

Secular Outlook

ピクテの長期的展望

2024年6月

著者

ルカ・パオリーニ
チーフ・ストラテジスト

アルン・サイ
シニア・マルチアセットストラテジスト

ウエンチェン・ワン
シニア・マルチアセットストラテジスト

アレクシア・ヒメネス
マルチアセットストラテジスト

シャニエル・ラムジー
マルチアセット共同責任者

パトリック・ツヴァイフェル
チーフエコノミスト

ニコライ・マルコフ
シニアエコノミスト

サブリーナ・カンニシェ
シニアエコノミスト

ジェームズ・アップトン
シニア・コーポレートガバナンス・スペシャリスト

はじめに

多くの投資家は、世界経済があらゆる困難を乗り越えてきた過去と歴史から、今後についても楽観的な見通しを持っています。世界経済は、過去60年間のうち58年もの間、戦争やテロ、政情不安、エネルギー危機、金融危機などに直面しながらも成長を遂げてきました。そして、今後10年間も経済は年々着実に前進し続けるでしょう。

しかし、こうした投資家も現在の経済基盤がますます脆くなっていることに気づいているはずです。世界貿易が盛んで、インフレと金利が着実に低下していた「グレート・モデレーション」の時代は終わったのです。その代わりに、平穏ではない時代が到来すると考えられます。

12回目となる“Secular Outlook-ピクテの長期的展望”では、世界経済がグローバル化の停滞や世界的な高齢化、ネットゼロへの移行、労働力不足などに直面する中、今後10年間の生産性向上は期待できないと結論づけました。

そのため、今後5年間の実質GDP成長率は控えめなものになると予想します。確かに、インドなどの改革志向の新興国経済大国では力強い経済拡大が予測されますが、米国と中国の伸び悩みがこれを相殺するでしょう。2029年までの世界の実質経済成長率は長期平均を下回る年率2.6%にとどまると見込みます。

事態を一層複雑にするのは、緩やかな経済成長が緩やかなインフレに直結しない可能性があることです。インフレは見通し期間の終盤にかけて中央銀行の目標範囲内に収まるものの、当局が望むものよりもボラティリティが大きくなる可能性があります。それは労働力不足と、ネットゼロへの移行がエネルギーや商品価格を中期的に押し上げる可能性があるためです。

こうした経済環境は、株式、債券、為替市場のダイナミクスにいくつかの面で変化をもたらすと考えます。第一に、株式の社債に対する超過リターンは平均を下回るでしょう。今後5年間、MSCI世界株価指数の構成銘柄は現地通貨ベースで年率7%の妥当なリターンを生み出すと予想しますが、社債に対する超過リターンは年率1%に過ぎず、過去5年間の実績である年率10%を大きく下回ります。そしてこのリターンを生み出すには、約2倍のリスクを伴います。

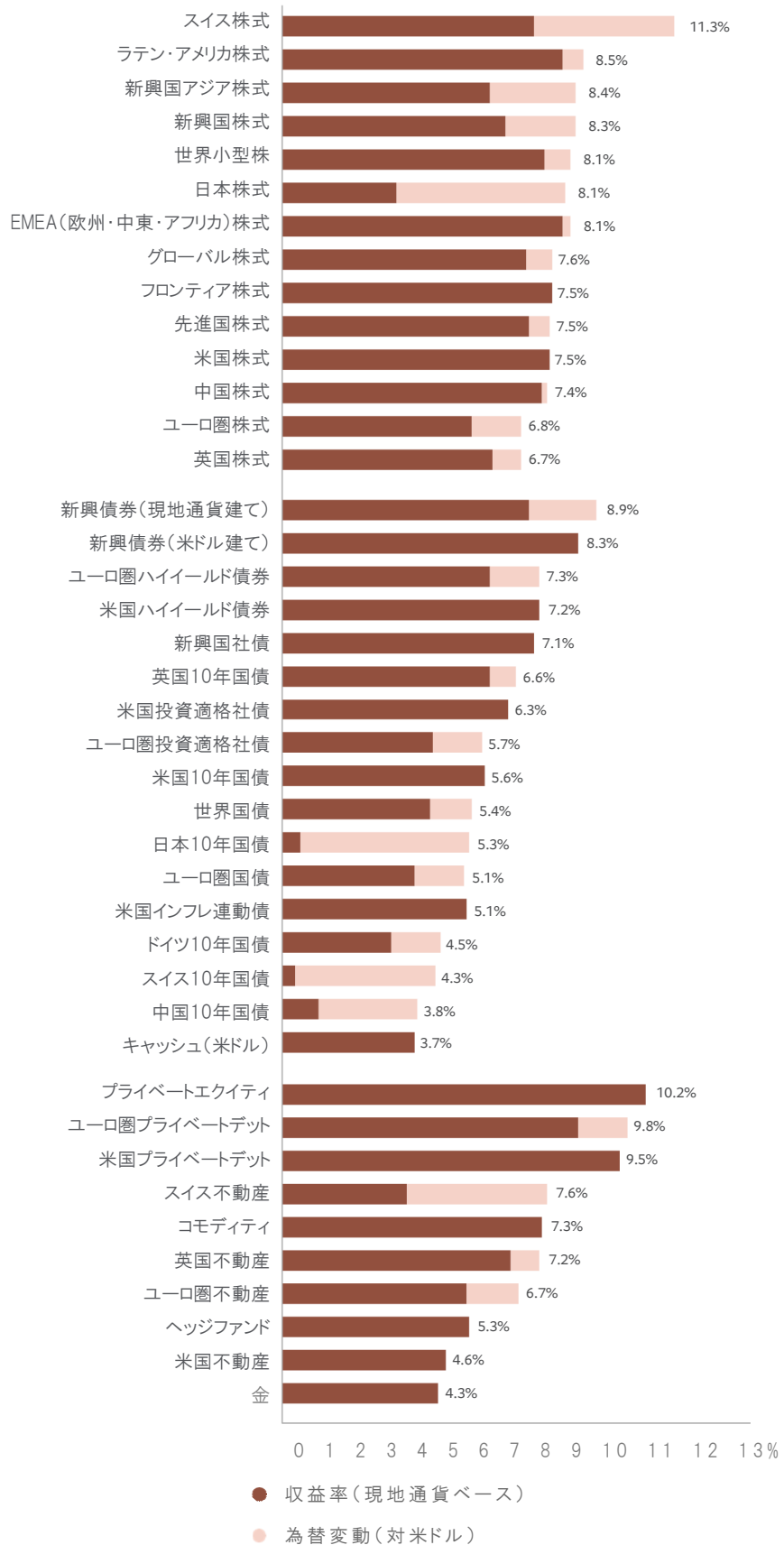
また、目立たないながらも重要なのは、地域・国別の株式市場間のリターンのバラツキが縮小することです。当社の予測では、先進国のほぼ全ての株式市場のリターンは年率7%前後に落ち着くとみえています。

最後に、為替市場にもこれまでにはない力が生まれると考えます。それは米ドルの持続的な下押し圧力です。米ドルはトレード加重ベースで2029年までに年率2%程度の下落を予想しています。これら3つの変化の結果、投資家は今後5年間、これまでとは少し異なる道を進むことになるでしょう。例えば、ポートフォリオに占める社債の割合を高め、米ドルと負の相関を持つ資産への配分を増やすべきです。また、地域別よりも業種別に資本を配分する方が有利かもしれません。



ルカ・パオリーニ
チーフ・ストラテジスト
ピクテ・アセット・マネジメント

図1
資産クラス別リターン予想
5年、年率、%



出所: Pictet Asset Management; forecast period 31.03.2024-31.03.2029;
予想値の算出方法については、Appendixをご参照ください。



目次

長期的なトレンド

- 1 より生産的な経済か? _____ 7
財政および金融政策の変化の影響 _____ 21
- 2 経済・政治システムが市場に与える影響の評価 _____ 25
ギャップに注意: 日本、中国の企業ガバナンス改革 _____ 34
- 3 テクノロジー、ヘルスケア、資本財: 長期的な勝者 _____ 37
バイオテクノロジーの後押し _____ 45
- 4 ネットゼロへの移行リスクの詳細 _____ 47

資産クラスのリターン予測

- 株式: アメリカ例外論はどこへ行く? _____ 54
- 債券: クレジットの台頭 _____ 58
- 為替: 緩やかな米ドル安基調 _____ 67
- オルタナティブ:
プライベートデットと産業用コモディティが有望 _____ 70
- 今後5年間の資産配分モデル _____ 74



1

より生産的な経済か？

今後5年間、世界経済は緩やかに成長するとみえています。

人工知能(AI)が幅広い分野において導入され、生産性が向上する可能性は排除すべきではないものの、ここ数年間の実質GDP成長率の低下トレンドは概ね維持されると考えています。生産性の伸び悩み、高齢化、グローバル化と過剰な公的債務の停滞、そして2008年の世界金融危機とコロナ禍の影響が経済活動の下押し圧力になると予想されるためです。

こうした中で、米国経済の勢いは失速し、一方でインドが新たな世界経済のエンジンとなるでしょう。

経済成長の鈍化は、インフレを社会的に許容できる水準、つまり中央銀行の目標水準に抑えるための必要条件となります。経済成長とインフレのミックスは、最終的には財政政策と金融政策の相互作用によって決まります。我々の見立てでは、財政政策の影響がより支配的となる結果、景気の拡大と後退の波が頻発し、貿易摩擦を生み出す可能性が高いと思われます。また、脱炭素化とAI開発は世界中で積極的な産業政策の対象となり、グリーンテクノロジーの最先端を行く中国と、AIを牽引する米国の対立が改めて浮き彫りとなるでしょう。

世界的なトレンド

過去20年間、世界の経済成長率は急速に低下してきました。2000年初めには、経済専門家の長期的な成長率予想は4%を上回っていましたが、現在は3%程度(当社の予測と加重平均ではさらに低い水準)にまで落ち込んでいます。

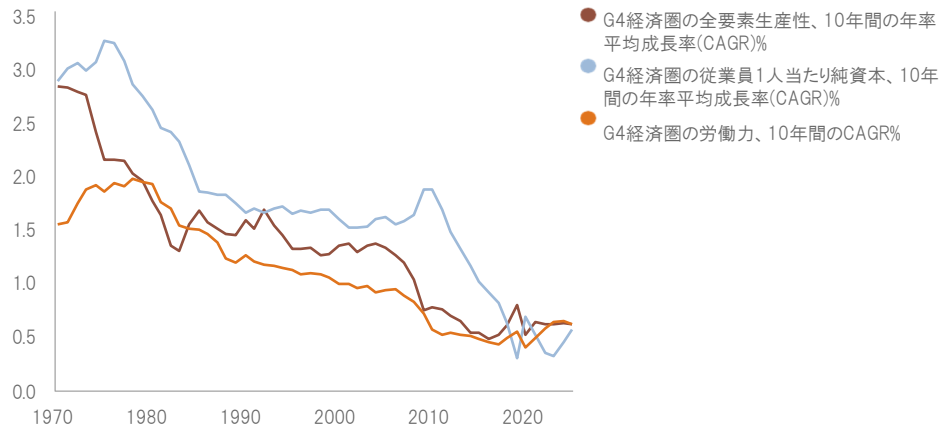
一部の経済学者はその原因としてグローバル化の後退を指摘しています。

しかし、その影響は過大評価されている可能性があります。物品の貿易は停滞していますが、観光やデジタルデータなどのサービス貿易は急拡大しました。コンピューターネットワークを介して遠隔で提供されるサービスと物品の世界貿易額は、2022年に3.82兆米ドルと過去最高の54%のシェアを占めるに至りました。また、IMFの推計では、約20年間この分野は平均年率8.1%と2桁近い伸びを記録しており、他を大きく上回っています。リショアリングやフレンドショアリングの動きも間もなく失速すると考えられます。この結果、保護貿易措置の影響を受けにくくなっていると考えられるのです。

では、何が成長を抑えた要因だったのでしょうか。いくつかの力を指摘することができます。まず、全要素生産性が低下しました。そして、労働力人口の伸びも大幅に鈍化しました(人口増加率の低下に加え、一部の国で労働参加率が低下)。最後に、従業員一人当たりの資本投入が停滞したことも要因の一つとして指摘できます。

より活力に欠ける
世界経済力

図2
資本、労働力、全要素生産性の成長率
(年率、%)



出所: Refinitiv, DG ECFIN Ameco, Pictet Asset Management; data covering period 31.12.1969-31.03.2024

先を見渡せば、先進国による再工業化の取り組みが成長や生産性に大きな好影響を及ぼすとは考えにくいです。

新型コロナウイルスやロシアのウクライナ侵攻の長期的副作用があるとなれば、政府による国内産業政策の範囲が劇的に拡大したことでしょう。

これには一定の長所があります。経済の脱炭素化とネットゼロ目標の達成を促進するため、政府の大規模な介入が不可欠であるからです。

この点に関しては、政策疲労や有権者の反発の兆しがあったとしても、政府は後戻りすることはできないと考えています。ネットゼロを達成するためにやるべきことは膨大かつ深刻であるためです。

脱炭素化に取り組んでいるにも関わらず、現在のペースでいけば、各国政府は2030年にパリ協定の目標を上回る化石燃料を生産することになります。現在、世界のエネルギー供給の80%が化石燃料に依存しています。一方、パリ協定では、世界の気温上昇を産業革命以前の1.5°C以内に抑えるため、2030年までに炭素排出量を40%削減する必要があります。これは年率7%の削減に相当し、排出量が1%増加した2023年時点の現状と比べると大きな差があります。

長期的に見れば、グリーン転換は不可欠であり経済的にも合理的でしょうが、中期的な経済的恩恵はあまり大きなものではないと思われます。

当社のエコノミストは、グリーン投資が生産性向上のために本当に必要な投資機会を奪う結果、生産性には有意に働かないと見ています。投資家にとっては、グリーン転換はあくまで相対的なゲームであり、絶対的なものではありません。言い換えれば、勝者と敗者が生まれるということです。詳細は「ネットゼロ移行リスクを詳しく見る」をご覧ください。

少なくとも短期的に見てグリーン転換が生産性を押し上げるものでないのであれば、足元の技術や医療の進歩がその穴を埋められるのが重要な問いとなりそうです。

過大評価される「アメリカ例外主義」

多くの投資家にとって、力強くインフレのない経済成長の回帰への期待は、AIの広範な普及や新しい「奇跡の」減量薬などの医療の画期的な進歩が成功するかどうかにかかっているようです。

新技術への投資の増加が、生産性の大幅な向上とそれに伴うGDPの成長トレンドをもたらすと信じられています。しかし、現時点ではその好影響を見出すのは時期尚早で、証拠はまだ不十分であると言えます。

このため当社では、今後5年間の成長トレンドに大きな変化はないと慎重にみています(ただし、より長い時間軸では楽観視しています)。

AIが個人や仕事の生活に大きな影響をもたらす革新的な技術であることは明らかですが、AIがGDP成長にどの程度影響するかは明確ではありません。

技術の普及が必ずしも前向きな影響ばかりをもたらすわけではないことは、過去の事例から分かります。

例えば、約20年前に登場したスマートフォンは、経済成長への影響はあったとしてもごく限られたものであった一方、社会には甚大な影響を与えました。非常に期待されていた技術の中には、最初に予想されていたほど広く普及しなかったものもあります。バーチャルリアリティはその代表的な例です。

重要な問題は、AIが生産性を向上させるのか、それとも労働力を置き換えるものなのか、そしてその普及率がどれくらい速くなるのかということです。ほとんどの研究者は、先進国の雇用の半分以上がAIに脅かされていると認識しており、その多くが、給与の高いサービス関連の仕事です。これがAIの雇用への影響がそれ以前の他の高度な自動化技術と異なる点です。生成AIは人間の作業を補完する側面が強いようですが、汎用AIシステムが出現すれば労働市場に大きなゲームチェンジをもたらす可能性があります。AIが創造性や共感を要する作業でも人間を上回るようになれば、労働力の置き換えはほぼ避けられない結果となるでしょう。しかし、汎用人工知能（AGI）がいつ現実のものになるのでしょうか？専門家の予測には大きなばらつきがありますが、10年以内にこれが実現する可能性は排除できないでしょう。

AIの普及率は、最終的にはコストとベネフィットによって決まります。そしてこれらは国や業界によって大きく異なります。さらに重要なのは、AIの広範な普及には様々な障壁があることです。その障壁には以下のようなものがあります。

- エネルギー使用と電力網

2030年にAIを活用したグローバルなデータセンターが世界のエネルギー供給の5%を消費すると予測する研究もあります。これはAIの投入コストを引き上げるだけでなく、電力網への大規模な投資を必要とする可能性があり、予算制約が大きい場合にはその投資が実現しない恐れがあります。

- データの利用可能性

昨年発表された論文で、研究者グループは、現在のAIトレーニングの傾向が続けば、2026年までに高品質なテキストデータが枯渇すると予測しています。データは安価ですが無限ではないということです。

- 法的障害（著作権とプライバシー）

ここでの問題は、AIモデルがトレーニングで使用する著作権で保護されたデータに対して、どの程度の対価を支払うべきか、ということです。米国はこれまでこの問題に対して放任する姿勢を貫いてきましたが、緊張が高まっています。AIの使用は昨年、脚本家や俳優によるストライキの引き金となり、テレビ製作が数カ月間停止する事態に発展しました。これらのグループを代表する労働組合はスタジオと合意に達し、最終的にAIの使用に対する保護を確保しました。合意の要は、生成AIプロセスの各段階で出演者の許可を得ることが義務付けられたことです。

- 政治と規制

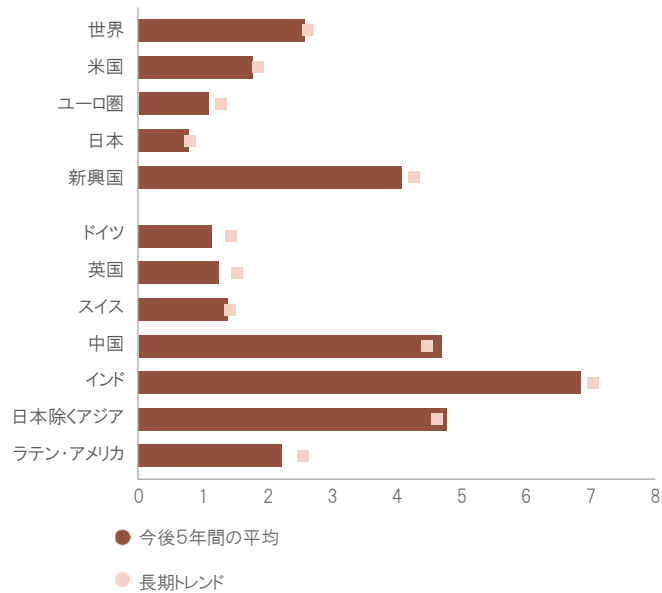
AIの規制はまだ始まったばかりですが、雇用喪失が増加するなどある程度の倫理的な一線を越えた場合には、この技術の広範な利用に対する政治的・社会的な反発が起きる可能性が高くなります。顕著な例としては、1997年の羊のドリーが誕生して以降、クローン技術の人への適用が規制されたことが挙げられます。しかし、過去の経験と地政学的な現実から、規制は遅れると予想されます。米国議会では過去に、鉄道、電話、ラジオ、インターネットなどの新しい規制の導入に非常に時間がかかりました。そして政府は、地政学的な優位性を築きたい分野で産業を損なうような規制を制定することは控えるでしょう。政治的な反発は、AIによる所得格差の拡大や産業の寡占化に伴って高まる可能性がありますが、当社では今後5年間でそうした事態は起きないと考えています。

では、今後5年間でAIが経済成長に与える影響はどのようなものでしょうか？経済学者の見解は大きく分かれています。当社のエコノミストは、今後5年間で、AIが実際の成長率および成長率のトレンドに与える影響は軽微であると見ています。そして現在入手できるデータもこの見方を裏付けています。テクノロジーへの投資は1990年代ほど急速には伸びておらず、公式データによれば、米国の全要素生産性は前年比0.7%の増加にとどまっています。一方、IMFは2024年の世界経済見通しで、AIが世界の生産性を0.1%から0.8%の範囲で押し上げる可能性があるとしており、これは今後6年間の生産性向上の約50%を占めると予測しています。重要な影響かもしれませんが、高齢化、貿易制裁、高い公的債務負担など、生産性を抑制する他の要因を相殺するには不十分です。ただし、仮にAIが生産性を0.5%押し上げるとすれば、その他の条件が一定の場合、資産価格に与える影響はかなり大きなものになる可能性があります。当社のモデルによれば、これは世界株式の株価収益率を10%上昇させ、実質債券利回りを0.5%押し上げることとなります。これは、長期的には株式リスクプレミアム(ERP)を1%ポイント低下させるもので、当社の基本シナリオよりも25%の急激な低下となります。

しかしながら、現時点では、AIに関し過度に楽観的な前提を置いて世界経済の成長予測を上方修正するのは時期尚早と考えています。引き続き、今後数年間におけるAIの普及状況を注視していきます。

当面は成長が潜在水準を下回る

図3 予想GDP成長率
(国、地域別) %



出所: Pictet Asset Management; forecast period 31.03.2024-31.03.2029

世界経済はその成長をどの程度まで米国に依存できるのでしょうか？

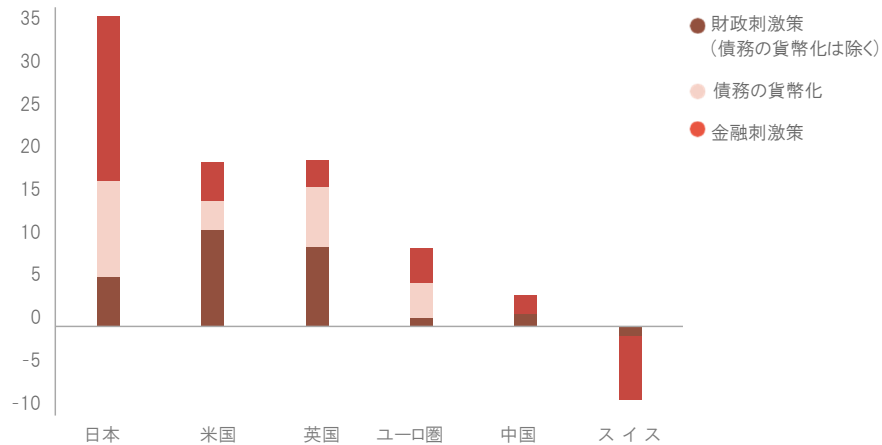
米国経済はコロナ・ショック後から相対的な強さを発揮し、1990年代の活力を取り戻しているのは間違いありません。米国の純資本成長率は欧州の2倍であり、最近のIMF調査によると、資本資源の効率的な配分を示す「配分効率性」も依然としてほかに並ぶ国はありません。2020年以降、米国は他のどの国よりも多くの外国直接投資を受け入れています。

しかし、私たちは「アメリカ例外主義」の規模は過大評価されていると見ています。

まず、米国経済の最近の好調さは、コロナ・ショックの遺産である持続不可能な水準の政策刺激策に大きく依存しています。当社の試算によれば、米国では依然としてGDPの約17%に相当する「遺産」、過剰な政策刺激策(金融・財政)が残っており、これに対してユーロ圏ではGDPのわずか7%、中国ではさらに少ない水準です。

図4
財政及び金融刺激策
(国別、2009年以降、対GDP比)%

長期にわたる豊富な財政
および金融刺激策



出所: Pictet Asset Management;
forecast period 31.03.2024-
31.03.2029

この過剰な刺激策の結果、2023年にはGDPの8.5%に相当する巨大な「双子の赤字」(経常赤字と財政赤字)が生じました。世界の主要国の中で、トルコだけが、これよりわずかに高い双子の赤字を抱えています。

完全雇用の経済においてGDPの7%の財政赤字は明らかに持続不可能です。過去100年で初めて、米国政府は国防費よりも債務返済費の支出が多くなります(今年のGDP比は国防費:3.0%、債務返済比:同3.1%)。

経済史家ニール・ファーガソンによると、こうした事態が起きると、それは帝国の終わりの始まりであると唱えています。彼は「ハプスブルク家のスペイン、旧体制のフランス、オスマン帝国、そしてイギリス帝国でも同じことが起きた」と記しています。

政府の財政状況は2008年の世界金融危機以降、世界中で悪化していますが、米国の財政の持続可能性の指標は著しく速いペースで悪化しています。米国の純債務はこの10年でGDPの約20%に増加しましたが、欧州はほぼ横ばいにとどまっています。また、米国は2008年の金融危機以降、循環調整済み基礎的財政赤字がユーロ圏よりも3%ポイント悪化しています。

さらに懸念されるのは、米国の製造業建設ブームが非常に狭い範囲に限定されていることです。テクノロジー関連部門は過去2年間で400%増加しましたが、最新のデータによると製造業建設部門の成長率は労働者不足の影響もあり、前年比14%に減速しています。米国の経済見通しにとって懸念されるのは、製造業部門のGDPに占める割合が10%にすぎず、主要工業国(中国、韓国、日本、メキシコ、ドイツ)の半分以下の水準となっている点です。この部門はほとんど成長しておらず、生産量は10年前と同水準、製造業の雇用はコロナ・ショック前の水準で頭打ちとなっており、実質賃金もコロナ・ショック前のピークを下回っています。



米国の成長ストーリーには、徐々に見えなくなっていくという特徴もあります。まず、米国を世界最大の産油国に押し上げたシェール・オイルブームです。現在の生産量は1日1,300万バレル(2005年は400万バレル)で、少なくとも1949年以来で初めて、米国は純輸出国となりました。これは経済面だけでなく地政学的にも大きな利益をもたらしています。さらにトランプ前大統領の2017年の減税に加え、リショアリング(生産回帰)の動きも顕著となり、米国は世界最大の外国直接投資先となりました。

先進国の他の地域、欧州と日本は今後5年間でそれぞれ年率1.1%と0.8%の成長にとどまる見通しで、脱グローバル化と人口高齢化の影響を受けやすい状況です。

中国の成長の鈍化

中国の世界の経済成長への寄与度は低下しつつあります。中国の黄金期は過ぎ去りました。私たちは中国の潜在成長率を年率4.5%程度と見積もっており、IMFも今世紀末には同3.5%にまで低下すると予測しています。これは過去10年間の年率6%を大きく下回ります。

中国が今世紀中に世界最大の経済大国になることは確実ですが、構造的な問題は残ります。

労働力人口の減少、過剰債務と過剰に規制される民間セクター、社会・地政学的配慮に主導される経済政策、米国の通商制裁、そして凍結状態の不動産セクターなどが足かせとなっています。

投資主導型から消費主導型の経済成長モデルへの移行には、予想以上に時間がかかっています。GDPに占める投資の割合はなお40%を超え、消費の割合はそれを若干下回る水準が2016年以降続いています。

その結果、製造業に慢性的な過剰生産能力が生じています。中国は世界の生産の30%以上を占めますが、消費はわずか10%程度です。このため、中国は通商制裁の標的となりやすい状況にあります。中国は、長期的な技術主導の野心を実現する上で重要な半導体貿易に対する米国の制裁措置の影響も受けています。

しかし、状況が全面的に暗いわけではありません。

例えば、米国の通商制裁の一部の影響を打ち消すことに成功しています。中国は「グローバル・サウス」と自由貿易協定を中心とした、中国主導の代替的な貿易アーキテクチャを急速に構築し、現在28の国・地域で中国の輸出の約40%を占めるネットワークを築いています。2023年以降、中国の東南アジアとの貿易額が米国を上回り、BRI諸国との貿易額は米国、EU、日本の合計を上回っています。

また、中国のテクノロジー力も広がり、深まっています。電子商取引、フィンテック、高速鉄道、再生可能エネルギーなどの分野で、中国は技術的フロンティアに到達しているかそれに近い水準にあると言えます。

電気自動車の分野でも顕著で、中国は昨年、世界最大の自動車輸出国になりました。

世界の成長を押し上げる 中国の力は衰えつつある — 好況期は過ぎ去った

さらに、シンクタンクであるオーストラリア政策研究所が特定した64の「重要」グローバル技術のうち、中国は11分野を除く全ての分野で、最も影響力のある研究論文のシェアで世界をリードしています。中国は5G・6G通信、バイオ製造、ナノ製造、積層製造でもトップです。ドローン、レーダー、ロボット工学、ソナー技術、量子暗号でも世界をリードし、半導体分野でも力を付けつつあります。AIの覇権争いでは米国に遅れをとっているかもしれませんが、グリーン技術と脱炭素化では確実に先行しています。

インド:新興国市場の成長リーダー

中国の成長が鈍化する中、新興国市場で成長をリードするのはインドです。今世紀末には世界第3の経済大国になる見込みです。インドは経済改革、人口ボーナス、政権の安定、大規模なインフラ投資計画の恩恵を受けられる立場にあります。すでに149の空港を持ち(10年前の2倍)、毎年新たに1万kmの道路と15GWの太陽光発電設備を建設しています。

インドはサービス輸出大国でもあり、世界のサービス貿易において4.5%のシェアを占め、金融、IT、法務などの高付加価値サービスでさらに高いシェアを持っています。

また、インドは地政学的な好位置にあります。米国の同盟国でありながらロシアとも近く、「グローバル・サウス」のリーダーであり、中国との競争も上手に管理しています。

東南アジアが最も有望な経済地域で、高い潜在成長率と穏やかなインフレを示しています。東南アジアの主要国のほとんどが私たちの選好する指標である潜在成長率対潜在インフレ率で1倍を上回っており、スイスは例外ですが、ASEANはさらに良好です。

一方、アフリカとラテン・アメリカはなお「失われた10年」に陥っています。アフリカの世界GDPシェアは10年前と変わらず3%、一人当たり所得は米国の6%にすぎず、20年前を下回っています。ラテン・アメリカはさらに悪化し、一人当たり所得は米国の25%、GDPシェアは1990年の10%から7%に低下しています。

インフレに関する長期的展望

インフレ率は今後5年間で緩やかに低下すると予想されますが、最終的に中央銀行の典型的な2%のターゲットに収束すると思われます。

しかし、その道のりは決して平坦ではありません。インフレ圧力のリスクは上振れ傾向にあります。

最近のインフレ高進は政策主導型で、構造的というよりはむしろ循環的なものと考えています。新型コロナウイルスはインフレ高進の教科書的な背景を提供しました。すなわち、大規模な財政出動と金融緩和による需要押し上げと、パンデミックに伴う社会的移動制限や貿易制限による深刻なサプライ制約です。ウクライナ戦争もインフレ圧力を高めました。現在、金融引き締め政策と世界的な貿易条件の緩やかな正常化により、インフレは長期トレンドに緩やかに戻りつつあります。

しかし、総じてインフレ高進のリスクは高まっています。

構造的トレンドはインフレ高進を示唆しています。これには、グリーン・シフトによる経済混乱、世界的な労働力人口の減少、政府支出の増加などが含まれます。

技術的には、インフレは利益率、単位労働コスト、非労働単位コストの伸びの合計です。特に米国では、単位労働コストは利益率の4倍高くなっています。利益率の拡大は止まると予想されますが、産業の高い集中度と平均を上回るオペレーション効率により、底堅さが維持されるでしょう。利益率の伸び悩みが強力なインフレ抑制要因であることには留意すべきです。

当社の試算では、過去5年間の米国のインフレ上昇の約50%が利益率の伸びによるものですから、利益率の大幅な伸び鈍化はインフレ低下につながるはずです。

利益率の安定化は、労働市場の構造的な逼迫から来る賃金上昇圧力を一部相殺するでしょう。しかし、賃金上昇圧力はやや過大視されていると考えています。AIや自動化、サービス業でのアウトソーシングが、労働力人口減少に起因する国内の賃金上昇圧力を大きく抑えると思われず。米国の実質賃金は未だパンデミック前のトレンドを5%下回っており、1972年の労働組合の影響力ピーク時の水準に戻ったばかりです。ユーロ圏では、賃金交渉の結果、実質賃金は上昇していますが、10年前の水準を下回っています。

一般的な見方に反し、パンデミック後のインフレ高進は賃金よりも企業利益や賃貸収入を大きく押し上げています。低所得労働者の賃上げ率は平均を上回っていますが、労働分配率のGDP比は上昇していません。実際、米国の民間部門GDPの資本分配率は過去最高の40%近くで推移しており、当社の社会的不平等の指標である従業員報酬の米国時価総額比は過去最低の20%近辺で変動しています。1990年代半ばまでこの比率は平均100%でした。

利益率が横這いと想定した当社の試算では、単位労働コストは3%増(過去5年間の平均をわずかに下回る)、非労働単位コストは2.5%増と見込まれます。これは、米国のインフレ率が今後5年間の平均で2.4%程度に減速することを示唆しています。(図5参照)

図5
インフレへの寄与

利益と賃金の伸びが
示すインフレの兆し

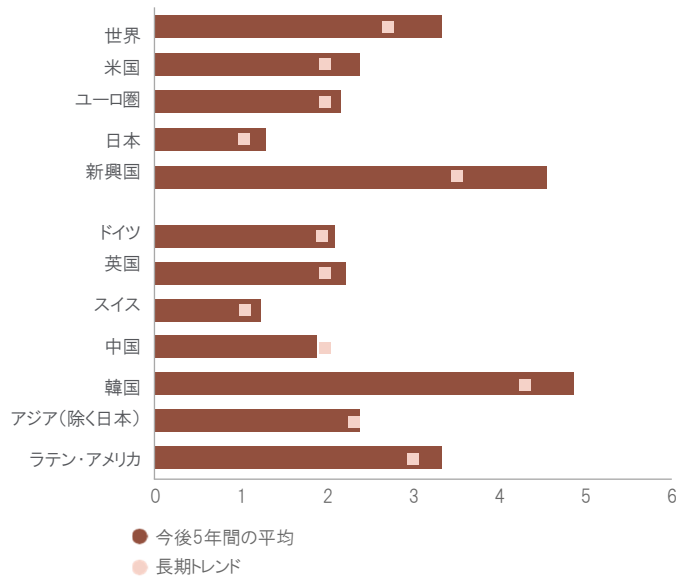
	単位 労働コスト(%)	単位利益(%)	非労働単位 コスト	GDP デフレーター
ウェイト	57.0	17.0	26.0	100.0
過去5年間	3.2	8.9	1.5	3.7
今後5年間	3.0	0.0	2.5	2.4

出所: Pictet Asset Management

このように、インフレは長期トレンドを上回る水準が続くと思われます。相対価格の動向が重要になるでしょう。それが各産業の収益性を左右する主要な要因となるからです。テクノロジーと医療分野では、それぞれ製品の価格下落の終焉と薬価の下落開始が、収益に影響を及ぼすと見られる長期的トレンドです。2022年の米国では、全ての薬剤(ブランド薬とジェネリック)の価格が比較対象国の2.8倍近くに達しており、薬価の適正化は遅きに失した感があります。40年ぶりに薬価のトレンドインフレが全体のトレンドインフレを下回る中、インフレ減税法(IRA)の規定(政府が製薬企業と「最大公正価格」を交渉することを義務付けるなど)がこの変化を加速させる可能性があります。一方のテクノロジー産業ではインフレが高まっています。米国のテクノロジー機器デフレーターは史上初めてプラス圏に入り、半導体デバイスの価格が前年比5%も上昇しています。

図6
国別、地域別の予想インフレ率(%)

インフレ率は
長期トレンドを上回る



出所: Pictet Asset Management; forecast period 31.03.2024-31.03.2029

財政および金融政策の 変化の影響

金融政策と財政政策（長期的には政権）の相互作用は、金融資産のパフォーマンスを左右する重要な決定要因です。過去40年間、投資家は概して金融政策優位のレジームで活動してきました。つまり、金融当局がインフレターゲットを設定し、その達成を積極的に目指す一方、財政政策は債務の持続可能性の枠内で運営されてきました。しかし、新型コロナウイルスの影響と新たな政治的な必要性や優先事項を受け、振り子は財政政策優位に傾きつつあると考えられます。政府が国内の政治課題設定で専門家集団に主導権を取り戻すのです。

そうした世界では、財政政策が積極的に経済を再インフレ化し、金融政策はインフレ目標の達成よりも債務の安定化を事実上目指す受動的な役割に回ることになります。その結果、インフレ目標達成に必要な水準を下回る金利、インフレ変動の高まり、金融市場の変動性の高まりが予想されます。

債務返済コストは比較的管理が可能なレベルを維持できると考えられますが、政府借入の削減が先進国の最優先課題となるのは時間の問題でしょう。これは部分的には個人や企業への増税を通じて達成されますが、5年以内に本格的な債務整理が行われる可能性は低いと思われます。

「唯一の実行可能な均衡状態は、
経済成長が潜在的な成長率を
わずかに下回り、
金利が平均を上回り、
インフレが平均で2%をわずかに上回ることです。」



ルカ・パオリエーニ
チーフ・ストラテジスト
ピクテ・アセット・マネジメント

投資家が財政政策優位への移行の実際の意味を最もよく見て取れるのは米国です。金融政策優位のレジームでは、2%のGDP成長、2%のインフレ、2.8%の金利を前提とすれば、米国は景気サイクル調整後の財政黒字を対GDP比-1%程度に抑える必要があります。これは現状から3.5-4.0%の財政引き締めを意味し、2008年の世界金融危機後の累積引き締め額の約3分の2に相当します。一方、完全な財政政策優位のレジームでは、FRBは政府債務の安定化を助ける金利水準を設定することになります。当社の試算では、この金利は景気サイクル全体で1.25-1.50%程度となり、インフレは恒常的に高止まりします。一方の財政政策は、より多くの借入れに傾くでしょう。

しかし、政府の支出と借入能力には限界があり、米国でさえそうです。基軸通貨と世界最大の無リスク市場を有する利点はありますが、債券市場や投資家が高金利を通じて財政規律を迫ることは可能です。

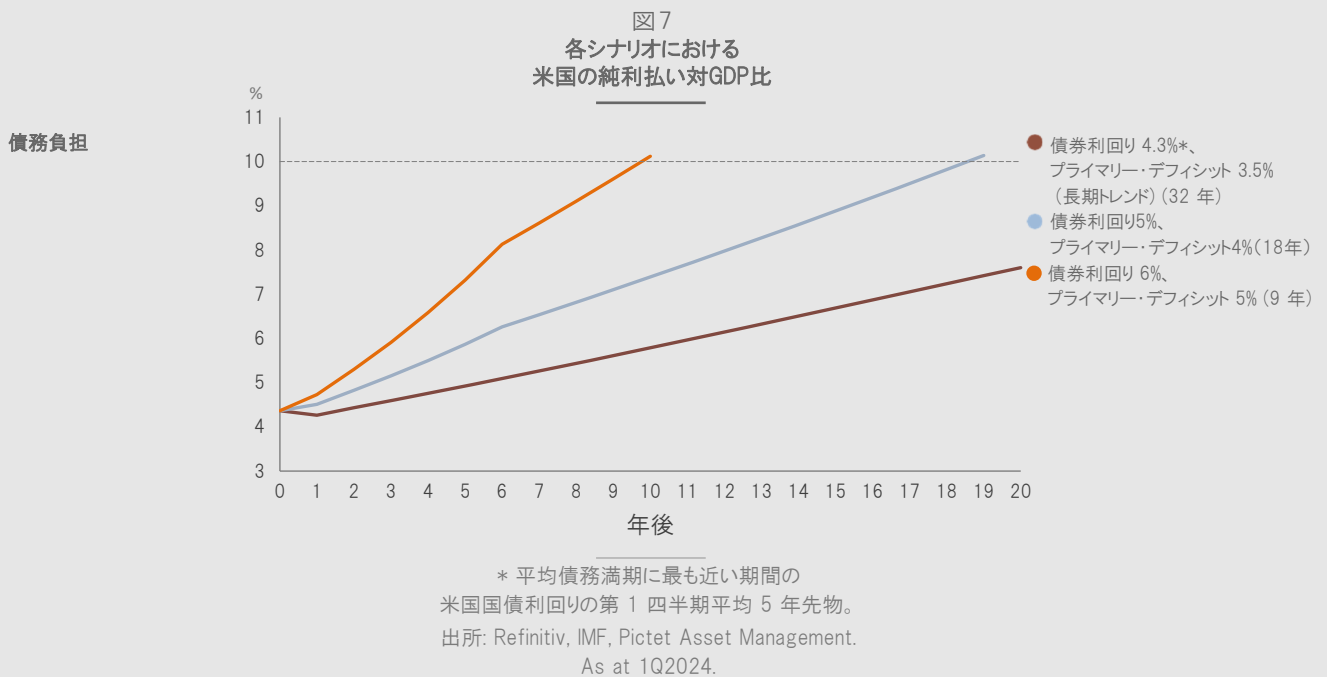
それは、必要以上に低い金利、
より不安定なインフレ、
そして金融市場のより大きな変動を意味します。

重要な問題は、債務水準や、より重要な純利払費がどの程度になれば、政府の無分別な財政出動に歯止めがかかるのかです。

当社は、債務返済費用がGDPの10%を超えるのが保守的に見積もった限界と考えています。米国では、連邦・州・地方政府を含めるとこの水準は利払費用の2倍増を意味し、メディケア/メディケイドと社会保障費を上回ることになります。当社の試算とトレンドを前提とすれば、この水準に達するのに30年はかかりますが、これはGDP成長率が安定し、財政政策が予想軌道から大きく外れないという、かなり楽観的なシナリオに基づいています。債券利回りが上昇すれば、この期間はさらに短くなるでしょう。米国の財政赤字が対GDP比5%を超えて高止まりしている状況が続けば、10年以内に限界に達する可能性があります。

債務の危機的状況には至らなくても、政府の浪費には代償があります。IMFの試算では、米国の財政赤字が1%ポイント増加すると、それに続く四半期で米国債の期間プレミアムが約11ベースポイント上昇するとされています。¹

財政の過度な優位は他にも制限があるでしょう。中央銀行は独立性を守るため熾烈な戦いを展開するでしょう。また、政治エリートと有権者の両者が、インフレを招く債務依存から脱却することを最終的に望むと考えられます。インフレは両者にとって望ましくありません。前者にとってインフレは選挙での重荷となり、後者にとってインフレは逆進的な課税と同じです。



こうした点を考慮すると、今後5年間は財政の軽度な優位が最も起こりそうな状況です。政府にはまだ財政支出を拡大する余地があるためです。軽度の財政優位下での財政出動と引き締めは緩和されるものの、依然堅実な金融政策は過去に金融市場にとって好ましい環境でした(1980年代や2018年にその兆しがありました)。

しかし、中央銀行は非常に狭い道を歩まねばなりません。高齢化関連の社会支出増加、グリーン・シフト、軍事費増額、増税への反発などにより、財政は構造的に拡張傾向にあります。こうした中で金融当局は、インフレ目標達成、完全雇用、財政の持続可能性維持に必要な低金利の3つのバランスを保つのが次第に難しくなるでしょう。

¹ IMF Fiscal Monitor April 2024

では、経済成長を実現しつつ金融市場の不安定化を回避できる最適な長期的均衡はどのようなものでしょうか。

私見では、今後5年の米国では、経済成長が潜在成長率を若干下回ることによって根強いインフレ圧力を和らげ、金利が過去20年の平均を上回り、財政赤字がわずかに低下する状況が、唯一の実現可能な均衡です。FRBのバランスシートも対GDP比25%程度の高水準が続くでしょう。

インフレ率は緩やかに下がりますが、その過程は変動が大きくなります。これにより、課税ベースの据え置きなどを通じて受動的な財政引き締めが進みますが、債務の安定化に必要な程度には至りません。

短期的に引き締めが不十分なため、生産性が飛躍的に改善しない限り、将来的に大幅な増税は避けられないでしょう。増税は富裕層（相続・資産譲渡益）や企業（法人税、過剰利益課税、自社株買い、炭素排出量課税）など、財源のある層や、政治的に痛手が少ない分野（輸入関税、観光税など）に重点が置かれると見られます。一方、社会保障給付（引退年齢引上げ、無料医療サービス制限）や化石燃料補助金の削減は極めて困難でしょう。

しかし今後5年間は債務の超長期サイクルが継続し、金融市場でも低めながらも妥当なリターンが得られると予想されます。詳細は第2章をご参照ください。

2

経済・政治体制が 市場に与える影響の評価

今年、世界人口の60%が投票に行くと思われていますが、全体的な選挙の傾向は、政府の肥大化を含む市場にとって不利な政策へと向かっています。同時に、地政学的リスクも高まっています。イスラエルとハマスの対立が地域紛争に発展する可能性があり、ロシアのウクライナ侵攻と一般的な好戦性により他国が戦争に巻き込まれるリスクがあり、中国と台湾についても恒久的な懸念材料です。

その結果、投資家は金融市場を揺るがす可能性のある地政学的「不況」に直面しています。しかし、政治・経済体制の性質と市場パフォーマンスの関係を活用することで、これらのリスクをヘッジする方法があると考えます。

変化を求める投票か？

ピクテの見方では、国の経済構造と制度的基盤(国内の資産クラスのリターンを左右する主要な決定要因)が問題となる場合にのみ、選挙結果が金融市場にとって本当に重要になります。

このため、市場に不利な大衆迎合主義、政府の肥大化、経済的自由の後退への社会的な変化は、投資家にとって懸念材料となるべきです。長期的には、これらのリスクをヘッジする必要があります。

幸いにも、いくつかの解決策があります。政府の規模が比較的小さく、規制負担が低く効率的な国の株式市場と通貨は、長期的にはアウトパフォームする傾向にあります。これらの要因とピクテのバリュエーションの評価を組み合わせると、スイス、東南アジア、中東の湾岸協力理事会(GCC)諸国が中長期的により良いリターンをもたらすと考えられます。

私たちは選挙の結果を予測しようとはしませんが、大衆迎合主義の高まりにより市場が損なわれるリスクのある国を特定することはできます。先進国における政治リスクを評価するためにモニターしている主な変数は、不平等、成長/インフレの組み合わせ、財政収支、移民の動向です。

政治・経済モデルが金融市場のパフォーマンスに与える影響は、かなり過小評価されていると考えられます。一般的な見方では、投資家は緩い規制、効率的な司法制度、低税率、低関税の自由市場経済体制に資本を配分することを好むとされています。また、過度に介入的でない政府による政治的安定性も好まれます。そして、それは直接的または間接的に、大規模な再分配経済政策を通じて行われます。



自由度のマッピング

政府の政策が金融市場に与える影響を評価するため、まず2つの単純な指標に基づいて国・地域をマッピングします。

1. 経済の自由度

ここでは保守的な米国のシンクタンク、ヘリテージ財団の包括的な枠組みを使用します。これには貿易の自由、ビジネスの自由、投資の自由、財産権が含まれています。スコアが高いほど、その国は自由市場経済であることとなります。興味深いことに、経済の自由と政治の自由には大きな重複があります。例外を除いて、権威主義政府は活発で革新的な民間部門に対する統制が少ないことを嫌う傾向にあります。

2. GDPに占める政府の割合

これは政府の収入対GDP比で測られ、国家が経済でどの程度の役割を果たしているかを示す指標です。

図8では、これら2つの指標に基づいて9つの政治/経済体制をマッピングしています。4つの隅の象限(共産主義、非公式経済、自由市場経済、北欧モデル)には明らかな例が存在します。非公式経済には一部の新興市場、破綻国家、パフォーマンスが振るわない発展途上国が含まれます。自由市場には米国、アイルランドやスイスなどヨーロッパの活力ある経済、シンガポール、台湾などアジアの効率的な国が含まれます。北欧モデルはスカンジナビア半島だけでなく、ユーロ圏の中核国にも当てはまります。

図8
通貨と株式市場の年間リターン、
%、経済政治体制別 (米ドル)

↑ 経済政治体制別 リターン				平均
	↑ 大きな 政府	共産主義 (-19.1%, -5.0%)	ディリギズム (-1.1%, 4.9%)	北欧モデル (-1.1%, 7.8%)
国家資本主義 (-9.3%, 5.0%)		社会的市場経済 (-2.7%, 7.8%)	混合経済 (-0.2%, 9.4%)	(-4.1%, 7.4%)
非公式経済 (-8.0%, 4.9%)		アジアの四小龍 (-1.1%, 9.7%)	自由市場経済 (0.8%, 11.0%)	(-2.7%, 8.5%)
平均		(-12.1%, 1.6%)	(-12.1%, 1.6%)	(-0.1%, 9.4%)

自由市場 →

出所: Pictet Asset Management.
Data covering period 31.03.2009-31.03.2024

自由市場、小さな政府をもたらす成功

過去15年間、経済の自由度が高く、国家が経済に占める割合が小さい国ほど、通貨と株式市場がより強くなる傾向がありました。この傾向は、4つの隅の経済体制で明らかです。

通貨は、国内の株式や債券よりも、その国の制度的・経済的強さを最も確実に示す指標です。スイス・フランが1971年のブレトン・ウッズ体制崩壊以降、対米ドルで上昇トレンドにあるのは偶然ではありません。当時は1米ドル=4スイス・フランでしたが、今日では1スイス・フラン以下で、年率平均3%の上昇を示しています。通貨には財政規律、政治的安定性の実績、低インフレ、生産性の着実な伸びが必要とされ、スイスはこれらすべてを備えています。例えば2003年には、世界で初めて憲法に債務プレーキに関する条項を導入しました。

スイスと同様に、シンガポールは小規模で開かれた成長志向の経済で、1人当たりGDPは米国を上回り、安定した低インフレ、政府の財政黒字、純債務ゼロ、巨額の貿易黒字、政治的安定性の実績があります。その結果、シンガポール・ドルは過去20年間において対米ドルで上昇した主要3通貨のうちの1つで、他は台湾ドルとスイス・フランです。シンガポールの通貨政策は独自の管理フロート制ですが、その安定性は、マクロ経済の安定性なくしてはあり得ません。

しかし、株式投資家にとって、マクロ経済の安定性が必ずしもアウトパフォーマンスを保証するわけではありません。

スイスとシンガポールの事例は、重要な真理を物語っています。つまり、地政学は株式よりも通貨に大きな影響を与えます。それは、個々の企業の業績が、その企業固有の特性(株価バリュエーション、収益性、レバレッジ)と事業を行う業界の性質によって大きく左右されるためです。したがって、地政学的プレミアムやディスカウントがあっても、国の株価指数は構成銘柄の合計以上のパフォーマンスはできません。

例えばシンガポール株は、相対的に過去最安値の水準で取引されており、過去20年間中国株のパフォーマンスを一貫して追隨してきました。これは中国との地理的近接性や強い文化的・貿易的つながりを考えれば驚くべきことではありません。

同様に、スイス・フランは上昇を続けてきましたが、スイス株はそうではありません。現在、MSCI世界株指数対比で32年ぶりの割安水準で取引されています。また、12ヵ月先の予想株価収益率ベースでも同指数を下回っています。これは主に、スイス株指数が医薬品や生活必需品に大きく偏っており、テクノロジー株がないことによるものです。

一方、最近は日本で逆の現象が起きています。円安が進む一方で、国内株は長期的な反転を示しています(「ギャップに注意」を参照)。これは地政学的な要因ではなく、デフレ脱却を目指した金融政策の転換、つまり大幅な円安誘導が背景にあります。

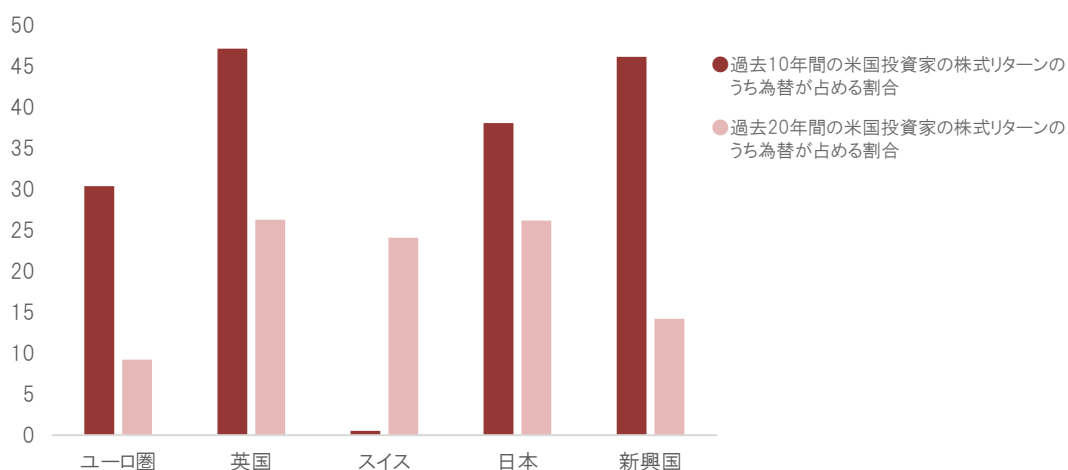
新興国における問題

新興国でも、地政学は通貨変動に大きな影響を与えてきました。

比較的安定し競争的な政治体制の下で市場志向の経済に移行した新興国(ウルグアイ、コスタリカ、ボツワナ、台湾など地域ごとに1カ国ずつ)は、過去数十年間の実質実効為替レートで通貨が上昇するという恩恵を受けてきました。

外国資本の流入に大きく依存する市場では、その国の通貨の他の通貨バスケットに対する動きと対米ドルでの動きは、10年間でほぼ同じでした(図9参照)。

図9
株式市場のトータルリターンのうち、為替が占める割合(%)



通貨変動が株式リターンに与える影響は、過去10年間でより重要になってきました

出所: Pictet Asset Management, Refinitiv; data covering period 31.03.2004–31.03.2024

しかし、新興国では為替の変動が株式リターンに直接的な影響を与えており、過去10年間の新興国株式リターンの約50%が為替変動によるものです。英国でも約50%、ユーロ圏と日本では約30%です。

政治の重要性

当社の分析でも、過去15年間で専制的な国の株式市場や通貨がアウトパフォームした国はありませんでした。

政治体制と資産リターンの関係は驚くべきものではありません。経済成長、つまりリターンの原動力に政治体制が大きな影響を与えることを示す学術研究が数多く存在します。

例えば、IMFの論文「Political Institutions and Output Collapses (政治制度と生産の崩壊)²」によれば、民主主義の下では経済成長が持続する可能性が高く、一方で専制国家では生産の崩壊が長期化し、停滞から完全な崩壊に陥るリスクがあるとされています。つまり、民主主義国の方が回復力があると言えます。

別のIMF論文「Geopolitics and International Trade: The Democracy Advantage(地政学と国際貿易:民主主義の優位性)³」では、民主主義が国際貿易を促進し、地政学的リスクの悪影響を和らげる可能性があることが示されています。貿易フローに影響を与えるのは政府の体制であり、地政学的出来事ではありません。そして貿易は成長に影響を与えます。

逆行する政治

残念ながら、金融市場に関する限り、政治は間違った方向に向かっているようです。世界的に国家が経済に占める割合が増え続けているだけでなく、国営企業の創設を目指し、経済規制、関税、補助金が強化されたことで、経済の自由度が失われつつあります。

米国が内向き志向となり、欧州と英国が高まる大衆迎合主義に直面し、ラテン・アメリカが左翼政権に支配され、中国が経済改革から後退する中で、ビジネス環境改善に取り組む国はインド、中東のGCC諸国、そして潜在的には日本のみとなっています。さらに当社の分析では、経済における国家の関与度合いの方が、その変化よりも重要であることが分かっています。つまり、市場は各国の経済・政治体制の変化を簡単には受け入れないということです。

² <https://www.imf.org/en/Publications/WP/Issues/2023/02/17/Political-Institutions-and-Output-Collapses-525757>

³ <https://www.imf.org/en/Publications/WP/Issues/2024/02/02/Geopolitics-and-International-Trade-The-Democracy-Advantage-544393?>

実際、経済の自由化は政治的自由化に続いて起こることが多いのです。自由民主主義国の数がピークに達したのは2008年の世界金融危機の頃でした。

その後、2019年のコロナ発生直前に民主主義国の割合がピークを迎えました。経済の自由度がピークに達したのは2020年で、これはパンデミックの影響が一因でした。

経済協力開発機構(OECD)の民主主義指数によれば、世界人口の45%が何らかの形の民主主義国に住んでいますが、完全な民主主義国(指数8.00超)に住む人口は8%に満たないのが実情です。一方で、世界人口の約40%が権威主義体制下で暮らしています。

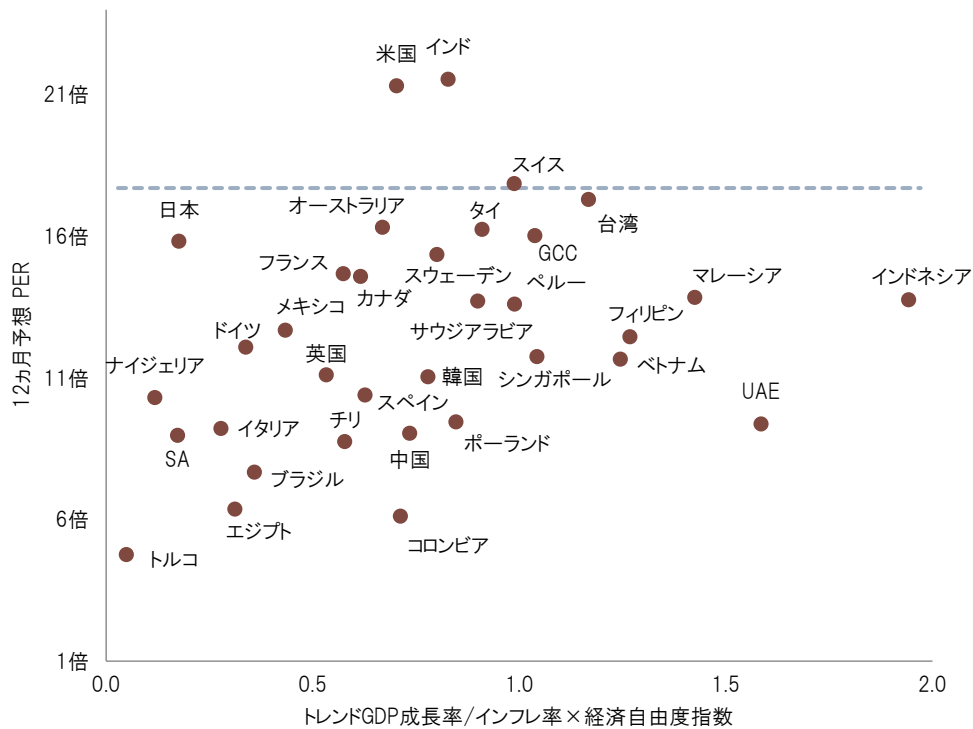
地政学的不況に対するヘッジ

投資家はこの地政学的不況をどう乗り切り、ロシアのウクライナ侵攻のような政治的ブラック・スワン・イベントをヘッジすればよいのでしょうか。

当社の分析では、長期投資家は政治的・経済的安定性に対してプレミアムを支払うことに躊躇する必要はありません。ただし、「巡航速度」、つまり経済の潜在成長率と潜在インフレ率の比率も考慮に入れる必要があります(図10参照)。高成長は高収益につながり、低インフレは資本コストの低下と株価収益率の上昇をもたらすためです。

図10
株式と政治・経済の安定性評価

投資家は経済の安定のためにプレミアムを支払う



出所: Pictet Asset Management, Refinitiv; data covering period 31.03.2004-31.03.2024

経済成長、バリュエーション、ビジネス環境の3つの指標を組み合わせると、長期投資家にとって最良のリターンが期待できる株式市場と通貨はスイス、東南アジア、中東のGCC諸国です。

GCC諸国については、脱炭素化の動きが大きな逆風となる可能性があることは事実です。しかし、各国政府は化石燃料依存からの脱却に向けて大胆な取り組みを行っています。世界銀行は最近「GCC諸国は再生可能エネルギーによる発電を目指す高い目標を掲げている。例えばサウジアラビアは2030年までに50%のエネルギーミックスを再生可能エネルギーにする目標を立てており、オマーンは2030年までに30%の電力を再生可能エネルギーから賄う計画だ」と指摘しています。

インドと米国は特別な存在です。前者は今後5年間で世界の成長をけん引する国となる見込みです。モディ政権は変革的な成長計画を発表し、インド企業も増益を実現しています。インドは地政学的にも有利な立場にあり、ロシアの安価な原油などの経済機会を享受できます。一方の米国は、経済的覇権が揺らぎつつあり、国内政治が投資家にとって大きな頭痛の種となる可能性があります。しかし、テクノロジーやイノベーション、AIブームの恩恵を受けられる点や、トップ企業が圧倒的な市場支配力と高い収益力を持つ点は強みです。

要するに、投資家は政治的安定性と自由市場経済の実績のある国に注目すべきだと考えます。

ギャップに注意: 日本、中国の企業ガバナンス改革

アジアの株式市場は数年来最大の変革期を迎えています。

長らく外国人投資家から見放されてきた日本株は猛反発を見せています。日経平均株価とTOPIXは30年ぶりの高値を付け、2023年の株式市場パフォーマンスでトップクラスとなりました。

一方、中国株は16%を超える下落となりました。世界第2の株式市場ながら、低迷する経済成長、規制強化、地政学的緊張の継続に失望した国際投資家が背を向けたためです。

ある指標によれば、中国と日本の株式市場のバリュエーションギャップは2015年以来の低水準となっています⁴

この乖離は、両国の金融政策の違いが一因と考えられます。日本銀行はマネーを大量に供給する一方、中国人民銀行は通貨安を回避するため大規模な量的緩和は控えめで、デレバレッジに取り組んでいます。投資家は、日本がデフレから脱却する兆しを見出しつつある一方、中国では不動産市場の低迷を懸念しています。

しかし、私たちはそれ以外の要因、特に企業統治の実務慣行の違いも影響していると考えています。

アジア企業ガバナンス協会によれば、日本は2023年の企業統治ランキングで2位にランクイン、2020年の5位から最大の改善を遂げました。⁵

一方、中国は10位に留まり、香港は2位から6位に後退しています。

「日本は企業ガバナンスの改善が株主リターンに与える影響を物語っています。そして中国がこの手本に習うことを期待しています。」

ジェームズ・アプトン
シニア・コーポレート・
ガバナンス・スペシャリスト



⁴ MSCI Indices with IBES consensus 12-month forward EPS. Source: Refinitiv, MSCI, IBES. Data as at 07.06.2024

⁵ <https://www.acga-asia.org/cgwatch-detail.php?id=482>

日本株の再生

日本の改善は、競争力強化と近代化を目指した改革の成果が現れ始めたことを示しています。

安倍晋三元首相の「アベノミクス」経済政策の3本柱の一つとして10年以上前に開始された日本株改革は、企業の収益性向上、資本効率の改善、株主還元の増加を目指すものでした。具体的には、従来の株式の持ち合いの解消、ガバナンス強化、資本効率の向上などが行われました。

2014年に日本版スチュワードシップ・コードが導入されたことは、企業の取締役会の多様性と独立性の向上など、幅広い変革をもたらす転機となりました。最も重要なことは、同コードが非効率的な資本配分と長年にわたる低い自己資本利益率の原因となっていた不透明な株式保有構造の解消に貢献したことです。⁶

経営が改善されるにつれ、株主アクティビズムも浸透しつつあります。アクティビスト株主が、日本の上場企業の約半数が長年にわたり株主資本の簿価を下回って取引されていることに対して、コーポレートガバナンスの改善を迫り、最終的に企業価値を押し上げていると言えます。2023年の日本企業に対するアクティビストの攻撃対象となった企業の総時価総額は前年の1,170億米ドルから2,520億米ドルへと倍増以上となりました。⁷

より多くの株主アクティビズムにより、日本企業の所有構造に大きな変化が生じています。長期的な視点で投資する機関投資家、年金基金、保険会社、ソブリン・ファンドなどが保有する日本株式の割合は、改革導入前の約22%から30%に上昇しました。

この水準は英国や米国などの先進株式市場に比べると低いものの、中国やその他の新興国市場と比較すれば有利な水準です。

中国：最初の一步

中国は、ガバナンスの改善が株主利益にもたらす影響力を示す意味で良い例です。そして、日本の手本に従うことができると考えています。実際、最近の動きは、北京が中国企業のガバナンス改革に本腰を入れ始めていることを示しています。

ここ半年余りに成立した一連の重要な法律の中でも、7月に施行される中国の会社法改正は、中国の企業を取り巻く法的枠組みにおいて最も重要な変更と言えるでしょう。改正法は、企業構造により柔軟性を持たせ、取締役と経営陣の役割と義務をより明確に定義しています。

⁶ 株式の相互保有は、ある上場企業が他の上場企業の株式を大量に保有している場合に発生します。

⁷ Bloomberg

また、今年、中国国務院は、規制監視と投資家保護を強化し、企業ガバナンスの抜け穴を塞ぐための包括的なガイドラインを発表しました。

特に、北京による国有企業改革の努力が実を結びつつあるようです。政府は、主要株価指数のCSI300指数の約3分の1を占める国有企業に、スリム化、収益性の改善、株主利益の向上、投資家とのより良いコミュニケーションを求めています。政府は、国有企業の重要業績評価指標の一つに「配当性向の引き上げ」を加えており、これは少数株主に恩恵をもたらすはずで

中国のコロナ後の経済が再開した2022年11月以降、中国本土上場の国有企業株は19%上昇し、ベンチマークとなる株価指数を14%上回るパフォーマンスを示しています。⁸

これらはすべて、中国が日本の改革プロセスを真似るための長い旅路の第一歩に過ぎません。しかし、変革プログラムを成功裏に遂行できれば、中国はGDP成長を企業収益に転換できるようになるかもしれません。これは、9兆米ドルの株式市場を長年避けてきた投資家にとって歓迎すべき驚きとなり、その持続的な割安な株価評価が解消される可能性があります。

⁸ 上海証券取引所国有企業100指数とベンチマーク上海証券取引所総合指数、Refinitiv、データ対象期間：01.11.2022-07.06.2024

3

テクノロジー、ヘルスケア、
資本財：長期的な勝者

生産性の低迷に悩まされる世界経済においても、投資家が年率で2桁の収益を確保できないわけではありません。

当社の分析では、上振れの成長が期待できる3つの産業分野を特定しています。テクノロジー、資本財、ヘルスケア企業の株価は、今後5年間でMSCI世界株価指数を累積で20%上回るリターンを上げる可能性があると考えられます。

この3つのセクターはイノベーションに優れているだけでなく、強力なメガトレンドに支えられており、気候変動、地政学的リスク、そして深刻化する労働力不足といった社会が直面する重大な長期的課題の解決に不可欠です。つまり、不確実性が高まる中で、問題解決の役割を担うと考えられる産業に投資することが賢明かもしれません。

テクノロジー

テクノロジーセクターが世界の企業収益に占める割合は、引き続き上昇していくでしょう。その割合は、過去15年間で年率約6%のペースで成長してきました。そして、調査会社フォレスターによれば、今年の世界のテクノロジー支出は5.4%増加すると予想されていることから、この傾向は続く見込まれます。

この成長を後押ししている要因はいくつかあります。まず、半導体がイノベーションのエンジンとなり、生産性向上が達成されていることが広く認識されるようになったことが挙げられます。半導体は地政学的にも重要で、台湾の安全保障が世界中の政府にとって最重要課題の一つとなった主な理由の一つです。そのため、米国のCHIPS法やEUの欧州半導体法など、産業政策の対象となっています。

さらに、AIの進化も大きな要因です。AIの採用はまだ初期段階にすぎませんが、AIが普及すれば、設備投資が本格化するでしょう。Google、Meta、Microsoftはそれぞれ、前回の見通しから100億米ドル以上多い設備投資目標を最近設定しました。

AIへの投資を検討する際は、このテクノロジー投資サイクルが過去のものどう異なるかを理解することが重要です。決定的な違いは、既存の大手テクノロジー企業が新規参入企業に比べて有利になる点にあります。現在、実績のある企業がAIをリードしていることが多くなっています。その理由はいくつかあります。まず、AIにはデータが大量に必要で、AIモデルのトレーニングには莫大なコストがかかるため、大手企業のほうがスタートアップよりも開発しやすいと考えられます。同様に、ほとんどの企業が大規模言語モデル(LLM)と統合できるため、スタートアップには自然な優位性がありません。

最後にAIは、既存のユーザー基盤が大きい企業に有利です。新しいAI機能を既存の製品に展開しやすいためです。また投資家にとっては、すでに実績があり上場している大手テクノロジー企業を通じてAIへの投資機会を得ることができます。⁹

これまでのところ、半導体大手のNVIDIAがAIブームの最大の恩恵を受けていますが、AIが発展するにつれ、その恩恵は他のAIネイブラー企業にも及ぶでしょう。他の半導体メーカー、クラウドインフラ事業者、サーバーやネットワーク機器メーカー、セキュリティソフトウェア企業、さらにはAIを活用して付加価値を生み出す企業(インタラクティブメディア、ビジネス/エンタープライズソフトウェア、コンシューマーハードウェア、ITサービス事業者など)も恩恵を受けるはずで

す。エッジAIはまだ発展途上の技術ですが、ハードウェア企業がこれを活用すれば、リアルタイムの洞察を得ることができるようになるかもしれません。例えば、自動運転車が瞬時の判断を下したり、機械設備が完全に自己監視できるようになるなどです。うまく活用できれば、コストを削減しつつプライバシー保護を強化できます。

投資家には、実績があり既に上場している 大手テクノロジー企業を通じて AIテーマに投資する多くの魅力的な機会があります。

プライバシーとセキュリティが不可欠となります。つながるデバイスの増加とAIの普及により、サイバー攻撃がより一般的で高度なものになると予想されています。世界経済フォーラムの最新のグローバルリスク認識調査では、AI生成の偽情報が今後2年間で予想される最も深刻なグローバルリスクの2番目に位置づけられています。その結果、セキュリティソフトウェアとサービスへの支出は引き続き増加するでしょう。

最終的には、グローバル貿易におけるサービス分野の存在感の高まりは、テクノロジー分野に有利に働くはずで

す。付加価値サービス貿易の成長は、世界的に不足している労働力によって支えられていますが、政治的にも問題の多い製造業の海外移転ほど物議を醸すことはありません。そのため、ITコンサルティングサービス企業の利益率を押し上げることにつながるでしょう。

要するに、AI、デジタル化、国家的チャンピオン企業を優遇する地政学的要因が、今後数年間のテクノロジーセクターを牽引するメガトレンドとなります。一部の分野は他よりも成長の可能性が高いと考えられます。半導体サプライチェーン企業は明らかな恩恵を受けますが、他の分野でも大きな成長が見込まれます。

⁹ <https://am.pictet/en/globalwebsite/global-articles/2023/expertise/thematic-equities/thematic-investing-in-digital-and-ai>

現在、電子商取引は、26兆米ドル規模の世界小売市場に占める割合は5分の1未満です。一方、クラウドコンピューティングは、IT支出総額のわずか10%です。また、モバイル端末で行われるようなフィンテックデジタル決済を通じて決済されているカード取引は、わずか6%です。これらの市場はそれぞれ、今後5年間で2桁の年平均成長率(CAGR)を記録すると予測されています。成長が鈍化する中で、これらは魅力的なビジネスチャンスと投資機会を提供します。

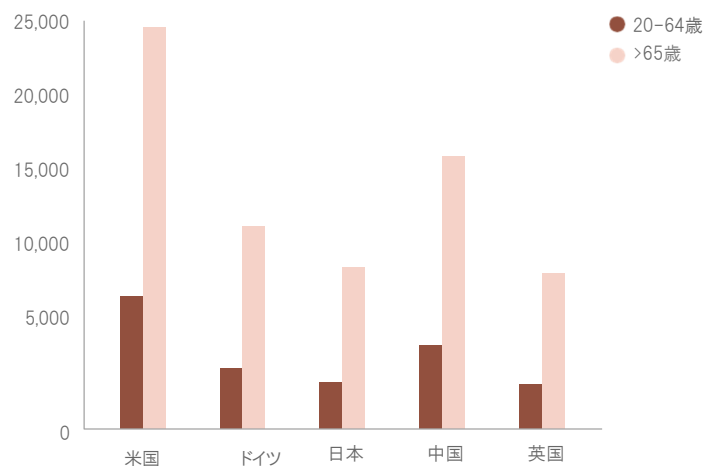
ヘルスケア

ヘルスケアは成長セクターとして見過ごされがちです。このような業種の株式はPEGレシオ(株価収益率(PER)÷成長)でみると割安に取引される傾向にあります。しかし、ヘルスケア機器・サービス業界は、世界的に過去20年間で最も収益性の高いセクターであり、年率9%を超える成長を遂げてきました。さらに、2つの構造的トレンド、すなわち人口動態の変化と、バイオ医薬品やAIへの研究シフトによる技術革新により、同業界の成長はさらに加速すると見込まれます。

まず人口動態に着目すると、先進国と中国の高齢化、新興国の中間所得層の拡大により、ヘルスケアや診断サービスに対する需要が下支えされます。例えば欧米では高齢者人口が年率2.5%のペースで増加しています。高齢者の医療費支出は若年層の3倍以上となっています。

図 11
年齢層別の一人当たり医療費*(米ドル)

灰色のドル



*値は購買力平価調整後の 2015 年米ドルで表示
出所: NCBI



同時に、米国人口の約40%、中国人口の約10%が肥満に悩まされており、政府や保険会社が医療費抑制を期待していることもあり、肥満治療薬であるGLP-1受容体作動薬への需要が急増しています。

一方、高齢者に多い特定のがんに対するmRNAワクチンも有望視されています。

ヘルスケア業界の成長をさらに後押しする大きな力となるのがAIです。AIは製品・サービスの普及拡大、生産性向上、コスト削減など、多方面で効果を発揮します。何より、診断、医療支援・トレーニング、創薬、業務効率化といった様々な分野での技術革新を促進することが期待されています。

人口動態の課題とAIソリューションがヘルスケア業界を長期的に形作っていくことになるでしょう。

バイオテクノロジー業界は、AIの恩恵を最も受けやすい分野です。同業界はAIの早期採用者でもあり、すでに1,500社を超えるヘルスケアAIベンダーが存在します。さらに、AIシステムのトレーニングに活用できる膨大なデータとモデルを有しています。AIは既に慢性疾患の治療薬発見に貢献しており、創薬プロセスを大幅に加速させています。例えば、メタのAlphaFoldやライバル企業は、わずか数年で6億種類のタンパク質構造を予測しました。これに対し、AI以前の50年間で発見されたタンパク質構造はわずか20万種類でした。

AIは世界的な医療従事者不足の解決にも役立ちます。WHOは2030年までに1,000万人の医療従事者が不足すると推計しており、AIソリューションがこの課題を解消する一助となるでしょう。例えばAda Healthは、世界で1,300万人が利用するAIベースの症状チェックアプリを提供しています。また、医療機器メーカーのButterfly Networkは、画像診断の分野で、非専門家でも専門家レベルのサービスを提供できるAIシステムを開発しています。同社は看護師が外来でも超音波検査を行えるようにすることで、現在20億米ドル規模の市場(医師の関与が必要)に対し、100億米ドル以上の潜在市場を開拓できると見込んでいます。(米国では医師の4倍の看護師がいます。)

人口動態の課題とAIソリューションは、ヘルスケア業界を長期的に形作っていくことになり主に医療機器メーカー、診断・サービス事業者、バイオテクノロジー企業が恩恵をうけるでしょう。

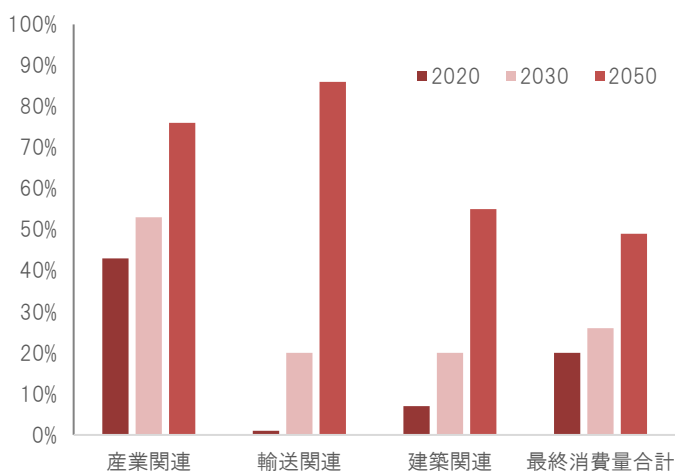
産業

熟練労働者不足が深刻化する中で、自動化とロボット需要はさらに高まるはずで。一方で、AIの進化によりロボットの機能も拡充していきます。産業用ロボットの設置台数は過去5年間で平均8%増と拡大基調にあり、また設置台数の80%を占める5カ国以外での普及余地は大きいと言えます。

より広く産業分野を見渡すと、電気自動車、暖房の電化、データセンター拡大などにより、電力需要が急増する見込みです。国際エネルギー機関(IEA)によると、AIと仮想通貨だけでも2026年までに電力需要の3%を押し上げると予測されています。この需要増の恩恵は、送電網事業者に加え、ハードウェア、ケーブル、変圧器などの供給業者、さらにはソフトウェア企業にまで及びます。

図12
2050年までにネットゼロ排出を達成するための電化のマイルストーン、セクター別、%

電気の世界



※産業関連: 軽工業の電力シェア、輸送関連: EV車の在庫シェア、
建築関連: 暖房用エネルギー需要におけるヒートポンプのシェア
出所: IEA, Pictet Asset Management

また、リショアリング(国内回帰)の広がりやエネルギー安全保障の重視は、これらの業界への追い風となるでしょう。同時に、2050年までに電力・産業分野で1,000億ドル以上の投資が必要とされます。炭素集約型セクターへの投資を継続することは、遺失資産を生みますが、この資本のミスアロケーションが、投資家に超過リターンを生む機会となるでしょう。

さらに、グリーン・シフトのためには既存の供給では不足する金属資源への需要が高まります。例えば、既存および開発中の鉱山では、2030年の銅需要の80%、コバルト需要の50%しか満たすことはできません。このため、鉱山会社は生産性向上に向けて、遠隔操作のサンプリングロボットなど、技術革新と設備投資を加速させる必要があります。

産業分野は、脱炭素化、AI、地政学、大規模な政府投資、人手不足といったメガトレンドに牽引されています。勝ち組となるのは、ロボットおよびロボットシステム、鉱山機器、資本財メーカー、送電網インフラ関連企業などでしょう。

バイオテクノロジーの後押し

ヘルスケア業界は今後10年間で大きく成長すると見込まれ、その中核をなすのがバイオテクノロジーです。

世界の医療費支出はGDPの10～20%を占めています。人々が豊かになり高齢化が進むにつれ、がんなどの加齢性疾患や、糖尿病などの富裕病への新薬ニーズが高まるでしょう。同時に、AIなど最先端技術の進化により、個別化医療や希少疾患の治療法の開発が可能になりつつあります。医療イノベーションの黄金期が到来する可能性があり、バイオテクノロジーがその中心的役割を担うこととなります。

これは製薬業界にとって願ってもない好機となります。今後数年間で1,500億ドル規模の特許切れに直面する大手製薬企業は、バイオ医薬品企業への投資や買収を通じて将来の収益源を確保する十分なキャッシュを有しています。また、かつてバイオ医薬品業界は無謀な投資を重ねていたとの批判もありましたが、2年前に終わった資金の潤沢な時代を経て、資金規律が高まり、同業界の基礎体力は強化されています。

AIブームがこのイノベーションを大きく後押しすると見られます。AIはタンパク質の立体構造予測を大幅に加速させ、新薬開発に不可欠なこの分野で革新をもたらしています。また、AIは臨床試験の効率化や、既存薬の新たな活用法の発見など、様々な分野で貢献が期待されています。

「医療イノベーションの黄金期が到来する可能性があり、バイオテクノロジーがその中心的役割を担うこととなります。」

シャニエル・ラムジー
シニア・マルチ・アセット・
インベストメント・マネージャー



創薬は膨大な時間とコストを要するプロセスです。平均で12年以上を要し、研究開発費として20億ドル以上の投資が必要とされます。実験室で合成された1万種類の化合物のうち、1~2種類しか最終的に承認されないという、資源の無駄が多い努力を強いられています。AIはこの創薬プロセスを加速する可能性を秘めており、標的タンパク質との結合予測、毒性リスク特定など、様々な側面で貢献が期待されています。¹⁰ 大規模なデータセットを活用し、潜在的な標的を特定することで、より迅速な医薬品開発が可能になります。モルガン・スタンレーによると、米食品医薬品局(FDA)に提出された医薬品および生物学的製剤の申請にAIまたは機械学習の要素が含まれていた件数は、2020年の14件に対して2021年は100件を超えています。同様に、AIは臨床試験の運営効率化にも役立つ可能性があります。例えば、適応型試験デザインの情報提供、患者登録の合理化、薬剤効果の予測、さらには臨床試験の実施コストの削減につながるかもしれません。

有望な研究分野の一つが液体生検です。これは新しい技術で、患者の血液、尿、脳脊髄液などの液体サンプル中の循環がん細胞DNAを調べることで、がんを早期に、より効果的に診断、治療、モニタリングできるようになります。液体生検から出力されるデータは大量で複雑ですが、機械学習の登場により、これらの膨大なデータセットから関連するパターンを抽出することが可能になりました。

もちろん、障壁もあります。AIがすべての分野を押し上げるわけではありませんが、専門分野、希少疾患、遺伝子治療が最も恩恵を受けると考えられます。また、政府がバイオセキュリティを懸念し、地政学的な問題も絡んでくるため、規制上の課題にも対処する必要があります。しかし、科学者や研究者が新しいツールを手にしたことで、バイオテクノロジー分野の黄金時代の幕開けとなりそうです。

¹⁰ 出所: European Federation of Pharmaceutical Industries and Associations, 2023

4

ネットゼロへの 移行リスクの詳細

長期的には、ネットゼロ(温暖化ガス排出量の実質ゼロ)への移行は経済的合理性があると多くの投資家は見ています。気候モデルでも、地球温暖化対策による将来的なメリットは、それにかかるコスト(温暖化ガス排出量を適切な水準まで下げるために必要とされる投資)をゆうに上回ることを示しています。

2020年にオックスフォード大学がピクテ・アセット・マネジメントのために行った研究では、気候変動対策が適切に講じられなければ、今世紀末までに世界の潜在的経済生産高の半分が失われる可能性があることが示唆されています。このような損失は、環境に優しい持続可能な経済を構築するコストをはるかに上回るでしょう。

ネットゼロに向けた投資は、2050年までに
政府債務の見込み増加額の3分の1を超える、
2,150兆米ドル以上の債務残高の増加に
つながる可能性があります。

しかし、上記の長期的仮定が確かなものであったとしても、ネットゼロ実現への道のりは決して平坦ではありません。省エネやエネルギー転換などで少しずつ低炭素化を実現する移行プロセス(エネルギー・トランジション)は中期的には深刻な構造的変革を引き起こす可能性があります。

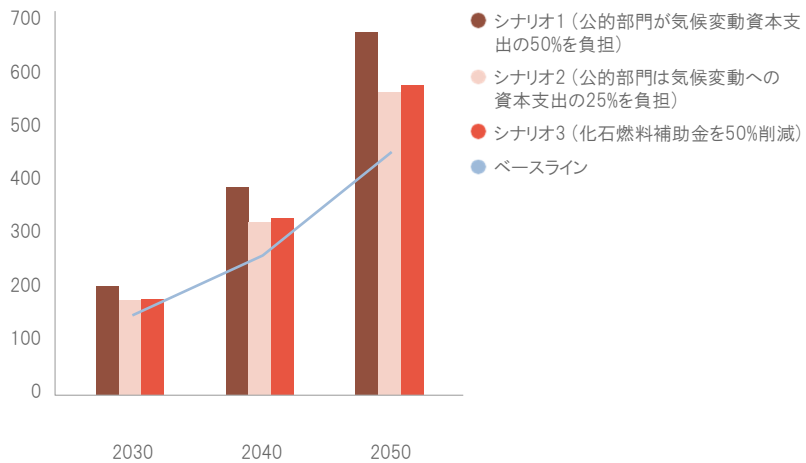
国際金融協会(IIF)がピクテ・アセット・マネジメントのために行った研究では、投資家が今後5~7年の間注意すべき3つの具体的な移行リスクが特定されています。

最も重要な点は政府債務の急増です。世界で必要とされる気候関連支出の半分を政府が引き続き賄うと仮定すると、ネットゼロへの投資だけで、2030年までに政府の債務残高が500兆米ドル以上、2050年までには政府債務の見込み増加額の3分の1を超える、2,150兆米ドル以上増加する可能性があります。債務負担の増加は、コロナ・ショックの余波で財政的に既に窮している多くの国の信用力に悪影響を及ぼす可能性があります。

投資家が直面する2つ目の移行リスクは経済の混乱です。炭素排出企業に対するペナルティとして設計された法律や規制(炭素税やEUの国境調整税など)は、必然的に事業コストを押し上げることになります。現在、人為的な炭素排出量の25%未満にしか炭素税が課されていませんが、その適用範囲を広げ、現在の平均10米ドル/トン未満から150米ドル/トン以上に税率を引き上げれば、ほとんどすべての業界の原価が上昇するでしょう。企業がその移行コストの一部を吸収する可能性もありますが、大部分は最終的に製品やサービスの価格上昇という形で家計に転嫁されるでしょう。IIFの研究によると、これが消費を圧迫し、結果的にGDP成長にも影響を及ぼす可能性があります。IIFの試算では、このシナリオの下では、2030年までに実質GDPが地域によって1~4%低くなる可能性があります。

図13
気候変動対策費が債務の山を増大、
政府債務(兆米ドル、シナリオ別)

債務負担は増大



出所: IIF; forecast covering
period 31.12.2021-
31.12.2050

経済の混乱は、インフレ不安定化という形でも顕在化する可能性があります。IIFによれば、実質GDP成長の鈍化がインフレ抑制に一定の役割を果たすかもしれませんが、エネルギー・トランジションに不可欠なコモディティの供給不足がボトルネックとなり、価格上昇圧力を再燃させる可能性があります。

国際エネルギー機関(IEA)の推計によると、再生可能エネルギーへの転換には鉱業活動の活発化が必要になります。IEAは、2040年までに世界のニッケル生産量を41倍、銅と黒鉛の供給量を28倍、コバルトの供給量を21倍に増やす必要があると見積もっています。しかし、現状のトレンドでは鉱業界がこれらの生産量を達することはできず、移行に不可欠な鉱物資源の供給不足と価格高騰を招く可能性があります。

IEAは、銅需要が2025年にも供給を上回る可能性があるかと警告しており、他のエネルギー・トランジション関連資材でも同様の状況が予想されます。さらに、鉱業界では環境基準と労働安全基準を改善するための新たな環境規制と労働規制の導入により、新規鉱山での採掘作業開始までにかかる時間が長期化しております。このように、鉱物資源の不足が深刻化すれば、結果としてコモディティ価格が高騰し、長期にわたるグリーン・インフレーションが発生する可能性があります。

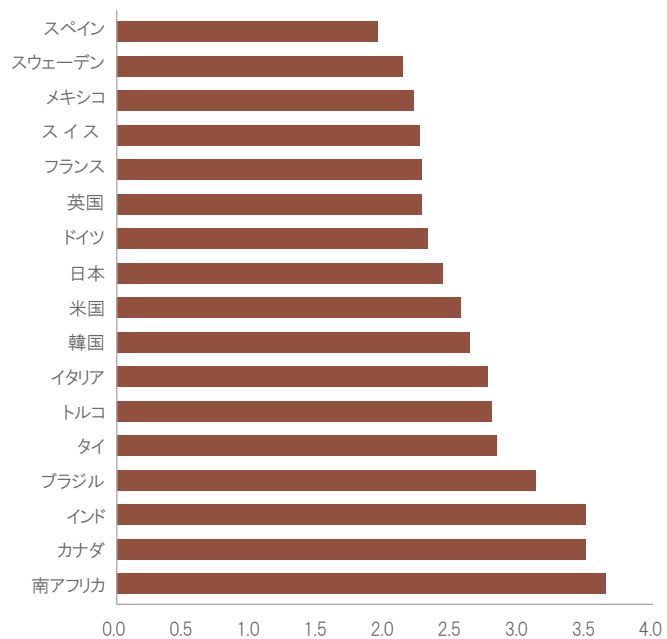
ネットゼロへの移行リスクの3つ目は金融市場の不安定化です。政府や国営機関が部分的に主導するキャピタル・プロジェクトは、誤った経営判断が為されるリスクが高く、投資額が大きければ大きいほど、非効率性や損害へのリスクも高くなります。

このような環境下、投資家は苦渋の選択を強いられます。炭素強度(エネルギー消費あたりの二酸化炭素排出量)を下げるには、新興技術に資金を注ぐか、炭素削減の実績が芳しくない企業に投資し、状況が改善することを期待するかのいずれか、または両方を選ばざるを得ません。

しかし、現在の「ブラウン」投資のうち、どれが「グリーン」に転換できるのか、どの環境技術が商業的に成功するのかを事前に予知することは非常に困難であるのが実情です。更に、多くの上場企業がネットゼロ目標を達成するためには、コストをかけ、大規模な事業再編を余儀なくされていることを考慮すると、事態はさらに複雑になります。

図 14
企業はまだネットゼロにはほど遠い
 国別の上場企業*の地球温暖化への影響
 (企業活動に起因する平均気温上昇)

ネットゼロへの道



出所: IIF, Bloomberg, MSCI;
 *金融と中国企業を除く、
 2013年12月31日時点

つまり、誤った資本配分により一方ではバブルを助長するリスク、他方では過度に資産価格が割安に落ち込むリスクが高まります。これは多くの投資機会を生み出す可能性がある一方で、金融市場では、過度なボラティリティの上昇局面をもたらす恐れもあります。

ネットゼロへのコミットメントの重要性を軽視するつもりはありません。世界の将来の繁栄にとって不可欠なのは間違いないからです。しかし、ネットゼロ経済への道のりは決して平坦ではなく、リスクに満ちています。投資家は、特にエネルギー移行の初期段階において、経済活動と金融市場に混乱をもたらす可能性のある重大な課題に直面するでしょう。これらの脅威を見過ごせば、多大なコストを将来的に支払うことになるかもしれません。



資産クラス別の リターン予測

株式： アメリカ例外論はどこへ行く？

株式は今後数年で目覚ましい上昇は見込めませんが、投資家を失望させるようなことはないでしょう。

先進国の株式市場は、ここ数年で地政学的不確実性の高まりや金利の大幅な上昇に見舞われながらも、驚くべき上昇を遂げてきました。現在の高いバリュエーションが将来のリターンの足かせになる可能性はあるものの、リターンが更に積みあがっていくことが期待できるのには理由がいくつかあります。

当社の分析では、MSCI世界株価指数は今後5年間、現地通貨ベースで年率約7%のリターンをあげると予想しています。これは過去数年記録している、10%を超える上昇に比べると控えめな結果ですが、長期平均を上回っています。¹¹

株式の見通しを概観すると、プラス材料がいくつか浮かび上がります。

高いバリュエーションが継続、企業利益率も健全

今後5年間、世界の株式のバリュエーションは高い水準で推移し、企業の利益率も健全な水準が続くと予想されます。これは特に米国株に当てはまり、世界の株式のバリュエーションの基点となるはずで、米国株は今後5年間の平均株価収益率が19倍と予想され、1990年以降の長期平均16倍を上回りますが、現在の20倍を若干下回る水準です。¹² AIによる生産性向上への期待、持続的な物価下落傾向、金利の低下も、倍率を高止まりさせるでしょう。

メガキャップ株は、安定したキャッシュフロー創出力と堅実なビジネスモデルから、プレミアム評価が維持されるはずで、さらに、企業のバランスシートは健全な状態が続き、1990年代以降、アウトソーシングによる人件費削減、減税、財政赤字拡大などの要因から上昇基調にある利益率も、徐々にしか低下しないと予想されます。¹³

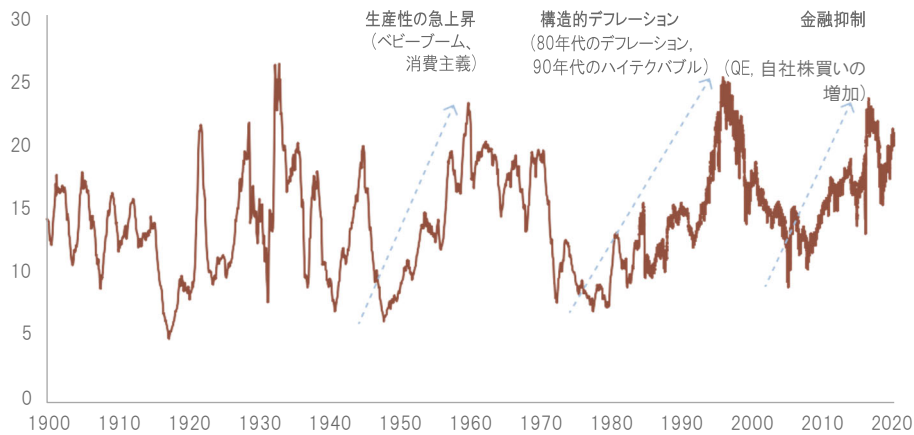
11 1990年以降の5年間の平均リターンは5.9%

12 当社の適正価値の推定は、米国10年国債利回り3.75%、株式リスクプレミアム3.75%、米国のトレンド成長率1.8%に基づいています。

13 財政赤字の増加は企業利益を押し上げる傾向があり、これはケルツキ利益方程式によって最も適切に説明されています。利益＝投資－家計貯蓄－外国貯蓄－政府貯蓄＋配当

図15
S&P 500 12ヵ月予想株価収益率(PER)

米国株はそれほど過大評価されているようには見えない



出所: Refinitiv DataStream,
Pictet Asset Management;
data covering period 31.12.1899-31.03.2024

株式にはまた、需要と供給バランスの動向も投資家にとって有利な方向に働いています。持続的な自社株買いにより、株式の供給が債券などの他の資産に比べて減少し続けるはずだと考えます。

米国の主導力低下

一方で、世界株式の成長率予想(年率7%のリターン)には、投資家に深刻な影響を及ぼしかねない重要な新しい市場動向が隠されています。

おそらく最も重要なのが、米国の独り勝ち状態の終息です。ここ数年で過去最高のリターンを記録した米国株の評価は、先進国の同業他社に比べて上値が限られています。

また、自社株買いの勢いが衰える可能性があることも、米国株の上値を抑える要因となるでしょう。他の市場で自社株買いが人気になりつつある一方で、米国企業が現在の自社株買いを維持するのは難しくなりつつあります。

インフレ抑制法(IRA)で導入された、発行控除後の企業の自社株買い価値に対する1%の付加価値税は、米国当局が自社株買いを制限しようとしている好例です。同時に、借入コストの上昇で、米国企業は株式資金を債務に置き換える動機付けがなくなっています。

第2の重要な動向は、欧州と日本の株式市場が米国とのパフォーマンス格差を縮小する可能性が高いことです。

米国株の主導力は、米国企業が国内外の成長を収益に結び付けることに長けている点が大きいです。米国の売上高成長率は、ここ10年間でモデルの予測を平均1.5ポイント上回っていますが、他の地域は予測を下回っています。¹⁴ しかし、欧州と日本の企業がついに追随し始めた兆しが見られます。一因は米国外の経済環境改善にあり、欧州は二重の供給ショック(新型コロナウイルスとウクライナ戦争)から立ち直り、日本はデフレ経済から抜け出そうとしています。

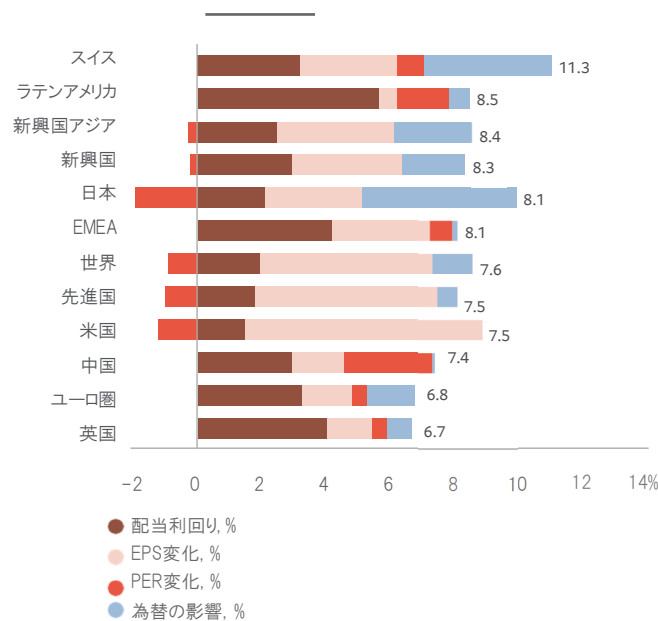
しかし、これはセクター構成の変化の影響もあります。例えば欧州では、テクノロジーセクターや工業セクターなど、より効率的に売上を生み出せる成長セクターが、ベンチマーク指数の30%を超え、金融セクターや資源セクターよりも大きく、2010年の2倍の水準になっています。¹⁵

先進国株式市場の地域分散が低下

米国株式市場の相対的な優位性の低下と、欧州や日本の台頭により、世界の株式にもう一つの変化がもたらされます。各国地域間のリターン格差の大幅な縮小です。

図16
地域別株式リターンの予測内訳
(5年間年率、米ドルベース、%)

先進国の株式市場における分散の欠如



出所: Pictet Asset Management;
data covering period 31.03.2019-31.013.2024

¹⁴ 当社の現在のモデルによる売上成長率予測は、米国では5.6%、米国を除く先進国では3.5%、新興国では6.4%です。

¹⁵ MSCI EMU指数

主要な株式地域のリターン(スイスを除く)は、米ドルベースで1%ポイント以内に収まると予想されます。米国は7.5%に対し、日本は8%を少し上回り、欧州と英国は7%に届かない水準です。

地域間のリターンの差が縮まることにより、アクティブ投資家は、アルファ創出のために選択を強いられることとなるでしょう。

ひとつは、アルファを求め、地域配分を頻繁にローテーションさせ、より一層アクティブになるという選択です。

もうひとつの選択肢は、セクターレベルでのアセット・アロケーションを行うことです。当社の分析では、優れたリターンが期待できるセクターがいくつかあります。テクノロジー、ヘルスケア、資本財の3業種は、イノベーションの最先端にあり、強力なメガトレンドに支えられ、世界の企業収益に占めるシェアを拡大すると見込まれます。この3業種は、当社の予測期間で市場を最大20%上回るリターンとなることが期待できます(セクション2を参照)。

新興国:選別が肝心

当社の株式分析から、もうひとつの重要な見解を得ることができます。それでは、新興国への投資はより選別的に行う必要があるということです。新興国企業は近年、魅力的なGDP成長を企業利益に結び付けられていません。少数株主の権利保護や受動的株主の持ち分の希薄化など、企業統治基準の甘さが、新興国株の持続的な低迷を一部説明しています。

しかし、一部地域、特にアジアで改善の兆しが見られます。中国は株主権の強化と企業統治の改善に全力を挙げています(「ギャップに注意:日本と中国の企業統治改革」を参照)。韓国も「企業価値向上プログラム」を打ち出し、株主価値の改善と国内株式市場の比較的低い評価に取り組む構えです。これらのプログラムが成功すれば、当社の利益とリターン予想に上振れ要因となるでしょう。

現時点では選別的なアプローチを好みます。インドは、長期的な成長性、改革の進展、短期的な利益成長の良好な勢いから選好しています。また、テクノロジーでリーダー的存在の韓国と台湾も、デジタル化とAIの長期的な成長から恩恵を受ける公算が高いことから選好しています。さらに、良好な成長期待と安定したインフレ見通し、分散投資の観点から湾岸諸国も選好しています。

債券： クレジットの台頭

2020年から債券市場を襲った混乱は、記憶に残る最も残酷なものでした。しかし、こうした苦難を乗り越え、債券市場は今後数年間、堅実なリターンを生み出す状態に置かれています。

この10年の始まりの高値から、米10年物国債は実質で35%の価値を失いました。

30年物国債の累積損失は、インフレ調整後で約55%に達し、1960年代半ば以降の株式市場における最悪の暴落相場に匹敵します。独10年物国債の利回りが過去最低の-0.85%だったことが影響して、ドイツ10年物国債の調整はさらに大きなものでした。

当初の極端に低い利回りに、コロナ禍以降の物価上昇に対応したFRBによる16ヵ月で525ベースポイントの急速な金融引き締めが加わったことが、債券市場の悪化につながったのです。

しかし、その結果、債券市場は今や投資家にとってははるかに魅力的な長期的な選択肢となっています。

中央銀行によりゼロ近辺に抑えられていた10年前の金利と債券利回りは、歴史的に標準的な水準に戻りました。10年物国債の利回りは、潜在成長率とほぼ同一の水準となり、実質政策金利(コアインフレ率を上回る政策金利)は米国で2.5%、ユーロ圏で1.6%になっています。

過去を振り返ると、実質金利がこの水準に達するということは金融引き締め終了の可能性を示してきました。しかし、今回に関しては、経済成長軌道がまちまちであるにもかかわらず、主要国債市場の利回り水準はほとんど全てがトレンドに収束しています。イールドカーブの形状も異例に収束しています。

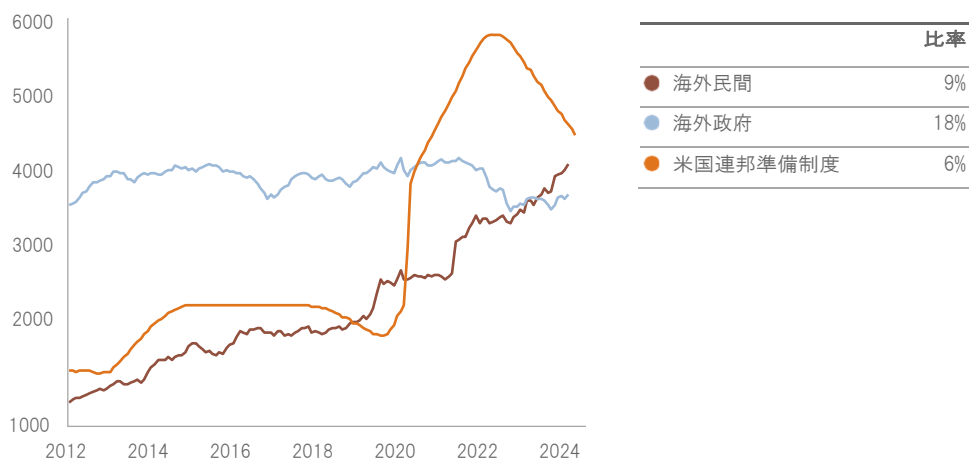
当初の利回りが米国国債の5年間の総リターンの分散の約80%、ユーロ圏国債の約60%を説明することから、これは重要な点です。当社の計算によれば、当初利回り4.4%に加え、インフレ率が市場コンセンサスの2.4%に収まることを前提とすると、米10年物国債が予測期間でプラスリターンとなる確率は80%です。対照的に、2020年3月時点の米10年物国債の5年間プラスリターンの確率は約30%にすぎませんでした。

潜在成長率は一般的に5年間に於いてほぼ安定しているため、債券市場の基調を決めるのは、よりボラティリティの高いインフレ動向です。ここで好材料となるのは、最近のインフレ高進が終わり、中央銀行の目標に向けて下がり始めていることです。ただし、その過程は長く、振れを伴うと予想されます。米国の失業率上昇も重要な要因です。こうした転換点で債券エクスポージャーを高めることは、常に有効な戦略でした。

今後5年間の債券市場の強気材料はさらに2点あります。1点目は政策金利の水準です。

図17
米国債保有者の内訳
(投資家タイプ別、10億米ドル)

FRBが債券保有残高を削減する中で、他の買い手が参入



出所: Bloomberg;
data covering period 31.12.2011-30.04.2024

過去10回の金融政策サイクルを見ると、平均的にFRBの政策金利は前サイクルのピーク水準の半分程度に抑えられてきました。現在の5.5%がサイクルのピークとなることを前提とし、この傾向を当てはめると、今後5年間のFRB政策金利は平均2.75%程度、景気後退時には1%程度まで低下する可能性があります。

2つ目の好材料は、投資家の潜在的な需要です。民間の投資家の間での米国国債のニーズはとても高いです。(図17参照)。米政府が過去に経験したことのない規模の債券発行を行う中で、民間の買い手が参入し、買い手不在の懸念を和らげています。一つの要因としては、米国の家計が保有する資産に占める債券の割合が14%と極めて低水準であることが挙げられます。この水準は高齢化が進む人口構成と整合的ではありません。また、記録上初、海外の非公的投資家が外国の中央銀行を抑え、米国国債の第2の大口保有者となりました。

FRBが量的引き締めの一環として米国国債保有残高を削減し、外国の中央銀行も米ドル離れの動きから同様の措置を取る中で、このことは需給バランスを維持する上で非常に重要です。2月のデータによれば、非公的海外投資家による長期米国国債保有残高は過去3年間で約52%増加し、約4兆米ドルに達しました。これは米国債市場全体の12%に相当します。

ですが、今回が例外となるリスクがあるほか、市場リスクがこれらのプラス要因を上回る可能性も意識されます。

第一に、自然利子率(R^*)が大幅に上昇するとの見方は行き過ぎていると考えられますが、一方で1980年代以降の低下トレンドが終わる可能性は高いです。これは重要です。なぜなら、一般的に R^* が債券利回りの基準となるためです。

R^* の2つの主要な決定要因であるトレンド生産性成長率と総貯蓄率は、近年の低下トレンドに歯止めがかかり、歴史的にみて標準的な水準を大きく下回る形で安定してきました。

その結果、米国の R^* 予想を0.75%に上方修正し、FRBの“均衡”政策金利と米10年物国債利回りの予想をそれぞれ2.75%と3.75%に修正しました。米3カ月物から10年物までのイールドカーブは、過去の平均を若干下回るものの、スティープ化すると想定しています。また、FRBは R^* の見通しを当初の0.5%から0.8%に上方修正しており、市場予想は現在1-1.5%程度です。一方、ユーロ圏の R^* はゼロ近傍と見られ、市場の見方と概ね一致しています。

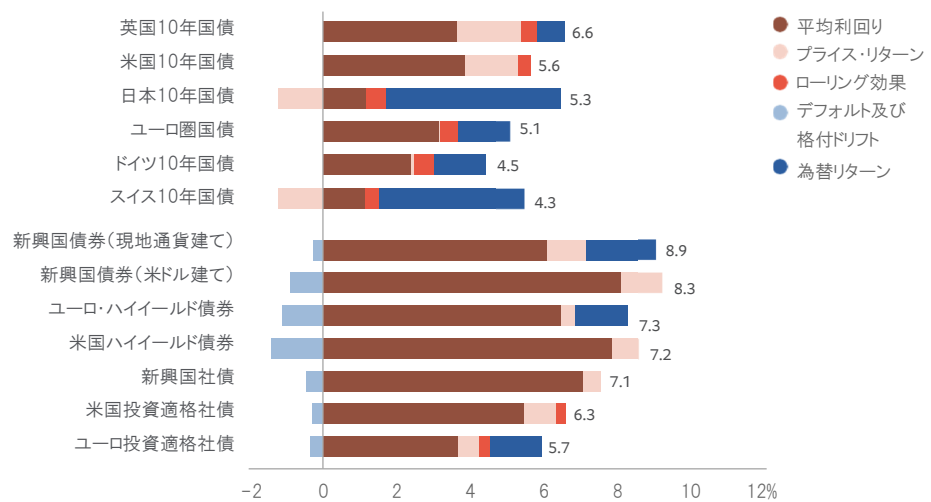
債券投資家にとって最大のリスクは、財政要因が支配的となる時代が到来し、中央銀行が拡張的な財政政策に直接または間接的に追随することを余儀なくされることです。その場合、インフレが構造的に高まり、中央銀行のインフレ抑制への信頼性が大きく失墜し、債券利回りが大幅に上昇し、イールドカーブはスティープ化するでしょう。

しかし、高齢化社会では持続的なインフレ高進は考えにくく、中央銀行のインフレ目標引き上げも、世界金融危機後に一時期唱えられましたが、現状では可能性は低いと思われます。

このような目標の変更は中央銀行の信頼性に響く可能性があり、必ずしもメリットがあることとは言えません。また、中央銀行が比較的幅広い目標範囲を設定する可能性はありますが、最も可能性の高いシナリオは、1980-90年代の「機会主義的デフレ」戦略の再現であり、需要の循環的減速(不況)を機に、インフレをトレンドに戻すことを辛抱強く待つ、というものではないかと思われます。

図18
国債と社債のリターンの予測分解
 (%、2024-2029)

すべてを分解する



出所: Pictet Asset Management; forecast period 31.03.2024-31.03.2029; for methodology please see Appendix

これらを踏まえると、先進国国債は今後5年間で年率4-5.5%のリターンを生むと予想されます。先進国国債全体のリターンは年率5.5%弱となる見込みです。

その他の国債市場では、新興国ドル建て債券と現地通貨建て債券は同期間で年率8%を上回るリターンが期待できます。現地通貨建て債券では、特にメキシコが有望です。メキシコ経済は国内回帰の恩恵を受け、財政規律が保たれています。また、トルコもエルドアン経済から脱却する方向に動いていることから、大きな反転のストーリーとなると見られています。

これらの新興国債券への期待は、ドル安、FRBによる利下げ、新興国経済の先進国を上回る成長を前提にしています。また、実質金利がなお高水準にあり、新興国の中央銀行が利下げサイクルに既に入っていることもプラス要因となるでしょう。

クレジット: 次の5年間で選ばれる資産

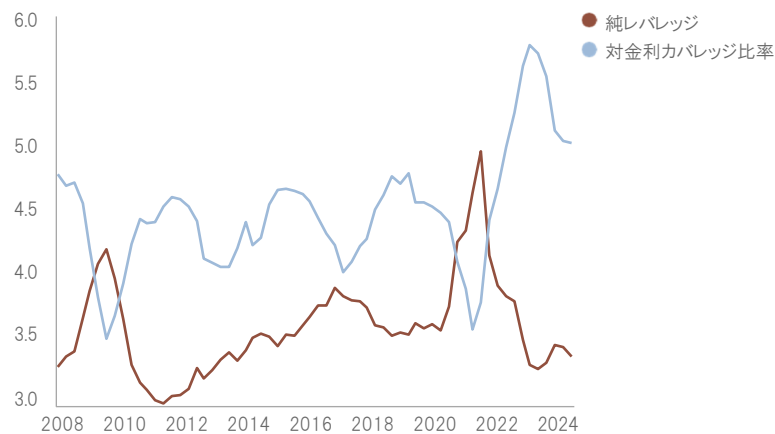
今後5年間で、米国ハイイールド債から欧州プライベートデットまで、債券市場がリスク調整後のリターンにおいて最も有望な分野の一つになると考えています。

当社の分析によれば、債券の初期利回りと相対利回りは、将来のリターンを見通す上で信頼できる指標の一つです。米国BBB格付社債(米国クレジットの平均格付)の開始利回りは5.9%¹⁶、絶対値と株式に対する相対値の両面で、2008-09年の金融危機直後の高水準に近づいています。一方で、スプレッドは足元の金融サイクルで最もタイトで、大幅な拡大は見込まれません。これらを背景に、クレジット市場の非常に魅力的な投資機会が生まれています。

また、ファンダメンタルズも良好です。近年、借り手企業のバランスシートは健全化しています。その結果、政府債券とは逆に米国および欧州のハイイールド指数の平均格付は過去20年間で上昇し、(ブルームバーグの世界国債指数におけるAAA債の割合は20年前の70%から10%に低下)。

図19
米国の高利回り企業、過去4四半期の
純レバレッジ対金利カバレッジ比率

慎重な借り手



出所: J.P. Morgan, Pictet Asset Management. Net leverage defined as net debt/EBITDA, interest coverage as EBITDA/interest expense.
Data covering period 01.01.2008-31.12.2023.

政府が財政支出による大量の債券発行を実施している中、企業のレバレッジは過去最低水準に近く、キャッシュが豊富なことから、企業の財務規律はより健全です。インタレスト・カバレッジ・レシオは過去のピークから若干低下していますが、ここ数年の中央銀行による積極的な引き締めにもかかわらず、健全な水準を維持しています。

堅調な企業収益成長が、資金調達コストの小幅な上昇をカバーし、経営陣が自社株買いやM&Aに対して比較的慎重であることから、今後5年間でレバレッジとインタレスト・カバレッジ・レシオはおおむね安定すると予想されます。また、インフレ率がやや高めに推移する結果、企業は高い利益率を維持できるものとみています。

政府が財政支出による大量の債券発行を実施している中、企業のレバレッジは過去最低水準に近く、キャッシュが豊富なことから、企業の財務規律はより健全です。

デフォルト見通しは比較的穏やかです。1,000ベースポイント超のスプレッドを付与された投機的証券の割合を示す「ディストレスト比率」は、今後のデフォルトサイクルが浅いことを示唆しています。これは当社が今後5年間の平均デフォルト率を2.7%と予想していることと一致しています。今後2年間で償還期を迎える債務の大半は、BBまたはB格付の企業が発行したもので、こうした企業は公開市場での資金調達アクセスが比較的良好です。主要中央銀行は、市場アクセスを維持し、デフォルトの深刻化を抑えるための実績ある対応メカニズムを備えていることから、クレジット市場の下支えとなっています。「FEDプット」は実質的に「クレジットプット」とも呼べます。

主要国の金利がピークを付けたことから、借り手の市場アクセスはさらに改善が見込まれ、早期の借り換え機会が生まれるでしょう。その結果、ハイイールド債の価格が額面に向けて上昇する可能性があります。これは通常、満期が近づくにつれて起こりますが、今回は特に短期物(プル・トゥ・パー・リターンと呼ばれる)で早期に発生する可能性があります。

また、マクロ経済環境が安定的に推移するのもプラスです。緩やかな経済成長は株式の収益見通しを限定的なものとする一方で、クレジットにとっては好材料となり得ます。なぜなら、流動性プレミアムの上昇を抑え、キャリーが主導する形で超過リターンを支えるからです。

バリュエーションは、インカム志向の投資家からの強い需要に支えられています。2023年の米国と英国における年金販売額は、ベビーブーマー世代の退職に伴い過去最高を記録しました。この傾向は今後も持続すると予想されます。また、高金利は特に長期投資適格債への需要を年金ファンドから引き出します。同時に、マネーマーケット(米国では約6兆米ドル相当)にも多額の資金が滞留しており、FEDが金融緩和サイクルに入り次第、その一部がリスクやデュレーションの高いクレジット商品に流れ込むと見ています。

ポートフォリオ構築におけるクレジットの過小評価されたメリット

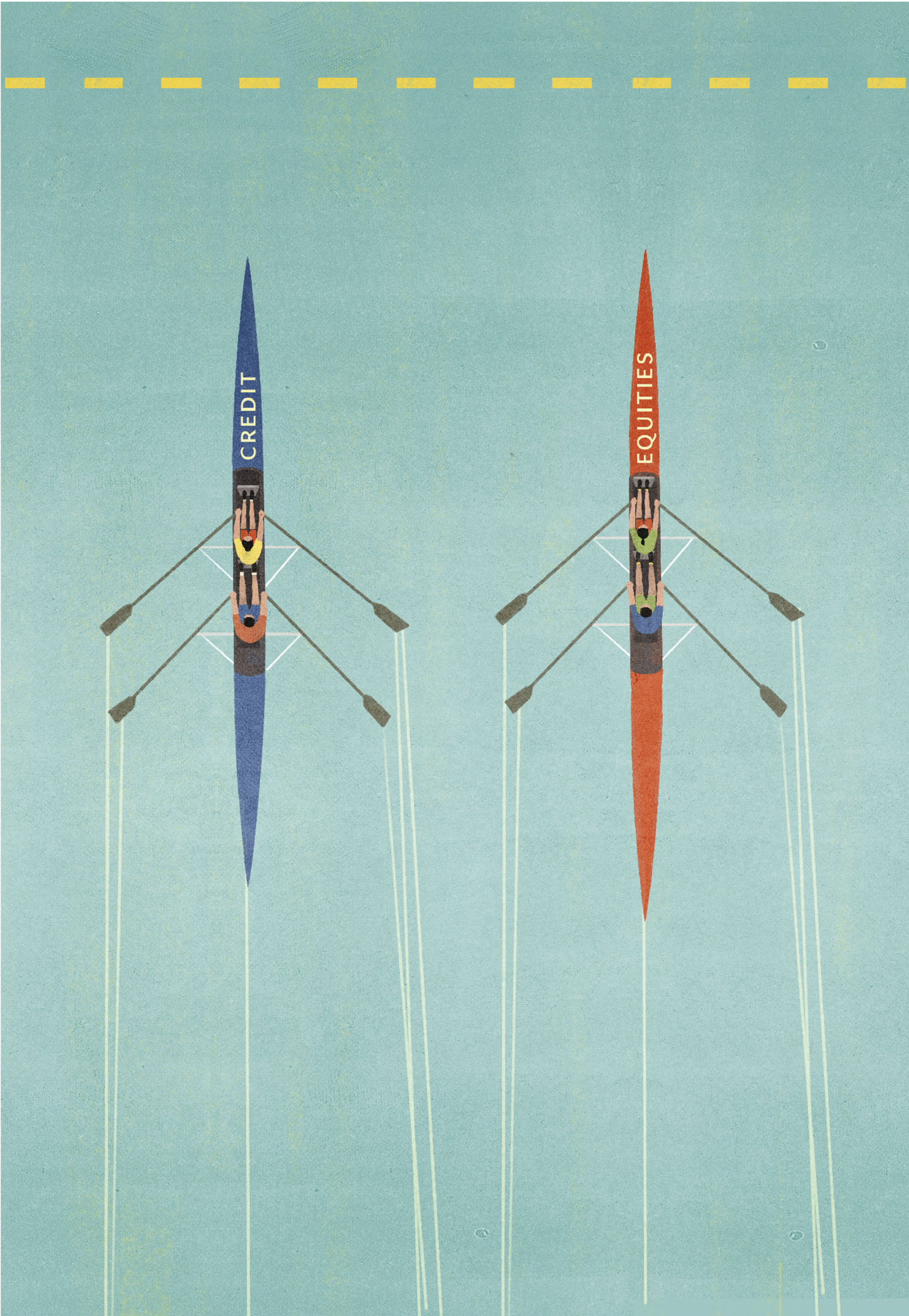
クレジットは分散投資において大きなバリューを提供します。歴史的に見ても、クレジットは国債に比べてリスク調整後リターンが高く、株式ほど大きな調整に見舞われたことも多くありません。したがって、株式と国債の伝統的なポートフォリオにクレジットを加えれば、より高い効率的フロンティアが得られます。¹⁷

グローバル・バランス・ポートフォリオの典型的なリスクプロファイル(米ドルベース)を分析したところ、グローバル・ハイイールドをリスク資産部分(株式)に、グローバル投資適格債をリスクフリー資産部分(債券)に加えると、名目上のリスク資産配分とポートフォリオのボラティリティを同水準に維持しつつ、ポートフォリオのリターンが大幅に改善することがわかりました(図20参照)。

こうした特性は、国債と株式の負の相関関係がインフレ変動の高まりとタームプレミアムの上昇を受けて予測が困難になっていく中、より一層価値の高いものとなるでしょう。同時に、国債のポートフォリオにおけるショック吸収力が低下し景気後退時の一時的なヘッジ手段に過ぎなくなる可能性も、これからのクレジットの必要性を高めるでしょう。

そうした環境下では、負の相関関係にある資産による分散投資を求めるよりも、中期的に株式リスクを抑制する安定的な高インカムを重視すべきです。クレジットはまさにそうした特性を備え、株式市場よりも分散度が高いというメリットもあります。米国株式市場では上位5社で全体の25%を占める一方、ハイイールドでは2%、投資適格債では1%未満にとどまります。

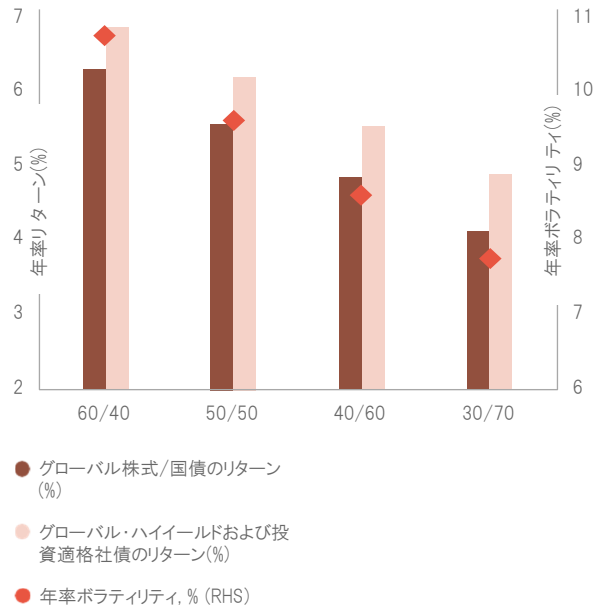
17 与えられたリスクレベルに対する最大リターン



クレジット市場はセクター別にも均等に分散しており、主要株式市場(テック株が大半を占めるS&P500など)よりも経済全体への露出が高くなっています。

図20
グローバル株式/国債の
年間米ドル収益率およびボラティリティ(%)
ポートフォリオとグローバル投資適格および高利回り
クレジットを含む強化ポートフォリオの比較

信用はより良いバランスをもたらす



出所: LSEG, Bloomberg, Pictet Asset Management.
Based on volatility matching portfolio, with global high yield added to risk allocation and with global investment grade added to risk-free allocation, while keeping notional risk allocation the same.
For optimised portfolio, allocations are as follows: for 60/40, 47.2% equities, 12.8% HY, 40% IG; for 50/50, 34.3% equities, 15.7% IG, 50% IG; for 40/60, 21.4% equities, 18.6% HY, 60% IG; for 30/70, 8.5% equities, 21.5% HY, 70% IG. Benchmarks are MSCI ACWI, FTSE WDBI, ICE BofA Global HY, ICE BofA Global IG. Data covering period 01.05.2004-30.04.2024.

為替: ゆるやかな米ドル安基調

一見すると、米ドルは高金利と底堅い米国経済、非米国投資家からの安全資産としての需要などに支えられ、堅調に見えます。

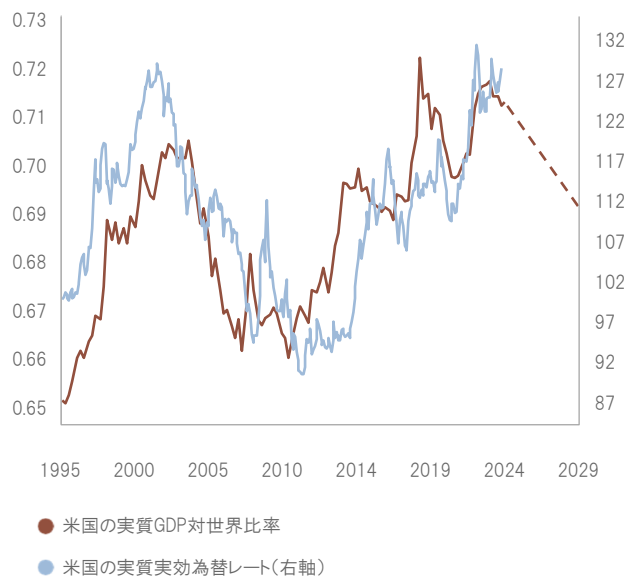
しかし、よく見ると、その基盤は揺らいでいる可能性があります。米ドルの貿易加重ベースで見たバリュエーション水準がピークを付けたと考えられるだけでなく、米国のファンダメンタルズが弱体化しつつあることが長期的な米ドル安の可能性を示唆しています。ピクテの試算では、今後5年間で主要通貨に対して年率約2%のペースで米ドル安が進むと予想しています。

その理由は以下の通りです。まず経済成長率です。今後5年間の米国の実質GDP成長率は他国に比べて相対的に低下すると見込まれ、資本流入が減少する可能性があります。

ピクテの分析によれば、米国のインフレを考慮した経済成長率が世界に比べて悪化する見通しであり、これは米ドル安要因となる傾向にあります(図21参照)。

図21
米ドルの実質実効為替レートと
米国の経済パフォーマンス

米国の経済ファンダメンタルズはドル安を示唆



出所: Pictet Asset Management;
data and forecast covering period 31.12.1994-31.03.2029

米国の経常赤字と財政赤字の双子の赤字が悪化していることも米ドル安要因となります。経済の安定性の重要な要素と考えられる経常収支と財政収支について、米国のスコアは主要先進国や新興国を合わせてみても最低水準にあります。過去のデータを分析すると、この双子の赤字は通常、今後数年で米ドルの大幅な下落につながる可能性を示唆しています。

米ドルの下落は、 対円、対スイス・フランで より顕著になるでしょう。

加えて、世界経済における米ドル離れの長期的トレンドも見られます。国際金融市場における米ドルの地位の低下が少しずつ顕著になってきています。中央銀行がG5通貨からの分散投資を進め、金、人民元、豪ドル、加ドルなどを外貨準備に組み入れたことで、外貨準備に占める米ドルのシェアは21世紀初頭の約72%から2024年には58%に低下しました。

当社の分析では、米ドルの下落は特に円やスイス・フランなど一部の先進国通貨に対してより顕著になると予想しています。デフレから脱却しつつある日本は、外国資本の最も魅力的な投資先となる可能性があります。企業のガバナンス改革に加えて、良好なインフレ環境下で日本企業の収益改善が進めば、日本株は引き続き外国人投資家の関心を集めるでしょう。また、日本人投資家も自信を持って海外資産への投資資金の一部を本国に還流させるでしょう。

円はピクテのモデルが示す適正水準を約20%下回っており、購買力平価で見ると約40%下回っています。この評価ギャップは、日銀が20年ぶりに利上げを開始することで、縮小に向かうと考えられます。こうした要因が円を下支えすると考えられることから、ピクテの予想では今後5年間で年率4.8%の上昇を見込んでおり、米ドルに対して最も上昇する通貨になるとみています。

一方、スイス・フランも米ドルに対しては今後5年間で年率4%の上昇することが予想されます。ユーロや英ポンドなどの他の欧州通貨の対米ドル上昇幅はより控えめになるでしょう。

新興国通貨は対米ドルで緩やかに上昇すると見ており、アジア通貨が中南米や東欧の通貨よりも堅調に推移する見通しです。

人民元は最近数カ月にわたり弱含んでいましたが、これは中国の資本市場からの資金流出が加速し、中国人民銀行が輸出競争力を高めるため元安を容認したためです。しかし、経済が安定するにつれ、世界第2の経済大国への資金の流入が再開する兆しが見え始めています。当社予想では、人民元は今後5年間で対米ドルに対して年率2.8%上昇すると予想しています。

また、チリペソも米ドルに対して上昇するとみている通貨の一つとなるでしょう。同国はエネルギー・トランジションに必要な不可欠とされている銅などの重要な天然資源が主要商品の輸出国であり、それが強固な通貨のファンダメンタルズに反映しているとみています。一方、韓国ウォンは半導体需要の増加から恩恵を受けるとみています。さらに、欧州諸国による生産拠点の国内回帰の動きが製造業の比重が高いトルコ経済を後押しし、リラ高にもつながるとみています。リラは、物価の安定を重視する正統派の金融政策と魅力的な金利水準からも支えられるとみています。

オルタナティブ投資： プライベートデットと 産業用コモディティが有望

オルタナ資産を投資家のポートフォリオに組み入れることで分散投資のメリットを享受できるほか、公募投資では簡単にはアクセスできないような長期トレンドに対するエクスポージャーを取ることができます。

プライベートデット

プライベートデットは、複数の面で魅力的な投資対象です。プライベートデット・ファンドから提供される変動金利は、ポートフォリオのデュレーションを短縮化する効果があります。また、足元の短期金利が高水準にあることに加えて、公募の債券よりもスプレッドが厚いため、プライベートデットの利回り水準は、過去の平均的な株式リターンと同水準にあるとみています。

プライベートデットの低い流動性は、流動性プレミアムだけでなく債券価格のダウンサイドリスクの抑制効果ももたらすと考えています。プライベートデットには主に、クローズドエンド型ファンドからの長期の資金が投じられているため、ファンド償還時の売却リスクが軽減され、投資家が底値で売却せざるを得ない事態を防げます。

コベナントのカスタマイズが可能で、投資先企業との積極的なエンゲージメントを通じて、貸し手は一定の直接的支配権を持つため、ローン期間中の条件修正や、デフォルト時の有利な資金回収を主導することができます。プライベート・シニア・シンジケートローンの回収率は約70%と、米国ハイイールド債の約40%を大きく上回ります。

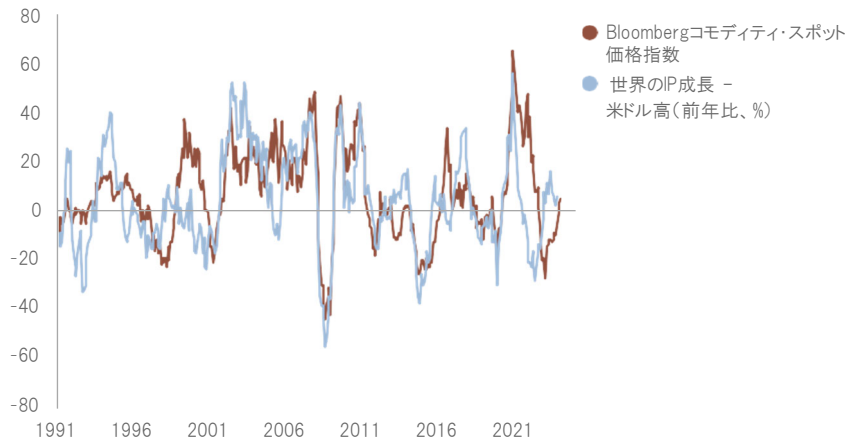
また、プライベート・キャピタル・エコシステムの成長が同市場を後押しするとみています。プライベートエクイティキャピタルのドライパワダーの増加は、プライベートデットでの資金調達に対する潜在的需要につながるといえます。またプライベートデットの借り手企業の大半はプライベートエクイティキャピタルにスポンサーとして支援されており、一時的にストレスが高まった際に追加資金がスポンサーから供給されることでデフォルトのリスクが低減されます。

総じて、プライベートデットの台頭は公募債券の必要性を損なうものではなく、むしろ流動性の供給源泉を多様化し、システムリスクとクレジット全般のリスクプレミアムを低減すると考えられます。

当社の予想では、米国と欧州のプライベートデットについて今後5年間で年率10%に近い水準のリターンが期待できます。デフォルト率は低水準が続き、債券市場全般における金利低下の流れからも恩恵を受ける可能性があるかとみています。ただし、投資家資金の流入増加に伴い貸し手間の競争が高まれば、リターンには一定程度の抑制がかかるでしょう。

図22
商品価格、世界の工業生産および米ドル

密接な関係



出所: Refinitiv Datastream, Bloomberg, Pictet Asset Management.
Data covering period 01.12.1992-30.05.2024

コモディティ

需要の強さ、供給の制約¹⁸、米ドル安、そして穏やかな経済成長といった要素がコモディティ価格を支えるとみています。ピクテの予想では、コモディティのリターンは年率7%程度と、世界株式(米ドルベース)のリターンに僅かに及ばない程度の水準となるとみています。

インダストリアル・メタルの上値余地が最も大きく、特に脱炭素化に必要な金属が有望とみています。グリーン・トランジションはほんの始まりに過ぎず、地政学的な懸念からサプライチェーンの混乱が生じており、供給制約が一段と強まっています。ピクテではインダストリアル・メタルについて2桁のリターンを予想しています。

一方、過去5年間で最も高いリターン(年率12%、世界株式を上回るリターン)となった金の上値余地は限定的とみています。バリュエーション面で大幅な割高感があるとみています。ピクテの分析では、現在の金価格は米ドルが20%減価し、米10年物TIPSイールドが100ベースポイント低下することを織り込んでおり、ピクテの予想を大きく上回っています。しかし、世界的な公的債務の異常な増加と、それに伴って金融政策が財政政策に支配されるという財政従属のリスク(「より生産的な経済?」の項参照)、さらには地政学的対立の激化リスクが、ヘッジ手段としての金の需要を下支えするでしょう。金は政治・経済リスクに対する真のヘッジ手段であり、今後もそうあり続けると考えています。ピクテは金の年率平均リターンを4.3%程度と予想しており、グローバル・マルチアセット運用でも引き続き組み入れる価値がある資産と考えています。

18 私たちのモデルは、将来の生産レベルを予測する力を持つ供給代理変数(過去5年間のエネルギーおよび素材企業の設備投資と減価償却)を使用しています。

原油の見通しは他のコモディティほど楽観的ではありません。ピクテの予想では、5年後の原油価格は先物市場と同様に1バレル65～70米ドル程度となります。原油需要の伸びは新興国よりも先進国の経済成長によるところが大きく、ピクテの先進国の成長率予想(年率1.5%)に基づけば、世界の原油需要は横ばいでの推移が見込まれます。一方で供給増加により、需給は大幅な供給過剰に陥る可能性があります。米国の公的備蓄が低水準にあり、設備投資も控えめであることから、供給の伸びしろは限られるでしょう。しかしながら、セクターの長期的な逆風を完全に相殺することはできないとみています。特に、OPECメンバー国の非常に高い余剰生産能力(世界の石油需要約1億バレル/日のうち580万バレル/日)がネックとなります。

ヘッジファンド

ヘッジファンドについては、年平均5.3%のリターンを見込んでいます。リターンの水準だけ見ればそれほど魅力的には映らないかもしれませんが、リスク調整後では非常に良好なパフォーマンスを示すことになるかとみています。特にマーケット・ニュートラル戦略にとってアルファ収益を獲得できる有利な環境にあると予想しています。

不動産

不動産は、主要国において今後5年間で年率5～7%程度のリターンになると予想しています。ただし、不動産への投資は地域特性等に基づいて選別的に行う必要があります。

特にデータセンターやラストマイル物流施設などの長期的な成長テーマに沿った産業用不動産が堅調に推移するとみています。

住宅不動産は強弱の材料が入り混じる状況を予想しています。中央銀行による金融引き締め後も住宅価格は予想以上に底堅く推移したと考えていますが、これは現金購入層の増加に加え、世界金融危機やコロナ禍を経て住宅所有者が非常に有利な金利を確保したためと考えられます。しかし、OECD加盟国の住宅価格は、簡易的な評価尺度(家賃対価格比率、所得対価格比率)では依然として15～20%程度高すぎる水準にあると考えており、これが利下げ実施に伴う価格上昇を抑制する要因になると考えています。

プライベートエクイティ

プライベートエクイティでは、運用会社(ファンドマネージャー)の選別が収益最大化の鍵になると考えています。もはや低位な借り入れコストとマルチプルの上昇に頼れなくなっているため、代わりに収益性と効率性の向上に注力しなければなりません。プライベートエクイティ・ファンドのリターンの散布は常に上場株式セクターの約3倍程度と高く、加えて構造的な逆風によりさらに大きなばらつきが生じる可能性があるかとみています。

AIとグリーン・トランジションは、プライベートエクイティが成功を収められる2つの分野です。AIの例では、デューデリジェンスや業務プロセスにおけるAI活用がプライベートエクイティ・ファンドに恩恵をもたらすと同時に、AIが新たな投資機会の世界を切り開くと考えています。

今後5年間でプライベートエクイティは上場株式のリターンを年率2.6%程度上回ると予想しています。この水準は過去の長期平均の半分以下になりますが、より大きなリターンのばらつきにより、一部のファンドでは、レバレッジの抑制と投資先企業の事業育成に注力することで、高いリターンをもたらすはずで

ビットコイン

最後に、ビットコインについて一言。FTXやBinanceを巡るスキャンダルに加え、FRBによる金融引き締めにより、ビットコインの終焉が始まると予想されていました。しかし、この仮想通貨は驚くべき耐久力を示しており、SECによるスポットビットコインETFの導入もサポート要因となりました。これにより事実上、主流の資産クラスの仲間入りを果たしました。当社はビットコインの持続可能性に非常に懐疑的ですが、(過去5年間のビットコイン価格の変動の約85%を説明できる)金価格とナスダック、米ドル実効為替レートとの相関関係が今後も変わらない場合、米ドル安およびテクノロジー株や金価格の上昇に伴い、ビットコインにはある程度の上値余地が残されていることに留意すべきと認識しています。

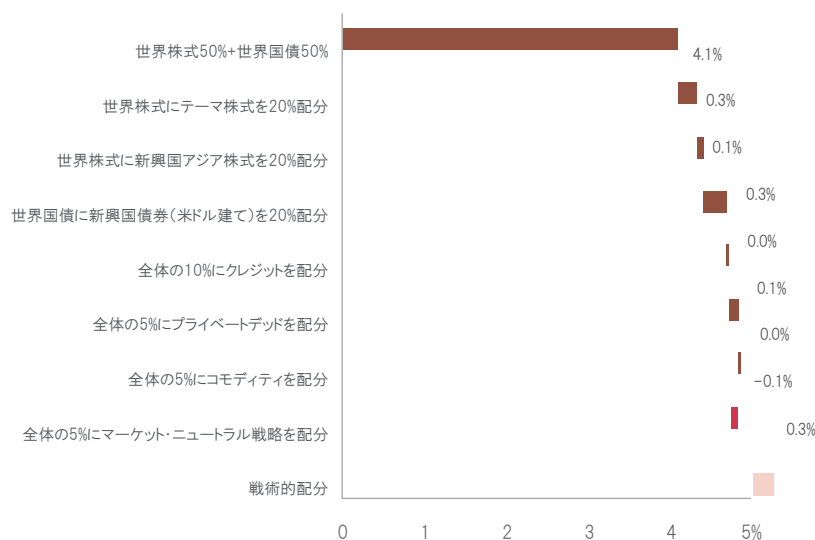
今後5年間の 資産配分モデル

ポートフォリオ構築

以下に、先進国の株式と国債に均等に投資する伝統的ポートフォリオをさらに分散することで、実質リターン改善の可能性を示すモデルポートフォリオを提示します。

図 23
分散ポートフォリオ: 推定実質リターン(%、年率、5年間)

ポートフォリオリターン:
投資家は伝統的な
バランスポートフォリオから
移行する必要がある



出所: Pictet Asset Management

資産クラス予測

ピクテの長期的リターン予測(5年)は、主要なマクロ経済変数(成長率、インフレ率)の予想推移、金利に関する前提、そして財政政策、トレンド要因、インデックス構成などの関係要因を調整した初期バリュエーション評価などを組み合わせたモデルに基づいています。先進国国債のリターン予測は、各主要市場における年間ロールリ回り(時間経過に伴うリターン)と最終リ回り(満期まで保有した場合のリターン)の2つの要素を予測することで得られます。

こうした予測は、名目GDPのトレンド成長率の推計値によって決定されるものですが、その推計値の算定には現在の金融政策スタンスと過去の標準ケースから導かれるディスカウントを適用します(米国と英国は0.9倍、ユーロ圏は0.8倍)。新興国債券や社債の場合、リターンの予測は、対応するスプレッドと予想される損失回復率(指標によって40~50%の回復率)を前提にしたフェアバリュー・モデルに基づいています。

通貨見通しは、通貨が今後10年間でフェアバリューに戻ることを前提としています。フェアバリューは、相対的な生産性、インフレ率、経常収支の推移から、エコノミストチームが推定しているものです。ベンチマークには以下を使用しています。先進国/新興国の国債、新興国の社債はJPモルガン・インデックス、スイス債はSBIインデックス、ユーロ圏/米国の社債、ハイイールド債、米国10年物TIPSはBofAインデックスです。

株式のリターンは、平均配当利回り、予想売上成長率(地域別売上エクスポージャーを考慮した名目GDPから導出)、およびマージン変化(予想される税制の変更は調整)、株式の希薄化効果、およびPERの予想変化などを加味して算出されています。

全市場についてMSCI指数を使用し、PERについてはIBESの12ヵ月先行収益コンセンサスを使用しています。まず、トレンド成長率、インフレ率、債券利回りに基づくモデルで、米国市場の5年後の12ヵ月PERを推計します。次に、残りの市場のPERについては、対米のトレンド相対倍率への回帰を想定し、相対成長率予測によるトレンドの変化を調整した上で予測します。

オルタナティブについては、伝統的資産クラスからの期待リターン、当初の相対的バリュエーション、およびいくつかの特定のファクターをインプットとしたモデルに基づいて予測しています。

経済および通貨予測

GDP 予想は、各国の現在の潜在成長率を推計し、それを現在の生産要素(経済投入がどれだけ効果的に生産高に転換されているかを決定する要素)で調整することによって算出したものです。

潜在生産高は、長期的に持続可能である実質GDPの最高水準と定義されます。まず、生のGDPデータを景気循環成分(一時的な変動やサイクルに関連する要素)とトレンド成分(長期的な成長や基調を示す要素)に分解します。そして、フィリップス曲線のアプローチを適用して、安定したインフレ率(NAILO)および(または)安定した失業率(NAIRU)と均衡する自然な生産水準を決定します。

インフレを予測するには、3つのアプローチを組み合わせます。1つ目は、ホドリック・プレスコット・フィルタリング法を用いた現在のインフレトレンドに基づくものです。2つ目は、長期的にマネーは(実体経済に対して)中立であるという前提に基づき、最適なインフレ率を算出します。3つ目は、経済の状態(景気拡大、金融危機)に応じたマネーサプライとインフレ率の間に生じる伝達ダイナミクスの変動を考慮する方法です。最終的なインフレ見通しは、これら3つの計算の平均値を用いています。

ピクテ・アセット・マネジメントの 戦略ユニット(PSU)

PSUは、ピクテ・アセット・マネジメントのさまざまな拠点に配属された経験豊富なマルチアセット、株式、および債券のポートフォリオ・マネージャー、エコノミスト、ストラテジスト、リサーチ・アナリストで構成されるユニットです。この投資グループは、株式、債券、コモディティ、オルタナティブ、通貨の各資産において、短期から長期まで資産配分のガイダンスを提供する役割を担っています。PSUは毎年、「Secular Outlook」(今後5年間の資産クラス毎のリターン予測)を発表しています。このリサーチレポートはPSUの投資哲学を反映し、それを組み込んだ内容になっています。

「経済情勢が時の経過とともにどのように変化するかを理解することは、戦略的アセット・アロケーション戦略の基本であると同時に、長期的に投資を成功させるために極めて重要であると考えています」

オリヴィエ・ジャンガネ
戦略ユニット会長、CIO、マルチアセット&クオンティタティブ投資

————— ピクテでは、
マクロ経済環境こそが中長期的に
各資産クラスのリターンに大きな影
響与える最大の要素と考えていま
す。マクロ経済環境こそが中長期的に 各資産クラスのリターン
に大きな影響与える最大の要素と考えています。

短期的には、金融市場は足もとの
経済状況で説明される以上に不
安定なものです。

さらに、資産クラス間の関係性
は常に一定しているわけではありません。これは投資価値評価
のミスプライスにつながり、これがまた戦術的なアセット・アロケ
ーション見直しの機会にもつながっています。

どのような資産にもリスクプレミアムが
存在していますが、景気循環の局面
が変わるにつれて、リスクプレミアムの
値も上下します。

ピクテのリサーチはリスクプレミアムがど
のように変化し、それがそれぞれの資産クラスに内包されリスクプレミア
ムにどう影響するかを明らかにすることに焦点を当てています。

アセット・アロケーションに関わる戦略
(Strategy)と戦術(Tactics)の両方を
巧みに使いこなすことで、長期的に優
れた投資リターンを実現することができ
ると考えます。

株式予測

	12ヵ月PER				12ヵ月PER			トータルリターン(年率)			
	利回り 年率%	売上高 成長率 年率*	マージン変化 年率%**	純自社株 買い	EPS 成長率 年率***	実績 PER	5年後予測 ****	PER変化率 年率%	現地通貨建て リターン%	為替リターン %	米ドル建て リターン %
米国株式	1.5	5.6	0.1	1.5	7.3	20.2	19.0	(1.2)	7.5	0.0	7.5
ユーロ圏株式	3.3	3.6	(3.1)	1.1	1.5	13.2	13.6	0.5	5.3	1.4	6.8
スイス株式	3.2	2.8	(0.9)	1.2	3.0	17.3	18.0	0.8	7.0	4.0	11.3
英国株式	4.0	2.3	(2.0)	1.2	1.4	11.3	11.6	0.4	5.9	0.8	6.7
日本株式	2.1	3.6	(1.3)	0.8	3.0	15.0	13.7	(1.9)	3.2	4.8	8.1
先進国株式	1.8	4.9	(0.8)	1.4	5.6	18.7	17.8	(1.0)	6.9	0.6	7.5
中国株式	2.9	3.4	(1.1)	(2.0)	1.7	9.3	10.6	2.6	7.3	0.1	7.4
アジア新興国株式	2.5	6.7	(0.9)	(2.0)	3.7	12.7	12.5	(0.3)	5.8	2.4	8.4
ラテン・アメリカ株式	5.6	4.6	(2.9)	(1.0)	0.6	8.9	9.6	1.6	7.8	0.6	8.5
EMEA株式	4.2	5.6	(1.4)	(1.0)	3.0	10.5	10.8	0.7	7.9	0.2	8.1
新興国株式	3.0	6.4	(1.1)	(1.8)	3.4	11.9	11.8	(0.2)	6.3	2.0	8.3
フロンティア株式	4.0	5.2	(2.0)	(2.0)	1.0	8.3	9.4	2.5	7.5	0.0	7.5
MSCI全世界株式	2.0	5.1	(0.8)	1.0	5.3	17.9	17.1	(0.9)	6.8	1.2	7.6
世界小型株式	2.2	4.3	(0.8)	0.5	4.0	22.5	23.8	1.1	7.3	1.2	8.6

出所: Refinitiv Datastream, MSCI, IBES, Pictet Asset Management (forecast horizon 30.04.2022-30.04.2028)

*名目 GDP 成長率 (2024 年から 2028 年の平均) を地域別売上高エクスポージャーで調整したピクテ予想。過去のトレンド、構造的な技術リーダーシップ、規制環境を反映し、名目 GDP 成長率を収益成長率に転換する市場アビリティに合わせて調整。

** IBES 純利益率。5 年以内に現在のトレンドに回帰 (ここから利益率傾向は横ばいに転じる)、世界的なコンバージェンス調整、および為替の影響に基づく。

***セカンダリー発行による希薄化控除後の自社株買い予想 (自社株買い予想利回りは、先進国市場では過去20年平均を25%下回る水準へ低下、中国、新興アジア、フロンティア市場では同比2%低下、その他の新興国では同比1%低下)。

****米国の PER は、10 年国債利回り、インフレ率、成長トレンドの予測に基づくもの。先進国市場の PER は、米国に対するトレンド倍率 (66%ウェイト) への回帰と、10 年間の絶対 PER 平均への回帰の組み合わせを予測。新興国市場は、MSCI 新興国に対する現在の相対的な平均倍率、およびトレンド倍率の平均に戻る見込み。

債券予測: 国債、社債および新興国債券

	デフレーション (年)	直接利回り (%)	5年後の 利回り予測 *	年間 ローリング 効果**	当社の リターン予測 (%)	為替リターン 年率(%)	米ドル建て リターン 年率(%)
米国10年国債	8.1	4.7	3.75	0.3	5.6	0.0	5.6
ドイツ10年国債	8.2	2.6	2.5	0.5	3.0	1.4	4.5
ユーロ10年国債	7.2	3.2	3.2	0.5	3.7	1.4	5.1
スイス10年国債	7.9	0.8	1.5	0.4	0.3	4.0	4.3
日本10年国債	9.3	0.8	1.5	0.5	0.5	4.8	5.3
英国10年国債	7.9	4.4	3.25	0.4	5.8	0.8	6.6
中国10年国債	8.9	2.2	3.5	0.1	1.0	2.8	3.8
米国インフレ連動債	4.4	2.3	1.5	0.3	5.1	0.0	5.1
米国投資適格社債	6.6	5.8	5.2	0.3	6.3	0.0	6.3
米国ハイイールド債券	3.9	8.3	7.4	0.0	7.2	0.0	7.2
ユーロ投資適格社債	4.5	4.0	3.4	0.3	4.2	1.4	5.7
ユーロ・ハイイールド債券	3.1	6.8	6.2	0.0	5.8	1.4	7.3
新興国債券(米ドル建て)	6.4	8.5	7.7	0.0	8.3	0.0	8.3
新興国債券(現地通貨建て)	4.9	6.6	5.6	0.0	6.9	1.9	8.9
新興国社債	4.2	7.3	6.8	0.0	7.1	0.0	7.1
世界国債	7.0	3.7	3.4	0.4	4.1	1.2	5.4
米ドル	0.0	5.6	2.8	0.0	3.7	0.0	3.7

出所: Refinitiv, J.P. Morgan, BoFA Merrill Lynch, Pictet Asset Management.
Data as at 31.03.2024

* 政策金利の前提: 米国と英国は2.5%、ユーロ圏は1.5%、スイスは1.25%、日本は1%。最終利回りは、名目GDPのトレンドに対する利回りを長期平均に標準化すると仮定(米国と英国は0.9倍、ドイツは0.8倍(対ユーロ圏GDP))に平準化すると仮定。スイス国債はドイツ国債よりもスプレッドで-50bps低いスプレッド、JPM EMU(欧州経済通貨同盟)国債のJPMDドイツ国債よりスプレッドは+75b高いスプレッドを想定(BTP+165bps、ODEスプレッドは+110bpsと想定)。日本ではYCC政策が解除され、日銀の実質金利目標は0%。グローバル債券のロール、イールド利回り変化、リターン計算では世界国債債券インデックス(WGBI)加重平均を使用。

信用スプレッドと新興国市場債券利回りは、それぞれのフェアバリュー・モデルとデフォルト予想に基づくもの。債権回収率は、先進国ハイイールド債券とハードカレンシー建て新興国債券新興市場デットについては40%、現地通貨建て新興国債券新興市場デットについては50%を想定。

** 中央銀行の正常化ペースと5年後のカーブのステイプ化予想に応じてロール利回りを調整。投資適格社債のロールはイールドカーブが国債に比例してステイプ化することを想定。

ベンチマークは、国債および新興国債券(ドル建て)がJPモルガン・インデックス(国債および新興市場ドル債)、世界国債がFTSE WGBI(グローバル債)、先進国社債がICE BoFAインデックス(先進国社債)、米国物価連動債が10年物TIPS(米国物価連動債)をそれぞれ使用。

Disclaimer

This material is for distribution to professional investors only. However it is not intended for distribution to any person or entity who is a citizen or resident of any locality, state, country or other jurisdiction where such distribution, publication, or use would be contrary to law or regulation.

This material is not intended for distribution to any person or entity who is a citizen or resident of any locality, state, country or other jurisdiction where such distribution, publication, or use would be contrary to law or regulation.

Information used in the preparation of this document is based upon sources believed to be reliable, but no representation or warranty is given as to the accuracy or completeness of those sources. Any opinion, estimate or forecast may be changed at any time without prior warning. This document is for informational purposes only and does not constitute investment research or financial analysis relating to transactions in financial instruments as per MiFID, nor does it constitute on the part of Pictet Asset Management an offer to buy or sell any investments, or to provide financial services, neither an investment recommendation.

This document has been issued in Switzerland by Pictet Asset Management SA and in the rest of the world by Pictet Asset Management (Europe) SA and may not be reproduced or distributed, either in part or in full, without their prior authorisation.

Simulated data and projected forecast figures presented in the Appendix are figures that are hypothetical, unaudited and prepared by Pictet Asset Management (Europe) SA. The results are intended for illustrative purposes only. Past performance is not indicative of future results, which may vary. Projected future performance is not indicative of actual returns and there is a risk of substantial loss. Hypothetical performance results have many inherent limitations, some of which, but not all, are described herein. No representation is being made that any account will or is likely to achieve profits or losses similar to those shown herein. One of the limitations of hypothetical performance results is that they are generally prepared with the benefit of hindsight. The hypothetical performance results contained herein represent the application of the quantitative models as currently in effect on the date first written above, and there can be no assurance that the models will remain the same in the future or that an application of the current models in the future will produce similar results because the relevant market and economic conditions that prevailed during the hypothetical performance period will not necessarily recur. There are numerous other factors related to the markets which cannot be fully accounted for in the preparation of hypothetical performance results, all of which can adversely affect actual performance results. Hypothetical performance results are presented for illustrative purposes only. Indexes are unmanaged, do not reflect management or trading fees, and it is not possible to invest directly in an index. There is no guarantee, express or implied, that long-term return and/or volatility targets will be achieved. Realised returns and/or volatility may come in higher or lower than expected. A full list of the assumptions made can be provided on request.

Issued in June 2024
© 2024 Pictet

