



2022年の振り返りと2023年の見方

RBCグローバル株式チーム

2022年10-12月期に開催した当社のグローバル株式投資家デーでは、興味深い1年を振り返り、今後の見通しを顧客と共有する絶好の機会となりました。シニア・ポートフォリオ・マネジャーのジェレミー・リチャードソンによる考察をお伝えします。

1年前を振り返ってみて、あなたとチームにとっての懸念材料はどのようなものでしたか。

今となっては想像するのも難しいですが、オミクロン型の潜在的な脅威を主に心配していました。オミクロン型は、それまでに流行した型よりもはるかに少ない入院患者数で済むことが確認され、パンデミックの脅威が後退しました。これは、市場にとって重要なターニングポイントとなりました。

2022年の初めには、株式市場は強い反転を示しました。パンデミックにより総需要が抑制されたものの、総供給も抑制され、サプライチェーンと在庫管理における混乱が生じました。オミクロン型の脅威が去ると、総需要は増加したものの、サプライチェーンの回復は遅れ、インフレ圧力へと繋がりました。このような背景により、金融株やエネルギー株が高いパフォーマンスを示し、また、消費財や公益事業などのディフェンシブセクターも、それなりに高いパフォーマンスを示しました¹。

昨年2月24日にロシアによるウクライナへの侵攻が大きな出来事となりました。投資の観点から、どのように考察していますか。

ロシアによる侵攻は、パンデミックには無い大きな影響をもたらしました。もちろん、パンデミックの影響は過小評価されるべきではありませんが、一般的にウイルスは時間の経過と共に毒性が小さくなることから、「一過性」のエピソードと考えることもできるでしょう。しかし、欧州での戦争は、投資環境に「システムの変化」をもたらしました。私たちは、アクティブ・マネジャーとして、この変化の恩恵を享受できるように取り組んでいます。企業は常に変化し続け、産業も変化していますが、一般的にその頻度やペースは緩慢なものです。社会的、法的、経済的なシステムはほとんど変化しないからです。しかし、今回の侵攻は、稀に見る大きなシステムの変化を引き起こしました。

この変化は、私たちの産業に対する見方や各企業の競争力を見直すきっかけとなりました。特に、以下2つのポイントについて考察しました。

- 1. 食料とエネルギーの混乱：**ウクライナからの穀物輸出の停止とロシアの天然ガスの供給問題は、食料とエネルギー価格の上昇へとつながりました。このインフレは最終的に金利上昇の要因となり、非裁量的な支出と、特に所得分布の下層にある家計を圧迫することとなりました。
- 2. サプライチェーン：**この混乱による物理的な影響によって、複雑でないサプライチェーンを持つ「シンプルな」ビジネスが競争力を持つことになると考えられます。例えば、広告会社や、研究開発をメインとするビジネスモデルは、複雑な部品とサプライチェーンを持つ自動車メーカーほどの悪影響を被ることは無いでしょう。

¹ 出所: RBCグローバル株式チーム、ブルームバーグ

他にどのようなことが、金融市場に影響を与えたのでしょうか。

昨年の夏の初めには、インフレ率の上昇は「一過性」であり、金利が上昇しても景気後退を招くレベルではなく、米国経済はソフト・ランディングするというのが一般的な見解でした。このような環境はグローバル株式の投資家にとって前向きなものでしたが、残念ながら長続きはしませんでした。インフレ圧力は依然として根強く、中央銀行の発言はよりタカ派的になり、インフレが落ち着くまで利上げを継続する展開となりました。

2022年末から2023年初にかけて、市場参加者は「守りの姿勢」を続けています。多くの投資家にとって、現在の状況は1981年、または2001年の景気後退と似ています。1981年の景気後退は深刻で、経済が構造的な変化を遂げました。一方、2001年の景気後退は短く、浅く、長期的な影響は少ないものでした。興味深いことに、この認識は地域によって異なっているのです。欧州の状況は1981年を彷彿とさせ、消費者は既に行動を変化させています。一方、米国では、投資家が2001年に近い状況と見る傾向があります。

ここ数年にわたる市場の大きな変動から得られた重要なポイントは何でしょうか。

・**パンデミックという循環**：パンデミック時には、実店舗からeコマースへのシフトなど、元々あった構造的なトレンドが加速し、ニュー・ノーマルへの転換をもたらすという見方がありました。金融市場は当初、この構造的な成長の前倒しの恩恵を受けられるビジネスモデルを好んでいました。しかし、新型コロナウイルスの拡大が収まるにつれ、従来型のビジネスモデルが、再度浮上してきました。そのため、投資家の見方は「急速な変化」や「一方的な変化」というよりは、むしろ「二歩進んで、一歩下がる」や、「二歩進んで、二歩下がる」といったものにさえなっています。実際に、パンデミックは、開始、ピーク、下降という一つのサイクルを形成しました。

・**エネルギー**：ロシアのウクライナ侵攻後のエネルギー価格の高騰を背景にして、各地域ごとに生産が可能で、柔軟で、一般的に安価といった特徴のある再生可能エネルギーの必要性がさらに高まりました。しかし、再生可能エネルギーへの移行が大きく加速することはなく、移行をめぐる政府や地域団体の政策も驚くほど不十分なままです。

・**労働市場**：一般的にパンデミックの時期には、現場で作業を行う労働者や、代替の効かないエッセンシャルワーカーよりも、知識集約型の職務に就く従業員の自由度が高い状況にありました。米国のデータによると、接客業や娯楽産業に対する雇用が最も悪化し、一方で、専門職やビジネス・サービス分野の雇用は比較的良好な状況となりました²。従業員は仕事の質に基づいて、特定の産業で働くことを選択するようになり、優れた柔軟性のある雇用主は採用面で大きな優位性を持つようになりました。

・**価格決定力**：インフレが起きている環境では、収益性を守るために価格を上げる能力を持つことがますます重要になり、特に、価格上昇と販売量のトレードオフの関係をうまく管理することが求められます。高い競争力を持つ企業は、強い価格決定力を持つでしょう。例えば、ブランドや顧客サービスといった形で強力な無形資産を有することで、そうした強みのある消費財メーカーは、販売量にマイナスの影響を与えることなく値上げを行うことができるのです。

・**堅固なサプライチェーン**：最近では、フォードなど複数の企業が、サプライチェーンの問題と部品の不足を理由に、大幅な利益警告を発表しました。サプライチェーンの問題が市場の重石となり、それは中国のゼロコロナ政策によってさらに悪化しました。しかし、企業は、再調達や二重の調達体制によって対応し、重要な部品を1つのサプライヤーに依存しないようにしています。これはコストがかかるものの、リスクを低減し、ビジネスの可視性を高める効果をもたらしています。

最後に、波乱の時を経て、今後に対してどのような見方をしていますか。

現在のマクロ経済が主導する市場環境は、不確実性とコンセンサスの欠如によって形成されています。企業のファンダメンタルズから焦点がそれるため、銘柄選択の有効性が低下しています。コンセンサスが、よりはっきりと形成されれば、銘柄選択によるアルファの追求が効果的な環境となるでしょう。

しかし、株式投資の観点から離れれば、優れたビジネスは依然として好調であり、競争優位性が価値創造につながっています。優れた企業を特定するための私たちのフレームワークは、引き続き有効と言えます。例として、2008年の世界的な金融危機の後の数年間を考えてみましょう。この時期にも市場の混乱が生じました。2009年から2010年にかけては、マクロ経済が投資環境に大きな影響を与えたため、銘柄選択によるリターンは控えめでした。しかし、重要なのは、アルファが消滅したのではなく、企業の中にアルファが潜在しており、マクロ経済に関するコンセンサスが再び形成された時に現れるアルファの種がまかれているということです。

長期的には、グローバル化、エネルギー安全保障、気候変動、人口動態の変化などによる、インフレとデフレのせめぎ合いによって、株式市場はパンデミック前の正常な状態には戻らないのかもしれませんが、私たちは、強い競争力を持つ優れた企業が、変化から生じる機会を活用し、株主と顧客ために価値を提供し続けることができると考えています。

² 米国労働統計局、RBC GAM

ディスクレマー

当資料は、RBC Global Asset Managementの一部であるRBC Global Asset Management (UK) Limitedによって提供された情報を元に、RBC Global Asset Managementの関連会社であるブルーベイ・アセット・マネジメント・インターナショナル・リミテッドが編集したものです。当資料は受領者への情報提供のみを目的としています。当資料の全部または一部を複製することはできません。また、RBC Global Asset Managementの同意なしに他人に配布することもできません。当資料は、証券またはその他の金融商品の売買または投資戦略への参加の申し出を勧誘するものではなく、税務または法律上の助言として解釈されるべきではありません。ここに記載されているすべての製品、サービス、または投資がすべての法域で利用できるわけではなく、地域の規制および法的要件により、一部は限定的にのみ利用できます。

過去の実績は将来の結果を示すものではありません。このレポートに含まれる情報は、RBC Global Asset Managementおよび/またはその関連会社によって、信頼できると思われる情報源から編集されていますが、その正確性、完全性、または正確性について、明示または黙示を問わず、表明または保証は行われません。すべての投資で、投資額の全部または一部が失われるリスクがあります。

この資料には、RBC Global Asset Managementの現在の意見が含まれており、特定のセキュリティ、戦略、または投資商品の推奨を意図したものではなく、またそのように解釈されるべきではありません。特に明記されていない限り、ここに記載されているすべての情報と意見は、このドキュメントの日付時点のものです。ここに記載されているすべての情報および意見は、予告なしに変更される場合があります。

RBC Global Asset Management (RBC GAM) は、カナダロイヤル銀行 (RBC) のアセットマネジメント部門であり、RBCグローバルアセットマネジメント (US) Inc. (RBC GAM-US)、RBC Global Asset Management Inc、RBC Global Asset Managementが含まれます。(UK) Limited、BlueBay Asset Management LLP、BlueBay Asset Management USA LLC、およびRBC Global Asset Management (Asia) Limitedは、別個ですが、関連する企業体です。

RBC Global Asset Management (UK) Limitedは、金融行動監視機構によって認可および規制されています。

®/™ Trademark(s) of Royal Bank of Canada.



RBC BlueBay
Asset Management