

2022年7月

中期見通し： インカム収入の多様性



はじめに



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

2022年上半期は様々な資産クラスの投資家にとって厳しい状況となり、特にインフレ、金利、景気後退の可能性など市場を悩ます不透明感はなおくすぶり続けています。下半期を見据え、運用担当者が集まり、インカム収入を追求する投資家はどこに投資機会を見出すことができるのかを議論しました。以下はその要約です。

- 「ボラティリティが大きい市場環境は投資機会ももたらしています。より質の高い債券、特にデュレーションが長め、もしくは金利上昇に連動しやすい債券がその1つとなります。債券価格は過去に例がないほど下落し、投資家が購入可能な債券の利回りは、わずか半年から9カ月前の水準を大きく上回っています」
[エド・パークス](#)、[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](#)
- 「インフレ環境下では価格決定力を有する企業の社債に投資機会が存在します。現在の景気サイクルや経済への逆風を考慮すれば、信用力が高い債券を多く組み入れることが賢明だと考えています」
[ブライアン・ジュリアン](#)、[ブランディワイン・グローバル](#)
- 「レバレッジドローン、変動金利ローン、シニア担保ローンとしても知られるバンクローンは、金利リスクのヘッジ手段として有効に機能する傾向があります」
[リーマ・アガルワル](#)、[フランクリン・テンプレトン債券グループ](#)
- 「増配は通常期でも貴重ですが、インフレ期では特に重要となります。インフレにより通貨の価値は下がるため、生活費が上昇する中でも増配が購買力の維持に寄与します。」
[マイケル・クラフェルド](#)、[クリアブリッジ・インベストメンツ](#)、[ディビデンド・ストラテジー](#)
- 「ある意味、インカム収入の管理はボラティリティ管理の一環でもあります。キャッシュフローが予測しやすく配当も安定している企業は、ボラティリティが小さくなる可能性が高くなります。厳しい時期でも増配や安定配当の余地が大きい、質の高い優良企業に投資することがカギとなります。」
[マット・クインラン](#)、[フランクリン株式グループ](#)
- 「インフラ資産はインフレ環境に適応できるよう、規制や契約を通じて利用料金が物価に連動することがあらかじめ決められていることが多く、インフレヘッジとして機能します。」
[シェーン・ハースト](#)、[クリアブリッジ・インベストメンツ](#)
- 「先例からすると、非上場不動産は安定したインカム資産としてインフレヘッジに有効である可能性があります。現時点で特に産業施設や集合住宅が注目に値します。」
[クラリオン・パートナーズ](#)

本年半ばのグローバル投資見通しについてご報告します。本年度の残りの期間における戦略的思考の一助になれば幸いです。

インカム収入の網を広く張る

金融環境は劇的に変化しています。米国のインフレ率は40年ぶりの水準に達し、コロナ禍による需給不均衡は引き続き世界経済を下押しし、ウクライナ戦争は地域の安定を脅かしています。さらに、米連邦準備制度理事会（FRB）をはじめとする世界の中央銀行は厄介なインフレを抑え込もうと、メッセージも行動も明らかにタカ派寄りに転じています。FRBは6月に予想外の0.75%の利上げに踏み切り、今後、予想される利上げ幅も大きく上振れし、景気後退懸念が浮上しています。

「2022年上半期は新たな試練を迎え、株式と債券はともに足並みを揃えるように大きく下振れしています。金利上昇により債券と株式の元本価値が目減りする中、インカム志向の投資家はこうした環境の変化に対して積極的かつ機敏に行動し、網をより広く張る必要があります。」

2022年上半期は新たな試練を迎え、株式と債券はともに足並みを揃えるように大きく下振れしています。金利上昇により債券と株式の元本価値が目減りする中、インカム志向の投資家はこうした環境の変化に対して積極的かつ機敏に行動し、網をより広く張る必要があります。不動産やインフラなどのオルタナティブ資産を新たにポートフォリオに組み入れることにより、相関性の低いインカム収入の獲得と元本確保に有効な分散投資を可能にすると考えています。投資家が待機資金として余剰キャッシュを保有していたのであれば、他の資産のボラティリティから影響を受けずに済んだはずであり、そうした資金は投資妙味が増し利回りが上昇しているインカム資産に投資する機会となります。これは、ポートフォリオの利回りを高めるために妥当な水準のリスクを受け入れる一方、元本確保に向けて収益源を分散するというバランスを取ることになります。足元の環境下でベストなインカム投資のアプローチについては、我々の独立した運用担当者はそれぞれ異なる意見を持っています。

ボラティリティがインカム志向の投資家に投資機会をもたらす
マルチアセット・インカム戦略の運用担当者であるエド・パークスは、金利上昇と幅広い資産価格の下落という2つの試練に注目しています。エドは、投資家はこれらのリスクを管理するには収益源を分散することだと認識していると考えています。ボラティリティが大きい市場環境は投資機会ももたらしています。より質の高い債券、特にデュレーションが長い、もしくは金利上昇に連動しやすい債券がその1つとなります。投資家が購入可能な債券の利回りはわずかに数カ月前の水準を大きく上回っています。

盲目的に利回りを追求しない

ブランディワイン・グローバルのブライアン・ジュリアノの意見は異なり、投資家はインカム収入の獲得を目指して利回りを求めたがる可能性がありますが、それは間違いだと考えています。バリュエーションやマクロ環境に対する安全マージンはほとんどなく、利回りを追求するために過度のリスクを取ることになります。

ブライアンは、インフレ環境下では価格決定力を有する企業の社債に投資機会が存在すると考えています。市場が引き続き下落した場合、質の高い国債の組み入れ比率を高めることが賢明となり、景気減速を受けて利回りが低下した場合に価格が上昇する可能性があるほか、クレジット資産や株式とは無関係の収益源も確保することができます。

変動金利ローンは金利上昇の避難先に

フランクリン・templton債券チームのリーマ・アガルワルは、名目利回りが高く、デュレーションが短く、ボラティリティも相対的に小さいバンクローン（レバレッジドローン、変動金利ローン、シニア担保ローンとしても知られる）は金利上昇のヘッジ手段として有効に機能する傾向があると指摘しています。もちろん変動金利ローンにはクレジットリスクはあります。足元の環境ではローンの選別が引き続き重要であり、投資家は、価格が大きく下落し利回りが魅力的だが不透明なマクロ経済環境では信用リスクも大きく信用力が低いローンの発行体は避けて、安定したインカム収入をもたらす信用力が高い投資対象に注目する必要があります。

配当株やハイブリッド証券が貴重なインカム収入をもたらす

配当株の形で一定の株式リスクを受け入れることが、ポートフォリオの利回りを高め、インフレ率の上昇をヘッジする魅力的な手段となる可能性があります。クリアブリッジ・インベストメントのマイケル・クラフェルドとフランクリン株式グループのマット・クインランは、有効な配当戦略を通じて市場のボラティリティを軽減し、インフレをヘッジすべきだという見方で一致しています。

配当金を再投資することで得られるインカムゲインは、長期的なトータルリターンに大きく貢献することが知られています。1990年1月から2022年6月までの過去31年間で見ると、配当再投資の複利効果はS&P500種株価指数ベースで累積トータルリターンの50%近くを占めます（図表1）。

ボラティリティが大きい市場では、配当金を使って資産を組み替える機会もあります。これは見落とされがちなたータルリターンの源泉であり、配当を再投資することで長期的な運用成果を最適化することも可能です。言い換えると、一時的な市場の混乱によりバリュエーション面から投資機会が浮上した場合、配当金は戦略的な資産配分に向けて資産を組み替えるための新たな資金を提供します。

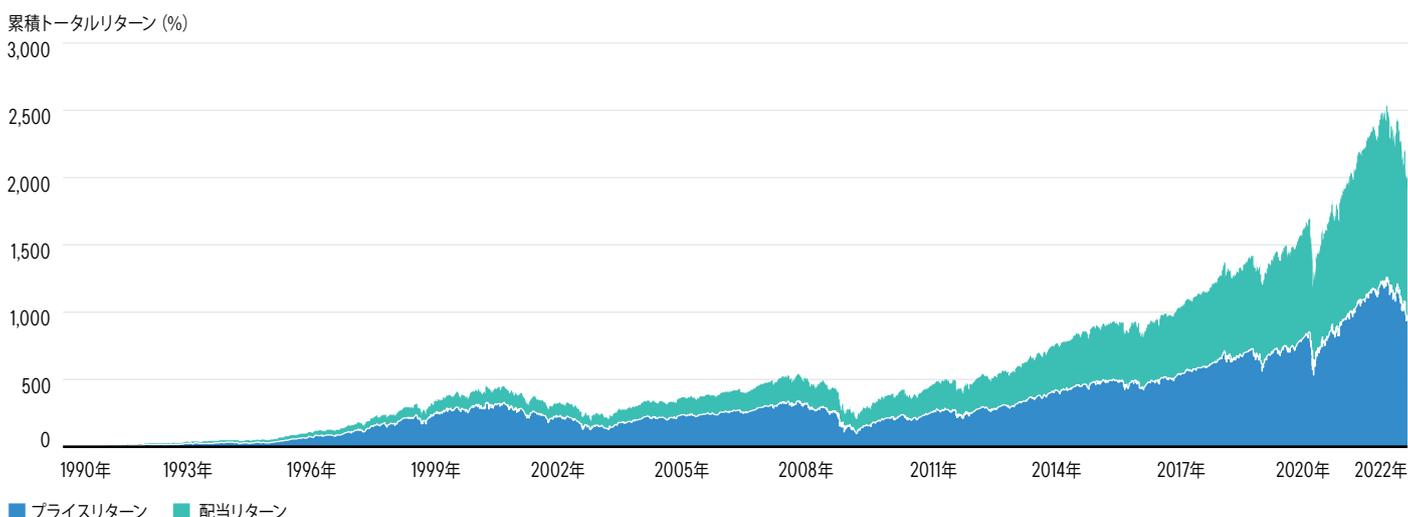
インフレヘッジとしての不動産

一部のインカム志向の投資家は利回りを求めて伝統的な非上場市場に注目する可能性もあります。例えば、商業用不動産（集合住宅、産業施設、オフィス、小売り、ライフサイエンス施設、倉庫）はポートフォリオを分散し、インカム収入を確保する手段として個人投資家にとってより身近なものとなっています。

配当がリターンをけん引：長期的には配当の受け取りと再投資がトータルリターンのおよそ50%を占める

図表 1：S&P500種株価指数のトータルリターンの構成

2022年6月30日時点



出所：ブルームバーグ。過去のパフォーマンスは将来の結果を示唆するものではありません。

また、商業用不動産は従来からインフレヘッジとして機能してきました。クラリオン・パートナーズのチームの議論では、集合住宅がその好例であり、家主は通常、景気拡大期に賃料をいち早く調整することができます（通常は年単位）。不動産サービス大手CBREによると、2021年の集合住宅の賃料は昨年第四半期の時点で13.4%上昇しており、上昇率は同年の消費者物価指数の上昇率（約7.0%）を大きく上回っています。

インフラも選択肢に

クリアブリッジのシェーン・ハーストは、足元のインカム収入もさることながら利回りの質も重要であることを指摘しています。経済のグローバル化が見直される中、インフラに投資し、有料道路、公益事業、中流部門のエネルギーインフラなどの資産の収益性の可視性や予測可能性を一段と高める必要があります。こうした利用者負担となる資産は経済活動の再開の恩恵を受け、景気減速の影響を緩和する可能性があります。これら資産には異なる景気サイクルと企業間の差別化を促す特異性があります。また、実質金利と名目金利の差から、例えば米国と欧州間の資産配分などのダイナミックな組み替えが必要になると予想しています。

あらゆる種類のインカム収入を検討

理想的には、あらゆる資産クラスのインカム収入の機会を検討することができれば、投資対象は広がり、インカム収入源の分散効果は高まり、ポートフォリオの利回りは改善します。これはパッシブ運用とは異なります。絶えず投資機会を発掘し、耐性のあるインカムポートフォリオを構築するにはアクティブ運用がカギになると考えています。

マルチアセットの注目点:ボラティリティの大きい市場が幅広い資産クラスで多様なインカム投資の機会を創出

債券や株式、(株式や債券とは異なる動きを示す)オルタナティブ資産に至る多くの品ぞろえを手に入れることができれば、様々な投資機会が浮上します。こうした投資機会は、上手く運用できれば、安定したインカム収入につながる可能性があります。

リスクは投資機会を提供

エド・パークス、CFA

フランクリン・テンブルトン・インベストメント・ソリューションズ

最高投資責任者 (CIO)

我々はインカム投資の課題と投資機会の双方を検討する必要があります。今日の厳しい市場環境では投資家はリスクにのみ注目する傾向がありますが、ボラティリティにはプラス面もあります。

最初に、2つの主な課題について検討します。第1の課題は金利リスクです。今年に入り、多くの投資家はもっぱら株式リスクのみを考えており、クレジットリスクはある程度は頭の中に取りましたが、懸念材料としての金利リスクはほとんど意識されていませんでした。これは世界の中央銀行がほぼ10年間にわたり金利をゼロ近くに抑えてきたからです。市場は自然と極端な金融緩和政策や量的緩和に慣れてしまい、金利リスクは無関係のように思われました。当然ながら、市場環境はこの半年間で一変しました。中央銀行は金融政策を正常化する必要があるだけでなく、1970年代以来の水準に達しているインフレの暴

「...ボラティリティが大きい市場環境は投資機会ももたらしています。より質の高い債券、特にデュレーションが長い、もしくは金利上昇に連動しやすい債券がその一つになります。債券価格は過去に例がないほど下落し、投資家が購入可能な債券の利回りは、わずか半年から9カ月前の水準を大きく上回っています。」

走を抑え込むために積極的な行動を迫られています。このため、足元で金利リスクは投資家にとって大きな懸念材料となっています。

第2に、あらゆる資産クラスで価格が幅広く下落しています。株式や社債などのリスク資産のみならず、米国債をはじめとする伝統的な安全資産も価格が大きく下落しています。このため、投資家はこうしたリスクを管理するために収益源を分散することを意識する必要があります。

しかし、ボラティリティが大きい市場環境は投資機会ももたらすという良い面もあります。より質の高い債券、特にデュレーションが長い、もしくは金利上昇に連動しやすい債券がその1つとなります。債券価格は過去に例がないほど下落しており、投資家が購入可能な債券の利回りはわずか半年から9カ月前の水準を大きく上回っています。

例えば、2年物の米国債利回りは2021年12月31日時点の0.6%から足元では3.4%まで上昇しており、ハイイールド債指数の利回りは同期間におよそ4%から9%近くまで上昇しています。こうした環境下でデュレーションが短く、リスクが低い資産を求める投資家や高いインカム収入(高利回り)を求める進取の気性に富んだ投資家は、リスク許容度にかかわらず、インカム収入の目標を達成することが可能になります。同様に、株価の下落に伴い投資家は割安株を発掘し、ポジションを選別し、投資機会を広げることが可能になります。足元の市場環境はインカム収入を求める投資家に数多くの投資機会をもたらしていると考えられています。また、市場はインフレ率の高止まりと景気減速を極めて高い確率で織り込んでいるとみられ、マクロ経済の状況が予想されたほど深刻なものにはならなかった場合、投資機会が浮上する可能性があります。

債券の注目点：金利上昇が投資機会をもたらす

中央銀行が積極的な金融引き締め政策に乗り出す中、デュレーションが短い投資対象として変動金利債務に投資機会が浮上しています。しかし、投資家は利回りの追及を検討する際は注意する必要があります。金利上昇にもかかわらず、バリュエーションの魅力はわずかしか高まっておらず、おそらくリスクには見合わない場合があると考えられます。

安全性を考慮したインカム収入の確保

ブライアン・ジュリアノ、CFA

ブランディワイン・グローバル

クライアント・ポートフォリオ・マネージャー

インカム収入を求める投資家は市場環境の変化に応じてインカムとリスクのエクスポージャーを積極的に調整する必要があります。単に利回りを追求することは賢明ではありません。近視眼的なインカム投資はボラティリティの上昇、ドローダウンの拡大、株式との相関関係の上昇、流動性の低下など過度のリスクを負担することにつながる可能性があります。

様々な市場のセグメントやセクターに広く網を張ることが重要だと考えています。

債券ポートフォリオにおいてインカム収入は常に重要なリターンの源泉となりますが、それだけがリターンの源泉ではありません。セクターローテーション、デュレーション管理、クオリティローテーション、銘柄選別によるキャピタルゲインも重要なリターンの源泉としてインカムゲインを補完するものとなる可能性があります。

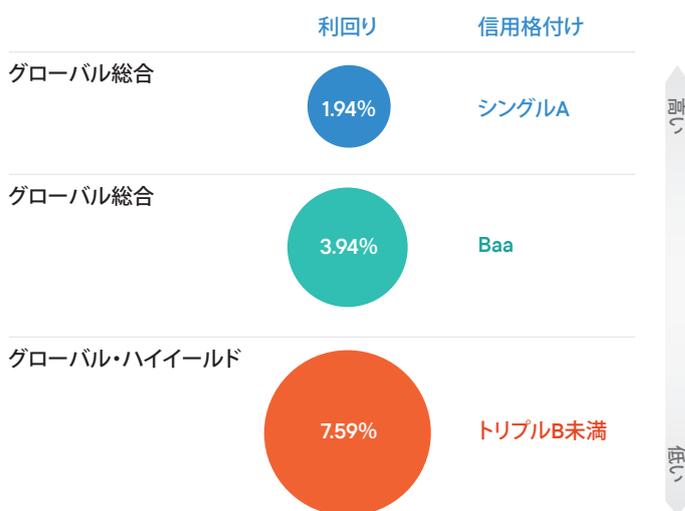
盲目的に利回りを追及しない

利回りが世界的に上昇する中、市場のボラティリティは高止まりが続くと予想しています。こうした市場環境は、マクロ環境が安定すれば、格好のエントリーポイントとしてバリュエーションを生かした投資機会を提供する可能性があります。バリュエーションとマクロ環境の両面で課題は存在します。金利上昇により債券のインカム収入の魅力は再び高まっていますが、全体的なバリュエーション（利回りやスプレッドなど）の魅力はわずかしか高まっていません。足元の環境（利回りはなお比較的低水準）では、投資家はインカム収入の獲得を目指して利回りを求めたがる可能性がありますが、それは間違いだと考えています。バリュエーションやマクロ環境からすると、安全マージンはほとんどなく、利回りを追及するには過度のリスクを負担する必要があります（図表2）。

クレジットリスクの追加は、デフォルトと損失の可能性を高める

図表2：一部の債券指数の信用格付け別利回り

2022年5月31日時点



出所：モーニングスター、ブルームバーグ・バークレイズ指数、クレディ・スイス、マクロボンド。グローバル・ハイイールドはブルームバーグ・バークレイズ・グローバル・ハイイールド指数。グローバル総合はブルームバーグ・バークレイズ・グローバル総合指数。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。報酬、経費、販売手数料は含まれません。過去のパフォーマンスは将来の結果を示唆するものではありません。過去の運用実績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。

インフレ環境下では価格決定力を有する企業の社債に投資機会が存在すると考えます。現在の景気サイクルや経済への逆風を考慮すれば、信用力が高い債券を多く組み入れることが賢明だと考えています。戦術的には、市場が引き続き下落した場合、質の高い国債の組み入れ比率を高めることが賢明だと考えます。質の高い国債は利回り面では他の債券セクターほど魅力的ではありませんが、2つのメリットがあります。景気減速を受けて利回りが低下した場合に価格が上昇する可能性があるほか、前述のようにクレジット資産とは無関係の収益源を確保することができます。

バンクローン：FRBの利上げを逆手に取る

リーマ・アガルワル、CFA

フランクリン・templton債券グループ

ポートフォリオ・マネージャー

金利が近い将来、一段と上昇することは明らかです。しかし、金融引き締め政策のペースや規模はなお不透明です。政策当局がインフレの高止まりへの懸念を一段と強める中、予想を上回るインフレ指標を受けて中央銀行が金融引き締めを加速すると懸念はくすぶり続けています。

金利の上昇が見込まれることは、金融市場にとって必ずしも悪材料とは言えません。高成長と堅調なマクロファンダメンタルは景気刺激策を撤回する必要性を裏付けています。さらに、政策金利もコロナ禍の渦中の低い水準から上昇し始めたばかりであり、経済活動を大きく制約する可能性がある水準には達していません。

レバレッジドローン、変動金利ローン、シニア担保ローンとしても知られるバンクローンは金利リスクのヘッジ手段として有効に機能する傾向があります。10年物の米国債の利回りが急上昇する中、これらの金融手段はすでに個人投資家や機関投資家から大きな関心を集めています。

金利上昇の波に乗る

バンクローンの見通しは引き続き堅調で、金利の先高観と好調な需要が緩やかな追い風となっています。バンクローンは変動金利や短いデュレーションという特性から、金利上昇局面では伝統的な債券に比べ魅力的に映ります。

一方で、バンクローン投資には積極的なポートフォリオ管理や銘柄選別の強化、引当金の徹底した精査が一段と重要になります。クレジットにはリスクがあります。コロナ禍の後遺症、中国のロックダウンによる需給制約、ウクライナ・ロシア戦争に関連する問題、FRBによる金融引き締めサイクルなど様々な市場要因が、一部の発行体のファンダメンタルズに影響を及ぼしています。信用力が低い発行体は原材料費や人件費の高騰に見舞われており、コストの上昇分を転嫁することも吸収することもできません。このため、引き続きローンの選別が重要であり、価格が大きく下落している低格付けのローンの発行体ではなく、安定してインカム収入をもたらす投資対象に注目する必要があると考えています。

株式の注目点：配当を通じて市場のボラティリティを緩和し、インフレをヘッジ

通常、債券は決められたクーポン収入をもたらしますが、配当は長期的に安定して増加するキャッシュフロー収入をもたらす可能性があります。配当は通常の経済局面や特にインフレ期でも、インカム収入を管理するうえで基本的な手段となります。生活費が上昇する中でも増配は購買力の維持に寄与します。配当の再投資も長期的にリターンを平準化に寄与します。

質の高い配当企業がインフレ圧力の影響を緩和

マイケル・クラフェルド、CFA

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

今年は割高な市場と高インフレで幕を開け、株価の下落はそれほど意外なことではありませんでした。こうした背景から下値保護、インカム収入、増配という3つの主要特性がカギとなる中、質の高い配当企業が脚光を浴びています。

売却圧力が自己実現的となり、買い手が様子見を決め込む局面では、配当はそうした悪循環を断ち切ることができます。健全な配当利回りはキャッシュフローベースで銘柄を評価する際

の評価指標となり、投資家は足元のボラティリティを気にせず買い出動するきっかけとなります。つまり、堅実な配当は相場下落局面では株価の下支え要因となります。

弱気相場で思い起こされるのは、配当は地味ながら長期的にはトータルリターンの40%を占めるということです。また、配当はレンジ相場や下落相場では株価の低迷や下落を相殺するキャッシュフローをもたらします。市場が回復するにつれ、配当や増配は企業収益の拡大を映し出す優れた指標となり、これらは長期的に相互に作用し合います。

トータルリターンは保有期間に獲得したキャピタルゲインにインカムや配当を加算したものと見なされます。我々は魅力的な目の前の利回りに注目しますが、トータルリターンの観点から重要なのは配当の成長です。債券は通常、決められたクーポン収入をもたらしますが、配当は時間とともに増加するキャッシュフロー収入をもたらす可能性があります。増配は通常期でも貴重ですが、インフレ期では決定的に重要になります。インフレにより通貨の価値が下がるため、生活費が上昇する中でも増配は購買力の維持に寄与します。

配当の真の威力は長期的な複利効果にあり、我々はこうした成長性の高い銘柄を発掘するにあたり、まずはそれぞれのセクターでリーダーの地位にあり、豊富なキャッシュを抱え債務が少ないなど財務体質に優れた企業に注目します。また、多額のフリーキャッシュフローを生み出し、配当実績に優れた企業も対象となります。我々にとって優良企業とは収益が予測可能で再現性があり、参入障壁が高い企業です。我々は分析の大半の時間をこの点に費やします。

2022年はエネルギー価格が高騰し、コモディティインフレは投資家にとってリスクと投資機会の両方を提供しています。エネルギー・素材セクターでは天然ガス、原油、銅などの関連株はここ数年間、関心が薄かったものの、いまや配当重視のアクティブ運用の投資家のレーダーにしっかりと捉えられており、銅については世界的な電動化の流れが需要をけん引しています（図表3）。コモディティ価格は景気変動に左右されやすく、ボラティリティも大きいだけに、企業には市況の変動を乗り切れるだけの優れた財務体質が欠かせません。長年に及ぶ緊縮財務と多額の債務返済により、今では多くのコモディティ関連企業が健全な財務水準にあります。我々は、少額ながら景気サイクルを通じて維持することが可能な配当金を支払うコモディティ関連株に注目しています。ターゲットを絞ったコモディティ関連株の選別により、堅実な配当ポートフォリオのインフレ耐性が一層強化される可能性があります。

下半期に入り、投資家は引き続き多くのリスクに直面しています。インフレ率は数十年ぶりの高い水準に達し、金利は急上昇し、一部の資産価格にはなお割高感があります。世界的に厳し

い試練を迎える中でも、財務体質に優れ、収益が予測可能かつ再現性があり、競争力が高く、長期的に中抜きリスクが低く、バリュエーションが妥当な水準にあり、増配の魅力を持つ多様な企業で構成される厳選した配当銘柄のポートフォリオは、有効に機能すると考えています。

配当の明るい見通し

マット・クインラン

フランクリン・テンプレトン債券グループ

ポートフォリオ・マネージャー

過去1年間の配当動向は堅調に推移しており、様々なセクターに投資機会は広がっており（図表4）、先行きはなお明るい状況に変わりはありません。コロナ禍で減配に踏み切った多くの企業は配当を元に戻しており、一部の企業では減配前より配当を増やしています。エネルギーセクターを例に挙げると、コロナ禍の最初の数カ月間で多くのエネルギー企業が減配を実施しています。

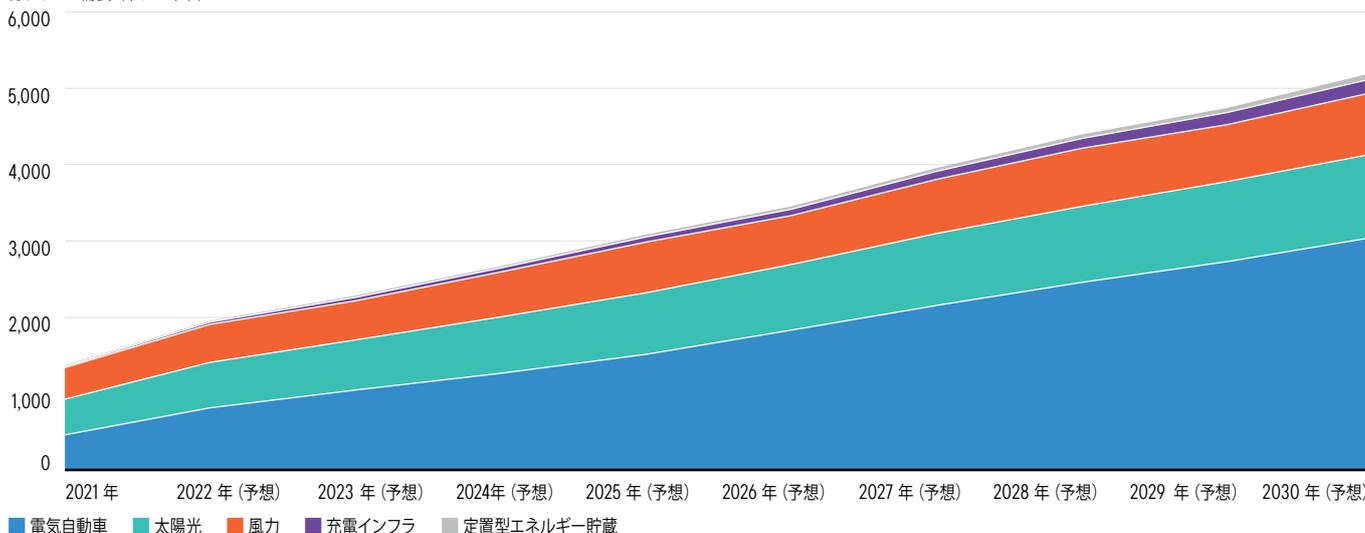
こうした流れはここ数四半期で反転し、多くの企業で配当の伸びは高水準に達しています。キャッシュフローが好調で、特別配当が実施されているケースもあります。銀行セクターもコロナ禍で当初は配当の伸びが抑えられましたが、昨夏以降、順調に伸びています。ヘルスケアセクターは、需要が予測しやすく価格イノベーションに優れた業界で、配当の先行きも明るいものとなっています。最後に、テクノロジーセクターにもまだチャンスがあるとみています。

経済の脱炭素化により銅集約的な環境に

図 3: エネルギーシフトもしくは銅の「グリーン」需要

2022年4月7日時点

総グリーン需要 (千トン (kt))



出所: ゴールドマン・サックス・インベストメント・リサーチ。いかなる予測、推定、予想も実現する保証はありません。

「世界的な景気減速に伴い、今後の増配額は減少し、業績不振企業は減配を実施することが予想されます。こうしたシナリオから、我々は景気後退期でも耐性があり、参入障壁が高い企業に一段と注目しています。」

インカム重視がボラティリティ軽減に寄与

最適化されたインカム戦略は、魅力的な配当企業や株式リンク証券、転換証券を通じてインカムを提供する一方、キャピタルゲインの機会も提供すると考えます。インカムゲインを重視することは、キャッシュフローが魅力的な企業に投資することにつながります。ある意味、インカムへの投資はボラティリティ管理の一環でもあります。キャッシュフローが予測可能で配当も安定している企業は、ボラティリティもより小さくなる可能性があります。

厳しい時期でも増配や安定配当の余地が大きい質の高い優良企業に投資することがカギになると考えています。我々は、実績の裏付けがあり、フリーキャッシュフローが魅力的で、投資適格級の財務体質を有し、キャッシュフローが改善傾向にあり、市場規模が大きく、市場シェアを伸ばしている業界大手の地位にある企業の発掘に努めています。こうした企業は厳しい時期でも安定した配当が期待できます。

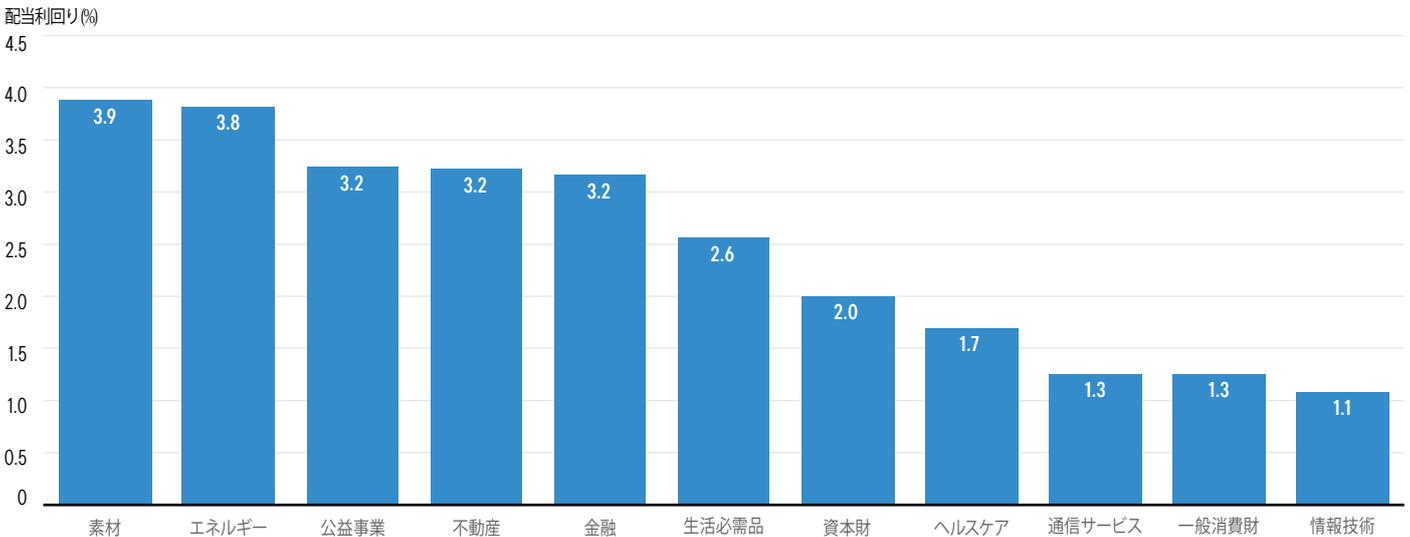
世界的な景気減速に伴い、今後の増配額は減少し、業績不振企業は減配を実施することが予想されます。こうしたシナリオから、我々は景気後退期でも耐性があり、参入障壁が高い企業に一段と注目しています。

例えば、価格決定力がある企業はインフレ期に恩恵を受けます。半導体メーカーなどの低コストメーカーは、産業用であれ、自動車用であれ、エンドマーケットには欠かせないサプライヤーとなっています。景気が停滞すればあらゆる業種が影響を受けますが、逆風に耐え影響を受けずに済む業種もあります。ブランド力がある企業は顧客にとって貴重なパートナーであり、業績は好調に推移する傾向があります。

配当利回りの収益源は様々なセクターに広がる

図 4: MSCIオール・カントリー・ワールド・インデックス (ACWI) のセクター別配当利回り

2022年5月31日時点



出所: マクロボンド

オルタナティブの注目点：不動産とインフラがインフレの逆風に対抗

不動産投資とインフラ資産はともに、物価の上昇分をエンドユーザーに転嫁できる可能性があります。このように投資家はインフレリスクを軽減することが可能であり、恩恵を受ける可能性さえあります。

株式市場の逆風がインフラの追い風に

シェーン・ハースト

フランクリン・テンプレート債券グループ

ポートフォリオ・マネージャー

2022年はインフレの持続や金利上昇が株式市場に重くのしかかっていますが、インフラはインフレやインフレによる金利上昇の影響をほぼ転嫁できるため、マクロ経済の逆風はインフラの追い風になります。インフラ資産は、規制や契約を通じて、インフレ環境に適応するよう利用料金が物価に連動することがあらかじめ決められていることが多いため、インフレヘッジとして機能します。料金が物価に連動する有料道路や鉄道などの公益事業や利用者負担の資産がこれに該当します。

インフラが持つ価格決定力はインフラ資産の本質的な性質に起因するものです。景気の低迷局面でも消費者は水や電気、ガスを使い、有料道路で車を運転し、その他の基本的なインフラサービスを使い続けます。同様に重要な点として、インフラプロジェクトは長期契約に基づいており、長期間にわたり安定した収入が保証されます。

「2022年に一貫していることがあるとすれば、それはリスク環境が急速に変化してきたということです。米国のGDPは昨年12月から今年3月にかけて大きく変動し、前期比年率換算で2021年第4四半期の6.9%のプラス成長から2022年第1四半期は1.6%のマイナス成長に陥っています。」¹

目の前のインカム水準も重要ですが、足元の企業の配当、今後数年間の配当の伸び、配当の源泉になるキャッシュフロー等の利回りの質もトータルリターンを評価する際に重要になります。我々は5年間の実質必要収益率に着目し、株式コスト（インフレ調整後）に起因するリスクや流動性を考慮します。通常、これはインフレ率を上回る配当の伸びや配当企業の資産の伸びを注視することを意味します。

2022年に一貫していることがあるとすれば、それはリスク環境が急速に変化してきたということです。米国のGDPは昨年12月から今年3月にかけて大きく変動し、前期比年率換算で2021年第4四半期の6.9%のプラス成長から2022年第1四半期は1.6%のマイナス成長に陥っています。¹

このため、先行きは厳しいとみられます。中流部門のエネルギーインフラのセクターは利食い売りの可能性があります。コモディティ価格の動向やクリーンエネルギーへの移行を後押しするという役割から恩恵を受けることから、過去のリスクオフの局面と比べ、利食い売りの影響も抑えられる可能性があります。このような環境下では、公益セクターも魅力を増しているように見えますが、我々は電力料金やガス料金の高騰を考慮して、引き続き消費者の許容度を見極めながら評価を継続します。伝統的には、最初の利上げが発表され、利上げの道筋がより確実になるまで、公益セクターは市場に出遅れる傾向がありました。名目債券利回りの上昇の影響は2021年には公益セクターに概ね織り込まれ、リスクオフの相場急騰により予想実質利回りと公益セクターの予想PERの従来の相関関係は崩れました。利上げの道筋はより明確になった今、両者の相関は再び強くなり、資産と収益が大きく伸びている同セクターには追い風になると考えています。

一方、利用者負担のインフラはなお景気回復の恩恵を受けています。経済活動の回復は今後も続き、利用者負担の資産は景気減速の影響を緩和する可能性があります。今回の景気サイクルは特殊であり、企業間の差別化を促す特異性があります。また、実質金利と名目金利の差を背景に、例えば米国と欧州間の資産配分などダイナミックな組み替えが必要になると予想しています。

6月のFRBによる積極的な利上げを受けて、景気後退入りする可能性があるとの見方が大勢となっており、少なくとも景気は減速し、エネルギー価格は上昇するとみられます。世界の中央銀行は景気を犠牲にして、高止まりするインフレに的を絞り、引き続き経済から流動性を引き揚げています。インフラの道筋はよりシンプルです。経済の脱グローバル化が進むにつれ、インフラへの投資によって収益の可視性や予測可能性を一段と高める必要性が高まり、今後数カ月間にわたりインフラセクターには追い風となります。

非上場不動産の多様な投資機会

クラリオン・パートナーズ

先例からすると、非上場不動産は安定したインカム資産として実質的にインフレヘッジに有効である可能性があります。NCREIF (米国不動産投資受託者協会) プロパティ指数のデータを様々な経済シナリオのもとで44年間にわたり分析したところ、実質GDP成長率やインフレ率が高水準もしくは中程度の水準で推移する局面では、非上場不動産のトータルリターンも好調に推移しています。直近では2022年第1四半期までの1年間で、その間、年間の実質GDPとコアインフレ率はそれぞれ-1.5%と6.4%となりましたが、NCREIFプロパティ指数のトータルリターンは年間21.9%と好調で、S&P500種株価指数の15.7%やブルームバーグ米国総合債券指数の-4.2%を上回っています²。

米国経済の構造的変化やイノベーションの道筋を分析した結果、足元では一部のセグメントで投資機会が拡大していることが浮き彫りになっています。特に、産業施設や集合住宅が注目を集めています。いずれもファンダメンタルズがこれまでになく好調で、リターンも高く、強力な価格決定力も備えています (図表5)。我々は両セクターに加え、ライフサイエンス施設や一戸建て賃貸 (SFR)、貸し倉庫など一部のオルタナティブ不動産にも注目しています。

巻末脚注

1. 出所: 米経済分析局 (BEA)、2022年6月29日時点
2. 出所: NCREIF (米国不動産投資受託者協会)、ブルームバーグ、2022年4月時点
3. 出所: CBRE Econometric Advisors (CBRE-EA)、2022年第1四半期時点
4. 同上

産業施設と集合住宅が好調

図表5: 不動産セクター別ファンダメンタルズと価格決定力

2022年6月時点

強固	良好	改善	横ばい
産業施設	データセンター	インフィル型ネセ シティ・リテール	地域モール
集合住宅	学生寮	ホテル	ハイストリート・リテール
ライフサイエンス施設	医療オフィス	シニア住宅	ネットリース
一戸建て賃貸 (SFR) / 賃貸専用物件 (BTR)		オフィス	
プレハブ住宅			
貸し倉庫			

出所: NCREIF、クラリオン・パートナーズ・インベストメント・リサーチ、2022年6月時点。Notes ■ 上記の数値はクラリオンの社内予測/前提 (賃料の上昇率予測など)、市場販売の比較観察、ブローカー情報 (キャップレートなど)、社外予測に基づく推定です: 上記の推定はいかなるクラリオンの商品やファンドのパフォーマンスも示唆するものではありません。■ 目標は現在のファンダメンタルズとリターン予測に基づいています。

さらに、産業施設はEコマースの急成長により大きな恩恵を受けています。Eコマースの拡大は20年間続いており、コロナ禍でさらに拍車がかかりました。足元で続くオムニチャネルへの移行により、大都市圏に近い大規模配送センターや採算が合う商圏に隣接する従来型の小売施設の需要が急増しています。2021年に建設された産業用倉庫は4億3,200万平方フィートと年間ベースで過去最高を記録しました。空室率も3.0%と歴史的な低水準にあります。³

集合住宅は、米国でなおも続く住宅不足と人口増加の恩恵を受けています。好調な住宅建設や住宅価格の高騰は、継続的な需要に好影響を与えています。住宅の販売価格はパンデミックが始まって以降、30%近く上昇しています。あらゆる住宅形態で住宅取得能力は低下し、その結果、賃貸市場は好調に推移しています。2021年の賃貸需要 (67万4,000戸) はこれまでの過去最高を60%以上上回り、空室率も足元で2.3%となっています。⁴

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。

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・テンプレトン・インベストメント・ソリューションズ
最高投資責任者 (CIO)



ブライアン・ジュリアノ、CFA
ブランディワイン・グローバル
クライアント・ポートフォリオ・マネージャー



リーマ・アガルワル、CFA
フランクリン・テンプレトン債券グループ
ポートフォリオ・マネージャー



マイケル・クラフェルド、CFA
フランクリン・テンプレトン債券グループ
ポートフォリオ・マネージャー



マット・クインラン
フランクリン・テンプレトン債券グループ
ポートフォリオ・マネージャー



シェーン・ハースト
フランクリン・テンプレトン債券グループ
ポートフォリオ・マネージャー



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等のリスクが伴います。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。特定ポートフォリオのポジショニングは、コアポートフォリオからの配分、特定の投資目標、ガイドライン、戦略およびポートフォリオの制限など、これらに限らず様々な要因により当レポートに記載されている情報と異なる場合があります。いかなる推測、予想、予測も実現する保証はありません。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。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。新興国市場とりわけフロンティア市場の投資では、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。そのような枠組みは通常フロンティア市場では特に未整備であり、極端な価格変動や低い流動性、貿易障壁、為替管理の悪化の可能性といった様々な要因があることから、新興国市場に関連するリスクがフロンティア市場では拡大します。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。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。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。オルタナティブ投資には、プライベート・エクイティ、商品、ヘッジファンド、不動産が含まれます。これらは適時に適正な価格で売却することが困難な場合があります。またそれらの価値について、信頼できる情報を得ることが困難な場合があります。デリバティブ契約の価値は、原資産の運用状況に左右されます。原資産の価値のわずかな変動が、デリバティブの価値を大きく変動させ、その結果、当初の投資額以上の利益または損失が発生する可能性があります。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。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。

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。株式の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。

当資料における調査・分析は、フランクリン・templtonが独自の目的のために入手したものであり、それに関連して行動することができ、付随的にお客様に提供されるものです。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。当情報はフランクリン・templtonが信頼できると考える情報源から入手したものです。その正確性を保証するものではなく、情報が不完全または要約されていたり、予告なしに変更される場合があります。個別銘柄に関する情報は、いかなる証券の購入、保有、売却の推奨を意味するものでも、解釈されるものでもなく、個々の有価証券に関する情報がある場合、投資判断の基礎となる十分な情報ではありません。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・templton（フランクリン・templton・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・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・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・リソース・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