

2023 年市場見通し： 方向転換の年、 グローバル市場を牽引する 5 つのテーマ

投資家は、2023 年の投資判断の材料となる重要なマクロ経済、市場、政策の転換点に直面しています。インフレは依然として最重要課題となっており、投資家は FRB や他の中央銀行がハト派に転じるのを待ち望んでいます。また、ドル高は世界の多くの地域で痛みをもたらしています。しかし、景気後退が懸念される中でも、2023 年に向け当社はあらゆる資産クラスで選択的なアルファの獲得機会があると考えています。

■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。

2023 年にグローバル市場を牽引する 5 つの重要なテーマ

1. 根強いインフレにより、中央銀行の政策転換に遅れ・リセッションに陥るか否か

長年にわたるデフレーションにより、投資家は景気拡大の長期化、景気後退の短期化、資産価格の下落幅の縮小を期待するようになりました。ここで問題となるのは、現在のサイクルがこうした期待をひっくり返すのか、つまり、タイトな労働市場と持続的なサービスインフレがなかなか緩和されず、中央銀行の方向転換に時間がかかっていたインフレ時代に逆戻りするのか、あるいは、その原因が前例のない性質のものであるために、インフレ傾向が予想よりも長く（それでも一過性の）異常な状態にあるだけなのかということです。いずれにせよ、今年のインフレ率の推移が、市場が求めている中央銀行の政策における「ビッグ・ピボット（大転換）」の実現時期を決定する可能性があります。FRB は市場に周知させた利上げペースを続けており、景気後退懸念の高まりに直面していても、利上げの停止ないし反転のためには、コアインフレと逼迫した労働市場の明確な原則が必要です。欧州中央銀行も、景気後退が迫る中、インフレ抑制のために過去最大の利上げペースを維持しようとしているようです。FRB が 2023 年の大半を 4.75%～5%で「利上げの後、据え置く」とすれば、金利上昇と量的引き締めの影響は金融環境にとって厳しいものになるでしょう。一方、主要国の中で金融政策を数年間タイトな状況を維持した後に緩和しているのは中国と日本だけです。

2. 新たに手にした米ドルの優位性はその他の国々に痛みをもたらすがピークを迎える可能性

ドルは数十年来の高水準に達し、その圧倒的な強さは他国の経済に重くのしかかり続けています。特に、ドル高は先進国だけでなく新興国市場にも影響を与え、インフレを助長し、輸入品のコストを引き上げています。また、一部の中央銀行が、たとえ自国経済がそれに耐えられないとしても、独自の金融引き締めを行う必要性に迫られる一因にもなっています。世界的な景気後退への懸念から、投資家は安全な避難先としてドルに集まり、FRB の積極的な利上げが米国投資の魅力に拍車をかけています。とはいえ、ドルは 2023 年年央あたりにピークを迎えるのではないかと考えています。

3. 景気後退が懸念される中、「守り」から「攻め」への転換タイミングを探る投資家

欧州の景気後退の可能性はますます高くなり、回復力のある米国経済でさえ、自らの景気縮小を回避するために、ますます FRB のハト派への政策転換に頼らざるを得なくなっています。また、中国が 2021 年の政策主導の景気失速後、再び成長を取り戻し、世界的な景気後退を回避するのに一役買うかもしれないと考えていたものの、我々が期待する改善は、もはや他の下落要因を相殺できるほど強力なものではありません。景気後退懸念は、米ドル建て資産への需要をさらに喚起する流れを生み出しています。この状況が過ぎ去るのは FRB による最初の利下げが行われた後、即ち 2023 年後半以降になる可能性があります。投資家にとって大きな問題は、いつ守りから攻めに転じるかでしょう。

4. 中国：市場は長期的な政策の大転換がもたらす短期的な影響に注目

中国の第20回党大会の結果は、成長志向への政策転換を期待させるものではありませんでした。集団所有と中央集権化の進展により、中国の成長は長期的には鈍化すると思われますが、2023年は長期的な成長トレンドに逆行する可能性があります。中国政府は、最終的に経済再開への道を開くステップを含む、新しく、破壊的でないゼロ・コロナ政策を発表し、民間不動産開発業者への支援を再開したばかりです。この変化は、年が明けると、中国経済を上向かせるかもしれません。もしそうであれば、中国は2023年には経済成長が加速する数少ない国の一つとなることでしょう。国家統制の強化という長期的な重荷は、資産評価に十分すぎるほど織り込まれていると思われ、2023年には逆張りのチャンスとなる可能性を秘めています。

5. 地政学的な要因により、エネルギー投資と責任投資へのシフトが加速

ロシアのウクライナ侵攻は、ヨーロッパがロシアの石油なしでいかに冬を越すかを問うこととなり、エネルギー自給とグリーンエネルギーや再生可能エネルギーへの取り組みの勢いに新たな危機感をもたらしています。また、多国籍企業や投資家は、独裁的な政権下で、ルールが突然変わる可能性のある国への投資に慎重になっている可能性があります。習氏が権力を掌握した中国に対するセンチメントも同様です。一方、米国では中間選挙の結果、再び膠着状態となりましたが、ブラジルではボルソナロ氏が否決され、環境に配慮した成長にさらなる追い風となる可能性があります。気候変動への投資は大幅に増加し、世界的な過剰貯蓄を取り崩す勢いです。

2023 年マルチアセット見通し： 見つけづらい「ビッグ・ピボット（大転換）」

著者：

Michael J.Kelly, CFA

マルチアセット部門グローバル・ヘッド



2023 年のマルチアセット見通し: 見つけづらい「ビッグ・ピボット (大転換)」



各資産の価格を見る限り、投資家は来年の景気後退はソフトで浅いものになると考えており、株式のリスクプレミアムは上昇せず、クレジット・スプレッドの動きはソフトランディングによる影響を受ける程度とされています。当社は、この考え方は楽観的過ぎると考えています。では、2023 年に向けて資産配分にはどのような影響があるのでしょうか。

市場は、米国やその他の国々の景気後退を食い止めるために、FRB やその他の中央銀行が間もなくハト派的な政策を打ち出すことを期待しているようです。当社の目には、これは過去 40 年間のデイスインフレーション時代の延長線上にあるように映ります。しかし、時代は変わり、中央銀行はもはやそれほど迅速かつ熱心に救援に駆けつけてはくれないかもしれません。

一過性の物価上昇に歯止めがかかったとはいえ、より緩やかでより恒常的なインフレ圧力は高まり続けています。脱グローバリズムが進行し、コモディティが構造的に不足し、労働力がタイトになり、インフレにならない方法で成長することが難しくなっているのです。難しい判断ではあるものの、中央銀行は依然として経済システムからインフレ要因を見出そうとしていると当社は見ています。つまり、インフレが進んでいるにもかかわらず、労働市場が緩むのを待つということです。一方、強い米ドルはインフレ圧力を海外に押しやり、米国外の中央銀行は例え景気が後退したとしても引き締めの継続を余儀なくされています。

このような状況を踏まえ、当社は 2023 年に向けて弱気の姿勢を崩していません。世界金融危機後の数年間の大幅な金融緩和は、ビジネスモデルに疑問のある多くの企業に資本へのアクセスを提供しました。その蛇口が今閉ざされようとしています。もし金融緩和に逆戻りするようなことがあ

れば、私たちは呆れかえることでしょう。中央銀行もまた、供給サイドのボトルネックとともにインフレを助長したことを思い出す必要はないでしょう。実質金利は本来到達すべきでない水準まで引き下げられたため、金利は構造的に上昇せざるを得ません。このことから、2022年の大混乱にもかかわらず、ほとんどの市場はまだフェアバリューの状態にあるに過ぎず、たとえリセッションを回避できたとしても、2023年に意味のある反発を起こすには、あまり良い状況ではありません。リセッションによる下落は、次のような要因で発生します。1)過去の標準的な水準に近いと予想される水準まで収益が減少する、2)今回はより大規模で長期に及ぶと思われる流動性の枯渇が発生する。仮にFRBが現在の水準を大幅に上回る政策金利で一旦停止したとしても、累積的な量的引き締め（QT）により引き締め自体は継続されます。

2023年には、世界的な景気後退の恩恵を享受する長期国債とコモディティキャリーが有望であると当社は考えます。長期デュレーション・高格付けクレジットがその次で、株式は景気後退を回避できたとしても現在のフェアバリューからほとんど上昇せず、回避できなければ大幅な下落すると見られます。また、2023年のコモディティのスポット価格と、上場市場のバリュエーションに「追いつき（キャッチダウン）」始めたばかりのプライベート市場には、下方圧力がかかると見られます。

2023年に向けての重要な提言

1. 株式：不況を乗り切る追い風と、その恩恵を受ける企業に注目

ロシアのウクライナ侵攻により、エネルギー転換は前倒しされた格好となりました。2023年の企業収益は全体的に減少する見通しですが、製品関連セクターは、持続的な人件費圧力と一過性の価格上昇から反転して大幅な下落に転じること、そして昨年の需要前倒しの影響を受けて、最悪の業績修正を余儀なくされると思われます。しかし、すべての企業が同じドラムをたたくわけではありません。環境に優しいエネルギーを推進し、その恩恵を受ける企業は、堅調な収益をあげており、エネルギー転換による長期的な追い風を受け、景気後退期を乗り切ると予想されます。

キャッシュフローが見えている債券に比べ、「株式のデュレーション」の計算は困難なものの、金利の感応度は株式にも影響します。当社は、今年の株式市場の下落のほぼすべてが金利感応度に起因しており、株式リスクプレミアムの上昇に起因するものはほとんどないと主張する人々に同意します。しかし、このような「株式のデュレーション」に関しては、すべての株式セグメントが同じように設定されているわけではありません。収益源が安定的かつ急激に成長し、不況期にも中断することなく長期にわたって成長する企業は、特に高い株価収益率（PER）と組み合わせた場合、非常に長いデュレーションを持つということになります。ハイテク大手の広告偏重のビジネスモデルは、かつては広告のシェアを急拡大したため、このような収益特性を実現することができました。しかし、市場の大半を占めるようになった現在では、広告の周期性を反映し、収益の未達や収益予想の引き下げを考えると、もはや長期デュレーション株式として適格ではなくなっています。

当社は、独占禁止法上のリスクと収益源の未熟さを考慮し、これらの企業をしばらく敬遠してきました。その代わりに、堅固で急成長する収益源を持つ、ビジネスに特化したテクノロジー企業（「Productivity Basket」）を選好してきました。新エネルギー分野と同様、労働市場の逼迫により、生産性を高めるため、人への投資を強化する必要があります。これらの企業は不況下でも力を発揮することができます。にもかかわらず、2022年の長期国債金利の上昇は、これらの長期デュレーション株式に対して大きな下落圧力をかけました。2023年には（FRBの政策転換より随分前に）長期金利が反転し、Productivity Basket や 新エネルギーに含まれる長期デュレーション株式がサポートされると予想しています。加えて、強力な収益特性がそれらを支えることになるでしょう。

中国 H 株のバリュエーションは、国家統制の強化が中期的にもたらす影響を誇張しすぎています。 中国共産党（CCP）は集団所有と中央集権化を進め、民間部門の意欲をそぎ、中国の成長を長期的に減速させるでしょうが、少なくとも 2023 年には、逆に成長が加速すると予想されます。中国の国家衛生委員会は、最終的に経済再開への道を開くステップを含む、破壊的でないゼロ・コロナ政策による新しい 20 項目の計画を発表したばかりで、政府の別の部門では、民間不動産開発業者への支援を再び強化したばかりです。他の中央銀行が引き締めを行う中、現在、中国の中央銀行は金融緩和を行っています。このような変化により、2023 年に向けて中国経済が徐々に活性化すると予想されます。そうであれば、他のほとんどの国が景気後退に陥る中、中国は来年、数少ない景気加速国のひとつとなるでしょう。それでも、国家主導の方向性が強まれば、最終的に中国の成長率は 2%~3%の範囲へと減速するでしょう。それでも欧州の 2 倍の成長率です。国家統制の強化がもたらす長期的な影響は十分すぎるほど織り込み済みであり、2023 年にはトレンドに逆行して投資機会が訪れると思われます。

2. 債券：バリュエーションの改善を待ちながら、質と流動性を高める

先進国債券のイールドカーブのロングエンドがより魅力的になっています。 利回りが過去 10 年間で最も高い水準まで上昇し、先進国債券の価格はもはや著しく割高な水準ではありません。特に米国長期債の水準は現在、適正に評価されており、しかも今後、景気後退から大きな恩恵を受ける見通しです。イールドカーブのロングエンドは、中央銀行よりも随分先に反転すると予想されます。

クレジット・スプレッドは株式のリスクプレミアよりも拡大しているものの、まだ十分とは言えません。 クレジット・スプレッドは、株式よりもソフトランディングのシナリオに沿った水準であり、株式はまだそれさえも織り込んでいません。長期のデュレーションと組み合わせると、2023 年の米国の高格付けの投資適格長期債は非常に興味深いものとなるでしょう。年半ばには、米ドルがピークを打ち、より持続的になるため、ラテンアメリカの現地通貨建て債券が非常に好調に推移し始めると考えられます。

3. コモディティキャリー：時代のリスクプレミアム

コモディティ・リスク・プレミアは、長期で4%のボラティリティに対しておよそ3%のリターンを得ることができると予想しています。しかし、経済が不況から脱却し、スポット価格が底値から天井に上昇する時期には、コモディティキャリーでは損をすることが予想されます。一方、価格が天井に近く、不況でスポット価格が底値になることが予想される場合、コモディティキャリーは4%のボラティリティで6%以上の収益が期待できます。今年は、実質金利が上昇に転じているにもかかわらず、このようなリターンが確認されています。それにもかかわらず、コモディティキャリー取引は依然として魅力的なリターンを提供する態勢にあるように見えます。不況をきっかけにスポット価格が暴落した場合、コモディティキャリーは20%以上のリターンを上げると予想されます。コモディティキャリー取引は、歴史的に不況の恩恵を受けやすい取引です。

4. オルタナティブ：プライベート・エクイティとプライベート・クレジットは今後、脆弱性に直面

上場株式や債券と同様に、金融資産は実質金利が急上昇した場合に犠牲を伴います。しかし、上場市場資産と異なり、プライベート・アセットの評価には、その影響がまだ十分に反映されていません。これは、ほとんどの場合、時価評価から財務モデルを用いたバリュエーションまで9ヶ月間遅れることが多いためです。プライベート・エクイティはまた、10年以上にわたって記録的な低水準と低下傾向にあるオール・イン・イールドの主要な恩恵を受けてきました。現在、クレジットのコストは大幅に上昇し、自由に利用できる範囲は狭くなっています。これは、プライベート・エクイティの内部収益率（IRR）に影響を与えると見られます。2020年のプライベート・クレジットは、パンデミックに対する財政と金融の複合的な対応によって助けられました。不況の期間が長くなると、2020年の短いコロナの下降局面でプライベート市場が経験した「プライベート部門のバリュエーションが現実の価格に追いついて引き下げられる機会がないままに終わった」という利点が消えて行くことになるかもしれません。今日、引き受けの鈍化と資本へのアクセスの制限が、このクレジット市場で具体化し始めるかもしれません。

2023 年債券見通し： 守りを固めつつ、攻めの姿勢に備える

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



2023 年債券見通し：守りを固めつつ、攻めの姿勢に備える



ワールドカップの興奮は、最善の攻撃は優れた防御から始まるということを思い出させてくれます。

FRB の積極的な利上げは、オーバーシュートと景気後退をもたらす恐れがあるものの、市場の推移は依然としてソフトランディングへの期待を反映したものとなっています。このような背景から、債券投資家は守りのポートフォリオのスタンスを維持しつつ、バリュエーションに亀裂が生じ、魅力的な機会があれば、素早く攻めに転じる準備をすべきであると当社は考えます。イールドカーブが逆転し、イールドが循環的なピークかそれに近い水準にある中、十分な利回りを求めて積極的に攻め、不当なリスクを取る必要はないと考えます。

2023 年に向けての課題を考えると、特に米国の投資適格債券はより魅力的に見えます。しかし、FRB が利上げを終了し、引き締め政策の着地点であるターミナルレート維持の状態に落ち着くと、現在のリスクオフのスタンスと債券市場における米ドルの優位性が、新年には変化し始める可能性があります。このことは、2023 年には投資適格債券未満の資産と新興国市場（EM）資産が再び魅力的に見え始め、米国の投資適格債券の優位性を脅かし始める可能性があります。投資家にとっての課題は、ディフェンス(防御)からオフENSE(攻撃)への転換のタイミングでしょう。

2023 年に向けての重要な提言

債券投資家にとって、新年にはいくつかのトレンドが出てくると当社は見ています。

1. 幅広く見る前に、まず米国債券にフォーカス

米国は依然として注目の的ですが、どこにおいても慎重にならざるを得ません。ドル高により海外投資家のヘッジコストが上昇しているものの、米国の投資適格社債はオール・イン・イールドの上昇とドル建ての高格付け資産に対する需要により、依然として魅力的です。国債利回りの上昇とクレジット・スプレッドの拡大は、魅力的な相対価値による投資機会を生み出しているものの、金融引き締め、経済の減速、企業収益の低下を考慮すると、当社は引き続き慎重な姿勢で臨むべきであると考えています。欧州では魅力的な超過スプレッドが存在するものの、今後 6 カ月間に欧州が直面する厳しい経済状況の中で、米国以外の投資適格債のスプレッドが拡大する可能性があるため、当面は警戒しています。米ドルの優位性は来年にピークを迎え、通貨は（反転ではなく）より安定した体制に移行すると予想します。

2. 選択的なリスク追加を視野に入れつつ、レバレッジド・ファイナンスのアンダーウエイトを維持

現状のイールド水準はソフトランディングに対するリスクの可能性を補ってはいるものの、より厳しい景気後退のシナリオには対応できないように思われます。ハイ・イールド債券は、株式のベアマーケットラリーに慎重に追従しており、オプション調整後のスプレッドは 400 ベーシス・ポイント台半ばと、過去の景気後退局面と比較して非常にタイトな水準にあります。底堅い需要と発行体の質の高さがスプレッドの低下を正当化していることは確かですが、スプレッドが公正価値で取引されることはめったにありません。一般的に、景気後退のシナリオでは、スプレッドのバリュエーションはオーバーシュートし、正当化できる範囲を超えて拡大しますが、現在の状況はそうした水準にはほど遠いでしょう。

レバレッジド・ローンの投資家はどこにいますか？レバレッジド・ローンの大きな謎は、現在の状況下で期待される投資家の数が少ないことです。歴史的に見ると、FRB が弱気で利上げを行う場合、ショートエンドの金利が上昇し、個人投資家からのローン投資が活発になります。これは最近のケースでは見られません。過去の標準的なパターンからの乖離は、対象資産クラスや、より一般的なリスクに対する恐怖心を反映しているものと思われる。ローンのスプレッドはより魅力的ですが、2022 年に変動金利が多大なプロテクション効果を発揮したのに対し、2023 年にはその効果は薄れるでしょう。デフォルト率がゼロに近い状態から過去の平均値に近づくにつれて、クレジット間のスプレッドのばらつきが大きくなり、非常に魅力的な投資機会を発掘するために思慮深いアプローチが求められる時代に突入している可能性があります。最後に、ローン担保証券（CLO）、メザニン・トランシェの需要不足はさらに深刻で、その結果、スプレッドが拡大しています。今後、価格の変動が激しくなると思われるものの、当社は慎重に選別された CLO 取引が投資家に魅力的な長期的リターンをもたらすと確信しています。

3. 新興国債券の動向に注目

来年は、新興国債券がより魅力的に見えてくる可能性があります。中国の厳しい状況や他の地域における問題にもかかわらず、新興国市場の成長は先進国市場の成長を上回っており、2023年には成長ギャップの拡大が示唆され、新興国市場が有利になる可能性があります。新興国のスプレッドは、特にハイ・イールド債券において既にプレミアムを提供していますが、リターンは依然として広範なリスク回避の影響を受けやすいでしょう。新興国の社債には長期的な価値があると考えられるものの、目先のマクロ不透明感と新興国に対するリスク回避的な心理から、短期的には軟調に推移する可能性があります。また、米ドル高が2023年半ばにピークを迎えて止まると予想されることも、新興国債券に対する大きな逆風を取り除くことになるでしょう。

4. クレジット発行の足踏みにより、2023年はより優位な市況に注目

来年は、新興国債券がより魅力的に見えてくる可能性があります。中国の厳しい状況や他の地域における問題にもかかわらず、新興国市場の成長は先進国市場の成長を上回っており、2023年には成長ギャップの拡大が示唆され、新興国市場が有利になる可能性があります。新興国のスプレッドは、特にハイ・イールド債券において既にプレミアムを提供していますが、リターンは依然として広範なリスク回避の影響を受けやすいでしょう。新興国の社債には長期的な価値があると考えられるものの、目先のマクロ不透明感と新興国に対するリスク回避的な心理から、短期的には軟調に推移する可能性があります。また、米ドル高が2023年半ばにピークを迎えて止まると予想されることも、新興国債券に対する大きな逆風を取り除くことになるでしょう。

特にレバレッジド・ファイナンス市場は、個人投資家による資金流出に直面していますが、供給不足が市場需給のサポート要因となっています。ローン市場では、負債コストの高さから裁定が難しく、ローン発行の主要な原動力となっているCLOの組成が急落しています。厳しい状況にもかかわらず、健全な資本構造を持つ優良企業に対するローンの需要があります。リスクに対する需要はまだあり、現在のレベルでこれらの市場が機能不全に陥ることはないでしょう。

5. 証券化商品は打撃を受けたものの選択的な投資機会は残っている

MBSのスプレッドは大幅に拡大しました。証券化商品、特に住宅ローン担保証券（MBS）は、金利上昇とFRBのバランスシート縮小に伴う需要減により打撃を受けています。投資家は需要の空白を埋めることに慎重で、その結果、米国のエージェンシーMBSのスプレッドは2022年に世界金融危機時以来の水準に拡大しました¹。この状況は、実質的な米国政府保証債であるMBSに対する超過スプレッド・エクスポージャーという魅力的な機会を提供するものです。これとは別に、CLOメザニン債の最上位トランシェ（AAAおよびAA格）は、米国および欧州の両方においてリスク対比で非常に高い利回りを提供しています。

守りの姿勢を保ちつつ、攻めの準備をする

FRB による金融政策のオーバーシュートの可能性を踏まえると景気後退リスクは高まっています。米国は景気後退を回避できるかもしれませんが、欧州は景気後退とスタグフレーションは避けられないと思われ、中国の第 20 回党大会の結果は、中国経済成長により有利な政策への転換期待を裏切るものとなりました。企業のクレジット・スプレッドは 2022 年に非常にタイトな水準から拡大したものの、バリュエーションはまだ一般的な景気後退の可能性を十分に反映した水準にありません。これらの傾向を総合すると、ハイ・イールド債券よりも投資適格債券、欧州や新興国よりも米国を選好する、よりディフェンシブなスタンスを継続することが正当化され则认为しています。実際、現在の利回り水準では、ポートフォリオの一部をキャッシュや同等物に配分することは、短期的には有効な選択肢であると考えます。しかし、今後数ヶ月の間にバリュエーション上の亀裂が生じることが予想されるため、機会があれば、守りの姿勢から攻めの反撃に転じたいと考えています。

¹ 出所：Seeking Alpha, 「AGNC: Spread Reached Historic Levels As Investors Panicked」 2022 年 10 月 30 日現在。
<https://seekingalpha.com/article/4550971-agnc-spreads-reached-historic-levels-investors-panicked>.

2023 年株式見通し： 選択的なアルファ創出機会の出現

著者：

Robin Hinchliffe, CFA

ポートフォリオ・マネジャー

グローバル・セクター・クラスター・リサーチ・ヘッド



Christopher Pettine, CFA

ヘルスケア・アナリスト



Kenneth Ruskin, CFA

リサーチ・ディレクター兼サス

テナブル運用部門責任者



Taras Shumelda

ポートフォリオ・マネジャー



John Song, CFA

リサーチ・アナリスト



2023 年株式見通し：選択的なアルファ創出機会の出現



過去数年間、未曾有のパンデミックに端を発した逆風の中で、多くの企業が試練に直面してきました。広範な金融・財政措置が多くの亀裂を覆ってきたものの、こうした支援は今、弱まりつつあり、良い企業、悪い企業を選別しふるいにかけて始めています。

市場は一貫して、この厳しい環境を乗り越える能力によって企業を選別し、広くベータ主導の市場においてさえもアルファの機会を生み出してきました。成功した企業は、敏腕な経営陣、強力な価格決定力、財務力、競争力のあるポジショニングを有する傾向があり、その結果、利益の拡大、市場シェアの拡大、強力なビジネス需要が実現されてきました。

2023 年に向けて、金利の上昇は市場のベータ・ポテンシャルを抑制する可能性があります。同時に、投資家は、最近の逆風を乗り越えてきた企業でさえ、マクロ要因に屈し始めることを恐れるようになってきています。当社独自の市場センチメント指標（下記参照）に示されるように、ボトムアップ・リサーチでは、こうしたマクロ的な懸念にもかかわらず、企業は楽観的であることを示唆しています、しかし市場では、多くの企業がいずれ打撃を受けることを懸念しているように見受けられます。

マクロ環境の悪化にもかかわらず、企業のセンチメントは概ねポジティブに推移



出所： FactSet、パインブリッジ・インベストメンツ。ストック・ユニバースは Russell 1000。2003 年 12 月 31 日から 2022 年 9 月 30 日。

当社は、どのような市場環境においてもアルファを生み出す機会が存在し、それは現在も変わらず魅力的であると考えています。今後の見通しが不透明の中、魅力的なバリュエーションにある優良企業に中長期的に投資することで、当社の株式ポートフォリオの質を高める機会を生み出しています。

2023 年に向けての重要な提言

パインブリッジ・インベストメンツの全資産クラスと地域の運用プロフェッショナルが年間数千社に及ぶ企業とのミーティングを集約した業界クラスターとの対話を通じて豊富な投資機会を発見しました。ここでは、これらの対話の結果を簡単にまとめ、2023 年の見通しにどのように反映させたかをご紹介します。

1. 消費関連企業：ポートフォリオのアップグレードのための狩猟場

消費関連企業の多くは、コスト上昇をうまく切り抜け、現在の環境下でその地位を維持し続けています。しかし、生活必需品のように長い間、他と比べて、非弾力的な需要の恩恵を受けてきた企業は、今後逆風を受ける可能性があり、特に現在のバリュエーションでは、これらの最大の恩恵を受けている企業への投資を避ける方向にあります。むしろ、世界的な富裕層の増加、新しいテクノロジー技術に対する需要の増加、企業の変革など、より長期的な追い風を受けている企業を選別して投資しています。例えば、高級品、デジタル広告、実績のある経営陣を有する企業などです。広範なマーケットに対する懸念は、いくつかのケースでは、歴史的に魅力的なバリュエーション水準にある優良企業への投資によってポートフォリオを改善する機会を提供しました。さらに、他社（顧客企業）の ESG 目標達成を支援する企業への投資も引き続き模索しています。ESG 要素は、新規ビジネス獲得の決定要因としますます重要性を増しており、このトレンドは市場でもまだ十分に認識されていません。

2. 製造業：割高な企業に注意し、長期的なテーマで恩恵を受ける企業への投資でアップグレード

製造業は多様なセクターであり、これまでも増して大まかな見方で捉えることができません。コロナショックに関連する供給ボトルネックは、ほとんどの製造業者に多大な価格決定力をもたらし、より規模の大きな企業が小規模な競合他社からシェアを奪うことを可能にし、その結果、売上高と営業利益は大幅に増加しました。しかし、各社の 2023 年の業績予想をコロナ前の水準と比較すると、市場が不透明な収益予想を十分に割り引いて評価しているかどうか疑問が残ります。最近の広範な市場の下落が示すように、市場はこうした上昇の持続性を十分には信じていないようですが、企業によって大きな差が出ていることは、来年は勝ち組と負け組に分かれることを意味しています。何が予想され、何が織り込まれているかを見極め、自動化、温室効果ガスネットゼロ、近隣国へのアウトソーシングなどの主要投資テーマから恩恵を受ける企業を見極めるには、銘柄ごとの積極的な分析、評価が必要です。

3. テクノロジー：過去のベータと 2023 年における独自のサクセス・ストーリーを期待できる銘柄を注視

テクノロジー銘柄は苦戦しているものの、悪いニュースばかりではありません。広範な製造業部門と同様に、過去 2 年間、コロナ関連の強い追い風の中で、テクノロジー分野では強気心理が全体を支配していましたが、昨年後半から、こうした効果の持続性に対する疑問が大きくなり始めていました。暴落は 2022 年初頭に起きましたが、テクノロジー企業は夏の半ばになってようやく、業績と設備投資計画を下方修正し、一部は在庫評価損を検討するなど、身辺整理を始めたのです。半導体とハードウェアでは、PC やスマートフォンなどの消費者関連市場や米中貿易摩擦の悪化が生産削減の主因となっており、投資家は現在、ハイパースケール・コンピューティングとデータセンターの最終市場が次に下落するかどうか注目にしています。ソフトウェア部門は、SaaS（Software as a Service）ビジネスモデルの回復力から、それほど大幅な削減には至っていませんが、この部門は依然として、IT 支出に打撃を与えるマクロ変動に悩まされています。ハイパースケール・データセンター、エンタープライズ、自動車の各最終市場には引き続き慎重であるものの、当社はより長期的な機会に焦点を当て、現在より魅力的なバリュエーション

ンで取引されている、強い価格決定力と知的財産を持つ高品質のハイテク企業への投資を追加することを検討しています。

4. ヘルスケア：不確実性の中で、ボトムアップ・シナリオに注意を払い、魅力的な銘柄を再検討

イノベーションは健在ですが、誰かがそれに対する支払いをしなければなりません。全体的な需要は改善し、患者が病院や診療所に戻ってくことで医療サービスの利用が通常の水準に戻り、コスト上昇やサプライチェーンの問題も徐々に緩和されています。当社は、業績以上に評価が低下している一部の優良な製品・サービスメーカーに投資機会を見い出しつつあります。また、癌、自己免疫疾患、糖尿病、肥満に対して期待される革新的な治療法に取り組む企業にも投資しています。バイオテクノロジーや新薬の開発企業、そしてそのアウトソース・パートナーや新しいテクノロジー技術にも投資機会があると見ています。2022年の市場では、大型で安全なディフェンシブ銘柄が好まれましたが、2023年のある時点で、こうした最先端企業への回帰が見られると予想しています。一方、政府の政策により価格に圧力がかかっています。米国では新たな規制によりメディケアの交渉力強化が求められ、医薬品価格の動向がより広範に変化する可能性があり、また、中国政府は医薬品と機器のパフォーマンスに基づく購入契約を積極的に実施し、大量の医薬品を低価格で取引しています。

5. 金融：2023年は、保有継続か選択的な投資

ファンダメンタルズは強いものの、好ましくない景気サイクルのポイントに直面しています。世界経済の大部分に景気後退が迫っている、もしくは、すでに現実のものとなっている中、金融機関は必然的にレバレッジの高いビジネスモデルを展開しているため、このサイクルの現在地は、金融機関への投資にとって強力なエントリー・ポイントとは言えません。しかし、ファンダメンタルズは全体として堅調で、ウクライナ戦争が続く東欧では弱体化しているものの、インドの銀行など他の地域では好調に推移しています。全体として、金融機関にはストレスの兆候はほとんど見られず、混乱期には質の高い銀行を購入する機会がありますが、当社はこのサイクルではより魅力的なセグメントが他にあると考えています。

2023年の株式に対する洞察力のあるアプローチ

長期的な投資家にとって、市場全般の下落は、トップダウンの悲観的なストーリーとは一線を画した独自の強い成長ストーリーを持つ魅力的な企業に投資する機会を提供すると当社は考えています。例えば、デジタル化、ネットゼロの推進、サプライチェーンの多様化など、世界を形成する強力な長期的トレンドから利益を得ることができる企業です。このようなチャンスはあっという間に過ぎ去ってしまうため、今こそ株式ポートフォリオをじっくりと調査し、保有銘柄を選択的にアップグレードする時です。

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 0.3%
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