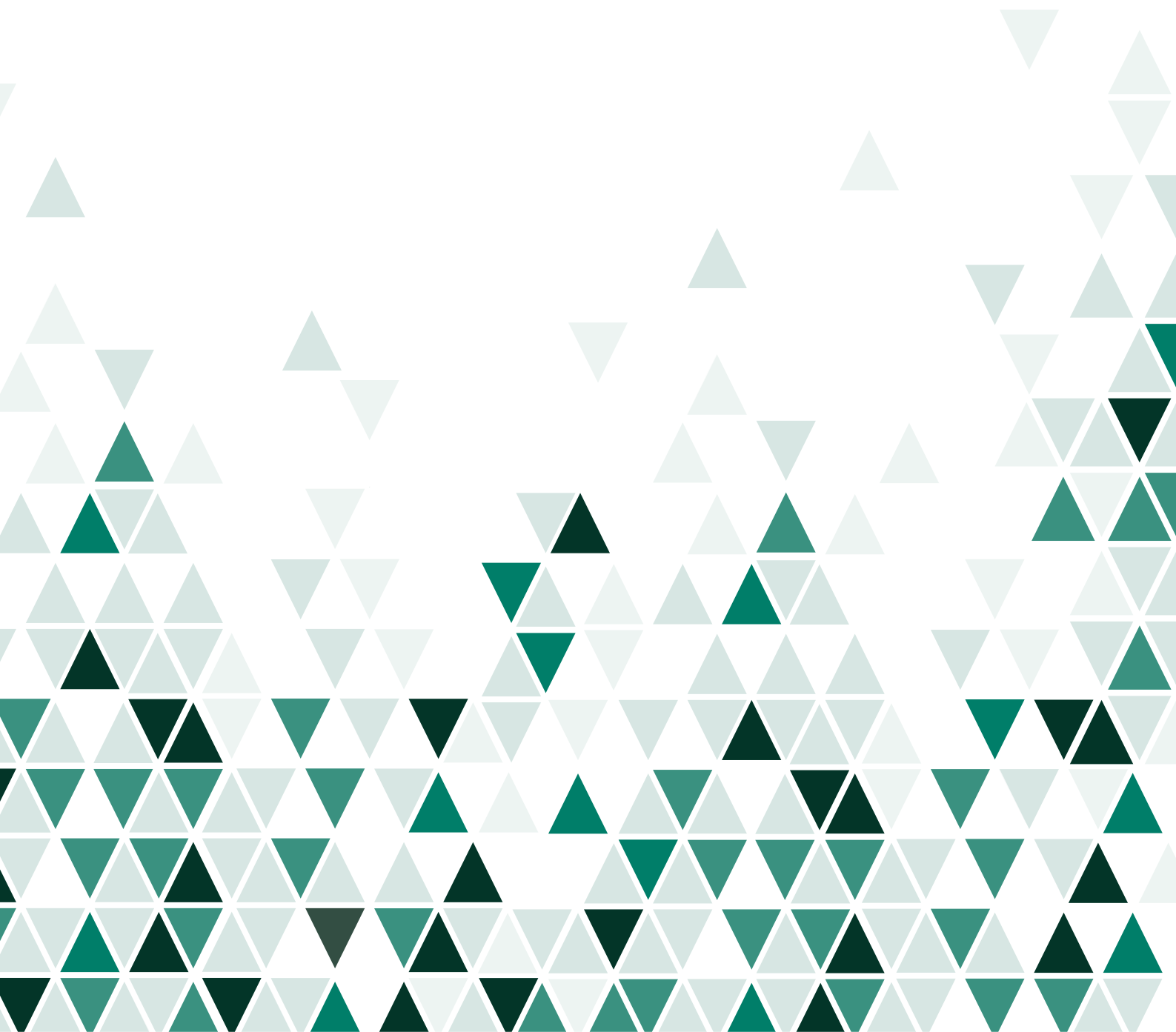


Catalysts for Change

変化を引き起こす触媒（カタリスト）

2017 INVESTMENT OUTLOOK





2017年に変化を引き起こす触媒（カタリスト）

2017年投資見通しをまとめるに際して、我々は市場の状態を、世界中のマルチアセット・債券・株式・プライベート市場の投資家に成り代わって調査しました。そしてこれらの市場は全て変化の準備が整い、すぐには明らかにならないものの、触媒（カタリスト）が至るところにあることを発見しました。

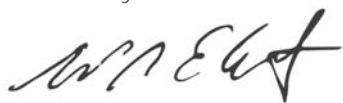
政治の風は、先進国の中間層発のボラティリティとともに、先進国・新興国経済にわたって変化を見せています。今や政策立案者たちは中央銀行の探求に賛同し始め、金融政策実験の効果がないと分かったことから、実体経済から世界の金融危機は明らかに去ったとしています。多くの市場分野において、投資家が慣れてきたものよりも名目収益率は低くボラティリティは高くなるでしょう。グローバリゼーションの変化が投資の課題の中心になり、また投資機会ともなります。

これらの力によって投資家にも重要な変化が起きますが、市場の広範な見通しを持つことだけでは不十分だということを認識するでしょう。投資家はベストアイデアを探しており、我々に新しい着眼点や投資プロセスに独自のアプローチを持つことを求めるでしょう。

我々の運用プロフェッショナルは、世界各地にある隠れた宝石を発見することに献身しています。こうするために、彼らは業界の誰よりも多くの時間を費やし、投資の確信度の価値（または隠れた落とし穴）を議論するために定期的なフォーラムに参加しています。そして我々のオープンで、統合された、かつ協調的なカルチャーは、お客様との対話を含み、そのポートフォリオを改善するソリューションを見出していきます。我々のカルチャーは、投資アプローチの中心にあり、成果を出すことを可能にしてくれるものです。

投資家は、2017年の新たな章を始めようとしています。全ての戦略にわたってどのようにしてお客様のポジション運営をお手伝いしていくのか、どうぞご覧ください。

Sincerely,



Greg Ehret
Chief Executive Officer, PineBridge Investments



著者：
Greg Ehret
Chief Executive Officer



目次

02
GLOBAL ECONOMIC

変局のとき

著者：Markus Schomer, CFA
チーフ・エコノミスト

10
MULTI-ASSET

シートベルトを締め直そう、揺れのひどいレジーム（体制）変更が迫る

著者：Michael J. Kelly
マルチ・アセット部門 グローバル責任者

14
FIXED INCOME

移りゆく不透明な環境下、投資家はクーポン獲得に回帰

著者：Steven Oh, CFA
クレジット&債券部門 グローバル責任者

18
EQUITIES

ファンダメンタルズに基く株式投資への回帰

著者：Anik Sen
株式部門 グローバル責任者

22
PRIVATE FUNDS

踏みならされた道からの分岐

著者：Steven Costabile, CFA
プライベート・ファンズ・グループ部門 グローバル責任者

変局のとき

- ▶ 先進国では政治リスクが高まり、経済成長が圧迫され市場ボラティリティが高まる可能性も
- ▶ 金融政策はよりバランスの取れたスタンスへと移行し、徐々に政策の正常化に向かう
- ▶ 低金利が続く限り、労働コスト上昇により雇用増加から投資の増加へ徐々にシフトしていくことを予想
- ▶ 全体として世界の経済成長は緩やかに加速し、2017年3.4%、2018年3.75%の成長率を見込む

世界経済に変局の種はまかれています。政治的な変化は明らかで、米国におけるドナルド・トランプの大統領選勝利や英国のEU離脱投票は、より多くの層が体制を拒否する機会を得ていることを示しています。他の変化はもっと捉えにくいもので、インフレ期待の緩やかな高まりは、米国金融政策の正常化を加速し、他国の極端な金融政策を削減することにつながります。

過去数年の世界経済の成長は失望的なものでした。IMFの予想では、2016年の世界経済率はわずか3%と、2008～2009年の景気後退期以外ではこの14年間で最も弱い数字です。それでは我々は永遠に続く低成長期、長年の停滞に陥ったのでしょうか？それとも、基調として強い成長トレンドが、商品価格の崩壊やユーロ圏の債務危機など予期せぬショックによって引き下げられたのでしょうか？

人口動態や多くの先進国経済における生産プロセス自動化の広がり、深刻な長期的課題を引き起こしています。しかしながら、過去6年間の活気のない景気回復は、特に米国においては、長期的なトレンドの力よりは、財政緊縮やレバレッジの縮小によるものです。これらの逆風は、米国大統領選挙以前にすでに減少に転じていました。

我々は変局の時期にあり、世界経済は、供給超過のデフレーションから需給のバランスした状態へと移行しています。このプロセスはスムーズではなく、また均等に配分されるものでもありません。いくつかの国々では移行が先行し、成長率やインフレ率が長期平均に近づいたり上回ったりする一方、かなり遅れている国もあります。しかし、世界のGDP成長率やより重要な世界貿易の再加速により、経済ファンダメンタルズの改善は世界的な広がりを見せるでしょう。



著者：
Markus Schomer, CFA
チーフ・エコノミスト

政治リスクの高まり

米国大統領選挙や英国のEU離脱が示したように、米国や欧州の投票者は、世界金融危機の余波として起きた生活水準が改善しないことや所得格差拡大に対して反発しています。実際、ポピュリスト政党や候補者の台頭は、現在の民主主義システムが人々の基本的な経済問題を解決することに対して信頼を失っていることを示しています。

欧州は2017年に最大の政治的課題に直面します。春と秋のフランスとドイツの選挙は、汎欧州統合の原動力である、EUの最も重要な国相互の関係を变える可能性があります。そして政治日程はそれにとどまりません。スペインは不安定な少数政党に統治され、イタリアはマッテオ・レンツィ首相が議会の信任を失えば、2018年予定の投票よりも前に選挙を実施するかもしれません。

フィンランドやオランダでは、反EU政党が政府の一翼を担う可能性が高まっており、英国のEU離脱と同様、EUメンバーであることを問う国民投票を推進しようとしています。仮にそうならなくても、六大ユーロ圏国の中に新たな政府ができるという見方や反欧州のセンチメント、避難民危機などがEUとユーロにこれまでで最も深刻な課題をつきつけることになるでしょう。

Trump 効果

ドナルド・トランプが第45代米国大統領に選出されたことは、今後数年の世界の経済・政治の見通しに影響を及ぼします。彼の経済政策の優先事項への最初の期待は、もっと刺激的な財政政策を推進するという前提に立つものです。その結果は、経済成長率の加速にとどまらず、米国労働市場で既に賃金上昇が見られることから、インフレ上昇につながると考えられます。通常、米国の高い成長率は経常赤字の拡大を通じて世界経済に刺激を与えますが、今回については、選挙期間中のトランプの保護貿易的な主張により、その効果はより不透明です。

BREXIT の現実 は2017年 より明らか

2016年6月の“離脱”キャンペーンの勝利は、多くの人々にショックを与えました。これは、弱い経済成長や所得格差拡大が投票結果を予測不能にしたことを示す警鐘でした。これまでのところ、英国においてEU離脱関連の深刻な悪影響は見られていません。それどころか、8月のイングランド銀行による利下げ、ポンドの対ドル20%下落により、国内消費と輸出が刺激されています。この状況は2017年には変化し、英国とEU間の新たな関係がはっきりとフォーカスされます。英国政府は2017年第1四半期中にEU基本条約第50条を発動すると見られ、2年間の離脱交渉に入ります。割と早い段階で英国とEUが支払うべき経済コストが見えてくるでしょう。英国にとっては自由な単一市場へのアクセスを放棄すること、一方EUにとっては域内二番目に大きな経済国で加盟国との間で相当な貿易赤字を出してきた国を失うことで、これはLose-Loseの状況です。交渉でこれらのコストを最小化することはできても、完全に避けることはできません。

政治リスクが高まり世界経済の方向を変えるかもしれないのは、欧州だけではありません。チリや韓国の大統領選挙は経済政策がビジネスを円滑化する契機となる可能性があり、それはブラジルやインドで経済の重しとなっていた行詰まり状態を終わらせたことに類似しています。イランの大統領選挙は、中東和平の見方に重要な意味合いを与えるかもしれません。最後に、中国では、中国共産党第19回全国代表大会で中央政治局常務委員会（党の最高意思決定機関）に重要な変更がなされました。7人のうち5人のメンバーが退職年次を過ぎますが、習近平主席の第2期目の任期期限である2022年に習氏の後継者を選ぶグループの後任選任に、習氏自身が影響を及ぼしうることになります。

引き延ばされた過渡期にある世界の金融政策

主要先進国の中央銀行は、金融政策が成長とインフレの促進に効果がなかったことを認識しています。実際に、大量の資産購入による市場のゆがみと、マイナス金利による金融抑圧は、それ自体が景気回復への逆風となってきました。

FED（米連邦準備制度理事会）は、先頭を切って金融政策をより正常な状態に戻そうとしています。しかしながら、FOMC（米連邦公開市場委員会）は実際の政策金利を引き上げつつ、将来の目標を達成するために必要な利上げ回数予想を引き下げています。将来の金利期待を引き下げるとは、実際の利上げ効果を十分相殺することになります。過去数年間にわたりFEDが利上げ意思を市場に納得させるのに苦心した理由のひとつは、インフレが目標を大幅に下回って推移していたことです。それは、2014/2015年の商品価格暴落が年次比較から抜け落ちるのに伴い、変わってきています。FOMCは、深刻な内部の意見の不一致を克服しなければなりません。しかしながら、経済ファンダメンタルズは、緩やかな金融引締めの方により沿ったものとなるでしょう。総合すると、我々は2017年にFEDの2回の利上げを見込んでいます。

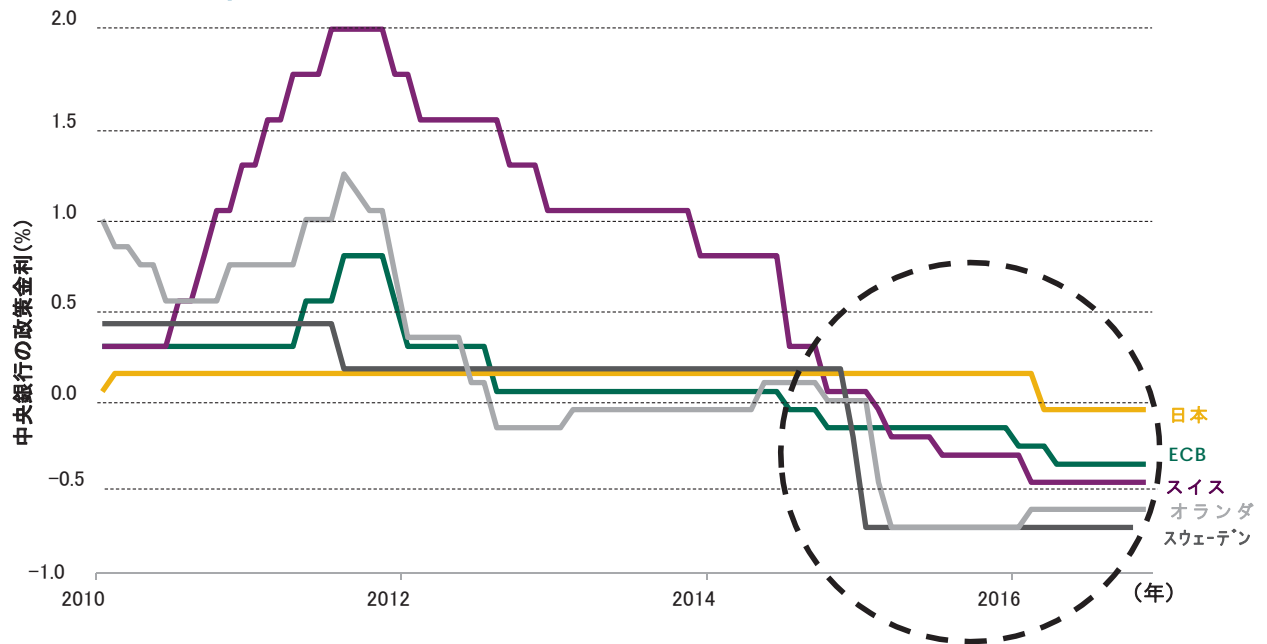
FEDが政策正常化への長い道のりに既に乗り出したのに対し、ECB（欧州中央銀行）はそのアグレッシブな“出来ることは何でもする”金融緩和政策を捨てていません。成長とインフレはまだ不十分で、ECBが刺激策を続ける根拠としています。批判者はそれを政策失敗の証拠と考えています。ユーロ圏の金利がまだ高すぎ、銀行システムの流動性が低すぎると考える人はいません。しかしながら、ECBは2017年のほとんどを通して、現在の刺激策を維持する可能性が高いでしょう。実際、政治動向が経済に勝り、資産購入の減額は9月のドイツの選挙までは起こらないでしょう。

BOJ（日本銀行）は、資産購入額を目標とすることから、スティーブなイールド・カーブを維持することに焦点を移しました。量的緩和が、預貸金利スプレッドの縮小を通じて銀行の利益率を著しく悪化させたことは、暗黙の了解です。その結果、長期債の利回りが上昇しない限り、資産の購入額は少なくなります。新しい政策は、銀行システムを助けるかも知れませんが、成長やインフレを刺激するものではありません。銀行は恐らく、

こうした目標を達成するために政府や財政政策により期待するでしょう。やがて起きるECBやBOJの量的緩和の縮小は、世界の国債利回りの錨を引き上げ、政策正常化の金融市場への道筋を加速させる可能性があります。しかしながら、そうした政策変更はまだ明確には姿を見せていません。

先進国の中央銀行が徐々にその刺激策を薄めていく一方で、多くの新興国市場では金融政策の緩和バイアスが高まっています。ブラジル、ロシア、中国では、実質政策金利が世界平均を大きく上回っており、2017年に中央銀行が利下げする余地がまだ大幅にあります。主要な契機はインフレ低下で、それは堅調なあるいはより強い通貨がもたらす場合もあるし、競争関係を改善する経済改革がもたらす場合もあります。インドはその先陣を切っていますが、そこでさえインフレがさらに改善する余地があり、中央銀行は現在の緩和バイアスを維持することが可能になります。中南米では、インフレ率はアジアや東欧に比べ非常に高く、非循環的なインフレ低下の可能性が高まっています。

マイナス金利の導入



出所：Thomson Reuters Datastream、Bloomberg、PineBridge Investments試算。2016年10月20日時点。

グローバルの過剰供給は減少中

世界経済は、供給過剰で投資が抑制されデフレリスクが懸念される状態から、よりバランスの取れた状態に移行しています。OECDは、世界的な生産ギャップ（現状の需要と生産能力の差）が、2010年から2015年の6年間で平均2%以上であったと予測しています。これが2017年末には3/4減って0.5%になると予想されています。近年のM&Aの流れが、供給能力の統合を助長しています。更に世界銀行によると、先進国経済のGDPに占める投資の比率が、2010年から2015年までに20.8%まで低下し、金融危機前15年間の平均23.2%よりも2.5%低くなっています。

需要サイドでは、IMF（国際通貨基金）は世界のGDP成長が加速すると予想しています。2014年から2016年の平均3%強に対して、IMFのエコノミストは、次の2年間で成長率が3.4%から3.9%のトレンドに戻るという見通しを持っています。これは、危機前の好景気期のトレンドである4.5%よりはまだまだかなり低いものです。しかしながら、徐々に強まる需要と伸びが弱まる供給は、世界の生産ギャップを縮小させていくでしょう。

2016年末にかけての世界的なインフレの反発は、需給バランスが正常化していることの更なる証です。我々は、商品市況の上昇もあって、2017年を通じてこの傾向は続くと考えます。更に、徐々に低下している失業率は、労働市場のだぶつきが徐々に消滅しようとしていることを示しています。国際労働機関(ILO)の予測では、2009年から2013年の先進国の平均失業率は8%近くでした。ここ3年間でそれが6.5%に低下し、危機前の5年平均と肩を並べました。引き締った労働市場は賃金を押し上げ始めており、今後数年、強い消費を支えると思われま

米国：ビジネスは収益性を保つために投資を必要とする

米国の経済成長率は、エネルギー・セクターの予想以上の不況がより全般のビジネス支出の縮小につながったことから、2016年前半に大きく減速しました。原油価格の上昇はエネルギー・セクターの落ち込みを終わらせ、ビジネス投資は少なくとも安定してきました。

企業や個人への減税による財政的な刺激策やインフラ投資により、今後数年のGDP成長率はかなりペースを高める可能性があります。その効果は年率0.25~1%のレンジと予想されます。しかしながら、トランプ大統領のもとでのより保護主義的な貿易政策が、内需改善の一部またはほとんどを相殺してしまう可能性もあります。より正確に成長へのインパクトを評価するためには、具体的な政策に関する情報をもっと必要です。全体として、我々は適度にプラスの効果予想しており、成長見通しを2017年は2.7%、2018年は2.9%に引き上げています。

欧州：EUはこれまでで最も深刻な政治的試練に直面する

2017年、欧州では政治優先で経済は二の次になるでしょう。2016年は、徐々に低下する失業率や健全な個人消費が牽引し景気回復は堅調となりました。しかしながら、ユーロ圏は、過去3年間に維持した平均成長率1.5%を超えるのに苦労するでしょう。ECBの努力にもかかわらず、銀行貸出は低調で、ECBによる大量の刺激策の大部分は効果がない状況です。欧州が必要とするのはより多くの改革であり、更なる金利低下や通貨下落ではありません。

2017年の重大事は、EUの政治的結合を傷つける可能性がある一連の選挙です。英国のEU離脱の現実化が明らかにするものは、ユーロと他の資産市場における不透明感をより増幅する可能性が高いでしょう。我々の基本シナリオではユーロ圏は1.5%成長ですが、政局はその見通しに大きなダウンサイドリスクがあることを示しています。

日本：正しい政策ミックスへの道

中央銀行の願望と現実のギャップは、日本において最も大きい状態が続いています。経済はここ数年リセッションに陥ったり抜け出したりしていますが、2010年以降わずかに1%成長トレンドを続けています。更に悪いことに、4月以降日本はデフレに逆戻りしており、2016年の最初の9ヶ月で円が対ドルで15%上昇したことで、輸出とビジネス投資が抑制されています。

日本銀行はその政策が有効でないことを認識しているようで、銀行の収益を圧迫し量的緩和政策の効果を無くす日本のイールドカーブのフラットニングを防ぐ新しい戦略を採用しました。フラットニングは、日本銀行が更なる刺激策を導入するのか、期待された財政刺激策がようやく実現するのかは不透明です。更に大きな政策のサポートがなければ、2017年も日本の緩やかな1%成長トレンドに変化はないと予想します。

中国：政府は引き続き成長率のスローダウンを運営

経済成長を下支え、急速な減速を避ける中国政府の努力は、過去数年間成功してきました。急速に膨らんだ公的・私的セクターの負債を同時に削減するため、政府は財政支出と住宅価格関連の資産効果により依存しています。IMFの試算では、中国の財政赤字は2014年までの5年間でGDP比平均0.4%であったのが、過去2年間には3%近い水準になっています。一方で、住宅価格は大都市圏で二桁ペースで上昇しており、消費者の購買力を引き上げています。

中国では、投資支出への過度な依存から民間セクターの貢献が高まる形で経済がリバランスしながら、経済成長が徐々に減速する傾向が継続すると見えています。実際、直近の鉱工業生産の伸びの安定化は（世界の経済活動ピックアップが見られる前の）中国が新たな持続可能なGDP成長率に既に近づいていることを示唆しています。

新興国市場：見通しは再び良化

世界貿易の大きな混乱がなければ、新興国市場の成長見通しは2017年により広範囲に改善するでしょう。政治リスクは沈静化し、先進国へと移転しつつあります。商品価格は反発し、需給バランスの改善を示しています。2014年後半の初期の商品市況急落時のショックを和らげた順応性のある為替レートは、非商品セクターの競争力を改善させています。それが新興国市場にもうひとつの成長エンジンを与えるでしょう。

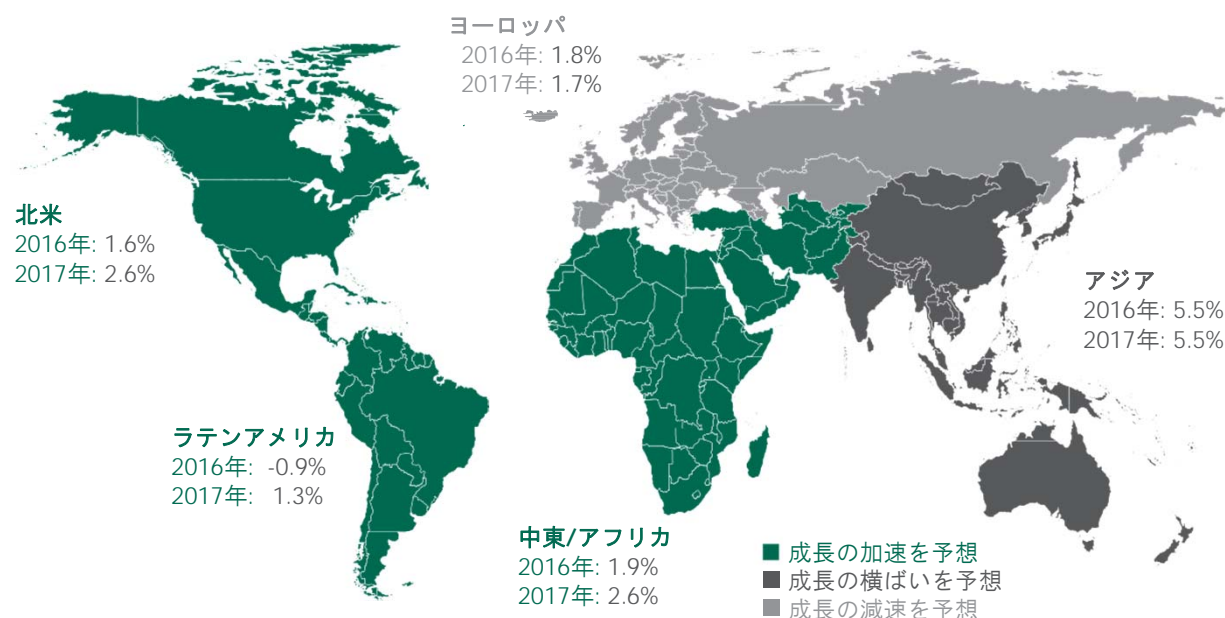
更に重要なことは経済統治の改善です。インドはまず最初に、競争力改善の経済改革を行い、それによりインフレ率が低下し中央銀行の利下げが可能になりました。それは成長に拍車をかけ、政府に更なる改革を導入する動機を与えました。そうした有効なサイクルが、今、ブラジル・ペルー・インドネシア等、他の新興国市場に広がっています。

最後に、先進国のビジネス投資の改善が貿易と生産を刺激し、それは国内サービスよりもより大きな世界経済の成長係数となります。新興国市場は、2016年のこれらの改善した成長条件を反映していないようです。新興国市場の成長は、過去2年間のやっとな平均4%という水準を経て、今後数年4.5~5%の間に回帰するでしょう。

2017年の3大テーマ

2017年に向けて注目している3つの大きなマクロ・テーマがあります。第1に、成長を抑制し市場変動を高める先進国の政治リスクの高まりには引き続き注目しています。第2に、先進国の過度な刺激策から、今後数年間で徐々に政策正常化に移行するバランスのとれたスタンスへの金融政策のシフトを見込んでいます。第3に、低金利環境が続く限り、雇用の拡大から、ビジネス投資の拡大へのシフトが徐々に鮮明になるでしょう。これらを総合すると、世界経済の成長率は緩やかな再加速を見込み、過去2年間の平均3%成長から、2017年は3.4%、2018年は3.75%と予想します。

世界のGDP成長率の見通し



グローバルGDP成長率： 2016年: 2.9% 2017年: 3.4%

出所: Thomson Reuters Datastream、Bloomberg、PineBridge Investments試算。2016年11月16日時点。

シートベルトを締め直そう、揺れのひどいレジーム(体制)変更が迫る

- ▶ 財政の攻勢が金融政策からバトンを受け取り、流動性の罨は終了する兆しが見られる
- ▶ 特に米国では、インフレと金利の底入れを予想。強いドル、債券市場の天井、米国株と住宅不動産市場の強含みの契機となる
- ▶ 我々の見通しに対するリスクは、世界貿易戦争につながりうる貿易再交渉、米国発のインフ懸念と中国が高成長を見直すことである

2009年以来“コップの半分が空”の世界が続いてきましたが、いよいよ旧きものから抜け出す時が来ました。2017年は、長期にわたって続く転換点が同時に実現するでしょう。それは、米国のレバレッジ解消の終了、より力強い中国、インフレ再開、量的金融緩和縮小のゆっくりした開始、財政政策の主導、そしてもちろんXファクター（今回は“Xi（習）”ではなくトランプ）です。

多くの人が長期に渡る停滞議論をかわす一方、もう一方の議論として、金融危機後の時期はいつもレバレッジ解消と行き過ぎた規制が支配したせいで成長が緩やかであるというものです。米国では既にレバレッジ解消の終わりの兆しが見え始めていますが、欧州や日本ではまだです。米国の銀行は、貸出ビジネスに戻ってきました。米国の債務の伸びは名目GDPの伸びを上回っており、流動性の罅には今小さな穴が開き、財政政策の刺激でその穴は大きくなるでしょう。これは家計の復活と財政赤字縮小の終了に続くものです。中国は同様のレバレッジ解消プロセスを経ていませんが、それにもかかわらず地方政府の債務構築を抑制する施策を放棄し、また中央政府による新たな財政刺激策を加速させています。

二大経済が減速から活況へ展開する際は、注目が必要です。他にもいくつかの体制変更が同時に起こり、旅の道連れとなるかもしれません。

地政学的体制も方向転換へ

1980年の初めに貿易障壁が崩れたことによりグローバル化が促進されました。これにより、投下資本の収益率上昇を伴って全体の成長率が高まりました。しかしながら、テクノロジーによる代替とともに労働力の新興国市場へのシフトにより、米国や英国の中間層に与える影響にはあまり焦点が当たりませんでした。この二つの自由貿易のとりでにおいて、英国のEU離脱とトランプがターニング・ポイントを記しました。2017年は、欧州のいくつかの政府がポピュリズムの試練を受ける中で、この流れが増大する可能性があります。多くの国は経済的に中間層をより優遇してきており、周辺政党と行動を共にした経験も多いですが、その有権者は移民問題で爆発寸前です。2017年を通じて不透明感が高まり続けると見られ、我々は欧州大陸は回避すべきと考えています。



著者：
Michael J. Kelly, CFA
マルチ・アセット部門
グローバル責任者

以前は、米国の政治家は、海外での政治的影響力の見返りに、進んで貿易における経済性を棚上げしてきました。今後は、こうした傾向は薄れ、米国中間層のためにもっと経済性を追求するようになるでしょう。収益に占める資本のシェアはピークとなる可能性が高く、労働者のシェアが底入れし、これがもうひとつの30年間の体制転換となるでしょう。結局は、これが世界の貯蓄過剰に結びつくでしょう。我々は、内需関連の米国小型株・全規模のバリューストック・大型金融株を元気を取り戻した米国株式市場の勝者と見ており、大型成長株には慎重です。今日、選択力が重要です。

これら全てが重要な地政学的再編成につながることは、容易に想像がつきます。中国は、アジアにおいて地政学的にもっと支配的になるでしょう。それは、他のアジアの最終品の生産者やメキシコとの貿易で経済的な利益率が圧迫されたとしてもです。中国は既に、輸出型の旧産業に際限のない資本を投じることから、高付加価値のテクノロジー、サービスの育成、国内インフラへの投資に軸足を移しています。

米国による自由度のより低い、交渉による貿易は、必ずしも世界貿易戦争を意味しません。米国は歴史の教訓に学んで、より強硬により厳格に貿易の経済性を追求するでしょうが、それは冷戦に似たものだと考えられます。孤立化にお

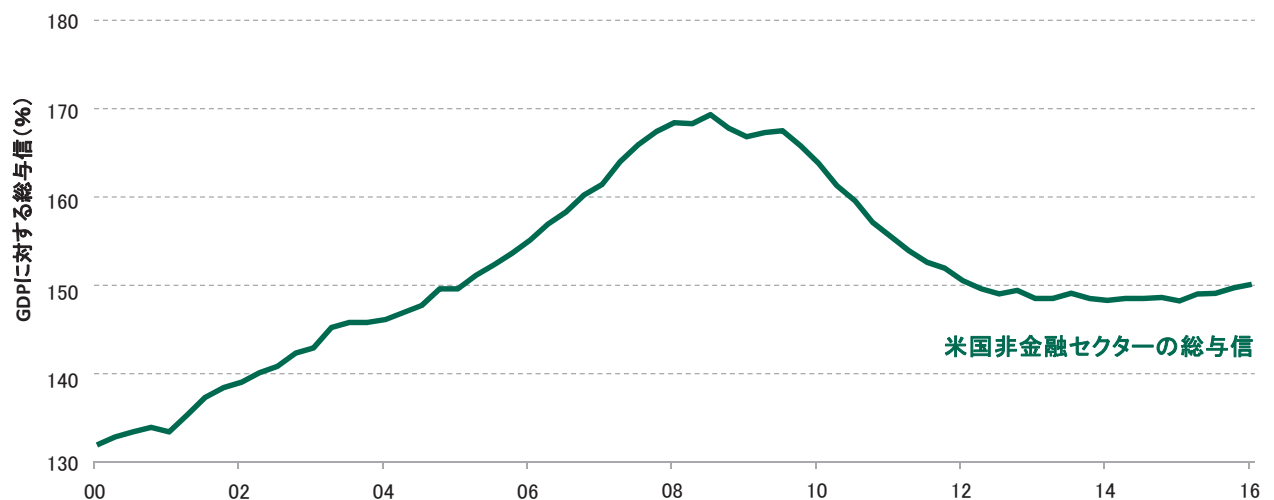
いて貿易を減らすことは、世界の成長率低下、効率性の低下、より高いリスクプレミアムにつながります。しかしながら、これはトランプの大型の財政刺激策と規制緩和によるポジティブな効果を見逃しています。我々は、大きな不透明感に伴うものの、世界成長にはネットでプラスであると見ています。

何がうまくいかないか？

貿易のデタント（緊張緩和）に向けて振幅は激しいものとなるでしょう。時としてインフラ投資と規制緩和はスピードを増す一方で貿易摩擦は急増するでしょう。中国の新たな財政刺激策は、2016年の成長率を前年より引き上げました。第19回中国共産党全国代表大会の後でさえ、中国は市場の要求する透明性なしに、これを実行するためのダイヤルを再調整しました。

米国のインフレ懸念（実際の上昇ではなく）は、一時的に市場をおびえさせるでしょう。中国はデフレの輸出をストップし、世界の需要は二大経済の財政刺激策から恩恵を受けるでしょう。商品価格は、中国の新たな国内インフラ整備を背景に既に上昇しており、2018年には米国も加わるでしょう。それに加えて、米国の労働力は逼迫しマネーサプライは加速し始めており、ジョン・メイナード・ケインズの“アニマル・

米国のレバレッジ解消の終了



出所: Thomson Reuters Datastream。2016年11月19日時点。

スピリット”が復活し、銀行貸出も伸びています。長年にわたる量的金融緩和のあとで抑圧された資金準備という形でのロケット燃料は豊富です。これは違った形でのボルカー時代の終了です。米国のイーロドカーブ上では、30年超の金利は長期的に底打ちしました。しかしながら、米国は孤島ではありません。欧州と日本での需要の低迷は、マイナス金利や低生産ギャップとともに、反対方向への牽引を続けるでしょう。ゆっくりとした浮き沈みは時代の特徴であり、米国主導のインフレ率と金利上昇へと続いています。

最後に、好ましい非流動性プレミアムは急速にしぶんできています。プライベート市場で実現する収益は今後数年は堅調を維持するでしょうが、これは数年前のより好ましい環境下の資本の動きが沈滞していたことの結果でしょう。できればセカンダリー市場で2011年から2014年のビンテージを手に入れましょう。何故なら、プライベート市場の最も伝統的分野の2017年以降のビンテージは、より困難に直面しているからです。それでも、中小型市場等のニッチな分野には魅力的な投資機会が存在し、優れた超過収益はさらに継続するでしょう。

どこに投資機会を見つけるか？

以前は米国株式市場は明らかに少し割高でしたが、もし税金が大きく引き下げられたら、税引後キャッシュフローはより価値のあるものとなります。米国GDPも多くの要因から加速するでしょう。米国の小型株とバリュー株の経済感応度を考えると、魅力的なバリュエーションに税率が引き下げられる2017年後半までのファンダメンタルズ改善が加わりつつあります。

米国の金融セクターも、新たな風景の中でこの選択リストに加わっています。トランプは、積極的な減税、積極的なインフラ投資、積極的な規制緩和を推し進めるでしょう。銀行システムは高い資本基準を必要としますが、2010年以降は、より高い資本と厳しい規制により、金融機関は単純化、リスク回避、減速に追い込まれていました。今後は、うまく調整された規制緩和が、クレジット需要の増加とスティーブなイーロドカーブ（両方とも金融機関に利益を与え

る）とともに、成長を加速させるでしょう。今は、金融機関の債券ではなく株式を所有する時です。

我々は、トランプの勝利が全ての新興国にマイナスであるとの見方には賛同しません。成長の緩やかな世界では、早く、内需に依存しており、加速している成長に投資できる場所は、魅力的な投資機会を提供します。例えば、インドやインドネシアは最終品の輸出国ではなく、比較的外部から切り離されており、有意な改革が進んでいます。これらの国がまさに当てはまります。新しい政府は、本領を発揮するに十分な期間にわたって執政し、実際の政策と改革を行っています。

実質及び名目金利が高く、金融引締めの結果、インフレが循環的にピークアウトしているところもまた魅力的です。現地通貨建て債券利回りがまだ12%もあるブラジルを挙げることができます。商品市況が回復してきており、新政府は財政上意義のある予算を議会の多大な支持で成立させ、インフレは急低下中です。金融政策は、政策金利が14%と未だ非常にタイトながら、緩和が始まっています。米ドルと米金利の上昇がブラジルリアル回復への試練となりますが、底堅い商品市況と財政の抑制はより大きな力となります。我々は、最後は後者が勝ると考えており、米ドル急騰や米金利の急上昇があれば話は別ですが、その可能性は低いと考えています。

意味のある変化が見えている

世界の成長にとってネットでプラスで、地域・セクター・資産クラスやファクターの勝者/敗者により大きな差異が見られる場合、ベータ選択によるアルファ追求は健全なことです。世界の成長の多くは米国発となりそうです。米国への最終品輸出への依存度が高い国々では、世界の成長加速の恩恵をあまり受けないでしょう。商品生産者は、インフラ計画が稼働するとともに勝者となります。市場の視点からすると、途中揺れのひどい状態はあっても、我々はこの新しいレジーム(体制)を楽しみにしています。

移りゆく不透明な環境下、 投資家はクーポン獲得に回帰

- ▶ 2017年は、テールリスクが上昇する一方、債券の期待リターンは低下することを予想
- ▶ 先進国での政治リスクの高まりに関連してボラティリティが引火する可能性が高まっていることや、市場ショックを吸収するクッションが限られていることから、今まで以上に警戒が必要
- ▶ 投資適格債、レバレッジド・ファイナンス、新興国市場のそれぞれ、及びまたがった領域において、より多くのアルファ創出機会が存在

2016年の米大統領選の決着までは、グローバルクレジット/債券にとって理想に近い市場環境が続いてきましたが、今後は、変化と移行を見込むべきです。

今も続く各国中央銀行の金融緩和策は、世界的にイールドカーブを下方へと抑え、更にクレジット・スプレッドを圧縮し続けてきました。マイナス金利の広範な実験を含む特例措置が導入されてもなお、世界経済の成長は低迷しており、今後も金融政策はインフレ率の抑制ではなく促進を目指していく見込みです。このような特例措置は金融危機対応では有効だったかもしれませんが、現在はその効力の限界に達したことに、各国中央銀行は気づき始めたようです。

ペースは決して速くないものの、FEDは既に金融政策の正常化への道を歩み始め、欧州中央銀行や日本銀行の最近の政策スタンスのシフトは今後起こりうる変化の前兆であり、2017年は金利市場のボラティリティを上昇させることになるでしょう。明確化のために言うと、各国中央銀行の緩和政策は資本市場に引き続き広範な影響を与えますが、介入のデルタ（ペース）はメカニズムと相俟って、今後12ヶ月にわたって修正されていくでしょう。

大なり小なり、財政刺激は成長加速を促進しはじめるでしょうが、先進国の政治的風景の変化は、効果的な財政刺激の執行能力を複雑にするだけでなく、グローバルな経済成長と安定性に対して新たなリスクをもたらすでしょう。

ボラティリティの高まりと低下するリターン

多くの先進国を通じて、政策の焦点は、ナショナリズム、ポピュリズムと、グローバル化の歴史的トレンドの転換へと移っています。欧州では今後主要な選挙が予定されていますが、その結果に関わらず、今後の政策は貿易や移民を制限する方向へと傾斜していくでしょう。このような劇的なシフトは、2016年の英国のEU離脱投票や米大統領選から既に始まっていますが、これらの選挙結果に基づいた政策が実行さ



著者：
Steven Oh, CFA
クレジット&債券部門
グローバル責任者

れるのは2017年からです。皮肉なことに、新興国の政治リスクは減少しているようで、多くの新興国は政策自由化と構造改革に取り組んでいます。

それでは、金融政策と財政政策が転換していく環境下で、債券市場はどのように展開するのでしょうか？

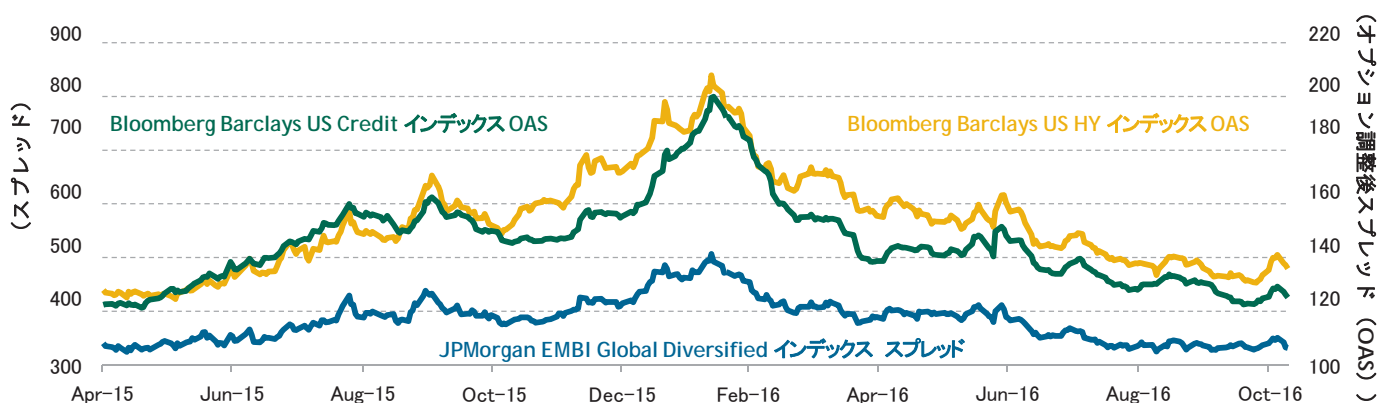
変化は不確実性をもたらし、金融市場はこの変化に対して高いボラティリティを伴いながら反応します。財政拡張は景気刺激的である一方、貿易や自由市場に対する障壁増加は長期的な世界経済の成長を阻害します。低水準のプラス成長見通しは、移行するとはいつてもまだ緩和的である金融政策と相俟って、低金利環境の継続に繋がり、リスク資産をサポートするでしょう。しかし、財政政策へのシフトはインフレ懸念に火をつけ、イールドカーブの上昇圧力となる可能性もあります。短期的にはボラティリティの高まる局面が増加し、金利上昇はトータルリターンに対する向かい風となり、更なるスプレッド縮小のアップサイドが限られる現状のバリュエーション下では、2017年の債券全般のベータリターンは魅力的なものではなさそうです。そのため、投資家は、債券のアセットクラス内、あるいはアセットクラス間において、ミクロビューと銘柄選択とを通じて追加的なアルファ獲得を追求するべきです。

投資適格債の高いベータリターンや広範なスプレッド縮小機会とはお別れ

金利は相対的に低位にとどまると見込む一方で、インフレのテールリスクは増大しており、スプレッドは金融危機後の最もタイトな水準まで縮小しています。短期のボラティリティが高まる局面に直面し、多くの債券アセットクラスのバリュエーションは割安ではない中で、投資適格債はローリスク領域において、追加的なイールドを創出する手段を提供します。投資適格債のデュレーションは国債対比で短く、金利は、2017年、追い風から向い風へとシフトするでしょう。

投資適格債全般でのスプレッド縮小は見込めない一方、米国の金融セクターではスプレッド縮小の余地があります。米国の金融セクターのファンダメンタルズは既に改善傾向にありますが、更に新政権による規制緩和の恩恵を受けることになるでしょう。政策転換は、エネルギー及びヘルスケアセクターの各セグメント間でポジティブ/ネガティブの両方の影響を与え、投資機会をもたらすでしょう。2017年は、投資適格債において、銘柄とセクター選択に注力すべき年になるでしょう。先進国内では、欧州クレジットよりも米ドルクレジットを嗜好しており、また米国インフレリスクが高まり防衛的ヘッジ手段としてインフレ連動債にも妙味があります。

クレジットスプレッドのパフォーマンスは18ヶ月前の水準に戻る



出所: Barclays, JPMorgan, PineBridge Investments. 2016年11月9日時点。

レバレッジド・ファイナンスは、 クーポンイールドリターンと相対的に 高いイールドを提供

レバレッジド・ファイナンスにおいてもスプレッド縮小の機会は限られますが、ハイイールド債は、企業収益トレンドが改善し、2017年後半にデフォルト率が低下する中でスプレッド縮小の余地が残されています。レバレッジド・ファイナンスの投資家はキャピタルゲインの期待は薄いですが、クーポンリターンと他の債券アセットクラス対比で高いイールドを期待できます。

2017年に見込まれるファンダメンタルズ改善を加味すると、現在のバリュエーションはフェアバリュー圏内にあります。特にハイイールド債についても当てあてはまり、デフォルト率は2016年半ばにピークとなり、前月比のデフォルト率は低下しつづけ、2017年末までには現状6~7%水準から3~4%水準へ低下するでしょう。また、ハイイールド債全般にわたって発行体の収益トレンドの改善も見込まれます。

一方で、レバレッジド・ローンのデフォルト率は既に2%と低い水準にあり、資本構造を維持できなくなる一部エネルギー関連クレジットがバランスシートをリストラクチャリングしはじめるとともに、今後6ヶ月間でわずかな上昇が見込まれます。しかし、デフォルト率はヒストリカル平均の3.1%水準、あるいはそれ以下にとどまる見込みで、現状のLIBORフロアを超える水準までLIBORが上昇するとともに、ローンの需要は強まるでしょう。

ローン市場の大半は額面以上で取引されていることから、ネガティブ・コンベクシティ（金利低下とともに価格下落）はレバレッジド・ローンにマイナス効果をもたらします。これはリプライシングやリファイナンスの可能性に繋がりが、クーポンレートの引き下げ圧力となり、クーポンイールド以上のリターン獲得の可能性を限定することになります。

最後に、ローン市場は、米国CLOのリスク・リテンション・ルールの導入という、影響の大きいシフトにも直面しています。これらのルール導入がCLO市場を崩壊させるとは考えていませんが、ローン需要の多くを占めるCLOの発行量は減少するでしょう。

レバレッジド・ファイナンス全般においては、リスク調整後ベースではハイイールド債よりもローンに投資妙味があり、地域別では欧州よりも米国の投資妙味が高いと考えます。

新興国のファンダメンタルズは引き続き 改善

2016年は、新興国市場が力強く上昇し、テクニカル面もより好ましい状況になっています。過去の売られ過ぎの水準から反発するとともに、投資家は当アセットクラスの恩恵を受けられています。政治及び構造改革が実現し、資源価格に直結した経済がリセッションから回復したことで、ファンダメンタルズが改善しています。しかし、他の債券アセットクラスと同様に、スプレッドの縮小余地は限定的で、リターン期待は、現状のイールドの優位性に基くものになるでしょう。

新興国を横断して、アウトパフォーマーとアンダーパフォーマー間の乖離は継続すると思われ、地域、国、企業をまたいだ銘柄選択が重要となります。先進国でインフレリスクと政治的リスクが上昇している一方で、多くの新興国では横這いしないし減少しています。このシフトは新興国債券市場にとって好ましいことです。しかし、米国の政治・通商政策のシフトは、特定の新興国に直接の影響を与え、ボラティリティの高まりとともに、リスクと投資機会の双方をもたらすでしょう。新興国債券全般では、2017年は米ドル建ての投資適格債をハイイールド債より選好しており、現地通貨建て債券についてはターゲットを絞ったアプローチが有効と考えます。

より多くの注意が必要

FEDの金融政策の正常化へ向けた緩やかなアプローチは2017年以降も続く見込みです。加えて、ECBはQE（量的緩和）プログラムを延長する見込みで、日銀と英中銀はそれぞれ緩和的なスタンスを維持する見込みです。したがって、今後も先進国の中央銀行の緩和的な金融政策はクレジット市場を支援し続けることでしょう。

しかしながら、米国の選挙や欧州主要国の選挙、英国のEU離脱プロセス、地政学的リスクによってボラティリティが高まる可能性が上昇していることと、市場ショックを吸収するクッションが限られることから、より多くの注意が必要でしょう。2017年を展望すると、テールリスクが増加しながらリターン期待は低下することになるでしょう。

ファンダメンタルズに基づく 株式投資への回帰

- ▶ 株式のバリュエーションは過去最高水準まで高まっているが、加速すると見られる今後経済成長見通しを勘案すると妥当と考えられる
- ▶ ケインズの説いたアニマル・スピリットの再来により、将来に対する信頼感が高まり、企業支出の増加が期待される
- ▶ 2017年は、中小型株、新興国市場、米国銀行セクター、インフラとテクノロジー関連株に魅力的な投資機会がある

金融危機以降、世界経済は常に一進一退の状況にありましたが、初めて本格的に名目経済成長率の加速が期待できる機会が訪れています。トランプ政権下の数々の政策や可能性 - 借入能力の拡大、減税、企業の国外保有キャッシュの還流、金融セクターの規制緩和、インフラ投資の拡大等によって米国の循環的な景気回復は広がりを見せるでしょう。これらは、特に輸出主導のアジアなど新興国に対して大きな影響を与えるでしょう。

一方で、トランプ政権が金融市場にもたらすリスクもあり、中でも貿易関連政策は最も重要です。仮に選挙期間中の巧言が実現して、政府が保護主義的な米国第一主義的スタンスで、NAFTA（北米自由貿易協定）の解消、TPP（環太平洋パートナーシップ）交渉からの離脱、中国やメキシコからの輸入品への関税賦課等を指示する場合には、グローバルな株式市場は動揺することになるでしょう。

トランプ氏勝利を受けた景気循環株の上昇と付随する債券金利上昇により、リスクは幅広くバランスして、マーケットは今後のリフレ環境への回帰を織り込みました。株式市場のバリュエーションは歴史上高い水準にあり、既に株価に織り込まれているMSCI All Country World Index (ACWI)のEPS成長率も年率11~12%と高水準にあります。しかし、2017年の名目GDP成長率3.4%予測が今後2年間で加速することを勘案すると、これらの水準は妥当なものであると考えられます。

M&Aの活性化と市場の広がりにより中小型株優位の展開に

2016年はリスク回避的なセンチメントが蔓延していたわりには、M&A市場は想像以上に活況でしたが、2017年も継続しそうです。資本集約型産業の企業の平均的なバランスシートはネットデットが少なく健全な状況にあります。

企業は低金利環境を活用し、既存の債務を低水準の固定金利に置き換えてきました。また、設備投資支出を抑え、自社株買いによって現金を株主に還元してきました。今後も自社株買いは現金用途の一つであ



著者 : Anik Sen
株式部門
グローバル責任者

る一方で、高いバリュエーションでの自社株買いよりは、戦略的にバランスシートを活用することが増えそうです。こうした文脈で、PEファンドが上場市場のM&Aに頻繁に参加する、金融危機前の状況への回帰が見られそうです。背景にはPEファンドがコミット済みながら未投資の1.3兆ドルのキャピタルを使用する必要があり、少なくとも株式のバリュエーションを支える要因になるでしょう。

量的緩和により造成された高水準の流動性は大型株へと向かいました。日銀はバランスシートを拡大させて直接株式を購入し、GPIF（年金積立金管理運用独立行政法人）は株式のアロケーションを大幅に増やしました。今後、需給環境の考慮ではなく、企業のファンダメンタルズ見通しに基づく投資への回帰によって市場の広がりが増せば、この3年間大型株に対して劣後していた中小型株のアウトパフォーマンスを見ることになるでしょう。

米国銀行セクターはアウトパフォーマンスし、厳しい融資基準を緩和

米国の銀行システムの貸出残高は増加傾向にあります。資金を借りることができるのは信用力の高い借り手に限られていました。今後予想されるFEDの緩やかな利上げと大統領選後のよりリフレな環境はイールドカーブのスティーピングを招き、銀行の収益性の改善に繋がり、現状厳格なクレジット基準の緩和による貸出ビジネスの拡大が期待されます。これは、トラン

プ政権下で財政支出やインフラ投資拡大が起こるときには、景気循環を増幅させる効果があると思われます。

規制緩和は、米国の多くの地方銀行の統合を可能にしますが、機は熟しています。現状、規制当局は地方銀行に対し年次のストレステストを実施し、配当と自社株買いの金額をコントロールしています。M&Aにおけるキャピタルリターンとキャピタル使用の規制が緩和されれば、地方銀行間の統合に繋がり、利益やマルチプルの上昇を通じて株価への好影響が期待されます。

新興国市場のスランプは終焉

2015年までの5年間で、新興国株式は先進国株式を米ドルベースで50%近くアンダーパフォームしました。2016年にこのアンダーパフォームはついに終わりました。これまでのアンダーパフォームの要因として、先進国の成長低迷、QEや成長への不透明感が引き起こした為替の高いボラティリティ、新興国の成長減速、中国のハードランディング懸念、長引いた資源価格の低迷等が挙げられます。

しかし、これらの要因は現状では安定もしくは反転しており、米国は財政収支拡大やクレジット環境の改善、為替及び資源価格のボラティリティ低下による恩恵を受ける見込みです。中国では企業収益が安定化し、機械器具販売、購買

2017年 注目すべき5つの株式テーマ

小型および
中型



エマージング
市場



インフラ



テクノロジー



米国
地方銀行



者指数の改善、不良債権の安定化等を通じて循環的回復が見られます。インドやブラジルは比較的自給自足型の経済ですが、改革傾向が見られ、両市場に対する当社のポジティブな見方は変わりません。

超短期的には、選挙前のトランプ政権の貿易と保護主義についての巧言を取り巻く不透明感により、我々の新興国に対するポジティブな見方は抑えられます。グローバルなサプライチェーンの深い結びつきや製造拠点の移転にかかる時間と費用を勘案すると、これらの巧言の多くは実行不可能なものですが、そのことが明らかになるまでは投資家は慎重であり続けるでしょう。

インフラ・テクノロジー関連投資は魅力的

デジタル化、接続デバイス、eコマースへのテクノロジー関連投資に対して強気の見方を維持しています。一般産業の株式は、10年間で1兆ドルを投じる計画の元、米国の老朽化したインフラ更新の恩恵を受けるでしょう。インドや中国を含むアジア諸国は、インフラ投資を増やします。テクノロジー分野には、クラウドコンピューティングへのシフトを通じた長期的成長を伴う様々な投資機会があります。工場自動化や自動運転等のデジタル制御の増加、家庭での娯楽の変化、自動車でのインフォテインメント、フィンテックやeコマース等のビジネスモデル破壊等がそれです。

債券利回りの無秩序なアンワインドには要注意

我々の株式市場へのポジティブな見方に対する最大のリスクは債券利回りの無秩序な上昇です。欧州や日本のQE実施の問題や特に賃金圧力が増している米国のインフレ率の高騰が引き金と成り得ます。株式投資家にとってのリスクは、債券利回りが急騰し、リスクアセット全般が関連して売られることです。しかし、債券利回りの上昇ペースが緩やかであれば株式への警報とは考えにくく、むしろ資金フローを通じてポジティブな要因となることも考えられます。幸いなことに、株式のバリュエーションは、過去10年平均近辺で推移する株価収益率で判断すると、

リスクフリーの債券利回りを織り込んで評価されたことはありません。株式投資家にとっての投資機会は、中央銀行よりもファンダメンタルズが牽引する市場の全ての変化の恩恵を受ける企業を選別することです。

『正常』への回帰？

各国中央銀行が更なる債券利回り低下を牽引する環境に戻ることは考えにくく、株式市場が株式資本コスト低下によるマルチプル上昇の恩恵を受けることはもはやないでしょう。これにより、企業収益が株価を決定する状況に戻ることになり、過去8年間のどの局面より正常な投資環境に戻ることにあります。

企業にとって朗報があります。過去数年間、為替レートと資源価格の両方の高いボラティリティを克服しなければならず、生産能力拡大やM&A等の長期的投資の障害となっていました。QEの有効性が徐々に薄れていく結果として、このようなボラティリティは終焉をむかえ、ケインズのアニマル・スピリットは復活し、将来への信頼感が高まり企業支出が増加することに繋がります。

2017年に企業収益の急低下を予測するのは過去のものとなり、足元では業績見通しを上方修正する企業数が増加し、投資家は債券のような性質の株式をオーバーウェイトするだけでなく、株式市場全般への投資に信頼感を増しています。

中国は引き続きグローバル株式市場の牽引役です。中国政府が自国経済のスムーズな移行を上手く導くことができれば、投資家は、再び企業収益の回復やグローバル経済の構造的変化から恩恵を受ける高収益景気循環株に回帰すると思われる。2017年は、テクノロジー面や人口動態的に大きな変化が想定され、投資のポイントは、これらの環境で勝者になる投資機会を見出すことへとシフトするでしょう。

踏みならされた道からの分岐

- ▶ 2017年は、ベストアイデアである、先進国/新興国の区分を問わないアンコンストレインドなプライベートアセット投資を通じて、新たな投資機会やエクスポージャーを最適化する方法を探すことを推奨
- ▶ プライベート市場のスモール/ミドルマーケットの投資機会、及びプライベートクレジット投資に着目
- ▶ 投資家は、アルファを追求するにはより小規模の企業に着目すべき

2017年は、プライベートマーケットでは2016年と同じテーマの多くが続くと見込まれます。グローバルなマクロ経済環境は弱いままで、中央銀行は引き続き緩和的な政策を継続するでしょう。売上増加は、個々の企業単位でも米国経済全体でも困難な見込みです。

投資家はこれまで以上にプライベートマーケットでイールドを求めるようになっています。機関投資家が株式や債券等の伝統的資産に対して懐疑的であるなか、オルタナティブ投資のニーズは引き続き根強い見込みです。今の低水準では金利は上昇余地しかないことから、債券はフルバリューとなり、今後は中央銀行のこれまでの介入策やマイナス金利によるネガティブな影響が実現するのを待っています。主要な機関投資家による上場株式の長期予測レンジは年率4~5%まで低下し、想定される負債の増加ペースの実際の見込みよりもはるかに低い水準です。それでは、投資家はそこに資金を振り向けるべきなのでしょうか？

最大の変化は投資家自身の中にあると考えています。世界が細分化される中で、投資家は、混雑していると感じています。皆が共通のテーマに従い、同じプレッシャーを感じています。投資家は、先進国/新興国の区分を問わないアンコンストレインドなプライベートアセット投資という、ベストアイデアを通じて、新たな投資機会とエクスポージャーを最適化する方法を探し求めています。

投資機会の発掘

プライベートマーケットでは、大規模なバイアウト案件がEBITDA倍率10倍、レバレッジ6倍で取得されています。一般的なセカンダリーマーケットでは、多くの投資家がJカーブ効果*の抑制とグロース可能性のある、目に見えるポートフォリオを求めているため、価格はフルバリューとなっています。（*Jカーブ効果：PEファンドにおいて、コストが先行しリターン及びキャッシュフローがマイナスからスタートし、終盤にかけて投資案件の成長やエグジットに伴いプラスのキャッシュフローとリターンが生み出される特性を表す）

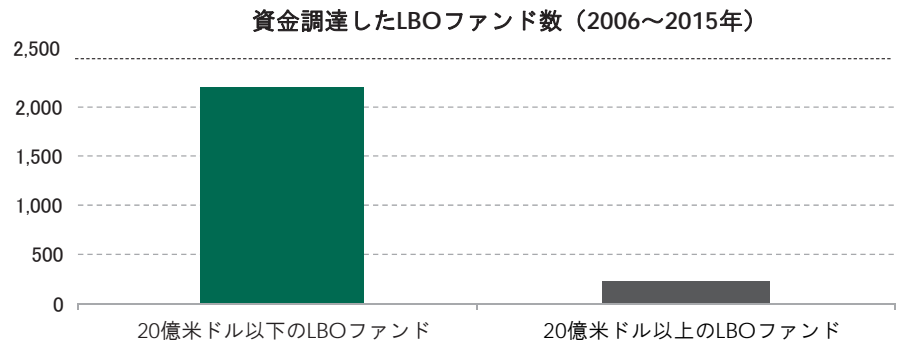


著者：
Steven Costabile, CFA
プライベート・ファンズ・
グループ部門
グローバル責任者

投資家は、他の投資家の多くが参入していない領域 – 資金調達が少ない市場領域や、リターン創出の業務の難易度が高く、多くの他の投資家が抵抗なく追随するような道よりも実際にはリスクの低い戦略に行くべきだと考えます。当社では、特にスモール及びミドルマーケット領域とプライベートクレジットに着目しています。アルファを追求する投資家は、専門知識と選択能力を要しますが、より小規模な企業やファンドに着目すべきと考えます。

市場の非効率的な部分に着目

20億米ドル以下のファンドは、投資妙味があり、長期的な成長性も獲得できる



出所: Preqin。2015年12月31日時点。

スモールやミドルマーケットのビジネスは、概して大規模市場のビジネスと比較して低いマルチプルで取引される傾向があります。同業務内容の企業で規模が異なるだけの場合、投資家は規模が大きい会社にはEBITDA倍率9倍支払うのに対し、規模の小さい企業には7倍支払っています。なぜかと言えば、規模の大きい企業にはレバレッジをかけるのが容易であり、ファンドの規模が大きいほど、資金投下のプレッシャーも大きくなるからです。スモール/ミドルマーケットの案件も今の水準が決して安い訳ではありませんが、絶対金額が大きいものと比較すると投資妙味があります。

スモール/ミドルマーケット案件の優位性は他にもあります。投資家が高い成長性を享受できることに加え、当該企業が一定の規模に成長した際には、次に買い手となる投資家は投資に際して多くのレバレッジを使用できるため、マルチプル上昇の恩恵を受けることができます。投資家は、主たる正当化理由として拡張したマルチプルを用いるべきではありませんが、企業の成長性、オペレーションの効率性、最終的な収益を追求したうえで、マルチプルの拡張効果はボーナスとなります。

リスクに気を払うべき

投資家は、プライベートエクイティマーケットに伴うリスクと必要とされる特殊なスキルについて認識する必要があります。投資家は、選択した運用者が与えられたマンデートを遂行する能力を有するか、適切なデューデリジェンスを行う必要があります。ベストアイデアを提供する運用者を探す場合には、この執行リスクはより広範なものとなります。これまでは、運用者が制約のある区切られた文脈の中で戦略執行能力を有することを確認していれば良かったのですが、現在は、複数の分野やマーケット全般において幅広く深い戦略執行能力を示す必要があります。

もう一つのリスクとして、プライベートマーケットは市場の変化や不確実性に対して、上場株や債券等の伝統的資産のように瞬時に対応することができないことがあります。船はプライベートマーケットではゆっくりと進み、不確実性の水準は時として物事を落ち着かせます。ネガティブなイベントが企業をマーケットから遠ざけると、プライベートマーケットにとっても流動性は制限されます。過去3年間は低金利が企業をより買収可能にしたことからエグジット・トレンドは好調でしたが、2017年から2018年にかけてはエグジット件数の減少が見込まれます。グローバル経済の不透明感や投資家の中央銀行に対する懸念により、今後12~18ヶ月でエグジットトレンドは平均値に戻る可能性があります。また、欧州を中心に先進国において政治リスクが増大していることがあります。

為替変動は、海外投資のリターンに大きな影響を及ぼしてきました。先進国対比の新興国の為替変動や欧州域内（例えばユーロ対ポンド）の為替変動は劇的でした。多くの投資プロフェッショナルは、今後もボラティリティが大きなテーマとなると考えており、ファンドのジェネラルパートナーも為替変動の影響を認識する必要があります。特に多くの英国や欧州の投資家は、ポンドとユーロがここまで劇的に変動すると想定していませんでした。ジェネラルパートナーは、投資家に自分で管理するよう言うだけでなく、ファンド内での為替ヘッジを検討するべきだと考えます。

最後に、ローリスクに見えるものは高いプライスになることを繰り返しておきます。投資家は借入れが容易にできるがために、必要以上に多くを支払いがちです。アセットに投資しレバレッジをかけることで、最初は強固で単純だった投資が、たちまち高いマルチプルと高い借入比率のためにリスクの高い投資になってしまいます。

ベストな戦略は投資家ごとに異なる

投資家が正しい戦略の決定に注力する中で、イールド追求の動きがプライベートマーケットの変化の触媒（カタリスト）となっています。多くの投資家は伝統的資産からイールドが得られないために、オルタナティブ投資へとシフトしています。プライベートマーケットには成長機会がより容易に見つかります。

しかし、これが容易でないことに留意すべきです。投資機会に対する需要が強まると資産は割高になり、イールドを求める競争が高まるとリターンは低下します。プライベートマーケットには多くの障壁が存在するものの、高いスキルを持つ投資家にとっては、イールドとグロースを享受する数多くの機会が存在しています。

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 が専用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こともあり、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。

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、本資料は2001年会社法第7章に定義されている限定された数のホールセールクライアントを対象としています。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による審査はを受けておりません。

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。



About
PineBridge
Investments



PineBridge Investmentsは約60年にわたり、先進国やエマージング諸国で投資商品とサービスを提供してきたグローバルな運用会社です。

世界各国に根差した運用基盤とグローバルネットワークにより、幅広い投資対象の、実績のある投資商品を投資家の皆さまにお届けしています。

MULTI-ASSET | FIXED INCOME | EQUITIES | ALTERNATIVES

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

本資料は、PineBridge Investments LLCが情報提供を目的として作成したものを、パインブリッジ・インベストメンツ株式会社が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。