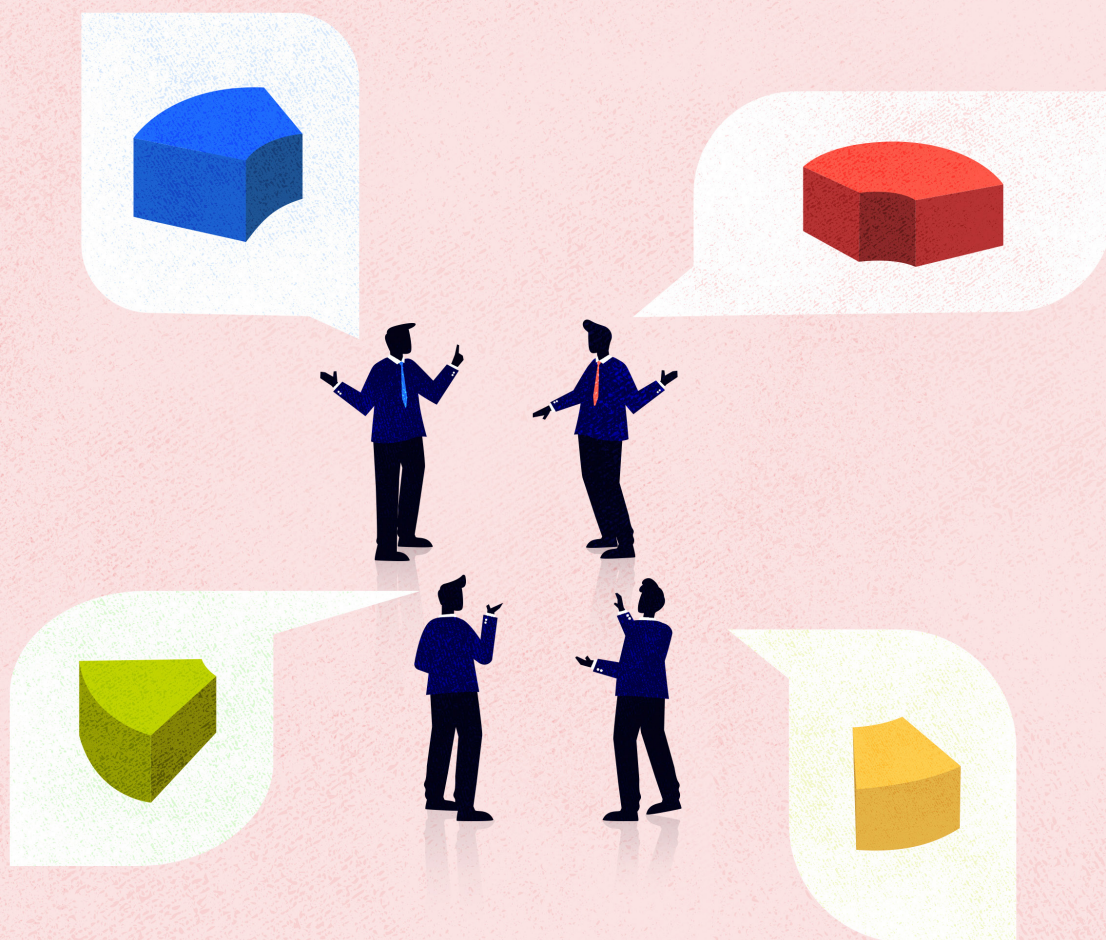


2022年9月

# 不確実な時代における積極的な投資 機会の選択



## はじめに



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

世界経済の現状は、ほとんどの国債市場におけるイールドカーブのフラット化もしくは逆イールド化、米ドル高、金融市場に対する中央銀行の支援策の縮小、ほとんどの資産クラスにおける価格変動の増大、およびコモディティ価格の高騰を招いています。このような背景を踏まえ、運用担当者が集まり、これらが現在の見通しにどのような影響を及ぼしているかを議論しました。以下はその要約です。

- 「インカムを獲得する機会は現在、債券の分野にほぼ限定されるものの、金融や情報技術など最近の弱気相場で株価が大幅に下落している株式セクターの中に魅力的な投資機会があることにも留意しています。」

[エド・パークス、フランクリン・インカム・インベスターズ\\*](#)

- 「経済成長率とインフレ率が緩やかになり、中央銀行の政策に関わるリスクがよりバランスの取れたものになれば、債券投資家の投資環境も改善されと考えます。特に現在のバリュエーションを考慮すると、ボラティリティの低下によって投資家が債券スプレッド・セクターに再び参入する可能性があります。」

[カート・ハルヴァーソン、ウエスタン・アセット・マネジメント](#)

- 「地方債の発行体のファンダメンタルズが全般的に好調であることから、ポートフォリオのクレジットリスクを積み上げることに問題はないと考えています。今年は、地方債セクターのパフォーマンスは利回りの大幅な変動の影響を受けました。市場サイクルが進むにつれて、銘柄選択がより重要になると考えています。」

[ベン・バーバー、フランクリン・テンプルトン債券グループ](#)

- 「ボトムアップの観点からは、経済情勢が厳しさを増す中、市場における優位性や間接費用の削減計画といった「自助努力」が収益成長を支える銘柄に注目しています。さらに、配当や大規模な自社株買いを通じて有効性の高い資本還元策を実施している企業は、健闘する可能性が高いと考えられます。」

[スコット・グラッサー、クリアブリッジ](#)

- 「新興国市場での最大の投資機会は、我々がポートフォリオに組み込んでいる構造的なテーマである輸送のグリーン化と電動化、消費者セクターのデジタル化とプレミアム化にあると考えます。」

[マンラージ・セホン、フランクリン・テンプルトン新興国株式グループ](#)

- 「特定の現地通貨建て新興国債券に高い投資妙味があると考えています。高インフレと利上げを織り込んだ価格水準は、魅力的なリスク調整後利回りを提供しており、いずれ国内のインフレがピークアウトし、緩やかに低下し始めれば、恩恵を受けられると思います。」

[マイケル・ハッセンスタブ、テンプルトン グローバル・マクロ・グループ](#)

- 「今後数年間は、サプライチェーンの混乱と在庫の再構築、Eコマースブームの継続、建設・建て替えコストの上昇という3つの主要因が、産業用施設の需要拡大と賃料上昇をけん引すると考えています。」

[ティム・ワン、クラリオン・パートナーズ](#)

これらの対話を通じて一貫して浮き上がったテーマは、債券におけるクレジットおよびデュレーションの分野で投資機会が増えていること、グローバルの銀行セクターが潜在的に好ましい環境にあること、そして需給要因からコモディティ・セクターを詳細に検討する必要があることでした。各考察の詳細につきましては、本文をご覧ください。

\*フランクリン・インカム・インベスターズは、2022年10月1日に設立されました。



# 資本市場を支える環境

来年表面化してくる様々な出来事の結果の多くは、世界経済の見通しの変更によって左右されることになるでしょう。パンデミックによる供給の混乱から世界中の紛争に至るまで様々な要因により、製品市場および労働市場における多くの財やサービスの製造、流通、分配に影響を与えました。経済活動の再開や、かつてない規模の財政・金融刺激策に支えられた経済活動の活性化に加えて、需要を下回る供給が物価上昇や賃金インフレを引き起こし、世界のほとんどの主要国や多くの中小国で積極的な金融引き締めが必要とされました。

このことは、資本市場を支える環境に、5つの重要な変化をもたらしました。

1. 大半の国債市場におけるイールドカーブのフラット化もしくは逆イールド化
2. 米ドル高
3. 大半の資産クラスにおけるボラティリティの上昇
4. 流動性の低下や金利上昇など、中央銀行の金融市場に対する支援策の縮小
5. コモディティ価格の高騰

ここでは、こうした足元の環境が収益性、リスクプレミアム、バリュエーションに与える影響など、主要資産クラスの将来のパフォーマンスの可能性に対してどのような意味を持つのか、さらに詳しく見ていきます。

## 逆イールドは景気後退の予兆か？

逆イールドは、現在ほとんどの先進国と新興国で進められている金融引き締め政策の結果です。中央銀行が短期金利を引き上げると、将来の成長率とインフレ率の低下見通しから短期金利が長期金利を上回り、イールドカーブが右肩下がり、すなわち逆イールド化する傾向があります。足元の異常に高いインフレ率から予想される金融引き締め期間を考慮すると、イールドカーブは今後12ヵ月のほとんどの期間で、フラット化もしくは逆イールド化したまま推移するリスクがあります。

逆イールドは、資産リターンやポートフォリオのパフォーマンスに深刻な影響を与える可能性があります。債券投資家の多くは、価格感応度の低い債券の利回りが、より高リスクの債券の利回りを上回った場合、保有している債券のデフレーションの

**“株式投資家にとって、逆イールドは通常、景気循環株やバリュー株に比べて、利益が安定した優良グロース株への選好を高めることにつながります。この背景にはいくつかの理由があります。第1に、相対的にみて、健全な将来見通しを持つ企業（例えば、グロース株や生活必需品セクターなど）は、景気サイクルが短い景気循環株に比べて、将来利益の現在価値の改善の恩恵を受けます。第2に、逆イールドは通常、景気の減速あるいは後退の前兆となり、利益の不確実性あるいは減少を示唆します。”**

短期化に走ります。これは特に国債で顕著に見られ、デフレーションの短いハイイールド債や変動利付債の投資機会をもたらします。同時に、イールドカーブにおける長期の利回りも、短期ほど急速ではないものの上昇しているため、長期デフレーションの米国債や投資適格社債に投資することで、債券ポートフォリオのクオリティが高まり、キャピタルゲインを獲得する機会が生まれると考えています。

株式投資家にとって、逆イールドは通常、景気循環株やバリュー株に比べて、利益が安定した優良グロース株への選好を高めることにつながります。この背景にはいくつかの理由があります。第1に、相対的にみて、健全な将来見通しを持つ企業（例えば、グロース株や生活必需品セクターなど）は、景気サイクルが短い景気循環株に比べて、将来利益の現在価値の改善の恩恵を受けます。第2に、逆イールドは通常、景気の減速あるいは後退の前兆となり、利益の不確実性あるいは減少を示唆します。そのため、投資家は不況期に強いビジネスモデルを持つ銘柄に注目する傾向があります。しかし、このような市場コンセンサスがある一方で、事業固有の状況によっては、依然として魅力的なバリュー型セクターもあります。例えば、金融セクターは、2007～2008年の世界金融危機以前に比べて資本が大幅に増強されているにもかかわらず、その評価には景気後退に対する懸念が織り込まれています。

## 米ドル高はグローバル投資の機会か？

米連邦準備制度理事会（FRB）の引き締めによる短期金利上昇の結果、米ドルは他のほとんどの先進国通貨と新興国通貨に対して上昇しています。また、地政学的な不確定要素、原油価格の高騰、中国およびその他の新興国における経済活動の低迷といった要因も米ドル高を支えています。

米ドル高が資産リターンに及ぼす主な影響は3つあります。第1に、米国からの輸入に依存する国では、米ドル高を受けて、インフレ圧力抑制のため利上げを余儀なくされる傾向があります。インフレ圧力は、特に新興国において顕著となります。その結果、金利上昇と自国通貨安が相まって、現地通貨建ての新興国債券の足かせとなっています。

第2に、米ドル高は、米国では輸入価格を下げるためインフレ率が低下し、その結果、生産の減少により米国の経済活動を弱める傾向があります。これは、逆イールドを促進することになります。

第3に、米ドル高は資本の大きい多国籍企業の収益を再分配する効果があります。海外から多くの収益を獲得している米国企業は、米ドルで換算した場合、収益が目減りすることになります。一方、欧州、日本、新興国の多国籍企業は、米ドル建ての利益を安くなった自国通貨に換算することで利益を上積みしています。

このことは今後、どのような意味を持つのでしょうか。債券の観点からは、特に金利サイクルが米国より先行している国々では、新興国ソブリン債のバリュエーションの魅力度が先進国市場を上回る水準に達する可能性があります。

株式については、米国外のバリュエーションの魅力度が相対的に増す可能性があります。米国企業の業績期待が依然として高水準にあることと相まって、ウクライナ紛争を中心とする問題が既に織り込まれている欧州などの地域で、投資妙味が増す可能性があります。

## ボラティリティの上昇は、熟練した投資家にとって絶好の機会となるか？

当然のことながら、中央銀行が積極的に引き締めを行うと、あらゆる資産クラスで価格のボラティリティが上昇する傾向があります。この流れは既に進行中で、今後も続くものと思われます。

債券市場においては、インフレ鎮静化に躍起になる中央銀行は、もはや今後の政策の方向性について自信を持って投資家を導くことが不可能となり、ボラティリティが急騰しています。「フォワード・ガイダンス」に代わって「データに依存」せざるを得なくなり、足元のインフレをけん引する需要と供給のファンダメンタルズとの連動性が不透明なため、どの中央銀行も3カ月、6カ月、12カ月後の金利の行方について自信を持って伝えることができなくなっています。この結果、短期金利と債券利回りは、中央銀行が「ゼロ」金利を目標としていた時代よりも大きく変動しやすくなっています。

さらに、債券投資家は、「量的緩和」から「量的引き締め」への移行、すなわち中央銀行の資産買い入れ政策の縮小と反転によって、より困難な状況に置かれる可能性があります。政府債務と民間債務が大幅に増加する中で、債券の買い手としての中央銀行を失うことは、債券市場のボラティリティを引き続き上昇させられると思われます。

金融引き締め策により、景気リスクや業績リスクが高まります。パウエルFRB議長は、多少の「痛み」はやむを得ないと述べました。業績見通しの不透明感が強まれば、株価のボラティリティが高まることになります。

最後に、積極的に引き締めを行うFRBやイングランド銀行などに対して、引き締めが緩やかな欧州中央銀行（ECB）、あるいは全く引き締めを行わない日本銀行など、中央銀行間で金融政策が大きく異なる結果、各国の国内利回り間の金利裁定が働き、為替レートが大きく変動しやすくなります。今年の米ドル高は、金融政策の乖離によって為替レートの変動が大きくなる典型的な例と言えます。

このようなボラティリティは本質的に、より特異な投資機会を生み出し、アクティブ・マネージャーはアルファを生み出しやすくなります。あらゆるセクター、資産クラス、地域について言及しているように思われるかもしれませんが、根本的なメッセージとして、足元の状況は、超過リターンの獲得において、アクティブな資産配分と思慮深い投資選択のスキルがより発揮される環境を創り出していると言えます。

**“FRBは金融市場の機能を適切に保つコミットメントを完全に放棄したわけではないが、「FRBプット」の行使価格が足元でかなり低下していることは明らかで、中央銀行が負わなくなった市場リスクは投資家の下に戻りつつあります。”**

## 中央銀行の支援縮小により、投資家のリスクは増大

インフレ対策にコミットするということは、景気後退など他のリスクに取り組む優先順位が低下していることを意味します。これは、少なくとも過去四半世紀の間、高い流動性、低金利そして市場が著しく低迷した際の中央銀行のタイムリーな介入を当てにしてきた投資家にとって問題です。それらによって投資家はより積極的にリスクを取るようになり、株式と債券のバリュエーションがここ数十年で急上昇した理由のひとつとなりました。

中央銀行が支援を縮小するとリスクは増大します。前述の通り、それはボラティリティの推移に表れています。しかし、「グリーン・スパン・プット」、「バーナンキ・プット」、「イエレン・プット」、もしくは「パウエル・プット」という、市場急落時の利下げや流動性確保というFRBの助け舟をこれまで当てにしてきた投資家にとってもリスクが高まっています。FRBは金融市場の機能を適切に保つコミットメントを完全に放棄したわけではありませんが、「FRBプット」の行使価格が足元でかなり低下していることは明らかで、中央銀行が負わなくなった市場リスクは投資家に移されつつあります。

このようなリスクを懸念する投資家にとって、財政収支の黒字を背景に格付け機関によって格上げされた地方債市場は、一定の投資機会をもたらす可能性があります。課税ベースの利回りは債券市場の他のセクターと比べても魅力的で、この資産クラスに対する投資家の注目度はまだあまり高くなく、プラスのリターンを支える資金流入の余地は残っていると考えられます。

さらに、民間の商業不動産、具体的には産業施設においては、特にEコマース関連の倉庫が堅調なファンダメンタルズから、高いリターンを獲得できる可能性があります。建設費の高騰と金利の上昇により供給能力が低下している一方、需要は引き続き強いいため、コスト上昇分を顧客に転嫁することが可能となっています。

## コモディティ価格の高騰

一般的に、高金利、米ドル高、低成長率は、コモディティ価格を下落させます。これらの要因から、一部のコモディティ、特に工業用金属のように最も景気の影響を受けやすいコモディティの

価格は下落する可能性があります。しかし、ロシアによるウクライナ侵攻がエネルギー、食料、肥料の価格を押し上げたように、供給サイドの要因も重要です。原油および天然ガスの供給は、世界的に非常に逼迫した状態が続いています。米国における炭化水素資源の生産量は、増加しているとはいえ微増であり、また石油輸出国機構（OPEC）やその他の地域でも生産能力に余力があるところはほとんどありません。食料市場では、悪天候が作物の収穫に大きな打撃を与えています。このような状況から、多くのコモディティ価格、特に食料とエネルギーに関しては、世界経済の成長鈍化だけによって足元の水準から大きく下落することはないものと思われる。

そのため、エネルギー分野では上流、中流、下流といった事業者のサブセクターごとに様々な選択肢が生まれます。債券投資の観点からは、投資適格のエネルギー債のバリュエーションは直近の推移と比べて魅力的な水準にあります。さらに、エネルギー企業の多くは、特に最近のエネルギー価格の低迷時など業界が困難に直面した時期に、プライベート・クレジットを通じて資金を調達しました。これらは流動性に欠けるものの、投資家にとってキャピタルゲイン、高インカム、および低ボラティリティの投資機会をもたらすもう1つの源泉となります。

## まとめと結論

低金利、高い予測可能性、中央銀行による「プット（下支え）」、および低エネルギー価格に慣れ親しんできた投資家にとって、逆イールド、米ドル高、ボラティリティの上昇、金融政策による支援策の縮小、およびコモディティ価格の高騰は、厄介で困難な組み合わせです。

しかし、投資家、とりわけ長期投資家は嘆いてばかりいても投資戦略の役に立ちません。どのような市場環境下でも投資機会は存在するものであり、現在も変わりはありません。潜在的な勝ち組を特定するため、広く株式や債券市場のパフォーマンスを見通すアクティブ投資家にとって、足元の環境は有利な環境とみています。資本構造を幅広く検討し、資産配分する上で最適な投資対象を見つけ出し、オルタナティブ戦略やオルタナティブ資産クラスを含めて資産配分を最適化することは、現在、特に有効であると考えます。

以下は、当社グループの各専門分野の運用担当者による具体的な見解です。



# インカム投資：幅広い投資機会の追求が重要

金利上昇およびインフレを背景に、インカム志向の投資家にとって、投資機会はここ数カ月で確実に拡大しています。フランクリン・インカム・インベスターズのエド・パークスは、足元の環境下でインカムを獲得するための株式と債券の最適配分、そしてその機会をどこに見出すかについて見解を述べています。

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) 兼ポートフォリオ・マネージャー

**スティーブン：これまでの株式への大幅なオーバーウェイトから、2022年にはベンチマークに対して若干のオーバーウェイトへと舵を切りましたが、株式および債券の適切な配分、そしてインカム創出の最適化について、現在どのように考えていますか？**

**エド：**インカム投資で成功するためには、幅広い投資機会を得ることが重要であると考えています。我々は長期目標として、債券と株式へのエクスポージャーをおよそ50対50に維持することを目指していますが、顧客である投資家に安定的かつ確実なインカムを提供するという目的を達成するため、この比率は制限なく柔軟に変更することが可能です。2021年3月時点のインカム・ポートフォリオの配分は、おおむね株式75%に対して債券は25%としていました。近年を振り返ると、これほど極端な配分にしていたのは世界金融危機の直後に債券へ約70%、株式へ約30%配分していた時だけでした。

インフレと金融引き締めを背景に、債券市場全体の投資機会が過去数四半期で大きく変化したため、債券の買い戻しにより利回り上昇の機会を生かすことができました。その結果、現在では、ポートフォリオ内の株式と債券の比率はほぼ等しくなり、

債券が若干上回っています。この資産配分をどのように変更したかが、パフォーマンスおよびインカムの管理を非常に大きく左右しました。2021年の第3四半期から第4四半期にかけて、バリュエーションが上昇するに従って株式のエクスポージャーを抑制し始め、まず初めにグロース株を売却し、その後、株価が魅力的となったディフェンシブ銘柄を売却しました。金融政策の正常化の必要性が明白な中、株式を売却した資金をそのまま債券へ移行することには抵抗がありました。その代わり、現金および短期米国債を増やすことで、金利が上昇しスプレッドが拡大した時に機動的に債券に投資できるよう、流動性が高く投資が容易な資産を構築しました。

その結果、足元の市場環境において、我々は債券市場におけるインカム獲得の幅広い機会を活用できる立場にあると考えています。利回りが急上昇していることから、より長いデュレーションの米国債をポートフォリオに組み入れる可能性もあります。投資適格社債の利回りも上昇しており、健全な水準のインカムを確保しつつ債券のクオリティを向上させることが可能となっています。とはいえ、ポートフォリオのインカム向上を図るため、当社の幅広いボトムアップ・リサーチ機能を活用し、機を見て、ハイイールド債、変動金利型タームローン、プライベート・クレジットなどに投資することも一案と考えています。

現在、インカムを獲得する機会は債券分野にほぼ限定されるものの、金融や情報技術などの最近の弱気相場で株価が大幅に下落した株式セクターの中にも、魅力的な投資機会があることにも留意しています。我々は、投資対象企業の資本構造を徹底的に調査し、インカムを提供するさまざまな証券を評価することで、ポートフォリオ全体のリスク特性の適切な管理に努めています。これには、有配の普通株式や優先株式、転換社債やその他の株価連動型商品なども含まれ、投資機会をより広げることができます。

**“インカムを獲得する機会は現在、債券分野にほぼ限定されるものの、金融や情報技術などの最近の弱気相場で株価が大幅に下落した株式セクターの中にも、魅力的な投資機会があることにも留意しています。”**

**スティーブン：オルタナティブ投資の役割と活用について、現在はどのように考えていますか？**

**エド：**株式市場のあらゆる分野からインカムを獲得するためにオルタナティブ投資を活用することは、長期的なインカム獲得とキャピタルゲインの一貫性と安定性につながることから、より強固なポートフォリオを実現するものと考えています。

運用チームは、魅力的な株式投資の機会を特定した場合、必要に応じてデリバティブを利用することで、投資したい証券の特性をカスタマイズすることができます。このようなタイプの証券は、原資産である普通株式に直接投資するよりも低いボラティリティで、ポートフォリオに効果的なエクスポージャーを提供します。これは、現在のようなボラティリティが高い時期の株式投資において、重要な要素となります。

**スティーブン：現在の投資環境を踏まえて、リスク管理についてどのように考えていますか？**

**エド：**不安定な環境下におけるリスク管理では、経済や市場に対するマクロ的な見通しが果たす役割の重要性が高まります。我々は、金利リスク、株式市場リスク、およびクレジットリスクなどの観点から、ポートフォリオ構築全般を管理しています。現在のマクロ環境では、これらすべてのリスク、とりわけ金利リスクの重要性が高まっています。また、政策リスクや地政学的リスクなど、あらかじめ備えておくことが困難なリスクがあることも理解しています。我々は、幅広いリサーチ能力を活用して先手を打ち、柔軟な対応力に加えて機動的かつ能動的なポートフォリオ管理を行うことにより、これらリスクを効果的に回避することができると考えています。

## 株式：困難な時期への対応

インフレ、金利上昇、サプライチェーンの問題が続く中、世界的に株式の高いボラティリティが継続しています。企業業績はこのような厳しい環境を反映していますが、運用チームは、市場が転換点にあり、企業収益の底入れが間近に迫っている可能性があると考えています。クリアブリッジのスコット・グラッサーは、米国市場および魅力的なセクターに関する見解を紹介し、フランクリン・テンプレトン新興国株式グループのマンラー・ジ・セホンは、新興国市場における投資機会を探っています。

### 質の高い配当企業がインフレ圧力の影響を緩和

スコット・グラッサー

クリアブリッジ

最高投資責任者 (CIO) 兼ポートフォリオ・マネージャー

**スティーブン：株式市場についてどう考えていますか？特に、FRBのタカ派姿勢が、現在と比べて今後1年間のバリュエーションや企業収益見通しに与える影響について教えてください。**

**スコット：**市場の下落は、5月に懸念した通りの経過をたどっているようです。FRBが引き締めサイクルを開始した当初、S&P500種株価指数は23%急落しましたが、その後は、経済がソフトランディングとなり2023年には利下げへ方向転換するのではないかと期待感から、株価は反発し同指数は6月16

日から8月16日にかけて18.3%上昇しました。しかし、ジャクソンホールでの講演でパウエルFRB議長が述べたように、「家計や企業に多少の痛み」を与えたとしても、FRBはインフレ圧力が続く限り金利を高止まりさせると主張したことを受け、8月中旬から市場心理は悪化し、株価は再び下落しました。この流れは、2008～2009年と2001～2002年の過去2回の大幅な弱気相場と同様、いずれの場合も、最終的に安値を付ける前に少なくとも1度は大きく上昇した期間がありました。今回も完全に底打ちする前に、6月中旬の水準あるいはそれ以下の水準まで戻る可能性が高いと見ています。

当初の下落時においては、金利上昇、コモディティ価格の上昇、米ドル高、クレジットスプレッドの拡大など流動性を取り巻く環境のタイト化がバリュエーションを低下させる原因となりましたが、今後は企業収益の低下が下落要因となる可能性があります。マクロの観点からは、企業の収益動向を予測するには、米サプライマネジメント協会 (ISM) による購買担当者景気指数 (PMI) が最適であると引き続き考えていますが、残念ながらPMIは低下し続けており、S&P500の収益もこれに追随して、今後6か月の間に減益に転じる可能性が高いと見ています。皮肉なことに、これまで企業が収益を維持できた要因は、製品価格やサービス価格の上昇そのものでした。コストの上昇圧力を相殺するために値上げを実施して、利益率や収益に対する影響を和らげてきたのです。

**“ボトムアップの観点からは、経済情勢が厳しさを増す中、市場における優位性や間接費用の削減計画といった「自助努力」が収益成長を支える銘柄に注目しています。さらに、配当や大規模な自社株買いを通じて有効性の高い資本還元策を実施している企業は、健闘する可能性が高いと考えられます。”**

**スティーブン：**このような背景の中、投資機会は現在どこにあると考えていますか？

**スコット：**引き続き、医薬品や保険といったディフェンシブな業界を選好しています。ボトムアップの観点からは、経済情勢が厳しさを増す中、市場における優位性や間接費用の削減計画といった「自助努力」が収益成長を支える銘柄に注目しています。さらに、配当や大規模な自社株買いを通じて有効性の高い資本還元策を実施している企業は、健闘する可能性が高いと考えられます。

ここまでの下落局面では、当初、テクノロジーセクターやその他の長期成長企業が最も大きな影響を受けましたが、これらの企業の多くはすでにバリュエーションの縮小によって、逆風

の大部分は緩和されつつあります。柔軟な価格設定、有利なマージン構造、強力な持続成長要因を併せ持つことで、利益成長を維持する力は、景気サイクルの影響を受けやすい他の企業を上回っています。

銀行セクターは、景気減速の深刻さや米国における景気後退の可能性を測る重要なものさしとして注目しています。足元の環境は、金利の上昇、安定したローン需要およびクレジット市場など銀行業界にとって好ましい状態にありますが、今後の投資パフォーマンスは、これからのクレジット・サイクルの長さや深さ、および業界が被る損失の大きさを投資家がどのように認識するかによって左右されることになるでしょう。

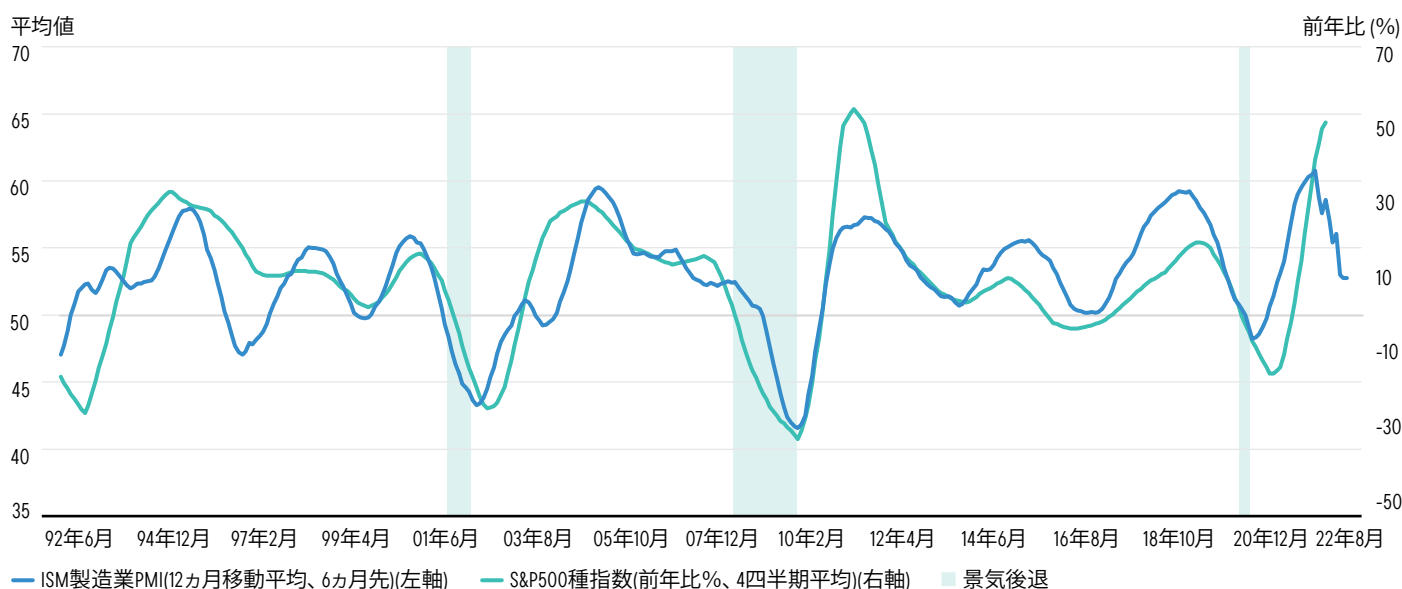
**スティーブン：**市場の中で、あまり楽観視していないのはどのセクターまたは分野ですか？また、一般的にどのようなリスクに注目していますか？

**スコット：**今後も圧力を受け続けそうなセクターの1つは一般消費財・サービスです。すでに、大手小売企業やEコマース関連企業が相次いで業績見通しを修正し、株価が下落しています。多くの企業は、消費者が食料品や燃料といった日用品へ消費行動の軸足を移し、電子機器などの利益率の高い商品の在庫が積み上がるという二重苦に見舞われています。一方、コスト上昇圧力の勢いは依然として衰えず、さらなる値上げは需要の崩壊を引き起こしかねない段階にきていると思われます。

## 企業収益の先行指標となる製造業

図表1: ISM製造業PMIおよびS&P500種株価指数の1株当たり利益 (EPS)

1992年6月30日～2022年8月31日



出所：ファクトセット、ISM、スタンダード & プアーズ。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。2022年8月31日のデータは2022年9月19日時点で入手可能なものです。



引き続き注視している重要な指標は、マーケット・プレス（市場の上昇銘柄と下落銘柄の差を示すデータ）と社債スプレッドです。最近上昇したのは主にディフェンシブセクターでした。テクノロジーや一般消費財・サービスセクターは6～8月の上昇時にアウトパフォームしましたが、公益事業や不動産セクターも好調でした。市場が確実に底入れするには、ポートフォリオに対するリスクやデューレーションを追加してもよいと投資家が判断する水準まで株価が下落し、マーケット・プレスが中小型企业にまで拡大することが必要です。債券スプレッドは拡大しており、景気後退へ向かいつつあるものの、まだ景気後退には至っていないとみています。

重要なことは、市場は将来の見通しを織り込むため、企業業績や景気に先駆けて底打ちするということです。株価は、業績の下振れやガイダンスの引き下げに対して敏感に反応しており、投資家が将来の収益を適切に評価することに苦心していることがわかります。このような不安定な状況下では、目先の業績動向を予測するよりも、2～3年後を見据え、長期的かつ持続的な企業の成長率に着目して投資判断を行うべきと考えます。

## 金利や中国のコロナ政策が新興国市場の見通しを左右

マンラジ・セクホン

フランクリン・templton・インベストメント・ソリューションズ  
最高投資責任者 (CIO)

**スティーブン：今後6カ月間の市場見通しをお聞かせください。**

**マンラジ：**新興国市場は、先進国市場の成長鈍化、金利上昇、規制環境の変化などにより、調整局面を迎えています。中国のゼロコロナ政策やロシア・ウクライナ戦争と相まって、見通しは厳しい状況です。しかし、これらは循環的な傾向であり、いずれ建設的な方向に向かうと予想しています。不透明感が払拭されれば、投資家はコロナ禍における新興国市場の回復力とその構造的推進力に再び注目すると見ています。構造的推進力には、都市化とミドル・クラスの拡大、効果的な金融・財政政策、家計・企業・政府のバランスシートにおけるレバレッジの低さなどが含まれます。

**スティーブン：今後6～12カ月の間で注目すべき投資に関する主な論点について教えてください。まず、米国の政策金利とそれが新興国市場に与える影響についてどう考えますか。**

**マンラジ：**2023年初頭にフェデラルファンド (FF) 金利がピークに達するという投資家の期待は、最近のインフレ関連データとFRBのガイダンスによって打ち砕かれました。長期的なFF金

利の推定値である中立金利は、様々な金融モデルで使用されており、長期投資家にとってより重要であると言えます。また、中立金利は、投資家が株式市場のフェア・バリューを算出する際にも影響を与えます。FRB理事会メンバーおよび地区連銀総裁の中立金利に関する現在の推定値は、2.3%～3%のレンジにあります。<sup>2</sup>投資家は、中立金利が4%に達する可能性があります。FF金利は2023年中にピークを迎えると予想しています。

新興国市場のテクノロジー企業やヘルスケア企業の長期債は、金利上昇によるマイナスの影響を受けています。一方、銀行セクターは、負債や預金よりも資産や融資の金利改定が早く行われるため、金利上昇の恩恵を受けます。成長鈍化が信用の質に与える影響が懸念される中、インドと東南アジア諸国連合 (ASEAN) の銀行は、新型コロナウイルスのパンデミックの間に引当金の水準を周到に引き上げました。こうした銀行は、信用の質が予想以上に維持されていることから、これら引当金を引き下げる可能性があります。

**スティーブン：中国のゼロコロナ政策が2023年まで続くと、どのような影響がありますか。**

**マンラジ：**中国のゼロコロナ政策からの出口の道筋が示されていないことから、企業は投資に対して慎重姿勢を強めています。小売売上高の伸びの鈍化に見られるように、消費者需要は依然として脆弱です。しかし、こうした不透明感は、9月21日までにMSCI中国指数が年初来で約27%下落したことで、ほぼ市場に織り込まれたと思われます。<sup>3</sup>10月中旬の中国共産党第20回党大会に向けて、中国に対して過度に悲観的にならないようにしたいと考えます。習近平国家主席が3期目に再任されたことで、「成長」と「ゼロコロナ」の二本立ての政策が見直され、「成長」重視の政策にシフトする可能性があります。

**スティーブン：2023年の新興国市場の企業利益の見通しはどうですか？**

**マンラジ：**コンセンサスでは、新興国市場の2023年の利益予想は6%の成長となっています。<sup>4</sup>先進国の景気後退リスクを受け、利益予想が足元で下方修正されていることに注意が必要です。しかし、新興国全体の成長率は、新興国市場の中でも地域によってばらつきがあります。アジアはインドに牽引され、8%という底堅い成長を示しています。<sup>5</sup>中国の企業利益は2023年に二桁成長を遂げると予想され、緩和的政策がさらなる追い風となる可能性があります。中南米の企業利益は、内需の伸びに加え、中国の緩和的政策がコモディティ生産者に恩恵をもたらす可能性があることから、上方修正が予想されます。ブラジルは、2023年利益のコンセンサス予想が大幅に上方修正されており、来年の業績悪化見通しは後退すると思われる。

## スティーブン：新興国市場における投資機会はどこにあると考えますか？

**マンラージ：**新興国市場での最大の投資機会は、我々がポートフォリオに組み込んでいる構造的なテーマ、すなわち輸送のグリーン化と電動化、消費者セクターのデジタル化とプレミアム化にあると考えます。

内需を重視する市場では、先進国が景気後退に陥った場合に底堅さを発揮する可能性があります。その一例がインドで、特にインドの銀行はコロナ禍後の回復から恩恵を受けています。また、インドは、多国籍企業のチャイナ・プラスワン戦略の恩恵を受ける市場として注目されています。この戦略は、企業が現在の中国に加えて、中国以外の国に製造拠点を追加するというものです。先日、インドのグジャラート州に200億米ドルの半導体工場が建設されることが発表されましたが、これはこの傾向を反映しているといえます。

我々は、内需の改善から恩恵を受けるブラジルおよび東南アジアのインドネシアを選好しており、一般消費財セクターの企業をポジティブに見ています。また、エネルギー価格高騰の恩恵が消費に波及している中東の一部市場の消費者セクターにも投資妙味があると考えています。

## スティーブン：新興国市場のリスクはどこにあると考えますか？

**マンラージ：**我々が話を聞いた企業は受注見通しの悪化を強調していますが、これは米国の在庫水準が高いことが原因だと考えています。自動車メーカーを中心とした半導体の需要急増に対応したことが、このような低迷を招いたのは明らかです。また、輸送費用の急激な低下は、コスト面では良いニュースですが、需要の低迷を示唆しているとも言えます。中国のゼロコロナ政策が2023年まで続けば、企業利益への下押し圧力が継続し、ロシア・ウクライナ戦争の情勢悪化もリスク要因となります。このようなリスクを認識した上で、我々は現場のアナリストのネットワークを活用し、魅力的なバリュエーションで取引されている優良な銘柄を発掘しています。

# 債券：安定のためにはインフレ緩和が必要

今年、主要中央銀行がより積極的な引き締めに転じたため、債券市場は大きく変動しました。ウェスタン・アセット・マネジメントのポートフォリオ・マネージャーであるカート・ハルヴァーソンと、フランクリン・テンプルトン債券グループの地方債担当ディレクターであるベン・バーバーに、クレジット市場におけるそれぞれの専門分野への影響について話を聞きました。カートは債券投資家を取り巻く環境が安定的に改善されるとみて、コロナ禍後の「経済の再開」をテーマとするポジションを維持するとして一方、ベンはデフレーション・エクスポージャーを積み増し、ポートフォリオのクレジットリスクを拡大させてとしています。

カート・ハルヴァーソン、CFA  
ウェスタン・アセット  
ポートフォリオ・マネージャー

## スティーブン：現在の市場環境は、特にクレジットを中心としたポジショニングにどのような影響を及ぼしていますか？

**カート：**債券市場の基調が改善し、より安定するための鍵は、インフレの緩和です。我々の基本シナリオは、サプライチェーンが徐々に正常化し始めるというものです。この傾向が、FRBをはじめとする世界の主要中央銀行の金融引き締めと、実質所得減少による消費鈍化と相まって、最終的にインフレの緩和につながると考えています。

一般に、経済成長率とインフレ率が緩やかになり、中央銀行の政策に関するリスクがよりバランスの取れたものになれば、債券投資家の投資環境も改善されと考えます。特に現在のバリュエーションを考慮すると、国債利回りの上昇に歯止めがかかることに加えてボラティリティが低下することで、投資家が債券スプレッド・セクターに再び参入する可能性があります。仮

“...経済成長率とインフレ率が緩やかになり、中央銀行の政策に関するリスクがよりバランスの取れたものになれば、債券投資家の投資環境も改善されると考えます。特に現在のバリュエーションを考慮すると、国債利回りの上昇に歯止めがかかることに加えてボラティリティが低下することで、投資家が債券スプレッド・セクターに再び参入する可能性があります。”

に、足元の（主にフォワード・ルッキングな指標において）市場予想通りの速度でインフレが収束すれば、債券利回りは安定推移を続け、低下する可能性もあります。そうなれば、今年後半にスプレッド・セクター全体で多くの投資機会がもたらされる可能性があります。金利が急上昇し、社債（特に投資適格債）、仕組み商品、新興国セクターのスプレッドが拡大していることから、今こそこうした投資機会を活用すべきであると考えます。債券は他のセクターに対して魅力的な代替手段を提供し、分散効果をもたらすことができると考えられます。

**スティーブン: 現在投資しているセクターやセグメントで、どこに投資機会があると考えますか？**

**カート:** 我々は、ボラティリティが低下し、成長がわずかな減速にとどまった場合に備え、「経済の再開」に関連したポジションを取り、潜在的な有望銘柄を特定することを継続しています。特定のセクターで見ると、エネルギー・セクターにおける投資適格企業の経営陣は、2016年以降、保守的に行動し、コスト構造の引き下げ、キャッシュフローの改善、バランスシートのレバレッジ縮小、債券償還の延長、流動性の改善などに取り組んできました。資本予算は引き続き保守的であり、株主還元は余剰フリーキャッシュフローから実施されています。コモディティ価格が上昇しても、コスト削減と資本規律の強化に引き続き注力していることを考えると、このセクターは注目に値すると考えます。

米国の銀行セクターも、規制当局による高いレベルの慎重な監視の下、健全な状態にあると考えられます。また、企業のファンダメンタルズは依然強固であるため、足元の下落によってバリ

ュエーションはより魅力的なものとなっていると考えます。今後、さらに格上げされる可能性が高いと思われます。

一方、欧州の投資適格社債のファンダメンタルズは堅調ですが、成長鈍化の可能性が高く、今後悪化する可能性があると考えています。特に、ドイツの資本財・サービスと公益セクターの社債に関して、ロシア産天然ガスへのエクスポージャーが懸念材料となっています。銀行のバランスシートは金利上昇が収益を下支えしており、依然として健全と言えます。ユーロ建て投資適格社債の利回りは数年来の高水準に達しており、投資適格社債のスプレッドは歴史的に見ても通貨間調整後でも魅力的な水準にあると考えます。

**スティーブン: 現在投資しているセクターやセグメントは、どこにリスクがあると考えますか？**

**カート:** ウクライナ戦争は、依然として地政学的に大きな不確実性をもたらしており、ユーロ圏の主要国へのエネルギー供給が滞る可能性は大きなリスクと言えます。ロシアから欧州へのエネルギー供給が途絶えた場合、ドイツを中心とする欧州全域の経済生産に多大な支障をきたし、ユーロ圏の総合インフレ率は2桁台に上昇する可能性があります。米国では、FRBの利上げペースが予想以上に加速した場合、景気後退の可能性が高まると見ています。英国では、インフレと財政圧力が家計需要を圧迫しており、イングランド銀行の利上げサイクルは早晩行き詰まる可能性が高いと考えます。

新興国市場では、コロナ禍からの回復が地域や国によってばらつきがあることから、各国固有のリスクが重視されるようになっていきます。我々は、投資適格およびクロスオーバー格付けの新興国ソブリン債は、キャリアの観点で引き続き魅力的であるものの、パンデミックがソブリンの信用力に及ぼす影響を鑑みると、低格付け国への警戒は必要だと考えています。新興国の成長課題、地政学的リスクの高まり、FRBの金融引き締めは、歴史的に新興国通貨の圧力となってきました。さらに、インフレ懸念は引き続き各国中央銀行の主要なテーマです。過去1年間の積極的な金融引き締めは現地市場のキャリアコスト上昇に反映され、一定の相殺効果をもたらしています。地域別では、世界的な貿易活動の再開によりアジアが恩恵を受けると思われるものの、弱小国通貨は市場変動の影響を受けやすい状況が続いています。



## 地方債：魅力的なバリュエーションとテクニカル面の改善

ベン・バーバー、CFA

フランクリン・テンプレートン債券グループ

地方債担当ディレクター

### スティーブン：地方債の見通しと、環境変化の初期の兆候を見極めるために注視していることは何ですか？

ベン：数十年ぶりの高いインフレ率とFRBの金融政策によって、長期債の利回りは年初来大幅に上昇しており、地方債市場への圧迫は続くと考えています。足元は緩やかに改善していますが、金融引き締めが続く中、地方債市場のボラティリティは高い状況が続く見通しです。仮に利回りが安定化すれば、ボラティリティが低下し、地方債市場の支援材料となる可能性があります。投資家は地方債の魅力的なバリュエーションと非課税のインカム収入に注意を向け始めていますが、広範な需要拡大には至っていません。需要の拡大はパフォーマンスを安定させ、地方債の今後の回復を後押しすると考えています。

### スティーブン：現在の地方債市場の動向を左右する主な要因は何ですか？

ベン：我々は、地方債市場を左右する三大要因であるテクニカル、ファンダメンタル、バリュエーションに注目しています。

年初来、非課税地方債の投資家にとって市場の需給状況は改善されましたが、地方債を投資対象とする投資信託からの資金流出は続いています。リテール向けの投資信託における資金フローがこの資産クラスにおける需要の大半を占めており、パフォーマンスを左右する重要な要因となっています。しかし、新規発行が小康状態になっていることや、夏場にクーポンや元本の支払いが集中したことなどにより、市場での供給が制限され、需要不足がある程度緩和されました。歴史的に見ると、9月～11月初旬は新発債の供給が増える傾向にあり、投資家にとっては投資待機資金を活用する新たな機会となり、市場からも歓迎されるものと思われます。

記録的な財政黒字と非常に前向きな予算編成の時期を経て、地方債市場全体のファンダメンタルズは概ね安定しています。

**“記録的な財政黒字と非常に前向きな予算編成の時期を経て、地方債市場全体のファンダメンタルズは概ね安定しています。地方自治体では慎重な予算措置が取られ、その結果、格付けが引き上げられるケースも見られます。”**

地方自治体では慎重な予算措置が取られ、その結果、格付けが引き上げられるケースも見られます。しかし、運輸サービスやヘルスケアの一部セグメントなど、現在の経済環境下で厳しい状況が続いているセクターもあります。我々は、継続的なクレジットリサーチ・プロセスの一環として、金利上昇、インフレ、連邦政府によるコロナ関連支援策の終了、労働市場や賃金に関する懸念など、様々な要因が地方債発行体の財務状況に与える影響を引き続きモニターしています。景気サイクルが進むにつれ、クレジット・ファンダメンタルズを理解することが、ポートフォリオのポジショニングに引き続き重要な役割を果たすと考えます。

満期の短い地方債は米国債と比較して相対的に割高であると考えていますが、満期の長い地方債のバリュエーションは依然として妥当な水準にあります。地方債の相対的な価値を測る指標としてよく使われるのが、地方債の米国債に対する利回り比率です。8月末時点における対10年債の利回り比率は82%、対30年債では102%でした。<sup>6</sup> 歴史的に見ると、これらの比率は平均して80%台後半～90%台前半の範囲で推移してきました。<sup>7</sup> 非課税のメリットを享受できる投資家にとっては、非課税地方債利回りは、他の債券商品と比較して魅力的であると考えています。デフォルト率の低さや税控除後のインカム収入の高さを考慮すると、投資家にとって、地方債セクターは依然として債券ポートフォリオにおいて有力な選択肢であると考えています。

### スティーブン：足元の市場環境において、どのように地方債ポートフォリオを位置づけていますか？

ベン：我々は、ポートフォリオのデュレーションから、総じて、金利リスクをより中立的に位置付けるようにしています。地方債の利回りが上昇したため、我々は、ポートフォリオのデュレーションの長期化を検討してきました。

地方債の発行体のファンダメンタルズが全般的に好調であることから、ポートフォリオのクレジットリスクを高めても問題はないと考えています。今年については、利回りの大幅な変動が地方債セクターのパフォーマンスを主な要因となっており、銘柄選択の影響は限定的でした。ファンダメンタルズは総じて堅調に推移していますが、市場サイクルが進むにつれて、銘柄選択がより重要になると考えています。

# グローバル・マクロ：グローバルな金融引き締め環境における投資機会の発掘

グローバル・マクロの投資家は、インフレ圧力に対する政策対応が国によって異なることに気づいています。テンプレートン・グローバル・マクロ・グループのマイケル・ハッセンスタブは、新興国の中央銀行がすでに高い金利水準を維持する、あるいは先進国に先行して利上げを行うことで、どのように先手を打つことができたかを説明しています。彼は、特にアジアなど特定の現地通貨建て新興国債券市場に価値を見出しています。そうした市場はすでにインフレを織り込んでおり、インフレが緩やかになり始めると恩恵を受ける可能性があると思っています。

マイケル・ハッセンスタブ、Ph.D

フランクリン・テンプレートン・インベストメント・ソリューションズ  
最高投資責任者 (CIO)

**スティーブン：現在の市場環境、特に為替と金利の動向をどのように見えていますか？**

**マイケル：**2021年半ばから始まった米ドル高の流れは、一部の通貨に対して20年ぶりの高値を付けましたが、その勢いは収束しつつあると見ています。米国の実質金利は依然マイナス領域にあり、双子の赤字と経済成長の鈍化と相まって、一部の通貨に対する最近の広範な米ドル高に歯止めがかかる可能性があります。米ドルは歴史的にも行き過ぎた水準にあると考えます。

インフレ圧力の高まりを受け、世界的な金融引き締めのサイクルが続いています。ここ数カ月、一部の先進国の中央銀行はより積極的な金融引き締めに動いているものの、利上げを開始した水準が低く、インフレ率が目標を上回って推移していることから、金利は高止まりせざるを得ないと思われる。

**“我々は、特定の現地通貨建て新興国債券に大きな投資妙味があると考えています。高インフレと利上げを織り込んだ価格水準は、魅力的なリスク調整後利回りを提供しており、いずれ国内のインフレがピークアウトし、緩やかに低下し始めたときに恩恵を受けると見られます。”**

従って、多くの先進国ソブリン債は引き続き逆風にさらされることになると考えられます。一方、すでに高い金利水準を維持している、あるいは他国に先駆けて利上げを実施することで、先手を打つことができた中南米などの新興国は、世界的な金融引き締めサイクルの動きに対して有利な立場にあると見られます。対照的に、持続的なインフレとファンダメンタルズの悪化に対して、より脆弱な新興国もあります。ファンダメンタルズと金融政策のばらつきによる各国の相対的なバリュエーションに投資機会が見出せると考えます。

**スティーブン：どこに投資機会があると感じていますか？そしてその理由は？**

**マイケル：**我々の米ドルに対する見方を踏まえると、先進国および新興国双方の米ドル建て以外の資産に投資機会があると考えます。我々は、特定の現地通貨建て新興国債券に大きな投資妙味があると考えています。高インフレと利上げを織り込んだ価格水準は、魅力的なリスク調整後利回りを提供しており、いずれ国内のインフレがピークアウトし、緩やかに低下し始めたときに恩恵を受けると見られます。

地域別では、アジアの諸地域が新興国市場の中で引き続き際立って良好です。他の地域と同様に成長は鈍化しているものの、アジアの新興国は2022年と2023年に世界で最も力強い成長率を示すと予測されています。多くの地域が2021年下半期の再ロックダウンによる経済的逆風に耐えた後、いくつかの国が経済活動を再開、ウイズ・コロナに政策スタンスを転換しました。こうした経済活動の再開によって、国内経済や対外貿易が大きく勢いづくと考えられます。中国のゼロコロナ政策の段階的な緩和は、2022年10月に開催予定の中国共産党第20回党大会後も続くと思われ、アジアの近隣諸国にもプラスの波及効果をもたらすと考えられます。

また、一部のアジア諸国は、大幅な経常黒字、低水準の財政赤字、低債務となっており、金利水準は先進国の低金利と比較して相対的に正常な状況にあります。さらに、アジア地域の成長要因の多くは、医薬品、デジタル化、ビッグデータ、ハイテクといった昨今のトレンドに即しており、特に韓国やシンガポールではその傾向が顕著です。今後も、アジアは世界の成長をけん引する重要な地域であると考えます。

中南米でも、高水準のコモディティ価格が引き続き輸出収入を下支えし、一部の中央銀行がインフレ抑制、通貨防衛、政策の信頼性維持などに向けて積極的に利上げを実施するなど、リスク調整後の投資価値が高まっています。このような状況が、一部の国において非常に魅力的なリスク調整後利回りを創出しています。

**スティーブン：潜在的なリスクや懸念事項はありますか？**

**マイケル：**一部の国では、依然として巨額の財政支出と過度の金融緩和による構造的なリスクが中長期の懸念事項として残っ

ています。ここ数年、ほぼすべての国において債務残高が大幅に増加しています。さらに、異例の大規模金融緩和に金融市場が過度に依存してきたことが、政策金利が正常化したときに金融市場の混乱を招く前提条件を作り出したといえます。確かに、世界がここ数年の大規模な財政刺激策と金融緩和から移行するにつれ、ボラティリティの高い局面が予想されます。重大なリスクは、長引くインフレに対処するためにFRBが急激な利上げを余儀なくされる「ボルカー・モーメント」の状況となることです。

## オルタナティブ投資：私募不動産投資におけるトレンドと投資機会

株式や債券が低迷する中、オルタナティブ投資への注目度はかつてないほど高まっています。クラリオン・パートナーズのヘッド・オブ・インベストメント・リサーチであるティム・ワンが、私募不動産市場の動向と、なぜ産業施設が有望なのかを解説します。

ティム・ワン, Ph.D.

クラリオン・パートナーズ

ヘッド・オブ・インベストメント・リサーチ

**スティーブン：なぜ、現在、商業用不動産、特に産業施設を魅力的と考えていますか？**

**ティム：**米国の産業施設は、かつてない旺盛な需要と歴史的低水準にある空室率を背景に、商業用不動産（CRE）セクターの中で最も優れたパフォーマンスを示し続けています。機関投資家向けの質の高い産業施設への投資は、2011年以降、総じてNCREIF（米国不動産投資受託者協会）のプロパティ・インデックス（NPI）や、その他のコア商業用不動産のパフォーマンスを大きく上回っています。<sup>8</sup>このセクターの持続的な強さは、米国の個人消費の継続的な増加、オムニチャネルの拡大、世界的な貿易拡大にけん引され、例を見ないものとなっています。クラリオン・パートナーズは、グローバルなサプライチェーンとラストワンマイル配送における構造的変化を踏まえ、このセクターの短期・長期の見通しをポジティブに捉えています。

今後数年間は、サプライチェーンの混乱と在庫の再構築、Eコマースブームの継続、建設・建て替えコストの上昇という3つの主

要因が、産業施設の需要拡大と賃料上昇をけん引すると考えています。Eコマース企業は、通常、従来の小売業者の3倍以上の倉庫スペースを必要とするため、倉庫や配送スペースの需要が高まっており、Eコマース関連の物流拡大は、産業施設の需要にとって非常に大きな長期的な追い風となっています。新規供給物件が限られる中、産業施設、特に最新のAクラス施設に対するテナント需要は非常に高く、家主は賃料水準を維持・上昇させることができると我々は予想しています。

**スティーブン：米国では、北から南への人口移動のほかに、どのようなトレンドがありますか？それらのトレンドに関連する最良の投資機会を教えてください。**

**ティム：**新型コロナウイルスのパンデミックは、2020年3月以前にすでに始まっていた住み替えの動きを大きく加速させました。米国全体では、産業や人口動態の変化に伴う人口移動のパターンは、地域、都市圏、立地の状況によって大きなばらつきが出ており、ある地域では空前の人口増加を、他の地域では大幅な人口減少を経験しています。我々の分析によると、コロナ禍後の米国の人口移動には、主に4つのトレンドが見られます。

1. 大規模な「ブルー・ステート」（民主党支持者が多い州）からの人口流出
2. 一部の中小規模の都市における堅調な人口増加
3. サンベルト市場への人口移動
4. 郊外への移動



一部の大都市からの人口流出は10年前とは極めて対照的です。当時は都市生活の人気の高まりと数十年にわたる移民ブームによって、ほとんどのゲートウェイ市場の都心部で人口が増加しました。

我々は、商業用不動産（CRE）の投資家は、人口のさらなる低密度化を想定して投資戦略を立てるべきと考えています。さらに、商業用不動産への戦略的な資本配分は、将来有望な産業、着実な人口流入、企業寄りの政策といった特性を持つ高成長地域に注目することで、リターン向上が見込まれると考えます。堅実な不動産投資を行うには、コロナ禍後に米国民がどこに住み、働き、遊ぶことを望んでいるかを見極めることが、これまで以上に重要になってくると思われます。

### スティーブン：あなたの見通しやポジショニングに対する最大のリスクは何ですか？

ティム：ハイブリッドな勤務形態は今後も続くと思われますが、もし、オフィス回帰の動きが強まれば、最近の移動パターンは

多少修正される可能性があります。現在、米国では実際のオフィス稼働率が、コロナ禍前の水準より平均50%も低くなっています。<sup>9</sup>このような不確実性は、全米の大規模商業ビジネス地区の回復ペースに影響を与える可能性があると考えられます。

また、過去18カ月間にわたり、米国の建築コストがかつてないほど高騰しており、それに伴い、商業用不動産の建設・改修コストも大幅に上昇しています。建設コストの上昇は、今後5年間に計画されている14億平方フィートの倉庫スペースに関するプロジェクトの日程と予算に悪影響を与える可能性があります。<sup>10</sup>しかし、我々は、堅調な需要を背景に、デベロッパーはコスト上昇分を賃料の上昇という形で将来のテナントに転嫁することができると考えています。

### 巻末脚注

1. 出所：ファクトセット、米連邦準備制度理事会（FRB）の金融引き締めは2022年3月17日に開始されました。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。インデックスにはいかなる運用報酬、その他諸費用等も含まれていません。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。
2. 出所：FRB経済見通し（SEP）、2022年9月21日時点。
3. 出所：MSCI、ブルームバーグ。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は当資料に含まれるいかなるMSCIのデータについても保証せず、一切の責任を負いません。MSCIデータを複写・転載することは固く禁じられています。当資料は、MSCIによって作成も保証もされていません。重要なデータの提供先については [www.franklintempletondatasources.com](http://www.franklintempletondatasources.com) をご参照ください。
4. いかなる推測、予想、予測も実現する保証はありません。
5. 出所：ブルームバーグ、2022年9月時点。
6. 出所：ブルームバーグ。
7. 出所：ブルームバーグ。
8. 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。インデックスにはいかなる運用報酬、その他諸費用等も含まれていません。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。
9. 出所：キャッスル・システムズ、2022年5月時点。
10. 出所：CBRE-EA、クラリオン・パートナーズ・インベストメント・リサーチ、2021年第3四半期時点。

**Global Investment Outlookについて** Global Investment Outlook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（CIO）の見解を紹介しています。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。

## 本稿に登場する運用担当者



**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  
最高投資責任者（CIO）兼  
ポートフォリオ・マネージャー



**マンラジ・セクホン**  
フランクリン・テンプレトン新興株式グループ  
最高投資責任者（CIO）



**カート・ハルヴァーソン、CFA**  
ウエスタン・アセット  
ポートフォリオ・マネージャー



**ベン・バーバー、CFA**  
フランクリン・テンプレトン債券グループ  
地方債担当ディレクター



**マイケル・ハッセンスタブ、Ph.D**  
テンプレトン・グローバル・マクロ・グループ  
最高投資責任者（CIO）



**ティム・ワン、Ph D.**  
クラリオン・パートナーズ  
ヘッド・オブ・インベストメント・リサーチ

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。株価は、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ます。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。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。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。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。運用担当者の投資手法や投資判断が望ましい結果をもたらす保証はありません。（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。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。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。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・テンブルトン（「FTJ」）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・テンブルトン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。



## 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・テンプレトン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、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。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。すべての投資はリスクを伴い、元本を割り込む可能性もあります。

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・テンプレトン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・テンプレトン（「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もありません。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もありません。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、専門家の助言を受けることをお勧めします。

詳細につきましては[www.franklinresources.com](http://www.franklinresources.com)をご覧ください。

CFA®及び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・テンプレトン（フランクリン・テンプレトン・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・テンプレトン・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ンス、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・テンプレトン・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・テンプレトン・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