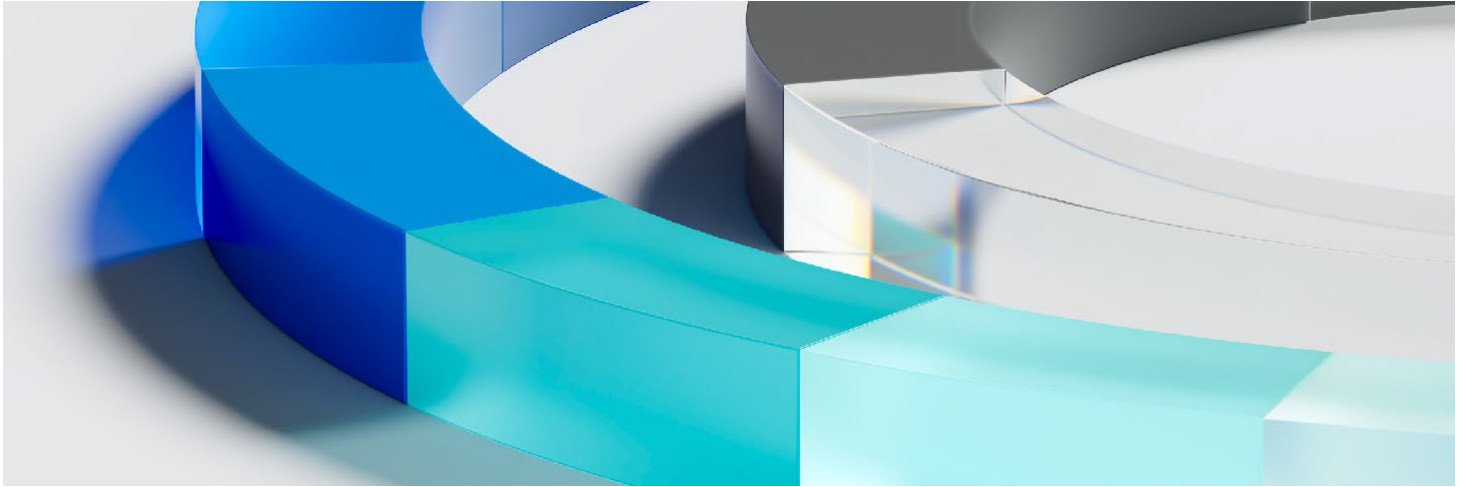


2023 Long-Term Capital Market Assumptions

「Back to Basics(原点回帰)」 | エグゼクティブ・サマリー



要旨

- J.P.モルガン・アセット・マネジメント(以下、当資料内では「当社」という。)の2023年のリターン予測は、昨年の予測とは非常に対照的です。この1年間では、市場の歪みが解消され、とりわけマイナス金利政策からの転換と中央銀行によるバランスシートの縮小が急速に実施されました。多くの資産クラスが影響を受けましたが、当社の予測は中長期的な投資の支援材料を示唆しています。株価のバリュエーションの低下と債券利回りの上昇により、今日の資産市場は2010年以降で最も高い長期リターンを提供することが可能になっていると見ています(米ドル建て)。
- 景気後退、あるいは少なくとも数四半期にわたるトレンドを下回る経済成長が予想されますが、当社は10~15年の投資期間において、世界的な成長トレンドの予想を2.20%に据置いています。現在、世界のインフレ率は7.30%に達しているものの、長期的なインフレ率は前年予測からわずか20bps上昇の2.60%と、今日の高インフレは今後2年間で沈静化すると予想します。
- 政策金利はすでに正常化しており、債券はもはやリターン面で他資産と比較しても見劣りしない水準となっていると考ええます。多くの国債のリターン予測(インフレ控除後)がプラス圏へと回復しており、債券は再び、ポートフォリオ分散に加えてリターン獲得のための重要なインカムの源泉となっています。リスクフリー・レートの上昇は、クレジットのリターン予測の改善にもつながっています。
- 株式のリターン予測は急上昇しています。マージンはおそらく、現在の水準からは下落するものの、長期平均までは下がらず、バリュエーションは魅力的なエントリーポイントを示していると考えます。一方、オルタナティブ資産は引き続き、魅力的な分散効果を提供しています。米ドルは1980年以降の中で割高な水準にあり、外国為替は、期待リターンの重要な構成要素となるでしょう。
- 当社予測に影響する多くの長期的テーマ(人口構成、グローバル化のパターン等)は資本支出の需要拡大につながるものですが、皮肉にも、過去10年間続いた低金利での潤沢な資本供給が逆流しています。金融市場では、限られた資本の効率的配分を求められる中で、各アセットクラスごとにリターンの違いが生まれてきます。
- 2022年の混乱により、資産リターン予測は長期的な均衡に近づいています。60/40ポートフォリオ(株式を60%、債券を40%保有するポートフォリオ)が再び運用の基盤となり、また、それにオルタナティブ資産を加えればアルファ、インフレ・ヘッジ、分散効果を高めることもできます。現在の市場の混乱が落ち着けば、投資家は長期的なリターン目標達成の見通しに自信を持つことが出来るようになるでしょう。

株価のバリュエーションの低下と債券利回りの上昇により、過去10年以上の中で、最高水準の長期的リターンが期待できる環境にあります。ここに至る過程で、株式市場と債券市場は大幅な下落を経験した上に、最悪期はまだ脱していない可能性もあります。しかし、2022年の市場が大きく変動する環境下は、ポートフォリオ構築を見直し、今後の魅力的な投資機会を捉えるために備える時期であるとも考えられます。

短期的には、景気後退あるいは少なくとも数四半期にわたるトレンドを下回る経済成長が待ち受けているため、投資家は厳しい市況に直面する可能性があります。とはいえ、当社の長期的成長トレンド予想は昨年を若干下回る水準に留まっており、今日のインフレ急騰はいずれ沈静化し、過去の予測を若干上回る水準に落ち着くでしょう。

当社は、今後10～15年間の株式・債券60/40ポートフォリオの年率リターン(米ドル建て)が昨年の4.30%から7.20%へと大きく拡大すると予想しています。過去25年間における同ポートフォリオの10年間ローリングリターンは年率平均6.10%でしたが、この値は精査する必要があります。当該期間の債券利回りの長期的な低下は¹、年率約50bpsの追い風をもたらしました(図表1A)。このような支援材料(当社は今後10年間は再度起きないと予想する。)を除いた場合、適正と見られる同ローリングリターンは年率平均5.60%に近い値となります。

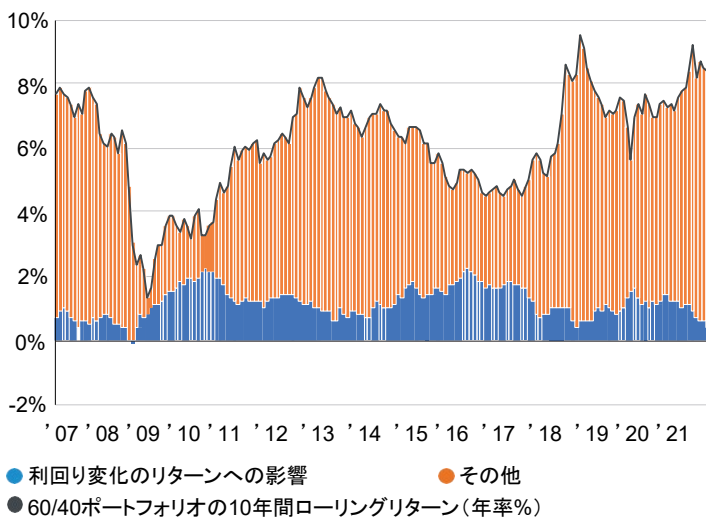
2022年は全資産クラスを通じてドローダウン(資産価格の大幅下落)が見られ、投資家は米ドル急騰の影響も大きく受けました(図表1B)。しかし、下落後の現在の価格水準は、資金力のある長期的投資家にとって、2010年来で最高の投資機会となっています(米ドル建て)。一方で、当社は昨年の損失を抱えている投資家に対しては、低迷期に売却を避ければ長期的には利益を得られ²、また、市場サイクルの転換時には早期の段階こそ得られる利益が大きいことを認識してもらう必要があると考えています。

本資料のタイトル「Back to Basics(原点回帰)」は、約1年間に及ぶ市場の混乱を経た後でも投資における重要な原則は変わっていないという当社の考えを表したものです。再び、60/40ポートフォリオが運用の基盤となり、また、それにオルタナティブ資産を加えればアルファ、インフレ・ヘッジ、分散効果を高めることもできます。一方、超低金利の終焉、インフレと政策を巡る双方向リスクの増大、各資産によって獲得できるリターンの機会にばらつきが生じるため、アクティブ・マネージャーの運用の幅はさらに広がっています。

昨年は確かに厳しい状況にありましたが、株価のバリュエーション低下と債券利回りの急激な上昇によって、これまで景気循環の中で幅広い資産クラスが直面していた逆風の多くが解消されました。今回の予測では、多くの資産が当社の考える長期均衡リターンに近く、市場価格が実質的なフェアバリューに近付いていると言えます。投資家が決意新たに、長期リターン目標達成に向けて注力できるようになるにつれ、今年のボラティリティがもたらしたものの意味を見直すことができるでしょう。

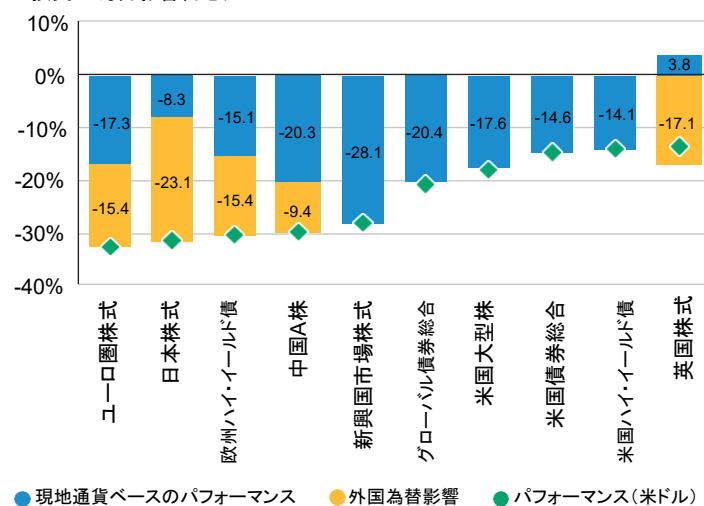
過去25年間にわたり、債券利回りの低下が 60/40 リターンに安定した追い風となっている

図表1A: 債券利回りの長期的低下による米ドル建て60/40リターンへの影響



債券市場と株式市場における直近の急落がバランス型ポートフォリオを押し下げる

図表1B: 2021年9月30日～2022年9月30日の特定の資産リターン(米ドル建て投資の為替影響含む)



出所: ブルームバーグ、ヘイバー・アナリティクス、J.P.モルガン・アセット・マネジメント(2022年9月末時点)。

¹ 米国の10年物利回りは1981年の15.84%から2020年に最低となる0.53%まで、長期的に低下。出所: ブルームバーグ

² 今年の60/40ポートフォリオにおける16%のドローダウンを考慮し、7.2%の線形60/40リターンを見込んだ場合、バランス型ポートフォリオは約3年間で回復すると試算。(リターン予測は2023年時点)

困難な道のり: リターンは改善見通し

長期的リターン予想が改善する中でも、多くの投資家は短期的課題の少なくとも一部(とりわけ高いインフレ率)が解消されるまで、資産市場への資金投入を控える意向かもしれません。当社では、インフレ率は今後2年間で沈静化すると見込んでおり、今後10年間のインフレ率は均衡水準を若干上回るに過ぎないと予想しています。もちろん、高インフレを牽引した要因は当社の長期予想に考慮されています。

主要財の不足、脆弱なサプライチェーン、逼迫した労働市場、地政学的緊張(ロシアのウクライナ侵攻)は、いずれも価格上昇圧力につながりました。こうした脆弱性に対処しつつ、ネットゼロカーボン³を達成し、世界人口の継続的な増加に対応するためには投資が必要とされます。しかし皮肉なことに、この投資需要は中央銀行が積極的インフレ対策を講じ、結果として10年間続いた金融超緩和策を終了させる過程の中で生じています。言い換えると、構造的な投資需要が増加している中、投資に必要な資本は減少しているのです。

誤解のないように記載すると、資本コストは低い水準を継続するでしょう。しかし、2010年代の幅広い資産価値向上をもたらした金融緩和策と潤沢な資本の世界が、金融市場を介して資本が割り当てられる世界に変化したのです。投資家はこれにより、ファンダメンタルズがより重視され、インデックス構成銘柄間のリターン格差が広がる環境が形成されることに気づくでしょう。また、株式市場でも銘柄によってパフォーマンスの違いが生まれる可能性があります。資本の減少と共に、将来的な成長や利益を示すことで低金利で資金を調達し、バランスシートを拡大にばかり注力した企業は評価されず、安定的なキャッシュフローを創出できる企業が選好されるようになるでしょう。

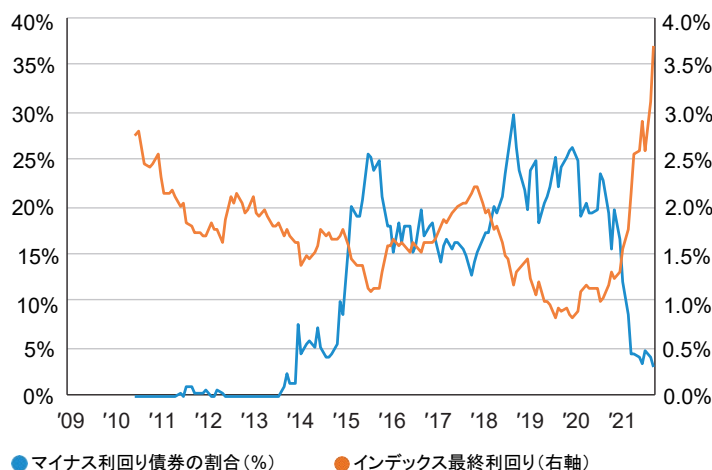
COVID-19のパンデミックの影響は薄れつつあるものの、サプライチェーンへの影響が長引いています。また、ウクライナ戦争やアジアの一部地域におけるCOVID-19関連の規制の影響を受ける可能性があり、供給サイドは依然として脆弱です。パンデミックに対する財政刺激策と、社会の再開に伴った景気への楽観的な考えが組み合わせられ、需要が急増しました。しかし、脆弱なサプライチェーンがこれに耐えられず、広範なインフレ急騰が生じました。

結果的に、債券投資家は今後数年間にわたって徐々に金利上昇を経験すると予想されていましたが、数カ月で過去10年以上見られなかった水準まで上昇しました(図表2)。中央銀行が名目成長率の保持を重要視する方針からインフレ抑制を最優先とする方針へと政策を急変させたことで、堅調だと思われた企業売上や企業収益が落ち込み、株式投資家は損失を受けました。本資料執筆時点において、今後12カ月にわたる業績下方修正のサイクルが始まろうとしています。金融引き締め策により、インフレが徐々に抑制される見通しですが、そのコストは現在のビジネスサイクルの急速な終了となりかねないと考えています。

全市場を通じて、混乱の解消、とりわけマイナス金利と中央銀行の肥大化したバランスシートの解消は急速に起こりました。一部の実物資産を除くと、悪影響を受けなかった資産クラスは非常に限定的です。

世界の債券利回りが、過去10年以上見られなかった水準へ急上昇

図表2: 世界債券利回りとマイナス利回り債券の割合(2009年~2022年)



出所:ブルームバーグ J.P.モルガン・アセット・マネジメント(2022年9月末時点)。

今や債券はリターン面で他資産と比較しても見劣りしない水準となっています。株式は依然として景気循環要因に敏感ですが、マージンが未だ高いようであるのに対して、バリュエーションは下がっており、株式はすでに魅力的な長期エントリーポイントに達しています。実物資産と民間市場は依然として広く支持されており、多くの重要な長期投資テーマに沿った展開です。

昨年からのシフトのうち最も重要なものは、大部分の資産のリターン予想(インフレ調整後)が再びプラスに転じていることです。過去数年間で初めて、投資家はツールキットの全てが利用可能となっています。

³地球温暖化をパリ協定で求められている1.5°C以内に押さえるためには、温室効果ガス排出量を2030年までに45%削減し、2050年までにネットゼロを達成しなければならない。出所:国連。

マクロ経済の展望： 景気循環要因の長期的トレンドへの影響は限定的

当社では、2023年を通じて、世界の経済成長はトレンドを下回り、一部の地域は景気後退に陥ると予想しています。短期的な景気循環要因の問題は残るものの、主に新興地域と先進地域の成長率の違いが徐々に調整され、世界経済全体の成長に繋がると見込んでおり⁴、当社は今後10年間程度の長期的な世界経済成長率予想を2.20%に据え置いています。米国とユーロ圏の予想経済成長率はそれぞれ10bps低下の1.60%と1.10%、中国は20bps低下して4.00%、インドは30bps低下して5.70%としています(図表3)。

2022年を通じて、生産性向上がまたしても予想を下回る結果に終わり、当社の経済成長率予想にとって、引き続き先行き不透明な懸念材料となっています。ネットゼロカーボンの追求とサプライチェーンの脆弱性対策が設備投資の増加をもたらすという当社予想が正しいならば、生産性向上の余地はあります。

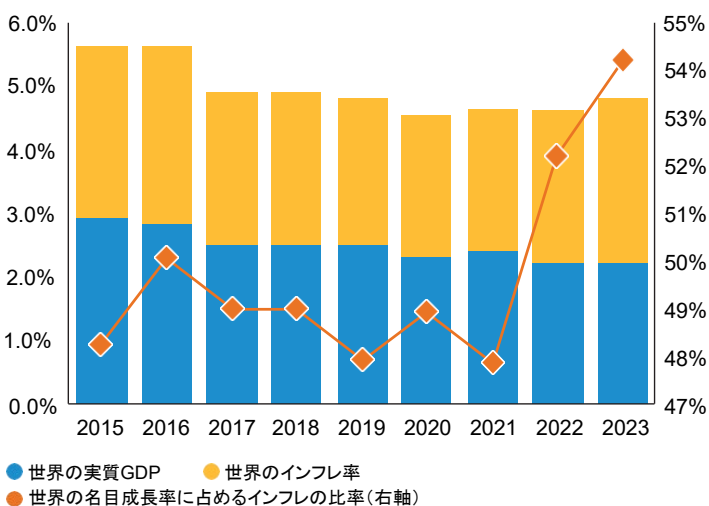
結局は、労働者一人当たりの資本が拡大すれば全要素生産性の向上につながる人が多いからです。しかし、設備投資の増加が生産的資産や労働スキルをどの程度改善させるのかは依然として不明です。このため当社は引き続き、生産性向上をこれ以上、LTCMAsに組み込むことには慎重です。

読者の中には、当社がインフレ予想を若干引き上げるにとどめたことに驚く向きもあるでしょう。先進国全般については30bps引き上げて、2.10%、新興国市場全般については10bps引き上げて、3.40%、世界のインフレ率は20bps低下の2.60%と予想しています。2022年9月末現在のインフレ率⁵が7.30%であることを勘案すると、インフレ率は平均的に中央銀行の目標に近い水準まで下がるという当社予想は楽観的に見えるかもしれません。とはいえ、消費者が長期的にインフレが制御不能に上昇すると予想していることを示す兆しはほとんどなく、中央銀行がインフレを容認していることを示す証拠もほとんどありません。

現在のインフレを巡るリスクが二面性を増していることは確かであり、インフレのボラティリティ上昇を示唆している可能性があります。マクロ経済のセクションで議論したとおり、テクノロジー拡大とグローバル化という長期的なディスインフレーション要素は減速してはいるものの、消滅してはなりません。一方、各国中央銀行がインフレ対策の重要性を認識した点は明確であり、今後2~3年間でインフレ目標を達成することを新たに示しました。

実質経済成長率とインフレのバランスは世界レベルで若干悪化するものの、現在のインフレ率急騰は長期的に沈静化

図表3: 世界経済成長率のトレンドとインフレ予想



出所: J.P. モルガン・アセット・マネジメント(2022年10月時点)。

⁴ 新興国市場は先進国市場よりも成長ペースが速いため、長期的には成長速度の速い新興国市場地域が世界の経済成長率に貢献する割合が徐々に増加します。

⁵ 2022年9月。出所: ブルームバーグ、データストリーム、ヘイバー・アナリティクス、J.P. モルガン・アセット・マネジメント。

グローバル化は変化するが消滅はしない

インフレに関するタカ派的な見解では、しばしば「ディグローバル化(脱グローバル化)」が長期的なインフレを押し上げていると主張しています。米連邦準備制度理事会(FRB)の地政学リスク指数(GPR)が示すとおり、今日の世界は冷戦終焉時点よりも危険性が高まっています(図表4A)。貿易圏はより地域を中心としたものとなる可能性があります。当社では、グローバル化は変化するものの消滅はしないと考えています。

当社では、現在おそらく、少なくとも財の貿易はグローバル化のピークを越えていると考えています。しかし今後、貿易は最終財よりもサービスや労働力が中心となり、ほぼGDP成長率と平行して増加すると予想しています(図表4B)。競合貿易圏の台頭が(とりわけ競合貿易圏が希少資源を争う中で)インフレ率の上昇圧力となる可能性があります。サービスや労働力のグローバル化はこれを低減させるディスインフレーション効果を有する可能性があります。

サービスと労働力の貿易が再注目され、ブロック化が進んだ世界では、有意義な設備投資が求められますが、全ての設備投資が生産性を向上させるわけではありません。すでにサプライチェーンが最適化された状態で、不測の事態に備えるためにさらに設備投資を行うのであれば、生産性向上にはつながらないでしょう。これに対して、企業の回復力を高め、地域産業を効率化させ、労働スキルを向上させる設備投資は長期的成長トレンドに有意義な影響を与えられます。

債券と為替： 債券は正常化、米ドルは依然として割高

当社はインフレ予想を若干引き上げ、景気循環要因を調整した均衡的な短期金利も先進国市場全体について20~30bps引き上げています。誤解のないように記載すると、当社の想定金利は、現在の景気サイクルにおける利上げ到達点(ターミナル・レート)や自然利子率(R^*)⁶ではなく、今後10~15年間の平均金利を示すものです。今年、当社は米ドルとユーロの短期金利リターン予想を、それぞれ2.40%と1.30%へと大きく改善しています。

世界金融危機(GFC)以降初めて、ほとんどの通貨の金利水準が均衡金利と同等またはそれ以上となっています。このことは、金融政策正常化がすでにリターンのマイナス要因ではなくなっており、プラス要因になっている可能性すらあることを示しています。キャッシュに対する影響は軽微ですが、より長期の債券については有意な影響があります。10年物米国債については、短期金利予想の若干の引き上げと若干フラット化したイールドカーブの組み合わせから、均衡金利を20bps改善の3.20%としています。予測開始時点の実勢金利が大幅に上昇したことで、期待リターンは160bps改善し、4.00%としています。

すなわち、過去1年間を通じて金利は痛みを伴いつつも急速に正常化したと言えます。日本を除けばG4国債の期待リターン(インフレ控除後)はプラス領域へと戻り(図表5)、債券はポートフォリオ分散に加えてリターン獲得のための重要なインカムの源泉となっています。

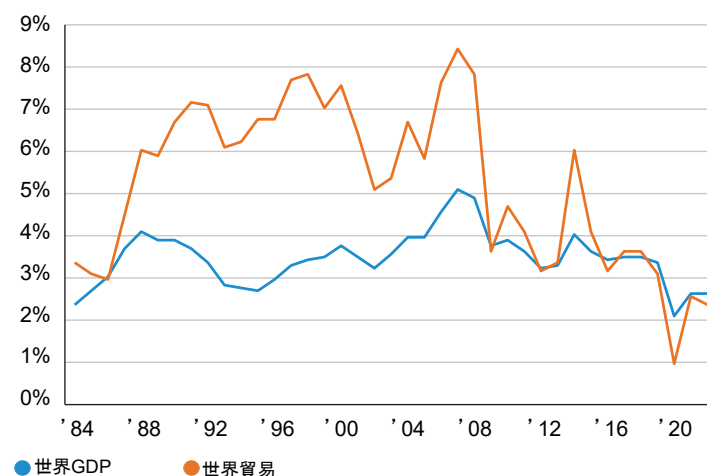
短期的安定を経て世界の地政学的リスクのボラティリティが上昇

図表4A: FRBの地政学リスク指標(GPR)は緊張の高まりを示す



世界貿易の成長率は引き続きGDP成長率追う展開を予想

図表4B: 40年間の世界経済活動と世界貿易成長率のパターン



出所: 米連邦準備制度理事会(FRB)、IFR、「Measuring Geopolitical Risk」Dairo Caldara, Matteo Iacoviello著、J.P.モルガン・アセット・マネジメント(2022年6月時点)。

⁶ R^* (Rスター)とは、経済が最も好調かつインフレ率が安定している状態における実質短期金利。出所: ニューヨーク連邦準備銀行。

金融政策正常化は、ほとんどの市場において平均リターンの下げ要因ではなくなっている

図表5: G4諸国の債券リターンの予想

	米ドル		英ポンド		ユーロ		日本円	
	均衡金利	リターン	均衡金利	リターン	均衡金利	リターン	均衡金利	リターン
インフレ	2.6%		2.4%		1.8%		0.9%	
短期金利	2.3%	2.4%	2.2%	2.2%	1.4%	1.3%	0.5%	0.4%
10年物国債	3.2%	4.0%	2.6%	3.8%	2.2%	3.0%	1.0%	0.6%
超長期国債インデックス	3.5%	4.2%	2.7%	4.4%	2.5%	3.6%	1.0%	0.7%
投資適格社債	4.7%	5.5%	4.3%	5.7%	3.2%	3.6%	1.3%	1.1%
ハイ・イールド債	7.7%	6.8%			5.9%	5.7%		
新興国市場債券*	6.9%	7.1%						

出所: J.P.モルガン・アセット・マネジメント(2022年9月末時点)。

超長期国債インデックス: シティEMU国債インデックス15年超(ユーロ)、シティ日本国債(円)、FTSE英国債15年超(英ポンド)、ブルームバーグ米国債20年超(米ドル)ハイ・イールド債: ブルームバーグ 米国ハイ・イールド(2% Issuer Cap)(米ドル)、ブルームバーグ汎欧州ハイ・イールド(ユーロ)。EMデット: JPモルガン EMBIグローバル・ディバーシファイド・コンボジット。均衡金利: 当社が予想する金融正常化後の平均利回り。

*現地通貨建て新興国市場債券。

国債市場の歪みは大部分で速やかに調整されましたが、為替市場は様相が異なります。他地域と比較して米国では急速に金融引き締め政策が進んだため、必然的に他通貨は均衡水準からさらに大きく乖離しました。今日、米ドルの名目価値は1980年代以降、実質価値は2002年以降で最も割高となっています。現在、グローバル資産市場全体についての戦略的投資配分を見直す投資家は、期待リターンの重要な構成要素となる為替の影響を慎重に考慮しなければなりません。

短期的にはトレンドを下回る経済成長が予想される中、米ドルが底堅く推移する可能性はありますが、とりわけ大規模で投資に時間を要する国際資本(保険会社や年金等)が今や国内市場で債務に対応した利回りを確保できるようになっているため、当社の予想期間全体を通じて米ドルのバリュエーション下落が見込まれます。これにより、時間の経過とともに、米国資産への資金フローが減少し、結果として米ドルへの支持が一部失われる可能性があります。

社債の期待リターンは、長らく債券のみならず資産市場全般の中でも魅力的な水準となっていました。今年の社債は大幅に下落しましたが、主にリスクフリーレートの上昇が影響を及ぼしました。スプレッドが全般的に拡大したのは事実ですが、新規債券発行量が少なく、企業のバランスシートが堅調で借り換え需要が限定的だったことから、クレジットスプレッドは株式をアウトパフォームしました。

米国の投資適格債(IG)とハイ・イールド債(HY)のスプレッドが、それぞれ現在当社の想定均衡スプレッドである160bpsと480bpsに近づいており、米国IGの期待リターンは270bps拡大して5.50%、米国HYについては同290bps拡大の6.80%としています。

過去10年間における社債市場の特徴のうち、投資適格債は格下げが相対的に増加、ハイ・イールド債は格上げが同増加という動向は変わらないと想定しています。現在、投資適格債インデックスの約半数がBBB格で構成され、ハイ・イールド債インデックスの半数以上がBB格です(図表6A)。

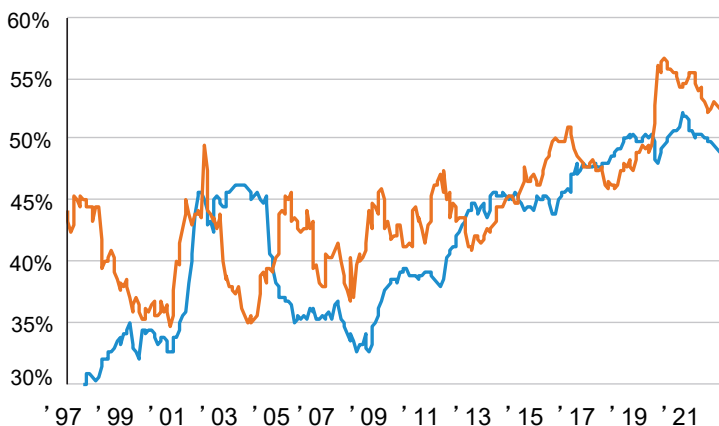
格付動向は、投資適格債とハイ・イールド債の長期スプレッド縮小を示唆している可能性があります。しかし、投資適格証券の高い需要や、ポートフォリオのリスク削減、および債務ヘッジの需要から、BBB格が増加傾向であるにもかかわらず、投資適格債の均衡スプレッドは過去の平均値に近い水準に維持されるでしょう。一方、ハイ・イールド債については、直近の水準よりデフォルト率は若干上昇するものの、回収率が改善して全体の損失は安定すると予想しています。このため、当社では昨年のハイ・イールド債の長期スプレッドの予想を据え置いています。

新興国債券のスプレッドも今年拡大する局面もありましたが、格付変化を調整した均衡スプレッドを据え置き、新興国市場の社債について400bps、国債について380bpsとしています。これにより新興国社債のリターン予想は200bps改善の7.00%、新興国国債は190bps改善して7.10%となります。

新興国債券は引き続き社債全般のリターンが最も高く、高クオリティ銘柄に限ると、さらにこれが顕著となります。ただし流動性のトレードオフがあるため、低迷する市場ではリスク調整後リターンが低くなる可能性があります。

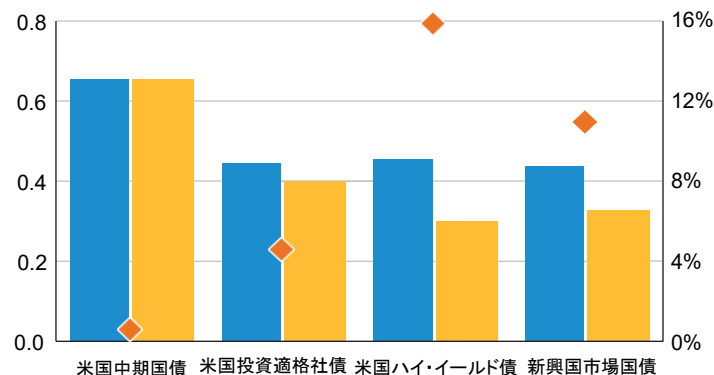
過去10年間を通じて、社債指標全般の格付が大きく変化

図表6A: 過去25年間のBBB格投資適格債とBB格ハイ・イールド債のトレンド



● 米国投資適格債インデックスに占めるBBB格の割合 (%) ● 米国ハイ・イールド債インデックスに占めるBB格の割合 (%)

図表6B: レフト・テール・リスクに着目したリスクリターン比率



● 正規分布の信頼水準95%のCVaR
● ヒストリカルな信頼水準95%のCVaRのリターン
● リスク・リターンで過大評価されている割合 (%) * (右軸)

出所: ブルームバーグ J.P.モルガン・アセット・マネジメント (2022年9月末時点)。

*正規分布を前提としたCVaRとヒストリカルなCVaRのリターンの差 (%)。両方とも信頼水準95%で計測。詳細はボラティリティ予測のセクションを参照。

地球人口100億人に向けて

新興国市場、とりわけ多くのフロンティア市場は、今後25～30年間の世界人口の大幅な増加の潜在的な受益者です。先進国が労働力の高齢化という課題に直面する中で、新興地域（中東や南アジアの一部とアフリカのほとんど）は、急速に増加する若い労働力を有しています。世界の資本や生産的資産の大部分が、労働力が縮小している地域に存在することが問題なのです（図表7）。

労働力供給が増加している地域は生産性が最も高い固定資産を持たない

図表7: 人口が多い国上位10位

	2020	2050	2100
1	中国	インド	インド
2	インド	中国	中国
3	米国	ナイジェリア	ナイジェリア*
4	インドネシア	米国	コンゴ*
5	パキスタン	パキスタン	パキスタン*
6	ブラジル	インドネシア	エチオピア
7	ナイジェリア	コンゴ	インドネシア*
8	バングラデシュ	ブラジル	タンザニア
9	ロシア	エチオピア	ブラジル*
10	メキシコ	バングラデシュ	エジプト*
世界GDPに占める割合（購買力平価ベース、2020年、%）			
	53	48	33

出所: Haver Analytics、IMF、米国国勢調査局、J.P.モルガン・アセット・マネジメント(2022年9月末時点)。

*21世紀末までに人口が上位10位入りする新たな国々

資本コストの上昇を勘案すると、こうした若い国々が優位性のある人口動態と労働力の増加を持続的な経済成長に転換する鍵となるのは、適切なマクロ経済およびミクロ経済政策の整備です。今日、先進諸国が地産地消によりサプライチェーンを強化することの経済的影響が長期的な人口動態の変化による影響を上回る可能性があります。しかし、グローバル化の対象が財からサービス、労働力へとシフトする中で、この潜在的労働力、そして行く行くは、新たに消費を急拡大していく経済圏が成長の原動力となる可能性があります。

ただし、これ以上の人口増加が世界の資源（エネルギー、食料、生態系）に与える負荷と、ネットゼロに向けたモメンタム⁷を考慮すると、効果的かつ大規模な投資が必要となります。このトレンドから最も明確な恩恵を受けるのは民間資本やインフラ、および森林地のような新しい資産クラスですが、通信やテクノロジーや再生可能エネルギー、消費財等のパブリック（上場）市場セクターも恩恵を受けると考えます。

資本がますます不足する中で 設備投資ニーズが増加

人口増加とサプライチェーンの脆弱性に対処するための需要が、設備投資ブームの到来を示唆しています。金融市場では過去10年間にわたり潤沢な資本が全資産の価値上昇を支えてきましたが、最もリターンが有望な対象に希少な資本を配分するという本来の社会的、経済的機能に戻らなければなりません。これは大きな変化であり、あらゆる企業や経済、市場が影響を受けることとなります。投資の世界では、この変化は究極的にはアクティブ運用に有利となると考えています。

2010年代の低インフレと金融緩和政策は、二面的なインフレリスクと政策の不透明感の高まりに取って代わられました。今後は、資産市場が中央銀行の支援（アクティブ運用に逆風）によってではなく、希少な資本の長期的経済トレンドへの配分（アクティブ運用に追い風）によって動く環境を予想しています。適切な運用会社を選ぶ課題は残るものの、長期的にはアクティブ運用の可能性が改善していると考えています。

⁷地球温暖化をパリ協定で求められている1.5°C以内に押さえるためには、温室効果ガス排出量を2030年までに45%削減し、2050年までにネットゼロを達成しなければならない。出所: 国連。

株式： バリュエーションは追い風に、 マージンは依然として逆風

アクティブ運用と最も一般的に関連付けられる資産市場は株式市場です。昨年、世界株式が割高だったことは否定できず、持続可能な利益率で取引されているようでした。2022年の相場下落は、ほとんどの地域でバリュエーションを逆風から追い風に転じさせました。しかし、投入費用と労働コストの上昇にもかかわらず、一部セクター（自動車、半導体等）の企業が数年間で初めて製品価格を引き上げたことにより、企業の利益率は依然として高くなっています。

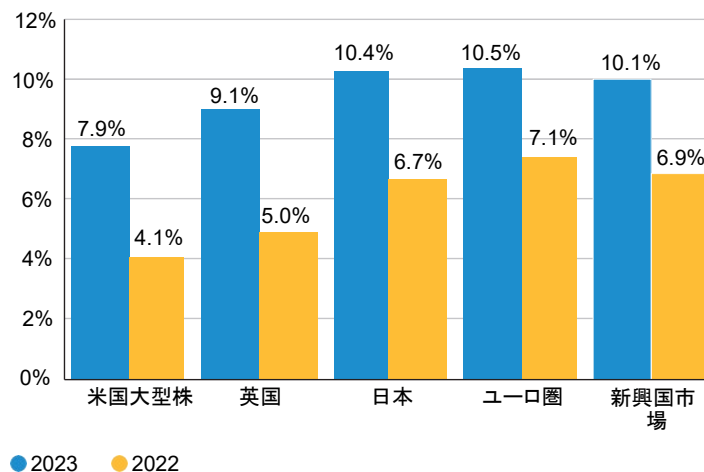
利益率が縮小するにつれて、株式のリターンに逆風が生じます。しかし、当社では、利益率が長期平均まで完全に縮小することはないと予想しています。セクター構成やコーポレート・ファイナンスの制度、企業の資本構成が変化するため、長期的な均衡利益率を正確に示すことは困難です。こうした変化も考慮した上で、LTCMAの対象期間における均衡利益率の水準は単純な25年平均の7.5%ではなく、コロナ禍前ピークである9.5%前後となるでしょう。

自己資本の少ないバランスシートが多く、企業ブランドが価格決定力を左右し、経営が採算性を重視することはいずれも均衡利益率が上昇する可能性を示唆しています。利益率がパンデミック前の水準に戻ると予想することで、当社は暗に経済に占める資本の割合がこれ以上拡大する可能性は低いと認識しています。同様に、当社予想を25年平均に基づいたものにしないことで、労働力が価格決定力の復活を享受する可能性は低いと認識しています。

利益率に逆風が生じているにも関わらず、当社は今年度の株式のリターン予想を引き上げ、先進国市場は360bps改善の8.40%（米ドル）、新興国市場は320bps拡大の10.10%（米ドル）⁸としています。現地通貨ベースの予想リターンが380bps上昇して7.90%となった米国株式や、260bps上昇して8.40%となったユーロ圏株式のように、欧米等の市場で利益率の回復力が改善したことによって、先進国と新興国のリターン格差が若干縮小しています。英国と日本もリターンは改善したものの、英国についてはインデックスのセクター構成が不利なことや、英日両国で2022年のLTCMAにおいて、相対的に株式リターンが高かったことから、インパクトはやや劣る結果となりました（図表8）。

LTCMAの株式予想リターンは大幅に引き上げ

図表8: 2023年対2022年LTCMA予想（米ドル）



出所: J.P. モルガン・アセット・マネジメント (2022年9月末時点)。今年は、MSCI Chinaの予測手法を変更し、同市場を人民元建ての資産として扱っている点にご注意ください。新興国市場の株式リターンの変化にはこの変更を反映しています。

オルタナティブ資産：堅調なリターン、魅力を更新

今年は（上場）市場のリターン予想が大きく回復しましたが、オルタナティブ資産は引き続き、他では簡単に手に入らない利益を提供しています。過去数年間、オルタナティブ資産は流動性を放棄することをいとわない投資家にとっては比較的安全であり、歓迎される収入源となり、ポートフォリオのリターンを向上させました。こうした魅力的な資質は継続しています。

実物資産は、株式市場が低迷する中でも広くバリュエーションを維持し、その価値が示されました。不動産やインフラからの収入は、債券の利回りがその水準に追いつく中でも、ほぼ安定していました。一方、プライベートエクイティが多額の待機資金を保有し続けることにより、資産の値下げのリスクが軽減される可能性があるものの、一部の投資家は短期的にプライベートエクイティのリターンを損なう可能性があることを恐れています。当社のプライベートエクイティのリターン予想は、今後1~2年間の潜在的な評価減による影響について調整しています。

パブリック（上場）市場のリターン予想が増加したことで、オルタナティブ金融資産についても期待が高まっています。プライベートエクイティの時価総額加重平均リターンは180bps改善の9.90%、ヘッジファンドのリターンは戦略ごとに110bps~220bps上昇、ダイレクト・レンディングは90bps上昇して7.80%としています。オルタナティブ金融資産のカテゴリー全般について、待機資金が、2020年代に増加が予想される設備投資需要に応える中で、改善が続くアルファのトレンドがさらにその恩恵を受けるでしょう。

⁸ 今年前提条件を変更したため、MSCI Chinaを中国人民元建ての資産として扱います。この結果、2022年版のMSCI ChinaとMSCI Emerging Marketsのデータは2023年版と直接比較できない可能性があります。

当社予想値には、来年顕在化するとみられる潜在的評価減の調整は含まれていますが、一般的に、プライベートエクイティ業界は全体としてこうした課題に対応できる十分な資本を備えていると思われまます。パブリック(上場)市場の急変がプライベート資産市場に反映されるにはある程度の期間を要するため、短期的に評価減リスクを微調整に留めることが賢明であると考えています。

2022年はパブリック(上場)市場の混乱にもかかわらず、不動産のバリュエーションとキャッシュフローは安定していました。しかし、金利上昇の環境は長期的に当社のリターン予想を押し下げます。米国コア不動産は10bps低下の5.70%。グローバルコア・インフラは20bps改善して6.30%、グローバルコア輸送は10bps上昇の7.50%としています。これらの増加はグローバルな実物資産が引き続き魅力的なテーマであることを示しています。

コモディティの予想リターンは50bps改善して3.10%としています。今年にはエネルギー価格の急騰にもかかわらず、金属価格が若干低迷しましたが、コモディティのスーパーサイクルはまだ終了していないと考えています。

最後に、今年の当社の調査対象ユニバースに木材を追加しました。投資家はESG⁹への配慮を重視しているため、当該資産に対する需要が急増すると予想しており、世界木材のリターン予想は6.70%と魅力的な水準にあると考えます。

オルタナティブセクターと戦略を通じて、将来的にリターンの格差が広がる可能性

図表9: 主要オルタナティブ戦略の現地通貨ベース予想リターン(レバレッジ、手数料控除後、%)

オルタナティブ金融資産	2023	2022	不動産	2023	2022
プライベートエクイティ(米ドル)**			不動産-直接(現地通貨)		
時価総額加重平均コンボジット	9.90	8.10	米国コア	5.70	5.80
プライベートエクイティ(小型株)	9.50	7.40	米国バリュエーアデッド	7.70	7.70
プライベートエクイティ(中型株)	9.40	7.60	欧州コア	4.70	4.80
プライベートエクイティ(大型/超大型株)	10.20	8.40	欧州バリュエーアデッド	6.70	6.80
プライベートデット(米ドル)			アジア太平洋コア	6.10	6.50
ダイレクト・レンディング	7.80	6.90	REIT(現地通貨)		
ベンチャーキャピタル(米ドル)			米国REIT	6.80	5.70
ベンチャーキャピタル	8.50	n/a	欧州REIT	6.10	5.10
ヘッジファンド(米ドル)			アジア太平洋REIT	5.10	5.00
株式ロング・バイアス	5.00	3.30	世界REIT†	6.40	5.40
イベント・ドリブン	5.40	3.20	世界インフラ(米ドル)		
レティブ・バリュー	4.90	3.80	コア	6.30	6.10
マクロ	4.10	2.70	世界輸送(米ドル)		
ディバースファイド†	5.00	3.60	コア	7.50	7.40
コンサバティブ‡	3.70	3.30	世界木材(米ドル)		
			世界木材	6.70	n/a
			コモディティ(米ドル)		
			コモディティ	3.10	2.60
			金	3.50	3.00

出所: J.P. モルガン・アセット・マネジメント(2021年9月末、2022年9月末時点)。

* 全てのリターン予測にはレバレッジが組み込まれています(レバレッジが適用されていないコモディティを除く)。

** プライベートエクイティ・コンボジットはAUM加重平均: 大型株と超大型株65%、中型株25%、小型株10%。時価総額分類は、被買収企業の規模と直接の相関を持つ資産プールの規模を指します(超大型株を除く)。

† ディバースファイドの想定はマルチストラテジー・ヘッジファンドの予想リターンを示しています。

‡ コンサバティブの想定は、安定的なリターンとポートフォリオ全体の変動性を低く抑えることを目指すマルチストラテジー・ヘッジファンドのリターン予想を示しており、これらのファンドは主に株式市場中立型や債券裁定取引といった低ボラティリティ戦略に投資します。2023年の想定はディバースファイドのベータの0.70を適用しています。

§ 世界コンボジットは、おおむね以下のウェイトを前提としています: 米国65%、欧州15%、アジア太平洋地域20%。

⁹ ESG: 環境、社会、ガバナンス。

ポートフォリオ設計：より多くの選択肢と機会

全体としては、2023年のLTCMAのリターン見通しは昨年とは対照的です。ここに至るまでに、資産市場で予想していたよりもはるかに短い期間で債券投資家に大きな痛みを伴う調整がみられました。しかし、経済成長の根底にあるファンダメンタルズは安定しており、資産のリターンの根拠となる前提条件(均衡金利、イールドカーブ形状、デフォルト率と回収率、期待利益率)もあまり変化していません。そして2022年の市場のドロウダウンは長期的視点を重視する投資家に対し、一層魅力的な投資機会をもたらしています。

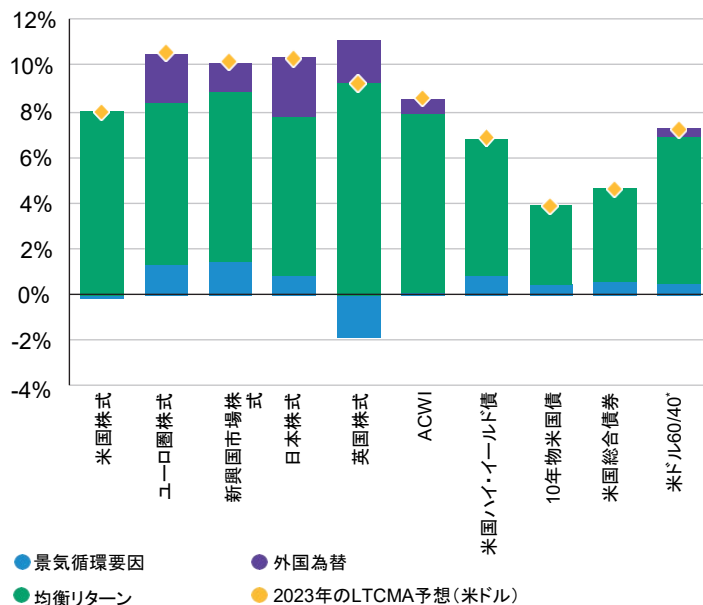
長年にわたり、景気循環要因の逆風により、長期的リターン¹⁰と当社のリターン予想に大きな差異が生じていました。しかし、こうした逆風はほぼ消え去っています(図表10)。当社のリターン予想は現在、適正な均衡水準並み、ないしはそれを若干上回っています。そのため、長期的投資家にとって現在の市場混乱は、短期的なものと考えられます。

資産クラス全般のリスク・プレミアムやリターン、シャープレシオの比較において明らかな歪みの一部は解消されたか、大幅に減少しています(図表11Aおよび11B)。これは明らかにプラスの展開です。

当社の見通しには上振れリスクと下振れリスクの両方がありますが、楽観的見解については2点の具体的な注意点を認識しています。第一の点は、長期的投資家にとってもエントリーポイントは重要であること、第二の点は、2022年は相関パターンがバランス型投資家の役に立たなかったということです。

2023年のリターン予想は長期的リターン予想と同等ないしこれを若干上回る

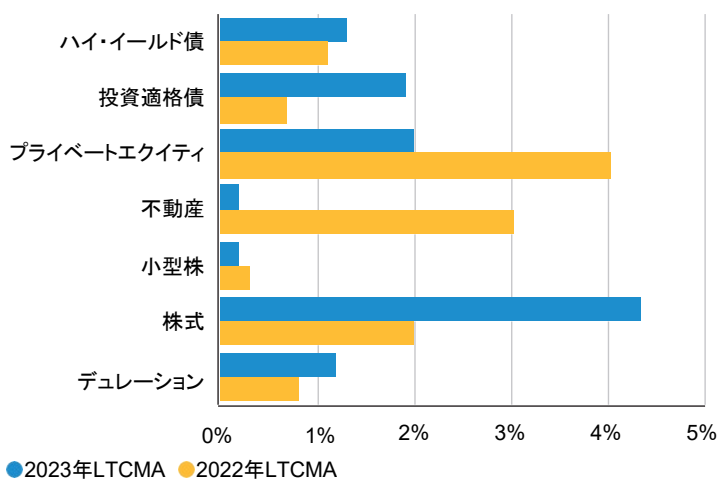
図表10: 主要資産の長期的および景気循環要因に基づくリターン牽引要素(米ドル)



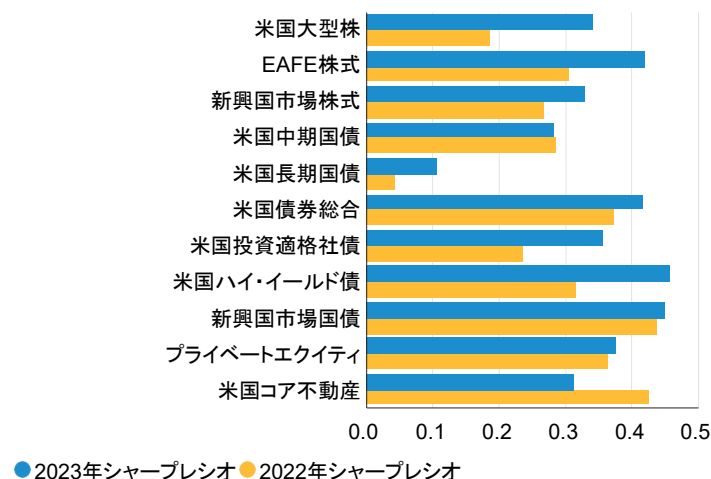
出所: J.P.モルガン・アセット・マネジメント(2022年9月末時点)。

過去1年間を通じて、リスク・プレミアムの歪みが消失し、多くの資産でシャープレシオが改善

図表11A: リスク・プレミアム



図表11B: シャープレシオ



出所: J.P.モルガン・アセット・マネジメント(2022年9月末時点)。

¹⁰ 当社のリターン計算に含まれる循環要因はバリュエーション、利益率、および現在の利回りです。他の構成要素(成長トレンド、生産性、配当利回り、均衡クレジットスプレッド等)は変化のペースが遅いという、より長期的な性質を有します。

エントリーポイントとしては1年前よりもはるかに魅力を増しているものの、2022年の景気循環要因による低迷が2023年も継続する可能性があるため、今後、さらに魅力的なエントリーポイントが出てくることも考えられます。したがって、投資家は短期的にどの程度のドロウダウンに耐えられるかを注視しつつ、市場参入のタイミングとアプローチを検討する必要があります。政策金利は今後1年間さらに引き上げられる可能性が高いため、短期的には資産市場のさらなる歪みを有利に活用するために、ある程度のキャッシュを保有してもあまり不利になることはないでしょう。

実際にどのタイミングで、どのアプローチで市場に参入するにしても、運用業界の一般的なリターン目標、例えば当社が「How investors can reach their 7% target(7%リターン目標の達成方法)」で議論した、米国公的年金の目標リターンである7%は達成の可能性が高まっています¹¹。

相関パターンに関する2つ目の注意点については、ポートフォリオに対する影響の章で検証します。今年インフレの恐れが市場を席巻して、株式と債券が同様の動きを示したため、債券の分散投資メリットが薄れました。当社はインフレ率が(最終的には)正常化するという予想に基づき、株式と債券のマイナス相関が復活すると考えています。しかし、2022年は従来の経済モデルが圧力に晒され、これに伴い株式と債券のリターンの通常の関係が崩れた状況においては、オルタナティブ資産が非常に有効な分散手段となることが示されました。

現在、株式と債券のみで構成されるポートフォリオは少なく、機会集合が拡大して、しばしば「ファットテール」型の資産やリターンが非正規分布の資産を含むようになる中で、従来の配分の枠組みも進化を求められています。

簡単に述べると、2022年は資産の相関は変化し、分散化を当たり前のことと考えてはならないことを再認識しました。

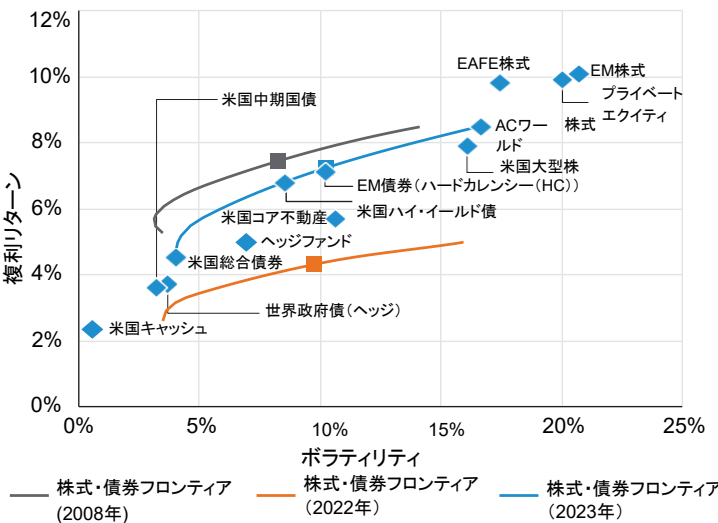
究極的には、2023年のLTCMAの主要メッセージはあらゆる種類のポートフォリオの長期的な資産のリターン予想は過去10年間よりも改善しているということです(図表12Aおよび12B)。しかし長年にわたった政策面での歪みが急激に解消され、債券市場は暴落しました。

政策決定者に重い腰を上げさせた高インフレは落ち着く見通しですが、価格高騰の原因となった重要な財やコモディティの不足、労働市場の逼迫、地政学的な緊張の高まりは、2020年代残りの期間も投資家にとってのリスクとして残るでしょう。これらの課題に対処するには、大規模な投資が必要であると考えられ、各国中央銀行が利上げを実施し、資本がますます不足する中で、設備投資ブームが起きる可能性があります(図表13)。

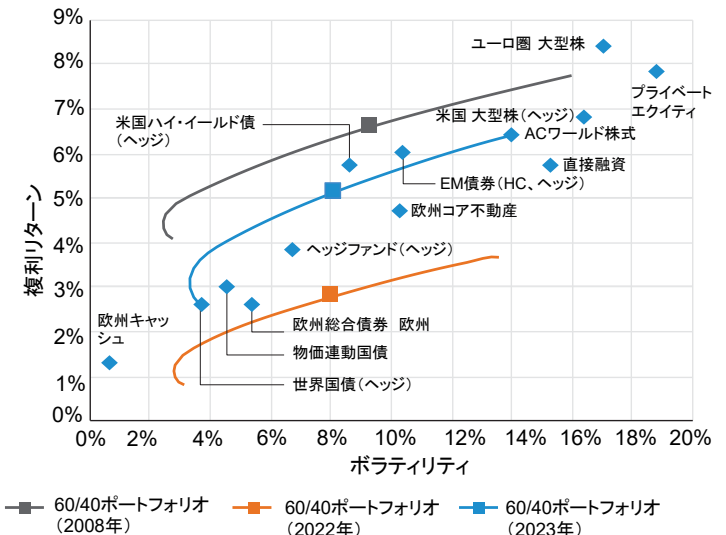
投資家にとって、これは市場のベータとアクティブ・アルファの両方からリターンを確保する有利な環境となります。資金力のある投資家には、幅広い資産により魅力的な潜在的リターンをもたらします。まだ慎重姿勢の投資家には、債券が再びインカムと安全な逃避先を提供することになります。一方、既存のポートフォリオを転換する投資家は、流動性の低い資産に縛られることなくリターンを得ることができ、バランス型ポートフォリオははるかに優れたベースでリターンを積み上げます。

株式と債券のフロンティアは昨年よりも大きく上昇しており、債券と株式の両方のリターンが大幅に改善しました。オルタナティブ資産は引き続きアルファ、インフレ・ヘッジ、分散の可能性を示しています。

図表12A: ドル建て株式・債券フロンティア



図表12B: ユーロ建て株式・債券フロンティア



出所: J.P.モルガン・アセット・マネジメント(2022年9月末時点)。

¹¹ John Bilton, Jared Gross他、「How investors can reach their 7% return target」J.P.モルガン・アセット・マネジメント、2021年7月末時点。

当社では10～15年の投資期間において、ある程度の景気循環リスクは考慮しつつも、成長トレンドやインフレ推移に影響を及ぼすリスク、長期的な資産リターンに継続的な影響を与えるリスクに重点を置きます。

図表13: 当社のメインシナリオではプラスのリターンと安定した均衡成長が見られるが、インフレの二面的リスクが増加しています。

想定リスク	上振れ /下振れ リスク	説明	マクロ経済または資産クラスへの影響
気候および環境の悪化	下振れ	異常気象の頻発により、生産設備等の破壊や食料・基本資材の供給が途絶。	供給途絶による短期的な経済下振れリスク。強制移住により国際的緊張が生じる可能性。極端な場合、債券、コモディティ(エネルギー以外)、実物資産にとってプラス、株式とクレジットにはマイナス。
ロシア・ウクライナ戦争が他の紛争へ発展	下振れ	現在の戦争が近隣諸国へと広がり、NATOを引き込む、または他地域の緊張に発展。インフラを脅かすサイバー紛争が増加する可能性も含む。	地政学的緊張の高まりは当社の短期的分析の特徴となっており、貿易に長期的な影響を与える可能性。米ドルにプラス、コモディティに有利だが、多くの資産クラスのボラティリティが上昇。
燃料と食料の一層の武器化	下振れ	ガス供給の途絶とウクライナ産の穀物輸入中断により各国政府がサプライチェーン投資を大幅に増加。この投資は生産的資産の増加にはつながらない可能性。	将来的な紛争は突発的なヘッドライン・インフレの原因となる可能性があるため、当初はインフレ要因であり、長期的にはインフレのボラティリティを高めるが、設備投資を受ける側に短期的な棚ぼた利益をもたらす可能性。
テクノロジー導入の加速化	上振れ	パンデミック時に実証された通信・自動化技術が更に普及し、生産性が向上。	インフレ抑制の一方で実質GDP成長にプラス。株式、クレジット、その他のリスク資産にプラス。債券市場の極端な上昇リスクを抑制。
予想を上回る投資および設備投資サイクル	上振れ	パンデミック後の財政支出の急増と設備投資拡大によって生産能力が増強され、労働者のスキルが向上。	インフレ抑制の一方で実質GDP成長率にとってプラス。株式、クレジット、その他のリスク資産にプラス。債券市場の極端な上昇リスクを抑制。新興国市場に対し先進国市場が優位となる可能性。
基軸通貨としての米ドル離れが加速	下振れ	米ドルに対抗する通貨(暗号通貨やオルタナティブ・フィアット通貨等)が台頭し、準備資産が米ドルから他通貨に変更される可能性。米ドルの資産需要が減り、米国の財政赤字が再び注目を集める可能性。	成長率、米ドル、債券、クレジット、株式にとってマイナス。実物資産とコモディティにとってプラス。
パンデミック第2波の襲来またはワクチン耐性を持つ変異種の出現	下振れ	ワクチン耐性を持つ新型コロナウイルスの変異種や新しい病原体が出現し、ロックダウンの継続が必要となり、世界のサプライチェーンが混乱。	成長率にとってマイナスとなり、さらなる刺激策により景気変動が拡大、財政赤字も拡大するリスク。短期的には債券にとってプラス、しかし金融緩和が長引くリスク。株式とクレジットのボラティリティは上昇。長期的に実物資産とコモディティにとっては金融資産よりプラス。
インフレ観測が織り込まれ、金融引き締め政策が長期化	下振れ	インフレ観測が根付き中央銀行の対応が合理的水準を行き過ぎ、高金利と価格の不透明感から成長が停滞して投資意欲が損なわれる。	債券投資家は利回り上昇に苦しみ、株式バリュエーションはますます縮小。グロース株に圧力が生じ、全般的に利ざやが減少。比較的パフォーマンスが良いのは実物資産とインフラであり、インフレにより消費者の富が失われ、さらに極端な政策決定につながる可能性。
ノンバンク金融システムの流動性危機	下振れ	直接的な最後の手段がない金融システムの一部で連鎖リスクが拡大し、パブリック(上場)市場、または流動性の安定化にもかかわらず、相場の動きは無秩序になる。	マージンコールに応えるための資産投げ売りによりクレジット供給が急減する可能性。満期を迎える債務が少ない当初は目につかないが、長期的には負債比率の高い企業やセクターは大きな圧力に晒される。
財政支配により金融政策の効果が失われる	上振れと下振れ	家計または主要産業の経済的ストレスが過度のまたは景気循環増幅的な財政支援策を促す。	短期的には投資マインドと成長を支えるが、インフレリスクを延長する可能性。賢明に実施されれば短期的にリスク資産にプラス、ただしインフレ影響に対抗するため金融引き締めが長期化し、長期的資産リターンにマイナス影響を及ぼす。むやみに、または適切な資金調達なしに実施されれば、市場ボラティリティが上昇するリスク。

出所: J.P.モルガン・アセット・マネジメント、2022年10月末時点。

本資料で使用している指数について

・MSCIの各インデックスは、MSCI Inc.が発表しています。同インデックスに関する情報の確実性および完結性をMSCI Inc.は何ら保証するものではありません。著作権はMSCI Inc.に帰属しています。

・「Bloomberg®」およびBloombergの各インデックスは、Bloomberg Finance L.P.および、同インデックスの管理者であるBloomberg Index Services Limited (以下「BISL」)をはじめとする関連会社 (以下、総称して「ブルームバーグ」)のサービスマークであり、J.P.モルガン・アセット・マネジメントによる特定の目的での使用のために使用許諾されています。ブルームバーグはJ.P.モルガン・アセット・マネジメントとは提携しておらず、また、J.P.モルガン・アセット・マネジメントが設定する商品を承認、支持、レビュー、推奨するものではありません。ブルームバーグは、J.P.モルガン・アセット・マネジメントが設定する商品に関連するいかなるデータもしくは情報の適時性、正確性、または完全性についても保証しません。

・FTSE Fixed Income LLCの各インデックスは、FTSE Fixed Income LLCにより運営されている債券インデックスです。同指数はFTSE Fixed Income LLCの知的財産であり、指数に関するすべての権利はFTSE Fixed Income LLCが有しています。

・JPモルガンの各インデックスは、J.P.モルガン・セキュリティーズ・エルエルシーが発表しており、著作権はJ.P.モルガン・セキュリティーズ・エルエルシーに帰属しています。

当資料は個人投資家向けの資料ではありません。当資料は、現地の法律および規制で定義されている通り、機関投資家やプロフェッショナルな顧客、適格投資家のみを対象に作成されています。

J.P.モルガン・アセット・マネジメントの超長期市場予測 (Long-Term Capital Market Assumptions, LTCMA) : 複雑なリスクと報酬のトレードオフが関係していることを考慮すると、戦略的資産配分を決定する際には、定量面での最適化を用いたアプローチも判断材料に入れることを推奨しています。掲載されているすべての情報は定性分析に基づいています。上記の情報のみを信頼することは推奨していません。当資料に掲載されている情報は、特定の資産クラスまたは戦略への投資を推奨するものではなく、また将来のパフォーマンスを約束するものではありません。資産クラスと戦略の仮定はパッシブ運用のものであり、アクティブ運用の影響を考慮したものではありません。将来のリターンについては、顧客のポートフォリオが達成する可能性のある実際のリターンを約束するものではなく、推定値でもありません。仮定や意見、推定値は、説明目的のみで提供されています。証券の売買を推奨するものとして信頼するべきではありません。現在の市況に基づく金融市場動向の予測は当社の判断であり、予告なく変更される場合があります。当資料に記載されている情報は信頼可能なものであると考えていますが、その正確性や完全性を保証するものではありません。当資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、会計、法律、税務に関するアドバイスを提供することを目的としたものではありません。仮定は、説明や議論の目的のみで提供されており、それぞれ重大な制約があります。「予想」または「アルファ」のリターン予測は、不確実性とエラーの影響を受けます。例えば、推定元のヒストリカルデータが変更されると、資産クラスのリターンに様々な影響が生じます。各資産クラスの予想収益率は、経済シナリオを条件としています。シナリオが成立した場合の実際のリターンは、過去と同様に高くなる可能性や低くなる可能性があるため、当資料で示されている結果と同様のリターンを投資家が獲得できるわけではありません。資産配分戦略または資産クラスのいずれかの将来のリターンは、顧客のポートフォリオが達成する可能性のある実際のリターンを約束するものではありません。すべてのモデルには固有の制限があるため、潜在的な投資家はこれらのモデルだけに依存して意思決定を行うべきではありません。モデルでは、経済や市場、その他の要因が実際の投資ポートフォリオに与える影響や継続的な運用に与える影響を説明できません。実際のポートフォリオの結果とは異なり、モデルの結果は、実際の取引や流動性の制約、手数料、費用、税金、将来のリターンに影響を与える可能性のあるその他の要因を反映していません。モデルの仮定はパッシブ運用のものであり、アクティブ運用の影響を考慮したものではありません。同様の結果を達成するためのマネージャーの能力は、マネージャーが制御できない、または制限されているリスク要因の影響を受ける可能性があります。当資料に含まれる見解は、いかなる管轄においても投資を売買するためのアドバイスまたは投資を推奨するものとして解釈されるべきではなく、また、J.P.モルガン・アセット・マネジメントまたはその子会社による、当資料に記載された取引へのコミットメントを約束するものでもありません。予測や数値、意見、投資手法および戦略の記載は、仮定や現在の市況に基づいて情報提供のみを目的としており、予告なく変更される場合があります。本資料に記載される情報はすべて、作成時点において正確とみなされる情報です。本資料には投資判断に必要な十分な情報は含まれておらず、証券や金融商品の投資の利点を評価するうえでの参考とすべきではありません。また、本資料に記載される投資が個々の目的に適していると考えられる場合も、金融専門家の助言の下、法務、規制、税務、控除および会計面の影響について独立した評価を行うことを推奨します。投資家は、投資実行の前に、入手できる関連情報をすべて確実に入手することを推奨します。投資にはリスクが伴い、投資額の価値や投資収益が市況や租税条約によって変動する可能性もあり、投資額の全額回収が保証されるとは限らないことに留意する必要があります。過去の実績や利回りは、現在および将来のパフォーマンスの確実な指標とはなりません。

法規制上の義務や内部ポリシーを順守する目的で、適用法令で定められる範囲内の通話の録音や電子通信の記録を行う場合があります。個人情報については、J.P.モルガン・アセット・マネジメントがプライバシーポリシーに従って、収集、保管および処理します。

<https://am.jpmorgan.com/global/privacy>

Copyright 2022 JPMorgan Chase & Co. All rights reserved.

J.P.モルガン・アセット・マネジメントは、JPモルガン・チェース・アンド・カンパニーおよび世界の関連会社の資産運用ビジネスのブランドです。
J.P.モルガンは、JPモルガン・チェース・アンド・カンパニーおよびその各国子会社または関連会社のマーケティングネームです。

本資料はJPモルガン・アセット・マネジメント株式会社(以下、「弊社」という。)が機関投資家/ホールセール/プロフェッショナル/適格投資家向けに作成したものです。本資料は資本市場に係わる参考情報の提供を目的としたものであり、特定の有価証券の勧誘を目的として作成したものではありません。また、弊社が特定の有価証券の販売会社として直接説明するために作成したものではなく、一般投資家向けに作成したものでもありませんのでお取り扱いには十分ご留意願います。弊社は信頼性が高いとみなす情報等に基づいて本資料を作成しておりますが、当該情報が正確であることを保証するものではなく、弊社は、本資料に記載された情報を使用することによりお客様が投資運用を行った結果被った損害を補償いたしません。本資料に記載された意見・見通しは表記時点での弊社および弊社グループ会社の判断を反映したものであり、将来の市場環境の変動や、当該意見・見通しの実現を保証するものではありません。また、当該意見・見通しは将来予告なしに変更されることがあります。

弊社で取り扱う運用手法におきましては、国内外の株式・債券等を投資対象とするため、組入れ株式の価格の下落、金利の上昇による債券価格の下落、組入有価証券の発行会社の財務状況の悪化や倒産等の影響により、損失を被ることがあります。また、外貨建の資産に投資する場合は、為替の変動により損失を被ることがあります。

本資料は、最近の運用環境等をご紹介するものであり、特定の金融商品等の勧誘を目的とするものではないため、投資に係る手数料・報酬等の金額及び計算方法を示すことはできません。運用にあたっては、運用報酬、有価証券売買時の売買委託手数料、外貨建資産の保管費用、信託財産における租税費用、信託事務の処理に関する諸費用等がかかります。ファンドへの投資にあたっては、申込手数料、信託報酬、信託財産留保金、有価証券売買時の売買委託手数料、外貨建資産の保管費用、信託財産における租税費用、信託事務の処理に関する諸費用等がかかります。

商号: JPモルガン・アセット・マネジメント株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第330号

加入協会: 一般社団法人日本投資顧問業協会、一般社団法人投資信託協会、日本証券業協会、一般社団法人第二種金融商品取引業協会

Copyright 2022 JPMorgan Chase & Co. All rights reserved.

LV-JPM53800 | 11/22 | 095k220111174257