機関投資家向け資料

M&G Investments

投資展望
ミッドイヤー
アウトルック

目次

3 **不透明な市場をナビゲートする**

— **2023年 - 波乱の年明け**

— **分散投資とダイナミックアロケーションの重要性** – *パリット・ジャクリア*

12 **当たり前のことは何もない** – *ファビアナ・フェデリ*

18 **債券のバリュエーションはリセットされた** – *ジム・リービス*

22 **プライベートアセットの堅調なトレンドは継続**

— **プライベートクレジット：複雑な状況に対応できる汎用性の高いツールセットを探す**

— **実物資産のメガトレンド：投資機会を形成するグローバルトレンド**

— **世界の不動産：最悪の事態は抜け出したか**

投資元本は変動し、投資から得られる利益は上昇することもあれば、下落することもあり、お客様の投資元本は保証されません。

過去の実績は将来の運用成果を示唆するものではありません。

当資料は、一般的な情報提供を目的としており、金融商品取引業登録に基づく業務または当社関連会社が組成するファンドの持分等の勧誘を目的としたものではありません。

不透明な市場をナビゲートする

投資展望のミッドイヤーアウトルックをお読みいただきありがとうございます。2023 年は、これまで波乱に満ちた年で一時的に不安定な時期があったものの、金融市場は昨年の混乱からほぼ安定しています。

本号では、最近の動向を振り返り、今後数ヵ月間の市場に影響を与える可能性のある要因をご説明します。

株式・マルチアセット・サステナビリティ担当 CIO であるファビアナ・フェデリと、パブリック債券担当 CIO であるジム・リービスからのコメントから債券市場と株式市場の主要な推進要因と投資機会を取り上げます。

また、プライベートクレジットの柔軟性や金利上昇が不動産市場に与える影響などプライベート市場における現在の投資状況についても考察しています。不動産チームは、エネルギー転換やデジタル化といった長期的なメガトレンドが生み出す潜在的な投資機会に注目しています。

また、M&G トレジャリー＆インベストメントオフィスの長期投資戦略担当ディレクター、パリット・ジャクリアは、資産クラスの相互作用と分散投資についてコメントしています。トレジャリー＆インベストメントオフィスは、M&G plc の子会社である英国プルデンシャル生命保険に代わって、さまざまなマルチアセット投資ソリューション、ユニットリンクファンド、年金など幅広い分野で約 1520 億ポンド*を運用管理しています。

パリットは、インフレが経済体制の変化を促し、中央銀行と金融市場の焦点の変化につながったことを説明します。この新しい環境では、市場は近年ほど中央銀行の支援に頼ることができなくなるかもしれず、経済サイクルは日々の不確実性が高まる中、短期化する可能性があることを示唆しています。

このような背景から、異なる資産クラスやリスク要因に分散されたポートフォリオに価値を見出すとともに、進化する市場には、ダイナミックなアロケーション戦略が必要であることを示唆しています。

投資展望は、M&G の広範な投資能力と専門知識を紹介することを目的としています。

現在の市場環境をナビゲートする上で、この展望がお役に立てれば幸いです。 ■

* 2022年12月31日時点。

波乱の幕開け

昨年は高インフレに対する政府の積極的な対応が金融市場の動向を主に左右する要因となりましたが、2023 年初来は、金利上昇の結果に関する不透明性が主な要因となっています。

中央銀行の急速な金融引き締めが経済成長の道筋にどのような影響を与えるか、例えば「ソフトランディング」になるのか「ハードランディング」になるのか、そして市場はどう反応するのか、さまざまな議論がなされています。

景気後退に向かうという予想がかなり広まったにもかかわらず、経済は概して底堅く推移し、堅調な雇用市場と賃金の上昇が物価上昇の環境下でも個人消費を支えています。

米国の銀行が相次いで破綻し、クレディ・スイスが緊急救済されたことは、確かに、最近の引き締め政策が負担を与えていることを示す最初の兆候でしたが、2008 年のような金融危機が懸念される中でも、危機は収束したように見えます。

インフレは引き続き注目されています。最近の動向は、卸売エネルギー価格、生産者物価、サプライチェーンの混乱に関する指標など、主要な構成要素における物価上昇圧力の緩和を示唆しています。しかし、特に労働市場の逼迫を考えると、コアインフレの解消は、依然として困難とする兆候があります。インフレ率の低下ペースが頑固なほど遅く、金利に対する期待が変動しています。

このような厳しい背景や、米国の債務上限問題などの懸念にもかかわらず、市場、特に株式は非常に底堅く推移しています。銀行危機と原油安の影響を受けた米国の銀行とエネルギー株を除けば、多くの株価は昨年の下落分を着実に回復しています。特に米国のメガ・テクノロジー株は今年、人工知能（AI）の可能性への期待を背景に急騰しています。

債券市場も、ボラティリティの高い時期や、特に長期のギルトなど特定の市場の低迷はあったものの、概ねプラスのリターンを記録しています。しかし、コモディティ市場は、不透明な経済見通しと中国需要の減速懸念がエネルギーや銅の価格を圧迫するなど、より厳しい状況に直面しています。対照的に、金はその伝統的な「安全な避難所」としての特性が追い風となり、2023年上半期は堅調なリターンを記録しました。■

分散投資とダイナミックアロケーションの重要性

M&G トレジャリー＆インベストメントオフィス長期投資戦略担当ディレクター
パリット・ジャクリア

長期投資戦略担当チームは M&G トレジャリー＆インベストメントオフィスに所属し、M&G plc の子会社である 英国プルデンシャル生命保険（PAC）の社内投資ストラテジストであり「マネージャーのマネージャー」から編成されているチームです。長期投資戦略担当チームは、投資ファンドの戦略的資産配分を設定するほか、M&G plc 向けにに様々な経済シナリオやモデリングを提供しています。その一環として、資産クラスの見解と経済・資本市場の動向に対する感応度を定期的に見直しています。

株式と債券の「明白な」相関係

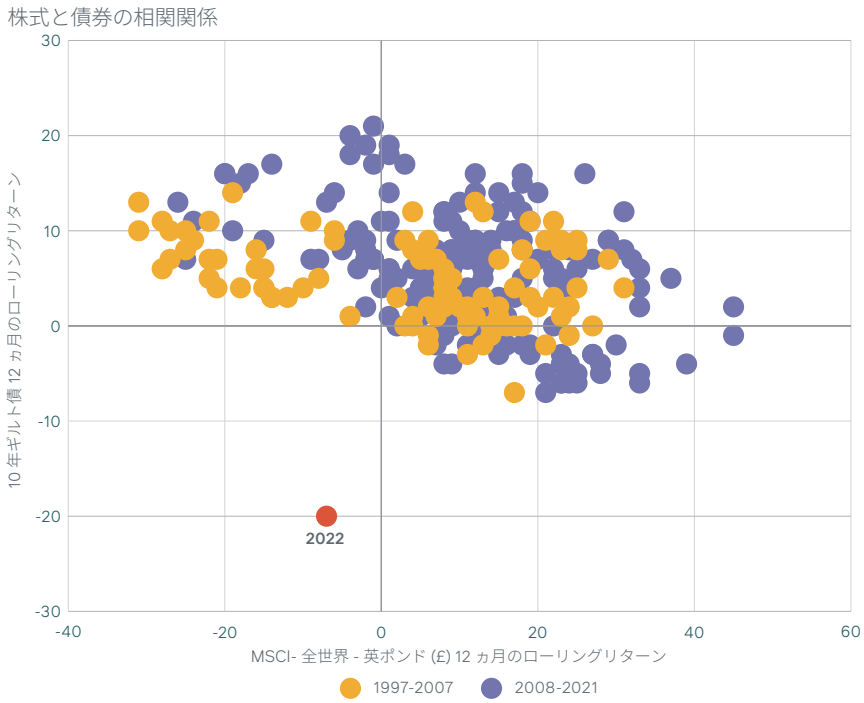
今世紀、そして 1997 年のイングランド銀行独立以来、マルチアセット投資家にとって債券と株式のリターンは、一定のパターンを示していました。以下の図 1 は、このパターンの簡略図です。株式市場の下落は、債券市場のプラス・リターンで少なくとも部分的に相殺され、その逆もまた然りでした。

その結果、株式と債券は適切な分散効果があるとして、先進国市場の債券と株式への投資を安価かつ大規模に行おうとするマルチアセットハウスが数多く誕生しました。

そのため、類似のファンドが多数誕生し、市場の差別化要因はファンドの手数料のみとなり、その手数料は競争の結果、ますます引き下げられました。確かにこれらのファンドは、量的緩和と低金利が続いた最近の 10 年間（「Lower for Longer （低金利が長く続く）」環境）では、利回りの低下が債券のリターンが押し上げ、株式と債券の関係は、2022年までうまく推移したため、これらのファンドは問題なく運用されました。

株式市場の下落は、債券市場のプラス・リターンによって少なくとも部分的に相殺され、その逆もまた然りでした

図 1：適切な分散：株式と債権のリターン

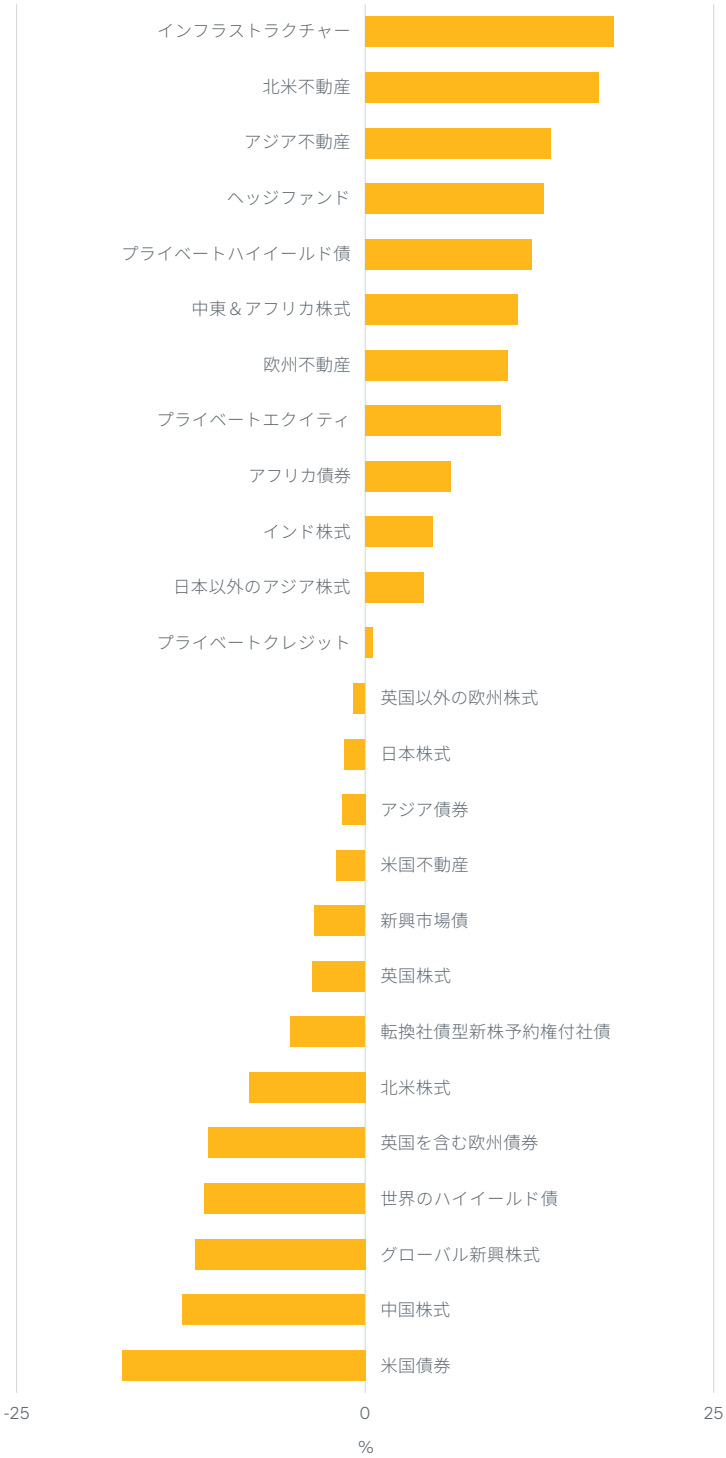


出所：M&G、リフィニティブデータストリーム、2022 年 12 月 31 日。英ポンド建てのリターン

過去の実績は将来の運用成果を示唆するものではありません。

図 2：株式や債券の代わりになるものがいくつかあります

2022 年レベル 2 の資産クラスのリターン（PruFund 成長ファンド）



出所：M&G、2022年12月31日。英ポンド建てのリターン

過去の実績は将来の運用成果を示唆するものではありません。

資金の逃げ場は

世界のマルチアセット投資家にとって、2022 年のような先進国債券と株式がともに期待はずれの年に、どこに投資するかは大きな問題でした。そのため、アセットマネージャーがよく使う言葉として「Nowhere to Hide（資金の逃げ場がない）」という表現が生まれました。

幸いなことに、投資家が時間と労力を惜しまず、より広い範囲に目を向ければ、その他にもさまざまな資産クラスや地域が存在します。また、株式や債券が苦戦した昨年、インフラや不動産など他の資産クラスは、当社の主要マルチアセットファンド構成のリターンチャートが示すように、プラスのリターンとなりました（図 2）。

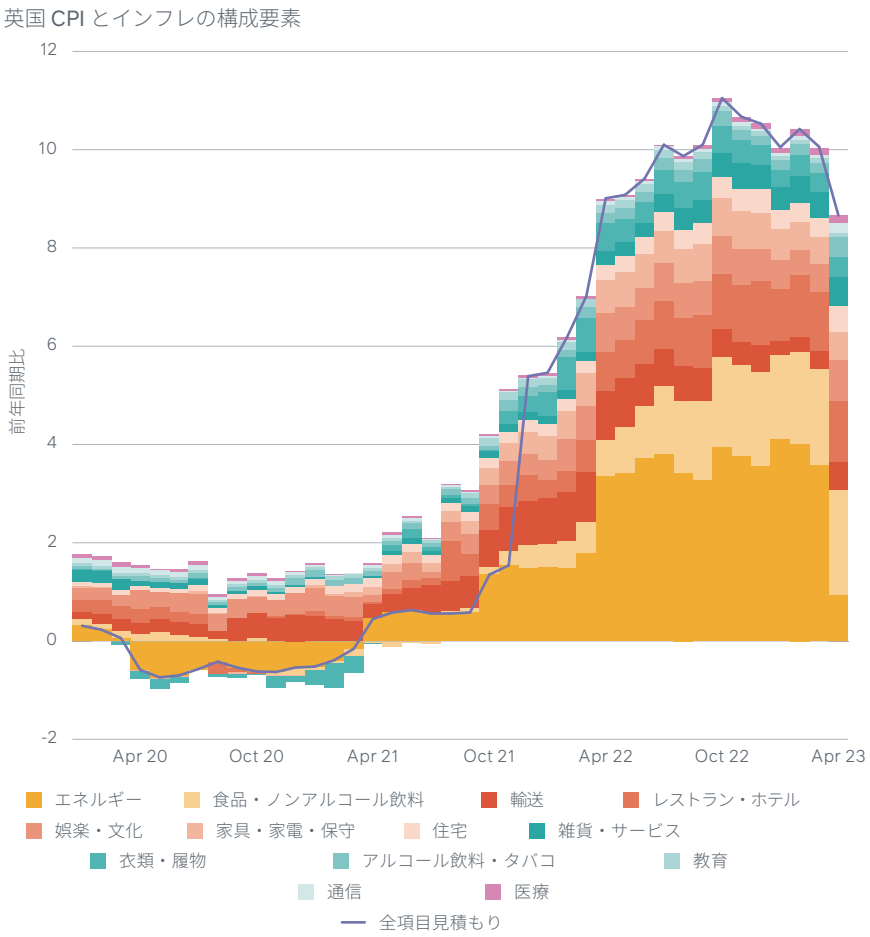
インフレと体制の変更について

体制の変化とは、ある体制が別のものと交代することです。経済のさまざまな部分の相互作用の転換を示すことができます。しかし、政権交代とは異なり、経済体制の転換は、発生を見極めることが困難な場合も多くあります。市場に異常が発生していても、必ずしも体制が転換するわけではありませんが、何がなぜ変わるのかを見極めるために、体制に沿った経済の構造的な作用を見直すきっかけとなります。

振り返ってみると現在は、中央銀行や市場が成長ショックと同程度にインフレショックを懸念する体制にあることが、ますます明白になっており、これは過去 20 年間の投資環境とは正反対の状態です。

現在は中央銀行や市場が成長ショックと同程度にインフレショックを懸念する体制にあります

図 3：エネルギーと食料によりインフレが加速



出所：リフィニティブデータストリーム、2023 年 5 月。

消費者物価指数（CPI）バスケットのサブコンポーネントを見ると、エネルギーと食品価格の高騰は、特に英国と欧州でインフレ率を大幅に上昇させる重要な役割を果たしました（図 3）。

今後、食料品、エネルギー、サプライチェーンの混乱などによる総合インフレ率の押し上げ効果は、今後数ヵ月の間に弱まり、昨年の価格高騰によるベース効果は 4 月以降に低下し始めると思われます。しかし、直近ではエネルギー価格が約1.4% 低下した一方で、食料品価格は主な構成要素と同様、依然として高止まりしています。これにより当然、今後 12～18 ヵ月の間にインフレ率が最終的にどこに落ち着くかという疑問が生まれます。私たちが最も懸念しているのは、インフレ期待の高まりが定着してしまうリスクです。

経済サイクルが短縮化する可能性

最近の出来事のもう一つの特徴は、政策状況が「中央銀行プット」（市場は、中央銀行が景気拡大の進展に応じて徐々に政策を引き締め、弱体化の兆候がみられるとすぐ、積極的に緩和措置を取ることを信頼できた中央銀行政策の体制）から、移行しつつある点です。このような環境により、株式市場に有用な最終手段が提供されると同時に、ポートフォリオの「保険」としての国債の役割が確立されました。

インフレ率が高止まりした場合、またインフレ率の鈍化が顕著になった場合、市場は以前ほど中央銀行の支援を頼りにできなくなる可能性もあります。

中央銀行が双方向の政策エラーを懸念するこの「対称性」は、中央銀行への依存が解消された新時代において、大きな変化となるでしょう。その結果、21 世紀に市場が一般的としていた経済サイクル（例：世界金融危機（GFC）からコロナショックまでの 12 年間）と比べて、経済サイクルははるかに短くなり、日々の不確実性が増すことになると思われます。

しかし、わずかながら明るい兆しもあります。経済サイクルが短くなれば、理論的には、過剰なものの蓄積は大幅に削減されるはずです。裏を返せば、マルチアセット運用は、経済サイクルに合わせてよりダイナミックに進化する必要があるかもしれません。

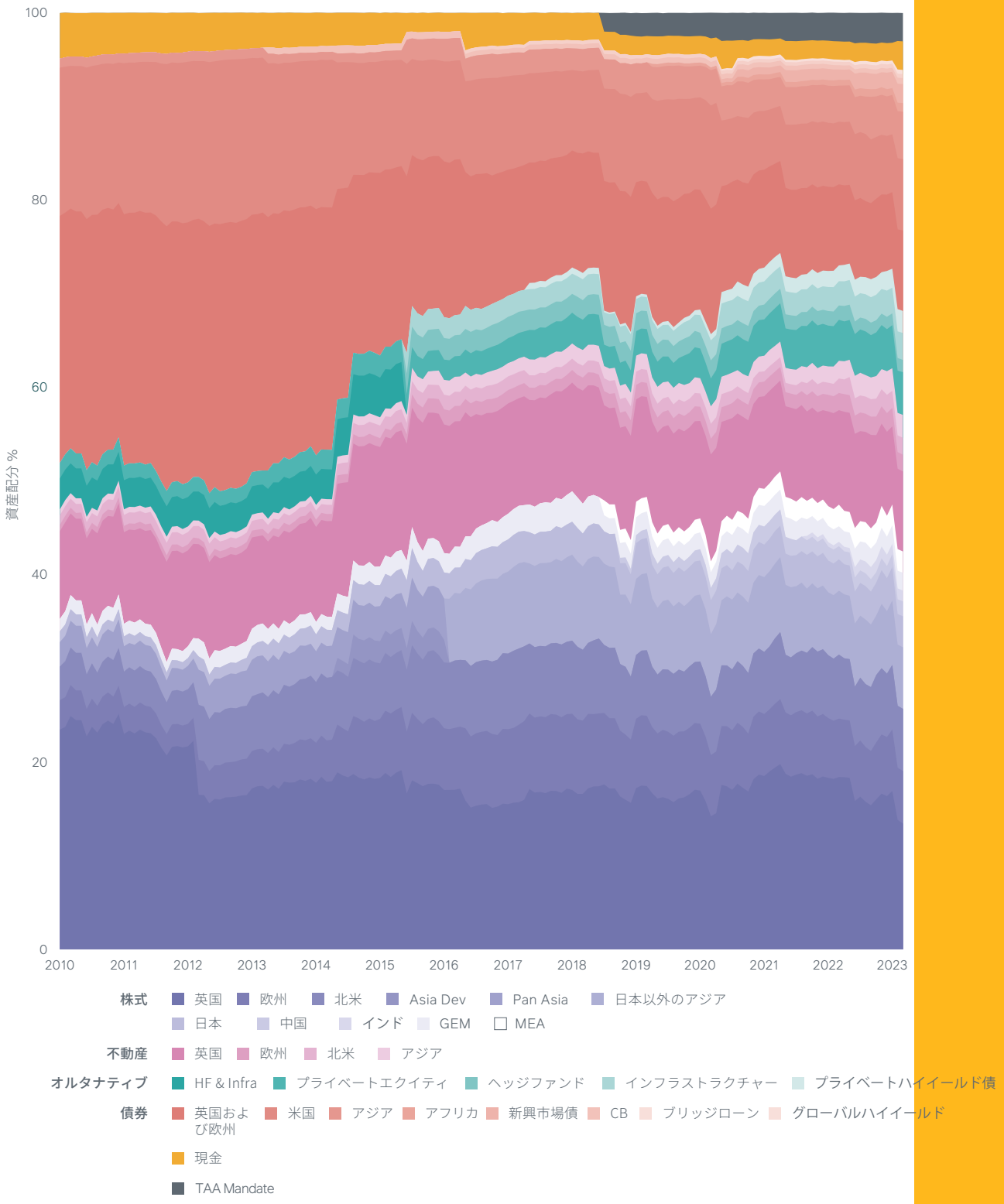
まとめ：分散投資とダイナミックアロケーションのメリット

投資家は、主流の投資対象の分散効果が低下する金利環境に対応する必要があります。このような背景から、私たちは引き続き、さまざまな資産クラスに十分に分散されたポートフォリオを追求し、インフレ・リスクなどのリスク要因に積極的なエクスポージャーを持ち、国際貿易のパターンの変化や必要な気候変動など、今後 10 年間の問題の解決に傾注することに価値があると考えています。

また、リスクプレミアム（国債などのリスクがない資産を上回る期待収益）を、内在するリスクに対して特に魅力的な報酬が得られる各種資産クラスから獲得することを目指すという長年の信念を堅持しています。金利全般が上昇すると、すべての資産クラスがある程度の影響を受けますが、元のリスクプレミアムが高い資産クラスは、金利上昇による評価損に対してある程度のバッファーを提供する可能性があります。

最後に、経済サイクルの短期化により、進化する資本市場に合わせたダイナミックなアロケーション戦略が不可欠になると考えます。■

図 4：PruFund の戦略的資産配分の経年変化



出所：M&G、2023 年 3 月 31 日。図表は例です。PruFund は長期投資戦略担当チームが設定した戦略的資産配分に基づくマルチアセットファンドの 1 つです。この図表は、当チームが投資している複数の地域にわたるさまざまな資産クラスと、当チームが継時的にダイナミックに資産配分を変化させてきた様子がわかるため、採用しました。このタイプの PruFund は、英国の投資家のみが利用できます。

当たり前のことなどない

ファビアナ・フェデリ
株式・マルチアセット・
サステナビリティ担当 CIO

市場を牽引する 2 つの主要要因

2023 年後半に向けて、市場は今年前半のセンチメントを左右したものと同じ 2 つの主要要因、すなわち、現在進行中の中央銀行による決定と景気後退の可能性、時期、程度に対して目が離せない状態になりそうです。

中央銀行の金利の乖離

米国では、連邦公開市場委員会（FOMC）メンバーから、今後の金利の方向性についてさまざまな意見が出ています。見解は分かれたとはいえ、最終的に委員会はデータに基づき判断します。現在のデータを踏まえると、米連邦準備制度理事会（FRB）は、米国の地方銀行に起因する信用状況の引き締めが市場の流動性にどの程度影響しているかを評価するため、6 月の会合で一旦、金利の引き上げを停止すると予想しています。深刻な景気後退やインフレ率が 2% に低下するような事態が発生しない限り（どちらも 2023 年のベースケースシナリオには含まれていません）、FRB が今年利下げに踏み切る可能性はないと考えています。

英国および欧州では、米国と比較してインフレ率が高いことから、イングランド銀行（BOE）および欧州中央銀行（ECB）による引き締めが進むと予想されます。

景気後退の形や時期に関する不確実性が残る

最近、経済活動に関連するデータには弱いものや弱まるものが多く見受けられます。しかし、大規模かつ広範囲に及ぶ明確な悪化の兆候は見受けられません。高金利環境の長期化が消費を圧迫し、需要がさらに悪化すると考えるのが論理的でしょう。しかし、景気後退の可能性、時期、程度は、現時点ではまだ不透明です。

忘れてはならないのは、景気後退にはタイムラグがあることです。バロメーターとして、1965 年から今日まで、過去に利上げサイクルが引き金となったと思われる米国の景気後退を見ると、その程度の差はあるものの、直近の利上げから 5 から 15 ヵ月という幅広いタイムラグで発生しています。もちろん、類似した事象は再発する場合もありますが、必ず同一の展開になるとは限りません。私たちは依然として、市場のパフォーマンス、特に株式と債券市場の相対的なパフォーマンスが、現在の予想に対し、減速の長さと深さに左右されると、考えています。このような環境下では、投資家はマクロ経済の見通し、ひいては政策決定に関する手がかりを得るために、各データポイントを精査し、市場はデータ主導で推移する可能性が高いと思われます。

株式の短期的な見通し

報道機関のコメンテーターは、景気後退の見通しを論拠に、株式に対する否定的な見方を強めています。私たちは、今後のマクロ経済データが下降トレンドになる可能性は高いかもしれないが、現在の予想に対してどの程度悪化するかが株式市場のパフォーマンスを決定する真の要因であると認識し、よりバランスのとれた見方をしたいと考えています。表面的には、世界の株式

景気後退の可能性、時期、程度は、現時点ではまだ不透明です。

図 5：株式市場のバリュエーション

日本は 10 年平均に近づきつつありますが、さらなる収益改善を予想。

出所：2023 年 6 月 5 日、ブルームバーグ

市場は、需要がより深く落ち込むことはないものの、緩やかな景気後退を前提に、今後のリスクに対して適正な価格を設定していると考えられます。しかし、水面下では、地域市場だけでなく、同じ市場の銘柄間でも顕著な違いがあるのです。特に、S&P 500 指数は、ファンダメンタルズを考慮すると、他の市場に対して著しく割高に見えます。

米国市場は、他の主要市場の株式利回りの半分近い水準で取引されています。つまり、ほぼ 2 倍の価格であるということです。過去数年間は、より高い品質と相対的に高い収益成長という認識が、そうしたプレミアムを支えてきました。

最近の米国地方銀行の出来事や、比較的控え目な収益成長を考慮すると、このようなバリュエーション・プレミアムを正当化することは、特に欧州では妥当性を欠くように思われます。第 1 四半期の決算シーズンを終え、EAFE（欧州、オーストラレーシア、極東）企業は、S&P指数が前年同期比で EPS 成長率を低下させた米国企業よりも堅調な業績と売上高の伸びを示しています。

また、パフォーマンスの幅は、株式市場によって異なっています。米国では、最近の上昇は、メガキャップのテクノロジー株を中心とした一握りの銘柄に集中しています。一方、欧州では、（ドイツの DAX やフランスの CAC の）強い上昇相場は、例えば高級品だけでなく、もっと広い範囲に及んでいます。

米国では、最近の上昇は、メガキャップのテクノロジー株を中心とした一握りの銘柄に集中しています

欧州を支えてきた要因は、特にエネルギー供給と価格に関して、当初は非常に悲観的な想定がされていましたが、それが実現実現されなかったと考えています。また、多くの欧州企業がグローバルな舞台で好調な業績を上げています。このため、医薬品、工業製品、消費者関連企業や、米国のインフレ抑制法に含まれる数十億ドルのグリーン補助金や欧州がこれに追随しようとすることへの期待による追い風を受けたエネルギー転換関連企業など、幅広い企業の株価が上昇しました。

広範な市場については、私たちは一貫して、この市場は「大まかな投資」（マクロ経済の方向性を見極め、ポートフォリオ全体をどちらかに振り向ける）向けの市場ではないという立場を堅持しています。この市場は、銘柄選択こそがアルファの主な原動力であり、分散投資が重要で、ボラティリティが必然的に味方になる市場であることに、変わりはありません。最近の決算シーズンは、同じセクターであっても、エクスポージャー、製品ミックス、価格競争力、バランスシートの強さ、そして最終的には経営の良し悪しによって、企業の業績が大きく異なっていることが明らかになりました。

市場は、銘柄選択こそがアルファの主な原動力であり、分散投資が重要で、ボラティリティが必然的に私たちの味方になることに、変わりはありません

セクター間でもセクター内でもリターンの分散が平均を上回っていることから、現在の環境では銘柄選択こそがアルファをもたらす方法であるという確信を強めています。市場は、少し深く掘り下げることをいとわないボトムアップ型のファンダメンタル投資家にとって魅力的な機会となると考えています。

日本の魅力的な価値

先進国の中で、日本は依然として私たちのお気に入りの市場の一つです。マクロ経済的な裏付けがなくても、配当や自社株買いを通じて株主還元を増やし、利益成長に好影響を与える営業レバレッジが改善している企業を数多く発見しました。しかし、このような自助努力や企業改革の文化とともに、賃金上昇が消費が押し上げ、今後数年間の成長にとってさらなる追い風となる可能性があることは、あまり知られていないように思われます。

何年にもわたりつかの間の期待が裏切られ続けた結果、忘れられていましたが、投資家が日本企業の潜在的な成長機会を認識し始めている兆候が見られます。5 月に TOPIX 指数が、1990 年に日本の株式市場のバブルが崩壊して以来、最高値を記録しました。海外投資家からの注目は高まっているものの、日本企業の上昇見通しはまだ十分に評価されておらず、特に積極的で熱心な投資家にとっては、魅力的な投資機会があると考えます。

投資家たちは日本企業の成長の可能性を認識しつつあります

日本への投資を希望する投資家が注意すべき 要因のひとつに、為替の影響があります。日本銀行（BOJ）が最近発表した金融政策修正は、金融政策の変更を意味する可能性があります。日銀は、現在のインフレ圧力が一過性のものでないことを確認し、また政策変更に対する市場の憶測に対抗するために、時間を稼いでいる可能性が高いです。

イールドカーブコントロール（YCC）バンドのさらなる拡大や利上げなど、政策変更は日本円（JPY）を支持することになると思われます。従って、日本株を選ぶ際には、一部の銘柄にとっては為替による追い風が過去のものになる可能性があることを考慮する必要があります。これまで市場が何度も誤解してきたように、日銀が動くタイミングを見極めるのは、難しいでしょう。しかし幸いなことに、潜在的な為替影響よりもファンダメンタルズの追い風が強く感じられる銘柄が多くあります。

中国における厳選した投資機会

新興国市場では、中国に興味深い投資機会があると考えています。ただし、銘柄選択が重要です。中国の経済再開をきっかけに、経済活動の回復を期待する声が大きくなり、市場は先走ったとも言えるでしょう。しかし実際は、コロナのロックダウン、不動産市場の低迷、地方財政の悪化など、回復のスピードは緩やかでバラツキがあり、傷跡の回復には時間がかかると思われます。

しかし、特にエネルギー転換の観点から、不動産とインフラセクターに対する選択的支援が行われてきたように、財政・金融政策を緩和する余地

があります。重要なのは、中国の政策決定者にインフレの制約がないことです。

米国と中国の緊張状態が続いており、それがリスクプレミアムの上昇とバリュエーションの低下として表れています。緊張が完全になくなることは考えにくく、銘柄を選ぶ際にはその影響を考慮する必要があります。一方、世界2大経済大国が、貿易を通じて、直接的に、またアジアの貿易相手国を通じて間接的に、非常に密接に絡み合っているということが、希望の兆しとなっています。現在の経済情勢において、どちらも大きな混乱は望んでおらず、その余裕もありません。最近、バイデン大統領がより融和的な見解を示し、下位レベルでの会談が再び行われるようになっています。

マクロ経済のノイズを除けば、ミクロ経済やボトムアップの観点で展開している出来事は、心強いものです。中国の多くの大企業は、中核的な成長は望んだほどではないにもかかわらず、マージンや利益の面で堅調な業績を上げており、多くの企業が自社株買いという形で株主に現金を還元しています。

短期的な市場の混乱と長期的な投資機会

ニュース主導の短期的な反応が主流となった市場では、ボラティリティが味方となり、魅力的な投資機会につながることがあります。その一例として、米国以外の銀行で、欧州そして特にアジアでは、米国の地方銀行の混乱を受けて、ファンダメンタルズ的には健全で、規制も厳しい銀行の多くが、不当と思われる株価下落に見舞われました。この急落は、ニュースに過敏に反応する傾向が強まった市場で起きているミスプライシングの落とし穴の良い例です。また、中央銀行の決定や深刻な景気後退の懸念を裏付けるようなデータポイントに市場が反応するため、こういった事象がこの先も起こることが想定されます。

市場の混乱を辛抱強く待つ一方で、世界的な需要低迷の中でも資本を集め続けると思われる長期的なテーマ、すなわちインフラ、イノベーション（AIやヘルスケアなど知的財産を多用する分野など）、低炭素エコシステムに関わる企業を引き続き選好しています。前述のように、最近の決算シーズンでは、同じセクターの企業であっても、エクスポージャー、製品力、価格競争力、そして最終的には経営体制の違いによって、業績が大きく異なることを再認識しました。従って、これらすべてのテーマにおいて、常に銘柄を厳選して投資を行っています。

当社のマルチアセットポートフォリオは、現在、株式と債券をバランスよく組み入れており、これらのポジションを中心に戦術的な取引を行い、ポートフォリオの基本構成をより重視しています。バリュエーションと収益の相関の観点から、より魅力的な機会を見出すことができる米国以外の株式を相対的に選好しています。

また、米国の長期債とブラジルやメキシコなど一部の新興国ソブリン債や通貨では、実質利回りが高く、インフレ環境が改善していることから、デュレーションを若干オーバーウエイトとしています。

2023 年も引き続き分散投資を継続し、アルファを生み出すための差別化されたボトムアップリサーチを重視し、市場のボラティリティによる戦術的な投資機会を活用する体制を維持します。■

債券のバリュエーションはリセットされた

ジム・リービス
パブリック債券担当 CIO

この 1 年は、私が 30 年間債券市場に携わってきた中で、間違いなく最も興味深い時期でした。また、インフレ率が 10% を超え、経済史上最も速いペースでの利上げサイクルとなり、債券投資家にとって最も危険な時期の 1 つとなりました。

ご存知のように、2022 年はほぼすべての資産クラスにとって最悪の年であり、債券も例外ではなく、2 桁の損失は珍しくなく、多くの長期国債やインフレ連動債は 20% を超える損失となりました。

しかし、これは債券のバリュエーションがリセットされ、債券市場に多くの価値が戻ってきたと私たちは考えています。新興国債券から欧州の短期信用まで、ほとんどすべての債券市場でこの傾向が見られました。

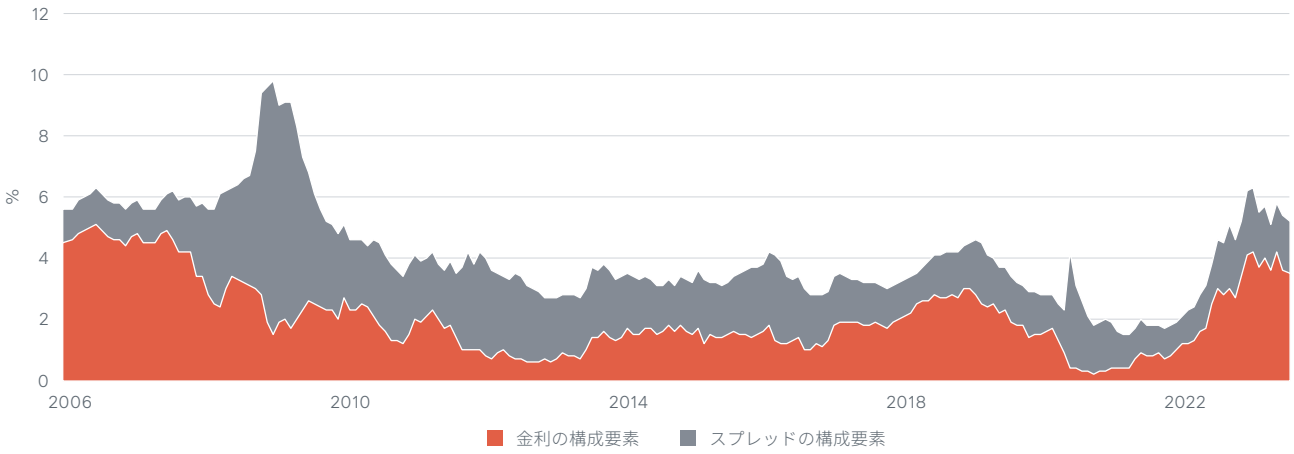
おそらく 10 年ぶりに、債券投資家は金利リスクと信用リスクの両方を取ることで、十分な収益を上げていると考えています。特に投資適格社債は、より不透明な経済環境を乗り切るのに適しているはずです。この資産クラスは金利と信用スプレッドを個別に構成することで、利回り、分散性、さまざまな市場環境でパフォーマンスを発揮する回復力という魅力的な組み合わせを提供していると考えています。

下落基調にあるインフレ

バリュエーションの上昇は、債券投資家にとって確かに朗報ですが、インフレは引き続きリターンを大きく左右すると思われます。インフレとの戦いには徐々に優位に向かっていますが、克服したと宣言するには、時期尚早でしょう。

図 6：投資適格社債により、自然な分散化が可能

投資適格：利回り構成要素 - 5 年物国債と信用スプレッド



出所：2023 年 4 月 30 日、ブルームバーグ。

最近のインフレ期は 3 つの段階に分けられ、それぞれに異なる背景があると考えています。第 1 段階は、コロナ後の世界経済の再開に伴うサプライチェーンの混乱によるものです。これを象徴するのが、2021 年にスエズ運河でコンテナ船が 6 日間も立ち往生した事件ではないでしょうか。

第 2 段階では、多くの人が離職を決意する中、インフレの原因が労働者と労働力不足に移りました。現在、インフレは第 3 段階を迎えており、投入コストが下がっても企業が価格を高く維持していることが原因とされる、いわゆる「強欲インフレ」になっているようです。

インフレとの戦いは徐々に優位に向かっていますが、克服したと宣言するには、時期尚早でしょう

今後の状況を観察する必要がありますが、幸い、英国を除いてインフレ率が低下しつつあり、マネーサプライの急減速により、今後もインフレ率を下げる可能性があります。コア・インフレ率は依然として高水準であり、危機を免れたわけではありませんが、最悪の状況は脱したようです。これにより、中央銀行は現在の金利引き上げサイクルを終わらせることができると考えます。

「利上げのトンネル」をもうすぐ抜け出せるのか

これまで史上最速の利上げサイクルが続いてきましたが、市場は今後12 ヵ 月の間に金利が徐々に低下すると予測しています。しかし、市場の予測は、2 つのまったく異なる展開の平均に基づいていることに注意する必要があります。一方は、米国経済が成長を続け、金利が 6% 以上に上昇する場合、もう一方は、銀行問題がさらに深刻化し、急速な景気後退が原因でFRB（連邦準備制度理事会）が金利を 2% 台に引き下げる場合です。中央銀行がこれほど急速に金利を引き上げると、各方面で支障をきたす傾向があるため、利

上げサイクルは大幅に減速する可能性があるというのが、私の見解です。1998 年の LTCM（ロングタームキャピタルマネジメント）/ロシア債務危機から 10 年後の世界金融危機、ユーロ圏危機まで、私たちは何度もこのような事態を経験してきました。これらはすべて急激な金利上昇の後に起こったことであり、最近の銀行の相次ぐ破綻を受け、今まさにストレスの初期症状を目の当たりにしているのです。

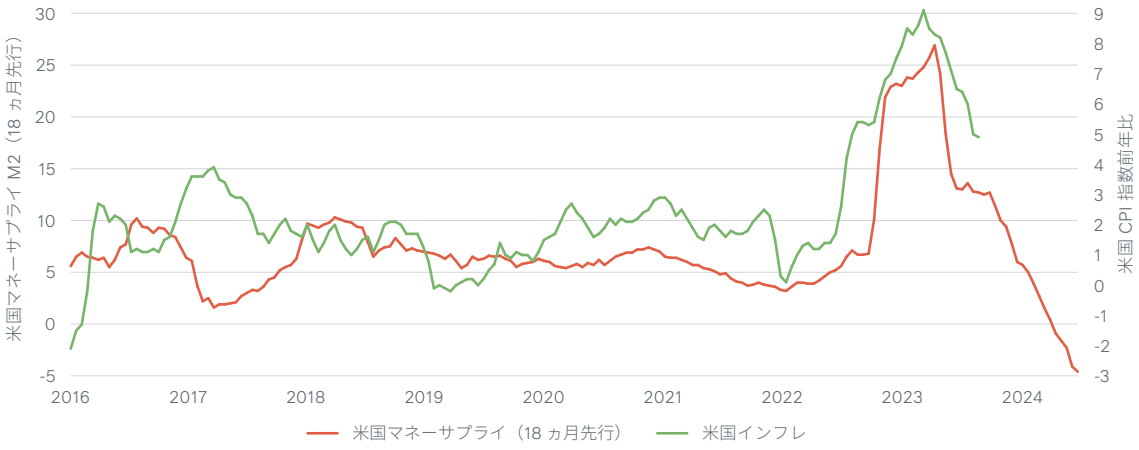
これまでは「もっと高く、もっと長く」というスタンスでしたが、最近の混乱の影響を見極めながら、FRB はブレーキをかけ始める必要があるというとの見方が強まっています。次のインフレショックがなければ、現在の利上げサイクルはもう終わりに近いと思われます。

国債の機会を見極める

今日の国債市場に関しては、まず、名目国内総生産（GDP）が借入コスト（国債利回り）を上回るペースで成長していることに基づき、その国の債務負担が持続可能かどうかを判断します。多くの政府にとって、インフレは債務/GDP 比率を下げる上で非常に有益であり、こうした国にこそ注目したいと考えています。

また、金利やインフレが最も早く低下すると思われる国を見極めます。先進国では、米国がこのプロセスで最も進んでいるように思われます。実際、米国のマネーサプライは現在崩壊しており、これは通常インフレ率の低下につながります。また、米国のイールドカーブ（長期利回

図 7：下落基調にあるインフレ



出所：M&G、ブルームバーグ、2023 年 3 月 31 日

りが短期利回りを下回ること）が急激に反転しており、これは現在まで米国の景気後退を予測する非常に信頼性の高い指標となってきました。

これは米国における最近の銀行破綻の影響を考慮に入れる前のことです。第 2、第 3、第 4の最大規模の銀行の破綻はすべてこの 2、3 ヵ月の間に起こったものであることに注目すべきですが、市場がこれほどのんきに構えている様子には驚いています。今回の混乱は、米国経済の一部に対する信用の大幅な縮小につながり、50～100bpsの利上げに相当する可能性があります。

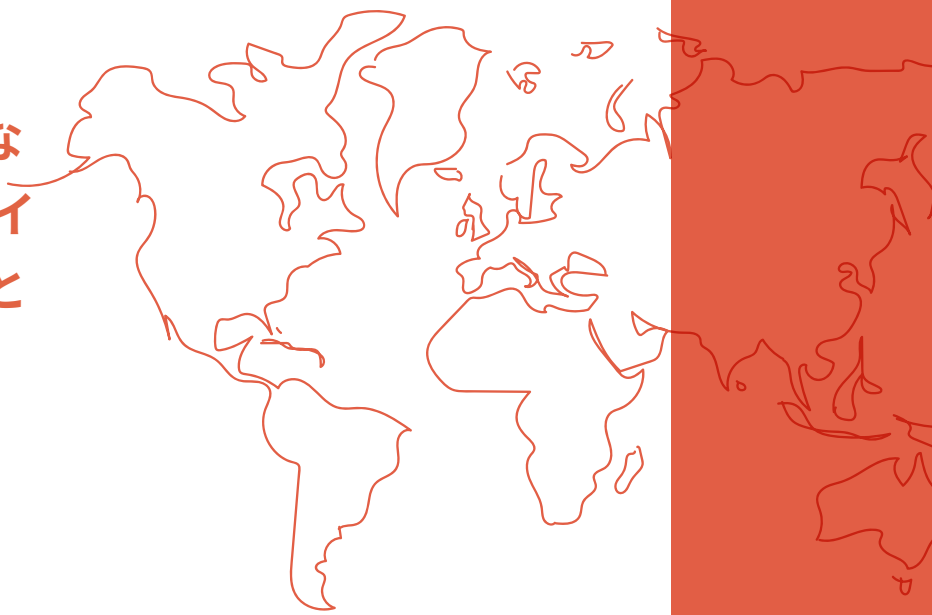
これらの理由から、FRB は最新の経済データを見極めながら、利上げを一時停止する可能性が高いと考えます。このような方向性を考慮すると、米国債は中核的な国債市場において引き続き選好対象となると思われます。一方、欧州中央銀行は、コアインフレ率が高止まりしていることから、まだもう少し利上げが必要となりそうです。したがって、短期的にさらなる逆風にさらされる可能性のある欧州の国債については、やや慎重な見方を維持しています。

新興市場における厳選された価値

別分野では、新興国（EM）債券にも引き続き価値を見出すことができます。新興国 債券は厳しく精査して選ぶ必要がありますが、新興国は、一般的に長期的な成長ポテンシャルが最も高く、若年人口と低い債務/GDP 比率という利点があります。また、新興国債券の利回りはインフレ率を大きく上回っており、バリュエーションも魅力的だと考えています。

このサイクルでは、新興国の各中央銀行は概して先手を打ち、早期に利上げを実施しました。これにより、インフレ率も低下し始め、資産クラスにとってさらなる追い風となるはずです。リスクがないわけではありませんが、これは 新興国債券のバリュエーションに十二分に反映されていると考えており、現在、特に中南米と東南アジアを中心に多くの地域で魅力的な投資機会を見出すことができます。■

次のインフレショックがなければ、現在の利上げサイクルはもう終わりに近いと思われます



プライベートアセットの堅調なトレンドは継続

プライベート市場もパブリック市場と同様に、新しい投資環境からの課題に直面しています。投資家は、資金調達コストの上昇が案件や投資リターンに与える影響を考慮する必要があるのは明らかです。しかし、プライベート市場投資の見通しは引き続き明るいと確信しています。投資家は、高利回り（多くの場合、変動金利やインフレ連動型）資産と成長機会の組み合わせに魅力を感じているため、この資産クラスに対する需要は引き続き旺盛であると考えています。データプロバイダーの Preqin は、プライベートマーケットの 資産残高が成長を続け、2027 年には2021年の2倍となる 1800億 米ドルに達すると予測しています[1]。

短期的には、プライベート・デット会社は銀行によるさらなる資金調達の縮小の波から恩恵を受けるかもしれない兆しがあります。これは間違いなく、世界的な金融危機以降、順調に広まっているノンバンクによる資金調達のトレンドを新たに勢いづけるものとなるでしょう。

今後、投資家層の拡大や民主化、持続可能性やインパクト投資への関心の高まりといった長期的なトレンドは、プライベートアセットにとって有望な投資機会になると考えられます。

以下では、プライベート・クレジット、実物資産、不動産市場の動向と機会について、より詳細に検討します。

[1] The Future of Alternatives in 2027 | Preqin

プライベートクレジット：複雑な状況に対応できる汎用性の高いツールセットを探す

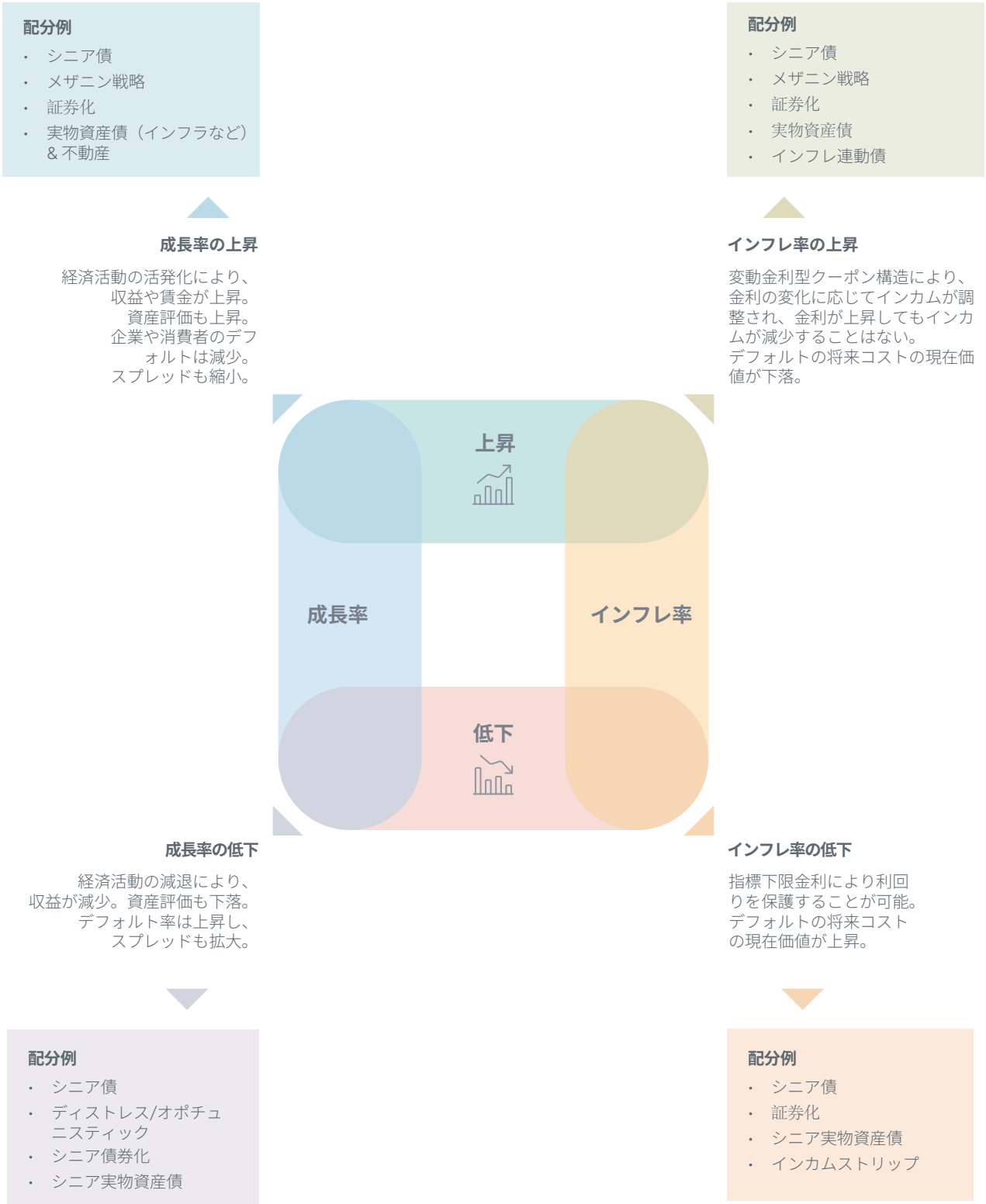
10 年以上にわたり、社債発行企業も消費者ローンの借り手も、非常に低い金利と資本コストの恩恵を受けてきました。しかし、世界経済が中央銀行の利上げと不透明な地政学的背景のもとで調整を続ける中、この状況は変わりつつあります。プライベートクレジットは、現在の景気後退期にもその回復力と適応力を実証し、この資産クラスに対する需要は続いています。現在のマクロ経済的背景を考慮すれば、プライベートクレジットは、投資家が今後の無数の課題を乗り切る手段としてふさわしいと言えるかもしれません。

新型コロナウイルス感染症の流行から 3 年が経過し、市場参加者は 10 年以上ぶりの高金利と厳しい経済環境に直面しています。インフレ率は最近の 2 桁のピークから緩和していますが、欧州では今年もインフレ率上昇のリスクが残っています。実際、銀行セクターのトラブルにもかかわらず、欧州中央銀行は 2008 年 以来の高水準まで利上げを続けており、インフレが引き続き優先課題であることを示しています 。

多くの社債発行企業や消費者ローンの借り手は、ファンダメンタルなレベルでは、かなり良好な形で今回のインフレ期に入りましたが、私たちはゼロ水準からより正常な基準金利に戻れば、金利負担の増加により、弱小企業のデフォルトが相次ぐ可能性があることに留意しています。実際、このようなマクロ経済や市場環境の変化により、将来を見据え、リスク要因の進化を継続的に評価すること、そして最も重要なことは、クレジットの選択に対して慎重なアプローチを取ることの重要性が浮き彫りになっています。

市場がこの新たな複雑な局面に適応し続ける中、プライベートクレジットのような変動金利商品を通じたデュレーションと実質インカムのヘッジへの需要が高まっています。このことは、現在の混乱と相まって、民間融資機関がこの需要を生かす大きなチャンスとなり、案件パイプラインが構築され、様々な投資機会が増加する中で、信頼できるソリューションを提供することになるのです。

図 8：マクロの背景に合わせたアセットアロケーションの調整によりさまざまな市況に対応できるポートフォリオを実現



出所：M&G、図表は例です。上記のフローチャートの見解は、一般的な情報提供を目的としており、金融商品取引業登録に基づく業務または当社関連会社が組成するファンドの持分等の勧誘を目的としたものではありません。

差別化された多様なツールセット

世界各地で利回りが求められる中、投資家はこれまでニッチな資産クラスと考えられてきたプライベートクレジットやオルタナティブへの配分を一貫して増やしています。Preqin のデータによると、プライベート・デットの運用資産は 2013 年の 5,000 億ドル弱から 2021 年には 1.2 兆億ドルに増加し、2027 年にはさらに倍増して 2.3 兆億ドルになると予想されています[2]。

複雑なリターンプレミアムだけがその要因ではなく、分散投資や利回りの安定性に基づいて投資するケースも増えています。プライベートクレジットは、困難な状況でも強気な状況でも、さまざまな環境の投資家にとって汎用性の高いツールセットであり、効率的なフロンティアポートフォリオの実現を目指す投資家に役立つ、差別化されたインカムゲインの資産グループへのエクスポージャーを提供すると考えています。

複数のアクセスポイント

プライベートクレジットやオルタナティブクレジット市場は、単一の市場ではなく、様々なリスクと異なるアクセスポイントを持つ一連の異なる資産クラスです。その中には、先進国のハイイールド市場に匹敵する規模のレバレッジドローンなど、比較的小規模なものから大規模なものまで様々であり、実際にこれらの価値は、時間の経過とともに増減します。このユニバースを構成する企業も同様に多種多様であり、メガ・キャップの有名企業から、よく知られていないものまで多岐にわたります。

つまり、プライベートクレジットは、さまざまな資産へのエクスポージャーを得るための戦術的ツールとして機能するだけでなく、シニア債、メザニン債、インフレ連動債、証券化デット、実物資産融資などの分野における「全天候型ポートフォリオ」において、マクロ環境の変化に応じて特別に配分を調整することができるのです。これらの資産クラスは、過去にインフレと密接な正の相関があることから、不安定なインフレ期を乗り切るのに適した資産クラスと言えます。伝統的な債券とは対照的に、プライベートクレジット資産は通常、デュレーションリスク（金利変動に対する感応度）が限定的です。インフレが進む時期には、プライベートクレジットの変動金利型クーポンの構造により、金利の変動に合わせてインカムを調整することができ、金利が上昇しても実質的にインカムが減少することはありません。

大半の資産クラスと同様に、高い経済成長と低いインフレの組み合わせは、基本的に有利であることに注目に値します。経済活動が収益と賃金の向上につながるサイクルの成長段階では、企業や消費者のデフォルトが減少するため、他の条件がすべて同じであれば、資産評価は上昇するはずです。全体として、プライベートクレジットは、複雑なデリバティブを必要としないシンプルな構造でブレンドすることができ、経済サイクルのさまざまな段階を通じて投資家に確実な収益を提供できると考えています。

柔軟性が鍵を握る

インフレや景気後退に関する懸念は、確かに引き続き投資家の心理を左右するでしょうが、回復への最終的な道筋は不透明です。クレジット市場の混乱と分散は、柔軟で忍耐強い長期プライベートキャピタルの経験豊富な発行体を探している投資家にとって、参入のきっかけとして魅力的なものだと思われます。しかし、プライベートクレジットの中で相対的に最善の価値を追及し、エクスポージャーを調整するための柔軟性をもってバランスをとることは、不確実性が高い時期に大いに役立つことでしょう。

新たな興味深いトレンドは、融資の境界が曖昧になってきていることが挙げられます。発行体の資金調達減は変化しており、流動化しています。ハイイールド銘柄は、ローン・ユニバースからダイレクト・レンディング、さらにはディストレスト・ファンドに至るまで、あらゆる場所で資金を調達しています。M&G のように、これらすべての市場を見渡せる幅広い能力を持つ投資家は、魅力的な機会を見つけやすいはずです。どのような市場であっても、可能な限り選択的で多様なポートフォリオを構築することが、こうした強固な「全天候型」ポートフォリオの構築に役立つと考えています。

[2] Preqin、“Global report 2023: Private debt”、(preqin.com)、2023年1月。

実物資産のメガトレンド：投資機会を形成するグローバルトレンド

メガトレンドとは、今後数十年の間に社会、経済、環境を形成し、変革することが予測される長期的かつ世界的なテーマのことです。投資家は、その本質と特性による本質的な価値を持つ有形で物理的資産である実物資産に投資することで、このように広まるトレンドに乗ることができます。このようなトレンドを見極め、理解することができれば、投資機会の展望を形成するのに役立ちます。当社では、相互に関連性の高い 4 つの主なメガトレンド、つまりエネルギー転換、デジタル化、フードシステム、自然界に注目しています。

エネルギー転換

地球温暖化を産業革命前から 1.5°C の上昇に抑えるためには、パリ協定に基づき、2030 年までに温室効果ガス（GHG）排出量を 45% 削減し、2050[3] 年までにネットゼロにする必要があります。世界の再生可能エネルギー容量の増加は、ネットゼロへの道のりにおいて大きな役割を果たし続けており、急速な増加が見込まれています。2027 年までに、世界の再生可能エネルギー容量は、中国の全電力容量に匹敵する 2400GW の増加が見込まれています[4]。

従来の再利用エネルギーだけでなく、電気自動車のインフラ、バイオ燃料、熱の脱炭素化、水素など、多くの高成長分野にもビジネスチャンスがあります。

また、政府の支援も魅力的な追い風となっています。欧州連合のリパワー EU 計画、米国のインフレ抑制法、英国の Ten Point Plan など、クリーンエネルギー政策の資金は推定 6,800 億米ドル[5,6,7] で、多額の民間投資を動員することを目指しています[5]。リパワー EU 計画は、ロシアのウクライナ侵攻に対する対応として知られており、エネルギー安全保障が国際的な重要課題であることを強調しています。

デジタル化

世界人口の増加とテクノロジーの進歩に伴い、データはあらゆる分野の日常生活に欠かせないものとなっています。デジタル化の進展は、技術

[3] ネットゼロコアリション | 国際連合
[4] Executive summary – Renewables 2022 – Analysis - IEA
[5] REPowerEU: affordable, secure and sustainable energy for Europe, 2022 |欧州委員会 (https://ec.europa.eu)
[6] インフレ抑制法：1ページ概要、2022 | 民主党上院議員党員集会 (www.democrats.senate.gov)
[7] The 10 Point Plan for a Green Revolution, 2020 : 英国政府 (www.gov.uk)

開発を加速させ、経済成長を促進し、資源の効率的な利用が可能になるかもしれません。

急速に進展しているにもかかわらず、欧州や北米などの先進地域ではデジタル格差が続いています。米国では現在、2400 万人が高速インターネットにアクセスできず、多くの人がデジタル平等とリテラシーの格差のために接続できない状況です[8]。

大きな資金格差がある中で、最近の政策対応は、投資を促進する上で不可欠な役割を果たしています。米国のインフラ投資・雇用促進法は、ブロードバンドの普及率の向上に 650 億ドルを提供し、特に地方の未整備地域に注力しています[9]。

デジタル環境の新分野である 5G や生成人工知能は、これまでにない機会を生み出し、光ファイバーやデータセンターの容量などのデジタルインフラに対する大きな需要につながっています。

フードシステム

2050 年には世界人口が 100 億人に達すると予想されており[10]、天然資源が限られ、異常気象がますます頻発する中で、世界は食糧需要の増大に直面しています。

フードシステムは、世界の温室効果ガス排出量の 3 分の 1 を占め[10]、健康、環境、貧困に関連する 12 兆ドル[11]の隠れたコストを生み出しています。このようなコストの上昇に加え、気候変動による脅威の増大により、食品生産者や小売業者は持続可能な解決策への投資を余儀なくされています。精密農業や外部環境から完全に独立して動作する技術などが注目されています。

大規模農業、環境制御型農業、新たな食品製造方法など多岐にわたるが、機関投資家の参入はまだ初期段階です。

自然界

気候変動対策、生物多様性の保全、経済活動の維持のためには、自然生態系の保全と回復させることが不可欠であるとの認識が世界中で高まっています。

世界の GDP の半分以上にあたる 44 兆ドルの経済価値は、自然やそのサービスに中程度または高度に依存しているため、自然喪失によるリスクにさらされています[12]。

まだ初期段階ですが、政治家は、補助金や炭素・生物多様性市場を通じて民間投資を誘致する方法を模索しています。現在、再生農業、森林管理の改善、マングローブの植え替えなどの生息地の回復などの機会があります。

現在、投資資金は限られていますが、自然生態系の保護と回復に向けた取り組みが進むにつれ、投資機会が拡大することが期待されています。

価値を引き出すには「選択」が重要

実物資産のメガトレンドに投資することで、持続可能な未来を築くという、世界最大の課題の1つに取り組む機会につながります。各市場が急成長しているにもかかわらず、価値を引き出すためには、慎重な案件選択が不可欠です。主な課題は、複雑で変動しやすいマクロ環境を乗り切る一方で、高騰したバリュエーションで取引される市場を回避することです。強固な投資プロセス、日々深まる専門知識、最も有望な機会を捉える柔軟なアプローチを備えた当社は、それぞれのテーマにおいて、これらの課題に対処し、魅力的なリターンを実現する可能性があると確信しています。

[8] https://www.mckinsey.com/industries/public-and-social-sector/our-insights/are-states-ready-to-close-the-us-digital-divide
[9] Fact Sheet: The Bipartisan Infrastructure Deal | ホワイトハウス (www.whitehouse.gov)
[10] World population projected to reach 9.8 billion in 2050, and 11.2 billion in 2100 | 国際連合 (www.un.org)
[11] Stop Food Loss and waste, for the people, for the planet | 国際連合 (www.un.org)
[12] Nature Risk Rising | 世界経済フォーラム (www3.weforum.org)

世界の不動産：最悪の事態は抜け出したか

10 年間超低金利が続いた後、金利がこれほど低い水準から急速に上昇すれば、必ず金融システムに影響が出ると思われます。金利上昇が不動産セクターに与える潜在的な影響を評価し、発生しうる機会について検討します。

「グリーンプレミアム」は、今後も市場の特徴として残ると考えています

よりリスクの高い不動産に対する投資家の需要の減少

銀行セクターの混乱がもたらした不確実性により、貸し手や投資家は、取引する際には慎重に決定し、リスクに対してより高い報酬を求めるなど、リスク回避傾向が強まると思われます。

資金調達の可能性が低下し、特にリスクの高い融資の場合負債コストが高くなり、どのような資産価格水準においても、負債担保不動産投資家からの需要が減少していることを考慮すると、リスクが高く品質の悪い不動産資産は、利回りや価格のさらなる軟化の影響を受けると考えられます。

資産を改善するための資本が減少し、二極化が深刻化

質への逃避は、キャッシュフローが確保されたコアで優良な不動産の相対的な回復力をもたらす可能性があります。（特に資産の価格改定がすでに行われている場合）

一方、質の低い物件は、特に経済環境が比較的脆弱な中で、空室などの市場リスクの影響を受けやすくなっています。

このような資産では、改修や再開発に必要な支出に利用できる資本が少なくなることにより、パフォーマンスの向上が妨げられる可能性があります。

この傾向は、「ブラウン」資産の ESG 認証の向上への投資が遅れる可能性がありますが、ネットゼロカーボンへの道を進む上では、望ましい展開ではありません。私たちは、持続可能な建物ほど賃料が高くなる「グリーンプレミアム」が、今後も市場の特徴として残ると考えています。

アジア太平洋地域の不動産は、インフレや政策金利の上昇がそれほど深刻でないこともあり、回復力を維持する可能性が高い

オルタナティブレンダーにとっての機会

銀行の融資意欲が著しく低下しているため、不動産投資への融資を必要とする借り手に対して、不動産デットファンドなどのノンバンクの貸手が参入し、融資を提供する潜在的な機会につながります。

新たな資本を持つ新規参入者、あるいは従来のポートフォリオを持たない新規参入者は、世界金融危機（GFC）により借入金利が記録的な低水準になる前以来、最も魅力的な貸し手市場を利用することができると考えています。

地域差

在宅勤務の習慣は米国のオフィスセクターにとって逆風となる可能性がありますが、集合住宅セクター、物流市場、データセンターなど、米国の他のさまざまな不動産部門にはチャンスがあるかもしれません。英国では、工業用マルチリース、小売用倉庫、生活関連セクターが引き続き注目されると考えています。

一方、欧州では、特に物流、住宅、オフィスの各セクターの構造的な要素が、今後も堅調な賃料の伸びを促進すると考えています。しかし、立地条件は依然として重要であり、経済成長の鈍化、インフレ率の上昇、金利の上昇などによる下振れリスクも存在します。

アジア太平洋地域の不動産は、インフレや政策金利の上昇がそれほど深刻でないこともあり、回復力を維持する可能性が高いと思われます。ただし、地域によってばらつきがあります。日本では、集合住宅や物流といった構造的に有利なセクターも、緩やかな賃料上昇の見込みがあり、インフレを背景に、予想外に上昇する可能性があります。一方、オーストラリアや韓国の一部の不動産セクターでは、より大きな懸念材料となる可能性があります。

危機は、課題と機会の両方をもたらす

今後、この課題を解決していく中で、勝者と敗者の両方が現れる可能性があります。一部の過剰なレバレッジをかけ、リファイナンスリスクに直面している投資家や、弱小物件、高リスクな物件に過度に投資している投資家は苦しむかもしれませんが、割安な資産を取得するなど、大きな機会を生かすことができる投資家もいるはずです。■

機関投資家向け資料

当記事は、現在の市場動向におけるM&Gの見解を述べたものです。今後、事前に通知することなく変更する可能性があり、実証しかねる推測を含む場合があります。過去の実績は将来のパフォーマンスを保証するものではありません。当記事の配布は売買の推奨や勧誘を行うものではありません。当記事は情報提供と教育のみを目的としており、投資に関する助言や特定の証券、投資戦略、投資商品の推奨を行うものではありません。本資料における個別企業に関する記述は例示のみを目的としており、売買の推奨を行うものではありません。当記事が提供する情報ならびに参照した情報は、M&Gが信頼性が高いと判断する情報源から得た情報で作成していますが、情報の正確性について保証するものではありません。内容の正確性についてM&Gはその責任を負いません。M&G Investmentsは英国で設立されたM&G plcの直接子会社です。M&G plc及びその関係会社は、アメリカ合衆国を主たる事業地とするPrudential Financial, Incとはいかなる関係もありません。当資料はM&G Investment Management Limitedが発行します。M&G Investment Management Limitedはイングランド及びウェールズにおいて番号936683、本社所在地10 Fenchurch Avenue, London EC3M 5AGにて登録されています。M&G Investment Management Limitedは英国Financial Conduct Authority（金融市場監督庁）により認可され規制を受けます。M&G Real Estate Limitedはイングランド及びウェールズにおいて番号3852763で登録されており Financial Conduct Authority（金融市場監督庁）の認可、規制は受けません。M&G Real Estate LimitedはM&G企業グループの1社です。

当資料はM&G及びM&G関連会社が発行した資料の翻訳です。和文と原文(英語）に差異がある場合は、原文を優先します。

M&G Investments Japan株式会社

投資運用業者、投資助言・代理業者、第二種金融商品取引業者

関東財務局長(金商）第2942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 第二種金融商品取引業協会

本書面は、当社又は当社の海外関連会社であるM&G Investment Management Limited 、M&G Alternatives Investment Management Limited若しくはM&G Real Estate Asia Pte. Ltd.(以下あわせて「海外関連会社」といいます。）の運用に関する情報提供を目的としてお渡しするものであり、いかなる有価証券の勧誘となるものでもなく、それを意図するものでもございません。

当社は、投資助言・代理業者、投資運用業者及び第二種金融商品取引業者として金融商品取引法上の登録を受けており、今後、当該登録に基づき、お客様と海外関連会社との間の投資一任・投資顧問契約締結の代理・媒介を行い、当社が直接お客様と投資一任契約を締結し、又は、お客様に対し海外関連会社又はその関係会社が運用する海外集団投資スキームへの投資勧誘をさせていただく場合がございます。その際当該投資一任契約又は海外集団投資スキームへの投資に係る具体的なリスク、ご負担いただく手数料等の費用に関しては、個別の契約書及び契約締結前交付書面等のお客様向け資料に記載させていただきますので、それらの資料をご参照ください。なお、お客様と海外関連会社との間の投資一任・投資顧問契約締結に係る代理・媒介業務、及び、お客様に対する海外関連会社又はその関係会社が運用する海外集団投資スキームへの投資勧誘に関して、当社がお客様から手数料をいただくことはございません。