



グローバル投資環境見通し

2008年とは異なる環境



はじめに



スティーブン・ドーバー、CFA
フランクリン・テンブルトン・インス
ティテュート
チーフ・マーケット・ストラテジスト

古来「3月15日には気をつける」と言われていますが、全くそのとおりです。ここ数年資本市場では3月に様々な出来事が起きており、そのたびに投資家は、文字通りまたは比喩的な意味のシェルターを求めて右往左往しました。2020年3月には、新型コロナウイルスの感染拡大に伴って世界各地でロックダウン（都市封鎖）が実施されました。2022年3月にはロシアのウクライナ侵攻が大きな注目を集め、今年3月には米国のシリコンバレー銀行（SVB）が経営破綻に追い込まれました。ここ数週間において、私は何十人もの投資マネージャー、お客様、調査部の研究員、および同僚と意見交換を行いました。今回の「グローバル投資環境見通し」では、私が意見交換した中で最も重要と考えられる意見や論点についてご紹介します。このレポートが、今起きていることや今後の投資機会について理解を深める一助となれば幸いです。

- **今起きていることは2008年の世界金融危機（GFC）の再来ではありません。** 今回の銀行危機は2008年の時と比べると危機の規模が非常に小さく、金融システム全体を脅かすようなシステムック・リスクではありません。実際に、銀行の全体的な資産の質や自己資本比率は当時と比べて大幅に改善しています。銀行が業務遂行に必要な資金に即座にアクセスできるよう、世界各国の中央銀行は協調して資金供給を行っています。シリコンバレー銀行が破綻したのは、信用不安によって預金者が一斉に預金を引き揚げたことや、銀行が保有する長期資産（主に米国債）の価値が金利上昇で低下したことによるものと考えられます。
- **銀行システムに対する監視と規制はさらに強化されると考えられます。** 特に地方銀行に対する監視が強化される可能性があります。我々は地方銀行の中にもまだ投資機会があると見ていますが、地方銀行全体に投資するのではなく、各地方銀行についてケースバイケースで投資価値を評価する必要があると考えています。
- **地方銀行から引き出された預金はマネー・マーケット・ファンドに流入しています。** お客様は高い投資リターンを求めており、地方銀行から多くの預金が出し、その多くがマネー・マーケット・ファンドに流入しており、3月には2,860億米ドルの資金流入がありました。これにより、マネー・マーケット・ファンドの残高は過去最高を記録しました¹。米連邦預金保険公社（FDIC）によると、大手銀行も恩恵を受けており、大手25行への資金流入は1,200億米ドル増加しました²。
- **こうした中で、どのような資産に投資するのが最も有利なのでしょう？** 我々は債券や高配当株などのインカム資産に投資機会があると見ています。一般的に投資適格債やソブリン債を選好しており、新興国の現地通貨建て債券の見通しも良好であると考えています。中国で経済活動が再開されたことや、欧州経済が予想よりも好調であることを踏まえると、米国以外の株式も魅力的であると考えています。
- **プライベート・クレジットも恩恵を受ける可能性があります。** 米国の地方銀行の相次ぐ経営破綻を受け、これらの地方銀行における現在のローンの一部をプライベート・クレジットが肩代わりする可能性があります。現在の市場の混乱により、プライベート・デット市場では世界金融危機以降で最も魅力的な投資機会が提供される可能性があると考えられます。

運用チームの知見や見通しの詳細については、本文をご参照ください。

信頼感の危機

2023年第1四半期は、楽観的な見方と悲観的な見方が交錯する不安定な相場展開が続きました。米国の経済成長が好調となる一方で、インフレ指標が鈍化したことや、中国の経済活動再開が世界経済の押し上げ要因になると期待されたことなどを背景に、米連邦準備制度理事会（FRB）の金融政策の見通しが急激に変化し、これに伴って市場心理も大きく揺れ動きました。最近では、米国や欧州における金融不安への懸念が注目されています。さらに、コスト上昇により企業業績が圧迫されていることも懸念材料となっています。

銀行が相次いで経営破綻したことは重大な問題です。シリコンバレー銀行の破綻やクレディ・スイスの信用不安は、経営上の問題によるところが大きいと考えられますが、システムリスクは個別企業のケースから始まり、深刻な問題に発展する場合があります。今回の銀行の経営破綻は不良債権が原因ではありません。しかし、仮に大規模な預金流出が再び発生し、資金確保のために銀行が保有証券の売却を迫られ、結果として多額の損失を被った場合、そうした銀行は危機に直面する可能性は大いにあります。その一方で、米国や欧州の金融当局は世界金融危機以降、銀行のビジネスモデルのリスクを軽減するために様々な措置を講じてきました。したがって、今回の銀行の破綻劇がシステムリスクに発展する可能性は現時点で低いと考えられます。以下のセクションでは、現在の銀行セクターの混乱が2008年の世界金融危機の時とは異なる理由について詳細に説明し、政策当局の措置についても考察を行います。

3月半ばには、各国金融当局が迅速に流動性供給措置を講じたため、混乱は緩和されました。しかし、銀行システムが抱える根本的な問題が解決されたわけではありません。米国のジャネット・イエレン財務長官は3月22日、上院小委員会の公聴会に出席し、全面的な預金保険を提供することは検討していないと述べました。したがって、仮に他の銀行で信用不安が高まれば、預金の取り付け騒ぎが再び発生する可能性があります。一方、FRBが利上げを継続している中

で、銀行から預金が流出し、利回りの高いマネー・マーケット・ファンド（MMF）に資金が流入するリスクが高まっています。銀行の負債である預金が減少すれば、銀行による信用供与が抑制され、景気の押し下げ要因となる恐れがあります。

ジェローム・パウエルFRB議長は米連邦公開市場委員会（FOMC）後に記者会見を行い、米国の銀行セクターの混乱により、銀行貸出の減少、個人消費の鈍化、および経済成長の減速が懸念されると述べました³。これは、米国の中堅・中小企業への貸出の大部分を担う地方銀行で特に顕著になる可能性があります。これにより、FRBは利上げに対して慎重な姿勢を強める可能性があり、間接金融（銀行）から直接金融（プライベート・クレジットなど）への移行がさらに進む可能性もあります。こうしたディスインターミディエーション（銀行の金融仲介機能の低下）により、我々が2023年のテーマの1つとしている「経済成長のデカップリング」が加速する可能性があります。例えば、中国ではゼロコロナ政策の解除により経済活動が再開されており、金融緩和や財政出動が行われているため、中国経済のデカップリングが進む可能性があります。

クレディ・スイスは買収されましたが、欧州の銀行は厳しい規制環境の下で運営されているため、銀行セクターの混乱による欧州経済への影響は比較的軽微にとどまる可能性があります。また、欧州の金利は米国よりも低いため、銀行からの預金流出や、金利上昇に伴う債券の含み損などは、それほど大きな問題とはなっていません。欧州中央銀行（ECB）は3月の金融政策理事会で0.5%の利上げを行い、銀行セクターが混乱する中でも、インフレ抑制を優先する姿勢を示しました。これを受け、金融市場には安堵感が広がりました。

アジアでは、各国中央銀行は流動性ストレスを緩和するため、景気に配慮した緩和的な金融政策を実施する可能性があ

3月半ばには、各国金融当局が迅速に流動性供給措置を講じたため、混乱が抑えられました。しかし、銀行システムが抱える根本的な問題は依然として解決されていません。米国のジャネット・イエレン財務長官は3月22日、上院小委員会の公聴会に出席し、全面的な預金保険を提供することは検討していないと述べました。したがって、仮に他の銀行で信用不安が高まれば、預金の取り付け騒ぎが再び発生する可能性があります。

ります。ロシアがウクライナ侵攻を開始して以降、FRBが金融引き締めを継続している中でも、アジアの多くの銀行は十分な資本バッファーを確保しており、適正なレバレッジ水準を維持しています。

各国の経済成長に差がある中で、我々は以下のような投資機会に注目しています。

インカム収入を重視

ボラティリティの高い局面では、定期的なキャッシュフローを確保することにより、投資リターンを安定させることができます。債券投資において利回りはリターンの大部分を占めており、現在の金利水準を踏まえると、将来的に魅力的なトータルリターンを獲得できると考えています。

我々は信用力の高い債券に注目しており、投資適格債やソブリン債を選好しています。市場コンセンサスによると、2023年には米国の経済成長が日本、中国、およびその他多くの新興国市場を下回ると予想されているため、新興国の現地通貨建て債券の見通しも良好であると考えられます。また、ユーロ圏の経済は大方の予想よりも好調であり、これにより信用ファンダメンタルズが堅調に推移する可能性があるため、欧州にも投資機会があると考えられます。

2023年の債券市場における最大の投資機会の1つは、米国債のイールドカーブのフラット化、およびスティープ化を想定したポジションを構築することです。イールドカーブの正常化を想定したポジションを取るとは時期尚早であると考えられますが、現在の逆イールドが解消されれば、投資戦略に大きな影響が及ぶ可能性があると考えられます。

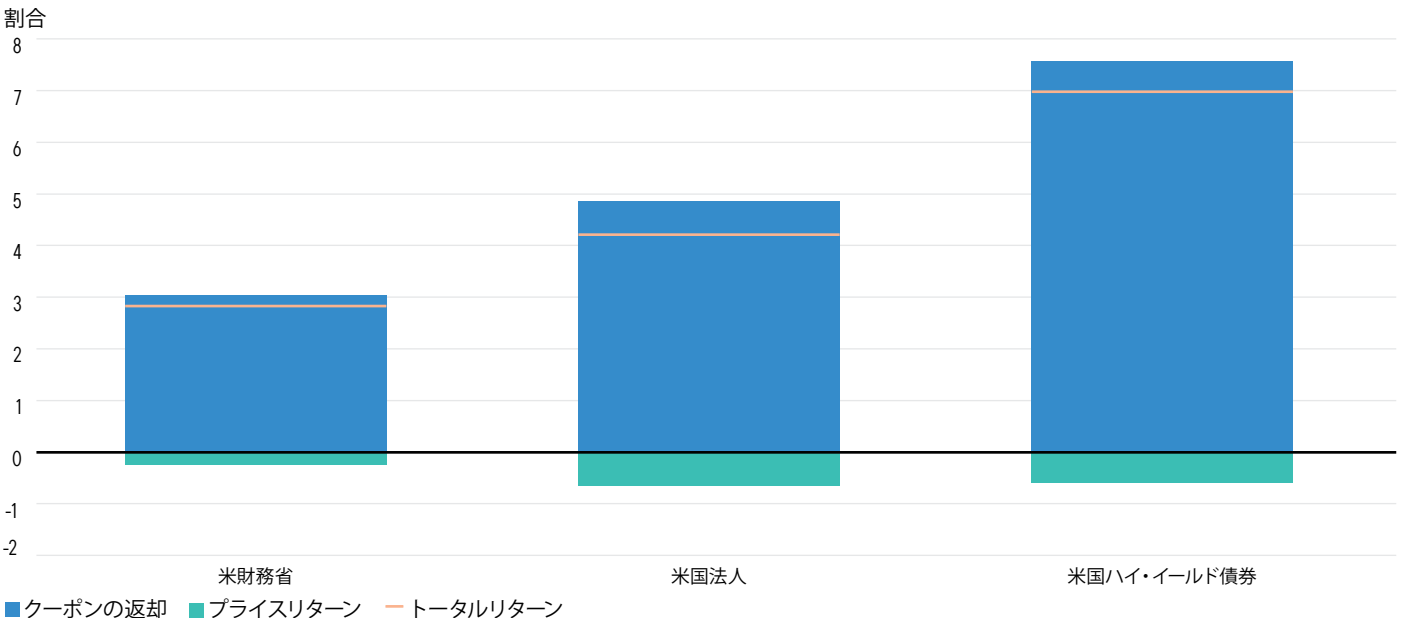
イールドカーブがどのように正常化するかが重要なポイントとなります。深刻かつ長期にわたる景気後退を懸念して、その結果として短期金利の低下幅が長期金利の低下幅よりも大きくなった場合、イールドカーブの正常化は、株式市場とクレジット市場の大幅な下落につながる可能性が高くなります。その一方で、景気拡大が続く中でインフレが沈静化し（景気のソフトランディング）、その結果としてイールドカーブが正常化した場合、企業業績が改善し、株式市場とクレジット市場は上昇する可能性があると考えられます。例えば、1962年以降で、インフレがピークアウトしてから12ヵ月間の市場の動きを見ると、米国債は平均14%のリターン、S&P 500指数は平均10%のリターンを生み出しています⁴。

イールドカーブの正常化が、上記の2つの要因のうちのどちらによるものなのかを見極めることが重要となります。ただし、現在のところ株式ではバーベル戦略を採用しており、

債券のリターンは利回りに大きく左右される

図表1: 債券リターンの内訳 (過去20年間の年率リターン)

2003年4月1日～2023年3月31日



出所: ICE BofA, 2023年3月31日現在のフランクリン・テンプレトン・インスティテュートの分析。米国債はICE BofA米国債インデックス、米国社債はICE BofA米国社債インデックス、米国ハイ・イールド債はICE BofA米国ハイ・イールド債インデックス。インデックスは運用されているものではなく、また、特定のインデックスに直接投資することはできません。報酬、経費、販売手数料は含みません。過去のパフォーマンスは将来の結果を示唆または保証するものではありません。

米国株式は10年以上にわたり好調に推移してきましたが、2023年にはこのトレンドが反転し、米国以外の株式の魅力が高まる可能性があります。その理由としては、中国がゼロコロナ政策を解除し、経済活動を再開させていることや、中国人民銀行が金融緩和を行い、3月に市中銀行の預金準備率を引き下げたことなどが挙げられます。

中国の経済活動再開による恩恵を受ける可能性のある国、地域、およびセクターに多く配分する一方で、米国の優良株や高配当株のポジションも保有しています。

インフレが高止まりしている局面では、配当からのリターンが重要となります。例えば、2000年～2020年の期間においてインフレ率が2.5%を上回っていた時には、MSCI米国高配当利回りインデックスはMSCI米国インデックスを11.5%アウトパフォームしていました⁵。FRBの利上げ局面においても同様の傾向が見られ、MSCI米国高配当利回りインデックスは78%の確率でMSCI米国インデックスよりも高いリターンを生み出していました⁶。

さらに、金融市場が混乱している時期には、高配当株に投資することで安定したリターンを獲得することができません。例えば、1970年代～1980年代に高インフレ・高金利が続いていた時期は株式にとって厳しい投資環境でしたが、高配当株インデックスは市場平均をアウトパフォームしました。2001年にITバブルが崩壊した時も同じであり、高配当株インデックスはITセクターの比率が低かったため、市場平均をアウトパフォームしました。また、2008年に世界金融危機が起きた時も、投資家が安定したインカム収入を求めたため、高配当株インデックスは市場平均をアウトパフォームしました。

セクター配分や国別配分を調整し、クオリティを引き上げる

米国株式は10年以上にわたり好調に推移してきましたが、2023年にはこのトレンドが反転し、米国以外の株式の魅力が高まる可能性があります。その理由の一つとしては、中国がゼロコロナ政策を解除し、経済活動を再開させていることや、中国人民銀行が金融緩和姿勢を強め、3月に市中銀行の預金準備率を引き下げたことなどが挙げられます。もう一つの理由は、欧州経済の回復力（レジリエンス）が高いことです。ロシアのウクライナ侵攻により、欧州は厳しい状況に直面しましたが、様々な課題に対して柔軟かつ迅速な対応が行われています。

こうした中で、多くの投資機会が提供されています。米国以外の株式市場（中国、新興国市場、および欧州）は、米国よりも割安なバリュエーションで取引されています。中国の経済活動再開が本格化し、経済成長や企業業績の見通しが改善すれば、米国以外の株式市場で絶対・相対バリュエーションが上昇し、高いパフォーマンスが期待できる可能性があります。

最後に、我々は引き続き長期トレンドに注目しています。インフレの高騰や金利の上昇によって市場が混乱した結果、長期的な成長が期待できる分野（例えば、バイオテクノロジー、代替エネルギー、またはデジタル・エコシステムなど）において魅力的な投資機会が提供されています。

有望な投資機会を見出す

以上をまとめると、2023年には投資機会を厳選することが重要になると考えられます。経済成長率、マクロ政策、および市場のバリュエーションなどは国によって異なるため、今後1年間は国によって投資成果に差が出ると考えられます。我々の見立てでは、信用力の高い債券や配当利回りの高い株式に投資することが有利になる可能性があります。株式については、世界各国の投資機会を検討し、特に新興国市場に注目する方針です。最近の市場の混乱により、プライベート・エクイティ、プライベート・クレジット、および商業用不動産などの分野にも魅力的な投資機会が存在しています。将来の成長が期待できる産業に注目し、相場が下落したタイミングでこれらに投資することが有効な戦略であると考えられます。

債券

3月に起こった銀行破綻により市場が混乱する中で、金利見直しにも影響が及びました。投資家にとって大きな疑問は、各国中央銀行が方向転換を行い、インフレ抑制に向けた利上げを停止し、実際に利下げに転じるほど事態が深刻であるかどうかです。ウエスタン・アセット・マネジメントのライアン・ブリスト、マイケル・ブキャナン、およびアナベル・ルドベックや、フランクリン・テンプレートン債券グループのソナル・デサイおよびデビッド・ザーン、フランクリン・インカム・インベスターズのエド・パークスが、今回の銀行破綻の債券市場への影響や、市場のミスプライシングがもたらす投資機会について議論します。

2008年は繰り返さない

マイケル・ブキャナン、CFA

ウエスタン・アセット・マネジメント

副最高投資責任者 (Deputy CIO)

ライアン・ブリスト、CFA

ウエスタン・アセット・マネジメント

投資適格債券責任者、ポートフォリオマネージャー

アナベル・ルドベック

ウエスタン・アセット・マネジメント

非米国社債責任者

スティーブン：マイケル、それでは始めましょう。多くの投資家が、足元の銀行の問題を2008年の世界金融危機と比較しています。これは適正な比較なのでしょうか？

マイケル：我々が目の当たりにしている銀行の問題と、世界金融危機は区別する必要があると思います。2008年に起こったことはまさに支払い能力や資産の問題でした。2008年には、銀行は非常に大きな負債を抱え、過少資本の状態にありました。銀行は2008年、サブプライム住宅ローンと法人向け融資の両方において大量の不良債権を抱えていました。過少資本の状態の中で大量の不良債権を抱えたことで、全面的な危機に突入し、世界経済が突然停止状態に陥りました。ご存じの通り、大規模なシステムック・リスクを回避するため、政府の介入が必要でした。現在の銀行資産の質を見る限り、健全であり、不良債権は最小限にとどまっています。実際に規制当局による厳しい監視や継続的なストレステストが実施され、銀行はこれらをクリアする必要があったことにより、銀行の自己資本比率は大幅に改善しました。一方、我々が実際に目の当たりにしている状況は、銀行に対する信頼の危機であると思います。

重要な問題は、今回の信用不安がノンバンクによる経済システムにどのように伝播する可能性があるかです。多くの問題は、銀行を監視している規制当局による短期的な対応（預金保護の拡大など）に左右されると思われます。積極的かつ迅速にコミュニケーションを行い、預金者や投資家を安心させる必要があると思います。そうすれば、銀行の「危機」と称する事態は自然に収まるでしょう。

ライアン：ここ10年間にわたり、銀行は十分な資本を保有していると私は述べてきました。実際に、銀行の資本は現在、世界金融危機時と比較して十分な水準となっています。しかし、十分な資本を保有しているからと言って、銀行への取り付け騒ぎを阻止できるわけではありません。仮に銀行システムの混乱を鎮めることができれば、今回の事態がこれまでの危機とは異なっていることを我々は学ぶと思います。おそらく、より多くの銀行が破綻することになると考えられますが、米国の銀行システムは概ね安全であると思います。今回の事態を損失の観点から見た場合、2008年と比較して今回の状況は大きく異なっています。

スティーブン：アナベル、シリコンバレー銀行 (SVB) とクレディ・スイスを線引きすることは可能ですか？

アナベル：クレディ・スイスはかなり長期にわたり問題を抱えており、昨年10月に発表した大規模な戦略的アップデートでは、事業の抜本的な見直しを図る必要があることを反映していました。しかし、これは時間を要するものでした。クレディ・スイスに起こったことは、預金流出をめぐる懸念が高まり始め、信用不安が広がったことです。クレディ・スイスは非常に健全な資本や、明確な計画を有しており、流動性のカバレッジは良好のように見えたが、市場は神経質となり、素早い動きを見せました。シリコンバレー銀行の破綻がなければ、預金流出の懸念が高まる可能性は低かったように思われます。クレディ・スイスの流動性状況は、シリコンバレー銀行のように疑問視されることはなかったと思われます。クレディ・スイスのケースは、信用不安の連鎖によるものだと思います。また、すべての銀行が現在、それほど脆弱ではないように見えますが、より厳しい監視の目にさらされるようになったと思います。

スティーブン：今回の銀行の問題は、経済見直しや金融政策に対してどのような影響がありますか？

マイケル：米国の景気後退の可能性が高まったと思います。ただし、深刻な景気後退に陥る可能性が極端に高いとは思いませんが、ソフトランディングとマイルドな景気後退の間が妥当な見通しのように思われます。

“私が担当している市場では、資金流出の懸念がない金融以外の大手優良企業については、評価可能な資産の分析からは、恩恵を受けると考えられます。また、米国の大手銀行はおそらく時間の経過とともに、同様に価格決定力を発揮することになると思われますが、その過程では、多くの規制上の問題が発生すると考えられます。”

アナベル・ルドベック

アナベル：各国中央銀行は、物価の安定と金融の安定という2つの課題を抱えています。物価の安定は最も重要な使命である一方、現時点ではインフレと経済指標の両方の方向性について議論する必要があると思います。しかし、ひとつだけ言えるのは、最近の銀行業界の混乱が、雇用などの面で実体経済に影響を及ぼしているということです。

スティーブン：また、規制への影響はどうですか？

アナベル：米国では規制が変更されると思います。規制当局が中小の銀行を厳しくチェックするようになるでしょう。規制当局が発表した預金保護は興味深いことです。システミック・リスクを回避するためには、小規模な銀行の破綻を見逃すわけにはいきません。

米国の地方銀行は、欧州の小規模な国内銀行とやや似ているところがあります。ただし、欧州では、小規模な銀行に対する規制はすでに米国の小規模な銀行に対する規制よりも厳しくなっています。また、欧州の銀行は、保護される預金の割合が高くなっており、国境を越えて預金流出が生じる可能性は低いと思われま

す。もちろん、シリコンバレー銀行の問題は、ベンチャーキャピタル/プライベート・エクイティ/テクノロジーという別の欧州と米国の大きな違いにも焦点を当てており、この分野では時代とともに銀行ニーズが大きく変化しており、おそらく今後も変化が続くと考えられます。この分野は、今後ある程度の圧力を感じる分野の1つであると言えます。その中でも特に暗号通貨の分野は大きな圧力を受けると考えられます。

私が担当している市場では、資金流出の懸念がない金融以外の大手優良企業については、評価可能な資産の分析からは、恩恵を受けると考えられます。また、米国の大手銀行はおそらく時間の経過とともに、同様に価格決定力を発揮することになると思われますが、その過程では、多くの規制上の問題が発生すると考えられます。また、プライベート市場では、主に資産を時価評価しないため、今回のボラティリティにより、今後はある種の動揺が広がることも推測されます。

スティーブン：今回の事態を投資の視点からどのように見えていますか？

マイケル：昨年は、債券資産クラス全体にとって非常に厳しい年でした。プラスの副産物は、利回りが上昇し、スプレッドが拡大したことです。とは言うものの、単に利回りが高いからと言って、このことが必ずしも債券を購入するタイミングであることを意味しているわけではありません。投資家は、バリュエーションとファンダメンタルズが交差する点を見極める必要があります。まずファンダメンタルズを調査し、次にセクターに焦点を絞ります。先進国市場の社債には非常に投資妙味があると思いますが、一般には、より質の高い銘柄を好みます。

格付けの高い社債（投資適格債またはハイイールド債）を選好することで、景気後退に伴って生じる恐れのある大きなドロダウンを回避することができるとともに、依然として魅力的な潜在的リターンを獲得できると思います。警戒すべき分野はストラクチャード・クレジット・セクターです。

ライアン：米国債は、債券市場への投資においてすべての基礎を成すものです。米国債はリスクフリー資産と受け止められており、私たちはあらゆるものを米国債を基準に価格を決めています。シリコンバレー銀行破綻の報道の直後に、米国債のイールドカーブの短期ゾーンの利回りは60ベース・ポイント（bps）低下し、市場は短期的な問題が存在していたことを米連邦準備制度理事会（FRB）に語り掛けようとしていました。イールドカーブが大きく逆転しており、ビジネススクールで学んだように、イールドカーブの逆転は景気後退が間近に迫っていることを示す最も決定的な兆候です。

つまり、投資家として我々が抱く疑問は、いつ資金を資産に投入すべきか、ということです。

スティーブン：我々の議論を通じて、いくつかのことが分かってきました。まず、貴方は今年、債券に対して強気であり、クオリティを重視しているということですね。しかし、積極的に情報を共有し、クオリティの中でも、それが何であるかを数値で表す必要があります。

“**米国の銀行は現在、シリコンバレー銀行破綻のニュースが流れた時よりもはるかに堅固になっています。投資家は時間をかけて今回の事態を調べるべきであり、そうすればいくつかの価値ある状況が存在していることが分かり、その過程において投資機会の面で取り上げることが可能ないくつかの事柄（資本構成の下位に関係する）があるかもしれません。**”

ライアン・プリスト

ライアン：社債の世界では、利回り全体の中のスプレッド部分だけに注目しています。誰かが側頭部を叩いて、「債券ポートフォリオ・マネージャーよ、オールイン利回りに注意を払え」と言ったとしたら、この18ヵ月では、それは適切な指摘であったと言えます。高格付けの投資適格債から成るポートフォリオにとって6%の利回りはかなり高い利回りです。貴方がポートフォリオに組み入れようとしている企業は、多くのシナリオにおいても非常に安全で、時価総額の大きい多国籍企業であり、こうした企業を選択することは非常に適切な出発点であると言えます。

米国の銀行は現在、シリコンバレー銀行破綻のニュースが流れた時よりもはるかに堅固になっています。当社の最高投資責任者（CIO）であるケン・リーチはいつも、「価格に注目しろ」と言っています。投資家は時間をかけて今回の事態を調べるべきであり、そうすればいくつかの価値ある状況が存在していることが分かり、その過程において投資機会の面で取り上げることが可能ないくつかの事柄（資本構成の下位に関係する）があるかもしれません。今回の事態には必ず反動があるはずですが、ボラティリティが高まった場合に備え、アンテナを高くし、投資機会を模索すべきです。

スティーブン：アナベル、米国および欧州のバリュエーションに関して、どのように考えていますか？

アナベル：実際、今回の銀行破綻が起こる前に、私は米国の銀行が非常に魅力的であると考えていました。今でも大手銀行は魅力的であると思っていますが、それは銘柄によって大きく異なります。大手銀行の中でもばらつきが大きくなると思っています。

市場におけるミスプライシングにより生じる投資機会

ソナル・デサイ、Ph.D.

フランクリン・テンブルトン債券グループ

最高投資責任者（CIO）

デビッド・ザーン、CFA、FRM

フランクリン・テンブルトン債券グループ

最高投資責任者（CIO）

スティーブン：実際のところ、ここ50年程の間でシステミック・ショックはそれほど起きていません。今回の事態はシステミック・ショックだったのですか？これがシステミック・ショックであったならば、実際に何が起こったのですか？

ソナル：私はマクロ・エコノミストであり、私の立場から見ると、シリコンバレー銀行のケースはむしろ特殊なように見えました。つまり、預金の90%以上は保護されておらず、このことは標準的ではないように思われ、預金基盤は異常に集中しており、主にテクノロジー企業の預金で構成されています。シリコンバレー銀行の資産は長期の米国債と政府機関債エージェンシー債に大きく偏っており、シリコンバレー銀行は金利上昇リスクのヘッジを怠っていました。シリコンバレー銀行は、最高リスク管理責任者（CRO）が8ヵ月間も不在の時期がありました。したがって、シリコンバレー銀行は、システミックに影響を及ぼすにはあまりにも特殊なケースのように思われます。

しかし、残念なことに、シリコンバレー銀行の破綻により、市場が非常に不安定な状況となりました。このように市場が不安定となっている一方で、インフレが高止まりし、賃金が依然として堅調な伸びを示しているため、FRBは難しい政策運営を迫られています。こうした市場の混乱により、銀行が与信を抑制した場合、FRBが金融引き締めを継続する必要性は薄れるかもしれませんが、インフレが高止まりしていることを考えると、市場はFRBの利下げをかなり先走って価格に織り込んでいると考えます。

これを述べるのは躊躇しますが、誰かが言わなければならないと思います。このことは、FRB自身が生み出している問題です。英国で見られたことと同様に、現在の状況は、政策金利を非常に長期にわたり異常に低い水準で据え置いたことによる直接の結果であると言えます。超低金利により、銀行や個人は賢明というよりも、おそらくリスクの高い意思決定を行っています。また、規制当局は銀行に対して国債に大きく投資することを強く推奨してきました。

スティーブン：「潮が引いて初めて誰が裸で泳いでいたのかが分かる」というウォーレン・バフェットの有名な言葉があります。資産バブルにより、今回の事態が生じていますが、パニックに陥るべきではないことを強調したいと思います。実際に、今回のパニックによってミスプライシングが生じているかもしれません。

“今回は2008年とは異なります。今回の事態は銀行というものが創設されて以降、最も古典的な理由によるものです。率直に言って、FRBはそのため設立されたのです。そもそも銀行とは、短期で調達した資金を長期に貸し出す事業であると言えます。”

ソナル・デザイ

ソナル：現在、市場に織り込まれていることは非常に悲惨なシナリオですが、俯瞰的にみれば、この現実はそのほど悪くないことを述べておきたいと思います。今回のパニックによりミスプライスが生じており、興味深い投資機会も示していると思います。市場がFRBの利下げを極端に織り込んでいるため、債券はミスプライスされていると思います。また、こうした状況の中で、非常に格付けの高い一部の社債もファンダメンタルズでは正当化されない形で一時的に下落する恐れがあります。

デビッド：市場は、潜在敵な問題を抱えている銀行に関わっているセクターを探し回っており、この問題にどのように対処するかを模索しています。また、興味深いことは、例えば銀行を支援するために流動性ファシリティを提供するなど、各国中央銀行がこの問題にどのように対処するかです。米国やスイスでは、流動性ファシリティを提供しており、すべての中央銀行がこうした状況にどのように対処するかという点でお互いに話し合っていると思います。しかし、各国中央銀行が突然の利下げに踏み切るとは予想していません。各国中央銀行は依然としてインフレ抑制に努めており、このことが取り組む必要のある最も重要な問題です。

“欧州中央銀行（ECB）は、インフレを目標値まで引き下げるために利上げを継続する可能性が高いため、我々はデュレーションを短くしたいと思います。ECBは過度の金融引き締めを行う可能性があり、この場合には債券において大きな投資機会が生じると見込まれます。”

デビット・ザーン

スティーブン：今回の事態は米国内だけの問題ではありません。シリコンバレー銀行は、規模は比較的小さいものの、影響力の強いオフィスを中国、欧州、およびインドに構えていました。また、シリコンバレー銀行は世界中の起業家に對する投資家でもありました。懸念材料または投資機会に関して、どのように考えていますか？

ソナル：現時点では真のシステム・リスクが生じているような状況を確認していません。

今回は2008年とは異なります。今回の事態は、銀行というものが創設されて以降、最も古典的な理由による取り付け騒ぎです。率直に言って、FRBはそのため設立されたのです。そもそも銀行とは、短期で調達した資金を長期に貸し出す事業であると言えます。シリコンバレー銀行はあまりにも急激かつ急速に成長した過ぎません。

スティーブン：デビッド、最近の銀行破綻による規制への影響はどうですか？

デビッド：規制が強化されることは避けられないと思います。規制強化は今後、特に米国において生じる可能性が高いと思われる。米国がこれら経営危機に陥った金融機関の預金を基本的に全額保護した方法は、実に興味深いです。この措置は欧州のアプローチと非常に似通っています。この観点からすると、米国における規制強化は、欧州に準じたものになる可能性があると思います。もうひとつ、企業にとって大きな関心事は、「現金はどこにあるのか」という点です。銀行にお金を預け過ぎていたため、多くの人々が窮地に追い込まれましたが、ある種の「免罪符」を手に入れたため、現在ではキャッシュを動かすことができるようになりました。今後は、銀行や短期のファンドやマネー・マーケット商品などに分散して投資することに関心が集まると予想しています。今後、このような集中的なエクスポージャーを持たないようにするため、現金をどのように分散させるかを模索すると思います。

スティーブン：とはいえ、欧州の観点からすると、ボラティリティが高まれば、投資機会が生じる可能性があります。

デビッド：全体として見ると、今後もボラティリティの高い状況が続くと思いますが、欧州の銀行システムのファンダメンタルズは非常に健全であり、銀行は十分な資本を有しています。また、欧州は銀行中心の経済であり、米国のように資本市場により仲介機能が排除されているということはありません。しかし、小規模の銀行に投資するよりも、格付けの高い全国規模の大手銀行に投資することが賢明であると思います。

欧州中央銀行（ECB）は、インフレを目標値まで引き下げるために利上げを継続する可能性が高いため、デュレーションを短くしたいと思います。ECBは過度の金融引き締めを行う可能性があり、この場合には債券において大きな投資機会が生じると見込まれます。銀行セクターには確かに投資妙味のある銘柄が存在していますが、資本財・サービ

ス・セクターや、グリーン債券/サステナビリティ債券など銀行セクター以外の分野に目を向けることも価値があると思います。投資家は今後、特に分散されたポートフォリオ内で社債およびソブリン債のグリーン債券やソーシャル債券を保有することによる恩恵を受ける可能性があると思います。

スティーブン：ソナル、銀行預金とマネー・マーケット・ファンドの違いについて説明してください。

ソナル：銀行預金とマネー・マーケット・ファンドには基本的な違いがあります。このことが、小口の預金者が銀行から預金を引き出している理由の一部となっています。FRBが利上げを継続している中で、マネー・マーケット・ファンドは現在、銀行預金よりも高い利回りを提供しています。投資家は、マネー・マーケット・ファンドの投資先に関して透明性の高い情報を持っています。マネー・マーケット・ファンドの投資先は通常、イールドカーブの短期ゾーンでデュレーションが非常に短く、格付けの高い資産となっています。銀行預金の場合、預金者はそれほど高い透明性を有していません。伝統的な小口預金システムにおいて、米国では、預金は最大25万米ドルまで保護されている一方で、銀行が投資方法を判断する責任を負っており、シリコンバレー銀行の場合、米10年国債やそれよりも長期の住宅ローン担保証券に投資していたため、デュレーションにミスマッチが生じた可能性があります。しかし、このこと自体は問題ではありません。銀行の通常のビジネスモデルでは、短期で資金調達を行い、長期の貸出しを行うことで事業が成り立っています。問題は、銀行のデュレーション・エクスポージャーの大きさであり、金利上昇局面でデュレーション・エクスポージャーがヘッジされているか否かが問題となります。イールドカーブが逆転している中で、単純に短期の金利がより魅力的になっており、マネー・マーケット・ファンドの投資先についてはより透明性が高く、通常では格付けが高く、デュレーションが短く、厳格な規制を受けている資産であるため、シリコンバレー銀行が破綻したことを受け、人々は銀行預金からマネー・マーケット・ファンドに資金を移しています。

スティーブン：各国中央銀行にとって、これらすべてはどのような意味合いがあるのでしょうか？

デビッド：ECBはインフレ目標を重視しており、インフレ（特にコアインフレ）は依然として問題であるため、前述した通りECBは利上げを継続すると思います。また、インフレが高止まりしていることや、雇用市場が堅調に推移していることを踏まえると、FRBも利上げを続けたいと考えていると思います。我々は、銀行システムでこれまでに起きたことにより、米国のマクロ経済にそれほど大きな影響が及ぶとは見ていません。

FRBとECBは今後も利上げを継続する可能性がありますが、おそらくターミナルレート（利上げの上限）は以前より低

くとなると見込まれます。しかし、全体としては、両中央銀行とも金融引き締めを継続すると見込まれる中で、このことが重要なカギになると思います。一方でもし、我々の見方が間違っているとしたら、両中央銀行が過度の金融引き締めを行うことで、深刻な景気後退に陥り、リスク資産が下落し、投資家は国債だけを保有したいと思うことになるでしょう。

依然として債券に注目

エド・パークス、CFA

フランクリン・インカム・インベスターズ

最高投資責任者（CIO）

スティーブン：2023年第2四半期に向けて株式、債券、およびオルタナティブの間でどのように配分を変更するつもりですか？

エド：2023年の残りの期間の金利やインフレの動向が、資産配分を決定する主な要因となります。市場はFRBの利上げ局面の終了を織り込み始め、金利上昇の動きはほぼ終わった可能性が高いと考えています。ここ数週間において銀行破綻が生じたことから、FRBによる利上げのペースと規模が銀行のバランスシートに大きなストレスを与えてきたことが明らかになりました。したがって、特に、金融引き締めや、厳しさを増す経済環境が遅行性をもって影響し、実際のファンダメンタルズが悪化した場合、FRBは今後の舵取りを行う上で大きな不透明感に直面すると見込まれます。我々はこの1年ですでに債券に大きくシフトしており、2022年

“我々はこの1年ですでに債券に大きくシフトしており、2022年にアウトパフォームした株式セクター（医薬品、生活必需品、および公益事業など）において利益を確定しました。株価が債券利回りと比較して割高な水準で推移した場合、債券へのシフトを続ける可能性があります。株式よりも債券を選好する中で、債券と株式の比率が60/40を超えているため、そのペースはゆっくりとしたものになるでしょう。配分比率の変更は市場動向に左右されると考えられます。”

エド・パークス

にアウトパフォームした株式セクター（医薬品、生活必需品、および公益事業など）において利益を確定しました。株価が債券利回りと比較して割高な水準で推移した場合、債券へのシフトを続ける可能性があります。株式よりも債券を選好する中で、債券と株式の比率が60/40を超えているため、そのペースはゆっくりとしたものになるでしょう。配分比率の変更は市場動向に左右されると考えられます。投資適格社債の利回りが再び6%に向かえば、株式、株価連動債、ハイイールド債、または米国債のいずれかを売却し、投資適格社債へのエクスポージャーをより速いペースで増やすこともあります。

スティーブン：インカム収入の観点から検討していることはありますか？

エド：金利が上昇し、スプレッドが拡大したことにより、債券全体にわたり利回り獲得の機会が大幅に拡大しているため、トータルリターンの中では今後数年間においては利回りははるかに重要な要素となります。これは12~18カ月前とは全く異なるシナリオです。当時は株式に代わる選択肢がなく、投資家はすべての資産クラスにわたり必死に利回りを追求することを余儀なくされていました。利回りを必死に探し求めた時期は終わり、利回りの上昇やスプレッドの拡大に伴い、リスク・リターンの観点から債券投資家は十分に報われる状況にあります。

トータルリターン、インカム収入、リスク管理の観点から望ましい資産クラスとして投資適格債に注目しています。前向きな経済シナリオでは、金利の低下やスプレッドの縮小に伴い、これらの資産は非常に好調なパフォーマンスを達成する可能性があるとも考えています。1年前は優良債券の利回りは魅力に乏しく、トータルリターンの見通しも振るわず、債券は分散投資の機能を果たしていませんでした。足元では同じ資産が株式を上回るトータルリターンを達成する可能性があり、株式との正の相関関係も崩れ、債券を通じて株式市場のボラティリティを打ち消すことも可能になると考えられます。

米国債の利回りが我々の必要とするインカム収入の基準をクリアするまで時間がかかりましたが、市場環境の変化も米国債市場の選択肢を広げました。10年物の米国債利回りが2%前後では投資妙味は感じませんでしたが、デュレーションを拡大し、4%の利回りを確保することはインカム収入の観点から極めて魅力的なアプローチとなっています。

したがって、最近ではボラティリティが高まりましたが、市場環境が安定化し、FRBがインフレ抑制の姿勢を維持している中で、第2四半期およびそれ以降においても、米国債は引き続き我々の戦略の中核を成す可能性が高いと思われます。

スティーブン：2023年の残りの期間における債券の投資機会と懸念材料についてお聞かせください。

エド：債券セクターの中では投資適格社債を最も選好していますが、企業収益に大きな悪影響がない限り、ハイイールド債市場は多くの投資家が考えている以上に底堅く推移する可能性があります。大半のハイイールド債は今後、借り換えの必要がなく、2023年に景気後退入りし、相場が多少下落したとしても過度に懸念する必要はありません。このため、投資家は投資に値するほど十分にスプレッドが拡大しているかどうかには注目していますが、我々は過去15年見たこともないような水準まで上昇している現在の利回りに投資機会は存在するとみています。現時点では、利回りはリスクに対して十分な対価を提供していると考えており、米ドルの下落により、この機会はより魅力的なものになっています。ただし、ハイイールド債に対して前向きな見方をしているものの、厳しい経済環境見通しを踏まえると、ハイイールド債については銘柄を厳選することが重要であると引き続き考えています。

景気後退が懸念される中で、過剰な債務を抱え、これらの債務の借り換えが必要な企業に業績悪化圧力がかかる恐れがありますが、我々は借り換えのソリューションに関して、すでに投資している上場企業に対して支援を行う上で十分なリソースを有しています。一方、中小企業向けのプライベート市場を投資対象にする可能性は低くなっています。というのは、足元で公開市場の投資機会は極めて魅力的であり、プライベート投資の非流動性プレミアムの見返りも十分ではないからです。

株式：

「The ides of March（3月15日には気をつける）」の予言が、2008年の世界金融危機以降で最大の銀行破綻により、金融銘柄からの資金逃避が生じたため、株式市場を襲いました。しかし、クリアブリッジのスコット・グラッサーや、フランクリン・エクイティ・グループのダン・ナックルズが述べたように、多くの投資家が代わりにテクノロジー・セクターに資金を振り向けたことで、市場全般は底堅く推移しました。

景気後退の可能性と投資機会の再評価

スコット・グラッサー

クリアブリッジ・インベストメンツ

最高投資責任者（CIO）、ポートフォリオ・マネージャー

スティーブン：スコット、最近の銀行セクターで起こったことを踏まえると、経済見直しにはどのような変化が生じたのでしょうか？

スコット:何度でも繰り返し述べたいことは、銀行セクターで今起きていることは、2008年の世界金融危機と同じであると絶対に思っているということ。今後、銀行貸出が全般的に抑制され、流動性が逼迫すると予想するのは自然であると思います。足元での流動性の逼迫や、長期的なインフレ期待の低下ははっきりとしており、これによってFRBは政策目標の達成に向けて柔軟な舵取りを行うことができると言えます。

その一方で、市場は米国が非常にマイルドな景気後退に陥ることを想定していましたが、そのシナリオは現在、再評価されていると思います。こうした状況の中で、貸し手は融資に対してやや慎重になり、審査を厳格に行う可能性があることから、今後の見通しが悪化の方向に傾いているのは確かです。また、借り手もより慎重になり、消費者もおそらく支出に関してやや慎重になると見込まれます。そのため、全体的な景気見直しは、2ヵ月前と比べてやや悪化しています。経済全般から見ればこのような影響が生じる可能性があると思います。

スティーブン：とはいえ、米国の株式市場はかなり底堅く推移していますね。

スコット:市場はかなり大きな反応を示していますが、大型のテクノロジー銘柄が米国市場の時価総額の大きな部分を占めており、こうした銘柄が持ちこたえているため、投資

家は市場の大きな反応をあまり認識していません。先週あたりからテクノロジー・セクターは「安全な」逃避先と受け止められており、その結果、こうした状況がなかった場合と比較して市場平均は堅調に推移しているように思われます。しかし、水面下では、小型株や景気循環株、あるいはエネルギー・セクターや資本財・サービスなどのセクターに目を向けると、楽観的とは言えません。実際に、市場全体の強さを測定するテクニカル分析では著しい悪化を示しています。したがって、私はかなり悲観的に見えています。

私の見通しは多くの場合、マクロ経済の予測と市場のテクニカル分析の両方に基づいています。市場のテクニカル分析は、レントゲン写真のようなものであり、外見は健康そうに見えても、体の中はそうとは限りません。投資家は先行きに不安を感じ、市場は穏やかな景気後退ではなく、より深刻な景気後退に陥る可能性が高いことを価格に織り込み始めています。とは言うものの、非常に短期的な視点で市場を見ると、市場は売られすぎであると思われる。市場には多くの悪材料が織り込まれていることから、相場の底値からはかなり上昇する可能性があります。

スティーブン：今後、米国の景気後退が予想されるという市場の見方に同意しますか？

スコット:私の市場見通しは悪化方向に傾いています。FRBは、第二次世界大戦後で最も緩和的な政策から大規模な金融引き締め政策へと大きく舵を切っており、我々はそうした移行が困難なものになることを分かっていました。第一段階では、フェデラルファンド金利とディスカウント・レートが引き上げられました。株式やその他の長期資産はその影響をまともに受けたため、大規模な投資指標の圧縮（マルチプル・コンプレッション）が見られました。マルチプル・コンプレッションの80%~90%はすでに起こっていると考えられます。第二段階は、流動性が逼迫し、金融政策が引き締められたことによる影響であり、これが金融資産にどのような影響をもたらすかということです。最終的に、それが景気後退につながると考えられます。これがおそらく最も予測されていることであり、過去30年に経験した中で最も動きの遅い景気後退と思われる。あたかもスーパー・スローモーションで成り行きをみているような感じです。

しかし、私が過小評価していたのは、新型コロナウイルスの感染拡大に伴って実施された景気刺激策のかなりの金額が金融システム内にまだ残っており、これが多くの点で流動性状況の逼迫を依然として和らげていることです。

金融政策の効果が实体经济に波及するにはタイムラグがあるため、実際にはまだ効力を発揮していません。政策金利を0%から5%まで引き上げたことによる十分な効果は見られません。しかし、その効果はやがて現れると考えています。市場のコンセンサスでは、マイルドな景気後退が予想されていましたが、コンセンサスは間違っていることが多くあります。このことは、景気後退に陥ることはない、またはより深刻な景気後退に陥る場合もあることを意味します。現在、今回の銀行危機により、もう少し大きな景気後退に向かっている可能性があります。1から10のスケールで、10を最も深刻な景気後退とすると、市場は2を予想している一方で、我々は4に向かっていると考えています。2001年～2003年を振り返ってみると、この時期には膨大な流動性が過剰な投機を引き起こし、セクターおよびサブ・セクターのバリュエーションは極端に割高になりました。この期間には、マイルドな景気後退に陥りました。今日の状況は多くの面でこの当時は思い出させます。割高なバリュエーションや極端な状況は当時ほど悪くはないものの、これらは確かに存在しており、特定の資産クラスにおける極端な状況に気づくのは、事後多くの時間が経過してからです。

S&P500の収益率が15%というのは高すぎると思います。深刻な景気後退がなく、また顕著な弱気相場も見られませんが、投資家の立場からは割安になった銘柄を探したいと思っています。さらに一步退いて見ると、今後消費者がどのように行動するか、また利益を決定づける企業の利益率が実際にどうなるかが重要なカギになると考えられます。

スティーブン：現在、株式市場のどこに投資機会があり、どこに懸念材料があるのでしょうか？

スコット：我々が提唱していることは、バランスの取れたポートフォリオを構築することであり、グロース株だけでなく、バリュエーションが割高な株だけでなく、全体としてある程度バランスの取れたポートフォリオです。すなわち、どちらかに極端に偏ることは避けたいと思っています。急速に成長しているグロース株は依然として割高なバリュエーションとなっています。高ベータ銘柄よりも低ベータ銘柄を 선호します⁸。また、少なくとも現在のような先行き不透明な時期には、低格付け銘柄よりも高格付け銘柄を好み、小型株よりも大型株を好みします。

セクター別では、Facebook（フェイスブック）、Amazon（アマゾン）、Apple（アップル）、Netflix（ネットフリックス）、Alphabet's Google（アルファベット傘下のグーグル）（FAANG銘柄）など、いくつかの大型テクノロジー銘柄のリターンに、多くの人が驚いていると思います。このパフォーマンスの一部は、最近の銀行セクターの混乱の中で、これらのテクノロジー銘柄が安全な逃避先と受け止められたことによるものです。また、こうした動きの一部は、テクノロジー企業が積極的なコスト削減を進めていることも反映しています。これらの銘柄が今後も相場を主導すると思います。景気循環銘柄では、深刻な景気後退に陥

“株式ポートフォリオでは、バランスを保つことを重視しています。最近において、「TINA（他の選択肢はない）」と呼ばれる株式投資以外に投資の選択肢がない投資環境についてディスカッションしましたが、そのような時期は終わったと考えています。”

スコット・グラッサー

らない限り、資本財・サービスセクターを 선호します。ディフェンシブ銘柄では、バリュエーションが割高な株により注目しており、全体としてヘルスケア銘柄を依然として好みします。最後に、金融セクターでは、これまで述べてきたように、現時点において金融業界で起こっていることの多くは、必ずしも信用に関する問題ではありません。銀行業界は今後3～5年間に於いて、信用の問題よりも業績に問題が生じると見られます。見境なく売られた地方銀行の中には、短期的に反発する銘柄もあると思います。長期的に見ると、このような環境では、銀行よりも証券取引所を好みします。株式投資においては、バランスを保つことを重視しています。最近において、「TINA（他の選択肢はない）」と呼ばれる株式投資以外に投資の選択肢がない投資環境についてディスカッションしましたが、そのような時期は終わったと考えています。

シリコンバレー銀行（SVB）破綻後の金融セクターの検証

ダン・ナックルズ、CFA、CPA

フランクリン株式グループ

リサーチアナリスト（銀行・金融セクター）

スティーブン：ダン、銀行セクターを担当する株式アナリストとして、現在の状況をどのように見えていますか？

ダン：理屈上で考えると、次の問題は、たとえ政府が金融機関の預金は安全であるという保証を与えたとしても、それが（必要に応じて）実施されるかどうかだと思います。可能性のある解決策の1つには、すべての預金を全額保護することが挙げられます。そうすれば、金融システムに対する信頼性が最も高まると思います。

また、米連邦預金保険公社（FDIC）がさらに多くの銀行を管理下に置いたり、銀行がその他の銀行を買収したりすることが増えると思います。FRBは業界内での競争を望んでおり、特に大手銀行がより強大になることに否定的なため、私は買収の動きは望ましい結果とは考えていません。

政府が資本注入の面であり極端なことをすると、政治的な軋轢を生む可能性があります。しかし、政策当局は、銀行システムをある程度安定させるために、さまざまな解決策を検討することになると思います。

ちなみに、金利の低下により、これらの銀行のポートフォリオで保有する有価証券の含み損の規模が縮小し、バランスシートのリスク特性が低下し、含み損が十分に縮小すれば、実際に金融システムが安定する可能性があります。つまり、これは市場主導による解決策になり得ると思います。

スティーブン：では、その他にどのようなことを懸念する必要がありますか？

ダン：シリコンバレー銀行と最も似通った銀行、つまり預金保護の対象となっていない預金を多く抱えている銀行や、資産と負債にミスマッチがある銀行、資産のデレションがはるかに長い銀行などについては懸念する必要があると思います。預金がどの程度保護されているかについての違いは、その銀行の顧客主体が法人か個人かということに大きく関係しています。シリコンバレー銀行は法人向け銀行でした。シリコンバレー銀行の顧客は、大部分がテクノロジー企業であったため、平均して非常に多額の預金残高を有していました。もう一つは、パンデミックの期間に預金残高がわずかに数年で3倍以上に増大していたことです。つまり、シリコンバレー銀行に大量の預金が流入し、それを有効に運用する必要がありました。そのため、金利が非常に低かった時期に、シリコンバレー銀行は証券ポートフォリオを急拡大させました。シリコンバレー銀行は非常に特殊な状況下であり、おそらくその時期に最も成長した銀行であったと言えます。その他の銀行も同様の問題は抱えています。シリコンバレー銀行ほどではありません。

預金の全額保護が発表されたことを受けて、預金は安全だという信頼感が市場に十分に浸透し、他行に信用不安が伝播することはないと期待しています。確かにシリコンバレー銀行は極端なケースであったと思います。こうした信用不安が生じると、その他の銀行、特に大半が預金保護の対象となっていない預金で占められ、長期の資産を大量に保有している銀行に波及しやすいと言えます。長期の資産の多くは有価証券ではなく、銀行融資であるため、証券の買い取り施策はあまり役に立ちません。こうした貸出の例を挙げれば、固定金利の住宅ローンで、期間が長く、利回りは2%程度といったものでした。資金調達コストが大幅に上昇していることから、結局はこれらの融資案件を抱えることで問題が大きくなっています。なぜなら、それらの貸出は救済対象でなく、また、これらの貸出には流動性がないためです。

スティーブン：証券会社への影響についてコメントをお願いします。

ダン：証券会社については、いくつかの異なる力学が働いています。その中の一つは、証券会社が現金預金を仲介することです。また、現金預金に懸念が生じた場合、証券会社は現金預金をマネー・マーケット・ファンドに投入することができます。それが問題の一つです。もう一つの問題は、証券会社が多額の有価証券ポートフォリオを保有しており、そのポートフォリオが含み損を抱えることで、銀行と似たような状況になる場合があることです。もっとも、証券会社も通常はバッファとしてキャッシュを保有しているため、損失を相殺することができます。

もう一つ重要なことは、預金保護の対象となっている預金が非常に高水準となっている傾向があることです。したがって、現時点では潜在的な投資機会があるものの、基本的に含み損や、預金保護対象の預金水準に対する懸念から、その他の銀行セクターと同様に扱われているように思われます。

スティーブン：我々が注目していないことで、注目すべき点と、そして潜在的な投資機会はどこにあるのでしょうか？

ダン：特にこれらの問題に関連して、別の懸念材料があるかどうかについてはよくわかりません。確かに、金利がさらに上昇し続ければ、それにより問題が悪化する可能性があります。その場合には、人々は預金を移し、投資ポートフォリオの損失は拡大するでしょう。それが注目すべき点の一つと言えます。それと同様に注目すべき点としては、銀行セクターに対する長期的な影響が挙げられ、そこにはマイナスの影響がいくつか存在しています。地方銀行にとって、規制の負担がこれまでよりも増す可能性があるため、地方銀行はこれまでとは異なる措置を講ずる必要があり、このことが収益に影響を及ぼすこととなります。例えば、流動性を確保するためデレションの短い有価証券の保有を増やす必要がある場合、これまでより利回りが低下します。また、預金が大手の銀行に移されていくという動きも想定されます。

しばらくはそういう動きが生じる恐れがあります。しかし、先ほど投資機会についての質問がありましたが、これまで高格付けの大手地方銀行や、大手商業銀行が堅調な一方で、中小の地方銀行が大幅に下落しています。実際に広範囲にわたり売られていることから、こうした状況が投資家にとって投資機会を生み出している可能性があると思います。

数週間前には、銀行セクターに対して比較的慎重な見方をしていましたが、このような投資機会の一部を再検討する機会が存在していると思います。

プライベート市場

今回の銀行の混乱により、株式市場や債券市場に明らかに影響が及びました。しかし、プライベート市場についてはどうでしょうか？足元のように大きく混乱した環境下において、プライベート市場はどのように対応しているのでしょうか。そこで先ず、ジェームズ・クロスと話をしました。フランクリン・エクイティ・グループのプライベート・エクイティ投資部門の共同責任者として、ジェームズはシリコンバレー銀行の破綻全般にわたりベンチャーキャピタル（VC）の顧客と電話で話をしました。また、ベネフィット・ストリート・パートナーズの社長であるリッチ・バーン氏に、シリコンバレーのスタートアップ企業に対するプライベート・レンディングが増加する可能性があるかどうか、プライベート・クレジットの見通しについて聞いてみました。対談の締めくくりに、クラリオン・パートナーズの最高投資責任者（CIO）であるジェブ・ベルフォードが、新型コロナウイルスのパンデミックにより商業用オフィス・セクターにどのような変化が生じたかを説明します。

危険なクレジット環境下におけるアップサイドの投資機会

ジェームズ・クロス、CFA
フランクリン株式グループ
プライベート投資共同責任者

スティーブン：シリコンバレー銀行の破綻を受け、ベンチャーキャピタルに支援されている中小企業がどうなるのかが注目されています。現在の状況からみた今後見通しをお聞かせください。

ジェームズ：我々は2022年のほとんどの期間において、ベンチャーキャピタル市場が正常な状態に戻る最終段階にあると楽観視していました。それ以前の2020～2021年には、バリュエーションは非常に高水準にありました。ベンチャーキャピタルに支援されている多くの企業が過剰な資金提供を受けていたのは、ベンチャー投資家が通常的环境下でのマイルストーンの達成をそれらの企業に求めることを止めたためであると考えられます。スタートアップ企業は通常、販売可能な製品を発売するか、あるいは多くの顧客を獲得するといった特定のマイルストーンを達成するために

十分なベンチャーキャピタルを調達します。ベンチャー企業は通常、より多くの資金を得る前にこれらのマイルストーンを超える必要がありました。そういう意味では、ベンチャーキャピタル業界は非常に漸進的でした。しかし、2020年のベンチャーキャピタル市場は、非常に緩慢で内容が薄いものに終わってしまいました。ベンチャーキャピタル会社はマイルストーンを見て見ぬふりをして3年分の事業資金を提供しました。これは明らかに不健全であり、実際にベンチャーキャピタル会社の業績はそれほど良好ではありません。したがって、スタートアップ企業に関しては、通常の価格水準に戻ることで、ベンチャーキャピタルの見通しはかなり改善されると考えられます。過剰に支払う必要がなくなり、それについては歓迎すべき事態と考えています。

2023年に入り、我々は通常の状態に戻るのには時間の問題であり、今年の下半期には業界再編が起こる可能性があると考えました。ティア3やティア4のスタートアップ企業の多くはすでに問題を抱えていました。これらのスタートアップ企業は資金不足に陥り、新たな資金を調達しようとしませんが、前回のバリュエーション・ラウンドに近い水準では新規資金を入手できないことに気づくことになる我々は考えました。加えて、こうした動きは最長で2年かかると予想していました。しかし、シリコンバレー銀行の破綻により、数週間から数ヶ月で正常な状態に戻る可能性があります。

スティーブン：こうした動きは随分加速しているように見受けられます。これはすべてシリコンバレー銀行の破綻によるものなのでしょうか？

ジェームズ：多くのスタートアップ企業は、資金計画の中にデット・ファイナンスを組み入れています。我々のようなベンチャーキャピタルの担当者のほとんどは、シリコンバレー銀行がこのベンチャーデット市場の約50%を占めていることを知っていました。同時に、トップクラスのスタートアップ企業を救済したいと考えていたかもしれない多くのリミテッド・パートナー（LP）もシリコンバレー銀行に預金していました。これはつまり、シリコンバレー銀行なしでトップクラスのスタートアップ企業に資金を提供するためのつながりを構築することができなかったことを意味します。このことは、シリコンバレーのエコシステムがどれほどタイトであったかを示しており、これはちょっと

“これらのスタートアップ企業は資金不足に陥り、新たな資金を調達しようとしませんが、前回のバリュエーション・ラウンドに近い水準では新規資金を入手できないことに気づくことになる我々は考えました。加えて、こうした動きは最長で2年かかると予想していました。しかし、シリコンバレー銀行の破綻により、数週間から数ヶ月で正常な状態に戻る可能性があります。

ジェームズ・クロス

した閉じたループであると言えます。シリコンバレー銀行で取り付け騒ぎが起きたことは、多くのベンチャー・キャピタル（VC）がこのエコシステムの弱さを知っていたことが一因であったと思います。ベンチャーキャピタルは、状況が悪化する前にシリコンバレー銀行から預金を引き出そうとしていました。私は株式投資家なので、このことを債券サイドに話すことができませんが、ベンチャーキャピタルはリスクを排除しようとしていたので、その対応は合理的だったと思います。通常ではベンチャーキャピタルがリスクを回避するとは思われませんが、ベンチャーキャピタルはそれを行っていたのだと思います。

スティーブン：ここからどのような展開になると思いますか？

ジェームズ：今は、より正常な環境に戻りつつあるため、実はこの先の道筋についてはかなり楽観的になっています。すべての企業と連絡を取り合い、すぐに状況を評価しました。2023年をさらに詳しく見ると、ソフトウェア企業への投資を敬遠する傾向がやや見えつつあります。従来、エンタープライズ・ソフトウェア企業は、ベンチャーキャピタル・エコシステムの中で最も高いリターンを提供していました。成長性があり、堅実な経常収益により、優れた利益率を達成していました。しかし、多くの企業の最高財務責任者（CFO）は、ここ18ヵ月間においてソフトウェアに対する支出を控えてきました。そのため、ベンチャーキャピタルの同業他社は、あまり馴染みのない他のセクターにも目を向け始めています。

危険なクレジット環境下におけるアップサイドの投資機会

リッチ・バーン

ベネフィット・ストリート・パートナーズ
社長

スティーブン：最近の銀行セクターの動揺は、2008年とは全く異なっているものですが、世界金融危機により、プライベート・デット市場が活性化されたことは知られています。今回の銀行セクターの動揺は、プライベート・クレジットの分野にどのような影響を及ぼしているのでしょうか？

リッチ：私は2つのことが同時に存在しうると思います。1つ目は、これから説明するような理由から、不安定な市場になり、非上場および上場のクレジット市場全体にわたり本当の信用問題が発生することです。しかし同時に、魅力的な投資機会が提供される可能性もあると考えています。これは、世界金融危機以降で最高の投資機会の1つです。我々は、プライベート・クレジットにおいて差が開く局面にあると考えます。綿密に下調べをすれば、リスクを取ることに對して対価が得られますが、失敗すれば大きな損失を被ります。このような環境下では、詳細なクレジット分析に重点を置き、独自のディールを構築するプライベート・クレジット運用会社が有利となる傾向があります。

“**今後、本当に興味深い投資機会を得ることができるのは、新規資金を有する貸し手です。今のところ、プライベート・クレジットに投資する人々の大部分は様子見姿勢を維持しています。それは、これらの投資家が流動性を蓄えているか、またはクローズドエンド型ファンドのように、期限前償還という形で戻ってくる償還代金に基づいてのみ投資が可能な投資ビークルに資金を振り向けているからです。”**

リッチ・バーン

新型コロナウイルスのパンデミック以降、我々は相次ぐ危機に見舞われているような気がします。明らかに、現在の市場の注目点は銀行の「危機」です。しかし、その前には、ロシアのウクライナ侵攻やサプライチェーンの混乱があり、そして今は将来の景気後退懸念があります。これらは、誰もがポートフォリオに対して抱いている懸念材料です。すでにプライベート・クレジットに打撃を与えた大きな要因は金利の上昇です。リスクフリー・レートがほぼゼロから約5%になるような金利上昇は、劇的に異なる市場を生み出します。

これまでのところ、人々は周りを見渡すと、デフォルトが大幅に増加していないことに気づいています。その理由が分かりますか。それは、資本構成において固定金利債務が依然として多くの割合を占めているからで、その多くはヘッジされています。しかし、本当の問題は一般に満期を迎えたときに生じます。過去12~14年間において融資が満期を迎えた際には、優良企業もそうでない企業も同様に、容易に借り換えを行うことが可能でした。市場には資金が溢れており、借り換え市場は非常に堅調であったため、企業は債務を借り換えることで問題を先送りすることができました。

しかし、現在は状況が異なっています。ローンが満期を迎えた時に、単に金利が上昇しているというだけの理由で企業価値が低下するため、用心する必要があります。最も簡単な例えは、集合住宅であると思います。我々は不動産融資を行っているので、これが非常に似ていると考えています。借り入れコストが上昇すると、人々は不動産に対して支払う金額を減らします。したがって、金利が上昇し、キャップレートが上昇すると、不動産価値は低下します。企業についても同じです。これらの企業の多くを所有するスポンサーが資本注入を増やすか、貸し手が資金を回収するか、条項の修正が行われるかどうかについてはすべて未知数です。このような事態を比較的スムーズに乗り越えられるのは、非常に業績の良い企業だけであると考えられます。他の多くの企業は問題に直面すると見込まれます。

今後、本当に興味深い投資機会を得ることができるのは、新規資金を有する貸し手です。今のところ、プライベート・クレジットに投資する人々の大部分は様子見姿勢を維持しています。それは、これらの投資家が流動性を蓄えているか、またはクローズドエンド型ファンドのように、期限前償還という形で戻ってくる償還代金に基づいてのみ投資が可能な投資ビークルに資金を振り向けているからです。また、このような投資は事実上ゼロに近くなっています。したがって、現在は供給が少なく、市場に出てくる新規案件に対する需要も非常に少なくなっています。我々が目にする案件は現在、レバレッジが低く、より優良な企業との取引のみです。現在の環境下で対価を得るには、投資先を厳選し、優良企業に注目する必要があります。

最後に指摘したい点は、以前にはハイイールド市場で10%以上のクーポンが支払われる場合が多くありました。これにより、信用損失に関する判断ミスを相殺することができました。文字通り、ポートフォリオの元本の10%を失っても、リターンがマイナスになることを避けることができます。今ようやくそのような環境に戻りつつあります。このような環境になれば、プライベート・クレジット運用会社は、良い案件を組成し、適切な方法でそれらを組み立て、もちろん適切な投資を行う能力により、自らを差別化することが可能となります。

スティーブン：地方銀行の経営が厳しくなる中で、プライベート・クレジット・マネージャーが新たな貸出機会を得る可能性はありますか。例えば、シリコンバレー銀行が行っていたテクノロジー・セクターのスタートアップ企業に対する融資の一部をプライベート・クレジット会社が担うことができるのでしょうか。

リッチ：いい質問ですね。プライベート・クレジットでは、すでにテクノロジー・セクターへの融資を行う小規模な分野があります。そこでは、アーリーステージにあるソフトウェア・スタートアップ企業にではなく、より成熟したテクノロジーベースの企業への融資を行っています。シリコンバレー銀行は明らかに大きなプレーヤーであり、ベンチャー融資に特化しているごく少数のプライベート・クレジット・マネージャーと並ぶ存在でした。これは非常に特殊な分野で、ベンチャーキャピタルをコアコンピタンスとしていない場合、マネージャーはディールに関して不利な選択を強いられることとなります。なぜかという、

我々が融資を行う際には、キャッシュフローが予測しやすく、フリーキャッシュフロー・コンバージョンが高く、業績が安定している企業を見出すことに努めます。ベンチャー企業の多くはその逆です。ベンチャー企業はキャッシュを消費します。そこでは、長期的なゲームをしているようなものであり、見返りはもっと先になります。これは、債券投資というよりも株式投資のようなものと言えます。我々のビジネス領域ではありませんが、ベンチャーキャピタルに関する専門知識を有する一部のプライベート・レンダーであれば、このギャップを喜んで埋めてくれるのではないかと思います。

しかし、興味深いと思うことは、テクノロジー分野以外への貸し手であったシグネチャー銀行のような銀行に関することです。新たな銀行規制によって、中堅銀行のリスク算定方法が変わるかどうかはまだ分かりません。ご存知のように、プライベート・クレジットは実際に、世界金融危機後の銀行におけるディスインターミディエーション（銀行の金融仲介機能の低下）の動きにより大いに成長しました。銀行は規制強化によって事業が縮小したため、市場開拓に乗り出しました。現在、我々がプライベート・クレジット・デットを検討する際に競合する銀行は中小の銀行のみです。したがって、新たな規制により、中小銀行のリスク特性が変わる限りにおいて、こうしたタイプの融資を行う上での競争は縮小する可能性があります。なお、私がここで話しているのは幅広い産業分野についてのことであり、テクノロジー・セクターに特定した話ではありません。ただし、明らかにテクノロジー・セクターへの融資も変化しています。

新型コロナウイルスのパンデミックが商業用不動産に及ぼす長引く影響

ジェブ・ベルフォード
クラリオン・パートナーズ
最高投資責任者 (CIO)

スティーブン：銀行の混乱が最初に明らかとなったとき、公開市場全体にわたりバリュエーションに対する影響が即座に現れました。もっとも不動産にはそのような価格の値動きは見られませんでした。商業用不動産の今後の懸念及び投資機会について、見解を聞かせてください。

ジェブ：一歩退いて見ると、不動産に見られる課題と投資機会のいくつかは、ここ数週間における銀行セクターの出来事とは関係のない、長期的な要因に由来するものであることを説明したいと思います。

不動産投資は通常、オフィスビル、アパート、産業用倉庫、小売用ショッピングセンターという4つの主要な不動産セクターに集中しています。歴史的に見ると、これらのセクターは常に全く同じパフォーマンスを示してきたわけではありませんが、一定の範囲内で同じ方向に動く傾向がありましたし、不動産セクター間のパフォーマンス格差が大きいまま継続することはほとんどありませんでした。しかし、電子商取引の台頭により、コロナ禍が始まるかなり前に、こうした状況が大きく変わりました。電子商取引の普及により、人々の商品購入方法に大きな構造的変化が生じました。オンラインで商品を購入する人々に商品をお届けするため、倉庫を通過する商品の量は急増したと同時に、歴史的に見て、不動産の供給における最良かつ最も安定したセクターであった小売用ショッピングセンターが苦境に直面しました。その結果、これまで平均的なパフォーマンスにとどまっていた産業用倉庫が、主要な不動産セクターの中で最も高いパフォーマンスとなった一方、小売用ショッピングセンターは最も低いものとなり、さらに重要なこと

“投資家は現在、金利がどの水準に落ち着くのか、その結果、不動産資産の適正価格がどのような水準になるのかを依然として見極めようとしています。このことが、現在この分野において目の当たりにしている大きな議論です。”

ジェブ・ベルフォード

に、そのパフォーマンス格差が非常に大きくなりました。これにより、小売用と産業用の不動産への投資意欲に加え、その方向性についても大きく変化し、この格差は今日も続いています。

さらさらに最近では、コロナ禍により、もう1つの大きな変化が起きました。コロナ禍により、在宅勤務が増える一方で、オフィスでの仕事が減るなど、オフィス・セクターは広範囲にわたる大きな影響を受けています。これにより、テナントが不動産の長期契約に慎重になったことや、オフィスの空室率が上昇したこと、そしてより立地条件の良い物件タイプと比較してオフィスのパフォーマンスが大幅に低下していることなどが生じました。

このように不動産タイプ間のパフォーマンス格差は顕著であり、少なくとも短期的にはこうした状況が継続すると考えられます。また、こうした状況により、ポートフォリオの配分が非常に重要となっています。全体として長期的に堅調なパフォーマンスが期待できる不動産セクターに配分を増やす一方で、長期的な低迷に直面しているセクターを大幅にアンダーウェイトとし、極めて慎重な姿勢で臨みたいと思います。加えて、こうした投資の枠組みを地域や市場についても同様に適用する方針です。

スティーブン：利上げは、運用チームの考え方と整合的ですか。利上げはセクター配分に影響を及ぼしていますか。

ジェブ：もちろんです。我々の業界では、借入コストは必要リターンに非常に大きな影響を与えます。FRBの利上げに伴って生じた金利の変化により、我々の業界は2022年初めから半ばにかけて、久しぶりに借入コストの大幅な上昇に見舞われています。不動産セクター全体の最初反応は、

売上の投資判断を行う前に、取引を一時停止し、経済全体がどの方向に向かっているかを見極めることでした。健全な不動産で、空室率が低く、潤沢なキャッシュフローを生み出し、ローンの満期問題も抱えていない不動産であれば、不動産のオーナーは事態の推移を見守る余裕があります。このような健全なカテゴリーは実際に我々の物件の大部分を占めています。したがって、買い手が慎重となり、売り手は借入コストが再び低下することを期待している中で、金利上昇に対する最も素早い反応としては取引市場が大幅に鈍化したことでした。こうした中で、プライシングの面で貸し手と借り手の間に大きな乖離が生じました。

投資家は現在、金利がどの水準に落ち着くのか、その結果、不動産の適正価格がどのような水準になるのかを依然として見極めようとしています。このことが、現在この分野において目の当たりにしている大きな議論です。方向性が定まり、見通しが明らかになるまで、商業用不動産の取引は、過去において高い水準で取引されていた時期と比べて、比較的落ち着いた状況になる可能性が高いと考えられます。その一方で、多くのロケーションでは健全な状態が続く可能性が高いと思われるものの、一部では厳しい状況を示す兆しも見られます。

ここで大きな問題を抱えている分野の1つであるオフィス・セクターに話を戻します。オフィス・セクターが最終的にどの方向に向かうかに関しては、まだ大きな不透明感が存在しています。全体として、オフィステナントは、幅広い様々なアプローチを採用していますが、平均すると、テナントは占有面積を減らしているため、空室率が上昇しています。より永続的なトレンドが最後にどこに落ち着くかを今ここで述べるのはまだ難しいですが、オフィス・セクター全体としてみると、大幅なマイナス成長となっています。ただし、これは全面的なことではありません。オフィス・セクターの中でもパフォーマンスは様々であり、一般に高品質で新しい資産は多くの場合、高い占有率、堅調な賃貸活動、および賃料の上昇など非常に好調となっています。一方、立地条件の悪い古い資産は、テナントの誘致や維持に関して問題に直面しています。これは一様な話ではないですし、すべての資産を同じ尺度で測定することはできません。

一方、いくつかのセクター（特に産業セクター、幅広い住宅分野、ライフサイエンス、およびトランクルーム分野など）は非常に堅調に推移しており、我々が直面している厳しい経済情勢を乗り切るための態勢を十分に整えているように思われます。

巻末脚注

1. 出所：Masters, B, Harriet C, and K. Duguid. "Money market funds swell by more \$286bn amid deposit flight," *フィナンシャルタイムズ*, 2023年3月26日。
2. 出所：Stone, B. "How You Can Monitor The Severity Of The U.S. Banking Crisis," *フォーブス*, 2023年3月26日。
3. 出所：パウエルFRB議長の記者会見記録, 2023年3月22日。
4. 出所：フランクリン・テンプレット・インスティテュート、S&Pダウ・ジョーンズ・インデックス (SPDJ), 米国財務省、マクロボンドによる分析。インデックスは運用されているものではなく、また、特定のインデックスに直接投資することはできません。報酬、経費、販売手数料は含みません。過去のパフォーマンスは将来の結果を示唆または保証するものではありません。
5. 出所：フランクリン・テンプレット・インスティテュート、MSCIインデックス、マクロボンドによる分析。Notes利上げとは、米国の政策金利が暦年にわたって上昇することを意味します。インフレ率の上昇とは、米国における暦年のインフレ率が2.5%以上であることを意味します。インデックスは運用されているものではなく、また、特定のインデックスに直接投資することはできません。報酬、経費、販売手数料は含みません。過去のパフォーマンスは将来の結果を示唆または保証するものではありません。MSCIは、ここに示されたMSCIデータに関して、いかなる保証も行わず、いかなる責任も負いません。これ以上の再配布や使用は許可されていません。本レポートは、MSCIによって作成または承認されたものではありません。
6. 同上
7. Hayes, D. "SVB, Signature racked some high rate of uninsured deposits," *S&P グローバル*, 2023年3月14日。
8. ベータ (β) は、市場全体と比較した証券やポートフォリオのボラティリティ (またはシステムティックリスク) を示す尺度です。

グローバル投資環境見通しについて グローバル投資環境見通しでは、フランクリン・テンプレトン・インベストメンツ・インスティテュートのストラテジストが市場に関する運用担当者の見解を紹介しています。フランクリン・テンプレトン・インベストメンツ・インスティテュートの使命は、独立した運用グループ、選りすぐりの学会のパートナー、独自のグローバル拠点の様々なノウハウを通じて世界中の顧客や投資家に調査に基づく知見、専門家の見方、業界が主導する出来事を伝えることにあります。

Franklin Templeton Thinksには注目すべき2つの関連する出版物があります。フランクリン・テンプレトン・インベストメント・ソリューションズが作成し、マルチアセットポートフォリオの構築に関するベスト・シンキングを提供するAllocation Viewsと、フランクリン・テンプレトン・インベストメンツ・インスティテュートが作成し、エコノミストが市場を左右する重要なマクロ経済のテーマを分析するMacro Perspectivesです。

寄稿者



マイケル・ブキャナン、CFA
ウエスタン・アセット・マネジ
メント
副最高投資責任者
(Deputy CIO)



ライアン・ブリスト、CFA
ウエスタン・アセット・マネジ
メント
グローバル投資適格債責任者、
ポートフォリオ・マネージャー



アナベル・ルドベック
ウエスタン・アセット・マネジ
メント
非米国社債責任者



ソナル・デサイ、Ph.D.
フランクリン・テンプレトン債
券グループ
最高投資責任者 (CIO)



デビッド・ザーン、CFA、FRM
フランクリン・テンプレトン債
券グループ
欧州債券責任者



エド・パークス、CFA
フランクリン・インカム・インベ
スターズ
最高投資責任者 (CIO)



スコット・グラッサー
クリアブリッジ・インベストメ
ンツ
最高投資責任者 (CIO)、ポート
フォリオ・マネージャー



ダン・ナックルズ、CFA、CPA
フランクリン株式グループ
リサーチ・アナリスト (銀行・金
融セクター)



ジェームズ・クロス、CFA
フランクリン株式グループ
プライベート投資共同責任者



リッチ・バーン
ベネフィット・ストリート・パー
トナーズ
社長



ジェブ・ベルフォード
クラリオン・パートナーズ
最高投資責任者 (CIO)

リスクについて

すべての投資には、元本を割り込む可能性を含むリスクが伴います。ポートフォリオの価値は変動するため、投資元本を割り込み損失を被る場合があります。債券価格は通常金利と逆方向に変動します。そのため、ポートフォリオで保有する債券の価格が金利上昇の影響を受け変動した場合、ポートフォリオの価値は低下する可能性があります。地方債は金利変動に対する感応度が高いことから、地方債ポートフォリオの利回り及び価値は市場状況により変動します。債券格付けや債券発行体、保険者、保証人の信用格付け及び財務内容に変動があった場合、その債券の価値に影響を及ぼす可能性があります。低格付け債への投資にはデフォルト（債務不履行）のリスクと元本の喪失が含まれます。株値は、個別企業、特定の産業、業種、市場環境全体などの影響により急速かつ大幅に変動する場合があります。天然資源セクターへの投資は経済情勢の悪化や規制上の変更など、特有のリスクを伴う場合があります。こうした証券の価格は特に短期的に変動します。グロース株は、企業が利益や収益の予測を達成できない場合、価格が大幅に下落する可能性があり、特に短期間では他の証券よりも価格が変動しやすい場合があります。なかでも、時価総額が中・小規模の企業は経済環境の変化に敏感で、大企業に比べ成長見通しの確実性は劣ります。（歴史的に見て値動きが大きい）情報技術やヘルスケアセクターなど急成長している業界の株式は、商品変更や商品開発のスピードの速さに加え、技術進化を重視する企業を取り巻く規制の変更や新薬及び新しい医療機器に対する規制の承認などの可能性もあることから、特に短期的な変動幅が大きくなる場合があります。

外国証券への投資には、経済の変動、取引慣行の違い、情報入手の困難さ、取引量、為替レートの変動や各国の通貨政策など特定のリスクが伴います。新興市場への投資は同じ要因に関連するリスクが高まります。国債への投資には、発行体政府が当該債務の利払いや元本の償還を行わないリスクを始めとし、一般的に債券や外国証券への投資に関するリスクを伴います。戦略として特定の国、地域、産業、業種、投資形態を対象とする場合、様々な国、地域、産業、業種、投資形態を対象とする戦略に比べ不利な状況に陥った際のリスクは高くなる可能性があります。中国は経済、政治、社会における不安定要因により影響を受ける場合があります。中国の発行体の証券への投資には、法律、規制、政治、経済に係るリスクなど中国特有のリスクが伴います。

不動産証券には不動産価格の下落や経済情勢の悪化および規制上の変更など、特定のリスクが伴います。

オルタナティブ投資戦略への投資は、複雑で投機的な投資であり、大きなリスクを伴うため、完全な投資プログラムとみなすべきではありません。投資する商品によってはオルタナティブ投資は流動性に制限がかかる場合があり、投資金額を全額失っても余裕がある投資家にのみ適しています。主に未公開企業に焦点を当てた投資戦略は、公開企業への投資とは異なり、これらの企業に関する利用可能な情報の不足や一般的な流動性の欠如に対処するなど、一定の課題と増加するリスクを伴います。

未公開企業への投資には、以下のような多くの重大なリスクが伴います：経営資源が限られており、債務証券に基づく債務を履行できない可能性があり、それに伴い担保の価値が低下し、投資に関連して得られた保証を実現する可能性が低下する可能性がある。したがって、これらの人物の1人または複数死亡、障害、辞任または解雇された場合、投資先企業、ひいては投資に重大な悪影響を及ぼす可能性があります。一般に、経営成績が予測しにくく、訴訟の当事者になることがあり、陳腐化のリスクが大きい製品で急速に変化する事業に従事することがあり、事業の支援、拡大資金または競争力の維持に多額の追加資本を必要とすることがあります。

当資料で示されている企業やケーススタディは説明目的として使用されています。フランクリン・templton（「FTI」）の投資助言を受けるポートフォリオによって現在、株式は保有されているか、もしくは保有されていない場合があります。当資料で提供されている情報は特定の証券、戦略もしくは投資商品の推奨または個別の投資助言を行うものではなく、フランクリン・templtonの運用ポートフォリオの売買意志を示すものではありません。

アクティブ運用戦略は、市場、金利、投資妙味、相対価値、流動性、ポートフォリオの特定の保有銘柄に係る上昇の可能性などについての運用担当者の判断に誤りがある場合、損失が生じる可能性があります。運用担当者の投資技術や投資判断が期待通りの結果を達成する保証はありません。

重要事項

当資料は一般的な情報提供のみを目的としたものであり、個別の投資助言または証券の売買、保有、または投資戦略の採用に関する推奨や勧誘を行うものではありません。また法律上、税務上の助言を行うものではありません。当資料は、フランクリン・templtonの事前の書面による承諾なしの無断複写、転載、発行は禁じられています。

当資料のなかで示された見解ならびにコメント、意見、分析は、当資料作成時点のものであり、事前通知なしに変更される可能性があります。当資料で示された予想および見解は市場やその他の状況により変更される可能性があります。他の運用者や運用会社による見解と異なる場合があります。当資料で提供された情報は、すべての国、地域、市場に関するすべての重大な事実に関する完全な分析を目的とするものではありません。経済、株式市場、債券市場または市場における経済トレンドについてのいかなる推測、予想、予測も実現する保証はありません。投資価値およびそれによって得られる収入は、上下する可能性があります。また投資家は投資した全額を払い戻すことができない場合がございます。過去の運用実績は将来の運用成果を示唆あるいは保証するものではありません。すべての投資には、元本を割り込む可能性を含むリスクが伴います。

当資料に含まれる調査・分析に関する情報はフランクリン・templtonが自身のために入手したものであり、付随的な情報の提供のみを目的としています。当資料の作成には、第三者を情報源とするデータが使用されている可能性があります。フランクリン・templton（「FT」）は当該データに関して独立した照合、検証、監査は行っていません。いかなる情報もFTが信頼に足ると判断した情報元より取得していますが、その正確性を保証するものではありません。また、情報が不完全または要約されている場合や、事前通知なしに変更される可能性があります。当資料における個別銘柄についての見解は、いかなる証券の売買、保有に関する推奨を示したものでも解釈されるものでありません。また、個別銘柄に関する情報は投資判断のために十分とされるものでありません。FTは、本情報の利用によって生じたいかなる損失に対しても一切、責任を負いません。当資料のコメント、意見、分析に対する依拠については、利用者ご自身でご判断ください。

金融商品、サービス、情報はすべての管轄区域で入手可能とは限らず、米国以外では、他のFT 関連会社および/またはその販売会社によって、現地の法律および規則が許容する範囲において提供されます。個別の管轄区域における金融商品およびサービスの提供に関する詳細な情報については、ご自身の金融専門家またはフランクリン・templtonの機関投資家向け窓口にご相談ください。

詳細につきましてはwww.franklinresources.comをご覧ください。

CFA®およびChartered Financial Analyst® はCFA協会の米国における登録商標です。

<当資料に関するご注意>

- 当資料は説明資料としてフランクリン・templton（フランクリン・リソーシズ・インクとその傘下の関連会社を含みます。以下FT）が作成した資料を、フランクリン・templton・ジャパン株式会社が翻訳した資料です。
- 当資料は、FTが各種データに基づいて作成したのですが、その情報の確実性、完結性を保証するものではありません。
- 当資料に記載された過去の成績は、将来の成績を予測あるいは保証するものではありません。また記載されている運用スタエス、目標等は、将来の成果を保証するものではなく、また予告なく変更されることがあります。
- この書面及びここに記載された情報・商品に関する権利はFTに帰属します。したがって、FTの書面による同意なくして、その全部もしくは一部を複製し又その他の方法で配布することはご遠慮ください。
- 当資料は情報提供を目的としてのみ作成されたもので、証券の売買の勧誘を目的としたものではありません。
- フランクリン・templton・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417号）はフランクリン・リソーシズ・インク傘下の資産運用会社です。

フランクリン・templton・ジャパン

商号：フランクリン・templton・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417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

