

2022年の市場展望

リスクの再考と 投資機会の再評価



eastspring
investments

英国ブルーデンシャル・グループ 

英国ブルーデンシャル社は、イーストスプリング・インベストメンツ株式会社の最終親会社です。
最終親会社およびそのグループ会社は主に米国で事業を展開しているブルーデンシャル・ファイナンシャル社、および英国のM&G社の子会社であるブルーデンシャル・アシュアランス社とは関係がありません。

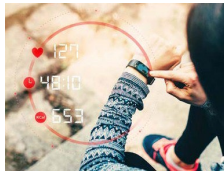
※ご留意いただきたい事項を最終ページに記載しております。

イーストスプリング・インベストメンツ株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第379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

220113(04)

目次



はじめに

3

金融政策の正常化

4

これまでのような緩和的な金融政策が正常化に向けて動き始めると、新興国株式やアジア債券はバリュエーション面で魅力的な投資対象となります。



中国の再定義

8

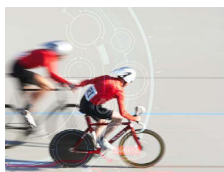
「共同富裕」という新たな政治目標は、魅力的な投資機会を生み出します。



過小評価されているアジア

13

新たな成長ドライバーが、アジアを次なる成長フェーズへと後押しします。



加速するESG投資の奔流

18

気候変動への懸念が強まる中、“良い行動を取りながら良い結果を得ることが期待できる”投資機会が訪れています。



継続的な創造的破壊

22

メガトレンドは新たな投資機会を生み出しますが、潜在的な落とし穴には注意が必要です。



2022年の市場展望 はじめに

2022年は、2004年と2010年に見られたような「**金融政策の正常化**」の年となる可能性が高く、これまでのような金融・財政政策が世界の経済成長を支える力が弱まっています。政策担当者は、新型コロナウイルス対策としての約2年間の緩和策を経て、金融政策の引き締めへ転じることが予想されます。2021年の年初に見られた世界経済の力強い回復は減速しており、またその水準も地域間でばらつきが生じています。米国と中国の成長鈍化、新たに出現した新型コロナウイルスの変異種による脅威、サプライチェーンの制約は、それぞれ引き続き世界の経済成長とインフレに対する課題となっています。

特に、中国経済の減速は、世界経済に与える影響を考慮して、注意深く見守る必要があります。中国が「**共同富裕**」という共通の目標に向けて成長モデルを再定義する中で、中国のヘルスケア、消費、テクノロジーの各分野に大きな影響が生じる可能性があります。

中国以外では、とりわけ中国に近接し、資源取引が盛んで、国境を越えた資本移動が行われている国において輸出と成長が緩やかに停滞する可能性が高いと思われます。

中国の成長鈍化の影響を他のアジア諸国は受けることになりますが、この地域にはまだ多くの投資機会があります。アジアの次の経済発展の原動力となる新たな成長ドライバーを見逃してしまうと、投資家は**アジアを過小評価してしまう恐れ**があります。新型コロナウイルスのパンデミック（世界的大流行）の影響で、多くのアジア諸国は、デジタル化の推進、製造業の高度化（製造能力の向上）、持続可能な投資へのシフトを余儀なくされています。

投資家のESG投資に対する意識は、これまでの「Why（なぜ）」から「How（どのように）」へと変化を遂げています。世界中で、気候変動リスクへの取り組みに対する緊急性が高まっています。企業が自社のビジネスモデルを、より持続可能なものにしようと努力することで、より多くの投資機会が生まれることを私たちは期待しています。

主要なステークホルダーによる**ESGへの様々な取り組みが加速**していることから、環境投資のメガトレンドは今後も続くことが考えられます。

また、多くの分野で事業展開を行う企業に影響を与えるメガトレンドとして、地域の人口動態の変化や、デジタル化・自動化が挙げられます。これらのトレンドは、グローバルな事業環境においては**継続的な創造的破壊**をもたらす可能性があります。今後数十年にわたって新たな投資機会をもたらしてくれることでしょう。

私たちはこのような背景から経済成長がサービス部門に牽引されて、更にもう一段のアップサイド・サプライズ（市場が予想していなかったような成長を達成すること）を起こす可能性があると考え、株式に対して緩やかな強気姿勢を維持しています。しかし、特に米国では、インフレ懸念や割高なバリュエーションがあるため、戦術的な投資アプローチが必要になります。新興国市場では、魅力的な投資機会がいくつかあると見込んでいますが、私たちは中国ハイテク産業の米国ハイテク産業に対する相対的な投資機会について、その動向を注視し始めています。

債券市場に目を向けると、アジアのインフレ率の見通しが相対的に明るいことから、私たちは利上げの懸念はあまりしていません。このため、アジア域内の金利見通しや債務ダイナミクスの差異に基づいた、アジアの現地通貨建て国債投資に戦術的な取引機会があります。また相対的に利回り水準の高いアジアのクレジット債は、投資家の世界的な利回り追求の恩恵を受け続けることが想定されます。

リスクとしては、エネルギー・セクターの動向が注目されます。冬の天候が不安定で、（北半球が厳冬になりやすい）ラニーニャ現象の発生が見込まれているため、エネルギー危機が長引く可能性があります。現在、世界のエネルギー需給は逼迫しており、供給減に対して脆弱なままです。もう一つのリスクは、誤ったインフレ懸念に対する政策ミスが挙げられます。

2022年の市場展望

金融政策の正常化





2022年の市場展望

金融政策の正常化

2022年は、2004年と2010年に見られたような「金融政策の正常化」の年となる可能性が高く、これまでのような金融・財政政策が世界の経済成長を支える力は弱まっています。政策担当者は、新型コロナウイルス対策としての約2年間の緩和策を経て、金融政策の引き締めへ転じることが予想されますが、インフレ圧力が上昇する中で経済成長の勢いが弱まっていることが、中央銀行の制約となるでしょう。2022年は政策運営での失策のリスクや市場心理の変化などに注視する必要があります。

世界の経済成長は2020年に急激に失速しましたが、2021年には金融・財政政策面での支援と新型コロナウイルスのワクチン普及に支えられて大きく回復しました。現時点でも、この回復は継続してはいますが、その勢いは緩和され、国によってまちまちの状態が続いています。デルタ型などの変異種の感染拡大による継続的な混乱、新たな変異種の出現による脅威、そしてサプライチェーンの制約は、引き続き経済成長への脅威やインフレ圧力の増大をもたらしています。

金融政策転換の影響

量的緩和の縮小（テーパリング）であれ、利上げであれ、金融引き締めが世界経済の成長に与える影響度合いは、中期的な時間軸での景気減速を加味しても、わずかな水準に留まる見込みであると考えています。

大局的に見れば、世界経済の成長率はプラス水準を維持すると見込まれています。米メルクや米ファイザーが開発した新型コロナ治療薬の製造・販売が容認され、世界的な貿易再開への兆しが見られる中、サービス業の回復が次の成長の足掛かりとなり、製造業の不振を補完してくれるものと私たちは想定しています。

このような環境下では、株式市場は、インフレと金融引き締めのサイクルを織り込む形で2004年と2010に見られたような下落調整局面も有り得ると見ています。現在の株式市場のバリュエーションは適度に割高な水準にあり、市場では売り圧力が高まっています。

⑥ 量的緩和の縮小（テーパリング）であれ、利上げであれ、金融引き締めが世界経済の成長に与える影響度合いは、中期的な時間軸での景気減速を加味しても、わずかな水準に留まる見込みであると考えています。

市場で織り込まれている2023年以降の利上げ回数は、米国連邦準備制度理事会（FRB）の予測¹よりも少なく見積もられていますが、短期的には、政策当局はより速いペースで引き締め姿勢に移行する可能性が高いと考えられます。リスクとしては、中央銀行がインフレ圧力に積極的なペースで対応し、より急速な引き締めを行う可能性が挙げられます。

テーパリングについては、今回は債券投資家にとってそれほど大きなショックとはならないと考えています。2013年にはテーパー・タントラム^{*}が発生しましたが、現在はすでに債券投資家は2020年後半から金融政策の正常化に向けて備えています。

^{*} 2013年に当時のバーナンキ米連邦準備制度理事会（FRB）議長が資産購入規模の縮小を突然示唆したことで起きた米金利の急騰による市場の混乱

しかし、より重要なポイントは、今日の新興国市場のファンダメンタルズがより健全な状況にあるということです。実際、インドやインドネシアなどの国々は、経常収支が2013年と比べて大幅に改善しています。

インフレへの懸念

今後、投資家にとって重要なテーマとなるのは、インフレ・リスクに対する市場の認識でしょう。現在のインフレ圧力要因の多くは、すなわち、サプライチェーン（供給網）の制約やエネルギー市場の供給逼迫は、ロックダウンが緩和されるにつれて解消される可能性が高いと考えていますが、インフレ圧力が賃金上昇に波及し、それが更なる物価上昇を招く悪循環への懸念が高まっています。FRBはインフレ対策に関してやや出遅れ感があるため、より積極的な引き締めに転じる危険性があります。このリスクを回避することが、魅力的な投資リターンを得るための鍵となります。

コモディティーについては、周期的な10年単位の市況トレンドに沿って価格が上昇すると予想しています。供給が需要に追いついていないため、価格上昇圧力がかかっています。この状況は、供給が再び増加に転じるまで続くと思われます。アジアでは、エネルギー価格の価格硬直性、電力料金の価格安定に向けた取り組み、タイムラグなどの要因により、エネルギー価格の上昇に対する地域経済のインフレ感応度は、歴史的に見てこれまでは比較的小さいものとなっています。

米国のインフレ期待は上昇



出所：Bloomberg L.P. のデータ（2021年11月）に基づきイーストスプリング・インベストメンツ（シンガポール）作成。

アジア諸国は総じてコモディティーの輸入国ですが、アジアの各中央銀行は、コモディティー価格の上昇を、賃金や広範な価格に持続的な影響を与えるものではなく、“一時的な成長への重荷”とみなしてきた経緯があります。

また、アジアは2008年の世界金融危機以降、失業率や不完全雇用で悩まされてきました。さらに、過去2年間のコロナ対策としての経済活動の制限措置により、アジアの労働市場のスラック（緩み）は大きくなりました。しかし、これがコモディティー価格の上昇が、その他のより一般的な価格圧力へと波及することを抑制しています。

投資への影響

株式

経済サイクルの現状を踏まえ、私たちは株式に対して緩やかな強気姿勢を維持しています。世界の経済成長率がさらに向上する可能性があるため、株式の上昇が予想されますが、2020年に市場が一斉に強気姿勢となった局面とはほど遠いものとなるでしょう。特に米国における割高なバリュエーションを考慮し、私たちはより戦術的観点から投資機会を探しています。2022年は不安定な市場環境が想定されます。継続的なサプライチェーン（供給網）の安全確保の問題は、企業の設備投資にも影響を及ぼすため、中期的には素材や資本財などのセクターに私たちは強気の見方をしています。

米国株式のバリュエーションが割高で、金融引き締めサイクルが早まるとの観測を考慮し、新興国株式市場は先進国株式市場よりも良好なパフォーマンスになると私たちは予想しています。また、中国が新型コロナウイルスを徹底して抑え込む「ゼロコロナ」政策を継続していることから貿易活動は鈍化し、新興国の貿易再開はあまり期待できません。一方で、中国人民銀行（中央銀行）は経済安定化につながる政策を実施することが予想されます。新興国の中では、魅力的な機会がいくつかあると予想しています。また中国のハイテク産業は過去6〜9ヵ月間に課題に直面しましたが、私たちは中国ハイテク産業の米国ハイテク産業に対する相対的な投資機会について、その動向を注視し始めています。

また株式のスタイル別パフォーマンスは、コロナ後の経済回復が進む中、バリュー株が今後1年間は好調に推移すると予想しています。バリュー株はこれまでパフォーマンスで劣後しており、2022年はキャッチアップする余地があります。しかし、このキャッチアップ期間は、市場の金利状況に左右されると思われます。

債券

私たちは株式には引き続き強気姿勢ですが、債券にも投資機会があると考えています。米国は、長期的観点から、米国投資適格債に比べて米国ハイ・イールド債が魅力的な投資機会であると考えています。アジアはインフレ率の見通しが相対的に明るいことから、私たちは利上げの懸念はあまりしていません。韓国とシンガポールを除くと、アジアでは、米連邦準備制度理事会（FRB）に先立って金融引き締め動くという中央銀行の政策意欲は限定的であり、タイとインドネシアでは金利を据え置く可能性が高いと見ています。このため、アジア域内の金利見通しや債務ダイナミクスの差異に基づいた、アジアの現地通貨建て国債投資に戦術的な取引機会があります。また、2022年はアジアの経済成長見通しが改善することで、資本取引や海外からの直接投資が活発化し、アジア通貨が対米ドルで上昇する可能性が高くなると考えています。

アジアのクレジット債については、中国の不動産セクターのデフォルトリスクの懸念が続いているため、アジアのハイ・イールド債セクターは打撃を受けていますが、依然として良好な投資機会があります。このセグメントで投資家が超過収益を獲得するには、慎重な銘柄選択が鍵となります。一方、アジアのハイ・グレード債の新発債に対する投資家からの需要は、健全な水準を維持しています。現在の世界の経済成長予測はポジティブで、こうした状況は引き続きリスク資産の下支えになると考えています。相対的に利回り水準の高いアジアのクレジット債は、投資家の世界的な利回り追求の恩恵を受け続けることが想定されます。

データ出所

1. 2021年11月19日時点

執筆者

Guan Yi Low ,債券運用部門ヘッド、イーストスプリング・インベストメンツ（シンガポール）

Kelvin Blacklock ,イーストスプリング・ポートフォリオ・アドバイザーズ・ヘッド、イーストスプリング・インベストメンツ（シンガポール）

2022年の市場展望

中国の再定義





2022年の市場展望

中国の再定義

中国の経済成長は、政策立案者がより公平な社会の実現を目指す枠組みを採用したことにより、減速しています。しかし「共同富裕」という新たな政治目標によって、投資家には依然として魅力的な投資機会がもたらされるでしょう。国内政策の不確実性は高まってはいるものの、長期的にはその経済力と市場経済の優位性の高まりを考慮すると、中国に投資する価値はあると私たちは見ています。

本稿執筆時点¹では、中国経済は、インターネットプラットフォーム、学外教育、不動産など特定の分野に対するいくつかの規制強化の影響から回復しつつあります。これらの規制強化は、「平等性と公平性」の向上を目的とした新たな政治目標である「共同富裕」の一環の動きです。

共同富裕の実現

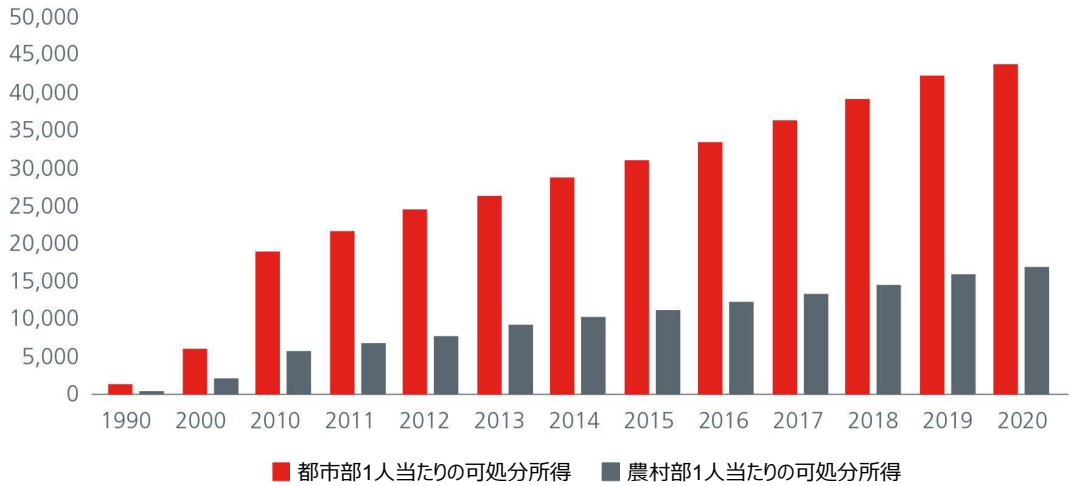
2021年8月に習主席が提唱して以来、「共同富裕」は新たな政策課題となりました。新型コロナウイルスのパンデミックが発生した2020年初頭、中国人民銀行をはじめとする世界の中央銀行は、経済成長を支えるために大量の流動性を市場に供給しました。その結果、株式市場や住宅市場などの資産価格が大きく上昇し、中国国内の格差が拡大しました。新しい共同富裕の枠組みは、中間所得層を拡大し、低所得層の生活水準を向上させることで、「平等性と公平性」を高めることを目的としています。また特定のセクターに対する規制強化に加えて、所得の再分配のために税制を活用することも考えられます。

共同富裕の政策は、ヘルスケア、消費者、テクノロジーの各分野に大きな影響を与えると私たちは考えています。例えば、人々の基本的な医療サービスや医薬品へのアクセスの平等化が強化される可能性があります。医薬品の集中調達さらに拡大すれば、薬価の引き下げ圧力が強まる可能性があります。また、所得がより公平に分配されることで、消費が促進される可能性があります。一方で増税の可能性があるため、中国の伝統蒸留酒「白酒」などの高級品が打撃を受ける可能性があります。

中国は一部のテクノロジー分野の取り締まりを強化していますが、政策立案者は、テクノロジーが競争環境をより平等にし、国の発展に貢献し続けることを認識していると考えています。例えば、インターネットの出現は、情報の非対称性を排除し、社会の急速な発展を促しました。金融業ではイノベーションが効率を高め、金融仲介のコストを引き下げました。製造業では、人工知能（AI）やロボットの導入が進み、コストが削減されるとともに、生産柔軟性も向上しています。

中国の所得格差は拡大

(単位：人民元)



出所：Statistaのデータ（2021年11月）に基づきイーストスプリング・インベストメンツ（シンガポール）作成。

これには消費者へのメリットがあります。新エネルギー自動車（NEV*）の分野においても、技術が重要な役割を果たし、新しい電源システムのコストを下げると同時に、消費者のユーザー体験（UX）を向上させました。

*「New Energy Vehicle」を意味し、具体的には電気自動車、プラグインハイブリッド車、燃料電池車などが該当します。

中国の経済成長の再考

中国のインターネット大手企業は2021年の政策当局による規制強化の影響により収益は悪化し、株価も下落しました。また、中国の国内総生産（GDP）の15%を占める不動産セクターも、不動産開発企業の資金調達環境は悪化し、また住宅販売や不動産投資が減少し、深刻なダメージを受けました。

不動産セクターは、家具や建材、家電製品などの関連産業を含めると、GDPの25%近くを占める可能性があります。これらの要因により、中国の2022年のGDP成長率は5%台へと大幅に減速する可能性があります。一方、生産者物価指数で測定される生産者物価は2021年第4四半期にピークに達している可能性が高く、2022年の消費者物価は価格統制と需要軟化の影響により、おそらく1.5～2%の範囲で安定的に推移する模様です。

2022年は景気減速の結果、中国の政策当局は、預金準備率（RRR）の引き下げによる金融政策の緩和、流動性の供給、またはターゲットを絞った信用支援を行う可能性があります。

また、政府はインフラ支出を加速させる可能性もあります。政府は、「住宅は人々が住むためのものであり、投機のためのものではない」というスタンスを維持すると思われますが、住宅ローンに課していた制約を緩和するなど、不動産セクターに対する限定的な緩和を行う可能性は否定できません。

中国は一部のテクノロジー分野の取り締まりを強化していますが、政策立案者は、テクノロジーが競争環境をより平等にし、国の発展に貢献し続けることを認識していると考えています。

中国のGDP成長率の鈍化は、米国や欧州などの先進国経済に対しては比較的限定的な影響しか及ぼさないことが予想されます。なぜなら、これらの国々は国内経済の規模が大きいからです。中国経済の減速は、中国本土への輸出が多い国や、中国からの資本流入に依存している国に大きな影響を及ぼします。これには、中国が重要な輸出先であるシンガポール、韓国、マレーシア、ベトナムなどが含まれます。なお、オーストラリア、チリ、南アフリカも大量のコモディティを中国へ輸出しています。

中国の南米やアフリカへの海外直接投資もそのペースが緩やかになる可能性があります。中国の景気減速は、新興国やアジア経済の重荷となる可能性があります。景気失速の足かせとなる要因は、各国の財政支援策によって相殺できると考えています。以上のことから、中国の成長鈍化は世界の成長に影響を与えるものの、世界経済の回復ペースを大きく減速させる可能性は低いと考えています。

投資への影響

最近の中国経済の先行き見通しには懸念があるものの、アジアや新興国市場における中国経済の優位性は今後10年にわたって継続すると考えられます。そのため、投資対象として中国単体へのアロケーション（投資配分）が投資機会となるでしょう。

中国株式

共同富裕の枠組みの下では、中間所得層の人口が拡大することで消費が活性化し、特に「ミレニアル世代（1980年～1995年に生まれた世代）」、「Z世代（1990年代後半～2000年代に生まれた世代）」、「若い家族層」にアピールできる商品やサービスを提供できる企業に恩恵がもたらされるでしょう。また、ハードウェア、人工知能、新エネルギーといった分野のテクノロジー企業も好調に推移するでしょう。さらに、高品質で低コストの製品やサービスを提供できる国内のヘルスケア企業も恩恵を受ける可能性があります。一方、政府が消費者の不要な出費を抑えようとしているため、教育や不動産の分野は恩恵を受けにくいでしょう。

MSCI新興国株式インデックスの国別ウェイトにおける中国の割合は、今後数年間で50%に達すると予想されているため、他の新興国株式へのより多様なエクスポージャー（投資配分）を望む投資家は、中国を除く新興国株式市場への投資戦略を取り入れることができます。私たちは、中国を除く新興国株式市場で無視されがちな銘柄の中にも、バリュー投資家にとっては魅力的な投資機会があり、大きな株価上昇の可能性があると考えています。

中国オフショア債券

2021年のアジアのハイ・イールド債券市場は、中国の不動産セクターにおけるかつてないほどの流動性の低下を背景に、ボラティリティの高い相場展開となりました。さらにこの動きは、財務状況が相対的に健全な投資適格債券市場にまで波及しました。

市場の売りの「スピードと影響範囲」は、2020年8月以降、不動産開発企業が中国の不動産セクターにおける過度な借入金などを抑制するために導入された新たな規制「三条紅線（3つのレッドライン）」*の枠組みを遵守する方向に動きレバレッジ比率が改善したことと矛盾していると考えています。

* 不動産開発企業を負債水準などで分類し、レッドラインに抵触した場合は融資枠を制限する規定

不動産市場における流動性低下を緩和するために、さらなる政策の微調整が行われ、不動産セクターは2022年第1四半期には底を打つ可能性があると考えられています。注目すべき点は、不動産開発企業が中国オンショア（本土）債券市場に再び参入できるようになる時期です。（注：現状、不動産開発企業は債券デフォルトが懸念されているため、債券市場を利用するには非常にコストがかかり、たとえ高い利払いが行えたとしても、投資家からの需要がないため、必要な資金を調達できない可能性があります。）不動産セクターがハードランディング（急激な悪化）した場合の経済への影響度合いを考えると、中国政府はこれ以上の悪影響の拡大を防ぎたいと考えているはずです。こうした点を考えると、現在の市場の売りは過剰であると考えられ、現在の厳しい市場環境を乗り切ることができる中国の不動産関連のクレジット債への投資は魅力的な投資機会であると考えています。

長期的には、中国の不動産セクターは、より健全なバランスシートと財務規律を備えた企業によって、より力強い成長を遂げることが考えられます。中国の不動産セクターに大きなエクスポージャー（投資割合）を持ちながら、デフォルトを回避してきた実績のあるファンドは、中国の不動産セクターが回復したときに利益を享受しやすいポジションにあるかもしれません。

中国オンショア（本土）債券

中国は経済成長が鈍化し、インフレ率が安定する中、金融緩和や政策支援が中国のオンショア債券市場を下支えることになるでしょう。

2021年4月以降、中央政府と地方政府はシステミックな金融リスクを回避するために、オンショア債券市場の主要な発行体である地方政府の資金調達機関である融資平台（LGFV）と国有企業（SOE）の資金調達条件の改善に動いています。不動産セクターの低迷は地方政府の財政に影響を与える懸念はあるものの、この政策スタンスは2022年も継続すると予想されています。私たちは、このセグメントでは大規模な債務不履行（デフォルト）は発生しないと予想していますが、財務状況の厳しいLGFVに関するネガティブなイベントが発生する可能性も否定できません。このセクターでは信用の差別化と詳細なファンダメンタルズ分析が引き続き重要となります。

データ出所

1. 2021年11月22日時点

執筆者

Andrew Cormie、新興国およびアジア・バリュー株式部門ヘッド、イーストスプリング・インベストメンツ（シンガポール）

Boon Peng Ooi、イーストスプリング・ポートフォリオ・ストラテジーズ・ヘッド、イーストスプリング・インベストメンツ（シンガポール）

Michelle Qi、株式運用部門ヘッド、イーストスプリング・インベストメント・マネジメント（上海）カンパニー・リミテッド

Wai Mei Leong、債券運用部門、ポートフォリオ・マネジャー、イーストスプリング・インベストメンツ（シンガポール）

William Xin、債券運用部門ヘッド、イーストスプリング・インベストメント・マネジメント（上海）カンパニー・リミテッド

2022年の市場展望

過小評価されているアジア





2022年の市場展望

過小評価されているアジア

中国が新たな成長モデルに移行する一方で、他のアジア諸国はパンデミックによる混乱からの回復スピードが“まちまち”になることが予想されます。世界的な需要回復により、アジア地域への経済的打撃は軽減されつつあります。いずれにせよ、新型コロナウイルスはアジア経済の構造を変化させました。コロナ禍によりアジアの多くの企業は、回復力と競争力を維持するために、迅速に適応し、革新的な取り組みを進めなければなりません。その結果、新たな成長ドライバー（原動力）が生まれ、それらがアジアの次の成長拡大の源泉になると考えられます。

新型コロナウイルスの感染拡大やそれに伴うロックダウン（都市封鎖）の頻発によりアジアの経済成長は妨げられてきました。しかし、2022～2023年には、この地域は世界で最も高い成長率を達成することが予想されています。一方、同地域のインフレ率は依然として穏やかで、アジア各国の中央銀行の大半は、まだ始まったばかりの景気回復を支援するために、長期的な金融緩和姿勢を維持する可能性が高いと思われます。このような背景のもと、新たな投資の促進が想定され、アジア地域の経済成長の在り方を再構築する3つの分野について以下ご紹介します。

1. デジタル経済の進化

新型コロナウイルスの感染拡大の影響により、デジタル経済の重要性が明らかになり、Eコマース、銀行、教育、医療、物流、データセンターなど、ほぼすべての分野でデジタル化が加速しています。経済のデジタル化により、過去5年間で4億人以上のインターネットユーザーが誕生したインドでは、経済のデジタル化により生産性が向上しました。

GDPに占めるデジタル経済の割合を高めるために、アジア各国は新たな経済成長の青写真を発表しています。インドネシアは「デジタル・インドネシア・ロードマップ（2021-2024年）」を発表しました。

タイでは、これまでの重工業からイノベーションへと成長エンジンをシフトさせるために、「インダストリー4.0」に向けた産業界の変革を実施しており、ブロックチェーン、クラウドコンピューティング、情報技術セキュリティなどの分野への投資を税制面で優遇して推進しています。

マレーシアは2025年までに700億リンギットのデジタル投資予算を計上しており、シンガポールは行政サービスのデジタル化の強化を狙い多額の予算を割り当てています。他のアジア諸国と同様、日本もデジタル投資を優先しており、2021年9月には政府主導でデジタル庁が発足し、公共部門でのデジタル化支援を行っています。

デジタルトランスフォーメーションと並行して、労働環境も変化しています。パンデミックで職を失った多くの（ネットを介して単発の仕事を請け負う）ギグワーカーの増加に対応するため、新たなデジタルプラットフォームが誕生しました。これらのプラットフォームにより、中小企業は、ギグワーカーに雇用機会を提供する一方で、オンデマンドで就労者を雇用することで、コストを抑えることができます。マレーシアでは、ギグ・エコノミーを新たな成長テーマとして位置づけ、5年ごとの中期国家計画「第12次マレーシア計画（2021-2025年）」に盛り込んでいます。

とはいえ、社会や経済のデジタル化が加速すると、デジタルデバイド（情報格差）のリスクも高まります。インターネットやスマートデバイスにアクセスできないことで、経済的に恵まれない層の人々は、質の高い教育や医療サービス、雇用などの機会が制限されてしまいます。したがって、包括的で公平な方法でデジタル経済を成長させることが社会的な課題となっています。

2.製造業の高度化

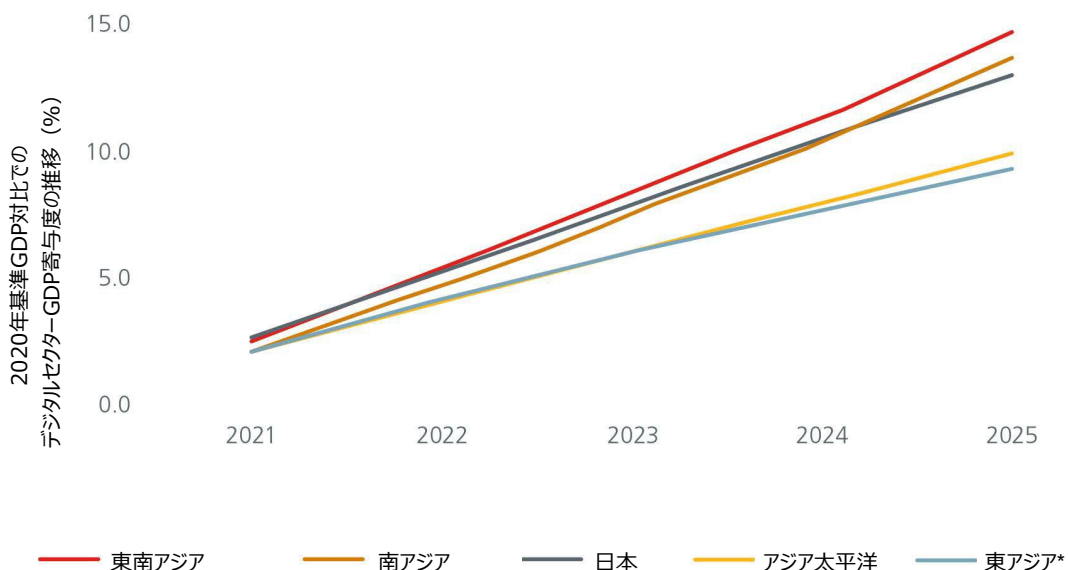
アジアにおける製造業を中心とした輸出活動は、今後もアジア地域の成長回復を牽引することでしょう。今回のパンデミックから得られた教訓の一つは、製造業が投資を多様化し、将来に適合したサプライチェーンを再構築する必要があるということです。この地域の製造業は、デジタル技術を活用して生産性を向上させ、「脱中国」の移転先としてのポジションを確立し、海外直接投資（FDI）を呼び込もうとしています。

インドでは、政策面の支援、構造改革、そしてグローバル企業のサプライヤーの拠点分散の動きの高まりの恩恵により、すでに輸出の回復と多くの産業セクターの稼働率向上につながっています。ベトナムでは、サプライチェーンの多様化の動きによる最大の恩恵を受けているのは、輸出主導型の電子機器部門です。

ASEANは新規投資を促進するために、投資規制対象（ネガティブ投資リスト）の合理化、ビジネスのしやすさの向上、減税の実施、経済特区/工業団地への財政的インセンティブの提供、インフラ支出の強化を図っています。

インドネシアでは雇用創出を促すための「雇用創出オムニバス法（重複する法令を統合した一括法）」が導入されましたが、これはインドネシアへの海外直接投資（FDI）を誘致するためのビジネス環境を整え、より柔軟な労働市場を創出するための重要なステップとなります。

デジタルセクターがアジアのGDPに与える影響は大幅に増加



出所：Statistaのデータ（2021年11月）に基づきイーストスプリング・インベストメンツ（シンガポール）作成。*中国と日本は除外。

タイでは、バンコク東方の経済特区「東部経済回廊（EEC）」を工業地帯として開発し、インテリジェント・エレクトロニクスやロボット工学への投資を誘致しています。

またASEAN域内では、よりグローバルな貿易・サプライチェーンとの統合を促進するために、貿易・経済パートナーシップが強化されています。

3. サステナブル投資へのシフト

パンデミックの影響で、アジア各国の政府はESG（環境・社会・ガバナンス）の問題を重視せざるを得なくなりました。こうした動きを背景に、アジア各国ではクリーンエネルギーや電気自動車（EV）などの新世代セクターの開発に拍車がかかっています。例えば、インドネシアは、豊富な金属資源を活用して、EVや電気自動車用バッテリーなどの川下分野を開発しようとしており、世界のバッテリー産業のキープレイヤーになる可能性を秘めています。

マレーシアでは、パンデミックの影響で停滞していた再生可能エネルギー産業が復活しつつあり、政府は総額40億リンギットの大規模太陽光発電（1GW相当）の入札を開始しました。また、マレーシアの大手金融機関の中には、石炭関連投資からの撤退を進めているところもありますし、シャリア（イスラム法）に準拠した投資ではESG原則をいち早く取り入れています。最近発表されたESGインデックスの一つであるFTSE4Good Bursa Malaysia Shariah Indexは、同国の持続可能なシャリア準拠の投資ニーズを満たすための良いスタートの契機となるでしょう。

シンガポールでは、気候変動に対応するために、新たな「Coastal & Flood Protection Fund（沿岸・洪水保護基金）」が設立されました。韓国では「水素経済活性化ロードマップ（行程表）」が策定され、企業が2030年までに43兆ウォン以上の投資計画を発表しています。一方、日本では政府が国内経済の脱炭素化にますます注力し、多くの日本企業が具体的な炭素削減目標を設定し始めています。環境に優しい社会を目指すことは、日本企業の国際競争力を高める可能性があります。

投資への影響

アジア諸国の見通しは依然として不透明な面もありますが、企業面では明るい兆しが見られます。アジア地域の2021年第3四半期の企業業績は、3分の2以上が予想を上回る「ポジティブ・サプライズ」となりました。同地域の経済回復に伴い、企業収益は上昇することが予想されます。さらに、幅広いセクターが企業や公共部門の投資増加の恩恵を受ける可能性があります。

今のところ、以下のセクターの企業収益が上昇し、それによって持続可能で安定的な投資成果が得られると考えています。

銀行セクターは、新規投資のためのローン需要の増加から恩恵を受けるでしょう。新型コロナウイルス感染拡大に伴う十分な貸倒引当金と健全な資本基盤を有する銀行は相対的に優位性を持ち、預金コストが低いままである一方で、すでにローンの伸びが高まっています。

経済的確実性が高い地域（例：GDPの回復、住宅価格の上昇、堅調な労働市場など）で事業を展開している銀行は、さらに特別配当や自社株買いによって自己資本比率を引き下げ、資本効率を高めることが可能となります。

テクノロジー分野への投資は引き続き堅調で、フィンテック、ヘルステック、エドテックへの注目度が高まっています。半導体、ソフトウェア、電子商取引、インターネットの分野にも投資の可能性があると考えています。例えば、電気自動車（EV）やクラウドコンピューティングには、高性能の半導体や部品が必要です。特に台湾では、半導体産業の企業の配当利回りが非常に高い水準にあると考えています。テクノロジー分野におけるサステナブル投資については、厳選された電気自動車メーカーとその上流のサプライヤーに投資機会があると考えています。



**アジア地域の2021年第3四半期の企業業績は、
3分の2以上が予想を上回る「ポジティブ・サプライズ」となりました。**



最後に、国や企業がサプライチェーン（供給網）の強化を図るために、ある程度の「脱グローバル化」や「サプライチェーンの地域化（非グローバル化）」が進むと考えられますが、小型株はリショアリング（生産拠点の自国回帰）やローカル化の恩恵を受ける可能性があります。現在の小型株のバリュエーションは魅力的な水準にあります。

執筆者

Bryan Yeong、アセアン・グロース株式、ポートフォリオ・マネジャー、イーストスプリング・インベストメンツ（シンガポール）

Dean Cashman、日本株式、ポートフォリオ・マネジャー、イーストスプリング・インベストメンツ（シンガポール）

Doreen Choo、運用部門ヘッド、Eastspring Investments Berhad（マレーシア）

John Tsai、グロース株式部門ヘッド、イーストスプリング・インベストメンツ（シンガポール）

Liew Kong Qian、運用部門ヘッド、PT. Eastspring Investments Indonesia（インドネシア）

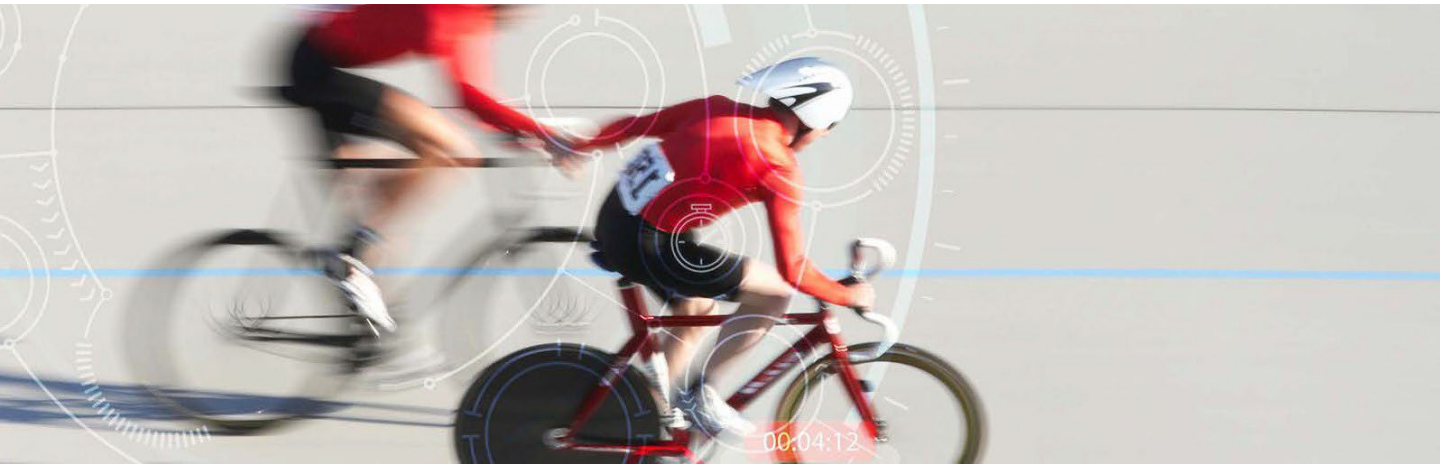
Ngo The Trieu、CEO、Eastspring Investments Fund Management Company（ベトナム）

Yingyong Chiaravutthi、最高投資責任者（CIO）、TMB Asset Management Co. Ltd（タイ）

2022年の市場展望

加速するESG投資の奔流





2022年の市場展望

加速するESG投資の奔流

投資家のESG投資に対する意識は、これまでの"Why（なぜ）"から"How（どのように）"へと変化を遂げています。気候変動への懸念の高まりを受けて世界中が危機感を募らせている中、“良い行動を取りながら良い結果を得ることが期待できる”投資機会が訪れています。

11月に英グラスゴーで開催された第26回国連気候変動枠組み条約締約国会議（COP26）では、2030年までに世界の気温上昇を1.5度に抑える目標達成のための「共通タイムフレーム（時間軸）」と手順が設定されました。しかし、これらの取り組みと（温暖化対策の国際的な枠組みである）パリ協定の目標には、まだ大きな隔たりがあります。

脱石炭化の推進

温暖化対策の国際的枠組みである「パリ協定」の目標を達成するためには、世界全体で石炭需要を80%削減する必要があります。しかしアジアや新興国では、大量の石炭火力発電所や石炭鉱山が、エネルギーと雇用の重要な供給源として存在し続けています。

新興国のエネルギーミックス（電源構成）がこれまでの石炭火力発電から移行するためには、総合的なアプローチが必要です。政府は変革戦略を策定し、人々やコミュニティに与える影響を最小限に抑える必要があります。そのためには、人々のスキルアップと再教育が必要になるかもしれません。また、環境インフラを新たに構築したり、既存のインフラを脱炭素化に向けて再利用したりするのは、相当な労力のかかることであり、新興国の政府と企業は、COP26の目標とその期限を達成するために、多額の資金を必要とします。

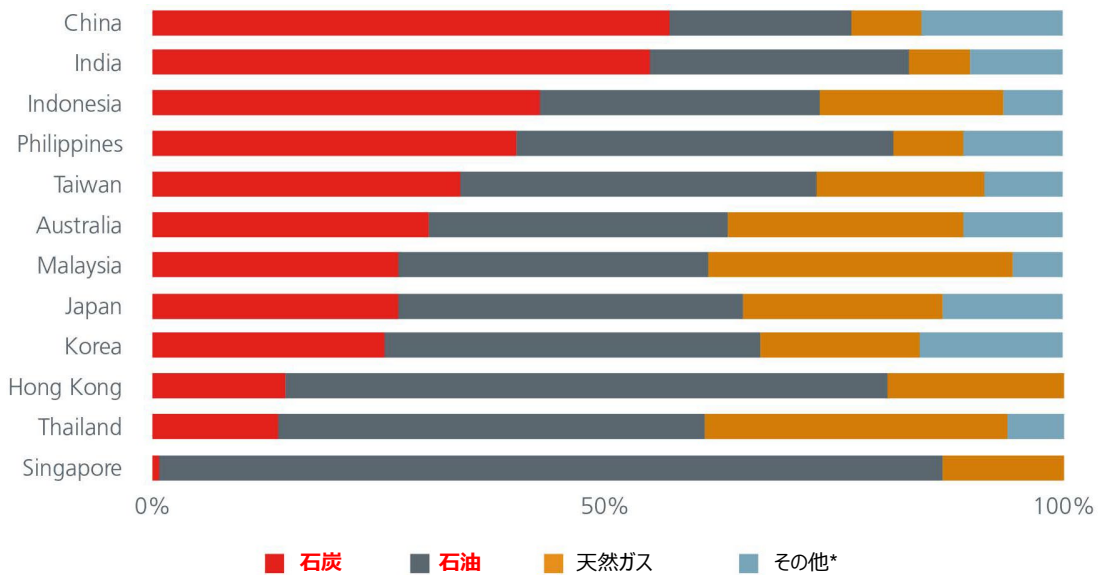
アジアと新興国の投資スペシャリストとして、私たちは新興国経済の脱石炭化への移行を支援することに大きな責任を感じています。私たちの株式および債券投資では、二酸化炭素の排出量を削減する意欲を示し、真摯に取り組んでいる企業を支援しています。



私たちの株式および債券投資では、二酸化炭素の排出量を削減する意欲を示し、真摯に取り組んでいる企業を支援しています。



石炭と石油は、アジアの主要な一次エネルギー供給源（2020年の一次エネルギー消費総量に占める種別割合）



出所：BP Statista Review of World Energy 2021、Morgan Stanley Research のデータに基づきイーストスプリング・インベストメンツ作成。

*原子力、水力、再生可能エネルギーが含まれます。

私たちは、投資家が企業に積極的に働きかけ、石炭ベースのエネルギーからクリーンエネルギーへの移行を支援することで、ポジティブなインパクトを社会に与えることができると信じています。

カーボンフットプリント（二酸化炭素排出）の低減に向けて

アジア経済圏の一部の国では、（温暖化ガスの排出を実質ゼロにする）カーボンニュートラルを目指し、気候変動に強い世界の実現に向けて前進しています。2021年10月、韓国は、2030年までに温室効果ガスの排出量を2018年比で40%削減することを宣言しましたが、これは以前の目標である26%を上回るものです。この成果を達成するために、水素が大きな役割を果たします。

韓国は、水素消費量を現在の22万トンから、2030年に390万トン、2050年に2,700万トンに拡大する計画です。新たに引き上げられた2030年の水素消費量の目標は、2019年に韓国の「水素経済活性化ロードマップ」で提案された当初の目標の2倍となっています。

多くの韓国企業が、「水素経済」への投資と統合の計画を発表していますが、これは企業価値評価において、企業の環境コストへの対応が大きな影響を及ぼすようになっているためです。ビジネスを低炭素構造に適応させることは、企業の価値を支えるだけでなく、投資家に新たな投資機会を提供することにもつながります。各社は、クリーン水素の製造、液化水素の製造・販売、水素燃料電池の供給拡大、水素自動車の製造など、2030年までに総額43兆ウォン以上の投資を行うことを発表しています。

韓国は、水素を活用した経済へと移行することで二酸化炭素排出量の削減を目指していますが、他のアジア諸国は、環境の脱炭素化に向けて独自の道を切り開いていくことでしょう。これには、中国の電気自動車（EV）、インドネシアのEV用バッテリー、マレーシアの再生可能エネルギーなど、新しいクリーンエネルギー分野の開発が含まれる可能性があります。

クオンツを活用したESG投資

ESG（環境、社会、ガバナンス）への配慮を投資プロセスに組み込む際に、データが最大の障害の一つとなることがよくあります。最も指摘されているのは、ESG評価機関間での不整合（ESG評価に比較的大きなばらつきがあること）、基準や評価基準の不明確さ、情報に基づいた意思決定を行うためのデータが不十分なこと、などが挙げられます。

ESGデータを取り巻く状況については依然として多くの課題も残っていますが、一方でより包括的で信頼性が高く、比較可能なデータセットが利用できるようになったことで、劇的に改善されて来たと考えています。ESGデータは量的にもカテゴリー的にも飛躍的に増加しており、計量的分析手法を用いるクオンツ・アプローチは、ESGへの配慮を投資プロセスに組み込むための魅力的な手法となっています。

気候変動の影響がほとんどの地域で最も深刻なものになると予測されていることから、多くの投資家にとってESGの「E（環境）」の要素が重要になっています。そのため、炭素指標を投資の意思決定プロセスに統合し、ポートフォリオの加重平均カーボンインテンシティ（WACI）のスコアの向上（引き下げる）を目指すことは、サステナビリティの観点から投資を行いたいと考えている投資家にとって、良い出発点になると考えています。

MSCIが提供する炭素排出量データを用いることで、特定の産業、国、銘柄に大きく偏らない、優れたWACI特性を持つポートフォリオを定量的に構築することが可能となります。またクオンツ・アプローチは、ポートフォリオ構築時に、より大きな柔軟性をもたらします。例えば、制約条件となる様々なWACIレベルに対して最適化されたポートフォリオの可能性をリスク（推定ボラティリティ）との相関の観点から計量的に分析することで、推定されるボラティリティを上げることなく、WACIのスコアを下げる（ポートフォリオの炭素集約度の低減）が可能であるということが明らかになります。

投資への影響

株式

企業が自社のビジネスモデルをより持続可能なものにしようとする努力することで、投資機会が生まれます。例えば、韓国の自動車産業は、水素を動力源とする路面電車、清掃車、フォークリフトを製造することで、新たな収入源を生み出しています。また、韓国の造船会社は、水素運搬船や水素貯蔵施設の需要増加の恩恵を受けています。日本では、多くの企業が具体的な二酸化炭素削減目標を設定し始めており、これは長期的には国際競争力の向上につながります。また、アジアでは、電気自動車メーカーや、電気自動車のサプライチェーンにおける上流のサプライヤー（リチウムイオン電池のセパレーターなど）にも投資機会があります。

債券

アジアで消費されるエネルギーの48%は、石炭で生成されています。アジアは炭素排出量を大幅に削減するためには、エネルギー源を再生可能なものへと移行する必要があります。ここ2～3年の間に、インドで再生可能エネルギー関連企業の債券が発行されました。今後は、脱炭素化とエネルギー転換のテーマが勢いを増すにつれ、中国からも再生可能エネルギー関連企業の債券の発行の波が訪れると私たちは予想しています。また、中国は2060年までにカーボンニュートラル（温室効果ガス排出実質ゼロ）を達成するという目標を掲げており、政府の野心的な目標が企業の中長期的な事業戦略に反映されていくことが予想されます。企業がこのような取り組みのための資金を求めていることから、今後、中国では非常に多様なグリーンボンドが発行されることが予想されます。

クオンツ

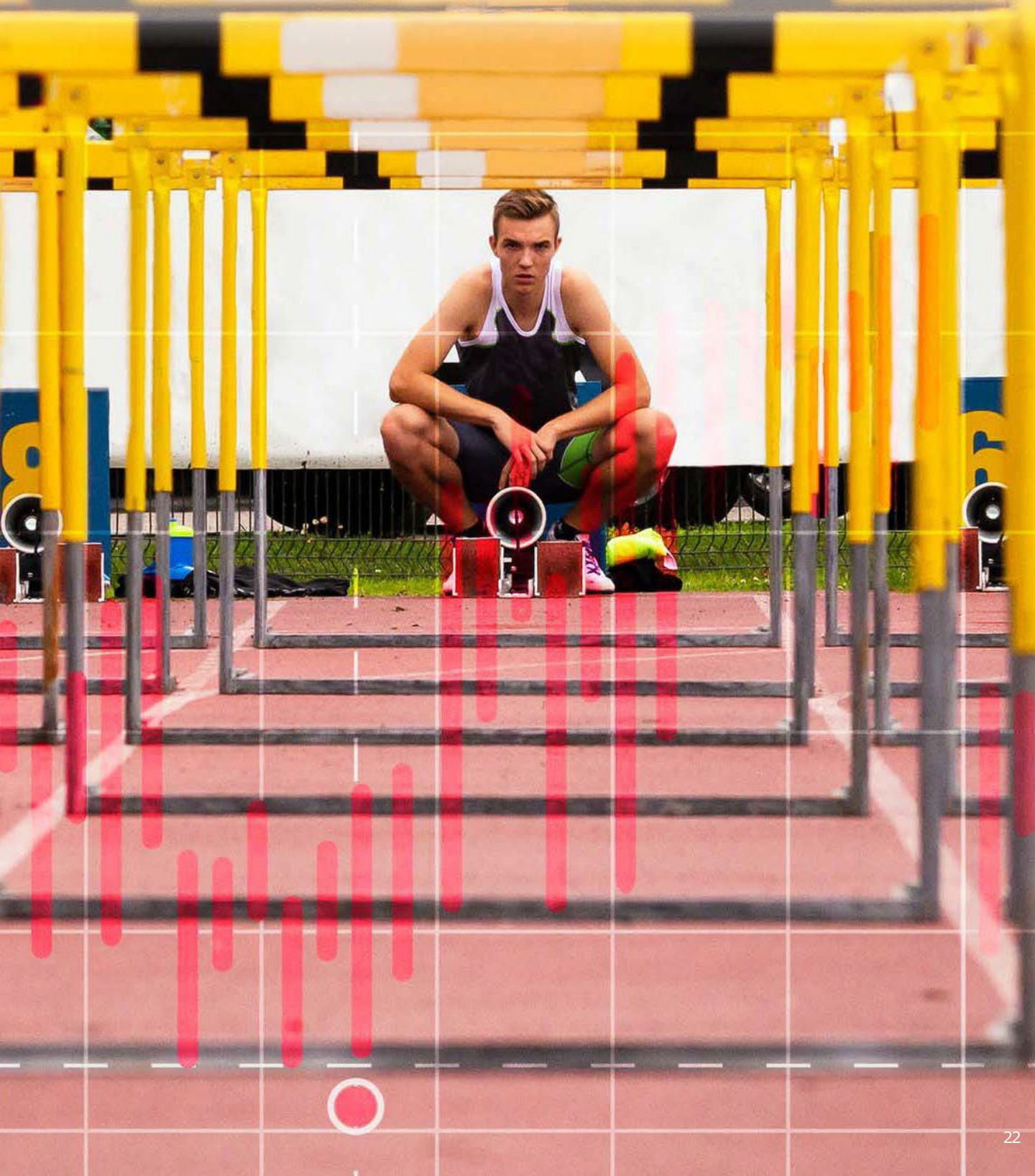
クオンツ・アプローチを活用したESG投資は、より多くの情報を利用して柔軟にESG要因を投資プロセスに組み込むことができる可能性があります。例えば、炭素排出量のデータを活用して、優れたWACI特性を持つポートフォリオを構築することができます。重要な点は、投資家が達成しようとしている持続可能性の目標に対して、明確で整合性のある評価基準を用いることです。これらが実現されるようになれば、計量的なツールや技術は、カスタマイズされたESG投資ソリューション（例：ESGポートフォリオの構築）として適するようになります。

執筆者

Ben Dunn、クオンツ株式戦略チーム・ヘッド、イーストスプリング・インベストメンツ（シンガポール）
Boon Peng Ooi、イーストスプリング・ポートフォリオ・ストラテジーズ・ヘッド、イーストスプリング・インベストメンツ（シンガポール）
Rong Ren Goh、債券運用部門、ポートフォリオ・マネジャー、イーストスプリング・インベストメンツ（シンガポール）
Woong Park、CEO兼CIO、Eastspring Asset Management Korea Company Ltd（韓国）

2022年の市場展望

継続的な創造的破壊





2022年の市場展望

継続的な創造的破壊

メガトレンド*は、グローバルな事業環境を継続的に形成し、私たちの仕事、生活、娯楽に影響を与えています。これらは破壊的な変化であると同時に、新たな分野への投資の可能性をもたらします。ここでは、今後数十年の間に新たな投資機会をもたらすであろういくつかのトレンドをご紹介します。

* 企業や社会に深く長く影響を与える大規模な変化

メガトレンドとは、企業や社会に深く長く影響を与える大規模な変化のことです。このような変革をもたらすトレンドが、さまざまな分野の企業にどのような影響を与えるのかを理解することは、新しい投資テーマに参加したいと考える投資家にとって非常に重要です。

メガトレンドへの投資

● 気候変動、再生可能エネルギー、カーボンニュートラル

2030年までに二酸化炭素排出量を減少に転じさせ、2060年までにカーボンニュートラル（温室効果ガス排出実質ゼロ）を達成するという中国の目標を理解することで、エネルギー消費による環境への影響についての洞察を得ることが可能となります。これにより私たちは、電気自動車（EV）のサプライチェーンにおいて、厳選された電気自動車（EV）企業と上流のサプライヤー（リチウムイオン電池のセパレーター（絶縁材）など）への投資を行う上での確信度合いが高まりました。

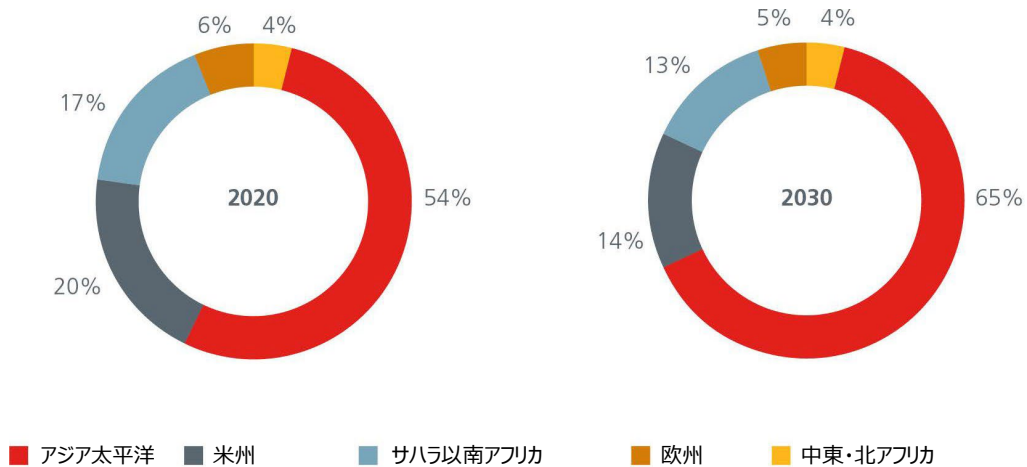
** 当該企業の株式や業種・テーマについて組入の保証や売買の推奨をするものではありません。

私たちは、台湾の確立された半導体エコシステムが、世界的な電気自動車の需要増加から恩恵を受けると考えています。EV関連の需要は、今後5年間で先進的な半導体の消費を促進し、台湾の大手ファウンドリー（受託生産会社）や半導体設計産業に恩恵をもたらすことでしょう。

また、半導体の需要増は、高性能な中央演算処理装置（CPU）の複雑な回路を電氣的に絶縁する高度なIC基板などの関連部品（例：日本の味の素グループの“ABF: Ajinomoto Build-up Film”**）を製造する企業にも恩恵をもたらすことでしょう。

● 人口動態の変化

アジアの高齢者人口は、今世紀半ばまでに約9億2,300万人に達すると予測されており、今後数十年間で、アジアは世界で最も高齢な地域の一つになると考えられています¹。しかし、アジアには魅力的な人口動態を維持している地域があります。ベトナムはその一例で、年齢中央値は32.5歳です²。

アジアの中間所得層*は拡大（世界の中間所得層の地域別シェア）

出所：Brookings Institution.のデータに基づきイーストスプリング・インベストメンツ作成。

*世帯人員1人当たりの1日の所得額が11～110米ドル（2011年の購買力平価ベース）の所得層。

同時に、2020年に中間所得層に属するアジア地域の人口は20億人と推定され、その数は2030年には35億人にまで増加すると言われています。それに比べて、アメリカやヨーロッパの中間所得層の人口は停滞しています³。中間所得層の増加は、農業に大きく依存した経済成長ではなく、ベトナムのように若い人口に支えられたサービスや工業活動が中心となっている国にとっては大きなメリットとなっています。

アジアの人口動態の変化と中間所得層の増加は、消費傾向に影響を与えます。デジタル化や持続可能性などの成長トレンドは広く受け入れられる可能性があります。その結果、金融サービス、ヘルスケア、消費財、環境配慮型製品などに新たな投資機会が生まれる可能性があります。

●デジタル化と自動化の進展

最近の調査⁴では、デジタル化は、パンデミック下においてASEAN諸国の企業が生き残る上での重要な鍵であり、今後の地域の経済回復には不可欠であると考えられています。調査対象となった零細・中小企業の87%は、デジタル化によって生産プロセスが自動化され、時間の節約、情報への容易なアクセスが可能となり、商品やサービスの選択の幅が広がったと回答しています。また、デジタル化は、パンデミック時の代替収入源となりました。

金融サービスは、デジタル化によって大きな進歩を遂げた分野です。デジタルバンキングや電子財布の普及により、デジタル送金、オンライン投資、電子商取引などが容易になりました。ベトナムでは、上位の商業銀行が設備投資の20%～70%をデジタル化に費やしていることが確認されています。

Fintech and Digital Bankingのレポート⁵によると、アジア太平洋地域では2025年までに100の新たな金融機関が誕生すると予想されています。



アジアの人口動態の変化と中間所得層の増加は、消費傾向に影響を与えます。



また、5G、クラウドコンピューティング、機械学習などのイノベーションによってテクノロジーがどのように進化しているのか、企業がこれをどのようにビジネスモデルを適応させているのかを理解することで、私たちはソフトウェア、Eコマース、インターネットの分野における大きな投資機会を発掘することができました。

●暗号通貨

暗号通貨（仮想通貨）の将来的な投資対象としての妥当性については、今もなお熱い議論が続いています。熱心な投資家は金との類似性を指摘し、懐疑的な投資家はこれを一時的なブームと見なしています。この資産には長期的な可能性があると思われませんが、分散効果を求めてポートフォリオに組み込むにはまだ少し早いと考えています。

バランス型（株式と債券の組み合わせ）のポートフォリオがパフォーマンスで苦戦しているときに、ポートフォリオに金を組み入れることでパフォーマンスが向上するとの説があります。一部で、暗号通貨が金を代替する資産としての可能性が論じられていますが、確固たる結論を出すにはサンプル数がありにも限られています。また一つの課題として、このアセットクラスに投資する際の十分にリスク管理の行き届いたアクセス手段（取引所のセキュリティ、流動性など）の確保が挙げられます。

投資への影響

投資家は、インフレ率、金利動向、GDP成長率など、投資見通しに影響を与える短期的な要因に注意する必要がありますが、長期的に世界に大きな影響を与える「破壊的メガトレンド」を投資機会として捉え、エクスポージャー（投資配分）を持つことが重要です。投資家は「破壊的メガトレンド」に投資する際、新しいビジネスモデルの商業性と持続可能性、そして経営陣の実行力に注目する必要があります。これらの新興ビジネスの中には、まだ発展途上のものもあるため、投資家はその動向を常に把握し、チャンスとリスクの両方を理解しなければなりません。

新たな技術のブレークスルーや新興ビジネスにとっての最大のリスクの一つは、規制環境の変化や政府の介入の増大が考えられます。最後に、非常に魅力的な「破壊的メガトレンド」であっても、投資家は、市場の評価が現実的なレベルを超えていないか、常にその健全性を確認する必要があります。

データ出所

1. <https://data.adb.org/story/population-and-aging-asia-growing-elderly-population>
2. 世界銀行 - Vietnam country overview, (2021年4月7日更新)
3. <https://www.weforum.org/agenda/2020/07/the-rise-of-the-asian-middle-class>.
4. <https://www.straitstimes.com/asia/increasing-digitalisation-the-way-to-recovery-in-a-protracted-covid-19-crisis-wef-asean-poll>
5. Backbase社（同社は「デジタルバンキングソリューション」を提供する会社）、IDC（International Data Corp）社

執筆者

John Tsai、グロース株式部門ヘッド、イーストスプリング・インベストメンツ（シンガポール）

Kelvin Blacklock、イーストスプリング・ポートフォリオ・アドバイザーズ・ヘッド、イーストスプリング・インベストメンツ（シンガポール）

Taiwan Domestic Equity team, Eastspring Securities Investment Trust（台湾）

※ MSCI指数はMSCI Inc.が算出している指数です。同指数に関する著作権、知的財産権その他の一切の権利はMSCI Inc.に帰属します。またMSCI Inc.は、同指数の内容を変更する権利および公表を停止する権利を有しています。

<当資料に関してご留意いただきたい事項>

○当資料は、イーストスプリング・インベストメンツ（シンガポール）が作成した資料をもとに、イーストスプリング・インベストメンツ株式会社が、情報提供を目的として作成した資料であり、金融商品取引法に基づく開示資料ではありません。また、特定の金融商品の勧誘・販売等を目的とした販売用資料ではありません。○当資料は、信頼できると判断された情報等をもとに作成していますが、必ずしもその正確性、完全性を保証するものではありません。○当資料の内容は作成日時点のものであり、当社の見解および予想に基づく将来の見通しが含まれることがありますが、将来予告なく変更されることがあります。また、将来の市場環境の変動等を保証するものではありません。○当資料で使用しているグラフ、パフォーマンス等は参考データをご提供する目的で作成したものです。数値等の内容は過去の実績や将来の予測を示したものであり、将来の運用成果を保証するものではありません。○当資料では、個別企業や業種・テーマに言及することがありますが、当該企業の株式や業種・テーマについて組入の保証や売買の推奨をするものではありません。○当社による事前の書面による同意無く、本資料の全部またはその一部を複製・転用並びに配布することはご遠慮ください。○抄訳には正確性を期していますが、必ずしもその完全性を担保するものではありません。また、必ずしも原資料の趣旨をすべて反映した内容になっていない場合があります。