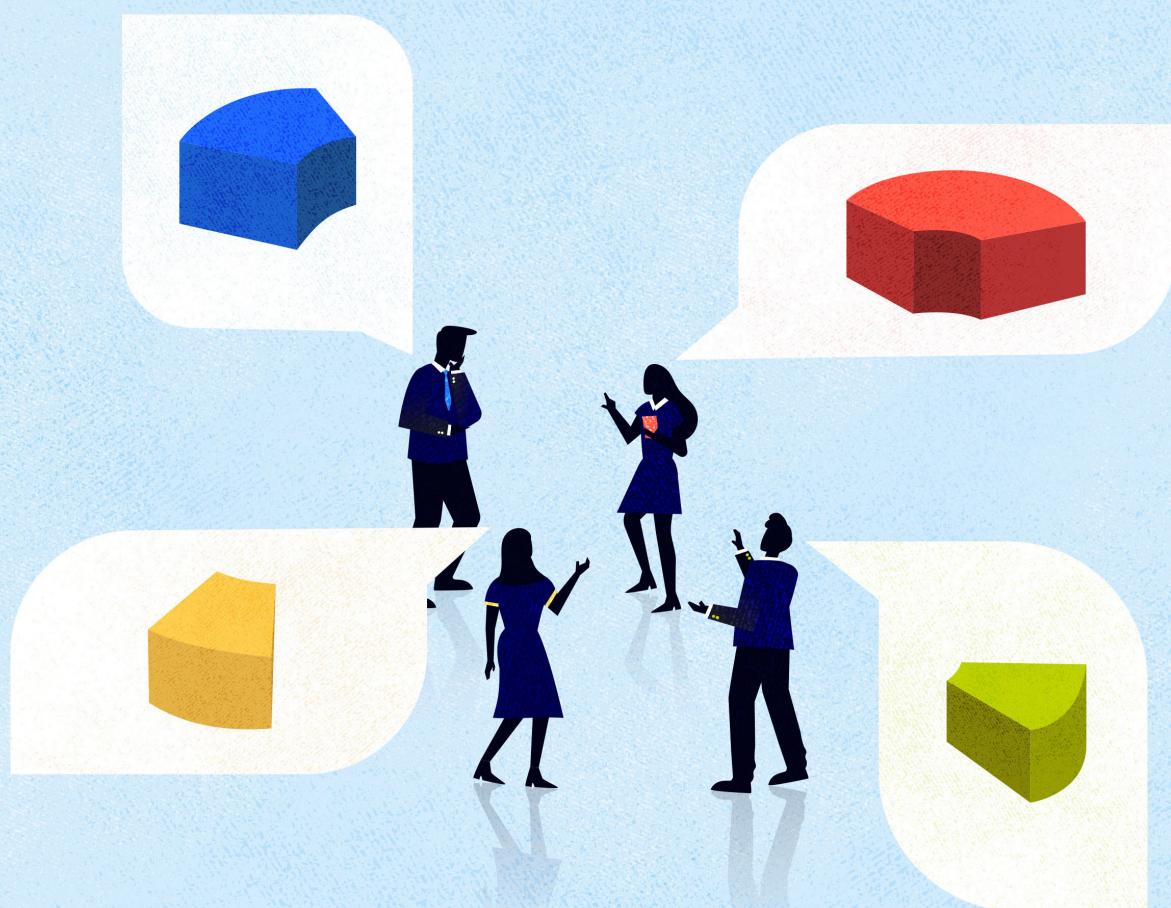


2021年4月

インフレ下で変化する 投資機会

INVESTMENT INSTITUTE
FRANKLIN TEMPLETON THINKS™

GLOBAL INVESTMENT
OUTLOOK



はじめに



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

本稿の市場展望は、幅広い分野における個々の運用担当者が各資産クラスに関する知見を述べたものです。各運用担当者はそれぞれ独自の視点で経済環境を分析し、お客様の投資判断にお役に立てるべく見通しを提供します。

ポストコロナ時代への期待が膨らむ中、市場では平均を上回る成長率予測、前例のない財政・金融政策、インフレの可能性等が取りざたされています。これまでに経験したことのない経済環境を迎えつつある中、当社の運用担当者に共通するテーマは総じて以下の通りです。

- 世界経済の成長回復を背景に、全般的に「リスクオン」の傾向が強まっています。
- 低金利環境は今後も続く可能性が高いものの、インフレと金利上昇のリスクが高まっています。
- 金利上昇に対する感応度を低減できる可能性があるハイイールド債やバンクローン等を中心として、債券投資は引き続き重要と考えます。
- 株式投資はリターン向上の機会ではあるものの、過去の基準からすると、足元の株式のバリュエーションには割高感があります。景気拡大やアジアを中心とする経済が底堅い新興国市場から恩恵を受けやすく、変化に敏感な企業における投資機会は依然として存在すると考えています。
- 新興国市場、特にアジアには大きな投資機会が存在すると考えていますが、地政学的リスクについては注視する必要があります。
- ヘッジファンドや商業用不動産などのオルタナティブ投資は、分散や金利とインフレの変動に対するヘッジに寄与する可能性があるほか、債券の一部を代替する手段にもなり得ます。
- 環境・社会・ガバナンス (ESG) 志向はリスク管理と期待リターンの向上にさらに欠かせないものとなっています。

各運用担当者は、資産クラス横断で議論を重ねています。低金利環境は今後も続くのか、潜在的な投資機会はどこに存在するのかといった足元の不透明感に鑑みて各戦略について意見交換しています。

債券投資の役割の重要性は従来と変わらない

4 ウェスタン・アセット

足元で長引く低金利環境に加え、新型コロナウイルス、米中の通商関係、ブレグジット、中東情勢の緊迫化等をめぐる先行き不透明感の高まりから、投資家のポートフォリオにおける債券投資の重要性は従来と変わらないと考えます。足元で続くインフレ圧力の低下、世界経済の脆弱性、下振れリスクの継続等を背景に世界各国の中央銀行は異例の金融緩和を続けると予想しています。

5 グレン・ボイルス、フランクリン・templton債券グループ

足元の低金利環境において一部の債券価格に歪みが生じており、2021年は債券の銘柄選択がより重要になると考えています。ファンダメンタルズ面で改善が続いているほか、バリュエーション面でも一段の上値余地があることから、ハイレッド債には強気な見方をしています。

株式市場は引き続き投資機会を提供

6 アラム・グリーン、クリアブリッジ・インベストメンツ

高成長・高バリュエーション銘柄は市場平均を大きく上回るリターンを達成してきただけに、グロース株投資は今後試練に見舞われると考えています。これらの企業は割高なバリュエーションに見合う業績を確保する必要がありますが、多くの企業は達成できそうにありません。アクティブ運用がこれまで通り重要な役割を果たす理由はここにあります。

6 マシュー・モバーグ、フランクリン株式グループ

パンデミックが収束に近づく中、足元で市場のけん引役はバリュー株及び景気敏感株にシフトしています。とはいえ、多くの高成長銘柄に投資機会は存在するとの見方は変えておらず、割引キャッシュフロー（DCF）モデルが企業の本源的価値を算出する最善の手法であると考えています。

8 マンラジ・セクホン、フランクリン・templton・エマージング株式グループ

今回のパンデミックの最悪期から景気回復の初期段階に至る過程で明らかになったように、アジアの主要諸国を中心とする新興国市場の構造的な優位性は強まっており、その確信度は増しています。新興国市場はウイルスへの適応やウイルスの抑え込みに成功するなど比較的底堅さを維持しています。

オルタナティブ投資は分散投資に寄与

9 ブルックス・リッチー、K2アドバイザーズ

一般的にヘッジファンドは金利の上昇、低下の両局面で好調なパフォーマンスを示してきました。特に金利上昇局面では地域間、セクター間、資産クラス間でパフォーマンスの乖離が広がることから、ヘッジファンドはポートフォリオの分散に寄与します。経済成長が再開し、インフレが上昇する可能性があるだけに、ヘッジファンドは債券投資の分散手段として投資妙味は大きいと考えています。

9 ティム・ワン、クラリオン・パートナーズ

2021～2022年の不動産市場の先行きについては、米国で急ピッチで進むワクチン接種、追加経済対策、堅調な消費需要を理由に楽観的な見方をしています。不動産は景気拡大に連動し、多くの不動産セクターは積みあがった潜在需要や来るべき雇用ブームの恩恵を受けると予想されます。金利上昇は経済成長の拡大と連動することが多く、商業用不動産の需要増加と所得の伸び率拡大により、資金調達コスト上昇の影響は相殺されると考えます。

あらゆる投資が最終的にESG投資に

11 メアリー・ジェーン・マクイレ、クリアブリッジ・インベストメンツ

2020年は様々なトレンドの結果として環境の持続可能性に配慮した銘柄が概ね堅調に推移しました。こうしたトレンドの一部は構造的なものとなり、二酸化炭素（CO2）の削減やリサイクル素材の利用を通じた資源不足の克服により気候変動への対応を促すなど長期的にESG志向の投資を支える要因になるとみています。あらゆる投資は最終的にESG投資となり、ESG投資はいずれ投資とは無関係の規律とはみなされなくなる日が来ると考えています。

債券投資の役割の重要性は従来と変わらない

パンデミックや長期的な構造転換から抜け出すにつれ、2022年に向けて米国のインフレが短期で終わるのかという点について、市場関係者や社内の運用チームで議論が進んでいます。この議論は長期金利の見通しに大きな影響を及ぼします。債券の運用担当者は概ね足元で長引く低金利環境は今後も続くと考えており、短期的にはインフレが起きる可能性はあるものの、持続するかもしくはスタグフレーションを引き起こす水準まで上昇する可能性は低いとみています。こうした背景を念頭に債券投資は引き続きポートフォリオに重要な役割を果たすと考えており、景気の追い風が吹く中、ハイ・イールド債に注目しています。

債券は投資の分散化と安定化に寄与

ウェスタン・アセット

足元の低金利環境に加え、新型コロナウイルス、米中の通商関係、ブレグジット、中東情勢の緊迫化等をめぐる先行き不透明感の高まりから投資家のポートフォリオに果たす債券投資の役割の重要性は従来と変わらないと考えます。多くのリスク資産とは逆相関の関係にあるだけに、債券はポートフォリオの分散のみならず安定化にも寄与する可能性があります。

セクター別に見ると、ハイイールド債とバンクローンに投資機会があるとみ

ています。ハイイールド債についてはキャピタルゲイン（スプレッドの縮小）の余地は大きくないものの、一部の銘柄では他の債券セクターに比べ利回りの面で優位にあります。もともとハイイールド債はインフレが平均を下回る水準から上昇する局面で上昇する傾向があり、今年がその局面になりそうです。引き続き「経済活動の再開」に備えて航空、船舶、一部の小売りなどの景気敏感業種を選好するとともに、景気の影響を受けにくく、ポートフォリオの安定化に寄与する優良サブセクターによりポートフォリオを補完しています。2020年はバンクローンがハイイールド債のパフォーマンスを大きく下回っており、同セクターの足元のスプレッ

ドには投資妙味があるとみています。また、世界経済の再開と回復が続く中、新興国市場の債券にも投資妙味があるとみています。

長期的なファンダメンタルズ価値を重視する債券のアクティブ運用会社として、ウェスタン・アセットは常に様々な市場の価格決定要因に注目しています。足元で続くインフレ圧力の低下、世界経済の脆弱性、下振れリスクの継続等を背景に、世界各国の中央銀行は異例の金融緩和を続けると予想しています。マクロ面では世界経済は活動を再開し、パンデミックから回復すると予想しています。しかし、こうした回復見通しに反する動きが現れた場合は、見方が変わる可能性があります。こうした中、債券投資におけるアクティブ運用の重要性を過小評価することはできません。ウェスタン・アセットのようなアクティブ運用会社とは異なり、パッシブ運用会社はポートフォリオの構築過程でデューレーションやイールドカーブ、セクター、銘柄などを選別することはできないからです。

“ 足元で続くインフレ圧力の低下、世界経済の脆弱性、下振れリスクの継続等を背景に、世界各国の中央銀行は異例の金融緩和を続けると予想しています。マクロ面では世界経済は活動を再開し、パンデミックから回復すると予想しています。”

ウェスタン・アセット

ハイイールド債は投資機会を提供するものの、引き続き銘柄選別が重要

グレン・ボイルス

フランクリン・テンブルトン債券グループ

ポートフォリオ・マネージャー

債券投資は足元長引く低金利環境で様々な役割を果たすことが可能です。しかし、先行きの金利上昇の影響により一部の債券のパフォーマンスは低下する可能性があります。ハイイールド債は金利に対する感応度が低く、大きなインカム収益をもたらす可能性があり、こうした環境下では魅力的な投資手段になり得ると考えています。

ワクチン接種の加速に伴う景気見通しの改善と大型経済対策により米国のハイイールド債は恩恵を受けると考えています。世界金融危機後の水準と比較すると、スプレッドはなお大きく、比較的緩やかな金利上昇であればスプレッドの縮小で吸収できる余地があり、期待リターンも引き続き魅力的な水準で推移する可能性があります。米国のハイイールド債は新規発行が引き続き活発で、利回りとスプレッドの面で新発債のコンセンションは概ね魅力的な水準にあります。特定の業種や格付けをターゲットとはせず、個別の優良銘柄への投資機会の発掘に努めています。足元の投資行動によりリスクの乖離が生じていることから、2021年は銘柄選別がかつてないほど重要になると考えています。

“パンデミックから脱しつつある中で市場のファンダメンタルズを予測するのは依然困難ですが、見通しの改善は続くと考えています。また、デフォルト率はピークアウトしており、2021年下半期には2%に向けて低下し、その後は2022年まで安定して推移すると予想しています。”

グレン・ボイルス

パンデミックから脱しつつある中で市場のファンダメンタルズを予測するのは依然困難ですが、見通しの改善は続くと考えています。また、デフォルト率はピークアウトしており、2021年下半期には2%に向けて低下し、その後は2022年まで安定して推移すると予想しています。ここ数年は需要と新規発行が好調でしたが、それも2020年で一服したことから（グロスペースの発行額は2020年に過去最高を記録）¹、足元は需給関係を注視しています。金利が大きく上昇すれば、借り換え発行の動きが鈍り、需要が後退し、価格に影響を及ぼす可能性があります。

全体的に見てファンダメンタルズ面で改善が続いているほか、バリュエーション面でも一段の上値余地があることから、ハイイールド債については強気な見方をしていますが、銘柄選別が重要になることに変わりはありません。

株式市場は引き続き投資機会を提供

世界の株式市場は最高値付近で推移しており、多くの投資家は先行きについて株高の持続に疑問を抱いています。株式市場のバリュエーションは、特に一部のセクターで過去の水準に比べ割高かもしくは「フロス」（小さな泡）の状態にあるとの意見もありますが、運用担当者は概ね株高は続く可能性があるとの見方を変えていません。とはいえ、銘柄を個別に分析する必要があります。総じてテクノロジー株には割高感があるかもしれませんが、セクター内で銘柄固有の投資機会は依然存在します。株式の運用担当者は、今回のパンデミックに対応して変化し、継続してその変化の先頭に立つことができる分野に注目しています。

デジタルトランスフォーメーションが今後もグロース株をけん引 アラム・グリーン

クリアブリッジ・インベストメンツ

ポートフォリオ・マネージャー兼マネージング・ディレクター

世界経済の再開に伴い企業と消費者の活動は正常化に向かい、事業活動を再開する企業も増えるものの、中長期的に見て今後も革新的な企業が好調なパフォー

マンスを示すと考えています。新型コロナウイルスをきっかけにイノベーションへの取り組みやデジタル化に出遅れた企業の脆さが露呈しました。一方、在宅勤務やEコマースの普及により恩恵を受けた企業の大半は、以前からデジタル分野に精通しており、商品やサービスを強化することでターゲットとする市場の見直しに組み続けています。例えば、電子署名や遠隔医療のサービス企業などです。他の革新的なハイテク分野も新型コロナウイルスの影響により導入の面で

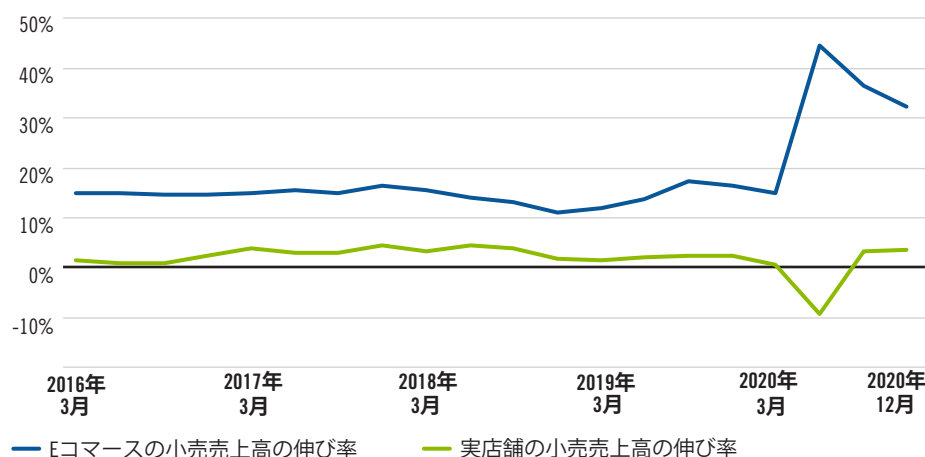
遅れを取りましたが、もはやそうした問題は解消しています。このため、デジタルトランスフォーメーション、電気自動車や太陽光エネルギーの技術、社会的交流の制限により生じた空白を埋めてきたオンラインデートのプラットフォームなどを後押しする多くのソフトウェア企業について強気な見方をしています。

革新的な成長企業は昨年優れたパフォーマンスを示しました。それらの多くは足元まで株価が低迷していましたが、短期間で急騰しました。バリュエーションに割高感があるのは社歴が浅い成長企業で、投機的な色彩を強めています。高成長・高バリュエーション銘柄は市場平均を大きく上回るリターンを達成してきただけに、グロース株投資は今後、近年にはない試練に見舞われると考えています。これらの企業は割高なバリュエーションに見合う業績を確保する必要がありますが、多くの企業は達成できそうにありません。アクティブ運用がこれまで通り重要な役割を果たす理由はここにあります。

Eコマースの加速は今後も続く

図 1: 販売チャネル別小売売上高の伸び率
2016年3月～2020年12月

販売チャネル別小売売上高の伸び率



出所：米国税務調査局、2021年2月28日時点のデータ

市場サイクル全般に広がる構造的な追い風

マシュー・モバーク

フランクリン株式グループ

ポートフォリオ・マネージャー

長期的に見れば、イノベーションは経済の富の創造をけん引し、イノベーションへの投資によりフルサイクル（およそ3～5年）で市場平均を上回るパフォーマンスを確保できる可能性は高くなります。しかし、実際には投資期間はそれよりはるかに長くなる傾向があります。去年は好調な一年となりましたが、多くの独自技術が足元で実用化され始めており、イノベーションへの投資機会は極めて豊富に存在しています。

短期的にはマーケットは無数の不安や懸念、売買高、その他多くの要因に左右される可能性があります。足元ではパンデミックが収束に近づく中、市場のけん引役はバリュー株、景気敏感株にシフトしています。しかし、多くの高成長株に投資機会は存在するとの見方に変わりはなく、DCFモデルが企業の本源的価値を算出する最善の手法であると考えています。DCFモデルは成長を考慮しない標準的な株価指標とは異なります。例えば、高PER（株価収益率）は株価が割高であることを意味するわけではなく、低PERは株価が割安であることを意味するわけではありません。

市場参加者は革新的な企業の成長期間を過小評価することが多いようです。革新的な企業の利益は短期間のうちに競争を通じて失われるものではなく、大半の革新的な企業はかなりの長期間にわたって成長し、超過利益を獲得します。短期的、長期的な成長ペースも過小評価される可能性があります。DCFモデルでは成長期間と成長ペースの前提条件は重要な変数であり、それぞれが、あるいは双方が企業価値の評価に大きな影響を及ぼします。割高と判断される可能性がある銘柄にも未認識の価値があり、独自の調査手法を用いてその発見に努めています。市場サイクルを通じて投資を行う上で足元の景気敏感株へのシフトは当然の帰結であると考えています。イノベーターは深刻な問題を解決し、人々の生活の改善に寄与する新たな商品、新たな手法、新たな進歩を発見することにより見返りを得ると考えています。

新型コロナウイルスが消費者行動に大きな痕跡を残すことは間違いありませんが、来年にかけてライブイベントや旅行は回復し始める見通しです。当初はパンデミック前の水準には戻らない可能性があります。転機は訪れつつあり、望ましい方向に向かっています。ここ1年間で

“ここ1年間で見られたその他の消費者行動の変化は永続的なものとなる可能性が高くなっています。新型コロナウイルス発生の初期段階でオンラインショッピングを始めた消費者は世界全体で27%に達しており、最も信頼性が高い推測としてそのうちの多くの消費者が好意的な印象を持っています。企業が自社のビジネスモデルをこうした新たな環境に適応させることにより、物流、オンライン決済、ウェブサービスなどの関連業界への投資が拡大しています。”

マシュー・モバーグ

見られたその他の消費者行動の変化は永続的なものとなる可能性が高くなっています。新型コロナウイルス発生の初期段階でオンラインショッピングを始めた消費者は世界全体で27%に達しており²、最も信頼性が高い推測としてそのうちの多くの消費者が好意的な印象を持っています。企業が自社のビジネスモデルをこうした新たな環境に適応させることにより、物流、オンライン決済、ウェブサービスなどの関連業界への投資が拡大しています。

ゲノム解析も引き続きイノベーションが進む重要分野の1つとなっています。ゲノム解析とゲノム配列は新型コロナウイルスの治療法とワクチンの開発に大きく貢献しました。迅速な治療法を確立しただけでなく、流通・製造能力も構築しており、将来のゲノムの進歩を容易にする可能性があります。ここで取り上げた投資はすべて基礎的なものにとどまっています。需要が加速したことは確かですが、採用、市場規模ともに長期的に拡大し続けると考えています。

イノベーションへの投資を開始した半世紀前は変化の大半はおそらく半導体産業、航空宇宙産業、防衛産業を中心にカリフォルニアのシリコンバレーで起きました。25年前ですらポートフォリオのイノベーション投資の対象は主にシリコンバレー発祥の企業群でした。足元の状況を見渡すと、イノベーションは明らかに世界中に広がっており、研究拠点は世界に散らばっています。中国、日本、台湾、イスラエル、西ヨーロッパ、中南米で著しい進歩が見られ、それぞれが独自のノウハウを育んでいます。リサーチチームにはこうした新興イノベーションを取り込む狙いがあります。

こうしたイノベーションの潮流がこの先後退することは考えにくい状況です。しかし、個々の国の規制や技術的要因による新たな進歩の遅れが影響する可能性もあります。これはまさにアクティブ運用やゼネラリスト的な視点が投資プロセスに付加価値をもたらす分野でもあります。

パンデミックが各国経済にもたらした影響にはばらつきがあり、一部の国は他の国に比べ直面する試練への備えが整っていました。アジアを中心とする新興国市場が底堅さを見せたことに驚いた投資家もいるかもしれませんが。コロナ禍の影響により他の国が景気後退に陥る中、中国は経済大国として2020年に唯一、プラス成長を達成しています。中国経済は2019年に米国経済のおよそ66%に相当する規模となりましたが、中国経済は20年代末までに米国経済を大きく上回り、世界最大規模となる可能性があります。中国の債券市場は僅差で米国に次ぐ世界第2位の規模です。中国とアジア地域は投資家が無視できない市場となっています。

新興国市場の成長は続く

マンラジ・セクホン, CFA

フランクリン・テンプルトン・エマージング株式グループ、最高投資責任者

マーケットが世界的なパンデミックの影響を織り込み始め、2020年3月に調整局面を迎えてから1年が経ちました。この1年間でここ数十年間の平時には見られなかったほどの混乱を経験しました。アジアを中心に新興国市場はウイルスへの適応やウイルスの抑え込みに成功し、比較的底堅さを発揮してきました。一方、欧米では経済の正常化はほぼワクチンの普及にかかっています。米国と英国はワクチン接種を急ピッチで進めています。欧州はロックダウンの継続と景気の低迷により大きく後れを取っています。

大きすぎて無視できない中国

今回のパンデミックの最悪期から景気回復の初期段階に至る過程で明らかになったように、アジアの主要諸国を中心とする新興国市場の構造的な優位性は強まっており、その確信度は増しています。その証拠に中国は20年代末までに世界最大の経済大国になる見込みです。

こうした流れはコロナ禍がもたらした昨年のパフォーマンス格差によって強まっており、今後数年間にわたり中国を中心に新興国市場への資金配分は強まると考えています。

注目すべきは、中国は経済大国として2020年の成長率が唯一プラスとなった国であり、力強い景気回復が続いているにもかかわらず、2021年の実質経済成長率目標について国際通貨基金 (IMF) 見通しの8%³に対し中国政府は6%と慎重に設定していることです。また、長期の平均成長率目標の設定を今回は見送りました。一方で、経済の「グリーン化」に向けて環境・社会改革と新たなクリーンテクノロジーに一層重点を置く方針を打ち出しています。これは中国政府が長期的に持続可能な質の高い成長を全面的に推進する意向であることを示しています。

米中関係は最悪期を脱したと考えていますが、緊張関係は続く見込みです。数年間に及ぶ強気な通商政策の末に米国の貿易赤字は過去最大規模に増え続けています。米国は不毛な通商政策に頼るより国内改革やインフラ投資、経済のデジタル化の推進に注力するほうが得策であると考えています。

新興国市場の適応力

世界をリードする新興国企業という概念はこの10年間で願望から現実のものとなり、この流れはコロナ禍で強まっています。台湾、韓国、中国、インドでは構造的な追い風を受けて適応力のある革新的な企業の事例が現れています。

台湾と韓国の半導体メーカーは特に最先端の半導体で強力な製造基盤を持ち、世界で圧倒的な地位にあります。さらに、高性能コンピューター、ビットコイン、自動車などの半導体需要が膨らむ中、圧倒的な地位がもたらすキャッシュを元手に投資を拡大し、競争優位を広げています。これに対し、欧米の半導体企業は、イノベーション及び設備投資双方で追い上げに苦戦しています。

韓国企業は電気自動車向け電池の開発でも先行しており、政策支援と技術進歩をテコに韓国製の電池は世界各国で採用が一段と広がっています。中国ではバイオテクノロジー企業が抗がん剤などの重大疾患の画期的な治療薬を開発しており、新薬のライセンス供与で世界的な医薬品グループから信頼を得ています。株式市場で過小評価されてきたインドのインターネット業界も大きな将来性を秘めているとみています。

オルタナティブ投資は分散投資に寄与

足元の低金利環境ではヘッジファンドや商業用不動産などのオルタナティブ投資は、株式や債券とは異なる値動きを示す投資対象を組み入れる分散機会を提供します。また、オルタナティブ投資はインフレ局面や金利上昇局面で好調なパフォーマンスを示す可能性があります。

金利への感応度が低いヘッジ戦略

ブルックス・リッチー
K2アドバイザーズ

インベストメント・リサーチ・アンド・
マネジメント共同責任者

一般的にヘッジファンドは金利の上昇、低下の両局面で好調なパフォーマンスを示してきました。特に金利上昇局面で地域間、セクター間、資産クラス間でパフォーマンスの乖離が広がることから、ヘッジファンドは金利上昇局面でポートフォリオの分散に寄与する傾向があります。

ヘッジファンドでは金利の上昇により恩恵を受ける可能性がある銘柄をロング、悪影響を受ける可能性がある銘柄をショートとすることができます。経済成長が再開し、インフレが上昇する可能性があるだけに、ヘッジファンドは債券の分散手段として今後投資妙味があると考えられています。

ヘッジ戦略は中長期的に低ボラティリティのリターンをもたらす仕組みになっていますが、様々な市場ショックにより生じる損失の抑制にも寄与します。例えば、コロナ禍で株安が引き起こされた2020年第1四半期を見ると、株式に対す

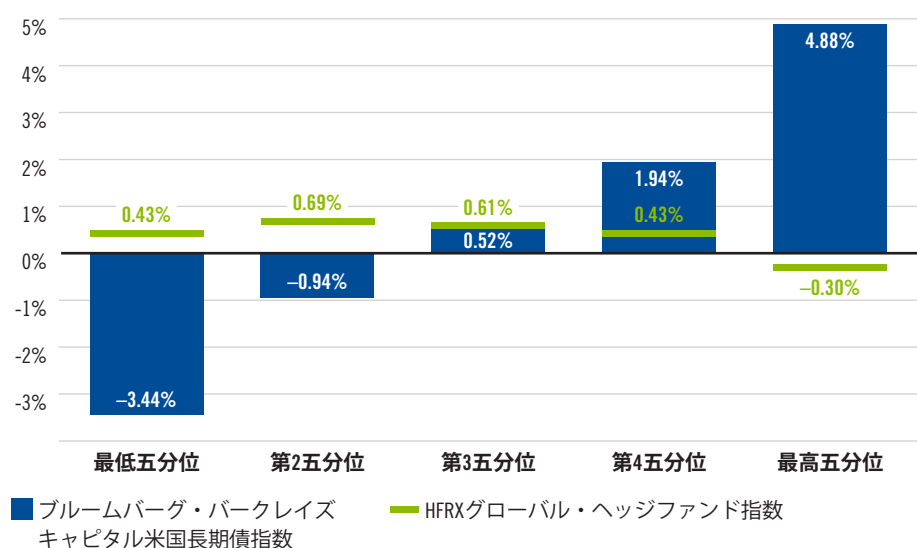
る感応度が低いマルチストラテジーのヘッジファンドのポートフォリオは株式と債券のバランス型ポートフォリオの元本割れの回避に貢献しました。

ワクチンの入手とウイルス治療の改善により世界経済は再開に向けて動き出しています。多くのエコノミスト（及びストラテジスト）の間で、経済活動の再開が今後株式、債券市場にどのような影響を及ぼす可能性があるのかについて議論されています。大きなリスクとして消費者と企業の需要が復活し、世界的にインフレ率が押し上げられ、中央銀行がインフレ対策に乗り出す可能性が挙げられます。景気拡大が加速し、インフレ圧力が一段と高まれば、世界的に金利は上昇し、債券価格は調整局面に入ると予想されます。

いまのところ上記の回復シナリオの実現性は非常に高いとみられます。ただ、ウイルスの変異種が広がり、感染者数が再び拡大する場合には、景気拡大主導のインフレや金利上昇リスクに対する懸念が後退する可能性があります。

ヘッジファンドは債券の補完的な分散投資手段を提供

図 2:ブルームバーグ・バークレイズ・キャピタル米国長期債指数とヘッジファンドの五位別月間平均パフォーマンス
1998年1月1日－2021年2月28日



出所：ブルームバーグ。各インデックスは運用されているものではなく、また、これら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。分散投資は利益を保証するものでも損失リスクを回避するものでもありません。

商業用不動産はインフレヘッジになる可能性あり

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

大規模な政府支援、不動産市場全般のファンダメンタルズの改善、工業、ライフサイエンス、賃貸住宅などの一部のセクターの好調を背景に不動産価格はコロナ禍でも予想以上に堅調となりました。2021～2022年の米国の不動産

“ 2021～2022年の米国の不動産市場の先行きについては、急ピッチで進むワクチン接種、追加経済対策、堅調な消費需要を理由に楽観的な見方をしています。不動産は景気拡大に連動し、多くの不動産セクターは積みあがった潜在需要や来るべき雇用ブームの恩恵を受けると予想されます。”

ティム・ワン

市場の先行きについては、急ピッチで進むワクチン接種、追加経済対策、堅調な消費需要を理由に楽観的な見方をしています。不動産は景気拡大に連動し、多くの不動産セクターは積みあがった潜在需要や来るべき雇用ブームの恩恵を受けると予想されます。

我々の見通しにおけるリスクとして、新型コロナウイルスの変異種の脅威や中期的

な低インフレの可能性などが挙げられます。インフレ期待は足元で上昇しており、米国10年国債利回りはここ数週間で1.6%を超え、金融市場のボラティリティは高まっています。

リフレ環境を考慮すると、経済成長に連動したリターンの確保がポートフォリオのアロケーション戦略の重要な要素となります。不動産は経験則からインフレ

や金利上昇を多少なりともヘッジできる資産クラスであることが証明されています。これは主として不動産のオーナーが景気回復局面で賃料を引き上げることができるためです。金利上昇は経済成長の拡大と連動することが多く、商業用不動産の需要増加と所得の伸び率拡大により資金調達コスト上昇の影響は相殺され则认为ます。

あらゆる投資が最終的にESG投資に

ESG要因は投資家にとって重要性を増しつつあり、コロナ禍をきっかけにESGは世界中で一躍、脚光を浴びています。この分野では欧州が米国より先行していますが、「クリーンエネルギー／持続可能インフラ計画」を受けて米国では環境要因が強まる見通しです。ESGの3つの要素はすべて不可欠であり、投資リターン・リスクの両面からESGは検討すべき重要課題となっています。

ESG投資ではアクティブ運用の経験が重要

メアリー・ジェーン・マクイレン

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

クリアブリッジでは、以前から、あらゆる投資は最終的にESG投資となり、ESG投資はいずれ投資とは無関係の規律とはみなされなくなる日が来ると考えていました。これまでの経験から、重要かつ関連性のあるESG要因をファンダメンタルズ分析や投資の意思決定に取り込むことによって、一貫して投資プロセスに付加価値がもたらされ、長期投資家としての見方が裏付けられると考えています。

ESG志向の運用戦略の飛躍的な増加に伴い、プロセスに混乱や弱体化するリスクが高まっていることも事実です。ESG分析は外注される傾向が見られますが、アクティブ運用ではそうではありません。多くの場合、ESG統合の理論と実践には乖離があります。

運用戦略についてESGの側面から評価する場合には、ポートフォリオ・マネージャーのESGを考慮した運用経験や運用会社のESG投資の歴史、ESGのインフラ、投資プロセス、複数のビジネスサイクルにおける実績等を検討することが重要といえます。

2020年は様々なトレンドの結果として環境の持続可能性に配慮した銘柄が概ね堅調に推移しました。こうしたトレンドの一部は構造的なものとなり、二酸化炭素(CO2)の削減やリサイクル素材の利用を通じた資源不足の克服により

気候変動への対応を促すなど長期的にESG志向の投資を支える要因になるとみえています。コロナ禍により必要に迫られて生じたもうひとつの新たな動きとして、ヘルスケア業界が自らの事業能力と金融リソースを駆使して社会福祉の向上に取り組んでいることが挙げられます。当初の2つの新型コロナウイルス向けワクチンの迅速な開発と効果は、医薬品メーカーが希少な遺伝子疾患のみならず、伝染病やがんの革新的な治療法の確立に向けても大きな進歩を遂げていることを示しています。

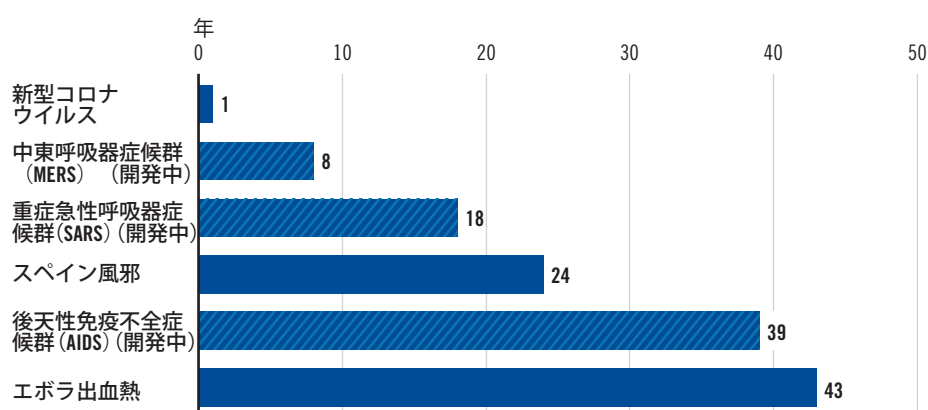
サステナビリティ関連として次回の市場サイクルで勝ち組になる可能性があるのは、食材調達やパッケージのサステナビリティの改善に努める消費関連企業、ダイバーシティとインクルージョンを重視する金融機関、再生エネルギーや電気自動車を可能にするメーカーなどです。

“ ESG分析は外注される傾向が見られますが、アクティブ運用ではそうではありません。多くの場合、ESG統合の理論と実践には乖離があります。”

メアリー・ジェーン・マクイレン

ESGポートフォリオの長期的なリターンについては強気な見方をしています。ESG原則に基づく長期投資の運用メリットを指摘する研究が数多く出されています。例えば、化石燃料への投資を減らすESG志向のポートフォリオの場合、投資期間によっては原油価格の変動に伴いマーケットも変動し、ポートフォリオに影響を及ぼす可能性もあります。市場における投資機会とリターンに関する長期的な見方は変えていませんが、金利上昇が経済セクターに及ぼす影響や新型コロナウイルスの変異種により一部の地域で経済活動の本格再開が遅れる可能性について注視しています。

著しい成果をもたらした新型コロナウイルス向けワクチンの開発
図 3:主な伝染病向けワクチンの開発年数



出所: クリアブリッジ・インベストメンツ。(エボラ出血熱: 1976~2019年、AIDS: 1981年~現在に至る、スペイン風邪: 1918~1942年、SARS: 2002年~現在に至る、MERS: 2012年~現在に至る)

巻末注記

1. 出所:JPモルガン
2. 出所:AGC/パートナーズ、2021年3月
3. 出所:IMF世界経済見通し、2021年1月。いかなる推測、予想、予測も実現する保証はありません。

Global Investment Outlookについて

Global Investment Outlookではフランクリン・テンプルトン・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投資マネージャーの見解を紹介しています。フランクリン・テンプルトン・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・テンプルトン・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・テンプルトン・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



アラム・グリーン
クリアブリッジ・インベストメンツ
ポートフォリオ・マネージャー兼マ
ネージング・ディレクター

ClearBridge
Investments



メアリー・ジェーン・マクイレン
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

ClearBridge
Investments



マシュー・モバーグ
フランクリン株式グループ
ポートフォリオ・マネージャー



ブルックス・リッチー
K2アドバイザーズ
インベストメント・リサーチ・アン
ド・マネジメント共同責任者



K2 ADVISORS®



マンラジ・セクホン、CFA
フランクリン・テンプルトン・
エマージング株式グループ
最高投資責任者



グレン・ボイルス
フランクリン・テンプルトン債券グループ
ポートフォリオ・マネージャー



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

 CLARION PARTNERS

ウエスタン・アセット

 WESTERN ASSET

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。外国証券への投資には為替変動、経済および政局の不透明感など特別なリスクを伴います。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。高利回りは、低格付け証券や、場合によっては、証券の価格低下に伴う高い信用リスクを反映します。金利変動は証券価格や利回りに影響を及ぼす可能性があります。米国国債は償還日まで保有した場合、元本および利払いが保証されます。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。新興国市場の投資では、同じ要因に関連してのリスクが増大する一方で、市場規模や低流動性に関連したリスクや証券市場を支える法制度、政治・経済構造、社会基盤の未整備といったリスクも伴います。このような投資においては、大幅な価格変動が発生する場合があります。(歴史的に見て値動きが大きい) 情報技術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。バイオテクノロジー企業は小規模または比較的新しい企業が多くみられます。中小企業は経済環境の変化に非常に敏感で、より確立された大企業に比べて成長の見通しが不確定であることから、特に短期的に変動幅がおおきくなる場合があります。インパクト投資や環境・社会・ガバナンス(ESG)の運用担当者は銘柄選別にあたり伝統的な金融情報以外の要因を考慮する場合があります。その結果、特定のセクターや投資対象の市場動向により他の運用戦略や参考指数とは相対パフォーマンスが乖離する可能性があります。また、ESG戦略は固有の価値基準を用いているため、類似戦略や参考指数に組み入れられているエクスポージャーを除外する場合があります。その結果、相対パフォーマンスに乖離が生じる可能性があります。複数世帯住宅などの商業用不動産セクターへの投資には、不動産価格の下落、同セクターに不利な経済情勢や規制動向の影響に対する脆弱性など特別なリスクが伴います。インフラ関連証券への投資には、高金利、高レバレッジ、同セクターに不利な経済情勢や規制動向の影響に対する脆弱性など特別なリスクが伴います。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。オルタナティブ投資戦略やヘッジファンド(以下、合わせて「オルタナティブ投資」)への投資は複雑かつ投機的であり、大きなリスクを伴い、完全な投資プログラムと考えるべきではありません。金融派生商品はオルタナティブ投資で使われることが多く、コストを伴い、ファンドのポートフォリオにレバレッジがかかる場合があります。その結果、ボラティリティが大きくなり、当初の投資金額を大きく上回る損失(あるいは利益)をもたらす可能性があります。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ます。投資金額を全額失っても余裕がある投資家にもみ適しています。K2や、K2によって選ばれた投資対象の運用担当者によって採用された投資戦略が成功する保証はありません。魅力的な投資機会の発掘は難しく、多くの不確定要素が伴います。オルタナティブ投資によってもたらされるリターンは、想定される事業および金融リスクに対して投資家に十分に報いるものとはならない場合があります。オルタナティブ投資は市場ボラティリティなどあらゆるタイプの証券に投資する主体に共通する市場リスクの影響を受けます。また、レバレッジやヘッジなどオルタナティブ投資によって採用される特定の売買手法により、ポートフォリオへの不利益が増大する可能性があります。投資対象プロダクトの構造によっては、オルタナティブ投資は投資家に対して定期的な開示を行う必要がない場合があります。投資対象プロダクトに関する透明性が欠如する可能性があります。また、オルタナティブ投資は税務上の問題を伴う場合があります。投資検討にあたっては事前に税務アドバイザーに相談する必要があります。ファンドオブヘッジファンド等の場合、当該ファンドに直接かかる手数料や経費に加え、投資対象ファンドに対して間接的に支払う手数料、経費及び運用報酬等が発生します。分散投資は利益を保証するものでも損失リスクを回避するものでもありません。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(「FT」)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。

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。**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。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なわけではなく、米国以外では、他のFT関連会社および/または現地法および規則が承認するその販売会社によって提供されます。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・リソース・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ものです。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・リソース・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



FRANKLIN
TEMPLETON