2017年7–9月期

情報提供資料

本レポートは、フィデリティ・インターナショナルが作成した英語版のレポートをもとにフィデリティ投信が翻訳・編集したものです。フィデリティ全体ないし弊社が設定・運用するファンドにおける投資判断と本レポートの見解は必ずしも一致するものではありません。

2017年 グローバル 投資環境 見通し

2017年7-9月期

慎重ながらも楽観的…

- ブル・マーケット（強気相場）が続いているが、今や終盤の局面に立つ
- 良好な企業収益の見通しが株式市場の上昇を後押しすると考える
- トランプ政策によるリフレ期待は弱まり、世界経済の成長率は緩やかなものとなろう
- 市場のけん引役は質の高い成長株に戻った
- 政策ミスのリスクは依然高い

株式、債券、オルタナティブに対する
フィデリティの見通し

Fidelity™ INTERNATIONAL

見通し一覧

株式 4

ブル・マーケットが依然続いていますが、足元は最終局面に位置していると考えます。幸いにも、企業業績の伸びが株価の上昇を後押ししており、「根拠なき熱狂」の兆しはみられません。

米国株：市場はじりじりと上昇していますが、今後も企業収益の伸びに後押しされて上昇傾向を辿るものと考えます。市場をけん引するテクノロジー企業の企業業績が市場予想を上回れば、株式市場は上昇を続けるとみています。

欧州株：企業収益及び期待リターンの観点から最も魅力的な株式市場と考えます。政治懸念が後退し、米国に対する大きなギャップを縮めると予想します。

アジア・パシフィック株：企業収益のモメンタムがプラスに転じました。中国は経済の一部冷却を図っていますが、景気減速はうまくコントロールされるとみています。当地域にとって米連邦準備制度理事会（FRB）の利上げは最大の懸念事項と思われます。

日本株：市場見通しは、世界経済及び通貨の動きの影響を大きく受けるものと考えます。インフレ率はプラスの伸びを示していますが、長期にわたるデフレ局面を経て、企業にとってゲーム・チェンジャー（形成を一変させる要因）になる可能性があります。

エマージング欧州・中東・アフリカ株/ラテンアメリカ株：政治問題が再燃し、一方でマクロ経済情勢は明らかにまちまちの状態にあります。しかし、引き続き魅力的な個別銘柄の投資機会が生まれていると考えます。

グローバル・セクター：高度なイノベーションが企業収益の高い伸びをサポートしているテクノロジー・セクター及びヘルスケア・セクターを選好しています。

債券 12

トランプ政策によるリフレ期待が後退しました。FRBはインフレ率の伸びが鈍化する中、6月に利上げを行い、先手を打つスタンスを現在とっています。利回りは当面低く推移すると予想しています。

インフレ連動債：米インフレ率の軟化により、評価はニュートラルとなりました。短期的なものとなる可能性がありますが、米インフレ連動債に一定の投資価値があるとみています。

投資適格債：バリュエーションは過去平均に比べると割高で、上昇余地は限られると考えます。欧州は、欧州中央銀行（ECB）が最後の買い手となっており、しばらくは安定して推移するとみています。

ハイ・イールド債：米国は、米国経済の緩やかな成長を背景にデフォルト率は低位安定の見通しです。ハイ・イールド債全般は、債券価格の上昇ではなく、インカムがリターンの中心となると考えます。

エマージング債：世界経済の拡大ペースは鈍化し、中国の景気減速に対する懸念も浮上しています。米ドル建てエマージング社債及び現地通貨建てエマージング国債を選好しています。

オルタナティブ 19

米国リート：現在の米国リートが保有する物件の稼働率は約95%程度と過去最高水準となっています。同時に、新規供給も十分吸収されています。賃料収入の増加が業績を支え、今後数年間は3～4%程度のNOI成長を見込んでいます。

商業用不動産（大陸欧州・英国）：投資家の需要は依然として強い状態にあります。実際、大規模な投資資金がインカム・イールドを過度に押し下げている可能性が高いことから、投資家は慎重なスタンスをとる必要があると考えます。

コモディティ：グローバル経済活動に関するフィデリティの先行指標は成長率の鈍化を示唆しており、コモディティ全体については強気度合いが低下しました。我々は金属よりもエネルギーを選好しています。

インフラストラクチャー及びローン：インフラストラクチャーはバリュエーションが高水準にありますが、分散強化及び低相関のリターンの源泉として依然魅力的です。ローンはハイ・イールド債をアウトパフォームすると考えます。

慎重ながらも楽観的…

ブル・マーケット（強気相場）は「悲観」の中で生まれ、「陶酔」の中で終わります。そうした見方に基づくと、今回のブル・マーケット（既に記録上最長期間の一つとなっている）は、まだ終わりを迎えるわけではないようです。多くの投資家が慎重なスタンスを維持し、リスク資産へのフル・インベストを回避しています。記憶を辿る限り、これほど地味で、警戒されたブル・マーケットは例があまりないと思われます。しかし、こうした特性が著しく息の長い相場の原因になっているものと考えます。ブル・マーケットは最後の買い手がいなくなると終わりを迎えますが、いまだ豊富な投資資金が待ち構えています。かつてマーケットのピークではびこった「株式崇拝」の類や「FOMO（Fear of Missing Outの略/取り残されることへの恐怖心）」はあまり見当たりません。堅調な企業収益の伸びが市場の上昇を後押ししています。

投資家は市場の上昇トレンドが長く続く中で、次第に慎重姿勢を強めていくと思われます。最終局面はどのような展開になるのでしょうか？ 我々は2つの可能性をみています。1つ目は、典型的な「ブーム&バスト」シナリオです。株式市場は、新たな中心テーマとして破壊的影響をもたらすテクノロジーによって「根拠なき熱狂」に見舞われ、最終局面を迎えるというものです。2つ目は、悪影響のない「模様眺め」の市場です。これは市場の推移を見守る値固めの期間でありながらも、水面下では企業評価に差が現れ、成長を続ける企業のみ選別されるというものです。

当レポートでは、各資産クラスの先行きに対する当社の見通しをお伝えします。こうした見通しは、企業、政府、発行体、不動産物件、テナントについて行ったファンダメンタル・リサーチに基づきます。また、ゼロから独自に行った総合予想に基づき、高い（低い）成長/リターンが期待される地域及びセクターについても述べます。

見通しについて

当投資環境見通しは、フィデリティ・インターナショナルの運用チームの代表的な見通しをまとめたものです。フィデリティでは、個々のポートフォリオ・マネジャーが柔軟に運用を行っており、ポートフォリオにおける全ての投資判断に対して最終的な受託者責任を負っています。こうしたポートフォリオ・マネジャーの裁量により、当資料に掲載される代表的な見通しとフィデリティの特定のファンド内で適用される戦略との間に相違が生じる場合があります。

株式概要

ポイント

- ブル・マーケットが持続しています。現在は最終局面に位置しており、それが長く続いているものと考えます。
- 企業収益の伸びが株式市場の上昇を後押ししています。欧州では、足元政治的な懸念が後退し、経済成長率及び企業収益の伸びの反発が市場の上昇に寄与していると思われます。
- 最終局面として2つのシナリオを想定しています。典型的な「ブーム&バスト」マーケットと、模様眺めの中での値固めのマーケットであり、共に株式リスクに対して個社を選別するアプローチが必要になると考えます。

フィデリティの予想

世界全体予想	2017年	2018年
利益成長率	12.6%	9.5%
株主資本利益率（ROE）	13.2%	13.5%
配当利回り	2.5%	2.7%
株価収益率（PER）	16.1倍	14.9倍
株価純資産倍率（PBR）	2.1倍	2.0倍

出所：フィデリティ・インサイト、世界全体予想（米ドル建て）。2017年6月現在。当社の世界全体予想は独自のボトムアップ・リサーチに基づくもの。全ての産業セクター及び地域にわたり年間約2,500の個別企業予想と17,000回の企業面談を行っている。リターンは米ドル建てのグローバル投資家向けのもの。

見通し

ブル・マーケットが依然続いているが、最終局面では慎重さが重要になる
ブル・マーケットが依然続いていますが、それがいつ、どのように終わるのか投資家は強い関心を抱いていると思われます。現在のサイクルが長く続いていることに対して、正当な理由がないわけではありません。2009年3月以降、99カ月間続いたブル・マーケットは戦後2番目に長いものとなりました。株式市場を押し下げる逆風の多くが解消され、市場は大きく上昇しました。ピークにはまだ到達していないと思われますが、投資家は今後12～18カ月に起きることに備えて準備を始めるべきと考えます。

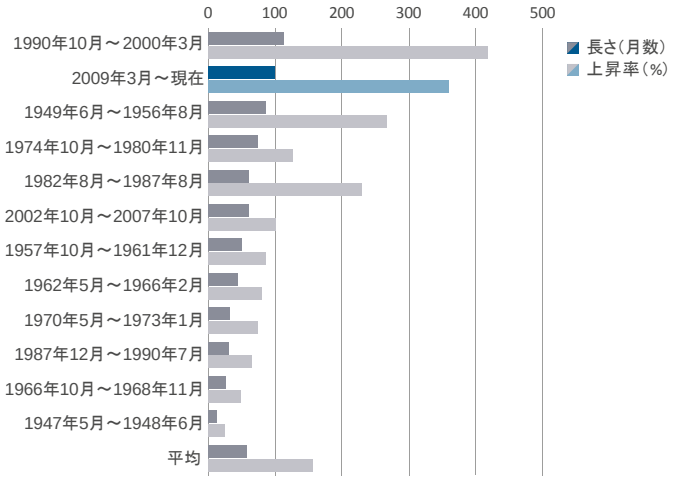
株式は依然として最も魅力的な資産と評価しています。そのため、現在は「長期にわたり積極的に臨む」局面であると考えます。ビジネス環境が引き続き良好であることから、企業は業績を伸ばし、今後の売上も拡大が予想されます。株式市場は、良好な決算により一桁後半のトータル・リターンの維持が期待されますが、そのためにはボラティリティが低く抑制される必要があります。ボラティリティが上昇するようであれば、リスクが必要以上に高まり、リスク調整後リターンが低下すると思われます。しかし、足元のブル・マーケットを終わらせる大きな逆風は見当たりません。米国に後れをとってきた欧州は、経済成長率及び企業収益の成長率、双方の面からキャッチアップ効果（出遅れ挽回効果）が奏功しています。

今回のブル・マーケットはどのようにして終わるのでしょうか？ 我々は2つの可能性をみていますが、共に株式投資について機動的なアプローチが必要になると考えます。

- **陶酔のフィナーレか….**
  市場がピークを迎えるまでには時間がかかり、今回の場合、これから12～18カ月かかる可能性があります。通常、ピーク近辺では、（1）バリュエーションに対する油断、（2）投資家のFOMO（取り残されることの恐怖心）、（3）「根拠なき熱狂」を促す新たな投資テーマの出現、と3つの特徴がみられます。過去2回のブル・マーケットにおいては、中国の台頭とインターネットの想定された影響が投資テーマとなりました。今回の場合は、破壊的な影響を及ぼすテクノロジーが重要なテーマであると考えます。高度な技術革新は、長期にわたり構築されてきたビジネス・モデルを大きく変え、産業のプロフィット・プール（利益の総和）を組み替えます。一部テクノロジー企業の株価にバブルの兆しがみられます。しかし、過去を振り返ると、そうした銘柄はさらに割高になっています。

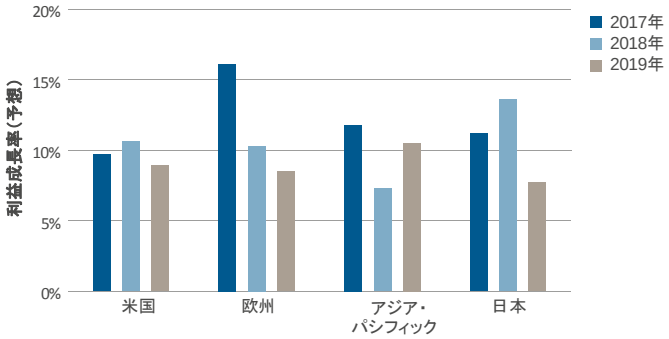
- **…. それとも模様眺めの市場となるのか**
  今回のブル・マーケットは、悪影響がないかたちで市場サイクルが展開する可能性もあります。我々は過去20年の間に、衝撃的な「ブーム&バスト」マーケットを二度経験しましたが、今回は強烈なブル・マーケットの際に現れる「陶酔」や「油断」がほとんどみられない状況です。多くの投資家がサイクルの終盤でリスクやボラティリティに対して回避的であることは異例のことです。FOMOに満ちたブル・マーケットの終焉とは異なり、長期の値固めの期間を迎える可能性があります。これはしかし、市場全体が模様眺めのマーケットとなりながらも、セクター間や銘柄間で違いが生じるというものです。「ブーム&バスト」マーケットと同じように、こうしたタイプのマーケット・トレンドはいくつかの前例がみられます。市場は投資家に引き続き投資機会を提供していくと思われますが、市場モメンタムに基づくアプローチよりも、産業の成長力や個社の継続した成長を支えるビジネスモデルに投資するアプローチの方が一般には有効であると考えます。

ブル・マーケットを計測



出所：CFRA/S&Pグローバル、トムソン・ロイター・データストリーム。2017年6月現在。現在のブル・マーケットの長さ及び上昇率は、2009年3月9日と2017年6月9日の期間を計測。

利益成長が市場をサポート



出所:フィデリティ利益予想、フィデリティ・インサイト、フィデリティ・インターナショナル。2017年6月現在。

株式

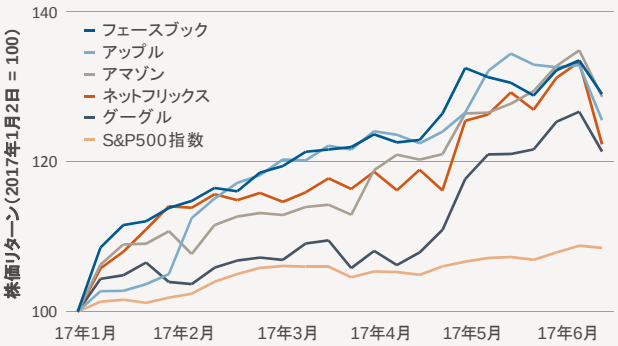
米国株

フィデリティの予想

全体予想	2017年	2018年
利益成長率	9.7%	10.6%
株主資本利益率（ROE）	16.2%	17.2%
配当利回り	2.0%	2.1%
株価収益率（PER）	18.7倍	16.7倍
株価純資産倍率（PBR）	3.0倍	2.8倍

出所: フィデリティ・インサイト、世界全体予想（米ドル建て）。2017年6月現在。

FAANG株が市場のモメンタムをサポート



出所:フィデリティ・インターナショナル、トムソン・ロイター・データストリーム。2017年6月17日現在。

見通し

トランプ政策に対する期待が急速にしぼんだ

株式市場は緩やかながらも成長を続ける経済を背景に引き続き堅調に推移しています。トランプ政権の政策遂行能力に対し懐疑的な見方が強まったことも影響し、リフレ政策に対する期待が急速にしぼみましたが、比較的楽観視が続いています。トランプ大統領のツイッター発信による外交アプローチに対しメディアが厳しくコメントしていますが、今のところ支持した有権者の期待にほとんど応えていません。しかし、同大統領は、クリントン政権時以上に税制改革や財政政策および規制の緩和を図ろうとしており、企業収益には良い影響を及ぼす期待は続いています。

市場のけん引役が狭まる

米国の経済成長率とインフレ率が高まるという過剰な期待が後退したことにより、市場のけん引役が、景気感応度の高いバリュー株からテクノロジー株のような質の高いグロース領域にシフトしました。多くのテクノロジー株について、これまでにない業績予想の大幅上方修正の動きがみられ、また先行きが明るい売上予想が発表されています。これは、フェイスブック、アップル、アマゾン、ネットフリックス、グーグル（「FAANG」）等、多くのマーケット・セグメントを支配する寡占企業による利益が、少なくとも部分的に影響を及ぼしていると思われます。

米国の株価指数全体の上昇において「FAANG」株が占める比率が大きくなり、米国市場のけん引役がやや狭まりました。これは、マーケット・リーダーの幅が広い欧州とは対照的です。結論としては、「FAANG」の企業収益が市場予想を上回り続けることができれば、米国株式市場はサポートされると考えます。もしくは、経済成長率が再び上向くと、市場のけん引役は幅が広がるものと思われます。足元の米国の株式市場は、金融引き締め政策が実体経済に悪影響を与えないようにうまくコントロールされるかどうかに関心が集まっており、緩やかな経済成長が続くようであれば、グロース株のプレミアムは現水準を維持して推移するとみています。

株式

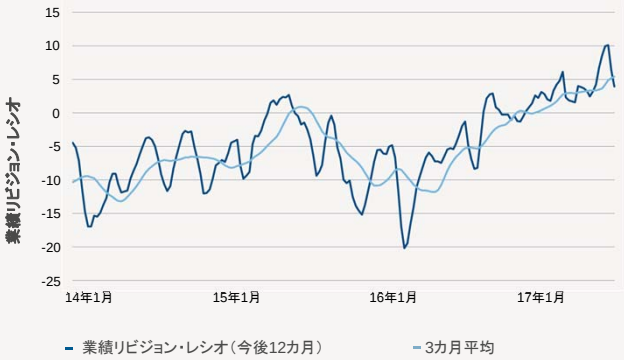
欧州株（英国を含む）

フィデリティの予想

全体予想	2017年	2018年
利益成長率	16.1%	10.3%
株主資本利益率（ROE）	12.6%	12.8%
配当利回り	3.3%	3.5%
株価収益率（PER）	15.7倍	14.8倍
株価純資産倍率（PBR）	1.9倍	1.8倍

出所: フィデリティ・インサイト、世界全体予想（米ドル建て）。2017年6月現在。

欧州の業績リビジョンはプラス



出所: フィデリティ・インターナショナル、モルガンスタンレー。2017年5月現在。

見通し

ユーロ圏の政治問題はもはや大きな逆風ではない

仏大統領選挙でマクロン候補が勝利し、ユーロ圏の崩壊と大陸欧州のポピュリズムへの傾倒に対する懸念が払拭されたことから、投資家が欧州市場に回帰し始めています。この主要政治リスクが解消された今、投資家がこれまで欧州への投資を回避してきた規模を勘案すると、欧州株への配分が高まる可能性は大きいと考えます。

ユーロ圏は失業率が低下し、経済成長率が緩やかに加速、信用及びインフレ率が上向いています。欧州株式市場の米国市場に対するバリュエーション上のディスカウント幅が大きく縮小した過去のどの局面よりも、経済環境は良くなっています。

欧州企業は高い増益率が今期期待される

インフレ率が上向く中、価格決定力が全般的に低下している米国企業とは異なり、欧州企業は回復の初期段階に位置し、高い営業レバレッジのメリットを享受できるものと考えます。

欧州企業の業績予想の修正は明確にプラスに転じ（実際、過去5年間、上方修正の動きはみられなかった）、利益及び売上の伸び率予想は今や米国企業を上回るものとなりました。株価純資産倍率（PBR）等、欧州株式市場のバリュエーションは、依然として長期のボトムに近い水準を推移していますが、一方で株主資本利益率（ROE）は上昇し米国との乖離を埋めつつあります。

英国では政治リスクが再び高まる

英国では、解散総選挙の結果、保守党が少数派政権をつくることになり、企業及び消費者にとって不透明感が再び高まりました。英国はEU離脱交渉における立場が弱まったと受け止められ、総選挙以降数週間の間、英英ポンドが底堅くなったように、ハード・ブレグジット（強硬離脱）のリスクが後退したと思われます。英国から撤退ないし事業縮小する企業も想定されることから、英国の内需関連株はバリュエーションが大幅にディスカウントされています。

株式

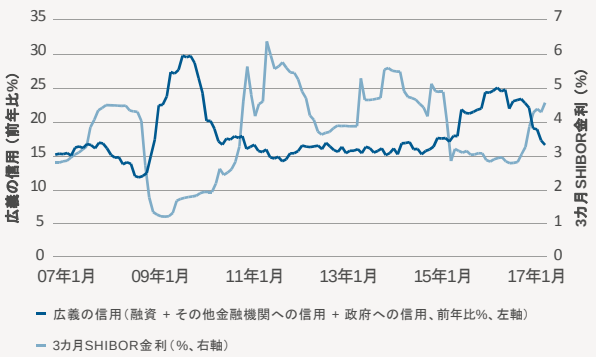
アジア・パシフィック株（除く日本）

フィデリティの予想

全体予想	2017年	2018年
利益成長率	11.8%	7.3%
株主資本利益率（ROE）	11.5%	11.3%
配当利回り	2.9%	3.1%
株価収益率（PER）	13.7倍	13.4倍
株価純資産倍率（PBR）	1.5倍	1.5倍

出所: フィデリティ・インサイト、世界全体予想（米ドル建て）。2017年6月現在。

中国の融資の伸び率は鈍化



ハーバー・アナリティックス、トムソン・ロイター・データストリーム。2017年6月現在。

見通し

アジア・パシフィックの企業収益はやや回復へ

数年間にわたり市場予想を下回る結果を示してきた企業収益はモメンタムがようやくプラスに転じました。企業収益は、業績予想の上方修正の観点から、過去5年のサイクルの中で、最善のスタートを切っています。米連邦準備制度理事会（FRB）の利上げ及びバランスシートの縮小が緩やかなものとなる限り、当市場の見通しも比較的良好とみています。主なリスクは、市場予想よりも速いペースのFRBの利上げと米ドル高の再燃と考えます。

中国の経済成長率は鈍化しているが、株式市場内では魅力的な銘柄が存在する

我々は中国に対してそれほど強気ではありません。経済成長率は、コントロールされながら年6.5%のレベルに鈍化するとみています。中国政府は、「シャドー・バンキング（影の銀行）」活動の規制強化により、金融システムのレバレッジ縮小、透明性の改善、クレジット・バブルの解消を図ろうとしています。オフバランスシート融資に対する資本引当の要請は質の低い銀行にとって問題になるものの、適切な資本を持つ健全な大手行に影響が及ぶ可能性は低いと考えます。信用の伸びは一桁後半まで鈍化するとみています。信用の伸びの大半は国有企業（SOE）に集中していることから、損失発生の懸念が強まり、健全経営の国有企業による買収が促されるものと思われます。

我々は、目覚ましい成長を続ける中国のインターネット株に対して引き続き強気です。アリババは今年49%の増収率（セルサイド・アナリストの予想を10%ポイント上回る）を予想しています。中国ではオンラインへのシフトが急速に進み、アリババやテンセント等の企業は凄まじいペースで人工知能（AI）等の新技術を取り込み、イノベーションを進めています。そうした企業はアルゴリズムを活用して消費者をターゲットとすることにより、広告支出の分野で高成長を遂げています。2社は共にクラウド技術及び大規模なモバイル決済市場への投資も行っています（ウェブ・トラフィックに占めるモバイルの比率はドイツ30%、フランス23%に対して中国は56%（出所：StatCounter：2017年1月現在））。

株式

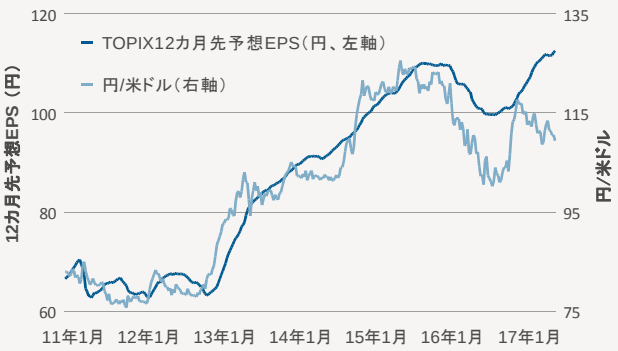
日本株

フィデリティの予想

全体予想	2017年	2018年
利益成長率	11.2%	13.6%
株主資本利益率（ROE）	10.7%	11.2%
配当利回り	2.0%	2.2%
株価収益率（PER）	15.5倍	14.1倍
株価純資産倍率（PBR）	1.6倍	1.5倍

出所: フィデリティ・インサイト、世界全体予想（米ドル建て）。2017年6月現在。

円/米ドルと市場見通しの関係



出所: トムソン・ロイター・データストリーム、I/B/E/S。2017年6月現在。

見通し

マクロ環境は引き続き良好

日本の1-3月期実質GDP成長率（改定値）は前期比年率+1.0%となりました。これにより、11年ぶりに5四半期連続でプラス成長となりました。速報値は下方修正され+2.2%となりましたが、引き続き堅調さを保っています。企業が新たなサービス拡大のために非製造業を中心に設備投資を拡大させており、今後の利益成長のけん引役として期待されます。明るいことに、3年のスタグネーション（景気低迷）を経て、個人消費も復活の兆しを見せています。

輸出関連企業は、引き続き為替の影響を受けます。日銀は、10年国債の利回りをゼロ%程度に維持する「イールド・カーブ・コントロール」政策を続けています。円は現在110円/ドル近くを推移しています。日本の輸出関連企業の多くは事業計画上の想定為替レートを約105～107円/ドルと保守的に見積もっており、業績が目標を上回る余地があります。米連邦準備制度理事会（FRB）が市場予想よりも利上げを進めると、115円に向けて円安トレンドに戻る可能性があります。

インフレはゲームチェンジャー（形成を一変させる要因）になる可能性がある

4月のコアCPI（生鮮食品を除く消費者物価指数）は前年同月比+0.3%上昇し、年初以降、CPIはプラス（前年同月比）のレンジを推移してきました。一部エコノミストは、CPIが夏にかけて大きく上昇すると予想しています。これは、20年にわたるデフレ局面を経て、経済及び株式市場にとってポジティブなことと考えます。

良好な価格設定の環境の恩恵を受けている日本企業の例としてヤマト運輸（宅急便）が挙げられます。米UPSと同じ宅配サービス企業は、アマゾン等小売業と提携し、日本の家庭に小包を届けています。消費がネット通販に移ったことから、宅配市場は急速に拡大しました。需要が大幅に拡大しましたが、供給サイドが深刻な人手不足により追いつかなくなっています。そのため、ヤマト運輸は価格決定力を持つようになり、大幅な配送料金の値上げを実現しています。

株式

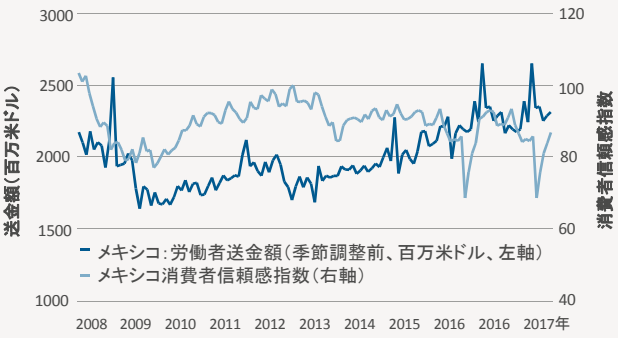
エマージング欧州・中東・アフリカ株/ラテンアメリカ株

フィデリティの予想

全体予想	2017年	2018年
利益成長率	24.8%	3.3%
株主資本利益率（ROE）	12.4%	11.8%
配当利回り	3.3%	3.5%
株価収益率（PER）	10.8倍	10.5倍
株価純資産倍率（PBR）	1.3倍	1.2倍

出所: フィデリティ・インサイト、世界全体予想（米ドル建て）。2017年6月現在。

メキシコの消費は送金によって拡大



出所: フィデリティ・インターナショナル、トムソン・ロイター・データストリーム。2017年6月現在。

見通し

政治問題が再燃

ブラジルでは、テメル大統領が汚職捜査（「洗車作戦」）の対象となったことから、政治問題が再び市場のセンチメントに大きな影響を及ぼし始めました。ブラジル選挙裁判所は、2014年の大統領選挙でテメル大統領によって不正資金が使われたとの訴えを退けました。同大統領は、解任されるリスクが一つ消えましたが、まだいくつかの弾劾動議を乗り越える必要があります。たとえ同大統領が任期を全うできたとしても、政治基盤は弱体化しており、年金改革等、最も必要な改革を推し進める力はありません。南アフリカでは、ジェイコブ・ズマ大統領が自ら率いる党内から引き続き批判を受けています。それにもかかわらず、与党・アフリカ民族会議（ANC）は5月の会議で同大統領に対する不信任動議を否決しました。

しかし、魅力的な投資機会が存在する

南アフリカの政治/マクロ経済は厳しい環境にありますが、企業の状況は好ましいと考えます。我々は、海外事業に重点を置き、コーポレート・ガバナンスを強化させた企業を選好しています。運よく、南アフリカの上場企業にはそうした会社が多く存在しています。良い例が家具製造・小売販売のシュタインホフで、アフリカだけではなく欧州や米国にも製品を売っています。

メキシコ経済は厳しい状況にあるものの、一部勝者もいる

メキシコでは市場の関心がトランプ大統領から離れ、国内の政治問題に戻りました。6月上旬に地方選挙が行われ、メキシコ州知事選は与党・制度的革命党（PRI）の候補者が僅差で勝利しました。トランプ大統領に対する懸念は後退し、また同大統領自身も少なくとも当面は他の多くの重要案件を抱えているようです。メキシコの消費者マインド及び消費は大きく回復しました。米国で働くメキシコ人が、メキシコ・ペソ下落による有利な為替レートの機会を利用し、記録的な規模の米ドルを送金したことが消費拡大につながったとみています。消費は反発しましたが、しかし経済は依然として不安定な状態にあります。我々は、グルーポ・メヒコのように費用がメキシコ・ペソ建て、売上が外貨建ての企業を引き続き選好しています。

株式

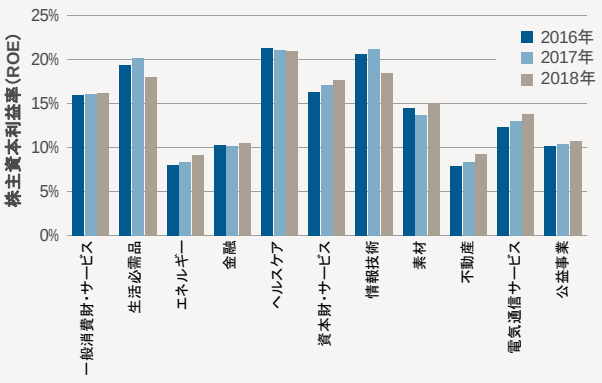
グローバル・セクター

アナリストによる各セクターの評価

強気見通し	弱気見通し
テクノロジー	不動産
ヘルスケア	公益事業
電気通信サービス	一般消費財・サービス

出所: フィデリティ・インターナショナル。2017年6月現在。

株主資本利益率(ROE)の予想(産業セクター別)



出所: フィデリティ・インサイト、フィデリティ・インターナショナル。2017年6月現在。

見通し

引き続きテクノロジー株及び通信株を選好
我々は、高度なインダストリー・イノベーション、特にクラウド・コンピューティングやかつてのマニュアル・システム・プロセスのデジタル化等の長期成長ドライバーに基づき、テクノロジー株に対して引き続き強気です。

グローバル通信株に対しても我々は強気です。これは、主に強い価格決定力を持つ、極めて魅力的な3カ国の通信市場(韓国、日本、米国)に対するポジティブな見方に基づきます。こうした市場のワイヤレス・オペレーターは、価格決定力のない欧州とは異なり、データを収益化させることが可能となっています。

ヘルスケア株に対して引き続き強気
我々は引き続きヘルスケア株全体を選好していますが、セクター内ではポートフォリオ・マネジャーの多くが、医薬品企業/バイオテクノロジー企業よりも医療機器メーカー(例:フレゼニウスメディカルケア)の魅力度が高いと評価しています。セクター全体は、構造的な需要によって支えられ、魅力的な長期の収益ポテンシャルを有していると考えます。一部のポートフォリオ・マネジャーは、米国の薬価上限に対する懸念から、影響を大きく受けると思われる薬品株の一部売却を実施しました。

一般消費財・サービス・セクターに対して弱気
一般消費財・サービス・セクターについては、多様な脅威に晒され苦戦していることから、弱気の評価をしています。主たる問題はオフラインからオンラインへのシフトであり、積み上げられてきたプロフィット・プール(利益の総和)が破壊的な影響を受けています。また、ブランド中心の消費財の消費からコト(体験)消費へのシフトもみられます。エマージング市場においては、消費者の消費財に対する嗜好も成熟期を迎え、急速に変化しています。

債券概要

ポイント

- トランプ政策のリフレ効果に対する期待はほぼしぼみました。
- 政治的な不透明感は解消されつつあります。債券市場を左右する重要な要因は、中央銀行の金融政策、中国の動向、インフレの行方と考えます。
- 米国国債の利回りも再び上昇基調となっていますが、軟調な潜在成長力と穏当なインフレにより、当面の上昇余地はそれほど大きくないとみています。

国債利回り:現在及び予想

10年債利回り	現在	2018年6月	2021年6月
米国	2.14%	2.36%	2.81%
ドイツ	0.28%	0.56%	1.19%
英国	1.01%	1.23%	1.89%

出所: フィデリティ・インターナショナル、ブルームバーグ。2017年6月19日現在。上記予想は市場価格に織り込まれている水準。

見通し

トランプ効果は何処へ？

トランプ大統領就任後、大統領の選挙公約の実現という点で厳しい現実に直面しています。オバマケア（医療保険制度改革法）代替法案が可決せず、その政策遂行能力に対する信認が低下したことから、どこまで政策を実行できるのか現時点では不明です。その結果、債券市場においては、過度なリフレ期待がほぼ後退しました。さらにコアCPI（消費者物価指数）が、2016年のピーク2.3%（前年同月比）から今年5月に1.7%（同）まで低下し、米国のブレーク・イーブン・インフレ率は大統領選挙前の水準を下回りました。一方、規制緩和、減税、またはインフラ投資に関する期待は依然あり、将来の成長率予想の上方修正につながる可能性があります。しかし、こうした政策に着実な進展がみられなければ、米金利及びグローバル金利は、世界の成長率及びインフレ率の低調な中期見通しを反映して低水準を推移すると思われます。

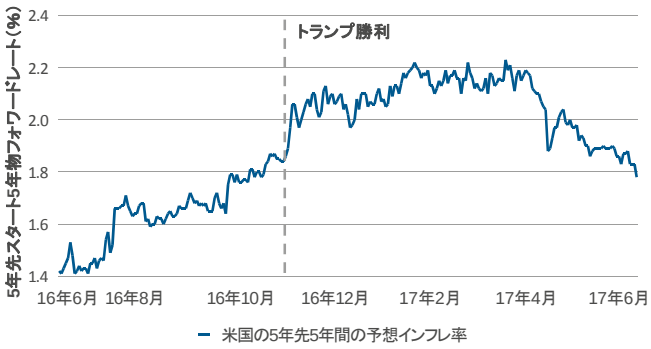
米連邦準備制度理事会（FRB）は市場との対話をうまく進め、先手を打つスタンスをとり、バランスシート正常化のタイミングを待っている

FRBはインフレ率の伸びが鈍化する中、6月に利上げを行い、現在先手を打つスタンスをとっています。イエレンFRB議長は、インフレ指標の軟化は一時的と考えていますが、これは政策ミスのリスクが高まっていると考えます。今やFRBは、インフレ目標が対称的ではなく、状況が悪化した場合、巧く対応できるように備える必要があることを示唆しているといえます。我々は、今後12カ月間、コア・インフレ率は2%を超えるとは見ておらず、FRBが将来の利上げを正当化するのが困難になると考えます。9月に利上げが行われる可能性は依然高いと思われますが、そこから先はバランスシートの正常化が市場の注目を浴びるとみています。出口戦略の方針を示した「政策正常化の原則と計画（Policy Normalisation Principles and Plans）」が今回6月に改訂されました。「FRBは『年内』のいつ、量的金融緩和により保有する国債及びローン担保証券（MBS）の再投資を徐々に減らし始めるのか」ということがまさに今問題になっています。FRBは2013年の「テーパー・タントラム」が依然トラウマになっており、市場の反応に神経を尖らせることになるとみています。米国国債の利回りが低下し、また海外からの投資需要が強まっていることから、市場は供給の増加を吸収することが可能で、FRBは当面安心できると思われます。しかし、こうしたテクニカル要因よりも、経済成長とインフレの見通しの方が重要であると考えます。この観点から、我々は米国国債に対して強気です。インフレ指標の軟化は、足元想定されている以上に米国の経済成長率が鈍化する、または余剰生産能力が拡大することを示唆していると思われます。また、リスク資産が数年ぶりの高値圏を推移しており、不透明な環境の中、米国国債は有効なプロテクション機能を発揮することが期待されます。

ユーロ圏ではリスクが後退、英国ではリスクが再燃

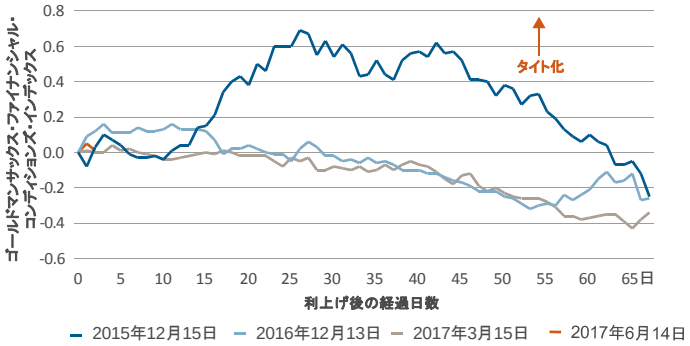
欧州では、これまで政治リスクが重要なテーマでしたが、今やフランスの選挙が終わり、同リスクは後退しました。イタリアでは、総選挙の前倒し実施の可能性が低下し、またポピュリスト「5つ星運動」が勢いを失いつつあることから、我々は短期的に同国及び欧州周辺国に対してポジティブになっています。金融政策について、欧州中央銀行（ECB）は金融緩和政策の縮小に対して極めて慎重になると思われます。ECBは、直近総合CPIが大きく上昇（主に一時的要因による）する中、インフレ率の予想を下方修正しました。このため、ECBは金融緩和の縮小についてこれまでの市場予想よりも慎重なスタンスをとる可能性があり、ドイツ国債はレンジ内を推移するとみています。英国については、EU離脱交渉が正式に始まり、企業の投資低迷、移民の縮小、貿易の混乱が、経済見通し上、大きなリスク要因となっています。インフレ率の上昇により英消費者の実質賃金上昇率がマイナスとなっており、国内リスクが一段と高まっています。英国国債は他地域の国債に比べて割高と思われる一方で、経済の先行きが不透明なことから、当面は価格が急落するリスクは低いと考えます。

「トランプ政策によるリフレ」期待が反転



出所: 米連邦準備制度理事会（FRB）、トムソン・ロイター。2017年6月18日現在。

利上げが常に金融環境のタイト化を意味するものではない



出所: フィデリティ・インターナショナル、ブルームバーグ。2017年6月18日現在。
利上げ後のファイナンシャル・コンディション（金融環境）の累積変化

債券

インフレ連動債

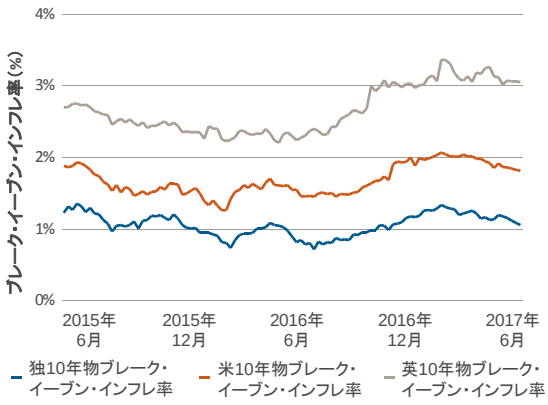
見通し

米国のインフレ見通しは足元中立的であるが、米インフレ連動債は依然投資価値があると見ている
リフレ期待が後退し、米国のインフレ指標が市場予想を下回ったことから、年初以降、インフレ連動債は固定利付債に対してアンダーパフォームしました。米インフレ連動債は下落しましたが、依然投資の魅力度は高いとみています。他地域と比べた場合、米ブレーク・イーブン・インフレ率はファンダメンタルズ（タイトな労働市場、上昇傾向を辿る賃金等）に対して低いと考えます。但し、米国のインフレ見通しは、6カ月前に比べてより中立的になったと思われます。5月の消費者物価指数（CPI）は、3カ月連続で伸びが鈍化し、幅広い品目で価格が下落しました。またCPI中央値は2年ぶりの低水準となりました。市場は軟調な指標に反応し、10年物ブレーク・イーブン・インフレ率は1.7%に低下、過去5年の平均2.0%を下回りました。我々は米インフレ連動債に対して強気の見方を維持することとし、固定利付債に対して分散効果を発揮する資産クラスとして引き続き選好しています。米国のインフレ期待は後退したものの、一方でトランプ政権によってインフレ政策が実現するテール・リスクが残っていることにも留意をしています。

欧州は強弱入り交った状況によりニュートラルのスタンスをとる
欧州インフレ連動債の評価はニュートラルです。欧州中央銀行（ECB）は、総合CPI指数が前月から上昇したにもかかわらず、6月に予想インフレ率を下方修正しました。ユーロ圏の総合インフレ率を2%まで押し上げたベース効果は既に剥落し始めており、EU基準の消費者物価指数（HICP）上昇率は12月には1.3%まで低下すると我々は予想しています。コアCPIの見通しについては、低調なユーロ圏賃金上昇率によって、低く維持されるとみています。強力なファンダメンタル・ドライバーが不足する中、長期にわたり市場をサポートし続けてきた金融緩和政策の縮小ペースの鈍化のリスクとともに、ECBの購入需要がユーロ・インフレ連動債のテクニカル上のサポート要因になると考えます。以上により、ユーロ圏インフレ連動債についてはニュートラルのスタンスをとります。

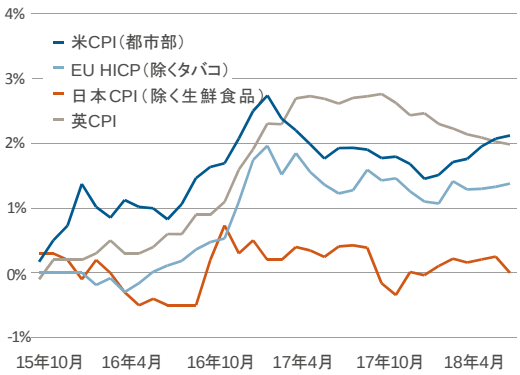
英インフレ率は影響を及ぼしているが、CPIはピークが近い
5月の英CPIは、公共料金の上昇と英ポンド安による輸入食料品/衣料品価格の上昇を背景に、前年同月比で2.9%上昇し、市場コンセンサスを上回りました。インフレ率は明らかに影響を及ぼし始めています。1-3月期の賃金上昇率は2.1%まで鈍化し、実質賃金が2014年以来初めて低下しました。今後CPIはピークに近づき、可処分所得の低下が個人消費の重荷になると思われます。そのため、英インフレ連動債は、総合インフレ率対比で割高であると考えます。今後の見通しは、為替及びコモディティ価格の動きに大きく依存しています。英英ポンドが再び下落する、または原油価格が再び上昇するようであれば、CPIは一段と上昇し、英インフレ連動債の割高感は解消されるでしょう。このため、アンダーウェイトではなく、ニュートラルのスタンスを維持することとします。

10年物ブレーク・イーブン・インフレ率



出所: フィデリティ・インターナショナル、ブルームバーグ。2017年6月6日現在。

フィデリティ・インフレ予想



出所: フィデリティ・インターナショナル。2017年6月6日現在。

投資適格債

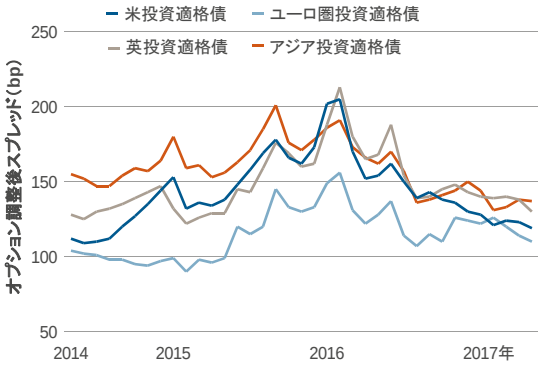
見通し

投資適格債はバリュエーションが割高となっており、上昇余地は限定的
投資適格債はバリュエーションが割高になっていると考えます。長年にわたる低金利及び中央銀行の量的緩和政策により、スプレッドは歴史的に見ると割高な水準（格付け調整ベース）まで低下しました。投資家は、利回りに対する需要が強く、ポートフォリオ内のクレジット・リスクを積極的にとってきたことから、格付け間のスプレッドが縮小しました。また、企業は低金利により債務を拡大させたことから、インタレスト・カバレッジ・レシオが低下しました。世界的にスプレッドは、デフォルト及び格下げリスク（投資適格級の発行体にとっては歴史的に極めて低い）に対して十分なクッション（緩衝機能）を引き続き提供していますが、現水準からの上昇ポテンシャルは限定的と考えます。

欧州市場を選好
地域別では、好調な企業ファンダメンタルズと良好な需給バランスという2つのプラス材料に基づき、欧州の投資適格社債を引き続き選好しています。欧州の1-3月期企業決算の改善により、レバレッジ・レシオが低下し、バリュエーションがサポートされました。また個人投資家及び欧州中央銀行（ECB）の投資需要は引き続き堅調となりました。ECBは、量的金融緩和プログラムにおける月次の債券購入額を減らしましたが、週次、月次の購入額は安定化し、市場において一貫して購入を続けました。量的金融緩和の縮小は2018年のリスクの一つになると思われますが、購入額の減額は社債よりも国債にとってより問題になると予想します。テーパリング・リスクの悪影響を打ち消すものは、量的金融緩和プログラムの購入対象の発行体による新規発行が前倒しで行われ、年末に向けて供給が減っていくことと考えます。一方、主なリスクは、市場ボラティリティを高める可能性があるM&A活動であり、1-3月期の欧州のM&A活動は高水準となりました。

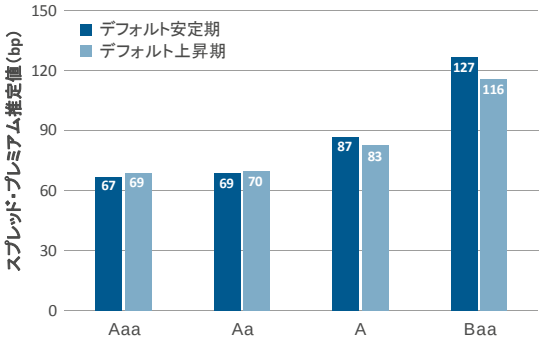
米国及びアジアに対してより警戒的
米国については、クレジット・ファンダメンタルズは安定化しましたが、比較的低調なレベルでの動きとなりました。米投資適格債発行体のレバレッジ（債務）は欧州に比べると低いように見えますが、市場構成の違い（例：欧州市場は、公益事業や自動車等、高レバレッジなセクターの比率が高い）が原因と考えます。しかし、セクター毎に見ると、純債務/EBITDAで計測された米企業のレバレッジは一貫して上昇しています。こうした高いレバレッジ・レシオを有する企業にとって、米連邦準備制度理事会（FRB）の利上げは大きな逆風です。足元のスプレッド水準は、投資上の魅力度が低く、米国クレジットに対して我々は警戒的なスタンスをとっています。アジア投資適格債の発行体のファンダメンタルズは悪化しており、また中国の現行の規制強化の動きは一定の注意が必要と考えます。しかしながら、同資産クラスには大規模な投資資金が流入し、リターンをサポートしているように、投資家の需要は依然として堅調です。こうした投資資金の流入は、米国の利上げが進む中、反転する可能性があり、我々は警戒をしていますが、中国（及びアジア）全体の経済ファンダメンタルズは比較的安定しており、今後市場はレンジ内を推移するとみています。

投資適格債スプレッド



出所: フィデリティ・インターナショナル、バンクオブアメリカ・メリルリンチ、ブルームバーグ。2017年5月31日現在。

スプレッド・プレミアム推定値



出所: フィデリティ・インターナショナル。1970年以降のムーディーズのデフォルト・データに基づき、デフォルトの安定期と上昇期（前年比1%を超える）における格付け毎のグローバル投資適格債のスプレッド・プレミアムを示す。2017年5月現在。

債券

米国ハイ・イールド債

ポイント

- 米国経済の緩やかな成長が、米国ハイ・イールド債券を取り巻くクレジット環境の追い風になると考えられる。
- 2017年は3月と6月に米国政策金利が引き上げられ、今後も利上げが予想されるが、過去の利上げ局面は景気拡大局面でもあり、米国ハイ・イールド債券発行企業の信用力向上が期待できる。
- 米国ハイ・イールド債券発行企業のファンダメンタルズに大きな変化がない一方で市場ボラティリティが上昇した際は、投資の好機となる可能性がある。

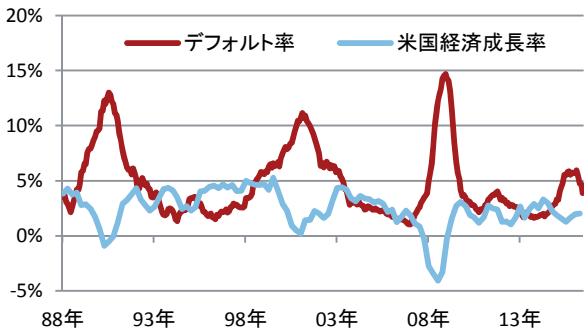
見通し

米国経済の緩やかな成長を背景にデフォルト率は低位安定の見通し
米国ハイ・イールド債券発行企業の信用力は良好に推移すると想定されます。低金利環境下で、企業は低い金利での借り換えと償還期限の長期化で財務力を向上させています。このような企業努力によってデフォルト率は低位で安定すると予想しています。それに伴いスプレッドは、過去の低デフォルト率局面と同じように安定推移していくと考えられます。

政策金利引き上げ局面、景気拡大局面で期待される米国ハイ・イールド債券発行企業の信用力向上
2017年3月と6月に米連邦準備制度理事会（FRB）は利上げを実施しました。これらの利上げは、米連邦準備制度理事会（FRB）の米国景気に対する強い自信の表れです。今後の米国景気の拡大によって米国ハイ・イールド債券発行企業の信用力は向上すると想定されます。仮に長期金利が上昇すると、企業の資金調達コスト増につながりますが、企業は低い金利での借り換えと償還期限の長期化で財務力を向上させており、長期金利が上昇してもその影響は限定的と想定されます。また、景気拡大を伴う長期金利上昇局面では、業績成長による企業の金利支払能力の成長が、資金調達コストの増加を上回る可能性が高いと考えています。

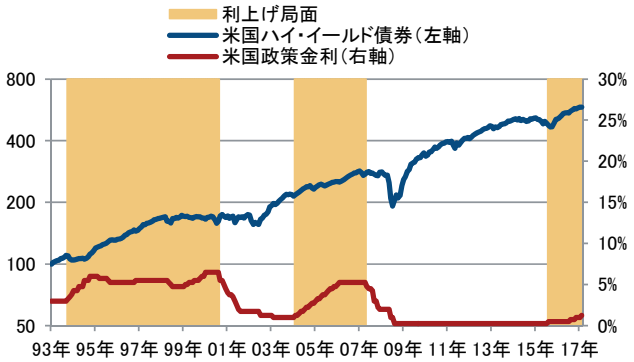
金利の急速な上昇がリスクシナリオとして想定されるが、可能性は低い
リスクシナリオは3つ挙げられます。1つ目は、トランプ政権の政策実行能力が非常に低く、掲げた政策が何一つ実行されないというシナリオです。この可能性は低いのですが、もし実際に起きた場合には波乱要因となるでしょう。2つ目は、原油価格の予期せぬ急落です。ただし、今後1年間で原油価格は上昇すると予想しており、原油価格が大きく低下する可能性は低いと考えています。そして3つ目は世界各国の対立の深刻化です。欧州の分断や保護主義の台頭が世界の貿易に大きな影響をあたえるという事態となった場合、世界中の市場の波乱要因となるでしょう。この3つのシナリオが実際に起こる可能性は非常に低いと、私は考えています。しかし、これらのリスクシナリオが実際に起きる場合には、機動的にポートフォリオを調整します。また、市場の変動性が高まった場合には投資機会として活用する方針です。

米国ハイ・イールド債のデフォルト率と米国経済成長率



出所：フィデリティ投信、1988年12月末～2017年5月末（米国経済成長率は2017年第1四半期まで）。米国ハイ・イールド債は1996年11月以前はバンクオブアメリカ・メリルリンチ・USハイ・イールド・インデックス。それ以降はバンクオブアメリカ・メリルリンチ・USハイ・イールド・コンストレインド・インデックス。デフォルト率はMoody'sより（過去12カ月、発行体ベース）。

米国ハイ・イールド債と米国政策金利



出所：フィデリティ投信、RIMES、1993年5月末～2017年6月末。米国ハイ・イールド債は1996年12月以前はバンクオブアメリカ・メリルリンチ・USハイ・イールド・インデックス。それ以降はバンクオブアメリカ・メリルリンチ・USハイ・イールド・コンストレインド・インデックス。期間初を100として指数化。対数グラフで表示。米ドルベース。

その他ハイ・イールド債

見通し

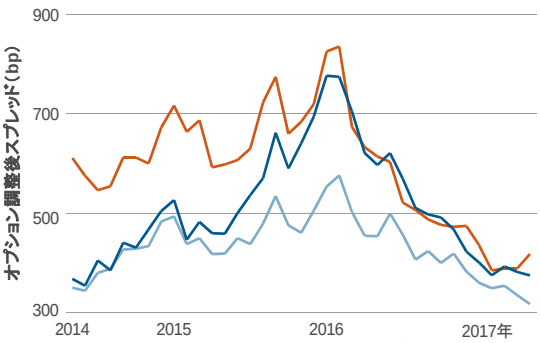
バリュエーションは割高で、さらに上昇する可能性は限られる

ハイ・イールド債のバリュエーションは全体的に割高になっており、スプレッド・クッション（緩衝機能）は限定的と考えます。ハイ・イールド債の足元のスプレッド水準が織り込む世界の予想デフォルト率は1%強と推定します。B格付け債及びCCC格付け債のスプレッド・バリュエーションは、実績デフォルト確率に対して明らかに不安定と思われますが、一方でBB格付け債の利回り及びスプレッドが過去と比べても低く、クレジット・リスクに見合う適切なプレミアム水準かを見極める必要があると考えます。短期的には、インカムに対する需要が強く、低利回り、低スプレッドのトレンドが続く可能性があります。しかし、世界経済の成長率は緩やかで鈍化しやすく、また中央銀行が供給する流動性もピークを過ぎたことから、一部のハイ・イールド債のリスクとリターンが見合っていないと考えます。このため、特に最も大きく上昇した領域や、クレジット・サイクルがより進んだ地域を中心に利益確定の売りを行い、当資産クラスのリスクを削減するのが得策と思われます。

欧州の質の高い銘柄に着目

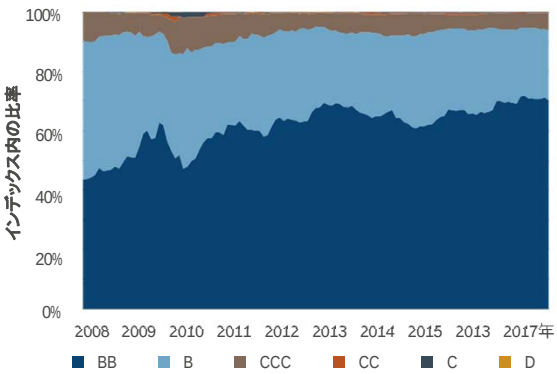
欧州のハイ・イールド債は、投資適格債同様、低レバレッジや健全なインタレスト・カバレッジ・レシオ等、良好なファンダメンタルズがプラス材料となっています。このため、現在の環境においては、欧州は比較的ディフェンシブな市場と位置付けられると考えます。欧州ハイ・イールド債のクレジット・クオリティは、バランスシート・マネジメントに対する規律性の高いアプローチが奏功し、ユニバースの70%以上がBB格付けとなっているように、最高の状態になっています。しかし、欧州企業の利益率はそれほど魅力的ではありません。以上を背景にして、我々は格上げが期待される発行体を選好していますが、既に多くの債券価格が投資適格級レベルに達しています。テクニカル面からは、投資資金の流入が引き続き当資産クラスをサポートしています。欧州中央銀行（ECB）の社債購入の対象範囲は伝統的なハイ・イールド債以外にも広がり、波及効果が及んでいますが、2018年にはそうした効果も薄れるものとみています。結論として、欧州のバリュエーションは割安ではなく、オーバーウェイトよりもニュートラルが適切と考えます。

ハイ・イールド債スプレッド



出所: フィデリティ・インターナショナル、バンクオブアメリカ・メリルリンチ。2017年5月31日現在。

クレジットの質はこの上なく良い



出所: フィデリティ・インターナショナル。2017年5月31日現在。バンクオブアメリカ・メリルリンチ・グローバル・ハイ・イールド・ヨーロピアン・イシュアーズ・コンストレインド・インデックス（HQ0C）参照。

債券

エマージング債

見通し

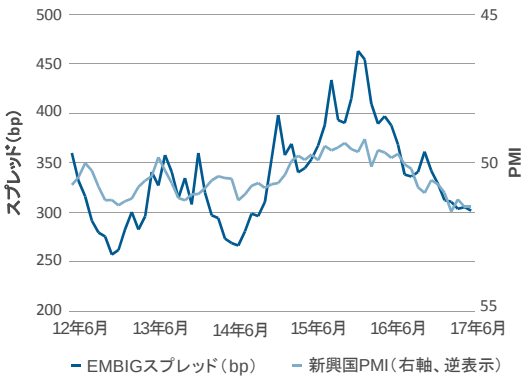
エマージング市場全体の見通しにおいては中国が鍵となる
年初以降足元まで、エマージング債は、現地通貨建てエマージング債が主導して、大きく上昇しました。中国やブラジル等、各国独自のイベントがニュースの中心となり、市場間の相関は低下しました。大半の新興国の年初来の経済成長率は市場予想を上回りました。但し、直近のデータは市場予想を下回っています。ムーディーズによる中国の信用格付けの引き下げは予想されていましたが、これにより同国の債務に再び注目が集まりました。中国当局は、主に規制強化により債務削減と成長率安定化の両立を図ろうとしています。今のところ、景気失速の回避に成功し、債務残高は安定化しています。先行き難航が予想されますが、中国がこの課題を克服することがエマージング市場全体の見通しにとって重要な鍵になると考えます。中国の政策担当者は与信環境を引き締めていることから、我々はコモディティ関連国のリスクを懸念しています。結論として、警戒スタンスを維持していますが、新興国の対外不均衡の改善（通貨安が寄与）は、これまでのサイクルではみられなかったファンダメンタルズ上の長期のプラス要因であることには留意をしています。

外貨建てエマージング債については国債よりも社債を選好
年初以降タイト化してきた外貨建てエマージング国債のスプレッドは、適正水準を超えて徐々に縮小を続けています。我々はやや警戒的なスタンスをとっており、それよりもドル建てのエマージング社債を選好しています。例えばブラジルにおいては、国債をアンダーウェイトとしていますが、売上が米ドル、コストの大半がブラジル・レアルで、通貨安のメリットを享受すると思われる輸出関連企業の社債は魅力度が高いとみています。

現地通貨建てエマージング国債の投資機会を探る
現地通貨建てエマージング国債については、インフレ率の低下と金融緩和政策が大きなプラス材料になると考え、オーバーウェイトとしています。ラテンアメリカにおいて、例えばペルーは名目利回り、実質利回りが魅力的で、イールドカーブがスティープ化し、通貨が安定しています。またアジアにおいては、米国及び世界のデュレーションに対する我々の楽観的な見方を踏まえると、タイの金利も魅力的なリスク調整後リターンが期待されるとみています。

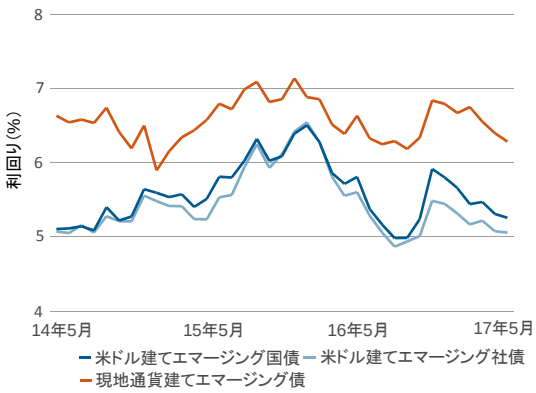
エマージング通貨に対して警戒的
年初来の大幅上昇を経て、エマージング通貨の見通しは、中国の金融引き締め政策がグローバル製造業やコモディティ価格に及ぼす影響を勘案すると、厳しい見通しとなると思われます。長期のフェア・バリュー・モデルは上昇の可能性を示唆しています。しかし、今後数カ月間、グローバル製造業が減速し、リスク回避の動きが強まると安全弁として機能すると思われるコロンビア、ロシア、韓国、南アフリカ等、ハイ・ベータ国及びコモディティ輸出国の通貨についてアンダーウェイトとしています。

EMBIスプレッド vs 新興国PMI（購買担当者景気指数）



出所: フィデリティ・インターナショナル、ブルームバーグ、マークイット。2017年6月6日現在。

エマージング債利回り



出所: フィデリティ・インターナショナル、ブルームバーグ、JPモルガン・ボンド・インデックス。2017年6月現在。

商業用不動産

ポイント

- 通貨市場及び株式市場の不透明感及びボラティリティが引き続き主要テーマとなり、英国と大陸欧州の市場の先行きは異なるものになると考えます。
- 理由は異なるものの、各市場で共通してみられる2つの予想トレンドである(1)国境を跨いだ資金フローの拡大と、(2)金融緩和政策に対する期待が続いています。
- 市場ファンダメンタルズによって正当化される以上に「過剰資本」がイールドを押し下げるリスクが高まっており、投資家は価格上昇局面では慎重なスタンスをとるべきと考えます。

フィデリティの予想

	2017年	5年
欧州市場レベルのトータル・リターン*	10.1% ± 2%	4.6% ± 3%
英国市場レベルのトータル・リターン**	5.5% ± 3%	6.4% ± 3.5%

出所：フィデリティ・インターナショナル、ジョーンズラングラサール、RealFor、MSCI IPD。2017年5月現在。

* 基本シナリオによるシンセティック・プライム・オール・プロパティ欧州（除く英国）のリターン予測 及び予想乖離。

** 基本シナリオによるMSCI IPD 英国オール・プロパティ・インデックスのリターン予測及び予想乖離。

米国リート

ポイント

- 米国経済そして米国リートの2017年下期の見通しについて、慎重ながらもやや強気の姿勢を維持。
- ファンダメンタルズは緩やかながらも依然として堅調。
- 現在の米国リートが保有する物件の稼働率は約95%程度と過去最高水準。同時に、新規供給も十分吸収されている。
- 賃料収入の増加が業績を支え、今後数年間は3～4%程度のNOI成長を見込む。
- 債券・株式発行による資金調達コストは、第2四半期に長期債利回りが低位で推移し、株式は堅調だったことなどから、若干低下。
- バリュエーションは複数の指標から、依然として魅力的な水準であると判断。
- しばらくみられなかった業種間格差が広がっており、データセンターなどは20%前後上昇する一方で、小売などは20%近く下落。しばらくこの傾向は続くと考えられる。

見通し

景気が過熱せず「適温」の状態は、米国リートにとって最も好ましい環境

2017年6月のFRBによる経済見通しでは、2017年、2018年にそれぞれ2.2%、2.1%の経済成長を見込んでいます。また、米連邦公開市場委員会（FOMC）メンバーによる予想では、年内もう1回の利上げ、2018年は3回の利上げを想定しています。しかしながら、運用者の見方としては、年内のさらなる利上げはないと見込んでおり、来年も2回程度の利上げの可能性が強いと考えます。前回お伝えしたように、米国経済はトランプ新政権誕生後に多くの市場関係者が抱いた過度な期待に反して、緩やかな成長路線を歩んでおり、今後も利上げ圧力は抑えられると判断していることが理由です。こうした環境下、短期金利は上昇するも、長期金利は昨年末以降にじりじりと低下傾向を辿りました。重要なことは、現在のように景気が加熱しすぎず「適温」である状態は、実は米国リートが最も良好なパフォーマンスを上げやすい時期であるということです。

歴史的高水準の稼働率がリートの業績を押し上げ

米国経済が拡大を続けている状態は、あらゆる商業用不動産にとって需要が高まる点で追い風であり、米国リートのファンダメンタルズの改善につながると考えます。需要は一部を除いて力強く、概ね供給は限定的であることから新規供給も十分に吸収されています。現在の稼働率は95%程度であり、実質フル稼働状態であります。こうしたことから需給はタイトな状況が続き、リートにとってはテナントとの契約更新や新規契約にて賃料を引き上げることが引き続き可能になるとみています。

過去に比べても新規供給は抑制された状態が継続すると想定されます。政府によるインフラ投資により熟練技術者が橋・道路・空港などの建設に携わることで、人手不足はより深刻になることも考え、また銀行融資の厳格化なども商業用不動産の供給を抑えている背景と言えます。

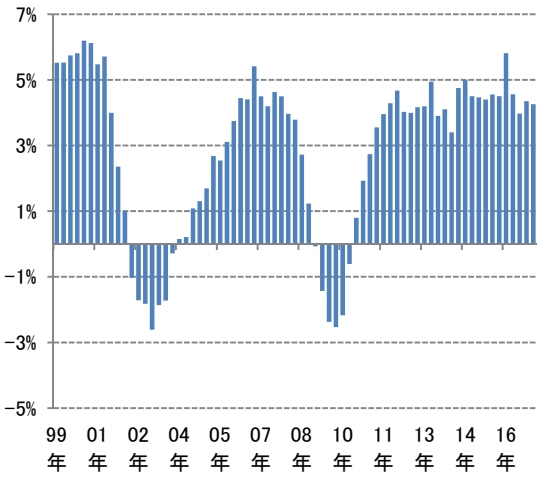
また、今後のインフレの動向にも注視が必要ではありますが、リース契約期間が短いテナントについては賃料の引き上げ、リース期間が長い小売、オフィス、ヘルスケアなどは、大半がコスト増加や物価上昇に連動して賃料を引き上げることを契約条項に含めていることなどから緩やかな長期金利の上昇は米国リートの業績を大きく下押しする要因になるとは考えておりません。

これらの状況から、米国リート全体としては今後数年間にわたり毎年3～4%程度のNOI成長を見込んでいます。ただし、ここ数年みられなかった業種間格差が継続すると思われることから、銘柄選択の重要性が高まると考えています。

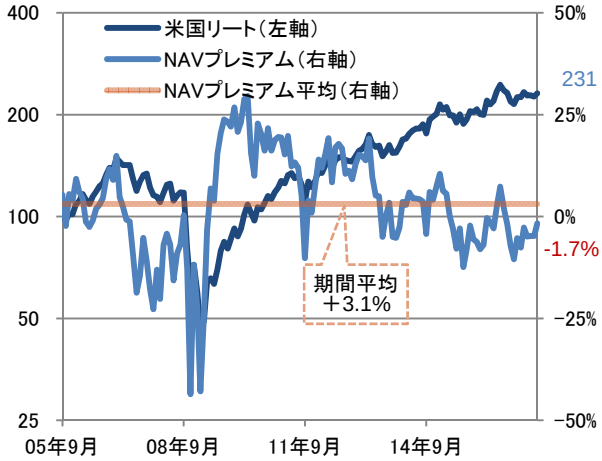
魅力的なバリュエーション水準

概して、米国リートのバリュエーションは複数の指標から、依然として魅力的な水準であると判断しています。足元では、長期金利上昇に対する懸念、増資による需給バランスの悪化、小売リートのテナント側における業績不安などを背景に個別リートの値動きはまちまちであるものの、リートなどが所有する実物商業用不動産自体はプライベートな投資家や外国人投資家からの旺盛な需要により堅調なモメンタムを維持。こうしたことから、保有物件の価値に対するリートの価格は、NAV倍率で過去10年の平均である＋3%を大きく下回る水準で取引されています。前述したような不動産市況への力強い需要と限定的な新規供給、魅力的なバリュエーションなどを鑑み、米国リートは引き続き魅力的な投資機会を提供していると考えています。

米国リートの保有不動産のNOI成長率



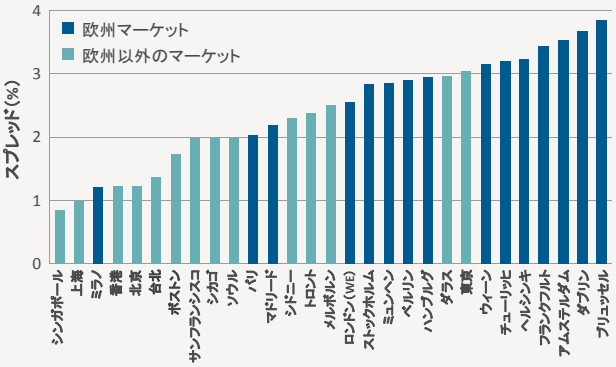
過去と比べて割安な水準



出所：左図（注）FMR Coよりフィデリティ投信作成。期間：1999年第3四半期～2017年第1四半期。右図（注）FMR Coよりフィデリティ投信作成。期間：2005年9月末～2017年6月末。米国リートは期間初を100として指数化。米国リートはFTSE NAREIT Equity REITsインデックス。米ドルベース。
※データは過去の実績であり、将来の傾向、数値等を保証もしくは示唆するものではありません。

商業用不動産: 大陸欧州

価格はグローバルに見ると魅力度が高い



出所: フィデリティ・インターナショナル、CBREリサーチ。2017年5月現在。

フィデリティの予想

	2017年	5年
マーケット・レベル・トータル・リターン	10.1% ± 2%	4.6% ± 3%
マーケット・レベル・インカム・リターン	3.7% ± 0.5%	3.7% ± 0.5%
マーケット・レベル・レンタル・グロース	2.4% ± 1%	1.4% ± 1.5%
マーケット・レベル・キャピタル・グロース	6.4% ± 2%	0.9% ± 3%

出所: フィデリティ・インターナショナル、ジョーンズラングラサール、RealFor、MSCI IPD 。2017年5月現在。基本シナリオによるシンセティック・プライム・オール・プロパティ欧州(除く英国)のリターン予測及び予想乖離。

見通し

経済成長の効果

ユーロ圏の景気回復は、ようやく市場予想を上回る堅調なものとなりました。1-3月期の経済データは、2017年のGDP成長率が2%[1]に達することを示唆しています。これは2010年以来の高水準であり、ドイツ、オランダ、スペイン等の国の高い成長率が大きく寄与する見込みです。ドイツ経済は堅調で、5月の独IFO企業景況感指数が47年ぶりの高水準に達する等、欧州全体をけん引しています。同指数は企業業績全体の先行きを示す指標であり、ドイツ企業、ひいては労働市場にとって明るいニュースであるといえます。成長率の回復が、欧州中央銀行(ECB)の金融政策の正常化路線に影響し始めるかどうかということは、もう一つの問題です。緩和的な金融政策が続けば、不動産サイクルが長期化すると考え、好循環は2019年年初まで続くという見方を維持します。

欧州への資金逃避

今年のフランス経済は、2016年よりも成長率が高まると足元予想[1]されています。マクロン候補の勝利は重要な政治イベントというだけではなく、ユーロ圏の政治的な不透明感が払拭されたことを示唆する強いマーケット・シグナルにもなりました。金融市場はすぐに反応しました。選挙直後の一週間の間に、欧州株式市場には61億米ドル(ネット・ベース)の投資資金が流入しました。これは2000年以来の高水準であり、世界の投資資金の流入額(ネット・ベース)の70%近くに相当します。ユーロ圏コア国の不動産市場についても、米・英の経済的、政治的不透明感も手伝い、海外からの投資資金の一段の流入が一定のタイム・ラグを伴ってみられました。「欧州への資金逃避」の動きが続く中、ユーロ圏コア国のインカム創出資産に対する需要が強まり、コア国投資マーケットの売買高が今年900億ユーロの水準を上回ると予想しています。またドイツは、今年そして恐らく来年の間、欧州最大の投資マーケットの位置付けを保つとみています。

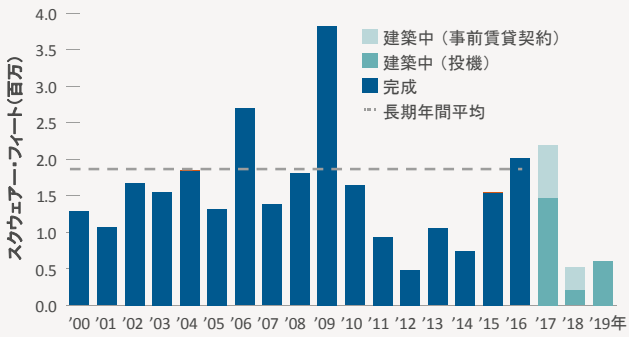
「過剰資本」の時代

欧州コア国を目指す投資資金のウェイトが高まると予想されることから、今年のトータル・リターンは投資家が期待する水準を上回り、大半は一桁後半に達するとみています。「過剰資本」の時代の中で、市場は競争力のある多くの海外投資家で溢れています。そうした海外投資家として、(1)優良物件市場におけるアジア資本、(2)地域/セクター分散を追求するSCPIやOPCI等のフランスの保険商品、(3)米ドル建ての投資家等が挙げられます。これらの投資家は、自国市場に比べて、欧州コア国市場の相対的な魅力度は依然高いとみています。今年から来年にかけて、既存の投資家は、マーケット・ファンダメンタルズによって正当化される水準以上にイールドがさらに低下する、「過剰資本」が危険になる転換点の評価について慎重になるべきと考えます。多様な市場/セクター/期間の不動産で構成され、一部アクティブ運用の余地があるポートフォリオは、全優良不動産の平均トータル・リターン(年率)の5年市場予想4.6%をアウトパフォームできると考えます。[2]

1. オックスフォード・エコノミクス。2017年6月。
2. シンセティック・プライム・オール・プロパティ欧州(除く英国)のリターン予測。出所: フィデリティ・インターナショナル、ジョーンズラングラサール。2017年5月現在。

商業用不動産: 英国

英地方市場の完成オフィス・スペース



出所:フィデリティ・インターナショナル、CBREリサーチ。2017年4月現在。

フィデリティの予想

	2017年	5年
マーケット・レベル・トータル・リターン	5.5% ± 3%	6.4% ± 3.5%
マーケット・レベル・インカム・リターン	4.8% ± 0.5%	4.7% ± 0.5%
マーケット・レベル・レンタル・グロース	0.4% ± 0.5%	1.4% ± 1%
マーケット・レベル・キャピタル・グロース	0.8% ± 3%	1.6% ± 3.5%

出所: フィデリティ・インターナショナル、RealFor、MSCI IPD。2017年5月現在。基本シナリオに基づくMSCI IPD英国オール・プロパティ・インデックス・リターン予測及び予想乖離。

見通し

冷静に、しかしボラティリティの上昇に備える必要がある

6月の解散総選挙は「ハング・パーラメント（宙づり議会）」の結果となり、英国の政治上の不透明感が強まりました。足元の政治的な行き詰まりが解決されるまで、通貨市場及び株式市場は変動性が高い状態が続くと予想しています。しかし、一方でいくつかのプラス材料ももたらされたとみています。「ソフト・ブレグジット（穏健な離脱）」、または少なくとも、「ややソフトなブレグジット」の可能性が足元高まっていると思われます。また、英英ポンドは依然弱く、総選挙以降一段と下落しましたが、それが故に多くの海外資本を英国市場に呼び込みやすくなりました。リスク回避姿勢が強まる中、低リスク・インカム・ベースの戦略とテナント需要の強いファンダメンタルズが、少なくとも短中期的には、商業用不動産の魅力度を（特に他資産との比較の中で）サポートし続けるとみています。

海外資本の動きは今後も続くのか？

2017年1-3月期の英国マーケットの投資額は100億英ポンド（長期四半期平均を4%下回る）となり、予想以上に反発しました。セントラル・ロンドンの商業用不動産の1～3月期の投資額は、52億英ポンドと新記録を達成しました。少数の大型案件と、取引額の80%を占める海外資本が大きく寄与しました。最近の政治動向によっても、この構図は変わらないと考えます。海外投資家（特にアジア及びドイツ）は、英商業用不動産（欧州コア国市場に対して200～350ベーシス・ポイントのイールド・プレミアムが足元提供されている）に対して、長期の投資スタンスをとることができることから、当面の間、英国市場のキー・プレーヤーであり続けるとみています。さらに、英ポンド安は、米ドル建ての投資家の投資活動を呼び込むきっかけになると思われます。しかし、こうした海外資本による非常にポジティブな傾向により、これとは異なる速度で進む市場の動きが目立たなくなっています。海外資本とは対照的に、国内の投資資金は極めて慎重で、投資活動が全く停止しているか、変動性の低い地域のみに集中しているかどちらかです。

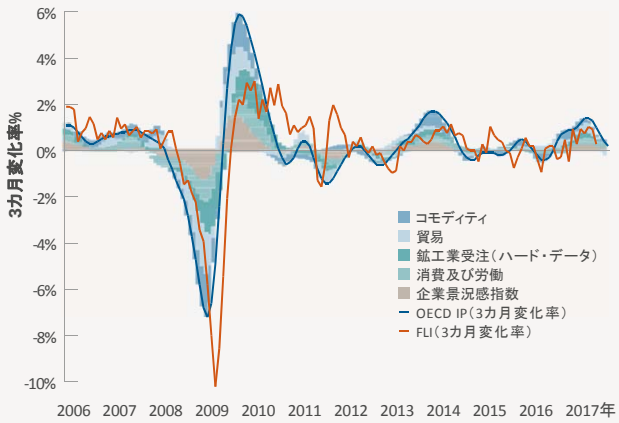
再び、長期にわたる低金利

政治的、経済的不透明感の高まりに、今年または来年の選挙再実施の可能性も加わり、英国の金融政策は緩和基調が維持され、「長期にわたる低金利」の環境がさらに長く続くという見方が強まりました。これは、ハング・パーラメントの結果が不動産市場にもたらした、この上ない最大のポジティブな要因です。低金利の環境と、不動産が提供する相応のインフレ・ヘッジ機能により、一定レベルの投資価値の安定性が保たれ、投資家は当資産クラスのインカム創出の質に着目することができます。市場が広く慎重になっていることから、不動産開発が厳しくコントロールされ、労働市場の健全性が保たれることに貢献すると思われます。地方の不動産市場については、特にロンドン及び東南地区の優良商業用不動産に対して約125～275ベーシス・ポイントのイールド・プレミアム[3]が乗っていることから、政府支出の拡大に対する期待は、とりわけ主要地方中心部の見通し改善につながるとみています。

3. CBREリサーチ。2017年4月。

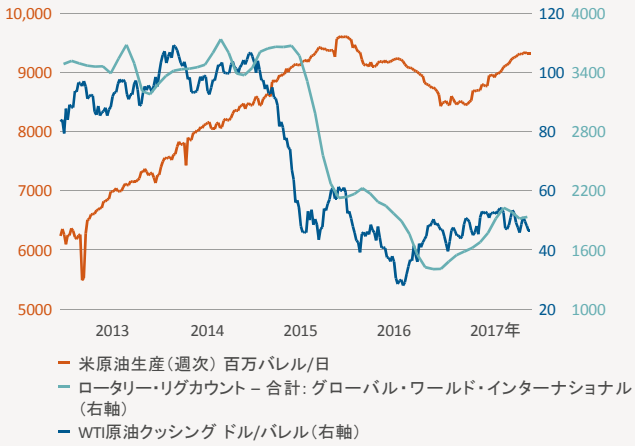
コモディティ

成長モメンタムは足元マイナス



出所: フィデリティ・インターナショナル、経済協力開発機構（OECD）。2017年6月現在。

生産及びリグ稼働数の低下は原油価格にとってプラス



出所:フィデリティ・インターナショナル、トムソン・ロイター・データストリーム。2017年6月現在。

見通し

世界経済の成長鈍化によりコモディティの評価がやや低下

コモディティの見通しはやや慎重です。過去6カ月間でプラス材料が減りつつあります。基礎となる需給関係は引き続き良好ですが、フィデリティの先行指標の成長モメンタムが足元マイナスになっているように、経済成長が鈍化し始めているとみています。

金属よりもエネルギーを引き続き選好

エネルギーのファンダメンタルは、米国が本格的なドライブ・シーズンに入り需要が堅調になる等、引き続き良好と考えます。工業用金属については、需要状況がさほど芳しくありません。多くの工業用金属の需要の半分以上を中国が占めており、同国の景気減速が主なリスクといえます。中国経済の明るい部分は不動産セクターの上昇であり、金属需要の重要な源泉でもあります。在庫水準が改善し、活動は依然活発です。

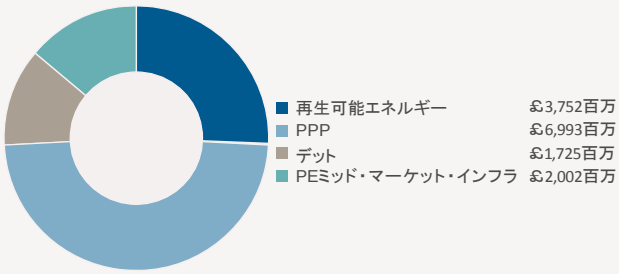
供給サイドがエネルギーの見通しにとって鍵となる

エネルギーの見方を支えているのは供給サイドです。2018年3月まで9カ月延長された石油輸出国機構（OPEC）の協調減産の影響は、引き続き在庫データに表れるとみています。世界的な原油生産の削減措置は、最終的には米シェール業界が競争力のある価格で増産する能力に勝ると考えます。米国の一部のデータは市場予想を上回っていますが、週次データは依然低下を示しています。また、変動が激しくない月次データによると、3月末の米国の生産は速報値よりも低下しました。

投資家が、エネルギーに対する見方に基づいて投資できる方法はいくつかあります。原油先物は1つの選択肢ですが、エネルギー株式セクターへの投資によってもエクスポージャーを持つことができます。年初以降、同セクターは、原油価格の軟化以上に市場に対してアンダーパフォームしたとみています。

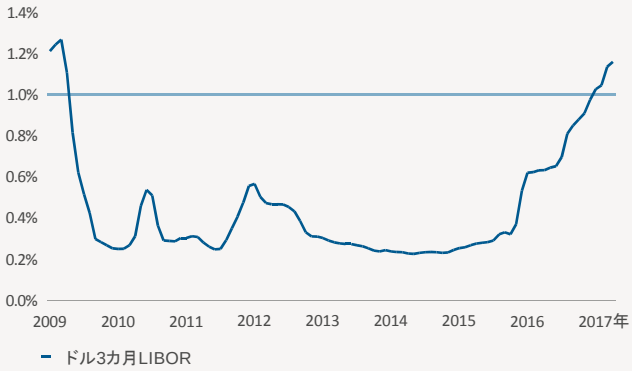
インフラストラクチャー及びローン

上場インフラ・ファンドのタイプ別内訳



出所:ヌミス・セキュリティーズ・リサーチ。ロンドン上場インフラ・ファンド時価総額(百万英ポンド)。PPP=パブリック・プライベート・パートナーシップ。PE=プライベート・エクイティ。

ローンの金利下限を上回るLIBOR



出所: フィデリティ・インターナショナル、トムソン・ロイター・データストリーム 2017年6月現在。

見通し

インフラストラクチャーはバリュエーションが上昇したことからアクティブ/タクティカル・アプローチが必要
インフラストラクチャーの投資環境は依然良好ですが、これはバリュエーションが高い水準にあるということでもあります。しかしバリュエーションは各マーケットに共通する問題であり、インフラストラクチャー投資の基本メリットである、(1)分散効果の発揮、(2)低相関のリターン、(3)インフレ・ヘッジの特性は、投資家にとって引き続き魅力的と思われます。

投資家は、一般にインフラストラクチャー・ファンドのアクティブ・アプローチのメリットを受けることができると考えます。資金配分が難航しているビークルのタクティカル・トレーディングを活用し、資金調達前またはその最中にインフラストラクチャーのエクスポージャーを組入れることにより、良好な投資タイミングを捉えることができます。5月に多くのビークルが資金調達を行ったことから、魅力的な投資機会が提供され、我々は選好するエクスポージャーを組入れることができました。

広い観点でインフラストラクチャー投資を見た場合、今回のような局面では、機動的にキャッシュを備えておくことは概してメリットがあることに気付きました。我々は、バリュエーションが低下した局面でエクスポージャーを増やすことができるように、資金調達に基づく組入れ以外は、基本的にキャッシュを積み上げることを選好しています。多くのクローズド・エンド型ファンドの価格上昇、株式市場の低ボラティリティ、幅広いオルタナティブ・モデル(インフラストラクチャー・ファンドのみでなく)の好調なパフォーマンスは、いずれもこの考えを支持するものです。

ローンはアウトパフォームが期待される
過去1年、米国及び欧州のローンは好調なパフォーマンスを示しました。多くのビークルが、足元純資産価値(NAV)と同水準または近い水準で取引されています。今年は相応のキャピタル・ゲインが既に発生していますが、2017年のリターンは主にクーポンが寄与するとみています。ローンは、変動金利であることからハイ・イールド債をアウトパフォームすることが期待され、また有効なディフェンシブ・プロテクション機能も発揮すると考えます。ローンは、資本構成上、返済順位が高く、保全強化(良好な担保設定により)が図られ、厳格なコベナンツ(財務制限条項)が設定されています。またローン・インカムは変動金利であり、ベンチマークであるLIBORが多くのローン・ビークルの下限金利を上回って上昇していることから、投資家は利回りのさらなる上昇の直接的なメリットを受けることになるとみています。

一部の投資家は、ローンのディフェンシブ特性がハイ・イールド債に比べて本当にメリットか疑問に感じていると思われます。コベナンツ・ライト・ローン発行が増える傾向にありますが(つまりローン発行体はキャッシュ・フローの管理規定の緩和に直面している)、これは通常サイクル終盤にみられる動きであり、過去のサイクルにみられたものと変わりません。また、ローンを発行する企業はハイ・イールド債も発行するか否かということについても疑問があると思われます。もし発行しなければ、資本構造上のローンの高い優先順位は必ずしも保護が図られているというわけではないということになります。しかし、我々が実施した分析によると、米国のローンとハイ・イールド債の特性では約70%の重複がみられ、今後ローンの優先性は重要なディフェンシブ特性になると考えます。

MEMO

重要事項

- S&Pのインデックスは、スタンダード＆プアーズ ファイナンシャル サービシーズ エル エル シーの所有する登録商標で、S&Pダウ・ジョーンズ・インデックスにライセンス供与されています。S&Pダウ・ジョーンズ・インデックスは、「本商品」を支持、推奨、販売、販売促進するものではなく、また「本商品」への投資適合性について何ら表明するものではありません。
- BofAメリルリンチはBofAメリルリンチ・インデックスを現状有姿の状態でライセンス供与しており、同インデックスに関し保証したり、同インデックスおよびそこに反映され、関連している、あるいはそこから派生しているいかなるデータに関して、その適切性、品質、正確性、適時性、完全性を保証するものではありません。またBofAメリルリンチは、それらの利用に際し責任を負うものではなく、[貴社] あるいは同社の商品やサービスにつき、スポンサー提供、支持、もしくは推奨するものではありません。
- MSCIのインデックスは、MSCI Inc.の算出する、該当する株式市場の動きを示す指数です。MSCIのインデックスに関する著作権、およびその他知的所有権はMSCI Inc.に帰属しております。MSCI Inc.が指数構成銘柄への投資を推奨するものではなく、MSCI Inc.は投指数の利用に伴う如何なる責任も負いません。MSCI Inc.は情報の確実性および完結性を保証するものではなく、MSCI Inc.の許諾なしにデータを複製・頒布・使用等することは禁じられております。当資料にかかわる一切の権利は引用部分を除き当社に属し、いかなる目的であれ当資料の一部または全部の無断での使用・複製は固くお断りいたします。
- J.P.モルガンのインデックスは、情報の信頼性があると信じるに足る情報源から得られたものですが、J.P.モルガンはその完全性または正確性を保証するものではありません。同社のインデックスは同社からの使用許諾を得て使用されています。 J.P.モルガンによる書面による事前の承諾なくこのインデックスを複写、使用、頒布することは禁じられています。 Copyright © 2016 J.P. Morgan Chase & Co. 無断複写・転載を禁じます。
- 「ブルームバーグ（BLOOMBERG）は、ブルームバーグ・ファイナンス・エル・ピー（Bloomberg Finance L.P.）の商標およびサービスマークです。バークレイズ（BARCLAYS）は、ライセンスに基づき使用されているバークレイズ・バンク・ピーエルシー（Barclays Bank Plc）の商標およびサービスマークです。ブルームバーグ・ファイナンス・エル・ピーおよびその関係会社（以下「ブルームバーグ」と総称します。）またはブルームバーグのライセンサーは、ブルームバーグ・バークレイズ・インデックス（BLOOMBERG BARCLAYS INDICES）に対する一切の独占的権利を有しています。ブルームバーグ、ならびに、バークレイズ・バンク・ピーエルシーおよびバークレイズ・キャピタル・インク（Barclays Capital Inc.）ならびに両社の関係会社（以下「バークレイズ」と総称します。）のいずれも、ブルームバーグ・バークレイズ・インデックスに関連するいかなるデータおよび情報の適時性、正確性および完全性について保証するものではなく、また、明示黙示を問わず、ブルームバーグ・バークレイズ・インデックスならびにこれに関連するいかなるデータおよび価格、ならびにこれらから得ることのできる結果について保証するものではなく、これらに関する一切の商品性および特定の目的への適合性の保証を明示的に否認します。インデックスに直接投資することはできません。バックテストされたパフォーマンスは、実際のパフォーマンスではありません。過去のパフォーマンスは、将来の結果の見通しではありません。法律上認められる最大限度で、ブルームバーグおよびブルームバーグのライセンサー、ならびにそれらの従業員、業務委託先、代理人、サプライヤーおよびベンダーのそれぞれは、ブルームバーグ・バークレイズ・インデックスまたはこれに関連するデータもしくは価格に関係して生じる侵害または損害について、直接的、間接的、結果的、付随的、懲罰的またはその他の侵害または損害であるかにかかわらず、また、これらの者の過失またはその他に起因するものであるかを問わず、何らの債務も責任も負いません。本書は、金融商品に関する助言ではなく、事実に関する情報を提供するものです。ブルームバーグ・バークレイズ・インデックスのいかなる部分も、金融商品の勧誘ではなく、ブルームバーグまたはその関係会社もしくはライセンサーによる投資の助言または投資の推奨（すなわち、特定の権利に関して、「買い」、「売り」、「保持」またはその他の取引を行うか否かについての推奨）あるいは投資その他の戦略についての推奨ではなく、また、そのような勧誘、投資の助言、投資の推奨あるいは投資その他の戦略についての推奨と解釈されてはなりません。ブルームバーグ・バークレイズ・インデックスから得られるデータおよびその他の情報は、投資判断を基礎付けるのに十分な情報であると考えられるべきではありません。ブルームバーグ・バークレイズ・インデックスによって提供される全ての情報は一般的なものであり、特定の者、法人または集団のニーズに応じるものではありません。ブルームバーグおよびブルームバーグの関係会社は、証券またはその他の権利の将来の価値または予想される価値について何らの意見も表明するものではなく、また、明示黙示を問わず、いかなる種類の投資戦略の推奨も提案も行うものではありません。さらに、バークレイズは、ブルームバーグ・バークレイズ・インデックスの発行者または作出者ではなく、また、ブルームバーグ・バークレイズ・インデックスへの投資家に対して何らの責任も義務も負いません。ブルームバーグは、自己のために、ブルームバーグ・バークレイズ・インデックスについてまたはこれに関連してバークレイズと取引を行う場合がありますが、ブルームバーグ・バークレイズ・インデックスへの投資家は、バークレイズとの間にいかなる関係も結ぶものではなく、また、バークレイズはブルームバーグ・バークレイズ・インデックスまたはブルームバーグ・バークレイズ・インデックスに含まれるいかなるデータについても支持し、保証し、販売しまたは促進するものではなく、バークレイズは、ブルームバーグ・バークレイズ・インデックスまたはブルームバーグ・バークレイズ・インデックスに含まれるデータの適否または利用に関するいかなる表明も行うものではありません。お客様は、金融に関する意思決定を行うに先立ち、独自に助言を受けることを考慮されるべきです。©2016 Bloomberg Finance L.P. All rights reserved.」

ご注意点

- 当資料は、フィデリティ・インターナショナルが作成した英語版のレポートをもとにフィデリティ投信が翻訳・編集したものですが、正確性・完全性についてフィデリティ・インターナショナルおよび当社が責任を負うものではありません。
- 当資料に記載の情報は、作成時点のものであり、市場の環境やその他の状況によって予告なく変更することがあります。また、いずれも将来の傾向、数値、運用結果等を保証もしくは示唆するものではありません。
- 当資料に記載されている個別の銘柄・企業名については、あくまでも参考として申し述べたものであり、その銘柄又は企業の株式等の売買を推奨するものではありません。
- 当資料にかかわる一切の権利は引用部分を除きフィデリティ・インターナショナルおよび当社に属し、いかなる目的であれ当資料の一部又は全部の無断での使用・複製は固くお断りします。
- 投資信託のお申し込みに関しては、下記の点をご理解いただき、投資の判断はお客様自身の責任においてなさいますようお願い申し上げます。なお、当社は投資信託の販売について投資家の方の契約の相手方とはなりません。
- 投資信託は、預金または保険契約でないため、預金保険および保険契約者保護機構の保護の対象にはなりません。
- 販売会社が登録金融機関の場合、証券会社と異なり、投資者保護基金に加入しておりません。
- 投資信託は、金融機関の預貯金と異なり、元本および利息の保証はありません。
- 投資信託は、国内外の株式や公社債等の値動きのある証券を投資対象とし投資元本が保証されていないため、当該資産の市場における取引価格の変動や為替の変動等により投資一単位当たりの価値が変動します。従ってお客様のご投資された金額を下回ることもあります。又、投資信託は、個別の投資信託毎に投資対象資産の種類や投資制限、取引市場、投資対象国等が異なることから、リスクの内容や性質が異なりますので、ご投資に当たっては目論見書や契約締結前交付書面を良くご覧下さい。
- ご投資頂くお客様には以下の費用をご負担いただきます。

申込時に直接ご負担いただく費用：申込手数料　上限　4.32%（消費税等相当額抜き4.0%）

換金時に直接ご負担いただく費用：信託財産留保金　上限　1%

投資信託の保有期間中に間接的にご負担いただく費用：信託報酬　上限　年率2.0844%（消費税等相当額抜き1.93%）

その他費用：上記以外に保有期間等に応じてご負担頂く費用があります。目論見書、契約締結前交付書面等でご確認ください。

ご注意）上記に記載しているリスクや費用項目につきましては、一般的な投資信託を想定しております。費用の料率につきましては、フィデリティ投信が運用するすべての公募投資信託のうち、徴収する夫々の費用における最高の料率を記載しておりますが、当資料作成以降において変更となる場合があります。投資信託に係るリスクや費用は、夫々の投資信託により異なりますので、ご投資をされる際には、事前に良く目論見書や契約締結前交付書面をご覧下さい。

フィデリティ投信株式会社
金融商品取引業者：関東財務局長（金商）第388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　　FMA17071305 CSIS170718-11