

2023 BEST IDEAS

継続する 先行き不透明感

その中で有望な投資機会を見出すためのアイデアとは

当レポートは金融機関、年金基金等の機関投資家
およびコンサルタントの方々を対象としたものです。
すべての投資にはリスクが伴い、当初元本を下回る
可能性があります。

目次

	はじめに	2ページ
	Jennison Associates 不透明な投資環境下の成長企業： 2つのグループとその特徴	3ページ
	PGIM Fixed Income 欧州投資適格社債における投資機会	6ページ
	PGIM Private Capital ダイレクト・レンディング市場と ノン・スポンサード案件へのシフト	8ページ
	PGIM Real Estate 長期に亘ってデータセンターへの需要増が続く 見込み	10ページ
	PGIM Quantitative Solutions 不確実なマクロ環境への対処には敏捷性と リスク分散が求められる	13ページ
	Montana Capital Partners 流動性に乏しい市場に流動性を提供する	15ページ

はじめに

金融市場は、約3年にわたって混乱が続いており、投資家は2023年にはボラティリティの低下を見込んでいるかも知れないが、その可能性は高くないと考えられる。

この3年間、市場は3つの異なるサイクルを経過してきた。2020年には新型コロナウイルス感染拡大によって市場が暴落し、2021年には大規模な財政・金融刺激策が支援材料となって市場は回復し、そして昨年はいずれも全てが背景となってインフレ率と金利が上昇した。さらに、こうしたマクロ要因の他にも、ロシア・ウクライナ紛争、暗号資産（仮想通貨）の暴落、中国における新型コロナウイルス感染拡大封じ込め政策、未だに解消されていないサプライチェーンの混乱、米国や他の主要国が2023年に景気後退に陥る可能性など、多くの課題が存在している。

過去3年間で様々な状況に直面してきた投資家にとって、これまで以上に深刻な想定外のショックが発生するとは考えにくい。2023年に最も想定されるのは、経済環境と米連邦準備制度理事会（FRB）によってもたらされる、よく見られる不確実性である。中央銀行による継続的な金融引き締めとインフレの高止まりによって世界的に景気後退の可能性が高まっているが、インフレ率が各国中央銀行の目標とする水準に向かって持続的に低下を続けていく確固たる証拠を得られるまで、主要中央銀行は政策を転換しないと考えられる。

一方、米国の現在の経済環境は、FRBが景気後退させることなく金融引き締めを続けるのに耐え得るほど堅固であるとの見方もある。不動産の価格調整などの逆風はあるものの、米国の労働市場は依然として好調であり、欧州よりも強固な経済基盤で2023年を迎えている。

このように様々な課題が複雑に絡み合う中、投資家にとっては、長期的な視点に立ってポートフォリオを構築することが以前にも増して重要となっている。どのような経済環境であっても、市場の変化を確実に把握することは不可能だが、ボラティリティが高まることでリスク資産の価格が割安となり、これが市場への魅力的なエントリーポイントとなる可能性がある。そして、そのような環境下でこそ、グローバルかつ機動性の高いアクティブ運用の優位性が発揮されやすい。

PGIMは、それぞれのお客様固有のニーズを満たしながら、市場で認識されていない投資機会の発掘につながる長期的テーマに焦点を当てている。当レポートで取り上げられている投資テーマには、我々のグローバルな調査、それぞれの資産クラスに対する専門知識、日頃から世界中の投資家と接することによって得られた情報に基づく分析などが反映されている。2023年も不確実性を背景として金融市場は混乱が続くと予想されるが、当レポートでは、投資家が有望な投資機会を見出すためのアイデアについて紹介したい。

JENNISON ASSOCIATES

不透明な投資環境下の成長企業： 2つのグループとその特徴

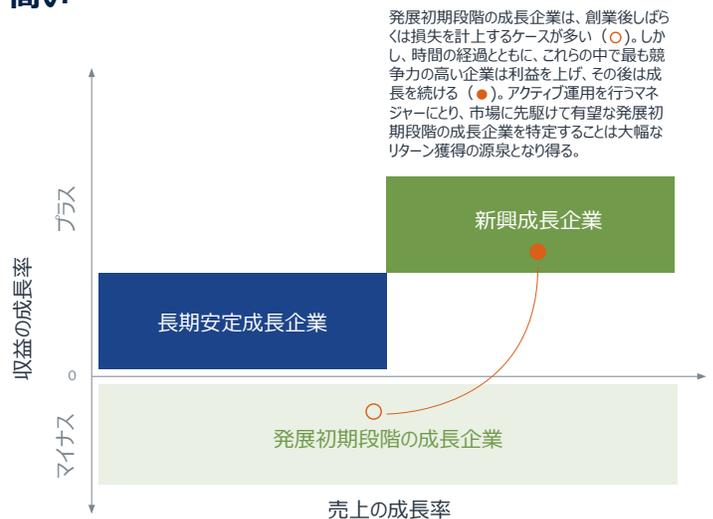
現在の市場環境は過去数十年で最も厳しい状況にあり、投資家は先行き不透明感、強弱入り交じる経済指標、マクロ経済からの圧力に直面している。世界の株式市場は2022年に弱気相場となり、中でもグロース株のパフォーマンスが最も低調だった。2023年には、経済成長の鈍化とともに米連邦準備制度理事会（FRB）は金融引締めを減速または終了させる可能性があると考えられ、こうした環境下では、確実な成長の源泉と長期に亘るビジネス機会を有する企業が長期的な優位性を有すると考えている。

こうした成長企業にも各々特徴があり、その主な相違点を認識することで、それらが異なる市場サイクルにおいて、どのようなパフォーマンスを示すかを良く理解することができる。我々の経験に基づくと、これらは「新興成長企業」と「長期安定成長企業」の2つのグループに大別される。どちらのグループからも長期的に魅力的なリターンが期待できる一方、リスクおよびリターン特性はそれぞれ異なる。

新興成長企業は、新興あるいは発展途上にある業界において新たに出現した破壊的創造企業であり、大きく成長する可能性がある。これら新興成長企業は、販売、マーケティング、研究、製品開発、事業規模の拡大にキャッシュフローを振り向け、企業利益は比較的低水準あるいはゼロであることが多い。一方、長期安定成長企業も同様に大きな成長の可能性があるが、既存ビジネスからの収益があり、確固とした成長の源泉を確立している。

こうした長期安定成長企業の多くは、かつての新興成長企業のビジネスが軌道に乗り、大企業へと成長したものである。これら企業は、継続的なイノベーションと新規市場の開拓、あるいは競合他社が容易に真似できない既存ビジネスを有効に活用することで、競争力を維持している。

新興成長企業は長期安定成長企業よりも概ね成長性が高い



この図は説明のみを目的としたものです。
出所：ジェニソン・アソシエイツ。

2005年以降、新興成長企業と長期安定成長企業がともにインデックスを上回って推移

2005年6月30日を100として指数化



2005年6月30日から2022年9月30日までのデータに基づく。四半期毎に算出。過去の実績は将来のパフォーマンスを保证するものではありません。出所：FactSet、ジェニソン・アソシエイツ。

新興成長企業と長期安定成長企業はともに、過去20年の大半の期間においてMSCI ACWIをアウトパフォームしてきた*。しかし、特に過去数年では、両グループのパフォーマンスには幾つかの点で乖離が見られた。両グループとも、コロナ禍によるロックダウンが実施された際の急速なテクノロジーの導入から恩恵を受けた一方、新興成長企業はFRBによる金融引き締めサイクルの開始と金利上昇の影響をより大きく受けた。これを背景とした株価下落により成長企業のバリュエーションは低下したが、こうした企業の多くは着実な成長を続けており、潜在的な投資機会を提供している。

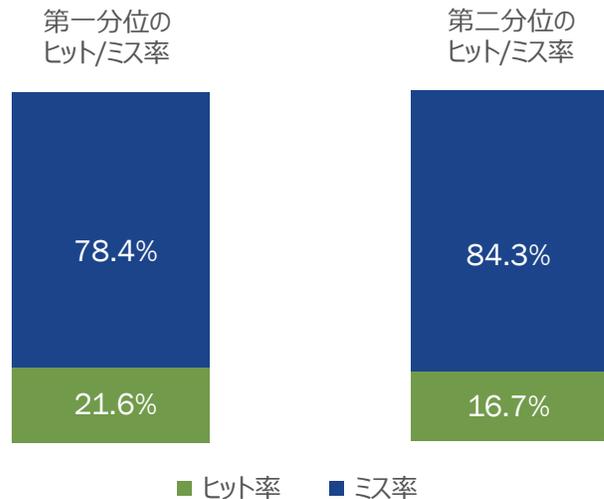
但し、多くの企業はコンセンサス予想通りの成長を実現しておらず、こうした投資機会を見定めることは非常に難しい。実際、企業収益に関するコンセンサス予想は、一般的には過度に楽観的あるいは悲観的なものとなることが多い。しかし、経験豊富で有能な投資家は、ボトムアップによるファンダメンタルズ分析を通じてより精緻な収益予測を行い、これによって長期的なリターンを大幅に向上させることが可能である。

また、長期的な事業成長機会がパフォーマンスを更に押し上げる可能性があり、優れた経営を行う企業にとって大きな追い風となり得る。今後数年間は、新興国におけるフィンテック、電気自動車、高級ブランド品、ヘルスケアなどの領域にビジネス拡大の機会があると我々は見ている。

* 2005年6月から2022年9月までの各グループのパフォーマンスをMSCI ACWIと比較して算出。我々は、2005年が完全かつ有意な分析を行うための十分なデータを備えた最初の年であると考えており、よって分析に当たっては2005年に遡及した企業データを使用しています。また、2008年～2009年の世界金融危機の影響を考慮し、17年間のデータ（より標準的な15年間のデータではなく）を使用しています。

トップパーフォーマーを予め特定することは困難

収益成長のコンセンサス予想に基づきMSCI ACWIに含まれる企業を五分位で分類し、上位2分位について5年後の実際の企業利益に基づく五分位分類と比較した。5年後にそれぞれの分位に残った企業を「ヒット」、脱落した企業を「ミス」とした。



1992年12月31日から2021年12月31日までの5年間のリターンに基づくデータ。5年間の収益成長率を五分位で分類(1=最高、5=最低)した、5年間の平均年率リターンの中央値。五分位は四半期ごとに調整されます。過去の実績は将来のパフォーマンスを保证するものではありません。出所：ジェニソン、FactSet。

新興国市場の企業、団体、個人は、より便利で手頃な価格の金融サービスを求めており、同地域の**フィンテック企業**には大きなビジネス機会がもたらされている。中国はこのようなトレンドの明確な事例だったが、他のアジアや中南米の新興国においても、キャッシュレス決済、信用供与拡大、デジタルバンク関連サービスのビジネス機会が拡大する可能性が非常に高いと考えている。一方で、投資家は、規制環境を含む各国固有のリスクに留意する必要がある。突然の予期せぬ規制変更によって、企業の長期計画は修正を余儀なくされ、競争上の優位性も損なわれる可能性があり、投資家が売上や企業収益に関する成長モデルを描くことが実質的に不可能となる。

社会にとって真の価値を創造し得る差別化された製品・サービスを提供する成長企業は、今後も成長を続ける。

電気自動車は、過去数十年に亘る研究開発と期待値の拡大を経て一般消費者からの支持を得るようになり、世界の自動車メーカーは戦略的な方向転換を余儀なくされているほか、将来の完全自動運転に向けた基盤を整えつつある。我々は、主要な電気自動車メーカーにより自動車メーカーと消費者の関係が再定義され、自動車セクター全体の構造転換がもたらされると考えている。また、自動車だけでなく、バッテリー、バッテリーを巡るサプライチェーン、代

替的な発電手段などの分野における創造的破壊からもビジネス機会が生じると考えられる。

高級品セグメントでは、景気見通しを巡る不透明感が高まっているにも拘わらず、多くの一流ブランドに対する力強い需要が維持されている。高級品メーカーは、消費者のブランド嗜好と、強固な事業および財務構造の恩恵を引き続き得ている。これに加え、高級品に対する需要は多様化している。今日の高級品の購入者は、ミレニアル世代やZ世代などの若年層が大部分を占めている。こうした中、より多くのアメリカ人男性が高級品や一流ブランドに興味を示すようになっており、これが成長の原動力となっている。

ヘルスケアの企業は、診断、病状観察、そして患者毎の個別の治療法の適用に関する能力を向上させつつある。特に患者データへのアクセスを持つ一部の企業にとって、現在のイノベーションの波は2010年から2020年にかけて情報技術分野で見られたのと同様のビジネスの拡大機会をもたらすと我々は考えている。

2023年の投資環境の不確実性は依然として高いと思われるが、我々は長期的な視野に立った投資を継続している。社会にとって真の価値を創造し得る差別化された製品・サービスを提供する成長企業は、今後も成長を続けると考えている。成長企業の特徴の違いを理解し、ボトムアップによるファンダメンタル分析を行い、長期的なビジネス機会を有する企業に着目する投資家は、より魅力的な投資機会を見出す可能性が高いと考えている。これは容易なことではない一方、それは実現可能なことであり、何よりも達成する価値が高いことを歴史が証明している。



欧州投資適格社債における投資機会

資本市場で2022年に起きた価格調整は、債券投資家にとって短期的には痛手となった。しかし、下落局面の大半は既に過去のものとなった可能性が高く、金利がピーク水準に近づいている状況の中、債券市場には再び資金が回帰しようとしている。特に欧州投資適格債のスプレッド水準は中期的に魅力的になっており、足元の高いボラティリティと銘柄間の較差拡大によって、新たな投資機会が生まれている。

2022年にはボラティリティが大きく高まったが、2023年を迎えても欧州投資適格債市場は他の社債市場と同様に不透明な状況にあり、引き続き高い地政学的リスクに晒されているほか、インフレも高止まりしている。欧州各国はエネルギー危機への対応を続けているが、これによってサプライチェーンの混乱を巡る問題の解決が難しくなっているだけでなく、より根強いインフレ高進の原因ともなっている。こうしたことを背景に、世界経済の成長鈍化は、特に欧州でより顕著になると予想される。最も蓋然性が高いシナリオはスタグフレーションであり、成長鈍化と高インフレが同時にもたらされることが懸念されている。この場合、金利は長期的に高止まりする可能性が高い。

但し、これらの想定されるダウンサイド・リスクの大半は既にスプレッドに反映されており、欧州企業は底堅さを見せている。また、過去の市場サイクルにおいて、スプレッドが足元の水準まで拡大した局面で

は、その後比較的速やかに長期トレンドに平均回帰して縮小に転じている。これに加え、これまでのアンダーパフォーマンスによって、欧州市場のスプレッドは米国市場対比でも魅力的な水準となっている。さらに、高いボラティリティが続く中、レティブバリューに基づく銘柄選択の機会が拡大している。

高いボラティリティが続く中、レティブバリューに基づく銘柄選択の機会が拡大している。

もともと欧州企業のファンダメンタルズは堅固であったことから、インフレ高進が続いて利益率が圧迫されたとしても、欧州企業にはある程度の余力が備わっている。利益率は改善しており、自社株買いは限定的で、コロナ禍のロックダウン解除が支援材料となって前年同期比でEBITDAが改善していることから、レバレッジ比率は回復しつつある。世界的なマクロ経済情勢に目を向けると、中国のロックダウン解除は欧州地域の貿易や産業活性化に追い風となる可能性がある。2022年のGDP成長率は、昨年対比のベース効果と2022年上半期の経済再開に伴う力強い回復が反映されて、通年ベースでは堅調な成長を示すと見られる。

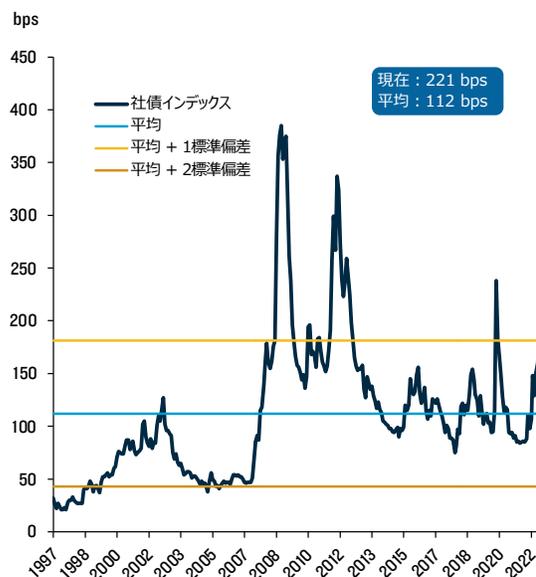
これに対し、世界的な経済成長鈍化と長引くロシア・ウクライナ紛争によるコモディティ価格の上昇により、2023年の見通しはやや暗いものとなっている。ロシアによるウクライナ侵攻とそれによる製造業の供給面への影響を受けて、欧州経済は米国よりはるかに厳しい状況に置かれている。欧州を取り巻くサプライチェーンの状況やエネルギー危機が製造業セクターに与える影響を考慮すると、欧州における財価格の上昇が米国同様に早期に落ち着きを取り戻し、正常化するとは考え難い。失業率は歴史的な低水準にあるが、景気後退とともに悪化することが予想される。

金融政策に目を向けると、12月の理事会においてECBは予想通りの50bps利上げに加え、予想以上にタカ派的な姿勢を示した。ラガルド総裁は、不動産セクターが既に強い逆風に晒されているにも拘らず、追加利上げを含む更なる金融引き締めを実施する意向であるとの明確なメッセージを市場に発信した。米国FRBに続いてECBも、インフレ抑制のためには、政策金利の最終到達点を市場予想よりも高い水準にまで引き上げた上で、当面は高い水準を維持する必要があることを示唆した。

投資家は、冬の天然ガス逼迫やECBの利上げのタイミングを注視しつつ、ボラティリティの高まりに備える必要がある。ロシア・ウクライナ紛争、エネルギー不足、何らかの新たなショックが発生する可能性など、引き続きマクロ環境を巡るリスクは高い状況が続いている。

こうした状況の中、2023年に投資家は企業利益の伸び悩みを背景とした低調な業績見通しに直面することになると考えられる一方、こうした環境はクレジット市場にとっては悪くない材料となる。インフレ率と利回りは、数世代振りの高水準に近づいている。この先どの水準で金利がピークを打つことになったとしても、それは今後数年、恐らくは今後数十年における最高水準となる可能性が高い。世界的にも、投資適格社債の利回りは既に過去10年で見られなかった水準に達している。

投資適格債指数の格付および残存期間調整済みOAS



2022年9月30日現在。
出所：ICE BofAML、PGIMフィクスト・インカム、ICE Data Indices。許可を得て使用しています。インデックスに直接投資することはできません。

欧州ハイイールド債と米国社債のスプレッドは短期的には引き続き不安定に推移すると見られる一方、欧州投資適格社債のスプレッドはコロナ禍前のタイトな水準から大幅に拡大している。2022年にスプレッドはコロナ禍初期のワイドな水準に近づいたが、10月-12月期には縮小に転じて米国投資適格社債をアウトパフォームする動きも見られた。

欧州投資適格社債の発行体を検証すると、発行体間の較差が拡大しており、銘柄選択によって超過収益を獲得できる機会が増大していることが分かる。こうした中、我々は産業セクターよりも金融セクター（特に銀行）を、また低ベータの事業会社よりも公益事業を選好している。また、ハイブリッド債や、厳選された質の高いBBB格債、および非CSPP債（ECBの社債購入プログラム対象外の債券）にも投資価値があると見ています。

欧州投資適格債のスプレッドはコロナ禍初期の水準に迫った：欧州金融セクターと非金融セクターのOAS推移



2022年9月30日現在。出所：ブルームバーグ。過去のパフォーマンスは、将来の結果を保証するものでも、信頼できる指標でもありません。重要な開示事項については巻末の「留意事項」を参照ください。インデックスに直接投資することはできません。



ダイレクト・レンディング市場と ノン・スポンサード案件へのシフト

企業が資金調達する手法は、従来モデルから大きく変容している。金融危機の影響や規制強化により、銀行の中小企業向け融資の実行力や意欲が低下し、その結果、ダイレクト・レンディング市場は大きな成長を遂げた。

一般的に、中小企業は、大企業と比較すると資本市場へのアクセスが限られている。また、世界金融危機により、中小規模のレンディングの主役は、銀行から、ノンバンクや機関投資家にシフトした。彼らは、より長期的かつ資産主導の視点でリスクを引き受けるため、ダイレクト・レンディングとノンバンクの投資家の相対的な市場シェアは、とりわけ経済が減速し続けた場合には、時間の経過とともに増加するとみられる。

現段階では、ダイレクト・レンディングを利用していない中小企業が多いが、利用する場合は、事業拡大、資本増強、資金調達、スポンサード・レバレッジド・バイアウト、ノン・スポンサード・マネジメント・バイアウトなど、ごく限られた目的のために利用される。スポン

サー案件は、プライベート・エクイティ・ファンドなどの投資家となることが一般的だ。企業の課題解決や戦略、目的を達成するまでのスケジュールやそのための財務レバレッジは、オーナーシップによって決定されることが多い。スポンサード・プライベート・エクイティ・ファンドの場合、3年から5年の期間に期待されるリターンを生み出すために財務レバレッジは重要となる。一方、ノン・スポンサード企業は通常、より永続的、あるいは長期的な視野を持っていることが多いと見られる。

PGIMプライベート・ファンドのマネージング・ディレクター兼パートナーのDianna Carr-Colettaは、次のように述べている。「私は、多くの投資機会がノン・スポンサー案件にあると見ている。景気後退、あるいは景気減速に直面し、銀行融資が再び縮小されれば、スポンサード案件以外の領域に多くの投資機会が生まれると考える。」

欧米の数十万社の中堅企業のうち、プライベート・エクイティ・ファームと関わっているのはごく一部であり、残りの大部分はノン・スポン

サーとなっている。中小企業は、経営リスクや信用リスクを抱えていることが多いが、このセグメントのダイレクト・レンダーは、長年の経験を活かし融資先企業を選別することで、リスク低減を目指すことが可能だ。

**景気後退、あるいは景気減速に
直面し、銀行融資がさらに縮小される
なら、企業に直接コンタクトすることで、
良い投資機会を発掘することが可能だ。**

Dianna Carr-Coletta, マネージング・ディレクター,
PGIM プライベート・キャピタル オルタナティブ・ダイレク
ト・レンディング・グループ

Carr-Colettaは、さらに次のように述べている。「ノン・スポンサードの中小企業は、プライベート・エクイティによるスポンサード企業と同じようには、ダイレクト・レンディング市場にアクセスできていない。このような企業は数多く存在し、その多くは銀行から融資を受けているが、中にはより大きなプロジェクトに着手しレバレッジを上げる必要がある場合もある。我々は、各地域オフィスのネットワークを通じて長年に渡り彼らと話をしているため、彼らを助け、銀行が提供できないような融資を提供できるかもしれない。」

オーナーとリレーションを構築し、彼らのビジネス戦略を理解し、オーダーメイド案件を手掛ける意欲のあるダイレクト・レンダーは、魅力的なソリューションを提供し得る。

複数のクレジット・サイクルを通じて良好な実績を持つ経験豊富なチームは、より一貫した投資パフォーマンスを提供できる可能性が高まる。多くの人が予想しているように、経済が減速すれば、なおさらそうだろう。変動金利の金利が7%台半ばから10%以上に上昇した場合、元々資金的余裕のない借り手にとっては特に、大きなプレッシャーになると見られる。

約100年前に設立されたPGIMプライベート・キャピタルの投資哲学はシンプルで、長期的視野で事業を捉え、構築してきたリレーションや経験を活用しながら、一貫した投資プロセスで運用を行っている。

Carr-Colettaはさらに次のように述べている。「我々は、投資プロセスに一貫性を持つことで、市場に多少の混乱があっても乗り切れるよう努めている。また、仮に投資先企業が困難な状況に陥ったとしても、彼らと一緒にテーブルにつき問題解決に向けて最善を尽くすことができる。2023年は景気後退リスクがあるものの、同様に厳しい環境だった2008年から2009年にかけて、企業が流動性を確保できなかったとき、我々は彼らとともに課題解決にむけて時を共有し、全力でサポートを行ってきた。」



長期に亘ってデータセンターへの需要増が続く見込み

近年、データセンターへの需要は様々な要因に支えられて大きく伸びている。不動産としては、ICT（情報通信技術）分野が、データセンター（デジタル情報処理をサポートするコンピュータシステムやネットワーク機器を収容するために特別に設計された建物）の需要を牽引する基盤となっている。現在の構造的トレンドや入手できる最新のデータに基づけば、この分野は今後数年に亘り大きく成長を続けるものと思われる。

世界的なデータ需要は今後も増加することが予想され、データ量が増えれば増えるほど、その需要に対応するための処理能力も必要となる。これをコスト効率よく、より環境に配慮した形で実現するためには、より最新で大規模なハイパースケール・データセンターの開発が不可欠だ。そして、こうした施設がテクノロジー主導の世界において重要な役割を担っていることから、データセンターに対するテナント需要の大きさが見込まれる。こうした背景の中、データセンターは企業のITアーキテクチャー（構造）にとって不可欠な要素として確実に定着している。

特に、このアーキテクチャーを簡素化し、効率性と安全性を向上させるためにパブリック・クラウドを採用する企業が増えており、徐々に自社のITインフラをパブリック・クラウドに移行または統合する動きが進んでいる。その結果、パブリック・クラウドを提供する市場の成長率は、世界全体で約20%、2023年には約6,000億米ドルにな

るとも言われており、クラウド・データセンターは今後もデータセンターのIPトラフィック（インターネットを流れるデータの量）の面で主要な成長ドライバーであり続けると予想されている。

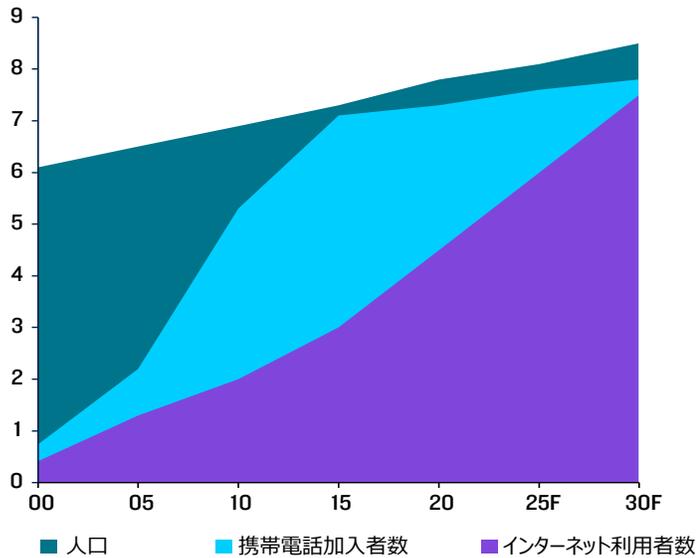
このクラウドデータセンターの容量に対する需要は、IT需要が様々な業界に広がることで、様々な要因によって、テクノロジー企業を主体にさらに高まることになるだろう。株式市場の下落の中で、過去数ヶ月の間にテクノロジー企業の株価も急落しているが、Eコマース、人工知能、メタバースなどの需要の背景となる成長要因の多くは、長期的なニーズに支えられ引き続き維持されると予想される。

このような旺盛な需要を背景に、高性能なハイパースケール・データセンターに対するニーズが高まっている。一般的に、ハイパースケール・データセンターと言えるのは、需要の増加に合わせてさらに拡張することができる非常に大規模な施設である。シナジリーサーチ社の調べによると、こうした施設の数には2018年以降、年率平均12%で増加しており、2024年末には世界で1,000箇所に達すると予想されている。

ハイパースケール・データセンターの成長は、我々のESG（環境・社会・ガバナンス）に対する姿勢とも整合性が取れるものである。ハイパースケール・データセンターのテナントや運営会社は、カーボン（炭素）排出ゼロやその施設での再生可能エネルギーの使用に強くコミットしている。

データセンター需要の伸びを推計する

世界の人口、携帯電話加入者数、インターネット利用者数の推移 (10億米ドル)



出所：Oxford Economics, Cisco, Statista, PGIM Real Estate。2022年11月現在。

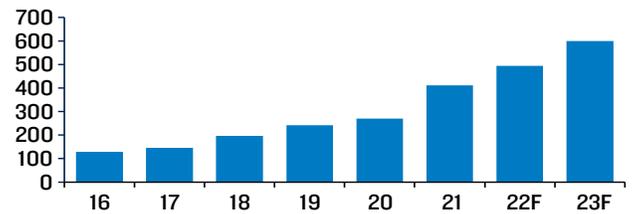
データ処理における炭素排出量は、稼働するサーバーの台数と、サーバーへの電力供給および冷却に必要なエネルギー量で決まる。企業は、自社のコンピューター施設を使う代わりに、クラウドを利用すればサーバーの数と消費電力を削減することができるため、クラウドへのシフトは劇的な二酸化炭素排出量の削減につながる。データセンターは、リソースの最適活用という点においても、将来のデジタル需要に応える最もエネルギー効率の高い方策という点においても、重要な役割を果たすことになるだろう。

シナジーリサーチ社の調べによると、ハイパースケール・データセンターの数は2018年以降、年率平均12%で増加しており、2024年末には世界で1,000箇所に達すると予想されている。

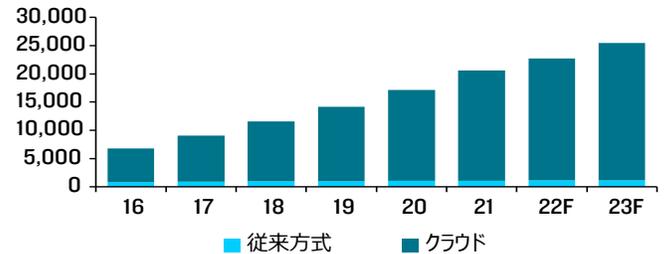
グローバルで拡大する需要

旺盛な構造的需要に対応するため、この分野に対しては大規模な投資が行われており、その結果として新規供給も急速に増加している。データセンターの新設は、年率30%で成長したアジア太平洋地域が牽引する形で、2016年から2021年にかけて年率20%で増加した。

世界のパブリック・クラウド支出額 (10億米ドル)



世界のデータセンターのIPTraフィックの量 (エクサバイト/年)



特に2018年から2019年にかけては、成熟した米国市場に追いつくべく開発が急増したため、その伸びが著しかった。

今後については、これからの3年間の成長率が年率13%と緩やかになることが予想されている。アジア太平洋地域における新規供給も落ち着くことが予想されるが、シドニーや東京など一部の地域が今後も施設開発の中心になるとされる。欧州における成長率は年率15%と予想されており、比較的安定している。足元の開発の傾向として、各地域における従来からの4つか5つのデータセンター市場以外の、新たな市場においても活発な動きが見られる。これらは人口密度の高い地域であることが多く、データセンターのインフラは整備されていないものの、土地や電力の利便性に優れているので、クラウド事業者は近隣の主要都市にある施設を補完する形で施設を設置している。

グローバルにみたデータセンター・セクターの2021年のパフォーマンスは、利回り低下を主因として平均リターンが15%となり、記録的な1年となった。これは、データセンターと他の伝統的な不動産セクターとの間のリスクプレミアムが低下し、利回りがタイト化するだろうという我々の予想に沿ったものであった。今後の3つの主要市場（米国、欧州、アジア太平洋地域）におけるリターン見通しは似通っており、経済環境の悪化に伴って目先はリターンが低下するものの、その後2024年に見込まれる経済ファンダメンタルズの改善に先んじて回復に向かうと我々は見ている。

地域が異なってもシナリオが類似していることは、デジタル・インフラに対する不可欠なニーズが世界共通であることを物語っている。世界の3つの市場の単純平均で見ると、経済活動や取引活動の回復が見込まれる2023年にはレバレッジなしのリターンが約7.5%と、パフォーマンスが回復することを見込んでいる。環境に関わる目標などを考慮すると、建設コストが高むのではないかとというリスクに対する懸念からデータセンターの供給が想定以下に抑えられてしまう可能性はあるが、世界的に想定以上の賃料上昇が期待でき、むしろリターンは上昇する方向にあると考える。

投資家調査によると、データセンター、ヘルスケア、冷凍冷蔵倉庫、学生寮など、いわゆる「オルタナティブ（非従来型）不動産」セクターが徐々に主流になってきているようだ。データセンターへの投資案件を検討している機関投資家の割合は、2018年

の調査では僅か5%に過ぎなかったが、現在では全投資家の約3分の1にまで増えている。その背景にある主要因は魅力的な利回りであり、既存の不動産セクターの利回りが低下したことにある。しかし、根底にある強力な構造的ニーズも需要を喚起している要因となっている。テクノロジーと同様、データセンターは「持たざるを得ないもの」であり、現在の厳しい経済状況の中でも需要は底堅く推移すると考えられる。

このセクターにも課題はいくつかあるが、技術の進歩は非常に速く、データセンターの必要性を無視することはできない。データセンターは経済活動を維持するための重要なインフラとなりつつあり、世界的なニーズ拡大と短期的な市場変動に対する耐性の高さを反映して、2023年にはデータセンターの投資パフォーマンスは世界的に回復すると見ている。

不確実なマクロ環境への対処には敏捷性と リスク分散が求められる

2022年のほぼ年間を通じ、グローバル資本市場は大きな打撃を受けた。ロシア・ウクライナ紛争と中国におけるコロナ禍関連のロックダウンによってサプライチェーンの混乱が長期化し、世界的にインフレ率が大きく上昇した。これに対処するために各国中央銀行が金融引き締めを行ったことから、市場では景気後退への懸念が高まり、株式、債券、不動産市場は1年の大半の期間を通じて大幅に下落した。一方、コモディティは、リターンに多少のばらつきはあるものの、全般的に上昇した。

世界中の中央銀行がインフレ抑制のために景気抑制的な金融政策を実施する中、FRBの今後の政策の方向性によって発生し得る、以下4つのマクロ経済シナリオを考察してきた。

- 1. ソフトランディング**：失業率がそれほど上昇することなくインフレ率は徐々に目標値にまで下落し、景気後退は回避され、FRBの予測が概ね正しかったことが判明する。
- 2. インフレが持続し、景気後退に陥る**：インフレが予想以上に根強いことが判明し、FRBは市場が織り込む水準を超える利上げ、あるいは長期にわたる高い金利水準の維持を余儀なくされ、これによって恐らく2023年下半期に景気後退がもたらされる。

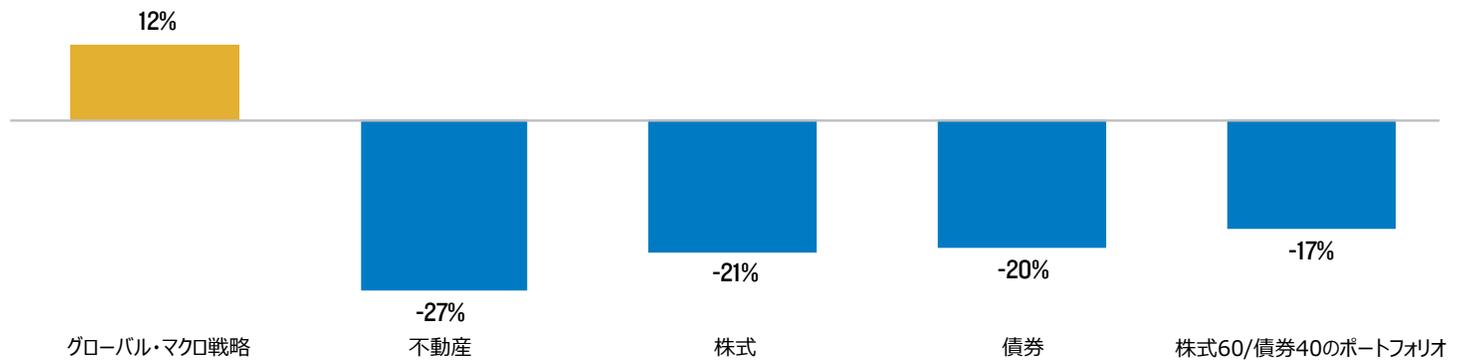
- 3. FRBがインフレの上昇を容認**：インフレ率を足元の水準から低下させるためにFRBは利上げを進めるものの、景気後退リスクあるいは金融市場の安定を考慮して、インフレ率が目標値まで十分に落ち着く前に利上げを一旦中断する。この場合、景気後退は2024年以降となる可能性がある。

- 4. ハードランディング**：既に行われた金融引き締めにより、急速な景気後退（2023年上半期）がもたらされる。この場合、FRBによる利上げは足元で織り込まれているよりも小幅に留まる可能性がある。

2022年の大半を通じ、FRBが予測する失業率は過去においては景気後退を示唆する水準であったことから、投資家は2つ目のシナリオである「インフレが持続し、景気後退に陥る」の発生確率が最も高いとの認識で概ね一致していた。

年後半になってFRB以外の中央銀行が利上げペースの減速を示唆あるいは実際に減速したことから、投資家はより楽観的な見方に転じ、FRBのタカ派姿勢も弱まるとの見方を強めた。

市場が混乱する中、グローバル・マクロ戦略は際立ったパフォーマンスを実現



出所：モーニングスター・ダイレクト、PGIM Wadhvani、2022年10月31日現在。グローバル・マクロはソシエテ・ジェネラル・マクロ・トレーディング・クオンツ・インデックス、債券はブルームバーグ・グローバル・アグリゲート・インデックス、株式60%債券40%のポートフォリオはS&P500インデックス60%とブルームバーグ米国アグリゲート・ボンド・インデックス40%、不動産はFTSE EPRA NAREIT グローバル・インデックス、株式はMSCI ACWIによるものです。過去の実績は、将来のパフォーマンスを保証するものではありません。

こうした状況の中、1つ目のシナリオである「ソフトランディング」あるいは3つ目のシナリオである「FRBがインフレの上昇を容認」の発生確率が高まり、それに伴い株式市場はそれまでの下落の一部を取り戻した。但し、12月の政策決定会合においてECBとFRBがともにタカ派的な姿勢を示したことにより、こうした投資家の楽観的な見方は修正される可能性がある。

足元の不確実な環境においては、流動性の高いオルタナティブ戦略への配分を高めることが特に有効である。

敏捷性とリスク分散が今後も重要となる

多くの国で総合インフレ率がピークに達した（あるいは間もなくピークに達する）可能性が高く、各国中央銀行は金融引き締めペースを減速させていることから、米国経済の「ソフトランディング」に対する投資家の期待は今後も高まると見られる。一方、世界経済の減速は業績見通しの下押し圧力となる可能性が高い。そのため、株式市場の先行きには不透明感が漂っている。前述の通り、各国中央銀行がインフレ上昇を暗黙のうちに容認するとの懸念も燃っており、これは債券価格への下押し圧力となる可能性がある。

こうしたことから、伝統的な株式60%債券40%で構成されるポートフォリオのパフォーマンスが引き続き低迷する可能性がある。敏捷なグローバル・マクロ戦略は、構造変化（レジーム・シフト）や市場センチメント/見通しの大きな変化を重要な変数として考慮することで、分散された相関の低いリターンの源泉を特定することが出来る。

また、様々な資産クラスのロングあるいはショート・ポジションを構築

できる点も強みであり、状況の変化に応じて機敏に対応できる柔軟性を提供する。昨年、グローバル・マクロ戦略は株式、債券、不動産の各資産クラスに対して絶対および相対ベースともに高水準のリターンを実現し、金利およびインフレ上昇局面において魅力的なポートフォリオの分散手段/代替的なリターンの源泉となっている。

伝統的に、投資家は株式のロング・ポジションに対するヘッジとして債券を保有している。仮にスタグフレーションに陥るような場合には、ある意味で投資家は二重の打撃を受けることになる。よって、テールリスクをヘッジする戦略、例えば株式や債券市場が下落傾向にあることを見極め、それらの資産クラスのショート・ポジションを取ることによってこうした投資機会を上手く活用出来るような戦略は、株式と債券の両市場が下落した時にも良好なパフォーマンスを実現することが出来る。

流動性の高いオルタナティブ戦略は、市場価格の下落を想定したショート・ポジションや、広範な資産クラスに対する投資配分に目を向けることで、伝統的な株式および債券のロング・オンリーのポジションと相関の低いリターンの源泉の提供を目指す戦略である。流動性の高いオルタナティブ戦略は、あらゆる市場環境において投資家の戦略的配分に適しているが、特に足元の不確実な環境においては、流動性オルタナティブ戦略のエクスポージャーを積み増すことが有効である。

株式市場が継続的に下落する局面が次にいつ発生するか正確に予測できる投資家はいない。よって、「良好な市場環境にある」と思われるような時であっても、マクロ経済のテールリスクをヘッジする戦略に資産配分することが賢明である。テールリスク戦略は、異なる資産クラスをリターンの源泉としつつ、これに分散的な側面とヘッジ機能を持たせたものである。この戦略のように、状況の変化に応じてポジションを調整することができ、その柔軟性によってテールリスクの発生時はもとより継続的にそのプロテクションとして機能し得るような資産配分が重要であると我々は考えている。

流動性に乏しい市場に流動性を提供する

世界的なパンデミックの中で続いた上昇相場の後、2022年の株式市場は厳しい年となった。インフレ率と金利の上昇、世界的な地政学リスクが重なり、株価は大幅に調整した。S&P500は最大で年初来25%超下落し、ハイテク株を志向する投資家は、より大幅な調整に耐えなければならなかった。

一見したところ、プライベート・エクイティの投資家は、落ち着いているように見える。開示要件が限られており、開示されるまでにタイムラグがあるため、全体像の把握は難しいが、これまで開示されたほとんどのデータは、プライベート・エクイティの底堅い動きを示している。

Preqinの「Private Capital Quarterly Index」は、2022年9月末時点で年初来3%の下落にとどまり、我々の行った「Annual Investor Survey」に回答した機関投資家のほとんどは、2022年第3四半期のリターンは「横ばい」もしくは「上昇」と回答した。

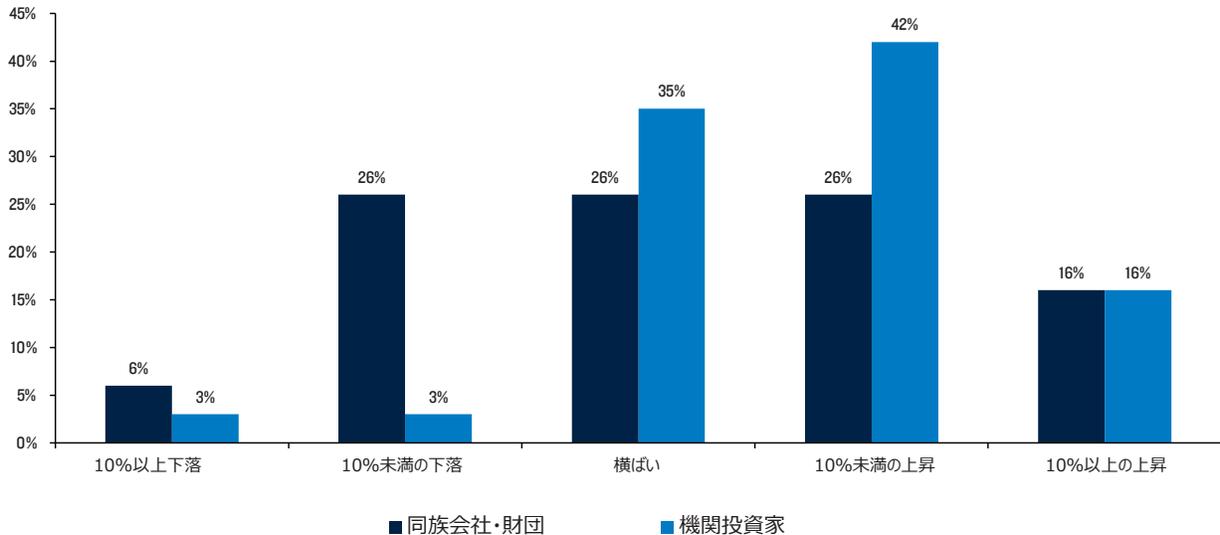
エグジットが大幅に減速しているため、バイヤーはこれらの評価額に疑問を持っていると見られる。Bainの最近の調査によると、2022年上半期の世界のバイアウトにおけるエグジット額は前年比37%減となった。重要なエグジットチャネルの1つであるIPOは、前年比73%減となり、実質的に閉鎖された。

つまり、投資家のプライベート・エクイティ・ポートフォリオは、2021年末の記録的な水準付近で評価され続けている一方で、エグジットはかなり鈍化している。他の資産クラスは、大幅に下落しているため、多くの投資家にとってプライベート・エクイティのアロケーションが過度に増加し、プライベート・エクイティのエクスポージャーの削減圧力につながっている。

流動性が求められる中、セカンダリー市場は、魅力的な水準でファンド投資を始める機会を提供している。

幸いなことに、過去数十年で流通市場が大幅に発達し、流動性の低いアセットクラスに流動性を提供し、投資家は流動性を過度に恐れずに済むようになってきた。原資産からの分配を何年も待つことなく、投資家は数ヶ月でセカンダリー・バイヤーにポジションを売却することができる。売却に加え、優先株、アーン・アウト、購入価格の繰延べなど、よりカスタマイズされたソリューションを選択することも可能になっている。

Montana Capital Partners が2022年に実施した「Annual Investor Survey」において、「プライベート・エクイティ・ポートフォリオの2022年のパフォーマンスはどうだったか」という質問に対する回答



出所: MCP 2022 Annual Investor Survey

流動性の低いプライベート・エクイティ市場に流動性を提供することは、セカンダリー・バイヤーやその投資家にとって様々なメリットをもたらす。分散効果とカーブの緩和は、常に重視される。2022年および今後数年で想定される流動性への需要が高い期間には、セカンダリー・マーケットは、魅力的なエントリー価格でのファンド投資の機会を提供し得る。

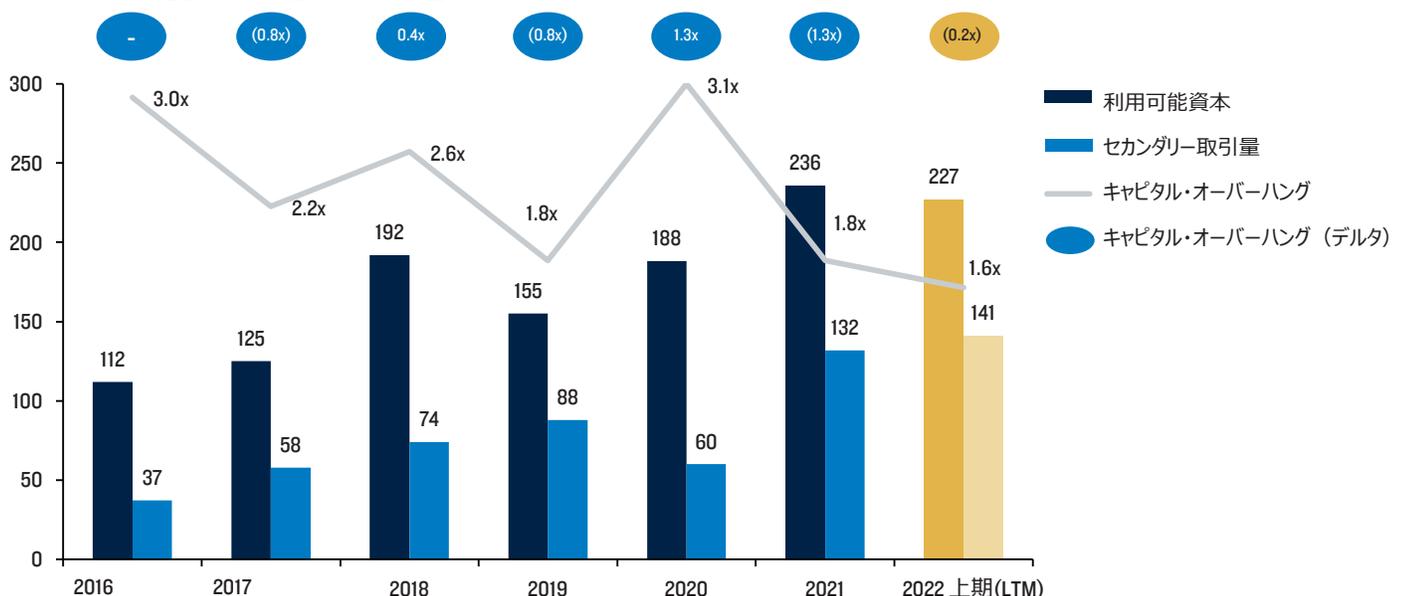
我々の行った調査では、中堅企業向けバイアウトに次いで、セカンダリー市場への投資が、2番目に魅力的な戦略と位置付けられた。ある投資家は次のように述べている。「価格水準が非常に魅力的になってきているため、セカンダリーへの投資を考えることが多

くなっている。セカンダリーは歴史的に見ても、景気後退後に底堅いパフォーマンスを發揮している。」

この傾向は、資本のオーバーハング倍率（直近12ヶ月（LTM）の取引量に対する利用可能資本の比率）が近年大幅に低下していることによって、一層高まっている。プライベート・エクイティはここ数年で記録的な規模で資金調達を行ったため、これらの資産の多くが早かれ遅かれ流通市場に出回ると見られる。

つまり、プライベート・エクイティ資産に対する流動性ニーズが高まっていることに加えて、プライベート・エクイティの資金が限られていたことで、投資家に魅力的な機会が提供されることになったと考える。

セカンダリー取引の状況（10億米ドル）



出所: Jefferies 1H 2022 Global Secondary Market Review.

留意事項 1

当レポートは、プロの投資家を対象として作成されたものです。すべての投資にはリスクが伴い、当初元本を下回る可能性があります。

本稿は、プルデンシャル・フィナンシャル・インク(PFI)の主要な資産運用事業で米国証券取引委員会への登録投資顧問会社であるPGIMインク、およびその関連会社の名のもとに提供されるものです。登録投資顧問会社としての登録は、一定水準のスキルまたはトレーニングを意味するものではありません。

英国では、PGIMインクの間接子会社であるPGIMリミテッドがプロの投資家に対して情報提供を行います。PGIMリミテッドの登記上の所在地は以下の通りです：Grand Buildings, 1-3 Stand, Trafalgar Square, London WC2N 5HR。PGIMリミテッドは、英国の金融行動監督庁(FCA)の認可および規制を受けています。(企業参照番号：193418)欧州経済領域 (EEA) では、PGIMネーデルラント B.V. によって情報が提供されます。PGIMネーデルラント B.V.の登記上の所在地は以下の通りです：Gustav Mahlerlaan 1212, 1081 LA Amsterdam, The Netherlands。PGIMネーデルラント B.V.は、オランダ金融市場庁(Autoriteit Financiële Markten - AFM)によりオランダで認可(登録番号：15003620)を受けており、欧州パスポートに基づいてサービスを提供しています。特定のEEA諸国では、それが認められる場合には、英国のEU離脱後の一時的な許可取決めにに基づき、PGIMリミテッドが利用できる規定、免除またはライセンスに従って情報が提供されます。これらの資料は、PGIMリミテッドまたはPGIMネーデルラント B.V.によって、FCAの規則が定めるプロの投資家、および/または第2次金融商品市場指令2014/65/EU (MiFID II)で定義されているプロの投資家に対して情報提供されるものです。イタリアでは、CONSOB (Commissione Nazionale per le Società e la Borsa) によりイタリアでの認可を受けたPGIMリミテッドによって情報が提供されます。日本では、日本の金融庁に投資顧問会社として登録しているPGIMジャパン株式会社(以下「PGIMジャパン」)およびPGIMリアルエステート・ジャパン株式会社(以下「PGIMリアルエステート・ジャパン」)によって情報が提供されます。PGIMジャパンは、金融庁によって認可された金融商品取引業者として日本国内で様々な投資運用サービスを提供しています。PGIMリアルエステート・ジャパンは、関東財務局に登録された日本の不動産資産運用会社です。香港では、香港の証券・先物取引監察委員会の規制対象企業であるPGIM (香港) リミテッドの担当者が証券先物条例の第一項第一条で定義されている適格機関投資家に対して情報の提供をしています。シンガポールでは、シンガポール金融管理局 (MAS) より認可を受け、CMSライセンスのもとで資産運用を行うPGIM (シンガポール) Pte.Ltd.および適用を受けたフィナンシャル・アドバイザーが情報を提供しています。これらの資料は、2021年SFAの304条に従って「機関投資家」向けに一般的な情報として、また、SFA第289章305条に従って「適格投資家」その他の関連する投資家に対し、PGIMシンガポールにより提供されます。韓国では、韓国の適格機関投資家に対して、国境を越えて投資一任管理サービスを直接提供する免許を有するPGIMインクが情報を提供しています。

本資料は、情報提供または教育のみを目的としています。ここに含まれている情報は投資アドバイスとして提供するものではなく、資産の管理または資産に対する投資を推奨するものでもありません。これらの情報を提供するに当たってPGIMはお客様に対して、受託者としての役割を果たしているわけではありません。

本資料は、経済状況、資産クラス、有価証券、発行体または金融商品に関する資料作成者の見解、意見および提言について示したものです。本資料を当初の配布先以外の方(当初の配布先の投資アドバイザーを含む)に配布することは認められておりません。またPGIMの事前の同意なく、本資料の一部または全部を複製することや記載内容を開示することを禁止いたします。本資料に記載されている情報は、現時点でPGIMが信頼できると判断した情報源から入手したものです。その情報の正確性、完全性、および情報が変更されないことを保証するものではありません。本資料に記載した情報は、現時点(または本資料に記載したそれ以前の日付)における最新の情報ですが、予告なく変更されることがあります。PGIMは情報の一部または全部を更新する義務を負うものではありません。また、情報の完全性または正確性について明示黙示を問わず何ら保証または表明するものでなく、誤謬についての責任を負うものでもありません。本資料は特定の証券、その他の金融商品、または資産運用サービスの勧誘を目的としたものではなく、投資に関する判断材料として用いるべきではありません。どのようなリスク管理技術も、いかなる市場環境においてもリスクを最小化または解消できることを保証することはできません。過去のパフォーマンスは将来の運用成績を保証するものではなく、また信頼できる指標でもありません。投資は損失となることがあります。本資料に記載されている情報や本資料から導出した情報を利用したことにより(直接的、間接的、または派生的に)被り得るいかなる損失についても、一切責任を負いません。PGIMおよびその関係会社は、それぞれの自己勘定を含め、本資料で示した推奨や見解と矛盾する投資判断を下す可能性があります。本資料に記載されている予測や見通しは、本資料作成時点のものであり、事前の予告なく変更されることがあります。実際のデータは様々であり、本資料に反映されない場合もあります。予測や見通しには大きな不確実性が伴い、よって、どのような予測や見通しであっても、単に多くの可能性の1つの代表的な例に過ぎません。予測や見通しは特定の前提条件に基づくものであり、経済や市場環境の変化に応じて大きく変化する可能性があります。PGIMは、いかなる予測または見通しに対しても、それを更新または変更する義務を負っていません。

利益相反：PGIMおよびその関係会社が、本資料で言及した有価証券の発行体との間で、投資顧問契約や他の取引関係を結ぶ可能性があります。時にはPGIMおよびその関係会社や役職員が、本資料で言及した有価証券や金融商品をロングもしくはショートするポジションを保有する可能性、およびそれらの有価証券や金融商品を売買する可能性があります。PGIMの関係会社が、本資料に記載する推奨とは無関係の異なる調査資料を作成して発行することがあります。営業、マーケティング、トレーディングの担当者など、本資料作成者以外のPGIMの従業員が、本資料に表示する見解とは異なる市場に関するコメントもしくは意見を、口頭もしくは書面でPGIMのお客様もしくは見込み客に提示する可能性があります。

米国のプルデンシャル・ファイナンシャル・インクは、英国を本拠とするブルーデンシャル社、あるいはM&G plcの子会社であり英国を本拠とするブルーデンシャル・アシアランス・カンパニーとはなんら関係がありません。

© 2022 PFI and its related entities, PGIM, それぞれのロゴ、およびロック・シンボルは、プルデンシャル・ファイナンシャル・インクおよびその関係会社のサービスマークであり、多数の国・地域で登録されています。

留意事項 2

本資料は、米国SECの登録投資顧問会社であるPGIMインクが作成した“2023 BEST IDEAS : LOOKING BEYOND THE UNCERTAINTY”に基づき、PGIMジャパンが監訳・編集したものです。原文レポート（英語版）と本資料の間に差異がある場合には、原文の内容が優先します。

本資料は、PGIMグループの資産運用ビジネスに関する情報提供を目的としたものであり、特定の金融商品の勧誘又は販売を目的としたものではありません。また、本資料に記載された内容等については今後変更されることもあります。

記載されている市場動向等は現時点での見解であり、これらは今後変更することもあります。また、その結果の確実性を表明するものではなく、将来の市場環境の変動等を保証するものでもありません。

本資料に記載されている市場関連データ及び情報等は信頼できると判断した各種情報源から入手したのですが、その情報の正確性、確実性について当社が保証するものではありません。

本資料に掲載された各インデックスに関する知的財産権及びその他の一切の権利は、各インデックスの開発、算出、公表を行う各社に帰属します。本資料で言及されている個別銘柄は例示のみを目的とするものであり、特定の個別銘柄への投資を推奨するものではありません。

過去の運用実績は必ずしも将来の運用成果等を保証するものではありません。

本資料は法務、会計、税務上のアドバイスあるいは投資推奨等を行うために作成されたものではありません。

当社による事前承諾なしに、本資料の一部または全部を複製することは堅くお断り致します。

本資料内で取り上げられた資産クラス、個別セクター等はあくまで例示目的であり、推奨ならびにこれらにかかる将来性を明示・暗示的に示唆するものではありません。

“Prudential”、“PGIM”、それぞれのロゴおよびロック・シンボルは、プルデンシャル・ファイナンシャル・インクおよびその関連会社のサービスマークであり、多数の国・地域で登録されています。

PGIMジャパン株式会社は、世界最大級の金融サービス機関プルデンシャル・ファイナンシャルの一員であり、英国プルデンシャル社とはなんら関係がありません。

PGIMジャパン株式会社
金融商品取引業者関東財務局長（金商）第392
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

PGIMJP 96384



THE PURSUIT OF OUTPERFORMANCE™