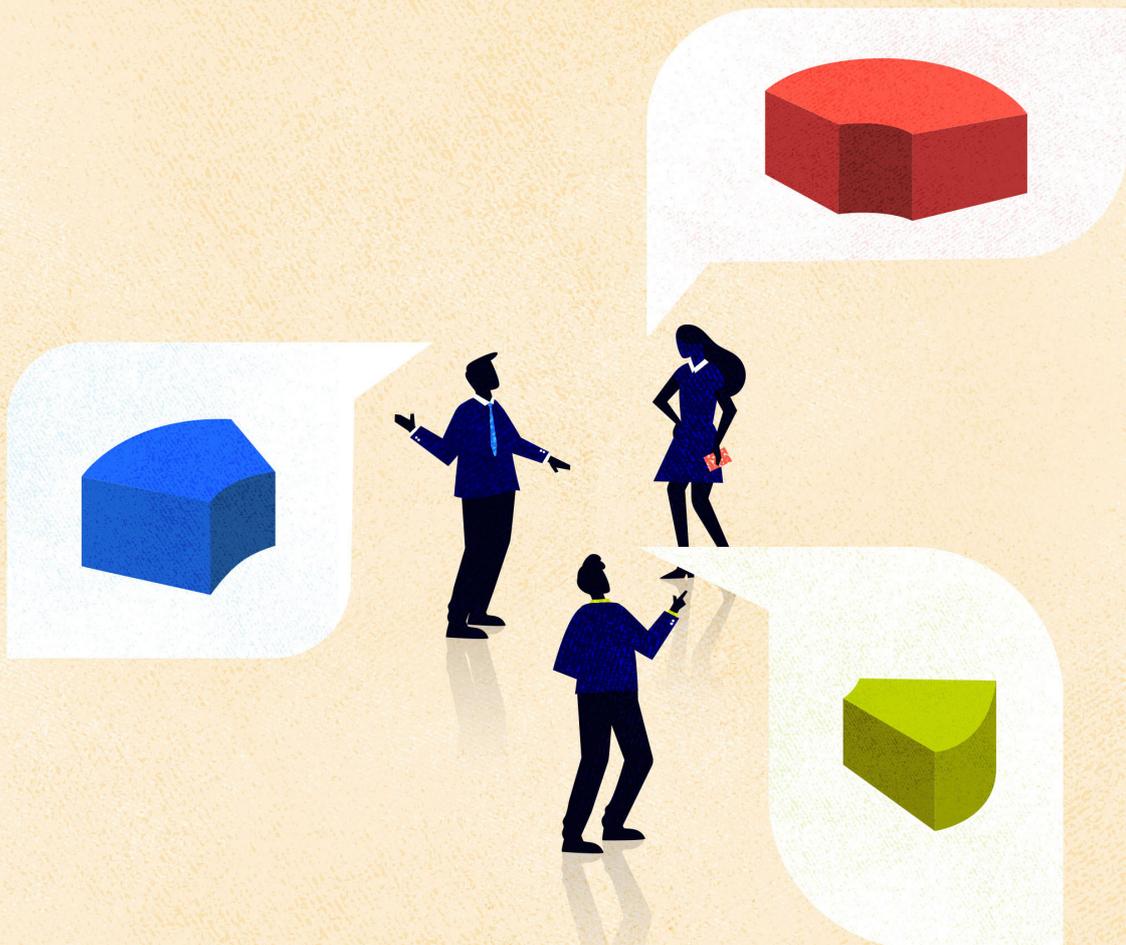


2021年7月

# 2021年下半期見通し： インフレへの備えと クオリティの追求

INVESTMENT INSTITUTE  
FRANKLIN TEMPLETON THINKS™

GLOBAL INVESTMENT  
OUTLOOK



## 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  
ベストメント・インスティテュート  
チーフ・マーケット・ストラテジスト

本稿では、2021年下半期の市場および投資見通しに焦点をあて、コロナ禍からの世界経済の回復の不均衡について分析します。一部の国では新型コロナウイルスの変異株が経済への新たな逆風となる一方、他国ではワクチン接種の開始と大規模な財政金融支援策により急速な経済回復がみられます。このような状況に加えてサプライチェーンの逼迫という問題もみられることから、2021年下半期は興味深い展開が予想されます。

本稿では、当社の国別、資産クラス別の運用担当者による最新の見通しをご紹介します。各資産クラスにおける主な見解は以下の通りです。

- 2021年下半期は、インフレへの備え、インカムの確保、クオリティの高い企業の追求、株と債券以外の投資対象の探求といった潜在的な主要テーマに対する課題が示されるものとみられます。
- 債券投資については、インフレ動向とインカム水準を注視することが必要です。社債市場における投資機会は選別的かつ一様ではないため、アクティブ運用が重要と考えます。投資家は、セクター、デュレーション、クオリティといった要因の組み合わせを考慮する必要があります。
- 株式投資については、投資家の注目はスタイルや時価総額などに関わらず企業の「クオリティ」に集まっており、慎重さを欠く「ジャンクトレード」は影を潜め、グロースとバリューといった明確な定義を超えてクオリティが優先されると考えます。サプライチェーンの混乱、景気サイクル、経済成長の分析等に合わせて、クオリティについて複数の運用担当者から違った角度からの分析を得ることで、投資家は市場をより理解できるようになると考えます。
- 不動産投資については、インフレの影響を直接受けるとみられます。経済状況の改善に伴い賃料が上昇するといった状況にあり、不動産市場は経済的な需給に左右されるようになると考えます。このような状況により、2021年下半期は、特に商業不動産市場が興味深い展開になるとみられます。
- インフラ投資については、地政学的要因や持続可能性及び環境・社会・ガバナンス (ESG) 要因に影響を受けると考えます。社会や政府からの求めに応じた動きが世界中で広がっており、インフラ投資によって投資価値以上の分散効果が得られる可能性があります。その効果は2021年後半以降長期に亘ると考えます。

このような見方は市場での議論と重なる部分もありますが、本稿では各運用担当者がより深く掘り下げた見解を掲載しています。ポートフォリオ運用のための調査・分析に基づく各運用担当者の見解が、皆様のお役に立てますと幸いです。

## インフレにより高まる債券アクティブ運用の必要性

### 4 ブライアン・クロス、JD、CPA、ブランティワイン・グローバル

2021年後半は困難な展開となるとみています。リターン獲得はより難しくなるものの、プラスリターンは維持できると考えます。全般に、特に年限の短い社債に対しては楽観的に見えています。コモディティや素材、医療技術などの景気循環連動型のセクターに興味深い投資機会がみられます。また、社債市場における投資機会は選別的一様ではないため、アクティブ運用が重要と考えます。投資家はセクター、デュレーション、クオリティといった要因の組み合わせなど多様な投資手法を活用する必要があると考えます。

### 5 ニコラス・ハーディングム、CFA、フランクリン・templton債券グループ

我々は資産クラスとして新興国債券に対して強気な見方を維持しています。また、現地通貨建て新興国債券利回りは過去最低水準にあり、実質金利もマイナスが非常に低い水準にあることから、現地通貨建て新興国債券よりもハードカレンシー建て新興国債券を引き続き選好しています。2022年は金利上昇が予想されることから、スプレッド水準がリスクに見合う魅力的な水準でない限りデュレーションの長い銘柄を追加購入する価値はないとみています。そのため、引き続き投資適格債よりもハイイールド債を選好する方針です。

## 株式投資には引き続き何よりも「クオリティ」が重要

### 7 ジョナサン・カーティス、フランクリン株式グループ

足元のボラティリティの高まりを尻目に、テクノロジーセクターは長期的で循環的な力強い追い風の恩恵を受けていることから、長期的にも短期的にも楽観的な見方をしています。テクノロジーセクターは、インフレよりも早いペースで成長する可能性が高く、レバレッジにより生産性が高いことから価格決定力があり、資産が軽微で、知識集約度が高く人員配置が柔軟にできることから低労働コスト地域への移転等によってデフレの恩恵を受けられるといった強みがあります。

### 8 アラン・バートレット、templton・グローバル株式グループ

「多様なバリューの源泉」という我々の考え方は、価格、質、成長性、変化やイベントなど複数の要素の組み合わせによりバリューは生まれるとの信念に基づいています。グローバルに目を向けると、ユーロ圏は割安感が強く、資本財や消費関連セクターの大手企業があり、経済活動の再開とコロナ後の景気回復を背景に上値余地があると考えます。また、日本にも投資妙味があるとみています。企業は再編を行いバランスシートの改善を図り、自己資本利益率（ROE）の改善に取り組んでいます。

### 9 ゼーリッド・オスマニ、マーティン・カリー

我々は通常地域よりも個別銘柄分析を重視しているものの、地域別に見ると、米国よりも欧州や新興国の株式市場のほうが上値余地は大きいと考えています。セクターに関しては、ジョー・バイデン米大統領によるインフラ投資計画は米国景気の勢いに拍車をかけ、産業に長期的好循環をもたらし、米国と世界の景気見通しに好影響を及ぼすと見込まれます。

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

新興国市場株式は年初から上昇基調を続けているものの、昨年に比べ上昇ペースは鈍化しています。新興国市場は概ねコロナ禍への対応力や適応力を維持しています。新興国市場は試練に立たされているとされる一方で、構造的な強さを発揮していることを証明しており、こうした認識の差が広がっていることは注目に値します。注目すべき主な分野として需要、センチメント、インフレの3つを取り上げます。

## ESGとインフレがオルタナティブ投資の追い風に

### 13 ティム・ワン、Ph.D.、クラリオン・パートナーズ

2021年は不動産市場の新たなサイクルの始まりになると考えています。大半の市場や不動産部門で需要は引き続き回復しており、稼働率の上昇と実質賃料の上昇が純営業利益の増加をもたらす、増配や不動産価格の上昇を後押ししています。足元の景気拡大の加速やリフレ環境に鑑みて、経済成長に連動する収入として不動産はポートフォリオのアロケーション戦略の重要な要素になると考えています。

### 14 ニック・ラングリー、クリアブリッジ・インベストメンツ

政策当局は数十年に及ぶ積極的な二酸化炭素削減目標に合意しており、投資家は世界各国の経済対策により恩恵を受ける見通しです。これによりインフラや公益事業資産は低炭素発電、電気自動車用充電インフラ、水素などの低炭素燃料の分野で、多くの場合、規制に守られた使用総資本利益率を安定的に確保することが可能になります。このように環境・社会・ガバナンス（ESG）の取り組みがインフラの様々な分野にどのような影響を及ぼすかについては微妙な差があり、戦術的な能力を持つことが重要になると考えています。

# インフレにより高まる債券アクティブ運用の必要性

本稿はマクロ経済に焦点を当てたレポートではありませんが、利回りの追求と同様にインフレについての議論も重要と考えます。本稿では、2021年後半の先進国および新興国における投資機会と、ポートフォリオ・マネージャーによるセクター、デュレーション、クオリティといった要因の組み合わせや国別選択などにおける多様な投資手法の活用必要性について検証します。マクロエコノミストの最新の見解については、今後発行されます「Macro Perspectives (マクロ見通し)」をご参照ください。

## グローバル・クレジット見通し： 経済回復への期待

ブライアン・クロス、JD、CPA

ブランティワイン・グローバル  
ポートフォリオ・マネージャー

2021年後半は困難な展開となるものの、年初においてバリュエーションが高水準であったことから、2020年とは異なる展開を予想しています。リターン獲得はより難しくなると思われるですが、プラスリター

ンは維持できると考えます。社債のспレッドは最小水準に近い状態にあるとみっていますが、世界的な経済成長の急回復により2021年を通してさらに縮小する可能性があります。しかし、政府による異例の財政支出やパンデミックによる行動制限の緩和により、спレッドはいずれ拡大するとみられます。

短期的には、投資適格債のспレッドはさらに20ベースポイント (bps) ¹縮小して2008年以前の水準まで近づく可能性

があり (図1参照)、非投資適格債のспレッドは50bps-100bps縮小する可能性があります (図2参照)。社債は足元利回りが上昇していることもあり、今後12ヵ月でリターンを得られる可能性があると考えます。全般に、特に年限の短い社債に対して明るい見方をしています。コモディティや素材、医療技術などの景気循環連動型のセクターに有望な投資機会を見出せると考えます。

また、社債市場における投資機会は選別的一かた様ではないため、このような状況においてはアクティブ運用が重要になると考えます。投資家はセクター、デュレーション、クオリティといった要因の組み合わせなど多様な投資手法を活用する必要があります。マクロ経済環境の継続的なモニターは重要ですが、社債市場では銘柄によって微妙な差異や例外があるので、個別銘柄の厳格な引受基準も重要となると思われます。

## 2008年以前の水準まで迫るспレッドの縮小

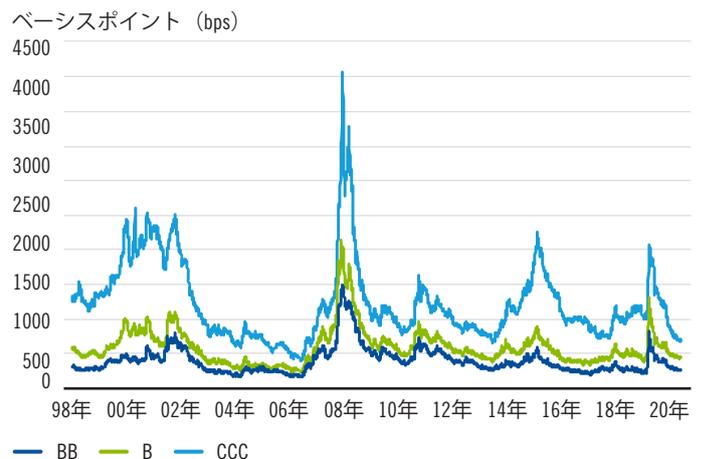
図1: Baa格債券のспレッド  
2007年-2021年5月31日



出所: Macrobond。データ提供元の詳細につきましては [www.franklintempletondatasources.com](http://www.franklintempletondatasources.com) をご参照ください。

## 社債市場では銘柄選択が重要

図2: グローバル債券格付別オプション調整後спレッド(OAS)  
1998年-2021年5月31日



出所: ICE BofA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。データ提供元の詳細につきましては [www.franklintempletondatasources.com](http://www.franklintempletondatasources.com) をご参照ください。

「我々は世界経済の回復により投資機会を見い出す一方で、インフレ上昇のポートフォリオへの影響を軽減することを目指します。現在、コロナ禍後の経済再開の恩恵を受けやすいコモディティと素材をセクターローテーションの対象とし、これらのセクターを十分に活用する方針です。」

ブライアン・クロス

現在の二極化した市場環境においては、ハイイールド債券の場合、銘柄選択が特に重要となるとみられます。例えば、米国ハイイールド債指数のCCC格構成銘柄のうち半数以上の銘柄の利回りが6.5%以下である一方で、同指数の構成銘柄の14%の銘柄の利回りは9.5%以上となっています。<sup>2</sup>

投資家の間ではインフレ上昇の可能性に対する懸念が高まっており、2021年第1四半期にはその予兆ともいえる場面がありました。米国債利回りが約75bps上昇し、同四半期に他の資産価格に大きな影響を与えました。もし実際にインフレが上昇し、それが力強い経済成長の結果だった場合、償還期限の長い債券はクオリティの観点から価格調整が生じると考えます。この場合、株式の特性に近い債券、つまり償還期限が短く価格決定力のある低クオリティ債券は他の債券をアウトパフォームするとみられます。イールドカーブは、市場が中央銀行による金融政策を織り込む前に、先行してスティープ化する可能性があります。

我々は世界経済の回復により投資機会を見い出す一方で、インフレ上昇のポートフォリオへの影響を軽減することを目指します。現在、コロナ禍後の経済再開の恩恵を受けやすいコモディティと素材をセクターローテーションの対象とし、これらのセクターを十分に活用する方針です。

インフレに関しては、価格上昇に対する潜在的なヘッジとして価格決定力のある企業に注目しています。ポートフォリオにおける金利上昇に対する緩衝材として、短期債や繰り上げ償還が期待できる債券の保有を増やしています。しかし、経済回復のスピードやそれによる中央銀行の政策変更の圧力によっては、こうしたポジショニングは早ければ2021年第3四半期の途中で見直しを余儀なくされる可能性もあります。そのため、柔軟なガイドラインや積極的なローテーションが有効であると考えます。我々は引き続きグローバルのマクロ経済環境を評価し、状況に応じてポジションを変更する方針です。

新興国市場の回復はケースバイケース

ニコラス・ハーディンガム、CFAフランク

リン・テンプレートン債券グループ  
ポートフォリオ・マネージャー

先進国では、新興国に比べてより大規模な財政金融政策を実施し、新型コロナのワクチン接種も進んでいることから、両地域の2021年の経済成長には大きな差が生じています。米国と欧州における力強い経済成長は輸出やコモディティ価格を通して新興国へ恩恵をもたらしていますが、経済成長への懸念が収まるにつれて2021年前半には市場は世界におけるインフレの上昇に目を向け始めました。我々の分析では、多くの新興国では依然として景気が低迷していることから、新興国における価格上昇は一時的であり、持続的なインフレ上昇をもたらすものではないと考えます。一部の新興国の中央銀行はコロナ禍における金融支援を終了し、適宜金融引き締め政策へ移行しました。しかし、新興国に関する大半の事象と同様に、インフレリスクやインフレ期待は国ごとに大きく異なっています。

我々は資産クラスとして新興国債券に対して強気な見方を維持しています。これは、世界経済全体の回復、コモディティ価格の回復、グローバルでの金融緩和による流動性供給、新興国に対するさらなる国際的な支援などの多くの好材料がみられるためです。この結果、今後数ヶ月でスプレッドはさらに縮小するものとみえます。また、2022年に金利上昇が予想されることから、スプレッドの水準がリスクに見合う魅力的な水準でない限りデュレーションの長い銘柄を追加購入する価値はないとみえています。そのため、引き続き投資適格債よりもハイイールド債を偏好する方針です。

「新型コロナの感染拡大はグローバルのサプライチェーンに影響を及ぼし、一部の企業ではサプライチェーンの安定性と複雑性についての再考を余儀なくされました。足元のサプライチェーンの混乱拡大を回避するために、今後は国内および地域要因が重要視されると予想しています。メキシコは米国に隣接し米国政府の傘下にあることの恩恵を受けると思われる一方、アジアにおける輸出国は、米国需要の減少の影響がみられます。」

ニコラス・ハーディングム

現在、現地通貨建て新興国債券利回りは過去最低水準にあり、実質金利もマイナスか非常に低い水準にあることから、現地通貨建て新興国債券よりもハードカレンシー建て新興国債券を引き続き選好しています。ハードカレンシー建て新興国債券は、引き続き各国の独自性により新興国間のリターンにおいて格差がみられるものと考えます。さらに先の見通しとしては、米国における経済政策の正常化が今後の新興国債券価格の主な変動要因となるとみています。

新興国ではそれぞれの国や企業ごとに事情が異なり、資産クラスとしての新興国債券は非常に多様であることから、バリ

ュエーションやリスクの評価にはボトムアップ・アプローチが重要となります。つまり、国や企業の信用力を評価するためには債務や収入について深く理解することが重要ということです。さらに、新興国の評価において政治は重要な要素であり、コロナ禍で政府支援やワクチンが予想より不足した貧困国においては政治の二極化につながりました。

新型コロナの感染拡大はグローバルのサプライチェーンに影響を及ぼし、一部の企業ではサプライチェーンの安定性と複雑性についての再考を余儀なくされました。

足元のサプライチェーンの混乱拡大を回避するために、今後は国内および地域要因が重要視されると予想しています。メキシコは米国に隣接し米国政府の傘下にあることの恩恵を受けると思われる一方、アジアにおける輸出国は、米国需要の減少の影響がみられます。そのため、新型コロナウイルスの影響は、債券市場全体に共通するものではなく、国ごとに異なるものになると考えます。

# 株式投資には引き続き何よりも「クオリティ」が重要

当グループ傘下の主要な運用および調査担当者は、定期的に集まり株式運用について研究・議論する場を持っています。このように共同で議論することにより、あらゆる運用スタイルや投資対象地域にわたる幅広い投資哲学を取り纏めることができます。最新の議論においては、慎重さを欠く「ジャンクトレード」は終了し、投資家が「グロースかバリューか」、「大型株か小型株か」、「特定のローカルの国かグローバルか」といった投資対象を判断する際に、「クオリティ」が決め手となる、ということが共通の見解でした。本稿では株式投資について4名の運用担当者による「クオリティ」の定義や2021年後半の見通しについてそれぞれの見解をご紹介します。

## デジタル・トランスフォーメーションがあらゆる経済環境に普及 ジョナサン・カーティス

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

年初来、投資家の投資選好は変化してきました。年初はテクノロジーセクターが好調でしたが、その後は金利上昇とインフレ期待の高まりにより、ボラティリティの上昇と逆風に直面しました。投資家は、グローバル経済の再開による恩恵を期待してテクノロジー以外の企業を物色し始めました。

逆風が見込まれ足元ではボラティリティが高まっているものの、我々はテクノロジーセクターの長期的見通しについて楽観的な見方をしています。今後短期的な市場混乱の可能性はあるものの、デジタル・トランスフォーメーションとそのサブテーマは景気回復時においても注目され続けるとみています。テクノロジーセクターは、インフレよりも早いペースで成長する可能性が高く、レバレッジにより生

産性が高いことから価格決定力があり、資産が軽微で、知識集約度が高く人員配置が柔軟にできることから低労働コスト地域への移転等によってデフレの恩恵を受けられるといった強みがあります。我々は既に金利上昇、インフレ、サプライチェーンの混乱などを経験してきており、市場における短期的な警戒感を利用し、最も確信度の高い銘柄に投資を行うことが適切なアプローチであると考えます。

テクノロジーセクターに関しては、半導体産業においてサプライチェーンの変化が顕著にみられ、少なくとも2021年末まで継続する可能性が高いと思われます。短期的には半導体チップ価格が上昇するものの、2022年には需給バランスが安定し価格も正常化するものと予想します。

シクリカル面に目を向けると、企業や消費者は、それぞれの今後の見通しが改善する際にテクノロジーへの支出を増やす傾向が見られます。ワクチン接種率の上昇と経済環境の正常化に伴い、パンデミックの最中に進展したテクノロジー主導の動きは継続するものと予想します。我々は消費者動向や事業のデジタル化に鑑みて、今後数年にわたり多くの投資機会の可能性があるものと予想しています。

我々はグローバル投資家であり、米国外に拠点を置く魅力的なテクノロジー企業への投資を行っていますが、各企業の最終市場に焦点をあてています。この観点から、新興国市場にみられるテクノロジーに焦点を当てたインフラのための構造的な需要に注目しています。

我々はクオリティについて考える場合、堅固で競争優位を有し、持続的な成長力があり、経験豊富で才能のある経営陣と財務体質が健全な企業を追求します。また、環境、社会、ガバナンスに関連する費用が占める割合や利害関係者のダイバーシティ&インクルージョンの見方も考慮に入れています。

「我々はグローバル投資家であり、米国外に拠点を置く魅力的なテクノロジー企業への投資を行っていますが、各企業の最終市場に焦点をあてています。」

ジョナサン・カーティス

## 多様なバリューの源泉

アラン・パートレット

テンブルトン・グローバル株式グループ  
最高投資責任者 (CIO)

世界の株式市場はインフレシナリオをほぼ織り込んだとみられますが、なおコモディティ関連株や金利敏感株は相場上昇をけん引しています。しかし、債券市場では物価上昇は一時的なものとの見方が多く、債券の指標銘柄の利回りは足元の消費者物価指数 (CPI) から想定される水準を大きく下回っています。これは、コロナ禍によるベース効果がはく落すればCPIは落ち着くとの見方が背景にあります。また、中央銀行の金融政策が資産市場を歪めたことで債券価格が市場原理と乖離したという見方もあります。

一方、過剰債務や技術的なイノベーションの加速が構造的なデフレ要因になることは我々も認識しています。反面、非効率なサプライチェーン、保護主義の拡大、規制と課税、人口動態等が世界経済の供給能力を制約し、長期的にインフレ圧力になる可能性もあります。政策当局が借入コストを抑え、富を再配分するために名目金利をインフレ率を下回る水準に抑え続けた場合、インフレ圧力が顕在化

しない可能性があります。我々が金融株に関して慎重な見方を変えていない理由のひとつはこの点にあります。イールドカーブがスティープ化しなかった場合、金融株は利益が圧迫され続ける可能性があります。我々は政府のリフレ政策を評価して、昨年初めに景気敏感株やコロナ禍の影響が大きい銘柄の組み入れを増やしました。

2020年早々、我々は市場は行き過ぎと判断してディフェンシブ銘柄の組み入れを増やしました。その結果、コロナ禍においては良好なパフォーマンスを残すことができました。その後各国政府が金融市場を下支えした局面では、景気敏感株を積み増す等ポートフォリオのリスクを上昇させました。当時はジャンク・ラリーによる株価上昇といった面が強く、ポートフォリオは優良銘柄の組入比率を高めにしてきたことから、ポートフォリオは絶対リターンは高かったものの市場対比のパフォーマンスは苦戦しました。しかし、足元ジャンク・トレードは沈静化し始め、優良銘柄や様々なタイプのバリュー株に上昇が広がっており、ポートフォリオもその恩恵を受けています。世界金融危機後も同様に、当初は倒産リスクを負うことを躊躇したため反発局面に乗り遅れまし

た。現在のポートフォリオは、短期的にはともかく、長期的には成果をあげられると考えています。2021年第2四半期には一部の景気敏感株を売却し利益確定しました。また、消費財やヘルスケアサービスセクターにおけるディフェンシブ銘柄を新たに組み入れました。

我々は、グローバルでは欧州株を強気に見ています。ユーロ圏は割安感が強く、資本財や消費関連セクターの大手企業があり、経済活動の再開とコロナ後の景気回復を背景に上値余地があると考えます。EU加盟各国の承認を経て欧州委員会が発行する初の共同債券の進捗もあり、EUの見通しは改善しています。今のところ、EUは年初から最も好調なパフォーマンスを示している地域のひとつとなっています。

日本にも投資妙味があるとみています。安倍晋三前首相の下で始まった企業の構造改革は菅義偉首相政権下でも継続しています。企業は保有している上場資産を売却し、少数株主から自社株を買収することでバランスシートの改善を図っています。手元現金を活用して増配や自社株買いを実施し、自己資本利益率 (ROE) の改善に取り組んでいます。プライベート・エクイティファンド (PE)

「セクター別に見ると、テクノロジー企業の多くは割高感が強く、先行き不安があります。テクノロジー企業の一部は市場で「ダブルバブル」を形成しており、我々も懸念しています。グローバル化、低金利、低税率、規制緩和といったこれまでの好材料が剥落しつつあるとはいえ、多くの銘柄はなお割高な状態にあります。我々にとってこれは危険な状況といえます。」

アラン・パートレット

## それぞれ異なる視点からクオリティとバリューを評価

今年の世界経済のリフレ圧力によって長らく市場全体を下回るパフォーマンスを余儀なくされ、バリュエーションも割安に放置されてきたバリュー株が好調に推移しています。しかし、我々は通常のバリュー要因についてはあまり重要視していません。我々の「バリュー」の概念はバリュー株の指標の定義に使われる過去のPERやPBR等とは異なるからです。「多様なバリューの源泉」という我々の考え方は、価格、質、成長性、変化やイベントなど複数の要素の組み合わせによりバリューは生まれるとの信念に基づいています。こうした考え方はバリュー重視の運用プロセスに組み込まれており、ポートフォリオの分散にも寄与しています。我々は主に以下の5つのバリューの特定に努めています。

1. 伝統的なバリュー：過去実績は将来の指針
2. ミスプライス：将来改善する可能性
3. クオリティ：長期的な視点
4. キャッシュフロー：現金創出力が重要
5. 割安資産：本質的価値からの乖離

クオリティについて詳しく検討すると、クオリティは様々な要因の組み合わせにより構成されることがわかります。クオリティが高い企業は規模と価格決定力を形成する能力が高く、それが高いROIC（投下投資利益率）をもたらします。製品やサービスの耐久性は複数年に及び、陳腐化のリスクも低いという特徴があります。優秀な経営陣に率いられ、業務の遂行能力も高く、株主リターンに尽力しています。事業は予測可能で、マクロ要因（商品価格、金利、インフレ）への依存度にかかわらず、投資家は合理的な予測を立てることが可能です。

これら事業そのものの評価には直接関係しませんが、我々は規律を維持し、平均を上回るリターンを確保するために適正価格で株式を購入する必要があります。最終的には、合理的な価格に基づくクオリティの評価を通じて長期的な投資リスクが軽減されると考えます。前述のように、バリュエーションは考慮すべき唯一の要因ではありませんが、重要な要因のひとつです。

は、通常、未公開株に投資し、上場時に企業価値が高くなったところで売却しますが、日本では上場企業にも触手を伸ばしています。直近の例では東芝がそのターゲットとなりました。最後に、日本はMSCIワールド・インデックスとの相関が最も低く、こうした特徴はポートフォリオを構築するうえで有益と考えます。

日本と欧州はともに世界経済の成長サイクルとの連動性が強いと、新型コロナウイルスの感染者数が減少し、経済活動が再開し、経済対策が浸透すれば、引き続き好調なパフォーマンスを示すと考えています。しかし、我々のポートフォリオにおける両市場の保有銘柄は、特定のテーマや「取引」ではなく、様々なマクロシナリオの下で好調なパフォーマンスを示すと考えています。

セクター別に見ると、テクノロジー企業の多くは割高感が強く、先行き不安があります。テクノロジー企業の一部は市場で「ダブルバブル」を形成しており、我々も懸念しています。グローバル化、低金利、低税率、規制緩和といったこれまでの好材料が剥落しつつあるとはいえ、多くの銘柄はなお割高な状態にあります。我々にとってこれは危険な状況といえます。とはいえ、我々は多くのテクノロジー企業を分析しており、株価下落により魅力ある投資機会が出てくれば、よく精査して投資する用意があります。近年、テクノロジー分野で注目してきたのが半導体です。ポートフォリオに多くの半導体銘柄を組み入れており、新型コロナウイルスによる供給面のボトルネックに構造的な半導体需要の拡大が重なり、足元株価は好調に推移しています。

## インフレ圧力下で価格支配力を持つ企業に注目

### ゼーリッド・オスマニ

#### マーティン・カリー ポートフォリオ・マネージャー

クオリティ株、我々はこれをクオリティグロース株と呼んでいます。これは魅力的な構造的成長見通しと強力な環境・社会・ガバナンス（ESG）要因により持続可能で優れたROIC（投下資本利益率）を創出できる企業を差します。こうした企業は長期にわたり潤沢なキャッシュフローを有し、どのような市場環境においても、株主価値を向上させることが可能です。

足元のバリュー株シフトは景気後退から景気回復に至る景気サイクルの初期段階で見られる典型的な動きです。この局面では、バリュー対グロース、ロークオリティ対ハイクオリティ、ハイリスク対

ローリスク、そして脆弱なバランスシート対強固なバランスシートといったことが市場で話題になります。どの景気サイクルも前回同様ということはありませんが、景気サイクルの回復局面は通常平均6カ月程度と期間が短い傾向があります。今後3-6カ月間で景気サイクルは拡大局面に入る可能性が高いと見込まれ、この局面では相場のけん引役が多様化するため、銘柄選択に一段と重点を置く必要があります。昨年の新型コロナウイルスの感染拡大の最悪期に起こったような株価の急反発に期待するのではなく、優れた利益成長力を持ち、持続可能な期間にわたり着実なリターンを達成しうる企業を追求していきます。

昨年からのベース効果や経済活動の再開に伴う一時的な需給ひっ迫によりインフレ圧力が強まる可能性があることには注意が必要です。一時的なボトルネックは残り、半導体や建設などの分野を中心にサプライチェーンの混乱を引き起こしています。物流の混乱もボトルネックに拍車をかけ、一時的なインフレを助長しています。賃金インフレは持続的なインフレ見通しのリスクを検討するうえで我々が注目している指標です。足元、一部の地域産業を除くと賃金インフレが大きく加速する気配は見られません。足元のサプライチェーンの混乱に加え、ロボットや自動化などの技術進歩により賃金インフレには引き続き下振れ圧力がかかる可能性が高く、いまだ水面下でデフレの動きが強くすぶっています。したがって、長期的なインフレ見通しについては結論を急ぎすぎないことが重要です。

企業への影響という観点からすると、価格決定力を持つ企業に注目することが引き続き重要です。インフレ圧力が一時的なものだとしても、価格決定力を持

「昨年からのベース効果や経済活動の再開に伴う一時的な需給ひっ迫によりインフレ圧力が強まる可能性があることには注意が必要です。一時的なボトルネックは残り、半導体や建設などの分野を中心にサプライチェーンの混乱を引き起こしています。」

ゼーリッド・オスマニ

つ企業はインフレ圧力をうまくコントロールすることができるからです。価格決定力が弱い企業の場合、より堅調な世界同時景気回復により当初は好業績をあげられたとしても、いずれ業績悪化すると予想されます。

投資家は2021年以降インフレが持続的に上昇し、金利予想が急速に引き上げられる可能性を検討する必要があります。これはいずれ市場センチメントの重石になる可能性があり、ボラティリティの上昇と並んで市場での注目が高まっています。

景気サイクルが回復局面から拡大局面に移行する場合、中央銀行の金融政策は通常緩和スタンスから過剰流動性を減らすなどより慎重なスタンスに変更されます。このような金融政策の変更は概してボラティリティの上昇を伴います。金融引き締めリスク、金融引き締めのペース、政策ミスリスクが市場で議論、評価されることになるためです。このような環境下で我々は持続可能なビジネスモデルを有し、財務内容が強固で、構造的な成長機会を持つ企業を引き続き追及し、優れたパフォーマンスに繋げ

たいと考えています。また、インフレ圧力が低くディスラプティブな環境下で、ディスラプション・リスクが低く、価格決定力が強い企業についても投資機会を追求しています。

我々は通常地域よりも個別銘柄分析を重視しているものの、地域別に見ると、米国よりも欧州や新興国の株式市場のほうが上値余地は大きいと考えています。また、ジョー・バイデン米大統領は3月末に8年間で2兆米ドル強のインフラ投資計画を明らかにしており、これは米国景気の勢いに拍車をかけ、産業に長期の好循環をもたらす、米国と世界の景気見通しに好影響を及ぼすと見込まれます。この先長期に及ぶ景気の好循環が待ち受けており、その恩恵を享受することができる景気敏感株には投資妙味があると考えています。

米国以外の国、とりわけ中国などの新興国市場でも大型のインフラ投資計画が進行中であり、コロナ後の景気回復局面ではインフラ投資が以下の分野にシフトすることで中期的に投資機会が現れると予想しています。

- 新エネルギー及び効率性が高く環境に配慮した建物や電気自動車など経済活動の脱炭素化の一環としてのグリーンインフラ投資
- コロナ後に物理的、デジタル両面について設備のアップグレードを目指すヘルスケアインフラ
- 企業が製造能力の安定性とサプライチェーンの耐性の向上に注力する中、ロボット化と自動化の動きを加速

米国のFANG (ファンク) <sup>3</sup>は、程度の差こそあれ、規制や競争の圧力にさらされ、一部は課税強化のターゲットにされており、これらはすべてFANGの成長見通しに大きな影響を及ぼす可能性があります。一般的には、増税はコロナ対策としての追加の経済対策の財源を一部確保し、景気回復を後押しするための手段のひとつといえます。投資家は企業を分析する際に、発表される情報に左右されることなく、こうした背景を前向きに捉えるべきと考えます。

我々はテクノロジーのエコシステム全般で投資機会を模索しており、ロボット化や自動化の拡大により恩恵を受けるクラウドコンピューティング、半導体、産業ソフトや金融テクノロジー等関連企業を愛好しています。高齢化、21世紀病、カスタムメイド医療に関連するヘルスケアインフラの構造的な投資機会に鑑み、医療テクノロジーも多く組み入れています。

## 新興国市場の回復に続くものは何か？

**マンラジ・セクホン, CFA**  
**フランクリン・テンプレートン・エマージング株式グループ、最高投資責任者 (CIO)**

新興国市場株式は年初から上昇基調を続けているものの、昨年に比べ上昇ペースは鈍化しています。新興国市場は概ねコロナ禍への対応力や適応力を維持しています。新興国市場は試練に立たされているとされる一方で、構造的な強さを発揮していることを証明しており、こうした認識の差が広がっていることは注目に値します。注目すべき主な分野として需要、センチメント、インフレの3つを取り上げます。

### 底堅さを維持する需要

新興国市場の様々な業種の企業との対話を通じて感じることはメッセージの一貫性です。需要は底堅さを維持しており、長期的な成長のけん引役となっているということです。これは、インドやブラジルなどここ数ヵ月間で新型コロナウイルスの感染拡大による深刻な影響が伝えられている国にさえ当てはまります。

インドの感染拡大第2波は多くの人命を奪い、経済にも悪影響を及ぼしています。人命の被害は悲劇ですが、同国の株式市場はコロナ禍を乗り越え、インドの経済と企業のダイナミズムを背景にここ1年間で60%以上上昇しています<sup>4</sup>。企業業績は底堅く、足元の銀行のバランスシートも極めて強固です。多くの企業は直近の新型コロナウイルスの感染拡大が一服すれば、需要は力強く回復すると予想しています。

インド政府はコロナ前から物品・サービス税 (GST) を導入し、銀行の不良債権を一掃するなどすでに厳しい改革に乗り出していました。こうした改革に中央銀行の成長重視の政策が重なり、インドでは今後数年間にわたり健全な利益成長が見込まれます。

主要新興国市場では経済の主なけん引役としてのテクノロジーの役割はコロナ禍でより高まっています。多くの企業は一段と広がる非接触の世界にすばやく適応し、消費者を引き寄せ、生産性を高めるためにデジタルトランスフォーメーションを推進しています。デジタル化の進展に伴い半導体需要が拡大するとともに、コロナ禍により半導体が世界的な供給不足に陥る中、半導体業界は景気循環による好況と構造的なブームの渦中にあります。

長期計画でイノベーションと内製化を推進する中国もテクノロジー製品のバリューチェーンの川上に進出しつつあります。新型コロナウイルスが海外のライバル企業の足を引っ張る中、経営改革に成功した中国企業は世界中でシェアを奪っています。世界中で電気自動車 (EV) の採用や脱炭素化の動きが勢いを増す中、EVや太陽光エネルギーの各産業でイノベーションを重視する中国企業は長期成長を達成するうえで有利な立場にあります。

### センチメントの変化

新型コロナウイルスの感染が再拡大し、ワクチン接種で後れを取る中、需要の底堅さとは対照的に新興国市場を取り巻くセンチメントは悪化しています。逆に、こうした環境からワクチンの接種率や新型コロナウイルスをめぐる状況が改善しさえすれば、新興国市場経済は今後さらに好調に推移すると予想しています。

中国は、2021年2月までは新興国市場の中で最も優れたパフォーマンスを示してきましたが、その後は他の新興国に後れを取っています。中国政府が独占禁止法などの規制を通じてインターネット業界の締め付けを強化していることから、インターネット関連株の組入比率の高さがパフォーマンスの足かせとなっています。インターネット大手企業は競争力の向上に向けて投資を拡大すると表明しています。」

マンラジ・セクホン

中国は、2021年2月までは新興国市場の中で最も優れたパフォーマンスを示してきましたが、その後は他の新興国に後れを取っています。中国政府が独占禁止法などの規制を通じてインターネット業界の締め付けを強化していることから、インターネット関連株の組入比率の高さがパフォーマンスの足かせとなっています。インターネット大手企業は競争力の向上に向けて投資を拡大すると表明しています。これらの銘柄の低迷については、長期的な株価の下落というより短期的な中休みと考えています。中国政府が経済成長や技術進歩に大きく貢献する業種の持続的な発展を目指していることが重要です。規制の圧力が後退し、投資が実行されれば、これらの銘柄は勢いを取り戻すと予想しており、これらの企業の長期的な成長力については前向きな見方を変えていません。

#### インフレリスクの高まり？

経済対策による後押しを受け世界経済がコロナ禍から立ち直る中、米国ではインフレ懸念が再燃しています。我々はボトムアップの銘柄選択による投資アプローチを忠実に実行しつつ、マクロ経済の逆風については引き続き警戒しています。

インフレに関する最近のFRBのスタンスの変化は足元で需要が底堅く推移していることが背景にあります。物価の上昇は商品価格の上昇、供給面のボトルネック、先送り需要の顕在化等を反映しており、パンデミック特有の要因の相互作用によるものです。多くの新興国市場の企業は原材料コストの上昇は供給面の混乱によるところが大きいことを認識しており、消費者への転嫁に慎重になっています。効率性の向上や企業間競争も物価の抑制に寄与しています。我々はインフレ圧力は比較的短命に終わるとみています。

一方、テーパリングやその準備をめぐるFRBのメッセージを通じて実際の債券購入額の減額幅以上に市場のボラティリティは高まる可能性があります。本当の意味でのリスクは、利上げ観測や前例のない経済対策の打ち止め観測から市場が警戒姿勢を強めることを背景に、流動性が突然引き揚げられることにあります。

新興国市場はコロナ禍から脱しつつあり、我々は新興国市場の先行きについて強気な見方を変えていませんが、一部のリスクが我々の中期的な見方に影響を及ぼす可能性があります。とはいえ、新興国市場の構造的な強さや企業の競争力を支えに短期的な下落は長期的な投資機会になる可能性があります。

# ESGとインフレがオルタナティブ投資の追い風に

オルタナティブ投資はリターン、分散、リスク管理という点で独自の可能性を提供する資産クラスです。この章では不動産に注目します。不動産投資はインカム収入という特徴だけでなく、賃料収入を通じた金利やインフレに対するヘッジ機能という特徴があります。インフラ投資はアジア、欧州、アメリカ大陸で独特のカタリストとなり、それがグローバルに拡散しています。また、インフラ投資は、直接、間接を問わず、ESG関連の投資機会となる傾向があります。

## 景気回復、リフレ、再加速

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

新型コロナウイルスの1日当たりの感染者数が落ち着き、ワクチン接種が効果を上げ始める中、世界景気の拡大に拍車がかかりつつあります。ムーディーズ・アナリティクスによると、米国では2021年だけで600万人の新規雇用が創出されると見込まれます。これは1946年以来の高い伸びとなります<sup>5</sup>。不動産は景気拡大に連動し、雇用の伸びは商業用不動産にとって最も大きな需要のけん引役となります。このため、物流倉庫、賃貸住宅、研究所、内装、設備の小売店舗を中心に需給ファンダメンタルズの改善が加速する兆しが見えています。

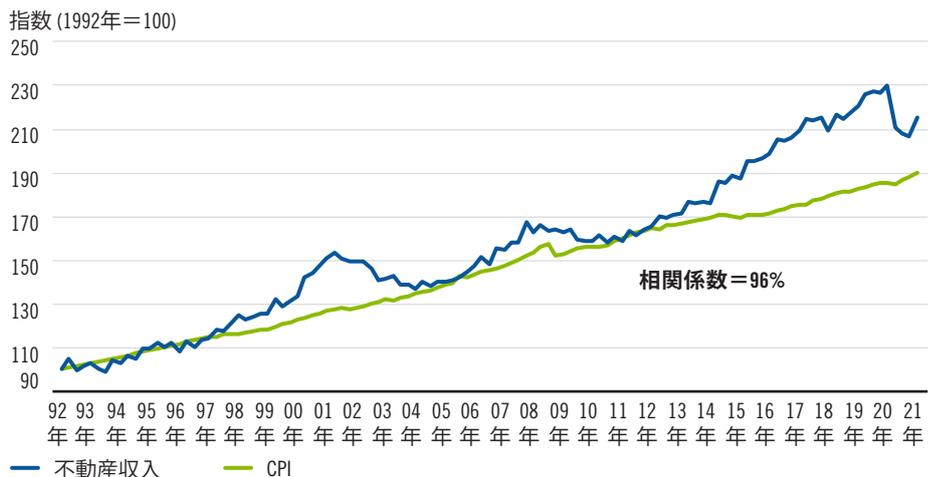
足元の世界同時景気回復、強力な財政金融政策、消費者の先送り需要の顕在化を受けて投資家が懸念するひとつに

インフレの上昇があります。実際に米国の5月のCPIは前年同月比5.0%上昇し、2008年8月以来の高い伸びを記録しました。消費者の長期的なインフレ期待が変わる中、足元の一時的なインフレがいずれは持続的なものになるのかどうかについて議論が続いています。リフレの環境下では、インフレに対するヘッジ手段になりうる資産クラスはマルチアセットのポートフォリオに恩恵をもたらします。

## 不動産収入とCPIの高い相関

図3: 不動産収入とCPI

1992年 - 2021年3月31日



出所: CBRE-EA、米労働統計局、クラリオン・パートナーズ・インベストメント・リサーチ  
注: 不動産収入は米国不動産投資受託者協会 (NCREIF) 指数に組み入れられている4大不動産部門 (アパート、産業用不動産、オフィス、小売り) の平均値により算出。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、販売手数料は含みません。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。

従来から不動産がインフレ・ヘッジに寄与することは十分に立証されています。図3のように、1992年から2021年の期間で見ると、不動産収入の伸びとCPIの相関係数はおよそ96%に達します。両者の強い相関は直感的に納得できるものです。というのも家主は景気回復期に賃料を引き上げ、不動産収入や資産価格の値上がり益を享受できるからです。アパートの運営業者は更新時に年間賃料を見直すことが可能です。オフィスや産業用不動産、小売り店舗の長期リースの場合、通常は物価指数に連動させるかもしくは年間の固定レートにより賃料を定期的に増額する条項が盛り込まれています。

不動産特有のもうひとつの特徴として再調達原価があります。再調達原価とは現在利用可能な材料や人手を使って同様の質の不動産を再調達する場合に必要な

「2021年は不動産市場の新たなサイクルの始まりになると考えています。大半の市場や不動産部門で需要は引き続き回復しており、稼働率の上昇と実質賃料の上昇が純営業利益の増加をもたらし、増配や不動産価格の上昇を後押ししています。」

ティム・ワン

資金額を表します。ここ数ヶ月間で木材、鉄、アルミなどの建設資材の価格は高騰しており、新規開発やリフォームのコストも大幅に上昇しています。既存の不動産は将来の新規供給の減少に伴う再調達原価の上昇や賃料の値上がり余地の拡大というメリットを享受できます。これが、インフレ圧力に対するヘッジ手段としての不動産の特徴といえます。

2021年は不動産市場の新たなサイクルの始まりになると考えています。大半の市場や不動産部門で需要は引き続き回復しており、稼働率の上昇と実質賃料の上昇が純営業利益の増加をもたらし、増配や不動産価格の上昇を後押ししています。足元の景気拡大の加速やリフレ環境に鑑みて、経済成長に連動する収入として不動産はポートフォリオのアロケーション戦略の重要な要素になると考えています。

## インフラは世界規模の気候変動への取り組みに不可欠

ニック・ラングリー

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

我々は幅広く、奥深く、流動性の高い世界各国の上場インフラ関連銘柄に注目しており、これには水道、電力、ガスなどの規制資産に加え、鉄道、空港、優良道路、電波塔など景気に敏感で利用者が負担する資産も含まれます。我々が注目

している魅力的な特徴として、予測可能な長期キャッシュフロー、サービス需要の非弾定性、景気や金融市場のボラティリティに対する感応度の低さ等があります。

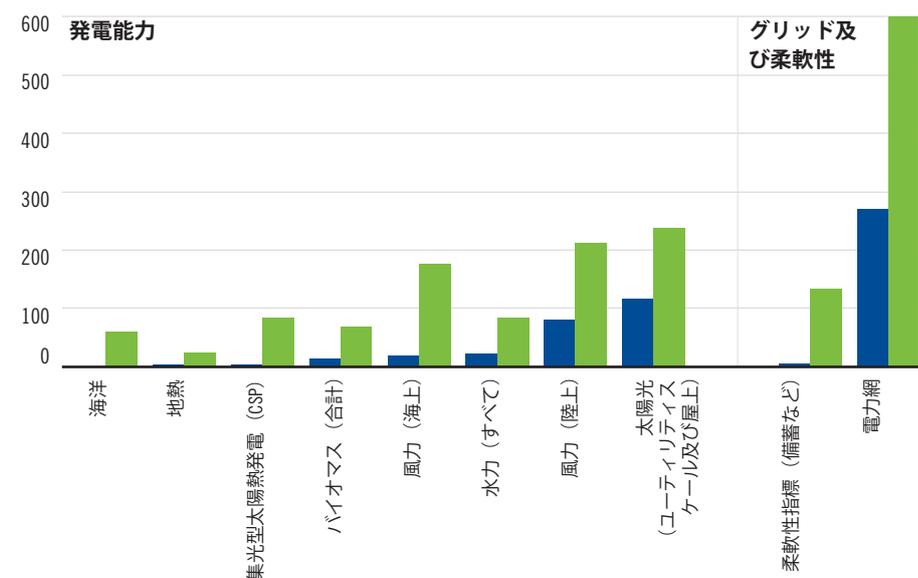
世界のあらゆる地域で投資機会は存在していますが、将来のキャッシュフローが予測しやすい地域を嗜好しています。エクスポージャーを地域別に見ると、足元では北米と西ヨーロッパの割合が圧倒的に高くなっています。投資対象で言えば、世界の再生可能エネルギー、

### エネルギーシフトには多額の投資が必要

図4：電力—平均年間投資額

2021年時点

10億米ドル



■ 過去 (2017年-2019年) ■ 1.5度シナリオ (2021年-2050年)

出所：RENA (国際再生可能エネルギー機関) World Energy Transitions Outlook 2021。  
いかなる推測、予想、予測も実現する保証はありません。

欧州のGDP連動型の戦略的インフラ資産、経済の呼び水としての特異な役割を担う米国の公益事業が大半を占めます。

世界的なインフラ投資はコロナ後の世界の景気回復の重要な要素となっています。今回のインフラ投資は輸送網や電力網などの伝統的なインフラへの支出のみならず、地球規模の脱炭素化に向けた支出も対象になっています。政策当局は数十年に及ぶ積極的な二酸化炭素削減目標に合意しており、投資家は世界各国の経済対策により恩恵を受ける見通しです。これによりインフラや公益事業資産は低炭素発電、電気自動車用充電インフラ、水素などの低炭素燃料の分野で、多くの場合、規制に守られた使用総資本利益率を安定的に確保することが可能になります。

二酸化炭素の排出量削減や気候変動の影響緩和など世界がESGや持続可能性の目標に向けて前進するには大規模なインフラ投資が必要になります。各国政府が二酸化炭素排出量実質ゼロへの関与を強める中、インフラ投資は拡大する一方です。

例えば、化石燃料の中で温室効果ガス (GHG) が最も少ない天然ガスは、世界のエネルギー需要が再生可能エネルギーに完全に置き換わるまでのつなぎ燃料として利用されていますが、新たな規制によりその期間は短くなります。この場合、パイプラインは増えず、利用価値は下がり、時代遅れの取り残された無益な資産になる可能性があります。」

ニック・ラングリー

このような取り組みは様々な形でインフラ関連企業のバリュエーションに影響を及ぼします。例えば、化石燃料の中で温室効果ガス (GHG) が最も少ない天然ガスは、世界のエネルギー需要が再生可能エネルギーに完全に置き換わるまでのつなぎ燃料として利用されていますが、新たな規制によりその期間は短くなります。この場合、パイプラインは増えず、利用価値は下がり、時代遅れの取り残された無益な資産になる可能性があります。このため、インフラ投資の相対的価値を評価することが重要になります。足元でこうした状況はすでに見受けられますが、時代はダイナミックに変化し続

けています。これは有料道路にも当てはまり、自動運転車が普及すれば新たに多くの道路を建設したり既存の道路を放置する必要はなくなり、むしろ既存の道路の輸送能力は大きく向上し、既存の道路の価値は高まります。

規制当局はグリーン政策の実現に向けて公益企業と連携しています。規制当局は従来から魅力的なリターン機会を提供し、高い自己資本利益率 (ROE) を高い株式リターンに繋げてきました。この点は長期的に重要なカギになるとみられます。

また、鉄道は輸送関連の温室ガス排出量を独自に削減できることから、ESGでは輸送業界の最終的な勝ち組のひとつになると考えています。このようにESGの取り組みがインフラの様々な分野にどのような影響を及ぼすかについては微妙な差があり、戦術的な能力を持つことが重要になり、上場インフラ関連企業はそうした能力を兼ね備えていると考えています。

#### 巻末注記

1. 1ベースポイントは0.01%です。
2. 出所:ICE BAML 2021年5月31日時点。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、販売手数料は含みません。
3. FANG (ファング)とはフェイスブック、アマゾン、アップル、ネットフリックス、アルファベット (旧グーグル)を示します。
4. 出所:MSCIインド指数、米ドル建て、過去1年間、2021年6月15日時点。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、販売手数料は含みません。過去のパフォーマンスは将来の結果を示唆もしくは保証するものではありません。
5. いかなる推測、予想、予測も実現すると保証はありません。

## 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



アラン・バートレット  
テンプレトン・グローバル株式グループ  
最高投資責任者(CIO)



ジョナサン・カーティス  
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



ニコラス・ハーディングム  
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



ブライアン・クロス、JD、CPA  
ブランディワイン・グローバル  
ポートフォリオ・マネージャー

 Brandywine GLOBAL



ニック・ラングリー  
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

 ClearBridge  
Investments



ゼーリッド・オスマニ  
マーティン・カリー  
ポートフォリオ・マネージャー

 MARTIN CURRIE



マンラジ・セクホン、CFA  
フランクリン・テンプレトン・  
エマージング株式グループ  
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  
インベストメント・リサーチ・ヘッド

 CLARION PARTNERS





## 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のみ適しています。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・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。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](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・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