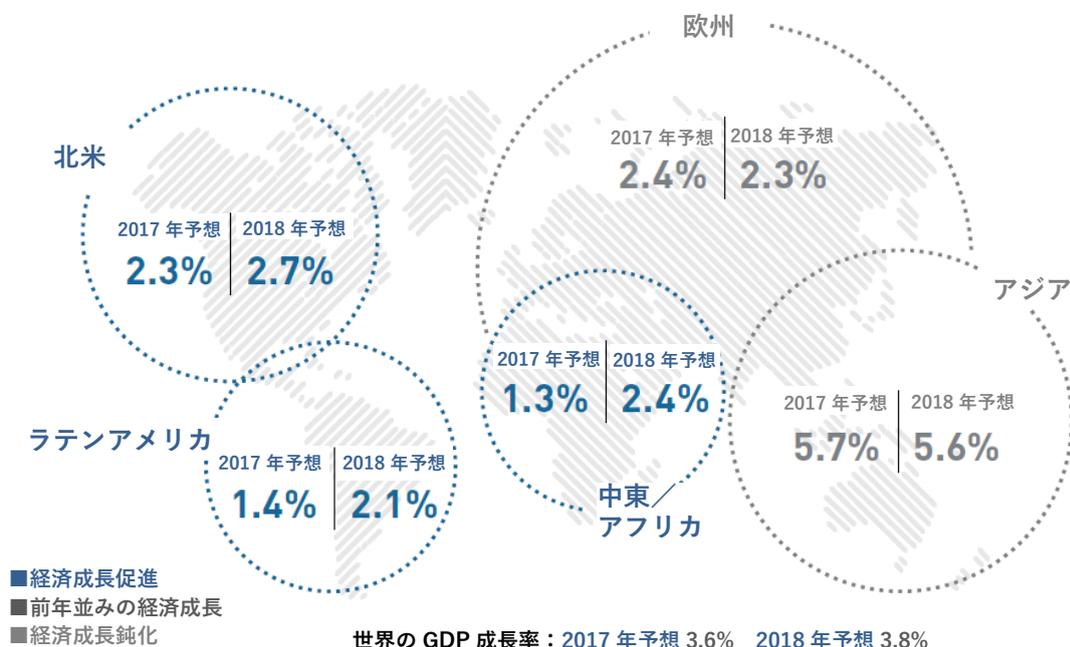
今回のグローバルな回復の特徴としては、経済成長は控えめなもの、金融市場のパフォーマンスが強いことが挙げられます。その高いパフォーマンスの主な要因の一つが、中央銀行の資産購入プログラムが生み出した過剰流動性です。

その QE は、米国がバランスシート縮小を開始したにもかかわらず 2018 年も継続しています。ECB（欧州中央銀行）と日本銀行は QE を継続し、2018 年には三大中央銀行合わせて 7,000 億ドルもの流動性が増加します。しかし 2019 年には、中央銀行が金融危機以降初めて流動性を縮小させ、世界的な QE は終わりを迎えると予想します。

また、我々は世界的な政策金利引き上げのサイクルがここ数年で広がると予想しています。これまで、FRB（米連邦準備制度理事会）とカナダ中央銀行だけが、金融政策の正常化プロセスを開始したばかりですが、2018 年に、我々はオーストラリアとニュージーランドなどの数カ国の中央銀行が正常化プロセスに入ると考えています。ECB や他の欧州の中央銀行がマイナス金利政策から転換し始め、政策金利をニュートラル方向に徐々に上げ始めるとき、金融政策の急激な引き締めが 2019 年に世界的に起こりうると考えています。

世界の同時の成長は、来年予想されるリスク・オンによる金融市場の上昇を支えるだけの十分なファンダメンタルズの改善をもたらしました。新興市場の金融政策担当者は先進国の後を追っており、この成長サイクルは新興市場でも十分余地があります。より強い世界的な成長トレンドの中で、金融政策は既に 2018 年以降に起こるかも知れない成長の減速を見越した対応も始めています。

## グローバル成長見通し



出所：トムソン・ロイター・データストリーム、ブルームバーグより PineBridge Investments が作成。2017 年 10 月 23 日時点



## 創造的破壊の時代への投資

- 予想通り、リフレッシュ・レジームへの移行が進んでいる：リフレッシュに対する信頼が成長と投資につながり、最終的には景気刺激策なきインフレへとつながる
- 全ての資産はキャッシュ・フローから見て割高に見えるが、いくつかの資産は現在の価格またはそれ以上の価格を正当化しうる
- グロース資産は引き続き魅力的であり、2018年のリフレッシュで最も恩恵を受けるのは、金融セクターとテクノロジー・セクターの2つである

マイケル・J・ケリー CFA  
マルチアセット運用グローバル責任者



来るべき年は、企業にとってアニマル・スピリットを高めてようやく投資を増やす年になりそうです。設備投資はついに減価償却を上回り、全体として、経済成長と株価にとってプラスに働きます。しかし、それはフリー・キャッシュ・フローを減少させ、クレジット・スプレッドは底打ちします。市場には、小さいキャッシュ・フローを追いかける大量の資金があふれています。金融危機以降、デレバレッジが進行し、中央銀行の緊急的な政策によって増幅され、グローバルに貯蓄過剰な状況となりました。来年は、その過剰な貯蓄が減少していきます。したがって今こそ投資に積極的になる必要があると思います。現在のキャッシュ・フローを見るとほとんど全ての資産が割高に見えますが、いくつかの資産は現在の価格あるいはそれ以上の価格を正当化できますが、その他の資産はそうではありません。我々は、企業、セクター、資産クラスが攻勢に出ていて、生産性向上に向けテクノロジー投資を行い、他社のビジネス・モデルの創造的破壊によって成長しているような投資機会を追求しています。

多くの期待は、これらの創造的破壊への機が熟していることの表われです。

今日のコンセンサスでは、中国経済は大きく減速すると見られていますが、我々はそう考えてはいません。多くのアナリストは、世界的な景気サイクルの終盤にいると考えていますが、我々は、現在、伝統的な景気サイクルの初期段階にあることを示すいくつかの特徴を見ています。また、コンセンサスによれば、アクティブ運用のパフォーマンスが市場を上回る一方、高すぎるコストゆえに、プライベート・アセット投資に追いやられるとされてきましたが、そうした考えには同意できません。

伝統的なビジネス・モデルがより頻繁に破壊され、復活できない敗者が多くなる環境下では、投資における流動性を高めるべきで、パッシブ運用が非常に割高な習慣になるかもしれないと警鐘を鳴らしています。

### 今こそ生産性向上を！

変則的ですが、現状の投資サイクルは、需給ギャップが改善し、生産稼働率が上昇する前の2017年に始まりました。何故なら、この投資サイクルは生産能力そのものに着目しなかったからです。企業は、既に、ビジネス・モデルが創造的破壊されることへの対応策として、新しい技術を導入し、生産性強化のため投資を行っています。企業はそのような変化を感じ取り、単純な生産量の向上ではなく、生産性強化のための投資を行っています。

AI（人工知能）、ロボット、クラウド、全自動化といった分野は高い投資収益が見込まれます。これらの投資によって収益を増加させ、動きの遅い競合他社に打ち勝つことが可能になります。今日の世界では、ある程度の老朽化した旧式モデルがビジネスから押し出されることによって、需給ギャップの偏りは収束に向かうと思われれます。勝者と敗者の格差が拡大する中で、敗者がゼロへ向かう状況においては、パッシブ投資が非常に割高な運用であるという環境が見えてきます。まさに変化は起こっているのです！

### 中国の新世紀世代は我々の中国に対する認識を変える

投資の世界の大多数は、中国で大きな経済の減速が起こると確信しています。習近平国家主席が中国共産党第19回代表大会を前に経済を刺激するため、なりふり構わず指導力を発揮したということがその考え方の根底にあります。

彼に権力が集中した結果として今後、減速が待ち受けていると考えられています。確かに、中国の経済は2017年に上向きましたが、その理由は、景気刺激策というよりも、中国が世界同時の回復軌道に消費セクターと共に乗ることができたことが要因であり、中国は大きな転換点を迎えています。中国の個人消費は、経済全体に占める割合が小さいと広く考えられていましたが、それは少し古い見方になっています。2016年の中国のGDPデータによれば、個人消費は経済全体の52%を占め、中国の経済成長の60%以上を占めるようになりました。10年前は、個人消費はそのわずか3分の1しかなかったのです。2016年前半には、習近平国家主席は古い国有企業の債務削減に取り組むと同時に個人消費者や中小企業が借入れを行い易くなるような取り組みを始めました。中国の消費者はまだ借入れを増やせるような状態にはありません。そして、個人消費は中国经济にとって、今後、強く持続可能な追い風となると考えられます。また、中国において、より速い消費社会への移行を促すような世代の動きも見られています。中国の一人っ子政策においては、4:2:1の家族構成、すなわち4人の祖父母、2人の両親と1人の子供の家族構成となっています。祖父母は多くの資産を下世代に譲っており、今日の中国の新世代の70%は家を所有しています。彼らは再び2人の子供が持てるようになり、個人の生活レベルはおそらく2倍になると考えられます。

また中国は、高いコストと環境汚染をもたらす古い工場を閉鎖するために供給サイドの縮小を段階的に進めており、2018年には更に加速する予定です。

すなわち、現在の成長率が見通しよりも良好であるため、環境改善対策を行っている間も、景気減速というリスクを取らずにその対策を実施することが可能であるからです。産業の成長鈍化と個人消費の上昇という経済構造の変化が、非常に適度な景気減速という形で今後中国に現れてくるものと予想します。これは中国のGDP統計には表われてくると思いますが、企業収益の面では、その中国の経済成長速度の変化は現れないでしょう。

### ビジネス・サイクルの終盤ではない

多くの方が、ビジネス・サイクルの時期を判断するのに、底打ちしてから何年間経ったかという点で判断しています。どんなサイクルでも9年は続かないので、そのような見解では、現在、サイクルの終盤にいたることになります。我々は、関連するいくつかの特徴からサイクルが初期段階にあると考えています。まず、第一に、需給ギャップは確かに縮小していますが、引き続き供給過剰な状態にあります。もし、需給ギャップが中立を超えても価格が上向いてこないということは、需給ギャップが実際にはまだ供給過剰な状態であるということであり、これまでと同様に、単に需給ギャップの数値が修正されると思われる。第2は、2016年半ばからのGDPの安定した加速は、名目GDPの成長と比較して著しく高い利益成長レバレッジ効果によって達成されたものであり、これはサイクルの初期段階に見られる特徴です。

OECD加盟国の需給ギャップ(潜在成長率に対する割合)

需給ギャップから見れば  
我々はビジネス・サイクル  
の初期にいる



出所：OECD、IMF World Economic Outlook 2017年10月時点



第三に、我々はインフレ率が十分に上がらない状態を目にしています。利益が急増しており、簡単に増益が実現できる状況で誰が価格の上昇を必要とするでしょうか？価格の上昇は、需給ギャップが本当に引き締まる、そして、利益を上げるのがより難しくなった後に、起こります。バリュエーションから見るとサイクル終盤にあるように見えますが、安全資産（リスク・フリー資産）からリスク資産（株式）へといった通常考えられる資産ローテーションから見るとそうではありません。

金利のイールド・カーブはほとんど動いていません。投資信託やETFへの資金フローから見た場合、2018年も資金は株式よりも債券に流れていくと予想されますが、むしろ、サイクル後半と考えられている高いバリュエーション（高い株価収益率、タイトなスプレッド）は、金利が低位な状況に張り付いたまま、共存していくと思われま。高い株価収益率とタイトなスプレッドは、流動性のローテーションによる結果ではなく、リスク、安全両資産クラスにとって重石となっている異常に拡張した貯蓄の結果として生じています。

それでは、我々は、どのようにサイクルの時期を判断すべきでしょうか？

我々は、「ニュートラル」に着目しています。それは、定性的な判断として、具体的には、需給ギャップ（依然としてサイクルの初期段階にある）、中央銀行の政策（彼ら自身の判断では、まだニュートラルに到達していない）に着目しています。両方がニュートラルとなるまでは、我々はサイクルの初期の段階にあると考えています。確かに、そこに行き着くまでには長い期間がかかっています。金融危機後に民間企業はデレバレッジを行い、そのために、環境が一時的に悪化し、その後の回復までに通常は3~4年かかるところが、現在9年目を迎えています。まだニュートラルにいないならば、サイクルの初期段階として、利益の伸び率は今後更に息の長いものになって行くと思われま。

### どこに投資機会を見ているのか？

我々の想定どおりにリフレーションの環境が広がってくると（最初にリフレーションへの確信があり、それから成長、投資、最後に、景気刺激策を伴わないインフレへと変遷します）、グロース資産への投資が魅力的であると考えています。

グロース資産とは、株式、開発不動産や森林などの資産クラスであり、それらのキャッシュ・フローが、グローバル経済の加速によって強化され、現在の価格に織り込まれているまたはそれ以上の成長を期待できます。特にリフレーションの恩恵を受けるのは、金融セクターとテクノロジー・セクターであると考えています。

民間部門が再びレバレッジ拡大に向かうのかどうかによって、金融機関の収益動向は大きく左右されます。再びレバレッジに向かうことで金融機関は規制緩和と併せてその恩恵を受けるものと思います。生産性向上のためのテクノロジーに注目した投資の波が来ていると我々は信じていますが、その意味では、テクノロジー・セクターの一部のサブ・カテゴリーにも同様の恩恵があると考えています。消費関連テクノロジーは最近特に注目が高い一方、企業の動きは相変わらず静かでしたが、それも変わりつつあります。また、小型株やバリュー株も魅力が高いと考えています。金融危機後の9年間、世界的に小幅な成長の中、大型成長株がより景気敏感な小型バリュー株よりも大きく値を上げました。成長の動きが広がってきたことで、今後小型バリュー株にも恩恵が出てくると思われま。しかし、引き続きこの小型バリュー株での変化には注意が必要です。世界の多くの地域で成長が拡大する中で、地理的に適切な市場を見つけ出すことにはあまり意味がありません。対照的に、セクター間で投資に差異をつけることは、より重要になってきています。債券運用においては、今後イールド・カーブやスプレッド両方の上昇に直面する一方で、投資適格CLOは大きく成長するものと思われま。プライベート市場への資金の流れは、これらの資産の魅力度を減らしています。しかし、依然としてまだ過剰な資金の流れが大型ファンドには見られていますが、より小さい、よりニッチな投資機会も多く存在しています。

### 変化の時は来ている

来るべき年は、多くの産業、企業、そして市場のコンセンサスにおいても変革の局面を迎えるでしょう。我々は、速やかにパッシブ投資を減らし、上場株式のアクティブ運用のエクスポージャーを増やして来ま。2018年は、潮が満ち多くのポートが打ち上げられる一方、変革の波と上手に付き合うことができれば最高な年になると思われま。

# 市場ベータに依存する リターンは、金融・財政政策 の創造的破壊に直面

- 債券市場を取り巻く環境は、2018年にこれまでの追い風状態から今後数年間穏やかではあるものの向かい風に変わるものと予想
- 投資家はアセットアロケーションにしても銘柄選択にしても、リスクを回避しつつアルファの源泉を通してリターンを得る必要がある
- 新興国債券、CLO トランシェおよび、よりダイナミックでオポチュニスティックなクレジット戦略を選好



スティーブン・オー CFA

クレジット・債券運用グローバル責任者

ここ数年、債券のパフォーマンスはグローバルの中央銀行の緩和的な金融政策によって支えられてきました。その結果、市場ベータに依存するパッシブ戦略のマネジャーが比較的良好なリターンをあげました。現在、世界の中央銀行は総じて、これまでの流動性の追加供給から引き締めの方にシフトしようとしています。世界の中央銀行のバランスシートは未だ拡大していますが、2018年は拡大から縮小への移行期になるものと思われます。この移行期においては、金利の動きはより激しくなります。目標水準を下回っていたインフレ率の正常化が進み、米国では目標水準に達し、その他の国々でも徐々に安定化に向かうと思われます。

世界の中央銀行の金融政策正常化の動きが同期化するため、投資家は短期金利のボラティリティの上昇を想定すべきです。金利正常化により、国によって異なるイールド・カーブの形状になることもあります。米国では、政策金利が引き上げられる一方、長期金利は他国の長期金利の影響を受けてそれ程上がらず、イールド・カーブのフラット化を予想しています。欧州では、長期債に対する中央銀行の需要が減少してくるため、イールド・カーブのスティープ化を予想しています。しかしながら、ECBは当面、政策金利を大きく引き上げる可能性は少ないと見えています。

上記はコア債券資産がこの先、3年から5年の間は、投資家の要求に満たない不十分なリターンが続く状況になることを示唆しています。債券投資家は要求リターンを達成するために、ベータ以外の方策を探る必要があります。アセットアロケーションにしても銘柄選定にしても、債券ポートフォリオはリスクを管理する一方で、

アルファの源泉からより多くのリターンを得ることが必要になってきます。

### 世界の同時成長が金利正常化の同調につながる

しばしば用いられる「同時成長」という言葉は、世界経済の状態を正確に表しています。金融危機後初めて世界のほぼ全ての地域でプラス成長となっています。これが、金融政策正常化の同期化につながり、各国中央銀行が特別な金融緩和措置からの脱却を図ることができるようになります。

グローバル資本市場の関連性と中央銀行の金融政策が為替市場に与える影響から、協調したプロセスは注意深くゆっくりとしたものになる見込みです。隊列を組んだ自転車部隊のように、中央銀行とエコノミストは、今後協調的な方法で過剰流動性を解消するという向かい風に上手く対処するものと思われます。

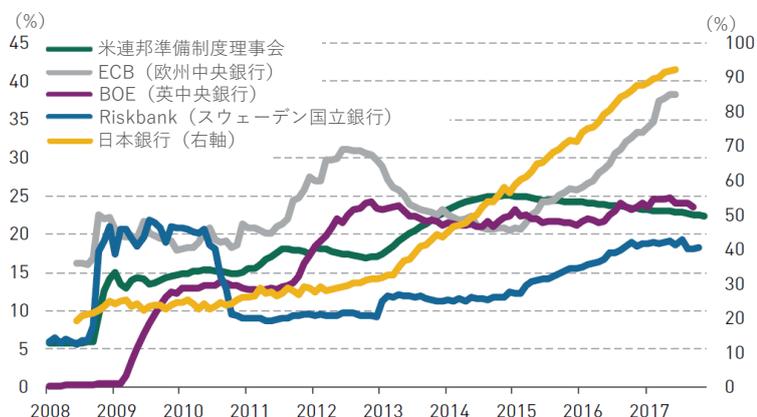
近年、主にFRBにスポットライトが当てられている一方、いろいろな面で、ECBに影響力が移る可能性があります。これまで世界国債のアンカー役でしたが、その金融政策の変更は劇的な影響力があります。FRBの新議長も、現在の金融政策の方向性を継続するものと見られます。ECB及び日銀は、いずれかの時点で重要な方針の変更を行うものとみられます。

今後の見通しに関しては、金融政策から財政政策へとフォーカスが移るものと考えています。米国では未だ税制改革と規制緩和が実現していませんが、その実現に向けた動きは、財政赤字の拡大と国債の増発を伴うものとなります。



## 中央銀行のバランスシートの成長

政策の変化により債券投資において選択的な多くの投資機会が現れる



出所：トムソン・ロイター・データストリーム、ブルームバーグより PineBridge Investments が作成 2017年10月23日時点

米国の税制改革は、債券市場に対して2つの異なる影響を与えます。1つは、既に力強い成長を見せている経済を更に後押しする効果であり、金利の上昇要因となります。企業サイドについては、投資適格企業にとってはメリットになる一方、負債比率の高い非投資適格企業にはネガティブな影響を与えます。

同様に、欧州についても緊縮政策から景気刺激的な政策にシフトし、財政赤字を許容するものと見られます。これはクレジット市場に有利に働きますが、金利市場には不利に働きます。

### 新興国市場における追い風

世界同時金融正常化プロセスは、先進国の債券にとっては向かい風となる一方、多くの新興国市場において状況は異なります。近年、多くの新興国は債券の敵である高インフレ、通貨防衛のための政策金利引き上げ、及び成長率の低下と戦ってきました。それらは、インフレ率の低下と中央銀行による政策金利の引き下げ或いは維持による成長の安定化といった、より好ましい環境にシフトしています。従って、新興国のファンダメンタルズは債券市場のサポートとなり、長期的には追い風となります。

しかしながら、ファンダメンタルズ面の見通しは良好である一方、新興国債券の利回りに引き寄せられた資金が流入し、バリュエーションのタイト化が進んでいます。従って、新興国債券全般には超過イールドが残っているものの、注意深いアプローチと高いクオリティの債券への投資が必要となります。

他のリスクアセットと同様に、この先、個別銘柄の選定が重要になってきます。

### 企業のクレジット・ファンダメンタルズは引き続き魅力的、ただしバリュエーションについては議論の余地無し

債券発行企業の収益見通しについては、ポジティブに見ており、マクロ経済の成長による恩恵を受けるものと思われます。法人税減税の可能性や企業に有利な政策が追加されることによる下支えが期待できると考えられます。レバレッジド・ファイナンスの世界においては、デフォルト率は今後も歴史的に見て平均を下回る水準で推移すると見られており、特にハイ・イールド債券については、あらゆるクレジット・サイクルを経験する中で、デフォルト率が低下するなど改善傾向にあります。

商品価格の動向は、近年、投資家にとって懸念事項となっていましたが、これらの懸念はテクノロジーが変革をもたらす中で小売業などにシフトしてきています。市場には、テクノロジーやソフトウェア関連企業の債券が多く見られます。テクノロジー産業は、競争環境や商品のライフサイクルを踏まえて、より変化する方向に向かっており、これらによって、テクノロジー産業の見通しが変わるかもしれません。テクノロジーについては債券投資の観点からは注意深く見ており、上昇余地は限られる一方で、下落リスクは大きくなる可能性があると思っています。



マクロ経済環境と企業収益の改善は現状の信用スプレッドのタイト化を下支えする要因となりますが、クーポン水準を上回るリターンを上げることが難しくなっています。また、我々は下落に対するテールリスクの上昇を注視しています。信用リスクは、取るべきリスクとしては、金利リスクに比べると良好な環境にはあるものの、テールリスクは信用リスクにより大きな影響を及ぼす可能性があるため、この市場環境下では、銘柄選択が間違いなく最も有効な運用手段となると思います。

ローン市場は、金利上昇やテールリスクに対する弁済の優位性など、そのディフェンシブな特性ゆえに相対的に魅力的な資産クラスであると考えています。しかしながら、信用スプレッドは引き続き押し下げられ、期限前返済の可能性からコンベクシティはネガティブ（金利の上昇時に下落幅がより大きくなる）となっており、そのため見通しはネガティブになりやすいと考えています。

CLO トランシェはリスク調整後リターンにおいて魅力的であり、高い利回りのローンのエクスポージャーを取るための別の選択肢を提供しています。しかしながら、CLO の魅力はその構造の複雑さとトレード・オフの関係にありますので注意が必要です。それでも投資家が信用リスク、個別ローンリスク、流動性リスクなどを正しく評価することが出来れば CLO は投資妙味の高い証券であると考えています。

また、投資家は中堅・中小企業へのダイレクト・レンディングといった資産クラスへの投資など、非流動性プレミアムを取って利回りを高めようとしています。

## 今後想定される逆風

多くの政治リスクが 2017 年の市場を脅かしましたが、債券市場にとっては、結局ゴルディロックス（適温）に近い状況でした。比較的高い資産の信用スプレッドは、グローバル経済のファンダメンタルズ見通しの改善や投資家の利回り追求の動きの中で、引き続きタイトになっています。そのため、国債の需要も高く、またインフレ率は引き続き低位にあり、中央銀行は緩和の姿勢を維持していることから、債券は引き続きプラスのリターンを生み出しています。

しかしながら 2018 年以降は、債券市場は、これまでの追い風の状況からやや向かい風の状況に変化すると思われます。中央銀行によって生み出された過剰な流動性供給は、2018 年も中央銀行のバランスシートが引き続き拡大することから、継続していきます。しかし 2018 年は転換点の年になると考えており、以後、グローバル市場から徐々に流動性が引き上げられていき、債券のリターンの低下をもたらすような状況になると予想されます。

## ファンダメンタルズが市場を動かしていく側に

- 株式市場間及びセクター間の相関は急激に低下しているが、これはこれまでのように需給要因ではなく、企業のファンダメンタルズが株価の変動要因になっていることを示唆している
- 「スマート CAPEX（資本支出）」ならびに戦略的な投資は、2018 年以降の勝ち組企業を生む
- ボトムアップ・リサーチを通じた、アルファ獲得の機会が訪れる。特にアジア、日本、欧州、中小型株式はグローバルの資本財・サービス・セクター、テクノロジー関連セクターと同様に魅力的

アニック・セン  
株式運用グローバル責任者



グローバル市場の正常化はまさに始まっています。セクター、市場間の株価の相関は急激に低下しています。これはまさに需給ではなく企業のファンダメンタルズこそが株式市場を左右するということの表れだと思っています。これはグローバル金融危機以降続いていた市場環境が変化し始めたということであり、2016年の後半からバリュエーションが上昇し、グローバルの成長を牽引して来ました。インフレ率は引き続き低く、中央銀行は緩和的な金融政策を続けています。しかしまだこれは始まりの段階です。この市場環境の変化の流れは更に大きくなると思われます。

次に何が起こるのでしょうか？それは誰にその質問をするかにもよります。伝統的なマクロ経済の見直しにおいて現在の経済の拡大状況をサイクルの始まりから終わりという期間で見た場合、我々は終わりに近づきつつあるということになります。我々が今経験している拡大の時期よりも期間の長い拡大期は過去2回しかありません。しかし我々は、もう一つの新しい道りを見えています。いかなる事業サイクルにおいても、企業が増配や自社株買いで株主還元を行うよりも投資を優先して始める時期があります。またQEは、このサイクルをこれまでとは異なる状況に変化させています、高いバリュエーションは全ての資産クラスにとって普通となり、世界の主要経済圏での金利は引き続き低位またはマイナスとなっています。間違いなく多くの投資家で市場は混みあっています。

この混雑ぶりは株式市場でも見られています。最初に債券並みの低リスク株式において、次によく知られたテクノロジー株式のような成長株において高いバリュエーションが見られました。リターンのばらつき、或いは株価の動きも長期の過去平均と比較して低く留まっています。これが今回のサイクルのこれまでと異なる特徴ですが、我々は多くの市場参加者が信じているよりもサイクルの初期段階にこのことをこれらが示唆していると考えています。

株式投資家にとって良いニュースは、企業のファンダメンタルズが向上していることです、過去9年間で初めて企業収益予想は強固かつ改善しつつあります。特に最近良好な改善を示したのが欧州、アジアそして日本です。

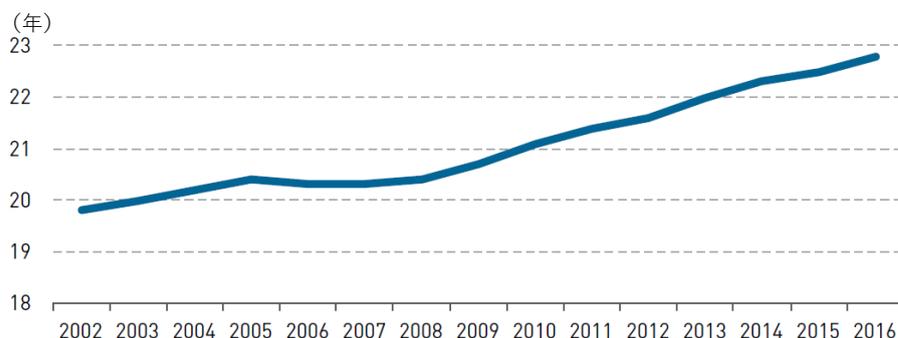
### 企業は「スマート CAPEX（資本支出）」にシフト

資本財が老朽化していく中で、投資支出は事業サイクルにおいて重要な部分となっています。投資の動きはまだ見えてはいませんが、状況は良くなりつつあります。十分な供給能力がある一方で伝統的な資本支出の必要性は低下しています。例えば、1990年前半以降、米国の製造業の稼働率は、一般的に新規投資が必要とされる85%を下回っています。同様に世界の他の地域でも同じような傾向が見られており、特に中国では顕著です。中国では多くの産業で段階的に過剰な生産設備を統合してきています。

多くの企業において2008年以降の費用削減を通じて比較的容易に収益を改善できた局面は終わり、収益性の伸びは停滞してきています。企業の経営者にとって生産能力の拡大に必要な投資コストの回収に長期間を要するため、資本支出の恩恵を受けられませんでした。資本支出に対する投資家の態度には大きな変化が見られています。投資家は投資や戦略的な活動を通じて営業収益を改善するようなスキルとビジョンを持った経営陣のいる企業を探しています。これらのテクノロジーによって生産活動は標準的な商品の大量生産から、顧客の需要に応じたカスタマイズによる少量生産へのシフトが可能となり、より低価格でサービスの提供が可能となります。これがまさに「スマート CAPEX」です。

企業の資本財が老朽化する中、新規設備投資のシグナルとなっている。

## 米国民間企業の固定資産の保有年数



出所：米国商務省 2002年～2016年

スマート CAPEX にとっての朗報は、スマート CAPEX は元本回収期間が 3~4 年と非常に短く、投下資本リターンが高いことです。従って投資に対する営業収益の改善の見通しが立てやすくなります。この点が過去の投資と大きく異なる点であり、以前は長い元本回収期間を要し、しばしば資本コスト以下のリターンとなることがありました。

過去、投資家は資本支出に積極的ではなかったのは不思議ではありません。資本支出サイクルの早い時期において、セルサイドのアナリストの見通しには資本支出による営業収益の改善の可能性は織り込まれていないからです。しかし、今後多くの経営陣は必要なテクノロジーの更新について取り組むようになるでしょう。そして、結果として勝ち組企業の経営陣とその他の格差は、リターンの格差と同じく今後数年で広がっていくと思われます。

## 新しいテクノロジーに着目

現在のサイクルにおいては、新しいテクノロジーの展開が全てであると考えています。実際、いくつかの変化が見られており、テクノロジーの変化のペースは以前には見られなかったことです。これらの変化はテクノロジー・セクターだけに限らず、シリコン・バレーを超えて消費者としての我々自身にも影響を与えています。

電気自動車を例にしましょう。電気自動車は移動手段を変える力がありますが、またグローバル経済にも大きな影響を与えます。主要な自動車メーカーは今後数年で燃焼エンジンのみの車がなくなると予想しています。これらの変化は産業における新しい経済システムの誕生であり、単にテクノロジーが新しいものに置き換わったということだけではなく、他の産業にも影響が広がってくると見ています。例えば、エネルギーや鉱業セクターは車の電化によって影響を受け、保険や不動産は車の所有からシェアリング、レンタカーの利用に移ることによって、また、エンターテインメント産業は、車の運転の時間から開放されることで、影響を受けます。すなわち、多くの産業で投資の機会が出てくることになります。

これらの変化は市場にとって大きな影響を与え、勝ち組企業と負け組企業の格差が拡大します。過去 9 年間は、多くの企業がコスト削減に注力しており、中央銀行は多額の流動性を供給していたため、このような格差はそれほど見られませんでした。しかし、今日、グローバル経済の成長は同時に起こっており、スマート CAPEX の新しい波と戦略的な投資によって明日の勝ち組企業が生まれると見ています。



誰がこの勝ち組になるのでしょうか？非常に簡単です。ユニークな事業と強固な経営陣が存在する企業です。強力なフィルターを使うイメージで投資ユニバースの企業の中から企業を選び分けて上位にあるものだけを残すことができると考えています。ユニークな事業とは即ち代替が効かず、競争上、優位にあり魅力的な事業を運営するだけの財務上の柔軟性も兼ね備えているということです。また、強力な経営陣とはしっかりとした実績を積んでおり、戦略的ビジョンに優れ、財務に関して保守的な考えを備えているということです。これらの企業はテクノロジーによって企業の運営プロセスの変革を推進し、競争優位性を保つため、他社からの参入障壁を高くすることが可能となります。

動きの鈍い大企業は、イノベーションにおいて機動性に優れた中小企業に注目するようになり、今後数年で、合併、企業買収の動きが出てくると思われます。これらの勝ち組企業を見つけて正しいバリュエーションでこれらの企業を取得することはアクティブ・マネジャーの目標であり、投資家にとっても市場のバリュエーションが高まれば、魅力的なリターンが提供されると見えています。

### 銘柄選択による投資機会の発見

市場インデックスレベルの動きの中に投資機会をもはや見出すことはできません。市場の中で何が起きているのかを探ることで投資機会を見出すことができると考えています。

例えばインドはファンダメンタルズが改善していますが、インド市場全体にアプローチするというやり方では十分ではありません。我々の現地インド株運用チームはいくつかの株式を割高と判断しており、その取引価格を正当化するのは難しいと考えています。これは世界の他の地域の株式市場でも同様であり、バリュエーションが歴史的に見ても高い、バリュエーションのばらつき、或いは割高な株とフェアバリューの株の差が大きいと言った事象が見られています。

勝ち組企業を正しく特定することはバリュエーションがいずれファンダメンタルズに近づいていく中で大きな収益をもたらすこととなります。反対もまた真実であり、多くの企業において、その高い期待がバリュエーションに織り込まれているにもかかわらず、実際にその期待通りにならなかったことで、投資家を失望させてしまうことがあります。

これが今後の数年間が過去9年間の投資期間と比べて異なるという理由です。投資環境は特にアクティブ運用にとって、ある一定の特性しか持たないトップダウン、スタイル投資といった運用手法と比べて魅力的であると考えています。グローバル資本財セクターやテクノロジー関連の産業と同様にボトムアップの調査を通じて、特にアジア、日本、欧州、中小型市場にアルファを生み出す投資機会を見出しています。

### 市場が正常化した際のリスクを意識

我々は常にリスクを意識していますが、多くのリスクは沈静化しています。欧州は政治的に不透明な状況を示していましたが、結果はそれほど驚くべき内容ではありませんでした。地政学リスクは残ってはいますが、世界同時の成長が世界の安定にとって強力な足がかりになると思われます。

このサイクルの初期段階においては、株式にとっては良好な環境にあると言えます。欧州、アジア、日本そして米国は同時に成長段階に入っていきます。企業の売上は良好で収益予想は概して上方修正されています。同時に中央銀行は引き続き市場をサポートするような政策を続けています。企業は投資の初期段階にあり、投資を通じた生産性の向上と競争優位性の向上を図ると見えています。我々のようなアクティブ、ボトムアップの投資家にとって多くの投資機会がもたらされると考えています。



## 不透明な市場環境の中では 相対価値と短期デュレーションに注目

- 多くの投資家は伝統的な市場における低利回りが継続すると考えており、プライベート市場への資金流入が今後も継続する
- マクロ経済の見通しが不透明であり、バリュエーション、債務レベルが高い状況では、相対的に短期デュレーションでの投資が望ましい
- 2018 年は、相対価値に注目、プライベート市場の中でも中小型市場のエリアに投資機会を見出す



スティーブン・コスタブル CFA

プライベート・ファンド運用グローバル責任者

投資家は、伝統的な市場の長期の見通しから判断して、利回りと価格向上を目指して、プライベート市場に向かっています。多くの投資家は次の減速がいつ来るのかを懸念しています。また、中央銀行は非伝統的な市場介入からの方針転換が上手く行くのでしょうか？

当面、グローバル経済は同時に成長を続けていくでしょう。先進国は成長モメンタムを維持し続けると皆が信じるようになって来ています。プライベート市場では伝統的市場ほどには資本が十分ではありませんが、それでも市場の底入れが近づいている中で、何もしないで待ち続けることはできません。我々は、あらゆる状況においてもお客様のリスクに見合ったリターンが期待できる投資機会を探し続けています。

資金はプライベート市場に流れてきており、2018年もその減速の兆しは無いと見えています。しかし流動性がもし止まってしまえば、このトレンドは変わってしまうと思われれます。

### どこに投資機会を見出すのか

現在、我々は、相対価値で魅力のある投資と同時に比較的短いデュレーションでの投資機会に着目しています。市場が中長期のマクロ経済の見通しについて不透明で、バリュエーションや負債レベルが高い状況にある時、短期デュレーションで投資を行うことは理にかなっています。またある投資戦略が割高になっている一方で、その他の戦略では割安と言うこともしばしば見られます。もしこれらの資産に適切な投資判断ができるのであれば、投資家はリスクに見合ったリターンを獲得することができると思われれます。

我々はプライベート市場における中小型市場にも投資機会を見えています。しかしこれらのセグメントには高い専門性と銘柄選択能力が必要となります。また大幅に割安でないとしても大型市場に比べて相対的に魅力的な投資を提供しています。投資家はデューデリジェンスの観点で比較的容易に評価できる資産に向かいがちですが、それらの資産は、評価のしづらい、知名度の低い資産取引と比べると価格はそれほど上昇しません。

## 2018年のプライベート・ファンドの着目点

### 相対価値



### 短期デュレーション



### ミドル・マーケット



### 気に留めておいた方が良いリスク

プライベート市場は伝統的市場と比較して異なるリスクの特徴があります。正しいデューデリジェンスは、投資マネジャーが適切な投資を実施することができるのかを判断するのに、必要不可欠です。プライベート・エクイティのポートフォリオは伝統的市場に比べて市場の動きやその不安定さといった要因に対してすぐに反応することはないということは重要なことです。一方で投資家は流動性については気に留めておいた方が良いと考えます。2009年以降、プライベート・エクイティのエグジットは、長期平均よりも活発に行われています。しかし次の3~4年を見通した場合にプライベート市場は流動性の面で平均回帰をしていくと思われる。

投資家はレバレッジにも着目すべきと考えます。いくつかのマネジャーはリターンの向上のためレバレッジという金融手法に頼っています。今後を見通した場合にはレバレッジは適切な戦略ではありません。レバレッジ市場は今後3~4年で割高になっていくと思われる一方、企業価値の向上、再編にスキルのあるマネジャー、小型市場が得意なマネジャーなどが、次のサイクルの中では良好な位置を占められると思われる。

新興国市場は相対価値において魅力的である一方で、リスクについては同様に注意する必要があります。先進国の産業が割高な環境は新興国経済における低価格と結びついています。投資家はこのような新興国の環境から来るマクロ経済、通貨のリスクに注意すべきと考えます。通貨リスクには様々な変数、要因が絡むため、数値化するのが難しいですが、通貨の動きがグローバルな投資にとって大きな影響となっています。



## フィーに注目が集まる

機関投資家は市場が今後過去に比べて低リターンしか上がらないと予想しており、そのため以前よりもフィーに注目が集まると考えています。

この変化は、投資マネジャーにとって大きな影響を受ける可能性があります。大規模の投資マネジャーないしは小規模のマネジャーはその環境に対応しています。一方で中規模のマネジャーは、大規模マネジャーほどのスケール・メリットもなく、小規模マネジャーと違って間接経費も大きくなっています。これはプライベート市場以外でも同様です。

なぜ、これが投資家にとって重要なのでしょうか？投資家はフィーや費用に関してよく認識し、どのマネジャーが低いフィー環境のなかで運営されているのか評価、判断する必要があると考えます。

## 2018 年も資金はプライベート市場に流れる

プライベート市場はポートフォリオ構築からエグジットによる実現益の確保へと転換してきました。今年、流動性（エグジット）の流れが若干緩くなってきましたが、それでも現在の流れを変えるほどではありませんでした。資本コストは未だに安く、資産の取得や移転が容易な状況にあります。

多くの投資家は伝統的市場が厳しい環境にあると考えており、高いリターンの可能性とはあまり関係なく、引き続きプライベート市場に資金が流れてくると見えています。プライベート・エクイティの取得のために利用したハイ・イールド債のデフォルトが増加するなど以外には、この資金の流れのトレンドを妨げるものはないと思われます。もし、投資家がレバレッジの高い企業からのデフォルトが多くなってきたと認識すれば、資本の動きはこれまでよりも減速すると考えられます。

今後、より大きな懸念となってくるのはプライベート市場が流入してくる全ての資本を吸収し切れるのか、ということです。資金を限られたディールにしか投資できないような厳しい環境になってくると、高めの購入価格倍率、高いレバレッジはリスクを高める要因となります。



## 重要な注意事項：年金基金・機関投資家向け運用戦略に関する留意点：

●運用戦略に係るリスクについて：弊社が提供する運用戦略は、主に国内外の株式、公社債、オルタナティブ等の値動きのある証券を投資対象としているため、お客様の運用資産の評価額は変動します。したがってお客様の運用資産に損失が生じ、お客様が投資した当初の元本を全額回収できない可能性があります。個別の運用戦略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も異なります。

※上記のリスクは、個別の契約内容等により異なります。

[ご投資いただく年金・機関投資家のお客さまには以下の費用をご負担いただきます]

### ●運用戦略に係る費用について

**投資顧問報酬等：**投資顧問契約及び投資一任契約に係る投資顧問報酬として、契約資産額に対して年率 1.1232%（税込）を上限とする料率を乗じた金額が契約期間に応じてかかります。最低投資顧問報酬は年額 10,800,000 円（税込）です。なお、お客様との協議により成功報酬制とする場合があります。

**その他費用：**その他費用として組入有価証券の売買委託手数料、有価証券の保管等に係る諸費用等がかかる場合があります。

投資一任契約に基づき投資信託を組入れた場合は、投資信託の信託報酬、信託財産留保額、組入れ、解約等に際しての手数料等、組入有価証券の売買委託手数料、有価証券の保管などに要する費用、管理費用、監査費用、設立に係る費用、借入金の利息、借株の費用などが発生し、投資信託財産から控除される場合があります。

### 《ご注意》

※成功報酬、その他の費用については、運用戦略および運用状況などによって変動するものであり、事前に料率、上限額などを表示することができません。

※上記のリスクや報酬、費用等は、個別の契約内容等により異なりますので、契約を締結される際には、事前に契約締結前交付書面を十分にお読みください。

※お客様が特定投資家の場合、金融商品取引法第 45 条に基づき、契約締結前書面の交付等行為規制の適用を除外される場合があります。

※投資一任契約に関しては、金融商品取引法第 37 条の 6 に規定する「書面による解除（クーリングオフ）」の適用はありません。



## ディスクロージャー・ステートメント

PineBridge Investments は、世界各国で投資家に投資助言・投資運用サービス及び投資運用商品を提供している国際的な企業グループです。PineBridge Investments は PineBridge Investments IP Holding Company Limited が専ら使用権を有する登録商標です。

グローバル投資パフォーマンス基準（Global Investment Performance Standards (GIPS®)）の準拠にあたっては、同基準で言及する「会社」を「パインブリッジ・インベストメンツ・グローバル」と定義します。「パインブリッジ・インベストメンツ・グローバル」には、（本プレゼンテーションで言及されていたとしても）一定のオルタナティブ投資グループ及び一定の現地法人は除かれ、またパインブリッジ・インベストメンツの資産も除かれます。

読者層：本資料は受取人のみを対象にしており、当社の許可なく再配布することを禁止します。その内容には守秘義務が課される場合があります。PineBridge Investments 及びその関係会社は本資料の一部もしくは全部が違法に第三者に配布された場合、その責任を負いません。

見解：本資料に記載された見解は、事前の通知なく変更する場合があります。本資料により何らかの行動を勧誘、または推奨するものではありません。

リスクに関する警告：全ての投資は損失の可能性があるリスクを伴います。過去の運用実績は、将来の運用成果を保証するものではありません。投資に際し提供された資料がある場合はその資料のリスク説明をよくお読みください。当社の投資運用業務は、価値が変動する様々な投資商品を対象にしています。

投資リスクは運用する投資商品により異なります。例えば、ポートフォリオが、表示される通貨以外の通貨建ての投資商品を保有している場合、為替相場の変動は投資商品の価値を上下させ、その結果、ポートフォリオの価値を上下させることがあります。ボラティリティのより高いポートフォリオでは、投資商品の価値が不意に大きく下落することがありますので、実現損又は解約損が非常に大きくなる場合があります。投資金額を全て失うこともあります。投資決定に際して、投資家は、関連する投資のメリット及びリスクについて、投資家自身で判断しなければなりません。

パフォーマンスノート：過去のパフォーマンスは将来の結果を示すものではありません。投資目的が達成されるという保証はありません。PineBridge Investments は、結果を比較する目的でベンチマークを使用することがよくあります。ベンチマークは説明目的でのみ使用されており、そのような参照は、投資やベンチマークの投資収益率と必ずしも相関関係があることを意味するものではありません。参照さ

れるベンチマークは、投資のアクティブ運用に関連する手数料および費用を反映していません。PineBridge Investments は時折、戦略の有効性を示したり、市場・投資分析を通じてマーケットビューを伝えたりすることがあります。このような方法は、予想される投資成果の範囲のみを示すことを意図しており、将来の業績の指針とはみなされるべきではありません。いかなる収益が達成されるか、投資家にとって戦略が成功するか利益を上げるか、あるいは業界の見解が成立するという保証はありません。実際の投資家は異なる結果を経験することがあります。

本資料の情報については記載がない限り未監査です。また第三者機関からの情報は信頼できるに足るものであるものの、その正確性または完全性について、PineBridge Investments が保証できるものではありません。

PineBridge Investments Europe Limited は金融行動監視機構（FCA）から認可を受けその規制下にあります。英国では、本資料は FCA ハンドブックにおいて定義される Professional Clients のみを対象にしており、PineBridge Investments Europe Limited の承認を受けています。Professional Clients 以外の区分の方は担当までご連絡ください。

本資料は PineBridge Investments Ireland Limited により承認されています。同社は、アイルランド中央銀行により認可を受け、その規制下にあります。

オーストラリアでは、PineBridge Investments LLC は、ホールセールクライアントに提供する金融サービスに関して 2001 年会社法の下でオーストラリアの金融サービスライセンスを保有する要件から免除され、個人投資家またはリテールクライアントに提供するライセンスはありません。本資料を受領したオーストラリアの法人はホールセールクライアントであること並びにオーストラリア国内又は国外のいかなる者にも配布しないことを表明するものとします。

香港において、本資料の発行者は証券・先物取引監察委員会（SFC）により認可を受けその規制下にある PineBridge Investments Asia Limited です。本資料は SFC による審査は受けておりません。

ドバイでは、PineBridge Investments Europe Limited がドバイ金融サービス局（Dubai Financial Services Authority）によって駐在員事務所として規制されています。

PineBridge Investments Singapore Limited は、シンガポール通貨監督庁（MAS）から認可を受けその規制下にあります。シンガポールでは、本資料は個人投資家に適切ではない可能性があります。また本資料は MAS による審査や承認を受けたものではありません。

## PineBridge Investments について

PineBridge Investments は個人投資家および機関投資家に対し、上場株式、債券、プライベート・エクイティおよびヘッジファンド戦略等の多様な投資商品とサービスを提供するグローバルな運用会社です。運用資産残高は約 886 億米ドル（2017 年 9 月末時点）となっています。

マルチアセット投資 | 債券投資 | 株式投資 | オルタナティブ投資



### 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](http://www.pinebridge.co.jp)

本資料は、投資環境に関する情報提供を目的として、パインブリッジ・インベストメンツ株式会社が PineBridge Investment LLC 作成の資料を翻訳したものであり、個別証券の投資の勧誘・推奨を行うものではありません。また、本資料の内容は今後変更されることがあります。

本資料は、当社が信頼できると考え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保証するものではありません。本資料中のいかなる記載事項も将来の投資機会や運用成果を示唆あるいは保証するものではありません。