



グローバル投資環境 見通し

忘れ難き一年を経て2023年の投資機会を探る



はじめに



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

2022年も終わりを迎え、ほとんどの投資家は安堵していることでしょう。2023年はインフレと景気後退の可能性が引き続き世界の市場の焦点となっています。我々の基本的な考え方の前提は、インフレ率が一段と低下するであろうというものです。その理由は供給面の制約が緩和されつつあり、各国中央銀行が金融引き締め政策を堅持するとしているからです。一方、金融引き締め結果、景気は減速する見通しです。これをきっかけに投資機会がもたらされる可能性があります。

- 欧州はすでに景気後退入りしている公算が大きく、米国も景気後退に陥る可能性は高いものの、米国の景気後退は緩やかなものにとどまると予想しています。リスク・リターン特性で見ると、特に2023年前半は世界株式より債券のほうが選好されるでしょう。景気後退およびその後の景気回復は急激なものとなり、それによりボラティリティの高い市場となる可能性があります。特にリスク資産に傾斜配分する場合は、分散投資と積極的な選別投資がこれまでと同様に重要になると考えています。
- 直近のマクロ見通しのレポートで議論したように、株価の割高感と金利のピークアウトの可能性から債券に有利な環境がもたらされつつあります。2023年には投資家は以下のような観点からより上質な投資先を求め、おそらくデュレーションを長期化すると予想しています。
 - デュレーションの長期化によって魅力的なインカム収入の機会を得る可能性があり、デュレーションの構築にあたっては米国債が中心になりえます。
 - 比較的安全なインカム収入を求める投資家には投資適格 (IG) 社債も魅力的と見られます。
 - 投資期間が複数年にまたがる投資家にとってはハイイールド (HY) 債にも投資妙味があると思われれます。デフォルト率は短期的に上昇する可能性がありますが、足元の利回りと積極的な銘柄選別がクッションの役割を果たします。
- 重要なポイントは「FRBと戦うな」です。米国の景気がソフトランディングするにしろ、ハードランディングするにしろ、米連邦準備制度理事会 (FRB) が目標を達成すれば、債券市場は上昇する可能性があります。ソフトランディングでなければ、株価は伸び悩む可能性があり、債券利回りが低下したとしても企業収益は落ち込み、株価は上昇しない可能性があります。その結果、株式市場のボラティリティも高まります。
- 一部の投資対象は、インフレや企業収益の下振れリスクをヘッジする手段になる可能性があります。特にインフレスライド条項が盛り込まれることが多い規制資産の場合、インフレが2023年に上場インフラに及ぼす影響は限定的となります。世界株式の利益に比べインフラの利益は確実性がより高いと考えられます。
- 経験則では、米国の商業用不動産は金利上昇やインフレの局面でも堅調に推移する傾向があります。足元のマクロリスクや市場の混乱を受けて商業用不動産の一部のセクターでは今後1年から1年半の間に魅力的な買い場がもたらされる可能性があります。
- 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。新年を迎えるにあたり、フランクリン・templton・インスティテュートを代表し、皆様のみまますのご発展をお祈り申し上げます。

2023年は様子見姿勢を回避

投資家にとって2022年は忘れ難い一年となりました。インフレの高進と中央銀行の利上げが相まって、株式、債券、不動産、暗号資産（仮想通貨）、そして多くの国際商品が値崩れを起こしました。また同じことが待ち構えているのではないかと危惧し、投資家が戦々恐々と2023年を迎えようとしていたとしてもさほど不思議なことではありません。

2023年前半は、世界の株式市場を中心に一部の市場セグメントでさらに下振れするリスクはあるものの、同時に選別を正しく行えば有利になりうる投資の機会が訪れる一年になると予想しています。重要なポイントとして、2023年は資産クラス間の負の相関関係が戻る可能性が高く、規律ある分散投資や慎重なリスク配分に取り組んでいる投資家は報われるとみられます。

静けさの前の嵐

インフレ抑制に向けた各国中央銀行、特にFRBの固い決意によって、我々の基本シナリオでは、インフレ率はすでに頭打ちとなり、2023年に入り一段と低下すると予想しています。しかし、インフレ率を抑える代償も大きくなります。ポール・ボルカー氏がFRB議長に就任した1979年以降の金融引き締め局面では、金融市場はことごとく大きな混乱に見舞われています。因果関係はともあれ、FRBの金融引き締めを受けて、中南米では1980年代にソブリン債がデフォルトに陥り、1987年に株式市場は暴落し、1990年代初頭には貯蓄金融機関（S&L）危機が起き、1995年にはメキシコ債務危機が発生しました。1997年から1998年にかけては、アジア金融危機に見舞われ、ロシアはデフォルトに陥り、米大手ヘッジファンドのロングターム・キャピタル・マネジメント（LTCM）は経営破綻に追い込まれ、2008年には世界金融危機が起きました。

こうした金融引き締めにつき、インフレ率が低下し始めると、米国債には軒並み優れたリターンがもたらされてきました。しかし、金融引き締めは金融システムや企業収益に深刻な影響をもたらし、大半のケースで株式市場は急落しています。株式市場の低迷は短命に終わる場合もあれば、長期化する場合があります。

重要なポイントは「FRBと戦うな」です。米国の景気がソフトランディングするにしろ、ハードランディングするにしろ、FRBが目標を達成すれば、債券は上昇する可能性があります。ソフトランディングでなければ、株価は伸び悩む可能性があり、債券利回りが低下したとしても企業収益は落ち込み、株価は上昇しない可能性があります。その結果、株式市場のボラティリティも高まります。

株式と債券の双方にとって2022年は散々な結果に終わりましたが、2023年は分散投資の効果が再び表れる可能性があると考えています。暦年ベースで米国の株式と債券が同時に下落したのは、1948年以降で2022年を含めて5回しかありません。例えば、仮に我々の見方が正しかったとします。金融引き締め政策によりインフレ率は低下しますが、金融リスクは高まり、企業収益は落ち込みます。その場合、債券市場の上昇が株式市場の下落を補うクッションになります。

リスク・リターン特性で見ると、2023年初めは世界株式より債券のほうが有利であることが示唆されています。債券のリスク・リターン特性の優位性は、2023年年間を通じてずっと有効というわけではありませんが、2023年前半に顕著に表れる可能性があります。

2022年の相場が繰り返されるリスクはありますが、債券価格が上昇するためには、金利の低下が不可欠です。株式市場が上昇するには金利以外のすべてのもの、すなわちリスクプレミアムと企業収益が足並みを揃える必要があります。しかし、中央銀行がブレーキを強く踏み込むと、車輪が外れることも多く、株式市場の投資家には望ましくない結果がもたらされます。

負の相関関係が回復

株式と債券の双方にとって2022年は散々な結果に終わりましたが、2023年は分散投資の効果が再び表れる可能性があると考えています。暦年ベースで米国の株式と債券が同時に下落したのは、1948年以降で2022年を含めて5回しかありません²。例えば、仮に我々の見方が正しかったとします。金融引き締め政策によりインフレ率は低下しますが、金融リスクは高まり、企業収益は落ち込みます。その場合、債券市場の上昇が株式市場の下落を補うクッションになります。

FRBが奇跡的に金融市場の混乱や企業収益の落ち込みを招くことなくインフレを抑え込むソフトランディングを成し遂げられたとした場合、株式と債券はともに上昇する可能性があります。しかし、そうした結論を誇張することは難しく、いまは分散投資を放棄する時期ではありません。むしろ、投資家は再び流動性の低い資産への投資拡大を検討する必要があり、株式と債券の分散投資を検討するだけでなく、より長期的なメリットを享受するためにより多くの分散投資手段を探る必要があります。

債券：前途多難な道を見極める

2022年はハイールドカーブ全体が上方にシフトし、発行体のクオリティーやデュレーションに拘わらずすべての債券が下落した結果、債券投資に有利な機会がもたらされています。

例えば、ハイールド債はより短期のデュレーションの利回りが10%近くに達し、投資適格債はより長期のデュレーションの利回りが5%を超えています。景気後退局面ではデフォルト率は上昇する傾向があり、ハイールド債の価格は全体的に乱高下する可能性があります。しかし、長期的な視点に立ち、質の高いクレジットリサーチを活用することにより、投資機会を発掘できる可能性があります。投資家にとっての問題は、信用力が高く、比較的安全な投資適格債が信用力の低いハイールド債と比較して適正に評価され、安心して投資できる状態にあるのかどうかという点にあります。経験則からすると、景気減速局面ではデフォルト率は上昇しますが、2021年の相場下落は銘柄選別やサブ資産クラス間の乗り換えを行うにあたり格好の機会をもたらしています。債券利回りが同じ方向に動き（ベータ）、アクティブリターン（アルファ）を獲得する機会がほ

企業収益やリスクプレミアムについては、2023年前半は厳しい環境になりそうです。金融セクターや資本財・サービスセクターなどバリュー株とされる多くのセクターはもともと景気変動に左右されやすく、企業収益の下振れにより打撃を受ける可能性があります。今世紀で最も成功している企業は、実物資産にほとんど投資せず、ブランド、技術、スケールメリット、ファースト・ムーバー・アドバンテージ（先行者利益）などの無形資産で高いリターンを確保している企業です。

とんど見られなかった2022年とは極めて対照的です。債券セクションでは、投資機会に関する運用チームの見方が紹介されていますが、運用チームの見方はインカム収入を求め、銘柄選別により再び債券に傾斜配分すべきだとする我々の見方を概ね後押しするものとなっています。

株式：バリュー株、新興国市場、テーマ？

2023年は株式市場の中でどのセクターが最も優れたパフォーマンスとなるでしょうか？グロース株でしょうか？優良株でしょうか？バリュー株でしょうか？それとも新興国市場でしょうか？

企業収益やリスクプレミアムについては、2023年前半は厳しい環境になりそうです。金融セクターや資本財・サービスセクターなどバリュー株とされる多くのセクターはもともと景気変動に左右されやすく、企業収益の下振れにより打撃を受ける可能性があります。今世紀で最も成功している企業は、実物資産にほとんど投資せず、ブランド、技術、スケールメリット、ファースト・ムーバー・アドバンテージ（先行者利益）などの無形資産で高いリターンを確保している企業です⁴。景気変動に左右されやすい企業は売上高が落ち込む傾向があり、今後数四半期でそうした状況に見舞われる可能性があります。

最後になりますが、おそらく最も重要なポイントとして、2023年初めにウクライナ・ロシア戦争によるインフレへの影響を市場が織り込む中、不透明感は高止まりを続ける可能性があります。警戒ムードが広がり、少なくとも世界的な景気回復が定着するまで、投資家は財務体質が強固でビジネスモデルが健全な企業を選好する可能性があります。

バリュー株や新興国市場は2023年初めというよりその後を持ち直す可能性があります。投資家はここでも積極的な銘柄選別により恩恵を受ける見通しです。株式セクションでは、半導体のテーマを取り上げ、1つのテーマに注目することがどれだけ多くの投資機会を提供するかを少しだけ紹介したいと思います。

オルタナティブ資産：分散投資の追及

株式と債券以外で分散投資を図ろうとすると、多くの場合、投資家にとってオルタナティブ資産へのアクセスに制約があります。しかし、こうした制約を克服することができれば、リスク調整後リターンの向上を求めて投資家はプライベートクレジットや商業用不動産への投資を検討する可能性があります。株式や債券との相関関係が低い可能性がある以上に、より長期の投資を行えば、より高いリターンが得られる可能性もあります。

なぜ一部の資産は相関関係が低い可能性があるのでしょうか？プライベートクレジットの場合、世界金融危機後に中小企業向け融資が大幅に縮小される中、その穴を埋める形で現在の市場が誕生しました。インデックス運用を行うのではなく、本物の価値を見出し、偶発的な事故を回避することにも長けたトップクラスのマネジャーの選別に重点を置く必要があると考えています。

2022年という厳しい年を経て多くの投資家は様子見姿勢で臨む可能性があります。しかし、こうした心情は理解できるものの、避けることが賢明です。インフレ率が低下すれば、債券のリターンは回復し、株式や一部のオルタナティブ資産とともに債券を保有することによる分散投資効果も回復する可能性が高そうです。株式市場に深入りするのは時期尚早である可能性があります。2023年は特定のテーマに注力することにより、ポートフォリオ全体のリターンを高められる可能性があります。

同様に、賃料が物価の上昇と連動することが多い商業用不動産には、物価の自動調整機能があり、それにより他の資産とは異なる相関関係を持つ可能性があります。足元のインフレや景気後退の可能性は不動産投資家にとって試練となりますが、産業用倉庫、ライフサイエンス施設、集合賃貸住宅などのセグメントは優れたリターンをもたらすと同時に、インフレのヘッジ手段を提供する可能性があります。オルタナティブ資産セクションでは、インフラと商業用不動産という分散投資に寄与する可能性がある2つの分野の見通しについて解説します。

分散投資の検討

2022年という厳しい年を経て、多くの投資家は様子見姿勢で臨む可能性があります。しかし、こうした心情は理解できるものの、避けることが賢明です。インフレ率が低下すれば、債券のリターンは回復し、株式や一部のオルタナティブ資産ととも

に債券を保有することによる分散投資効果も回復する可能性が高そうです。株式市場に深入りするのは時期尚早である可能性があります。2023年は特定のテーマに注力することにより、ポートフォリオ全体のリターンを高められる可能性があります。資産配分の考え方については、フランクリン・テンプレートン・インベストメント・ソリューションズが発行する季刊誌*Allocation Views*をご参照ください。2023年に向けてどのようにアプローチすべきかが論じられています。2022年の厳しい相場環境の中でも希望の兆しは見られ、長期的なリターンは改善する可能性があり、マルチアセットポートフォリオの分散投資効果も回復すると予想されます。

次頁以降では運用チームがそれぞれの視点を提供するとともに、最も重要なポイントとして2023年の主な投資機会について解説します。

債券

世界各国でインフレ率が上昇する中、債券投資家は中央銀行の積極的な行動に苦戦し、金融引き締め局面はいつ転換するのかという疑問が多くの債券投資家から発せられています。フランクリン・インカム・インベスターズのエド・パークス最高投資責任者（CIO）、フランクリン・テンプレトン債券グループのグレン・ボイルスとジョシュ・ローマイヤー、ウェスタン・アセットのケン・リーチCIOが、それぞれの視点から債券市場について検討します。投資妙味の大小はあるものの、金利の上昇やスプレッドの拡大に伴い、債券の投資機会は広がっているとの見方で一致しています。

債券に重点シフト

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）

2023年は、株式、債券、オルタナティブ資産の配分をどのように変えていますか？

2023年の金利やインフレの動向が、私達の配分を決定する主たる原因となります。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。FRBが金利政策を転換するまで長い期間を要すると予想しており、利上げが景気やインフレに及ぼす影響に注目は集まります。金融引き締めの時間差効果や厳しさを増す成長環境から、ファンダメンタルズが悪化するのかどうか不透明感が広がっています。

我々はこの1年で債券投資に大きくシフトしました。しかし、このシフトは医薬品、生活必需品、公益事業など株価が好調に推移したセクターの利益確定が主な要因となっています。債券投資で目指す利回りに比べ株価が割高であれば、ペースは緩やかなものになりますが、債券へのシフトは続き、債券6割・株式4割の配分比率に近づきます。

配分比率の変更は市場の行方に左右されます。投資適格社債の利回りが再び6%に向かえば、株式、ハイイールド債、米国債から投資適格社債へのシフトを加速します。

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？

市場に及ぼすいわゆる「FRBプット」の効果が薄れているだけに、トータルリターンの中では今後数年間で利回りがはるかに重要な要素となります。金利の上昇やスプレッドの拡大に伴い債券には利回りへの投資機会が大きく広がっています。

株式に代わる投資対象が見当たらず、投資家があらゆる資産クラスで利回りを必死に探し求めた1年前とは全く異なるシナリオです。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2ケタのリターン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を秘め、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っています。

米国債の利回りが我々のインカム収入の必要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年物の米国債の利回りが2%前後では投資妙味は感じませんでした。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。これは、2023年は米国債が我々の戦略の中心になることを意味します。

2023年の債券の投資機会と懸念材料についてお聞かせください。

企業収益に大きな影響がない限り、ハイイールド債は多くの投資家が考えている以上に底堅いとみています。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。

利回りが大きく上昇することは考えにくく、これは特に足元の割安な価格に我々が満足していることを意味しています。このため、値動きが激しく、景気後退シナリオでは債券のパフォーマンスを下回ると予想される株式に代えて、選別的にハイイールド債を積み増すことは比較的合理的な判断だと考えています。

最悪シナリオでは、投資家は2023年も厳しい経済環境に見舞われる可能性があります。すなわち、インフレは高止まりを続け、利上げや金融引き締め期間は長引く恐れがあります。こうした状況は、いずれ過剰債務を抱え債務の借り換えが必要な企業を圧迫します。こうした状況下では、我々はすでに投資している公開市場の企業の債務の借り換えを、プライベートデットを通じて支援する可能性があります。一方、中堅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。

より優良な社債へ

グレン・ボイルス、CFA

ブランクリン・templton債券グループ

社債、ポートフォリオ・マネジメン・ディレクター

ジョシュ・ローマイヤー、CFA

ブランクリン・templton債券グループ

投資適格、ポートフォリオ・マネージャー

ここ数年間は利回りを追及する動きが続きました。金利が上昇し、今後数年間でデフォルト率が上昇する可能性がある中、米国が景気後退入りした場合、ハイイールド社債はどのような状況になるとお考えですか？

グレン：米国が景気後退入りするかどうかは別として、インフレ退治に向けたFRBの金融引き締めにより景気は減速する見通しです。しかし、ハイイールド社債は逆風への耐性を備え、長期目線の投資家にはこの先、魅力的なリターンをもたらす可能性があると考えています。1つの理由としてハイイールド社債の利回りは年初以降、投資意欲が高まる水準まで戻り、足元では魅力的な水準にあるとみられます。バリュエーション（類似の償

ハイイールド社債はリターンが2年連続でマイナスになったことはなく、価格が大幅に下落した後は通常、大きく反発しています。その理由の1つは単純な理屈にあります。すなわち、平均残存年数5.5年、平均価格80台半ばのハイイールド債の場合、デフォルトに陥らない大半の債券で価格は額面(100)に強く引き寄せられます。

還期限を持つ米国債の利回りに対するスプレッド)は過去の景気後退局面の水準を下回っているものの、投資家はなおデフォルトリスクに見合う以上のリターンを得られると考えられます。

1つの理由として、企業のファンダメンタルズは概ね健全であり、インタレスト・カバレッジ・レシオも高く、近々、期日を迎える債務の返済にもほとんど問題がないことが挙げられます。企業は、少なくともこれまでのところは、値上げを通じて物価の上昇分を吸収することに概ね成功し、利益率を維持しています。デフォルト率は昨年記録的な低水準から上昇する見通しですが、なおも過去の景気後退局面の水準を下回ると考えています。また、平均価格80台半ばのハイイールド債の場合、価格が額面(100)に近い水準で取引されている時よりデフォルト時の下値余地は限られます。デフォルト率はそれほど上昇せず、デフォルト時の下値余地も限られる可能性があることから、足元のスプレッド水準でも投資家は今後数年間にわたり十分に報われると考えられます。

ハイイールド社債はリターンが2年連続でマイナスになったことはなく、価格が大幅に下落した後は通常、大きく反発しています。その理由の1つは単純な理屈にあります。すなわち、平均残存年数5.5年、平均価格80台半ばのハイイールド債の場合、デフォルトに陥らない大半の債券で価格は額面(100)に強く引き寄せられます。ポテリリティは続く可能性が高いものの、利回りは9%に近く(2022年11月17日時点の指数ベースで8.9%)⁶、投資期間が複数年にまたがる投資家は魅力的な水準で購入しつつあり、魅力的なリターンを得られると考えています。



投資適格社債の先行きについてお聞かせください。

ジョシュ：10年物の米国債利回りはこの10年間、概ね0.50～2.50%で推移し、投資適格債のスプレッドもタイトなレンジで推移してきました⁷。このような信じ難いほど利回りが低い環境下で、債券の投資家は必要なインカム収入を確保するために、信用力が低い資産を通じて高い利回りを追及せざるを得なくなりました。また、金利はいずれ上昇する可能性があったことから、信用力が高く、デュレーションが長めの資産にはトータルリターン観点から大きなリスクがありました。これこそまさに我々が2022年年初から目の当たりにしてきたことです。

信用スプレッドが拡大した影響も確かにありましたが、米国債の利回りの上昇に伴い2022年初から債券のトータルリターンは概ねマイナスに陥っています。我々は、その結果、投資適格債には長期的な追い風になる道筋が作られたと考えています。

まずなにより、景気後退入りしたとしても、投資適格債の発行体がデフォルトに陥る可能性は極めて低いことが挙げられます。財務体質はなお概ね強固であり、大半の投資適格社債の発行体には財務面から景気減速局面を乗り越えられるだけの柔軟性があります。スプレッドが拡大しないというわけではありません。景気後退入りすれば、スプレッドは大きく拡大する可能性があります。しかし、投資家は米国の投資適格社債への資金配分を通じて攻めることも守ることもできる時期に差し掛かっています。信用スプレッドが今後、拡大したとしても米国債の利回りの上昇というディフェンシブなメリットにより、十分に穴埋めすることが可能です。債券はついにインカム収入をもたらす始めました。

全体的に見れば、利回りの上昇に伴い、足元のバリュエーションのリスク・リターンのバランスは、年初に比べ大きく改善していると考えています。このため、比較的安全なインカム収入を求める投資家には、投資適格社債の魅力は高まっています。一方で、市場をめぐる不透明感、景気減速、ファンダメンタルズの悪化からスプレッドが拡大する可能性があることも認識して

FRBの今後の利上げは大方の予想を上回るとみており、こうした不透明な環境から市場のボラティリティは、当面、高止まりする可能性があります。

おり、足元では流動性を確保し、市場のボラティリティの機会を有利に活用するために米国の投資適格債の配分では優良銘柄に注目しています。

FRBが2023年も金融引き締めを続けた場合、投資適格債にとって目先の投資機会はどのようなものになるとお考えですか？

ジョシュ：FRBの今後の利上げは大方の予想を上回るとみており、こうした不透明な環境から市場のボラティリティは、当面、高止まりする可能性があります。また、FRBのパウエル議長は継続的な引き締めを懸念しているとみられ、中期的には緩やかな景気後退にとどまる可能性が高いと考えています。しかし、この点は企業収益の予想にはまだ織り込まれていないようです。ボラティリティの上昇局面では、信用力が高く、ファンダメンタルズに優れ、末端需要に左右されにくい銘柄は好調に推移する可能性があります。このため、我々は景気変動に左右されにくいセクターへのリスク配分を高めており、スプレッドの拡大や手厚い自己資本をテコに米国の金融セクターはリスク調整後ベースで優れたリターンをもたらす可能性があると考えています。

ハイイールド債についてはどのようにお考えですか？

グレン：金利上昇やインフレ圧力はすべての企業に同等に影響を及ぼすわけではなく、多くの企業が値上げを通じて物価の上昇分を吸収する一方、利益率が圧迫されている企業もあります。金融政策を通じて借入コストも上昇しており、変動金利借入をヘッジしていない企業には一段と深刻な影響をもたらします。ハイイールド債の発行体が数々の試練に直面する中、今後数年間でリターンの格差は広がると予想しています。こうした環境からハイイールド債におけるアクティブ運用の重要性は高まり、個々の銘柄選別が今後のパフォーマンスを左右するカギになるとみています。

足元では、化学など一部の景気敏感セクターの発行体に投資機会があるとみていますが、市場では景気減速による業績への影響に注目が集まっています。しかし、我々は各社のキャッシュ創出力や景気の逆風に耐えうる資本構造に注目しています。また、需要が経済成長の水準に左右されず、債券が魅力的なリスク・リターン特性を提供しているパッケージング業界や公益事業などの古典的なディフェンシブセクターも選好しています。さらに、ファンダメンタルズ面で追い風が続き、格付けが引き上げられる可能性があるエネルギーセクターにも引き続き注目しています。

企業は今後、いくつかの試練に直面します。人件費、資金調達コスト、投入コストの上昇により利益率は引き続き圧迫される見通しです。様々なテック企業が人員削減を発表し始めるなど、賃金の大幅上昇の影響もすでに表れています。

2023年に向けて最も懸念されるハイイールド債のセクターはどこですか？

グレン：2023年になると、消費者は実質所得の減少に見舞われ、一部の企業や業種では価格決定力が低下し始める可能性があります。また、今回のインフレは予想以上に上り詰まり、今後もコストは押し上げられ、FRBは金融引き締めを維持すると予想されます。

以上のシナリオから、一部に懸念すべき分野もあります。末端の消費者の需要の弾力性が大きい企業や低所得の消費者に依存する企業は引き続き業績が圧迫される可能性があります。小売企業や消費財メーカーなどが該当します。また、債務負担が重い、資本構造の改善に向けて、今後はコスト削減に取り組まざるを得ないなどの理由から、フリーキャッシュフローが限られる企業も金融引き締めに伴い試練に立たされます。ここ数年間の多くのLBO（レバレッジド・バイアウト）はこれらの企業が対象となっており、我々がこうした案件を検討する際には投資選別を強めています。また、需要が傾向的に減少している斜陽産業も避けています。有線の通信企業、電気自動車（EV）の台頭とそれに伴う業界への不透明な影響から競争環境が急速に変化しつつある自動車などの業界、放送・有料テレビが該当します。こうした変化が顕在化し始めるまでには数年もしくは数十年を要するとみられますが、変化のペースは加速する可能性があり、そうなる前に備えています。

投資適格債についてはどのようにお考えですか？

ジョシュ：企業は今後、いくつかの試練に直面します。人件費、資金調達コスト、投入コストの上昇により利益率は引き続き圧迫される見通しです。様々なテック企業が人員削減を発表し始めるなど、賃金の大幅上昇の影響もすでに表れています。利息費用は10年以上にわたり記録的な低水準にあり、企業は前倒しで資金調達を行ってきたことから、まだそれらの恩恵を

受けていますが、金利の上昇が経済全体に浸透し、消費者や将来の企業の資金調達ニーズに影響を及ぼすことは明らかです。また、サプライチェーンの問題も改善しつつありますが、インフレ率が安定し低下したとしても、インフレは消費者や市場がこれまでに経験したことがないほど高止まりし、長引く可能性が高く、今後も世界経済に影響を及ぼします。

短・中期的に市場環境は厳しい局面が続く可能性があると思っており、欧州など不振が続く市場への依存度が高く、景気変動に左右されやすい消費財中心の業種や企業は低迷する可能性が高いと考えています。また、コモディティセクターについてもそれほど強気な見方はしていません。ファンダメンタルズは健全であり、コモディティ価格は持ちこたえる可能性もありますが、バリュエーションに割高感があるとみています。景気減速に伴う需要の減少を背景に、これらのセクターではスプレッドのボラティリティが高まる可能性があります。

インフレ低下シナリオは続く

ケン・リーチ
ウエスタン・アセット
最高投資責任者 (CIO)

2023年は平均利回りを最良の形で維持するにあたりどのような点に注目していますか？

インフレは予想以上に加速し、長引き、債券投資に相応のダメージを与えてきました。しかし、インフレ低下シナリオはまだ生きており、債券投資家に安心感や安堵感を与えていると考えています。我々の分析では、10年物の米国債利回りが2008年以来の高水準にあるなど、足元で債券利回りは極めて魅力的な水準にあります。これらの要因や足元の市場価格から、今後1年間の優先課題として、ベンチマークに対する現在の利回りの優位性を最良の形で維持するためにポートフォリオを組み替える方針です。債券セクターの一部の分野で投資機会を見出しています。

投資機会の例を挙げていただけませんか？

マクロ経済をめぐる懸念はあるものの、金利の上昇、スプレッドの拡大、デフォルト率の低さという複合要因から投資適格債を保有することは合理的と考えています。発行体は慎重な財務管理に努めてきただけに、企業レベルのファンダメンタルズはなお極めて良好とみられます。

また、ハイイールド債市場の質も数十年ぶりの高さにあると考えています。コロナ禍で投資適格債から格下げされた「フォールン・エンジェル」もダブルB格としてハイイールド債指数に数多く組み込まれています。しかし、我々は従来から極めて慎重に銘柄選別を行っており、個別に銘柄を選定しています。また、引き続きエネルギー関連の投資適格債にも注目しています。

米国では企業のファンダメンタルズはピークを打った可能性があります。金融引き締め、投入コストの上昇、米ドルの急騰の影響から、企業収益は悪化するとの懸念が広がっています。我々は銀行（格付けがさらに引き上げられると予想）、エネルギー、経済活動の再開により恩恵を受ける一部の業種（航空、クルーズ船、宿泊など）、「ライジングスター」（低格付け債から投資適格債に格上げされた社債）候補に投資機会を見出しています。

欧州では、公益企業で資金調達ニーズが高まっていますが、政府支援を受けたこのセクターでも投資機会を見出しています。数年ぶりの高水準にある利回りも魅力的に映ります。特に3年債から5年債に注目しています。金融セクターと不動産投資信託（REIT）が最も投資妙味が大きく、景気変動に左右されやすい消費財セクターについては慎重な見方をしています。

また、ハイイールド債市場の質も数十年ぶりの高さにあると考えています。コロナ禍で投資適格債から格下げされた「フォールン・エンジェル」もダブルB格としてハイイールド債指数に数多く組み込まれています。しかし、我々は従来から極めて慎重に銘柄選別を行っており、個別に銘柄を選定しています。また、引き続きエネルギー関連の投資適格債にも注目しています。

米国では、ハイイールド債のスプレッドも比較的魅力的な水準にあると考えています。我々の分析では、極めて低い水準にあるデフォルト率は今後数四半期で上昇する可能性が高いものの、利回りがデフォルト率の上昇をカバーする十分なクッションとなっています。コロナ禍の景気後退局面からの回復途上であり、ライジングスターになりうるサービス関連セクターにも引き続き投資機会を見出しています。

欧州では、地域経済の減速、エネルギー価格の高騰、金融引き締めなど信用ファンダメンタルズは試練を迎えています。我々はダブルB格とシングルB格の債券に投資妙味があるとみて電気通信・ケーブルテレビ、ヘルスケアなどディフェンシブ色が強い業界を注視しています。

住宅価格は大きく落ち込むと予想していますが、住宅ローン担保証券（MBS）などのセクターの2023年の試練と投資機会についてお聞かせください。

住宅市場は大きく落ち込み、住宅価格も大幅に下落すると予想していますが、選別的な投資機会も見出しています。以下はその一例です。

エージェンシーMBSについては、FRBと銀行の需要減少にボラティリティの上昇が重なり、逆風に見舞われていますが、ファンダメンタルズは大きく改善しており、スプレッドは大幅に拡大し、歴史的に見て魅力的な水準にあるとみられ、期限前償還リスクも低下しています。

ノンエージェンシー商業用不動産ローン担保証券（CMBS）については、セクターによってファンダメンタルズは異なり、集合住宅、産業用施設、宿泊施設が引き続き好調に推移する一方、小売りやオフィスはなお厳しい状況にあります。マクロ経済の減速や金利の上昇圧力から価格も下落しています。しかし、ボラティリティが低下すれば、優良銘柄を通じて魅力的な利回りを確保できると考えています。

インフレ率は低下する可能性が高いと考える理由をお聞かせください。

物価を左右する需給要因や金利、FRBが政策運営の参考に利用するマネーサプライに注目すると、インフレ率は近い将来、大きく低下することが示唆されています。さらに、足元の経済状況を見ると、モノや住宅価格はすでに鈍化しつつあります。

株式

半導体は、クラウドが主導する現代世界の原動力であり、日常で使われるあらゆる電子機器、装置、ツールに不可欠な部品となっています。半導体業界の調査経験が20年を超えるフランクリン・エクイティ・グループのJPスカンダリオスが、半導体業界を俯瞰し、たとえ政府支援を受けたとしても半導体生産を国内に移転するのはそれほど簡単なことではない理由を明らかにします。フランクリン・テンプレートン・エクスチェンジトレード・ファンズのヘッド・オブ・グローバル・インデックス・ポートフォリオ・マネジメントであるディナ・ティンは、2大重要半導体拠点である台湾と韓国にターゲットを絞ったエクスポージャーによる投資機会を探ります。

重要な使命を帯びた産業

JPスカンダリオス

フランクリン・エクイティ・グループ

ポートフォリオ・マネージャー

なぜ足元で半導体は大きな注目を集めているのでしょうか？

半導体業界は重要な使命を帯びた産業であり、何らかの形で世界経済のほとんどすべてのセグメントに浸透し、影響を及ぼしています。数十年前までは半導体技術はコンピューター、次に携帯電話にかかわるものが主流でした。今日では機械学習

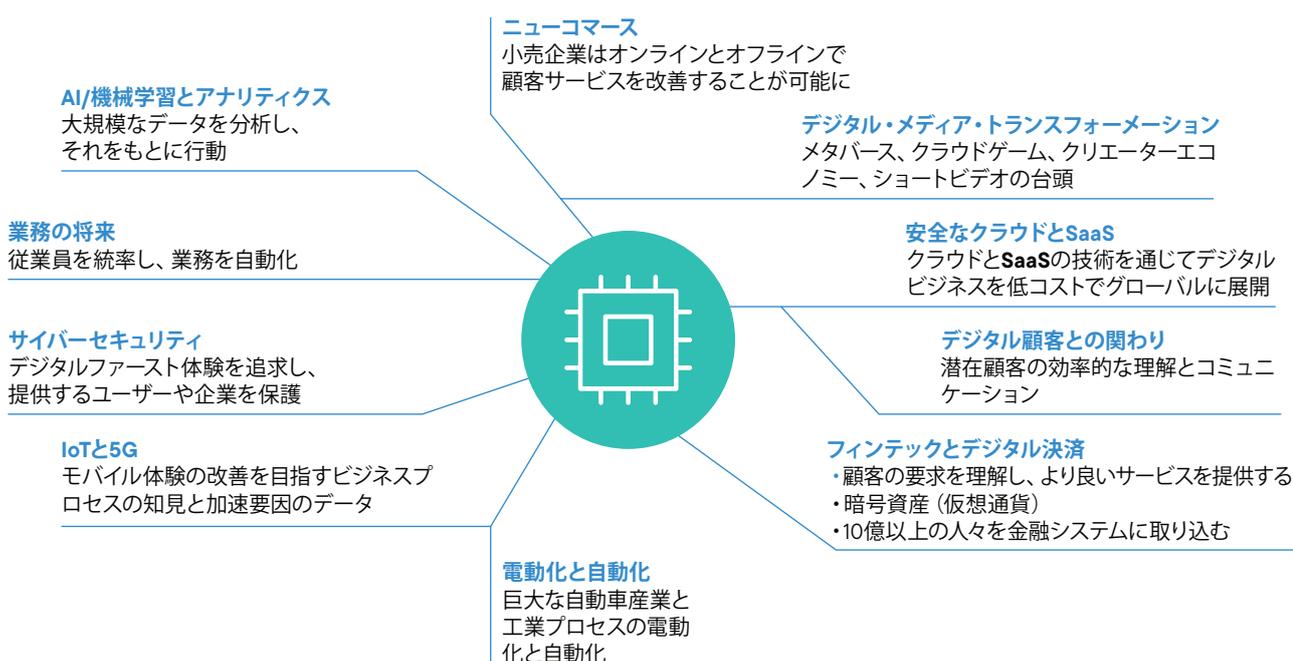
や人工智能にまで進化しています。とりわけ、あらゆるモノの機能が高度化し、相互に結び付く中、半導体は冷蔵庫から時計、自動車に至るまであらゆるものに浸透しています（図表1）。一方、半導体業界は景気変動に左右されやすい性質を有しています。半導体業界は2019年に低迷し、もはや世界のGDP成長率以上に成長することはないとの見方が大勢でした。ところが、近年では需要が大きく加速しています。これはコロナ禍の影響が一因ですが、例えば、電気自動車など新たな市場機会の創出も寄与しています。

米国のバイデン大統領が導入した「2022年CHIPS・科学法」が半導体業界に及ぼす影響については、どのようにお考えですか？

多くの方はご存知ないかもしれませんが、世界の最先端半導体のおよそ90%を台湾、具体的には台湾積体回路製造（TSMC）が生産しています。さらに、半導体主要素材（シリコンウエハー、フォトレジスト（感光材）、その他特殊化学製品）の75%は中国や東アジアが原産国となっています⁹。一方、米国は、半導体製造装置及び、製造やデバイス操作に必要なCADソフトなどの半導体分野の設計研究開発に関わる膨大な知的財産やノウハウを有しています。

デジタルトランスフォーメーション

図表1: 半導体は様々なセグメントでキーデバイスに



出所:フランクリン・エクイティ・グループ。図表は説明目的のみに使用。

TSMCは半導体を受託生産するファウンドリーであり、「メガファブ（巨大工場）」とも言われています。半導体市場で圧倒的な地位を占めるだけに、特に台湾と中国、中国と米国の二国間関係が緊迫化すると、リスクが顕在化します。米国はようやくそうしたリスクに気づき、CHIPS・科学法の一環として、米国内に予備のサプライチェーンや既存のサプライチェーンと並行する新たなサプライチェーンを構築するために、インセンティブや補助金を投入することになりました。米国内に半導体製造施設を建設する企業向けに、製造インセンティブとして380億米ドル以上の予算を割り当てています。

CHIPS・科学法はなぜそれほど重要なのでしょうか？

半導体を世界で最も多く消費している国の1つである中国も、特に半導体では自給率を高める方針を明らかにしてきました。トランプ政権は米国の半導体メーカーの知的財産を守るバリエーションを意図的に築きました。中国通信機器最大手の華為技術（ファーウェイ）は、知的財産を侵害し中国軍に協力している疑いで米国から制裁を科されました。

今日まで話を進めると、装置やソフト、半導体に完全な禁輸措置を課すまでには至っていませんが、バイデン政権は引き続き規制を強化しています。米国は半導体をめぐる覇権を維持し、地政学的緊張が高まる地域への半導体生産の依存度を引き上げる方針を掲げており、CHIPS・科学法はその延長線上にあります。CHIPS・科学法は主に製造拠点としての台湾への依存度を引き上げる狙いがありますが、中国に製品を輸出する場合は、エンドユーザーが中国軍と関わりを持っていないことを証明する必要があり、バイデン政権は旧来装置のみ輸出は認められると米国企業に伝えています。中国の技術が常に何世代か遅れを取ることを狙ったものです。CHIPS・科学法はそうした目的を達成する手段にすぎません。

CHIPS・科学法が成立した結果、どのような動きが広がっていますか？投資機会の拡大につながっているのでしょうか？

インテルがオハイオ州に半導体工場を建設する計画を発表するなど、関連した動きが一部のマスコミの注目を集めています。興味深く皮肉なことに、コロナ禍の真っ最中に沸き起こったブームは一変し、サプライチェーンの状況は徐々に改善し始めています。これが半導体価格や米国企業の収益に影響を及ぼしています。米国政府は国内の生産設備の建設に資金を提供していますが、大半の半導体メーカーは実際に設備投資を削減しています。

CHIPS・科学法は始まりにすぎませんが、米国が半導体生産を完全に内製化するには十分ではなく、さらに多くものを要します。また、米国や欧州は一部のアジア企業の人件費の低さには太刀打ちできません。人件費は常に割高になる可能性が高く、地方政府や連邦政府はインセンティブを通じて支援する必要があります。

企業は足元の半導体サイクルをもとに行動していますが、米国政府はより長期的な視点に立っています。足元の業界の状況にかかわらず、5～10年後を見据え、独自のサプライチェーンを強化する狙いがあります。

欧州も半導体の独自のサプライチェーンの構築に向けて同様の取り組みを続けています。したがって、5～10年後には、世界で独立したサプライチェーンが3つできる可能性があります。半導体製造装置メーカーにとって興味深い朗報となります。興味深いのは20～30年間にわたり言われ続けてきたグローバル化や低コストサプライチェーンの構築とは相容れないことです。

CHIPS・科学法は始まりにすぎませんが、米国が半導体生産を完全に内製化するには十分ではなく、さらに多くものを要します。また、米国や欧州は一部のアジア企業の人件費の低さには太刀打ちできません。人件費は常に割高になる可能性が高く、地方政府や連邦政府はインセンティブを通じて支援する必要があります。

また、構築プロセスには少なくとも2年を要します。半導体工場は複雑かつコストが高い設備です。即座に生産を稼働することはできず、半導体サイクルの浮き沈みが激しい理由の1つはこの点にあります。しかし、企業は最適な立地を見つけ、工場の建設を始めると考えられます。大量の電力、水、その他のインフラ、もちろん人材も必要になることから、どこでも工場を建設できるわけではありません。多くの企業が資金支援を求めてCHIPS・科学法を活用すると予想しています。研究開発を重ね、資金を投入し、半導体の微細化を続けることができる大手企業は一握りにすぎません。

政治リスクを引き下げるといふ意味では予備のサプライチェーンの構築は素晴らしいことですが、半導体サイクルの浮き沈みがさらに激しくなる事態をもたらさないでしょうか？

その通りです。ここ数年間の半導体サイクルでは、(生産能力の追加にはつながらない) M&Aもあり、浮き沈みは大きく抑えられてきました。サプライチェーンが世界に3つできた場合、将来の意図しない結果として、余剰生産能力が多く追加され、半導体サイクルの浮き沈みが大きくなり、価格競争は激しくなる可能性があります。

願わくは、これらの企業の経営陣が規律を維持することを期待しています。半導体業界はこの10~20年間で進化を遂げ、採算を大きく改善させてきましたので、長期的に採算が悪化することは残念なことです。我々も投資家として、半導体サイクルが現在どのような局面にあるのか、株価に織り込まれている期待値、バリュエーションなどを検討する必要があります。

投資家として、半導体業界の中で最も魅力があると思われる分野はどこでしょうか？

今のところ、高性能アナログ半導体が極めて魅力的な技術分野となっています。高性能アナログ半導体は多くのスマート・コネクテッド・デバイスに使われています。例えば、多くの消費者の家庭に普及しているデジタル防犯カメラなどです。

生産拠点の国内回帰の流れとして、他に検討している要因はありますか？

これまではシリコンインゴットからシリコンダイに至るウエハーの生産に焦点を当ててきましたが、その次のプロセスについてはまだ議論していません。生産されたウエハーはマレーシア、フィリピン、ベトナムなどに送られ、多くの検査やパッケージングが行われます。したがって、米国に新たにメガファブ(巨大工場)を10カ所建設すれば、問題はすべて解決するというような単純な話ではありません。半導体は通常、生産開始から完成までに少なくとも1~2回は世界中を駆け巡り、最終的に携帯電話やコンピューターに組み込まれることを考えると、すでにグローバルなサプライチェーンは完成しています。アジア地域は半導体業界という点で重要な存在になります。政治家が望んでいるのは、直接的な関与は減らして、関連する地政学的リスクを低減することと思われま

的を絞った国の選別による半導体の投資機会

ディナ・ティン、CFA

フランクリン・テンブルトン・エクステンジトレイデット・ファンズ
ヘッド・オブ・インデックス・ポートフォリオ・マネジメント

米国は足元で半導体生産の国内回帰を促しています。こうした新たな動きの背景と重要性についてご説明いただけますか？

バイデン政権は、2大経済政策であるCHIPS・科学法とインフレ抑制法(IRA)への支持の取り付けに奔走しています。大統領は先頃、ミシガン州の工場やTSMCのアリゾナ州の新工場など米国内の半導体工場を視察しています。両法案ともに2022年夏に成立しました。CHIPS・科学法には、米国内の半導体生産を強化する狙いがあります。米国の半導体生産は昨年時点で世界の生産能力の12%にすぎず、1990年のおよそ37%から大きく低下しています¹⁰。

重要性という点で言えば、インフレ抑制法(IRA)は幅広いインセンティブの提供を通じてクリーン・再生エネルギー業界への投資を促すものです。半導体は、自動車や原油の次に、世界で最も広く輸出入取引されています。半導体を大量生産しているメーカーは20社ほどしかありません。東アジアと中国が関連製造と生産組立の大部分を独占しています。半導体生産は膨大な設備投資を必要とし、技術も複雑で、参入障壁が高く、業界は台湾、中国、韓国の少数の大手メーカーの独壇場となっています。したがって、投資家はテックセクターのウエイトが高い単一国に的を絞った資金配分を通じて半導体セクターに投資することが可能です。投資家はこうして世界のトップクラスの半導体メーカーを組み入れ、低コストのETFの分散投資効果のメリットを享受することもできます

化石燃料から再生可能エネルギーへの転換を図る世界的な流れは加速し、EV電池の需要は急拡大しています。米コンサルティング大手のマッキンゼーでは、電池セルの市場は2030年まで年間平均20%強拡大すると予想しています。

現在、注目している影響についてお聞かせください。

化石燃料から再生可能エネルギーへの転換を図る世界的な流れは加速し、EV電池の需要は急拡大しています。米コンサルティング大手のマッキンゼーでは、電池セルの市場は2030年まで年間平均20%強拡大すると予想しています¹¹。これは韓国の石油化学セクターのウエイトを高くする根拠にもなります。同セクターの一部の韓国企業は先頃、米国南部にEV部品の生産工場を建設する計画を明らかにするなど、電池材料の生産能力の増強に向けて巨額の投資を行っています。

半導体に関して言えば、業界は年間平均6~8%の成長を遂げ、10年後には1兆ドル規模に達する可能性があります¹²。

世界の大手半導体メーカーを組み入れたいと願う投資家は、低コストかつ分散投資効果がある国別ETFを検討してもよいかもしれません(図表2)。これらのファンドは、半導体業界などITセクターの組み入れ比率が高い指数に連動する重要な投資手段になりえます。

2022年はボラティリティが高まり、投資家の間で不安が広がりましたが、案観できる材料をどこに見い出していますか？

新型コロナウイルスの感染が拡大し始めてから、空前とも言える半導体不足に陥りましたが、その後、半導体サイクルは底に近づいている可能性があり、多少なりとも安心感が広がっています。2022年の1年間で半導体業界は、供給不足から一転して供給過剰に陥りました。2022年夏場に在庫は急増し、その結果、一部の有力メーカーは2023年の設備投資計画を50%も削減しています¹³。また、景気変動に左右されやすい業界には頻繁に見受けられることですが、足元の生産能力の削減を受けて将来、価格は上昇する可能性が高いとみています。半導体の在庫サイクルが2023年の年明け前後にピークを打った場合、一般的には半導体セクターはすでに底入れした可能性があると考えられます。

アジアの半導体生産の優位性を活用

図表2:台湾、韓国、アジア(日本を除く)のFTSE指数に占めるセクター別ウエイト

2022年11月30日時点

	FTSE台湾RIC キャップド指数	FTSE韓国RIC キャップド指数	FTSEアジア (日本を除く)RIC キャップド指数
情報技術	57%	35%	22%
通信サービス	3%	8%	8%
一般消費財・サービス	3%	10%	14%
生活必需品	2%	4%	6%
エネルギー	1%	2%	4%
金融	20%	11%	20%
ヘルスケア	0%	7%	5%
資本財・サービス	6%	13%	8%
素材	8%	11%	6%
不動産	1%	0%	4%
公益事業	0%	1%	3%

出所:ブルームバーグ。国・地域別の組み入れ比率のデータは世界の大手半導体メーカー(ITセクター)への投資に役立つ可能性があります。FTSEグローバルRICキャップド指数は、規制投資会社(RIC)の市場集中規定に対応することを目的とした時価総額加重平均の世界株価指数です。これらの指数は国・地域ごとの時価総額加重平均指数の構成要素になります。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、販売手数料は含まれません。

投資家が韓国や台湾への資金配分を検討すべき理由についてお聞かせください。

FTSEの韓国と台湾の株価指数は、テックセクターの組み入れ比率が高く、半導体セクターに投資できる上、各指数は10月初めから11月30日の間にそれぞれ15%と24%上昇しています¹⁴。同じ期間に、エマージング・マーケット指数は11%の上昇にとどまっています¹⁵。したがって、FTSEの韓国と台湾の株価指数の上昇率は類似の株価指数を概ね上回っており、魅力的なバリエーション、優れたファンダメンタルズ、半導体や半導体材料の明るい見通しは、注視すべき重要な要因となっています。足元の需要が落ち込んでいることを考慮したとしても、これらの市場は深く検討するに値すると考えています。長期的なサプライチェーンの再編も両国に恩恵をもたらす可能性があります。

2022年の株式市場の下落局面では、投資家も押し目買いを続けてきました。米国が先端半導体の対中輸出規制を新たに導入して以来、特にTSMCは足元で注目を集めています。「チャイナプラスワン」の動きが広がり、韓国と台湾では中期的に半導体ビジネスが拡大する可能性があります。



韓国、台湾ともに輸出主導型の経済であり、通貨安により恩恵を受ける傾向にあります。米ドル高は一服していますが、韓国ウォンと台湾ドルはなお年初の水準を大きく下回っています。

両国とも、素材セクターと資本財セクターの組み入れ比率が足元で14~23%と魅力的な水準にあります¹⁶。いずれも参入障壁が高く、高収益の有力企業の本拠地となっており、周囲に強固なエコシステムを築いています。例えば、台湾企業は定期船で11%の世界シェアを誇ります¹⁷。特に輸出に大きく依存する国にとって、また、世界貿易の大半はなお海上輸送に依存していることから、サプライチェーンが混乱した場合には決定的に有利となります。

韓国でも政府が積極的にブロックチェーンのプロジェクトを推進しています。ブロックチェーンを活用したネットワークの導入により食品のサプライチェーンの透明性を改善するプロジェクトや、既存の認証に代えてブロックチェーンを活用したデジタルIDをスマートフォンに埋め込むプロジェクトなどです。後者はゲームチェンジャーになりうる可能性を秘めています。ブロックチェーンを活用したデジタルIDは企業や政府の効率性を一変させ、韓国のデジタル経済の基盤やメタバースの発展に大いに貢献する可能性があります¹⁸。

オルタナティブ資産

クラリオン・パートナーズは、不動産市場の試練と投資機会について説明します。クラリオン・パートナーズによると、商業用不動産は過去の金利上昇局面でも良好なパフォーマンスを示してきました。クリアブリッジ・インベストメンツは、インフレ率と債券利回りの上昇の観点から（まだコロナ禍の影響を受けている）インフレの見通しについて共有します。

欧米の不動産に影響を与える金融政策

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

ブルノ・ベレッタ

クラリオン・パートナーズ

欧州市場リサーチ、バイス・プレジデント

マクロ経済の観点から、金融引き締めが不動産市場に及ぼす影響についてどのようにお考えですか？

ティム： FRBがインフレ抑制に向けて積極的な金融引き締めを続ける中、金利の高止まりや景気後退リスクから2023年は厳しい年になると考えています。一方で、大きな追い風も吹い

ています。個人消費、労働市場、企業活動、企業財務、銀行システムはなお比較的健全であり、負債も世界金融危機前の水準を大きく下回っています。インフレ率がどの程度、早くFRBの金融引き締めに対応するかもよりますが、複数の経済シナリオが今後1~2年間で実現する可能性があります。一方、来るべき景気後退は、世界金融危機当時ほど深刻なものにはならないと考えています。米国景気に関するムーディーズ・アナリティックスの基本シナリオは概ね明るいものとなっており、2022~2024年の間に660万人の新規雇用が創出されると予想されています。

経験則では、米国の商業用不動産（CRE）投資は金利上昇局面でも好調に推移してきました。力強い雇用の伸びと商業用不動産の需要により、不動産のキャッシュフローはなお比較的健全な水準にあります。オフィスやショッピングセンターなど一部の不動産セクターはコロナ禍の影響からまだ完全には回復していませんが、産業施設、アパート、ライフサイエンス、セルフストレージなど他の不動産セクターでは、賃料が安定して上昇し続けています。さらに、とりわけ建設費の高騰やサプライチェーンの混乱が新規開発プロジェクトに新たな逆風となっており、新規供給も管理可能な水準にあります。地域別に見ると、産業が栄え、企業寄りの政策を実施し、人口動態にも優れた高成長

商業用不動産投資に備えている「ドライパウダー（待機資金）」が大量に積み上がっています。同時に、大半の不動産のオーナーは過大な負債を抱えておらず、ただちに売却する状況にはありません。

こうした理由から不動産取引は活発化せず、価格も世界金融危機当時ほど大きく下落する可能性は低いと考えています。

市場は、需要の好調を背景に目覚ましい投資パフォーマンスを示しています。安定した人口流入や企業移転を背景に、多くのサンベルト地帯の大都市や一部の郊外の高級住宅地も好調に推移しています。もちろん、すべてのセクターや市場で優れたパフォーマンスが見込まれるわけではなく、豊富な知識に基づくアドバイスが不可欠です。

2023年の波乱要因についてお聞かせください。

ティム：インフレ率の上昇に金利の上昇が重なり、2023年の米国の商業用不動産（CRE）市場には深刻かつ様々な影響がもたらされる可能性があると考えています。不動産債務や株式市場では一部に混乱が生じています。期間10年の資金調達コストは2022年初から（2022年11月半ばまで）200～250ベースポイント¹⁹上昇しており、資金調達コストの上昇に貸出基準の厳格化が加わり、キャップレートには上昇圧力が、不動産価格には下落圧力がかかっています。クラリオン・パートナーズではキャップレートは上昇すると予想しています。しかし、上昇幅は様々な要因に左右されます。個々の資産のリスク特性（セクター、市場、リース条件）が極めて重要になります。純収益（NOI）の伸びが高い優良資産は比較的好調に推移すると予想されます。

商業用不動産投資に備えている「ドライパウダー（待機資金）」が大量に積み上がっています。同時に、大半の不動産のオーナーは過大な負債を抱えておらず、ただちに売却する状況にはありません。こうした理由から、不動産取引は活発化せず、価格も世界金融危機当時ほど大きく下落する可能性は低いと考えています。NOIの伸び（プラス）やキャップレートの上昇（マイナス）が不動産の価格調整を左右することになります。

投資家はなぜポートフォリオに不動産を組み入れることを検討する必要があるのでしょうか？

ティム：クラリオン・パートナーズでは2023年を迎えるにあたり、投資家は足元の不透明な局面で長期的な視点を持つ必要があると考えています。足元のマクロ経済リスクや市場の混乱を受けて、今後1年から1年半の間に魅力的な買い場がもたらされる可能性があります。長期的に見れば、多くの投資家にとって商業用不動産への適切な資金配分は意味があると考えています。経験則から、商業用不動産はインフレヘッジに有効であることがわかっており、ポートフォリオの分散投資効果もあるからです²⁰。商業用不動産が次の市場サイクルにシフトする中、リスク調整後リターンの改善に向けて優れた価格決定力を持ち、キャッシュフローを拡大することが可能な不動産セクター・市場をオーバーウエイトとすることにより、ポートフォリオの組み換えを図ることも大事だと考えます。

2023年の欧州の商業用不動産の先行きについてお聞かせください。

ブルノ：2022年を襲った社会、経済、金融市場の混乱の影響は、2023年も欧州の商業用不動産市場の各方面に様々な形で表れます。

インフレ抑制に向けた急激な利上げにより、2021年第4四半期から2022年第3四半期の間に実需不動産の資金調達コストは325～350ベースポイント上昇し、不動産の利回りと価格は調整局面に入りました²¹。市場が新たな均衡点を見つけるまで、価格の調整は続く予想しています。利回りの変化は低利回りのセクターに影響を及ぼす可能性があります。しかし、最終的には、個々の資産のリスク特性やNOIの見通しにより価格調整は左右されます。2023年もインフレ率の高止まりは続く予想される中、欧州の商業用不動産の賃貸契約には家賃が消費者物価指数にスライドする条項が盛り込まれることが多く、これによりキャップレートの上昇が不動産価格に及ぼす影響は、一部打ち消される可能性があります。

景気後退懸念の高まりは欧州の不動産市場に重くのしかかっていますが、慎重になりつつも楽観視できる理由もあります。例えば、欧州企業は世界金融危機以前より概ね良好な状態にあり、大半の欧州諸国で2023年の景気後退は緩やかなものにとどまると予想されています。物流施設など不動産の種類によっては市場のファンダメンタルズはなお極めて良好であり、数々の構造的な追い風により恩恵を受けています。全般的に見る

と、建設費の高騰やエグジジットイールドの上昇が新規開発プロジェクトの重荷となっており、今後1~2年で市場に出回る新規供給の数も抑えられています。このため、需要が落ち込んだとしても供給過剰は避けられる可能性があります。一方、景気見通しの悪化を背景に、グレードBのオフィス²²や非中核小売りなどのセクターをめぐる状況は悪化し、買い物や勤務形態の変化がこれらのセクターにもたらす試練は深刻化する可能性が高いと考えています。

以上の理由から欧州の商業用不動産にとって2023年は厳しい年になる可能性があります。しかし、足元で続く価格調整により、投資資金の準備が整っている投資家にとっては魅力的な買い場が訪れると考えています。

インフラ見通し：気候変動対策とマクロ要因が追い風に

チャールズ・ハミエ
クリアブリッジ・インベストメンツ
ポートフォリオ・マネージャー

シェーン・ハースト
クリアブリッジ・インベストメンツ
ポートフォリオ・マネージャー

ニック・ラングレー
クリアブリッジ・インベストメンツ
ポートフォリオ・マネージャー

コロナ禍はインフラに大きな影響をもたらしました。その影響はまだ残っていますか？

コロナ禍はいまなお世界経済に影響をもたらしています。2020年のゼロ成長から2021年は高成長に転じ、2022年に景気は減速し、2023年は基本シナリオとして米国、欧州、英国で景気後退入りが想定されています。そして中国も2023年は概ねトレンドを下回る成長が見込まれています。債券利回りも2023年は上昇し、その後は年末にかけてインフレ率とともに低下する見通しです。

株式については、金利の上昇により株価は下落し、足元の第1段階の弱気相場がもたらされました。第2段階の弱気相場は概ね企業業績の不振によるものとなり、とりわけ2023年初めに顕在化すると予想しています。

大半のインフラ企業の収益や収益率は物価と連動しています。公益事業などの規制資産では金利の変動に合わせて決められた収益率が調整されます。実質利回りが上昇すると、公益事業の株価も好調に推移する傾向があり、我々のインフラポートフォリオでもこの点を考慮し、足元で傾斜配分しています。

しかし、インフラへの影響は軽微なものにとどまると考えています。企業にキャッシュフローや利益、配当をもたらす規制資産は特にそうです。こうした規制資産は今後数年間で増加すると予想しています。このため、世界株式の利益に比べ、インフラの利益は確実性が高いと考えられます。

インフレや金利の上昇は通常、インフラ企業にどのような影響を及ぼしますか？

大半のインフラ企業の収益や収益率は物価と連動しています。公益事業などの規制資産では、金利の変動に合わせて決められた収益率が調整されます。実質利回りが上昇すると、公益事業の株価も好調に推移する傾向があり（図表3）、我々のインフラポートフォリオでもこの点を考慮し、足元で傾斜配分しています。

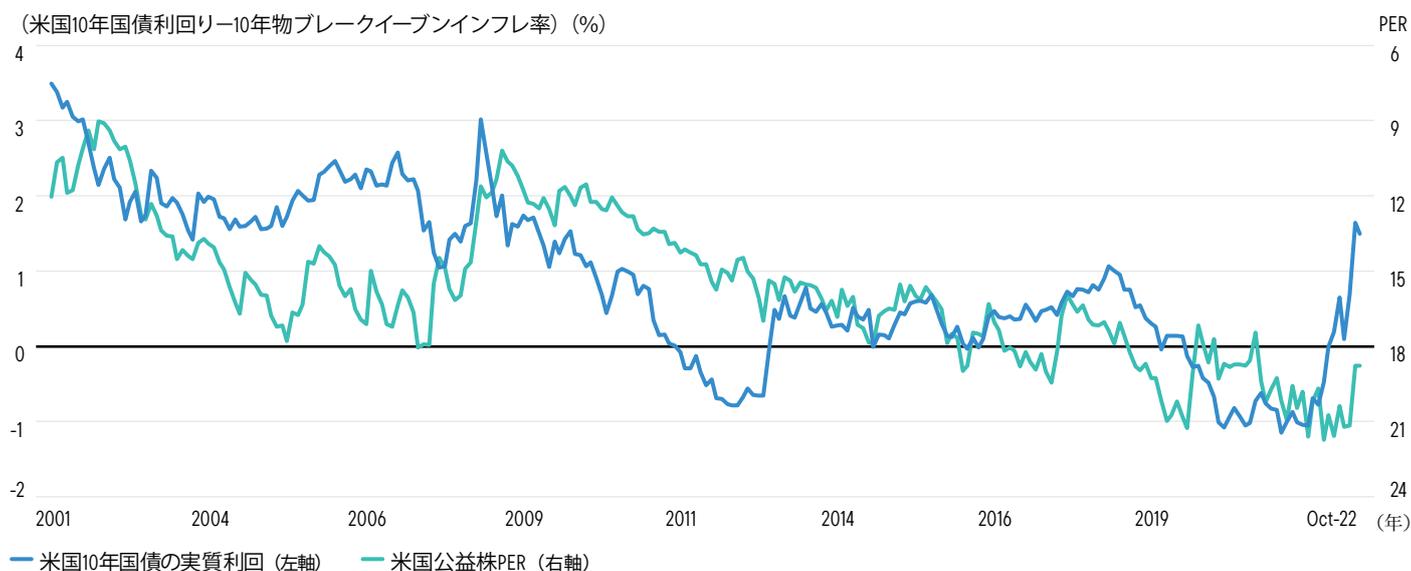
このため、インフレや金利の上昇は、通常、インフラ資産の評価には影響を及ぼしません。しかし、金利の上昇に伴う株式市場の変動により、上場インフラ企業の株価も影響を受け、プライベート市場の非上場インフラ企業に比べると、投資妙味は高まっています。

インフラは、株式と比較した魅力に加え、2023年以降、いくつかのマクロトレンドにより恩恵を受けると考えています。第1に、いまやエネルギー安全保障が世界的な政策課題となっており、エネルギー安全保障を確保するために、多くのインフラを建設する必要があります。天然ガス価格の高騰や供給制約をもたらしたウクライナ・ロシア戦争は、エネルギー安全保障やエネルギー投資の重要性を浮き彫りにしました。これは特に欧州では支援材料になります。欧州ではロシア産の原油や天然ガスに代わる新たな生産設備が必要となっており、米国では欧州からの新規需要に対応する目的もあり、新ガス田が立ち上がっています。

株価の上昇が見込まれる公益株

図表3: 米国10年国債の実質利回りと公益株のPER

2022年10月31日時点



出所: クリアブリッジ・インベストメンツ、ブルームバーグ・ファイナンス。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。

輸送インフラに関して言えば、国内回帰の「リショアリング」や友好国や近隣国での立地を重視する「ニアショアリング」により、貿易ルートやサプライチェーンが見直され、新たに輸送インフラの需要が生まれています。航空業界ではまだ旅客数がコロナ前の水準に戻っておらず、2023年も世界的な景気後退により、旅客数の回復は滞る可能性があります。加えて、業界は出張旅行など長期的なトレンドの変化に見舞われています。通信インフラでは、5Gの導入と6Gの開発が進められています。また、ネットワークレイテンシーの短縮化にも取り組んでおり、通常は長期のインフレスライド契約を通じて基地局への多額の投資が行われています。一方で、短期的には利息費用の上昇が収益に影響を及ぼしつつあります。

財政政策の観点からすると、2022年8月に成立したインフレ抑制法 (IRA) は米国史上、最も本格的な気候変動対策の1つとなります。特に公益事業や再生可能エネルギーの分野では業界を一変するものになると考えています。

インフレ抑制法 (IRA) は潜在的な投資機会にどのような影響を及ぼすとお考えですか？

財政政策の観点からすると、2022年8月に成立したインフレ抑制法 (IRA) は、米国史上最も本格的な気候変動対策の1つとなります。特に公益事業や再生可能エネルギーの分野では、業界を一変する (図表4) ものになると考えています。EV用充電設備や住宅向けのルーフトップ型太陽光発電システムの拡大、企業向けのルーフトップ型太陽光発電システムの小型化など電動化ニーズの高まりにより、送電線に沿って変電所や変圧器の新設、電線のアップグレードが必要になります。その影響はすでに2023年の公益事業の設備投資計画に表れており、再生可能エネルギー、ストレージ、部品のサプライヤーなど、エネルギーシフトにかかわる企業も前倒しで製品を受注し、成長力を高めています。

マクロ経済に及ぼすIRAの主なポイントを1つ挙げるとすれば、今後は再生可能エネルギー向け以外の設備を建設する理由は見当たらないということです。その主な理由は税額控除にあります。太陽光発電や風力発電の税額控除は2023年までか、もしくは温暖化ガスの排出量を2022年比で75%削減する目標を達成するまで適用されます。いずれにしても、今後10年以上にわたり投資には追い風になると予想されます。

IRAスコアカード

図表4:インフレ抑制法案(IRA)の主な影響



- 風力発電、太陽光発電、ストレージ(蓄電設備)、水素発電、原子力発電の支援を目的とする税額控除
- 電気自動車の支援を目的とする税額控除
- 税額控除の種類、規模、期間が極めて重要
 - 2040年代まで適用可能な見込み
 - 大半のケースで再生可能エネルギーの変換効率を化石燃料より高める
 - 一部の地域でグリーン水素パリティを達成



- 法人税の最低税率(15%)の導入
 - 一部の大手公益企業やパイプラインに影響
- 電気自動車の支援を目的とする税額控除

出所:クリアブリッジ・インベストメンツ。

インフラの長期的な成長要因は2023年に本格的に顕在化する
と予想されます。米国のバイデン大統領は温暖化ガスの排出量
を2030年までに50%削減し、2050年までに米国の電力のおよ
そ半分を太陽光で賄う方針を掲げています。2050年までに温
暖化ガスの排出量を実質ゼロにするには、2030年までに送電
インフラに3,200億米ドル近い資金を投じる必要があります。
インフラ投資の切迫したニーズが今後10年以上にわたりインフ
ラ投資の拡大を支えます。こうした長期目標の達成に向けた第
一ステップはすでに始まっています。

巻末脚注

1. ドーバー他「マクロ見通し—景気後退リスク、成長鈍化、政策転換のタイミング」フランクリン・テンプルトン、2022年11月4日。
2. 出所:S&Pダウ・ジョーンズ・インデックス(SPDJI)、米財務省、FRB、マクロボンド。2022年11月30日時点。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。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。重要なデータの提供先については www.franklintempletondatasources.com をご参照ください。
3. 分散投資は利益を保証もしくは損失リスクを保護するものではありません。
4. 無形資産がグロース株対バリュー株サイクルなどの市場で果たす役割については以下を参照: ドーバー他 "Growth or Value? For Active Managers It Can Be Both," フランクリン・テンプルトン、2021年11月10日。Cathedis, K. and L. Labedzki. "Deep Waves, The Quiet Undertow of Intangible Assets," フランクリン・テンプルトン、2022年1月24日。
5. 出所:バンク・オブ・アメリカ米国ハイイールド・コンストレインド・インデックス、2022年11月17日時点。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。
6. 同上。
7. 出所:ブルームバーグ:ブルームバーグ米国投資適格社債指数。2011年9月30日~2022年9月30日。
8. 出所:"Strengthening the Global Semiconductor Supply Chain in an Uncertain Era." ポストン・コンサルティング・グループ。2021年4月1日。
9. 出所:O'Brien, M. "Trump administration imposes new Huawei restrictions," The Associated Press, 2020年8月17日。
10. 出所:米国半導体工業会(SIA)、2020年。
11. 出所:"Capturing the battery value-chain opportunity." マッキンゼー・アンド・カンパニー。2022年1月7日。
12. 出所:"The semiconductor decade: A trillion-dollar industry." マッキンゼー・アンド・カンパニー。2022年4月1日。いかなる推測、予想、予測も実現する保証はありません。
13. 出所:"In 'unprecedented' global chip slump, SK Hynix to halve investment as recession looms." ロイター。2022年10月26日。
14. 出所:ブルームバーグ、2022年11月30日時点。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。
15. 出所:ブルームバーグ、2022年11月30日時点。FTSEの新興国市場指数はエマージング・マーケット・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。
16. 出所:FTSEラッセル、2022年11月22日。
17. 出所:"Leading ship operator's share of the world liner fleet as of October, 2022." Statista 2022。
18. 出所:"RDA shares 'K-agricultural tech' with developing countries." Korea Post.2022。
19. 1ベースポイントは0.01%。
20. 分散投資は利益を保証もしくは損失リスクを保護するものではありません。
21. 出所:CBRE European Debt Financing Review.For the United Kingdom, Germany and Italy。
22. グレードBもしくはクラスBは、通常、賃料は平均並みであり、築年数はクラスAより古く、アメニティも劣り、商業中心地の周辺に立地しています。

寄稿者



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)



グレン・ボイルス、CFA
フランクリン・templton債
券グループ
社債、ポートフォリオ・マネジメ
ント・ディレクター



ジョシュ・ローマイヤー、CFA
フランクリン・templton債
券グループ
投資適格、ポートフォリオ・マネ
ージャー



ケン・リーチ
ウエスタン・アセット
最高投資責任者(CIO)



JPスキャンダリオス
フランクリン・エクイティ・グ
ループ
ポートフォリオ・マネージャー



ディナ・ティン、CFA
フランクリン・templton・エ
クスチェンジトレード・フ
アーズ
ヘッド・オブ・インデックス・
ポートフォリオ・マネジメント



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



ブルノ・ベレッタ
クラリオン・パートナーズ
欧州市場リサーチ、バイス・プ
レジデント



チャールズ・ハミエ
クリアブリッジ・インベスト
メンツ
ポートフォリオ・マネージャー



シェーン・ハースト
クリアブリッジ・インベスト
メンツ
ポートフォリオ・マネージャー



ニック・ラングレー
クリアブリッジ・インベスト
メンツ
ポートフォリオ・マネージャー

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。

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、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。

ETFは株式と同様に取引され、市場価値が変動し、ETFの純資産価値より上または下に取引されることがあります。売買委託手数料およびETFの経費は、リターンを減少させます。ETFは、上場している取引所の市場価格で一日中売買されることがあります。しかし、ETFの活発な取引市場が形成・維持されることや、ETFの上場が継続または変更されることは保証されていません。ETFは流通市場で取引可能ですが、すべての市場環境で容易に取引できるわけではなく、市場ストレスのある時期には大幅なディスカウント価格で取引される可能性があります。

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・テンプレトン（「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・テンプレ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。

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。

重要事項

当資料は、一般的な利益の獲得のみを目的としたもので、個別の投資アドバイス、もしくは証券の購入、売却、保有、投資戦略の採用を推奨または勧誘する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、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・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あっても解釈されるものであってもありません。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あってもありません。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、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

