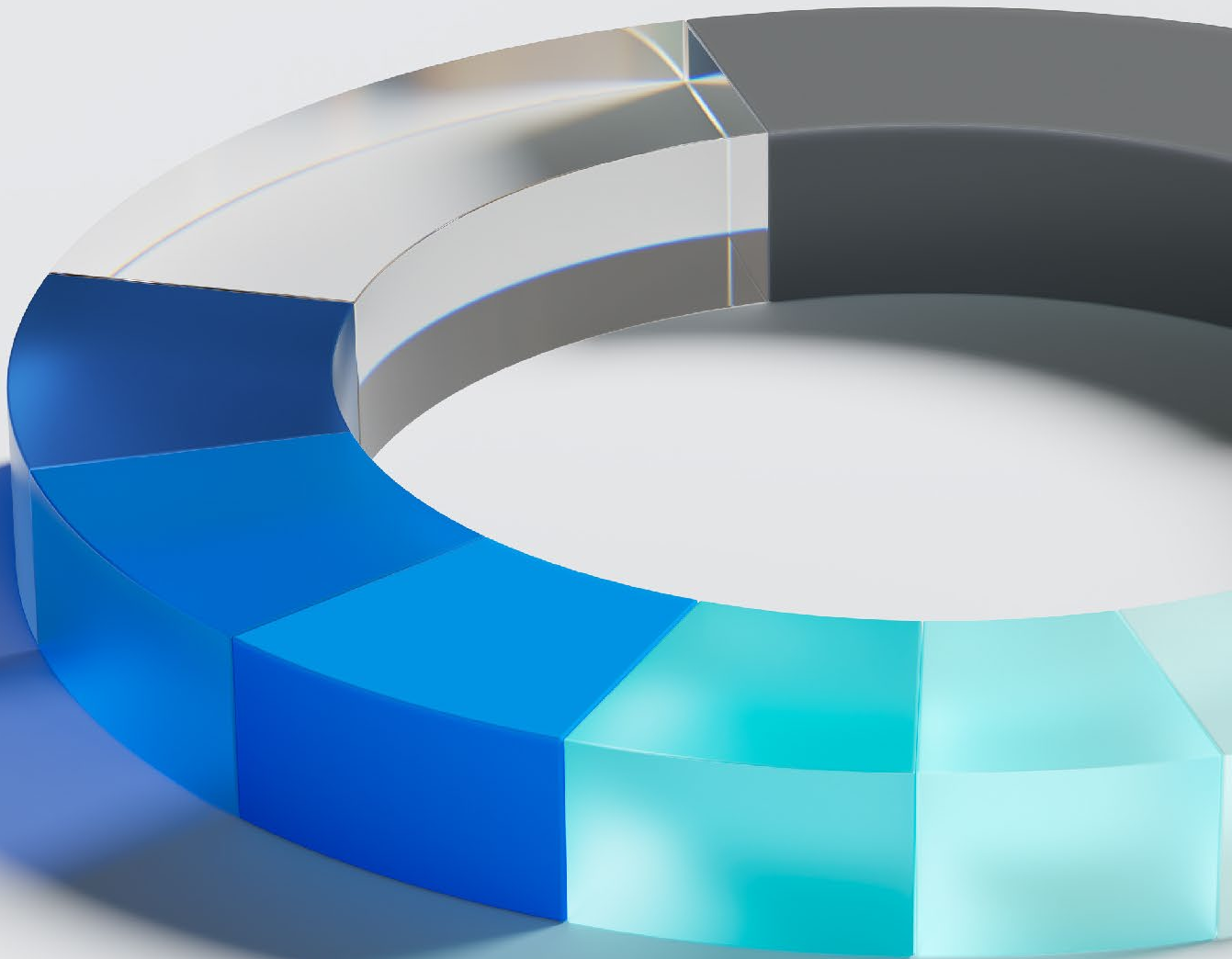


28th annual edition

2024 Long-Term Capital Market Assumptions

移り変わる世界に対応したポートフォリオ構築
エグゼクティブ・サマリー





エグゼクティブ・サマリー

移り変わる世界に対応した ポートフォリオ構築

執筆者

John Bilton, CFA
グローバル・マルチアセット・ストラテジー責任者
マルチアセット・ソリューションズ

Karen Ward
チーフ・マーケット・ストラテジスト (EMEA)
グローバル・マーケット・インサイト・ストラテジー

Monica Issar
ウェルス・マネジメント・グローバル責任者
マルチアセット・ポートフォリオ・ソリューションズ

概要

経済構造が大きく変わりつつある中、2024 Long-Term Capital Market Assumptions (超長期市場予測) を公表します。私たちは、ディスインフレや超緩和的な金融政策、財政引き締めの世界から、上下双方向のインフレリスクや従来型の金融政策、より積極的な財政出動の世界へと移行しつつあります。化石燃料から再生エネルギーへの移行と新しいテクノロジーの出現は状況を複雑にしますが、投資機会ももたらします。

J.P.モルガン・アセット・マネジメント (以下、「当社」) の世界のGDP成長率予測は2.4%へ小幅上昇しています。先進国市場のインフレ見通しは10ベースポイント (bp) 上昇して2.3%となります。これは、欧州および日本のリフレ (インフレ復元) と一般的なインフレ水準の上昇を反映しており、各国中央銀行はインフレ目標のより容易な達成が可能になっています。政策金利の高さは債券の期待リターンに影響を与えており、米ドルの短期運用の期待リターンは40bp上昇して2.9%、グローバル総合債券指数の期待リターンは40bp上昇して5.1%となっています。

足元の株価上昇は株式の期待リターンの低下を意味します。マージン (利益率) と希薄化の予測が小幅改善したことで部分的に相殺されますが、グローバル株式の期待リターンは70bp低下して7.8%となります。先進国市場と新興国市場の期待リターンの格差は今年縮小する一方、米国以外の先進国市場の見通しは引き続き魅力的だと考えます。

オルタナティブ資産は今年、魅力的なリターンという意味合いで、最も明るい材料だと考えます。伝統資産以外へ投資する利点は、従来から言われてきたインフレ耐性に加えて、リターンの改善が挙げられます。実物資産では、コア米国不動産の期待リターンが180bp改善して7.5%となっています。金融オルタナティブの期待リターンは、プライベート・エクイティが上場株式につられて小幅低下し、ベンチャーキャピタルとダイレクトレンディングはいずれも上昇しています。

昨年の当社予測は主要な上場資産の期待リターン上昇を浮き彫りにしましたが、今年の予測はその範囲がさらに拡大することを示しています。予測対象の資産の約80%において、期待リターンは過去10年間の実現リターンを上回っています。

米ドル建ての60/40ポートフォリオ (株式60%、債券40%) の期待リターンは7.0%となっています。昨年からは20bpの低下ですが、現金・短期金融資産を幅広い資産・戦略に投資し、オルタナティブの領域にも投資を行うことで、アクティブ運用によるアルファ獲得を強化する余地があると考えます。今年のLTCMAの結果が投資家の皆様にとって、より力強く、移り変わる世界に対応したポートフォリオを構築できるよう、サポートいたします。

LTCMAにおいては、通貨別の期待リターンのマトリックスなど、特別に記載した場合を除き、リスクとリターンの記載は原則として米ドルベースとしています。

移り変わる世界

2024 Long-Term Capital Market Assumptions（超長期市場予測）を公表するいま、経済環境を形作る要素の多くが移行期にあります。新型コロナウイルスの世界的なパンデミックとウクライナ侵攻という2つの激震的な出来事に続く移り変わりは、投資家にとって広範囲に影響が及ぶ転換になると考えます。基本的に、持続的なデフレーションや超緩和的な金融政策、財政引き締めの世界から、上下双方向のインフレリスクや従来型の金融政策、より積極的な財政出動を伴う世界への移行と考えます。

こうした環境の変化に伴い、リターンの予測だけでなく、ポートフォリオ分散・構築の裏付けとなる予測についても見直しが求められています。代表的な米ドル建ての60/40ポートフォリオの当社の期待リターンは、昨年から20bp低下して7.0%となっていますが、過去25年の平均リターンを依然として100bp上回っており、当社の短期金利の期待リターンを410bp上回っています。60/40は引き続き優秀な基本のポートフォリオと考えますが、移り変わる世界において60/40を起点に据えてさらに構築する方法が数多くあります。例えば、60/40に25%をオルタナティブ資産で補完するだけで、期待リターンは60bp上昇し、シャープレシオは12%改善します。

先進国のGDP成長率予測は今年わずかに上昇しており、パンデミックやエネルギー危機の後では驚くべきことに思えるかもしれません。とりわけ、自動化と人工知能（AI）が生産性に与えるプラスの影響は見逃せません。世界のGDP成長率予測は2.4%へわずかに上昇しています（図表1）。

また、株式市場が力強く上昇している年に、当社が期待リターンを大きく引き下げていないことは意外かもしれません。債券の期待リターンは、起点の利回りの高さから小幅の上昇となり、株式の期待リターンは低下しますが、2022年の急騰が示唆するほどではありません。

ヘッジファンドとプライベート・エクイティの期待リターンは非常によく持ちこたえています。一方、実物資産の期待リターンは大幅に持ち直し、これは部分的に、2023年にかけて昨年までの割高感が調整されたことを反映しています。実物資産の多くのセグメントに亘って、シャープレシオは上場市場のそれを大幅に上回る見通しです。

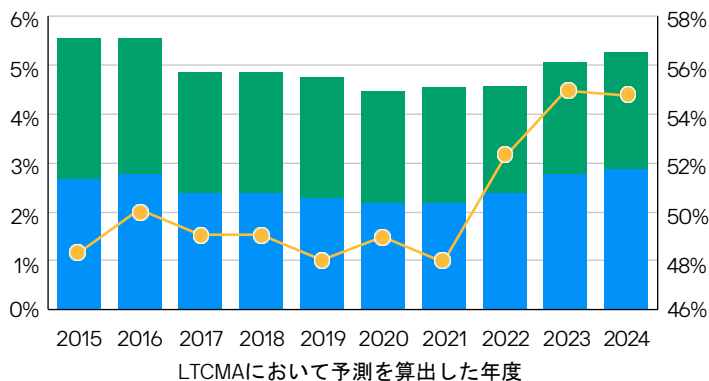
全ての資産クラスにわたり、当社のLTCMAIはインフレ見通しが中心となっています（図表2）。世界全体では、欧州と日本の上方修正によって当社の見通しは小幅上昇していますが、1970年代のようなインフレに起因する混乱の兆候は見られず、長期の実質期待リターンは依然として安定していると考えます。とはいえ、今後10～15年の期間にはインフレの不確実性が高まると予測しています。

インフレリスクは今や上下双方向で、ポートフォリオ構築に重大な影響を及ぼしていると考えます。債券は引き続き、デフレーション的な成長ショックからリスク資産のポートフォリオを保護する優れた役割を果たしていますが、2022年に示されたように、インフレショックに対する耐性は不十分だと考えられています。投資ユニバースをフルに活用して、分散投資の新たな切り口をコアポートフォリオに組み込むことが、今後数年間の重要な成功要因となるでしょう。

移り変わる世界に対応したポートフォリオを構築するため、投資家には上場市場だけでなくプライベート市場にも目を向け、運用者選定の重要性に焦点を当て、債券だけでなくオルタナティブ、ファクター、テーマ投資や他のアプローチから分散先を見つけることで、次世代の60/40を開発することを推奨します。60/40をベースとし、高い短期金利の誘惑を乗り越え、幅広い資産・戦略を活用し、運用者選定とアクティブ配分によってリターンを高めることは、いずれもポートフォリオの頑健性を強化するのに役立つと考えます。

世界の名目GDP成長率は、実質GDP成長率の小幅改善とインフレ率の小幅上昇を原動力に緩やかに加速

図表1：世界経済成長率のトレンドとインフレ見通し



- 今後10～15年間の世界のインフレ率
- 今後10～15年間の世界の実質GDP成長率
- 世界の名目GDP成長率予測に占めるインフレ率の割合（右軸）

出所：J.P.モルガン・アセット・マネジメント（2023年9月末時点）。

成長：昨今の課題をよそに小幅改善

目下、産業政策¹が再び流行するなか、多くの国の政府は依然として財政支援のアクセルを踏んでいます。気候変動に取り組み、経済的・軍事的安全保障を強化する必要性が、債務増大への懸念を上回っています。

¹ 産業政策とは、特定の産業、企業、経済活動をターゲットとして経済を形成するための政府の取り組みを指します。

政府がより大きな経済的役割を果たすことが長期的に生産性を高めるのか、または妨げるのかについてはまだ結論が出ていませんが、人工知能の影響については前途有望な兆しが見えていると考えます。一方、エネルギー移行のように、「ある経済活動が第三者へ与えるネガティブな影響を抑制するための取り組み」を推進するにあたっては、国家の関与が不可欠だと考えます。いずれにせよ、投資チャネルを通じた成長、そして起こり得る生産性向上による成長における上振れリスクが過小評価されている可能性があります。

テクノロジー導入の影響をいち早く感じるのは、経済規模の大きい国でしょう。先進国市場のGDP成長率が20bp上昇して1.6%となることに基づき、世界のGDP成長率予測は2.4%に上昇します。世界貿易のパターンの変化はさまざまな地域の成長に影響を与えているとみています（図表2）。

リショアリング（生産の国内回帰）は一部地域の成長をやや押し上げる一方で、他の地域では若干の足かせとなる可能性があります。

新興国では、貿易パターンの変化によって「勝者」と「敗者」が生まれるとみられますが、大半の国は、不動産バブル問題が経済に重くのしかかる中国の成長鈍化に影響を受けるでしょう。当社は中国の今年の成長率予測を4.00%から3.80%に引き下げ、新興国市場の成長率予測も10bp引き下げて3.5%としました。その結果、新興国と先進国の成長格差は合計30bp縮小します。

当社の2024年予測では、おおむね安定的な実質GDP成長と、インフレ率の上昇（ただし大幅な上昇ではない）を予測

図表2: 2024年Long-Term Capital Market Assumptions マクロ経済予測(%, 年率平均)

	実質GDP成長率			インフレ率		
	2024	2023	変化	2024	2023	変化
先進国	1.6	1.4	0.2	2.3	2.2	0.1
米国	1.8	1.6	0.2	2.5	2.6	-0.1
ユーロ圏	1.3	1.1	0.2	2.2	1.8	0.4
日本	0.8	0.7	0.1	1.4	0.9	0.5
英国	1.4	1.3	0.1	2.4	2.4	0.0
オーストラリア	2.2	2.1	0.1	2.4	2.4	0.0
カナダ	1.7	1.6	0.1	2.2	2.3	-0.1
スウェーデン	1.9	1.8	0.1	2.4	2.1	0.3
スイス	1.5	1.4	0.1	1.4	1.0	0.4
新興国	3.5	3.6	-0.1	3.8	3.6	0.2
中国	3.8	4.0	-0.2	2.2	2.2	0.0
インド	5.7	5.7	0.0	4.5	4.5	0.0
ロシア	0.3	0.4	-0.1	8.0	8.0	0.0
ブラジル	2.0	2.0	0.0	4.6	4.6	0.0
韓国	2.0	2.0	0.0	2.0	2.0	0.0
台湾	1.6	1.7	-0.1	1.3	1.3	0.0
メキシコ	2.0	2.0	0.0	3.7	3.9	-0.2
南アフリカ	1.8	2.1	-0.3	5.5	5.5	0.0
トルコ	3.0	3.1	-0.1	20.0	16.0	4.0
グローバル	2.4	2.3	0.1	2.9	2.8	0.1

出所: J.P. モルガン・アセット・マネジメント(2023年9月末時点)。前年の実質GDP予測には景気循環要因を含む。ショック後の起点が落ち込んだことを考慮して、昨年版では2021年のトレンド成長予測に景気循環要因を加味しました。今年の2024年版はトレンド成長のみに基づく予測に戻っています。2023年版と2024年版との比較では、景気循環要因を含めた昨年版の数値は使用せず、トレンド成長のみを用いています。先進国、新興国およびグローバルの実質GDP成長率およびインフレ率の数値は、予測期間中の名目GDP予測に比例したウエートを各国・地域に割り当てて計算しています。計算手法を改定した結果、2023年LTCMAの集計も修正されましたが、各国の予測は昨年から変更されていません。

インフレ：急激ではなくなる が不確実性は残る

当社のインフレ見通しは、欧州が2.20%、日本が1.40%に上方修正され、先進国市場のインフレ見通しは2.30%に引き上げています。景気循環要因調整後の米国のインフレ見通しは変わりませんが、米国の平均インフレ率は昨年より起点の水準が低いため、2.60%から2.50%に低下します。

とはいえ、2010年代のデysinフレ要因は落ち着いており、インフレの上振れリスクが顕在化しつつあると考えます（図表3）。現在、インフレの上振れ要因と下振れ要因はほぼ同程度の力でインフレに作用している可能性があります。当社の予測期間のさまざまな時点で、どちらか一方の要因が一時的に優勢になる可能性があり、インフレの不確実性が持続的に高まることを示唆しています。

振り子がインフレとデysinフレの間で周期的に揺れ動くとしても、投資家はポートフォリオ構築への影響はもちろん、インフレが実質リターンをむしろむ性質に注意を払う必要があります。簡単に言えば、インフレは株式と債券両方のリターンの敵と言えるでしょう。

政策：ゼロ金利政策後の時代

中央銀行は間違いなく最近の高インフレに満足していません。しかし、インフレ率が目標を緩やかに上回る水準まで後退するにつれ、各中銀はマイナス金利や量的緩和（QE）といった非伝統的金融政策の必要性が低下するという事実を認識するかもしれません。これらのツールは、標準的なものではなく、緊急用のものに戻す可能性があります。

こうした非伝統的政策の作用は、伝統的な金利政策とまったく異なるというコンセンサスが形成されつつあるのかもしれませんが、マイナス金利とQEが短期金利と長期金利の両方に影響することを考えると、この新しいコンセンサスは、市場を「低金利長期化」の体制から、20年前の「正常な」債券利回りに戻すことになると考えます。

政策の優位性が金融から財政に移行することの、目立たないけれど、重要な別の意味に注目してみます。QE時代、中央銀行は資本の方向性に影響を与えているようには見えませんでした。それゆえ、中銀の資産購入はセクター中立の原則に従って行われました。ただ、買い入れの規模が大きかったことで、市場の効率的な機能、特に弱い企業から強い企業への資本再配分は妨げられた可能性があります。そうした大口の「パッシブな」買い手がパッシブ運用のパフォーマンスを支えたというのはもっともらしい議論です。

対照的に、財政当局は公的資金を投資するという民主的な使命を伴い、戦略的重点分野の活動を支援することによってアクティブに勝者を選んでいきます。こうした傾向に沿ってアクティブに資本を配分できる投資家が、大きな恩恵を受けることになると考えます。

デysinフレの10年を経て、インフレの上振れリスクが顕在化

図表3: 主な長期要因がインフレ傾向に与える影響

経済的要因	インフレへの影響	
	前回の世界的景気拡大 (2008~19年)	今後 10~15年
所得配分	-	0
グローバル化/ 脱グローバル化	-	0
持続可能性	0	++
財政政策	-	0
オンライン市場および 情報の利用可能性	--	--
人工知能と 自動化	0	--
インフレ期待	-	+
労働組合	-	-
コモディティ価格	-	0

凡例:-- デysinフレ/- 小幅なデysinフレ/0 中立/
+ 小幅なインフレ/++ インフレ

出所: J.P. モルガン・アセット・マネジメント(2023年9月末時点)。

債券：「退屈な最善」への回帰

債券投資は一般的に、ここ1年に見られたようなエネルギーギッシュな路線ではなく、地味な投資と見なされています。最近のインフレショックと債券市場のボラティリティの急上昇が過去の出来事になるにつれ、債券市場の乱高下は歓迎すべき落ち着きを迎えると予測されます。過去2年間の道のりから、当社の均衡金利およびスプレッド予測はほぼ変わらないにもかかわらず、起点の金利の上昇に伴い、短期金利およびソブリン債の期待リターンは若干高くなっています（図表4）。

均衡水準のイールドカーブは、現在のような右下がりの形状から大幅にスティープ化すると予測されますが、サイクルを通じて平均すると、カーブは過去の平均よりもフラットになるとみられます。逆イールドの場合、投資家は債券を保有する際にマイナスキャリーを考慮する必要がありますが、今後1~2年でインフレが正常化するにつれ、このハードルは緩和され、最終的に逆転することが予測されます。

インフレ見通しの上昇により一部短期金利予測が上昇

図表4: G4諸国の債券リターン予測

	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	2.5%		2.4%		2.2%		1.4%	
短期金利	2.5%	2.9%	2.3%	2.8%	1.9%	2.2%	1.2%	0.9%
10年物国債	3.4%	4.6%	2.8%	4.2%	2.6%	3.5%	1.7%	1.2%
超長期国債インデックス*	3.7%	5.2%	2.9%	6.1%	2.8%	4.4%	2.0%	1.1%
投資適格社債	4.9%	5.8%	4.6%	5.4%	3.8%	4.0%	2.1%	1.6%
ハイ・イールド債	8.0%	6.5%			6.3%	5.7%		
新興国市場債券**	7.1%	6.8%						

出所: J.P. モルガン・アセット・マネジメント (2023年9月末時点)

*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)

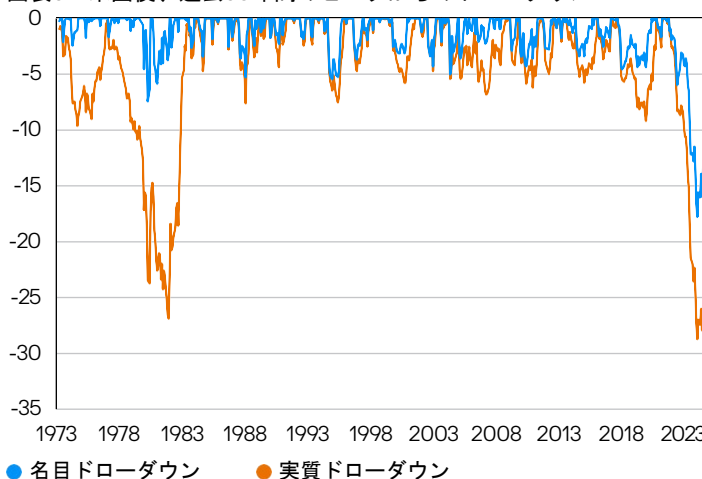
** 現地通貨建て新興国市場債券。

「低金利長期化」からの道のりは、既存の債券保有者にとって痛みを伴うことがわかっています(図表5)。しかし、利回りのリセットを受け、債券の実質リターンは今後プラスになるはずであり、投資家はインカムとディスインフレ的な成長ショックからの分散の両面で、再び債券を頼れるようになると思います。

債券利回りは速やかに反応しますが、金融システム全般が金利上昇に適応するには時間がかかるかもしれません。特に、割安な資金調達に依存したビジネスモデルの場合、信用の質の最も低い部分で、ある程度の混乱が見られる可能性があります。ただ、社債市場全体では、今のところ借り換えストレスの兆候はほぼ見られていないと思います。デフォルト(債務不履行)は長期平均に向かって再び緩やかに増加することが予測されますが、クレジット市場は総じて健全であるとみています。

インフレショックは過去50年間で最も急激な債券市場の下落を招いた

図表5: 米国債、過去50年間のピークからのドローダウン



出所: バンク・オブ・アメリカ、ブルームバーグ、J.P. モルガン・アセット・マネジメント (2023年9月末時点)

無リスク金利の上昇はクレジット資産のリターンを支えますが、タイトな実勢スプレッドが逆風になっていると考えます。それでも、投資適格（IG）債とハイイールド（HY）債は、タイトなスプレッドが市場混乱時のクレジット資産につきもののレフトテールリスクを増幅させる可能性があるものの、ソブリン債を上回る良好なリターンを提供するとみています。金利とスプレッドの水準は、雇用など他の経済指標と同様、景気サイクルの後期と一致していると考えます。しかし、強制的な借り入れがないことは、サイクルの半ばにあることを物語っています。

ローン市場ではストレスの証拠がより多く見られますが、概してクレジット資産はソブリン債に比べて公正なリターンを提供するとみています。新興国市場債券も、特に新興国市場債券インデックスのより高いクオリティ、より長期のデュレーションを考慮して調整した場合、妥当なリターンをもたらすと考えます。

為替：ユーロと日本円の構造的な支えが強まる見通し

政策の移行とそれに伴う利回りのリセットは通貨にも影響すると考えます。世界各国の中央銀行が米連邦準備理事会（FRB）に追随して自国の金利を引き上げるなか、米ドルは下落し始めました。米ドルは依然として過大評価されており、当社の予測期間にわたってほとんどの通貨に対して下落する見通しです（図表6）。しかし長期的には、純粋な金利や成長格差ではなく、資本フローの変化が通貨の道筋を決定づけると考えられます。

世界的には、サプライチェーンにおける摩擦に、10年にわたるレバレッジ解消を経たOECD³諸国の政府・家計からの総需要の拡大が相まって、世界経済は並外れた低インフレ・低金利時代から永久に抜け出したとみています。

ユーロ圏と日本では、この変化の最も明確な証拠が見られます。この好転は、名目成長率、金利、株式市場の著しい低迷期の終わりを告げていると考えます⁴。

海外からの資本流入だけでなく、国内資産にとどまっている国内資本にもけん引される形で、これらの地域に資本フローが回帰するにつれ、ユーロと日本円は強含み、米ドルの下げを加速させるとみられます。欧州と日本のインフレ見通しが高まれば、最終的に両通貨の上昇は頭打ちになる可能性があります。とはいえ、ユーロと日本円が安値水準から上値を伸ばす有力な根拠が見られます。突き詰めると、ユーロと日本円の上昇は今や米ドルの過大評価というよりも、欧州と日本の構造的な進歩に起因すると考えられます。

当社はより緩やかな米ドル安傾向が続くと引き続き確信

図表6：主要通貨の対米ドル為替レート予測（2023～24年）

	現在の スポット	最終的なスポット予測 (10～15年間)			
		2024	2023	変化	変化率
豪ドル	0.64	0.75	0.78	-0.03	-4.30%
ブラジルリアル	5.01	6.88	6.79	0.08	1.25%
カナダドル	1.35	1.15	1.16	-0.01	0.52%
スイスフラン	0.91	0.78	0.75	0.03	3.82%
中国人民元	7.30	5.77	5.35	0.41	7.74%
ユーロ	1.06	1.31	1.27	0.03	2.70%
英ポンド	1.22	1.49	1.40	0.08	5.91%
日本円	149.37	108	105	3.36	3.20%
メキシコペソ	17.39	27.49	24.30	3.19	13.12%
スウェーデンクローナ	10.91	8.21	8.06	0.15	1.81%

出所：J.P.モルガン・アセット・マネジメント、2023年9月時点のデータおよび予測。為替レートは全て市場慣行に基づく表示。

³ 経済協力開発機構

⁴ 通貨の軌跡については、2024 Long-Term Capital Market Assumptionsの「為替レート予測」で詳しく説明しています。

株式：風向きの変化を先取り

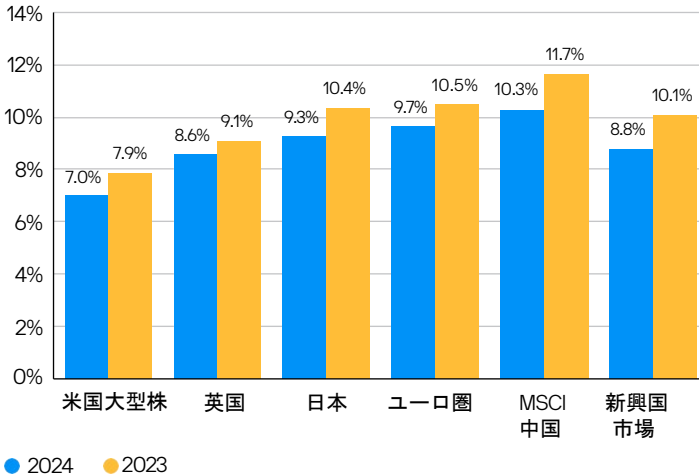
全体として、2023年の株高に伴い、当社の株式期待リターンは低下していますが、予測されたほどではありません。

資本コストの上昇にもかかわらず、利益率に対する確信度の高まり、希薄化予測の調整、企業の財務規律の改善により、株価が上昇したことに伴う最悪の影響は弱まっていると考えます（図表7）。

株式市場の2022年の暴落を受け、前回のLTCMAIにおける当社のグローバル株式予測は過去10年で最高水準に跳ね上がりました。この1年で株価は約20%上昇しましたが、当社の今年のグローバル株式予測は70bp低下の7.8%にとどまっており、企業の収益見通しに引き続き自信を持っていることを示唆しています。

今年はバリュエーションによるサポートが縮小する一方、高まった利益率の逆風は残るため、株式予測は下方修正

図表7：LTCMA予測、2024年と2023年の比較（米ドル建て）

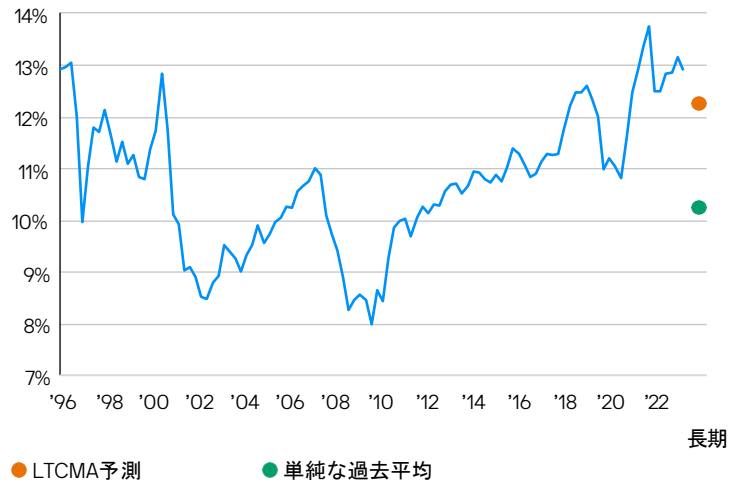


出所：ブルームバーグ、ファクトセット、J.P.モルガン・アセット・マネジメント（2023年9月末時点）。

多くの市場の利益率は、サイクル全体で予測される平均に比べて高い一方、単純な平均回帰が示唆するよりも高い水準で落ち着くことが予測されます（図表8）。これは、セクター構成の変化を反映している部分もありますが、企業の規律が改善され、利益率の安定性が重視されることの証明であると考えます。

企業収益性の長期的変化は、米国の利益率が単純な平均回帰にならないことを示唆

図表8：米国大型株における利益率の推移、過去平均、最終的なLTCMA予測



出所：ブルームバーグ、ファクトセット、J.P.モルガン・アセット・マネジメント（2023年9月末時点）。

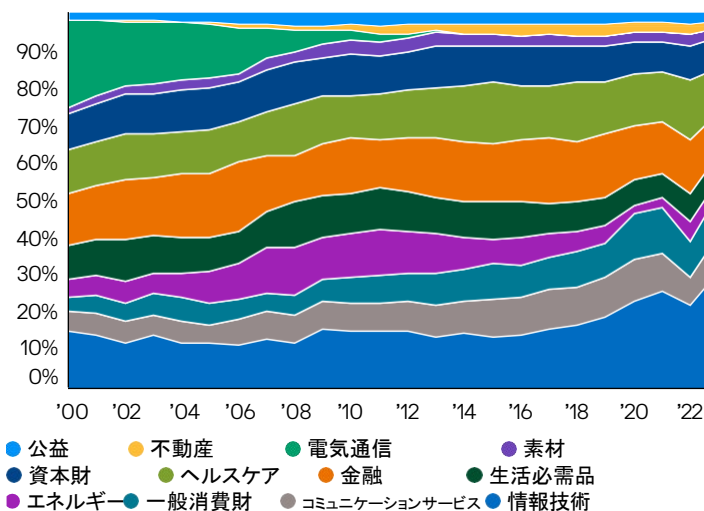
指数がテクノロジーセクターに過度に集中し、それが将来の株式リターンにリスクをもたらすという意見もあるかもしれませんが、さらに、人工知能を巡る最近の誇大宣伝を考慮すると、そうした集中は市場バブル形成のリスクとなると考えます。シリコンバレー企業をすべてテクノロジーに分類すると、指数はかなり集中しているように見えます。実際、世界金融危機以前に銀行に集中していた時代よりも集中度は高いように見えます（図表9A）。しかし分析の視点を、どのセクターがイノベーションを生み出しているかではなく、最終的にその価値がどのセクターに広がり活用されているかに移してみると、集中度はそれほど顕著ではないかもしれません。

言い換えれば、セクター分類の進化は継続中のプロセスであり、米国経済全体の基礎となる事業分類を反映する必要があります（図表9B）。ますます多くの産業がテクノロジーに依存するようになるにつれ、経済全体が求める重要なハードウェア、ソフトウェア、イノベーションを供給する上場企業の基盤が大きくなると予測するのは理にかなっているともいえます。

最終的に、投資家はテクノロジーを得意とする企業の利益率やフリーキャッシュフローの頑健性を過小評価し、集中によるリスクを過大評価する可能性があります。競合する貿易圏が世界的に台頭するなか、イノベーション、テクノロジー、データはますます戦略的資産と見なされるようになっていきます。各国政府は、市場をリードする大手ハイテク企業の解体にそれほど意欲的ではなく、このセクターにおける「独占を容認」し、独占料を徴収して優れたバリュエーションを得られるようにしているようです。

S&P500指数の分類が進化し、時価総額のウエイトが変化しても、テクノロジーの影響はセクターを超えて感じられる

図表9A: S&P500におけるセクターウエイトの推移



出所: ブルームバーグ、S&P Dow Jones Indices LLC (2023年8月末時点)

米国の利益率が底堅いとしても、他の先進国市場で得られるリターンは、それに比べて依然として魅力的と考えます。米国企業が2010年代を通じて享受した市場優位性は、特に欧州と日本との競争に直面しています。

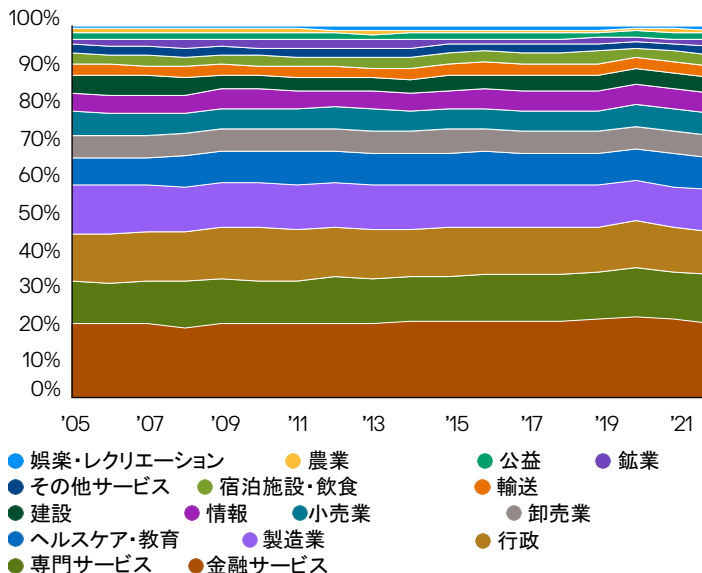
欧州が欧州債務危機の影響から脱して久しくなります。企業景況感への影響は重大でしたが、この地域は依然として世界で最も価値あるブランドの15%を擁しています。さらに、金融エコシステムはより協調的なものへ、当社の見解からすると株式市場に優しいものへと進化しています。

一方、日本では、失われた20年における企業の停滞と過剰貯蓄が歴史のかなたに消える中、自己資本利益率 (ROE) が回復しつつあるとみています。

対照的に、新興国市場株式の見通しは緩やかになっています。投資家は中国の先行きに懐疑的な見方を強めており、高いバリュエーションを払うことに消極的になっていると考えます。中国株は2023年の上昇相場に追随しなかったため、起点の低さが期待リターンの支援材料となっていると考えます。

それでも、今年は先進国株式に対する新興国市場株式のリターンプレミアムが米ドル建てで40bp縮小しています。

図表9B: 米国の経済活動に対する産業部門の寄与度推移 (粗付加価値)



出所: ヘイバー・アナリティクス (2022年12月時点)

オルタナティブ資産：リターンは上場資産に追いつき、アルファの可能性は持続する見通し

株式リターンの低下により、プライベート・エクイティ (PE) とヘッジファンドの一部クラスの期待リターンに下押し圧力がかかっているとみています。一方、不動産、インフラ、輸送資産を含む実物資産と、プライベート・クレジットおよびベンチャーキャピタル (VC) は、期待リターンが上昇しています。これらの動きの背景の詳細は、オルタナティブ資産の魅力的なアルファ創出力と分散の特性を際立たせており、精査されています。

PE予測において、時価総額加重平均コンポジットの予測は20bp低下して9.7%となっています。ただ、これはもっぱら大型PEの予測が50bp低下して9.70%となったことによるものです。中・小型PEはVCと同様、小幅な上昇を記録しており、これは成長資金に対する継続的な需要と、大型PEに多くのしかかるメザンファイナンスコストの増加に対する感度の低下を反映しています。

金融オルタナティブに対する昨年の当社予測では、予測される資産の評価切り下げにペナルティーを適用し、アルファ予測の改善を相殺して余りあるほどでした。今年は評価切り下げがほぼ織り込み済みで、アルファ予測は引き続き安定しています。これらの効果の合計が、上場市場のベータによる影響をある程度相殺するのに役立っています (図表10)。

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10: 主要オルタナティブ戦略の期待リターン(レバレッジ込み*、手数料控除後、%)

実物資産	2024	2023	金融オルタナティブ	2024	2023
プライベート不動産エクイティ(現地通貨)			プライベート・エクイティ(米ドル) [†]		
米国コア	7.5	5.7	時価総額加重平均コンポジット	9.7	9.9
米国バリュアデッド	9.7	7.7	プライベート・エクイティ(小型)	9.7	9.5
欧州コア	5.6	4.7	プライベート・エクイティ(中型)	9.5	9.4
欧州バリュアデッド	7.5	6.7	プライベート・エクイティ(大型、超大型)	9.7	10.2
アジア太平洋コア	7.1	6.1	プライベート・デット(米ドル)		
REIT(現地通貨)			ダイレクト・レンディング	8.5	7.8
米国REIT	8.2	6.8	ベンチャーキャピタル(米ドル)		
欧州REIT	8.0	6.1	ベンチャーキャピタル	9.2	8.5
アジア太平洋REIT	7.0	5.1	ヘッジファンド(米ドル)		
世界REIT**	7.9	6.4	株式ロング・バイアス	4.7	5.0
商業用モーゲージローン(現地通貨)			イベント・ドリブン	5.0	5.4
米国	6.3	n/a	レラティブ・バリュア	4.9	4.9
世界インフラ(米ドル)			マクロ	3.6	4.1
コア	6.8	6.3	ディバーシファイド ^{††}	5.0	5.0
世界輸送資産(米ドル)			コンサバティブ [‡]	3.7	3.7
コア	7.7	7.5			
世界森林(米ドル)					
世界森林	6.2	6.7			
コモディティ(米ドル)					
コモディティ	3.8	3.1			
金	4.1	3.5			

出所: J.P. モルガン・アセット・マネジメント(2023の期待リターン: 2022年9月末、2024の期待リターン: 2023年9月末時点)。

* 全ての期待リターンにはレバレッジが組み込まれています(レバレッジが使用されていないコモディティを除く)。

** 世界コンポジットは、おおむね以下のウエートを前提としています: 米国70%、欧州10%、アジア太平洋地域20%。

[†] プライベート・エクイティ・コンポジットは時価総額加重平均: 大型と超大型65%、中型25%、小型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(超大型を除く)。

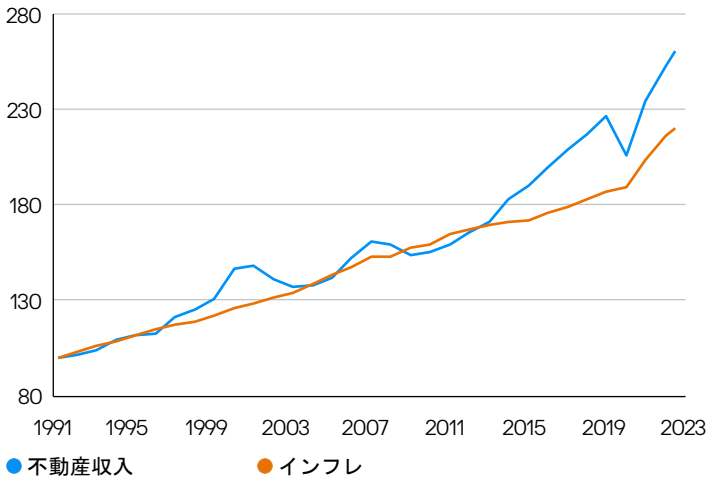
^{††} ディバーシファイドの想定はマルチストラテジー・ヘッジファンドの予測リターンを示しています。

[‡] 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・ヘッジファンドの予測リターンを示しており、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。2024年の予測はディバーシファイドのベータの0.70を適用しています。

2022年、債券・株式市場が暴落するなか、インフレショックに対する実物資産への分散は歓迎すべき避難先となりました。実物資産は時価評価のサイクルが緩やかであることで守られた部分があるとの指摘もありますが、実物資産にはもともとインフレ耐性があり、過去のインフレ期にもよく持ちこたえています（図表11）。

不動産収入は過去30年間、概してインフレに打ち勝っている

図表11：不動産収入とインフレの比較
初期値=100



出所：J.P. モルガン・アセット・マネジメント GRAリサーチ、全米不動産投資受託者協会（NCREIF）、労働統計局（2023年6月末時点）。

今年は実物資産全般で調整が見られており、期待リターンは上場市場の予測とより足並みがそろっています。米国の商業用不動産の一部でいくつか問題が指摘され、中国で低迷が続いているものの、当社はコア不動産の見通しは堅調だと考えます。実物資産全体では、リターン見通しが依然として底堅く、コア輸送は20bp上昇して7.7%、コアインフラは50bp上昇して6.8%となっています。魅力的なリターンに加え、実物資産は分散の可能性を提供します。当社の予測期間中に予測されるインフレ率の変動の増大を考慮すると、これは特に歓迎すべき要素です。

移り変わる世界に対応したポートフォリオ構築

今後10～15年間は、移り行く世界における課題に直面する一方で、そうした課題に対して堅牢なポートフォリオを構築する機会にも恵まれると考えています。ディスインフレから上下双方向のインフレリスクへ、政策緩和から資本コストの上昇への移行は、単なる成長ショック以上のものからポートフォリオを守らなければならないことを意味します。同時に、特にエネルギー移行と技術導入に関連する新しい投資テーマを捉えることが重要になるでしょう。

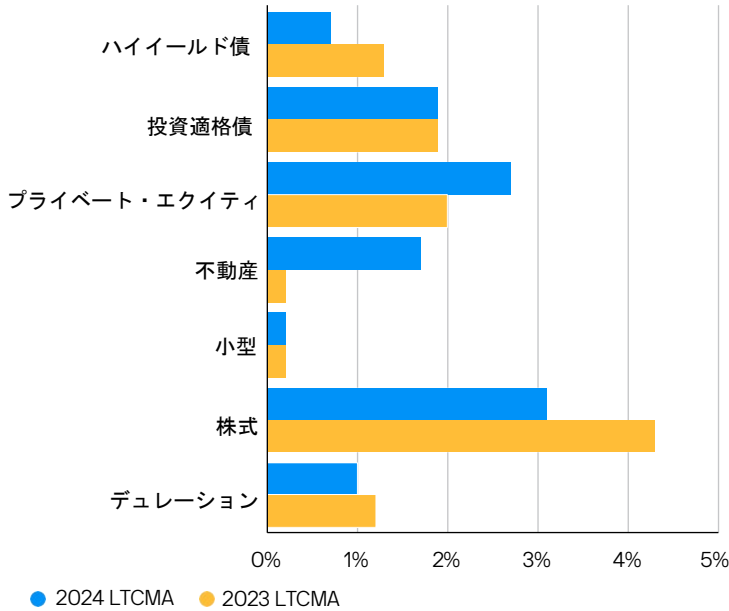
60/40ポートフォリオは過去の様々な市場の試練を乗り越えてきましたが、今日、魅力的なリターン見通しが多くの資産市場で見られ、60/40の投資家に対し、革新的な手法でポートフォリオ構築を強化できると考えます。移り変わる世界に対応したポートフォリオを構築するには、投資家は現金やベンチマークを活用し、既存の投資機会の中でより良いリターンを獲得することが求められます。特にオルタナティブ投資や国際分散投資の拡大を通じて投資機会を広げることで、リターンと分散投資の新たな軸を切り開くことができるとみています。また、上下双方向のインフレリスクが高まり、資本源が変化するなか、投資家がアクティブアルファと運用者選定を通じてリターンを向上させる機会は増えると考えています。

この1年で最も顕著な移行がみられたのは金融政策です。政策金利の引き上げによって現金の資産としての魅力が高まる一方、金利の上昇はキャリアコストを通じて他の資産の保有者には向かい風となりました。しかし、短期金利が長期的に高止まりする可能性は低く、そうしたキャリアのハードルはすぐに下がるでしょう。当社予測の実質均衡短期金利は小幅上昇していますが、平均すると、他の資産の予測シャープレシオとリスクプレミアム（図表12Aおよび12B）は、短期金利の起点が高いことの影響を特に受けていません。

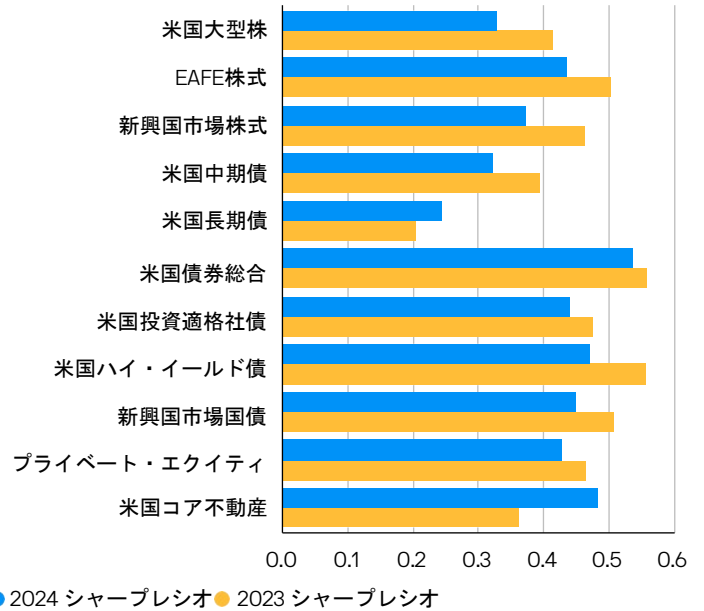
とはいえ、逆イールドカーブと短期金利の起点の高さは、投資家が短期的に乗り越えるべき戦術的課題を提示していると考えます。

短期金利の起点の高さが長期的にリスク調整後リターンに与える影響は比較的小さい

図表12A：リスク・プレミアム



図表12B：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（2023年9月末時点）。

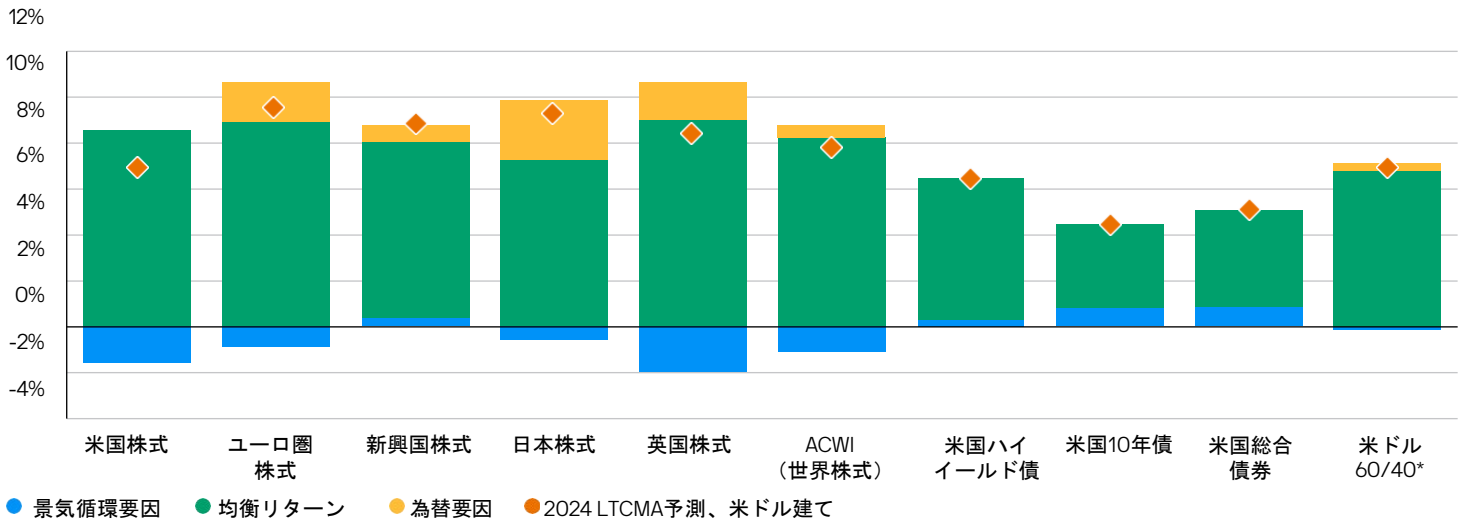
高い短期金利は魅力的に見えますが、投資家は、米国財務省短期証券を保有すると、今日限られたリスクで5%を回収できる一方で、長期的には複利のリターンを逃すことになるということを忘れてはなりません。つまり現金を運用に回すことが不可欠と考えます。当社では、現金に投じられた1ドルは10年後に実質ベースで1.04米ドルの価値になる一方、上場市場で単純に60/40ポートフォリオを構築した場合は価値が1.54米ドルに成長し、60/40を25%のオルタナティブ投資で補完した場合は1.60米ドルを超えると推定しています。

長期的には、さまざまな資産の期待リターンがリスク特性にほぼ沿って上下するため、資産スタック⁵は一般的に短期金利に沿った動きになります。そのため、すでに現金を運用に回している投資家にとって、ファクター配分、国際分散投資、為替オーバーレイといった投資機会の範囲内でさらに手を広げる余地が、短期金利の上昇によって制約されることはないと考えています。昨年と比べて株式のバリュエーションは上昇しており、株式にはやや景気循環的な逆風が吹いていると考えます。対照的に、起点の利回りの上昇は、債券にとって景気循環的な追い風になると考えます。しかし全体として、リターンの景気循環的要素は比較的小さいままとみています（図表13）。

⁵ リスクとリターンの水準に応じた資産市場の資本構造：株式が最下位、クレジットとソブリン債がそれに続き、現金が最上位。

株式には利益率の縮小による緩やかな逆風が見られる一方、多くの債券にとって足元の高利回り水準が追い風に

図表13：米ドル建て主要資産のリターン要因分解



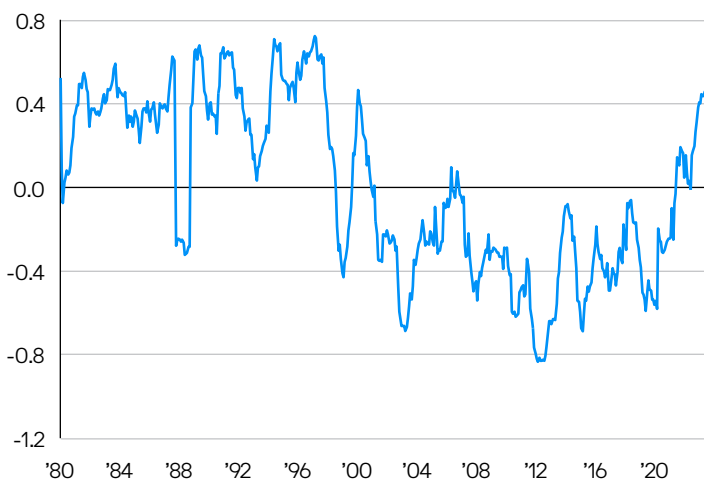
出所：J.P.モルガン・アセット・マネジメント・マルチアセット・ソリューションズ（2023年9月時点）。
*米ドル60/40とは、米ドル建てのMSCIACWI60%、ブルームバーグ米国総合債券40%のポートフォリオを指します。

2023年の当社のメッセージが、上場市場におけるコア資産の期待リターンの急上昇に主眼を置いていたとすれば、2024年は資産市場全般における様々な投資機会に注目しています。

インフレリスクはアップサイド、ダウンサイドの上下双方向に存在し、株式と債券の相関が必ずしもマイナスではなくなる環境下では（図表14）、投資家はポートフォリオを守り、潜在的なリターンを高めるために、複数資産に分散して投資を行うことで魅力的な投資機会を捉える必要があると考えています。

必ずしもマイナスの相関が続くわけではない環境では、新たな次元のポートフォリオ分散の必要性が高まる

図表14：S&P500と米国10年債の相関



出所：LSEGデータストリーム、S&Pグローバル、J.P.モルガン・アセット・マネジメント。過去の実績は、現在および将来の成果の信頼できる指標ではありません。

機会拡大の対象には、2022年にインフレ時代の分散投資先としての価値が証明されたオルタナティブ資産が含まれるでしょう。オルタナティブに対する反対意見の矛先は、流動性の低さである場合が多いですが、多くのポートフォリオにおいて流動性は依然として十分に活用されないリスクプレミアムであると見ています。さらに、適切な運用者選定によってもたらされるアルファが、オルタナティブ投資の流動性の低さに対する懸念を和らげる可能性があると考えています。

大規模な金融緩和策からの移行に伴い、運用者選定とアクティブアルファによってポートフォリオを強化する事が必要な環境へと変化しつつあると考えています。中央銀行はもはや無制限かつ低コストな資本供給をしておらず、代わりにキャッシュレートの上昇が民間企業にとって資本の調達コスト上昇に繋がっています。今日、資本は必ずしも不足しているわけではありませんが、もはやフリー（無利息）ではありません。簡単に言えば、金融の安定を目的とする資産購入者（中央銀行）から資本が提供される場合、「買い」は無差別になりますが、リターンを目的とする投資家から資本が提供される場合、「買い」は選別的になります。

投資の選別色が高まると、資産ごとのパフォーマンスにばらつきが生まれやすくなり、アクティブ投資の妙味が高まると考えています。

当然ながら、当社の見通しにはリスクがあります（図表15）。しかし、現在の資産市場には、様々な投資機会が存在しており、分散してリターンを獲得することでショックに対するポートフォリオの堅牢性を向上させることに繋がると見込んでいます。

10～15年の予測期間において、当社は景気循環的なリスクよりも潜在成長率やインフレを変化させる可能性のあるリスク、あるいは長期的な資産リターンに永続的な影響を及ぼす可能性のある構造的なリスクに注目しています。

図表15：当社の長期予測と資産期待リターンに影響する主な構造的リスク

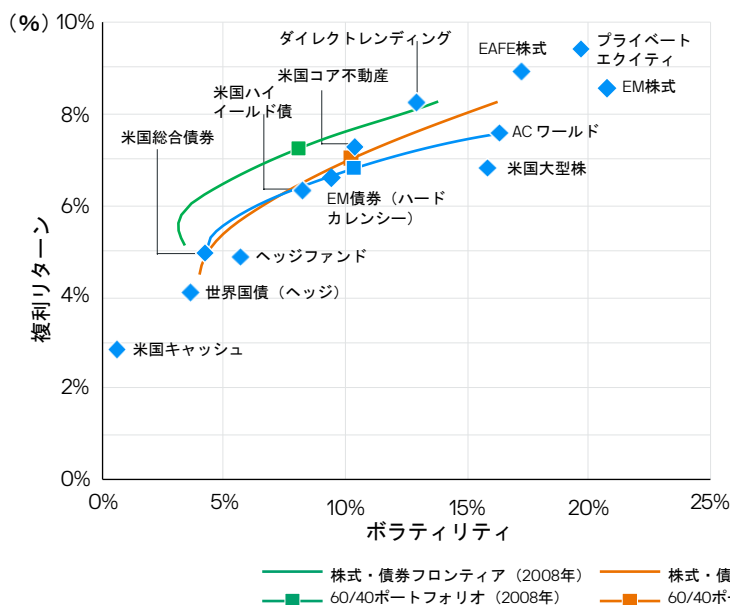
想定リスク	上振れ／ 下振れ	説明	マクロ経済または資産クラスへの影響
巨額な財政支援と債務の持続可能性への懸念	下振れ	高齢化による構造的な財政課題に加え、財政政策の積極化は、債務の持続可能性への懸念を高める。	財政政策の積極化によって金融の制約に直面する。財政縮小の必要性が認識されるにつれ、債券、ひいては株式にとってマイナスとなる。懸念が1つの国や地域に限定される場合、為替に大きな影響が及ぶ。
気候や環境の悪化	下振れ	異常気象が悪化し頻発することで、生産設備等の破壊や食料・基本資材供給の混乱に繋がる。	短期的に供給が途絶え、再建中に希少資源が圧迫されるとインフレが上昇し、コモディティや実物資産にはプラス、債券、株式、クレジットにはマイナスとなる。
ロシア・ウクライナ紛争の加速または拡大	下振れ	消耗戦が近隣のNATO加盟国との激しい紛争に波及したり、米国への挑戦的なサイバー攻撃に繋がったりする。	サプライチェーンへのショックの再燃と報復制裁のリスクが貿易をさらに混乱させる。債券と米ドルにはプラス、コモディティには支援材料、株式にはマイナスとなり、欧州には最大の打撃が及ぶ。
米中貿易摩擦の再燃	下振れ	米中当局が幅広い品目に対する報復関税と制裁で新たな貿易紛争に陥る。	アジア圏で米国の役割がさらに縮小すれば、成長に打撃が及び、ひいてはインフレをもたらす。コモディティ価格は高止まりし、サプライチェーンが危機にさらされて産業部門が圧迫される一方、ASEAN諸国とインドは恩恵を受ける可能性がある。
再生可能エネルギー投資による欧州のエネルギー自立	上振れ	欧州諸国が再生可能エネルギー源と持続可能なインフラの導入を加速させるため、ロシア産ガスへの依存を減らし、投資を倍増。	欧州のエネルギー供給網から不確実性が取り除かれ、投資による技術の進歩が生産性を押し上げる一方、インフラ整備がさらにプラスの支援材料を提供。ユーロと欧州株式にとって追い風となる可能性がある。
AI(人工知能)の導入が加速	上振れ	一部地域で成長を抑制している労働力不足が改善され、生産性の回復余地が生まれ、潜在成長率が大幅に改善。	インフレを抑制しつつ実質GDPにはプラス。先進国株式、クレジット、他のリスク資産には支援材料になり、インフレの上振れリスクを抑制する可能性がある。
予測以上に堅調な投資・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の増加が、生産能力の増強と労働力のスキルアップに繋がる。	実質GDPにプラスに働く一方、インフレは抑制され、株式、クレジット、他のリスク資産には支援材料になり、債券市場ではインフレの上振れリスクを抑制、EMよりもDMに有利の可能性。
米国のデフォルト(債務不履行)	下振れ	米国の債務上限問題や他の予算問題が膠着状態に陥り、デフォルトに至る。債務返済への予算の使いすぎが政治的に受け入れられない。	リスク資産には大幅にマイナス。無リスク資産の定義を巡る不確実性が課題になり、流動性逼迫を引き起こすリスクも。当初は債券にプラスだが、米国以外の債券が急速にアウトパフォーマンスする可能性がある。金、スイスフラン、日本円にはプラス。
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(暗号資産またはオルタナティブ・フィアット通貨)が台頭し、準備資産の米ドル離れが進む米国の資産に対する需要が減り、米国の財政赤字に再び注目が集まる。	成長、米ドル、債券、クレジット、株式にはマイナス。実物資産とコモディティにはプラス。
第二のパンデミックまたはワクチン耐性のある変異種の出現	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。
インフレ期待が織り込まれ、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。	債券利回りは上昇し、株式バリュエーションはさらに縮小する。グロース株式は圧力にさらされ、マージン(利益率)は軒並み悪化。株式と債券の正の相関が定着し、実物資産とインフラが相対的に持ちこたえる。
量的引き締めが市場の大規模な歪みを招く	下振れ	中央銀行が積極的にバランスシートの縮小を進め、民間の買い手は構造的に増加する債券発行に伴う供給増を吸収できない。	債券利回りの上昇が他のすべての資産クラスのバリュエーションを脅かすため、すべての資産にとってマイナス。
ゼロ金利からの移行後の金融混乱	下振れ	金融システムの一部で波及リスクが高まる。システミックな銀行システムに比べて規制当局の監視が緩いため、特定のプライベート市場が最も脆弱になる可能性がある商業用不動産も懸念される分野。	マージンコールに応じるための資産の投げ売りは、クレジット供給の急減を引き起こす可能性がある。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。

当社の期待リターンをまとめると、株式と債券のフロンティアはより平坦になっていることがわかります（図表16Aおよび16B）。これは金利が上昇した景気後期サイクルの起点にあることを反映していますが、株式投資家が得られるリターンは長期平均に近い水準を保っています。インフレが景気循環要因調整後の長期的水準に回帰するにつれ、資産全体で得られる実質リターンは一定程度魅力的な投資環境を生み出すと考えています。また、新たな資本源によって資産間のばらつきが生まれるため、アクティブ投資家にはより魅力的な投資環境がもたらされると見えています。

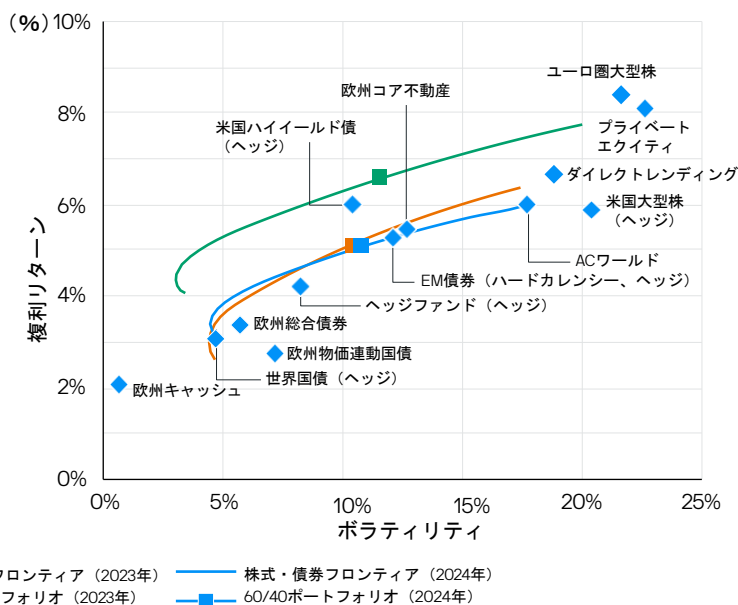
移り変わる世界では資本は常に動き続け、同時に様々な投資機会が生まれる中で、傍観するという選択肢はありません。長期的には、資産市場はあらゆるリスク選好度の投資家に適正なリターン見通しを提供し続けると考えています。

株式と債券のフロンティアが平坦化しても、実質リターンの可能性は魅力的に映り、資産間のばらつきはアクティブ投資家にとってより魅力的な投資環境をもたらす見通し

図表16A：2024年対2023年LTCMA予測に基づく米ドル建て株式・債券フロンティアおよび60/40ポートフォリオのリスクとリターン



図表16B：2024年対2023年LTCMAに基づくユーロ建て株式・債券フロンティアおよび60/40ポートフォリオのリスクとリターン



出所：J.P.モルガン・アセット・マネジメント（2023年9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。

・S&P Dow Jones Indices LLCの各インデックスは、S&P Dow Jones Indices LLCが発表しており、著作権はS&P Dow Jones Indices LLC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。

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、説明や議論の目的でのみ提供されており、それぞれ重大な制約があります。「予測」または「アルファ」の期待リターンは、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。各資産クラスの予測収益率は、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 2023 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 2023 JPMorgan Chase & Co. All rights reserved.

LV-JPM54321 | 10/23 | 09fo230410190216