



2017 INVESTMENT OUTLOOK



2016年12月

ノーマン・ボーズマ、CFA
最高投資責任者(CIO)、
テンプレトン・グローバル株式グループ
プレジデント、
テンプレトン・グローバル・アドバイザーズ・リミテッド

シンディ・スウィーティング、CFA
プレジデント、
テンプレトン・インベストメント・カウンセルLLC
ポートフォリオ・マネジメント・ディレクター、
テンプレトン・グローバル株式グループ

グローバル・バリュー株式にとって2017年に予想されるインフレ上昇、低金利の環境は好ましい環境であると考えています。こうした状況はバリュー株にとって支援材料であり、ファンダメンタルズ面からミスプライスされているとみられる企業に積極的に資金を投資する投資家にとって有利に働く可能性があります。堅調が見込まれるセクターとしては、名目利回りと正の相関関係にある金融、資源関連、消費敏感セクターが挙げられ、これらのセクターはバリュー型のベンチマークにおいて大きな比率を占めています。これらのセクターにおける一部の銘柄は、11月半ばの時点において他のセクターにおける銘柄と比べ大幅な割安水準で取引されており、今後の上昇余地は大きいと考えています。

2016年後半において、グローバル金融市場が転換点を迎えている兆候が明らかになってきており、ファンダメンタルズに着目したバリュー投資家にとって投資機会が高まってきています。これらの兆候は低成長に対する次の政策措置として、財政刺激策や赤字公債発行による財政支出が求められていることを示していると考えています。

インフレ、金利、反グローバリゼーション

通常、富裕層の過剰貯蓄をもたらす金融刺激策と異なり、財政刺激策は資本を必要とする者に資金を誘導することで経済成長を促します。それでも、11月半ばに世界の債務残高がGDPの2倍超という過去最高の水準に達したという点を勘案すると、赤字国債の増発を伴う政策や給付金制度によって資金を賄うことは困難と考えられます。財政状況を勘案すると多くの国では実質金利の上昇を許容できる状況にはないことから、低コストでの資金調達のために引き続き金融政策は抑制的にならざるを得ないと考えられます。

実質金利は低水準にとどまる見通しですが、その一方でインフレ率は財政支出だけでなく、貿易障壁の高まりによっても上昇することが予想されます。これは保護主義と反グローバリゼーション政策が財・サービス価格の上昇につながる可能性があるためです。緊縮財政、成長戦略、デフォルトの選択など債務削減のための代替手段が現在の環境では不十分で考えにくいことから、インフレ創出が政策当局にとって非常に望ましい政策であると考えています。今後の政策の成否は、政策当局が自ら今まで繰り返してきた政策手段を通じて経済をどの程度コントロールできるかにかかっていると思われます。「新自由主義(ネオリベリズム)の終焉」が取沙汰されるなか、こうした概念が世界各地の反対勢力や反グローバリゼーション勢力の脅威にさらされていることは間違いありません。しかし、自由市場や米国のロナルド・レーガン元大統領や英国のマーガレット・サッチャー元首相によって導入されたサプライサイド経済学が完全に否定されることはない代わりに、グローバルレベルでの自由放任資本主義が国

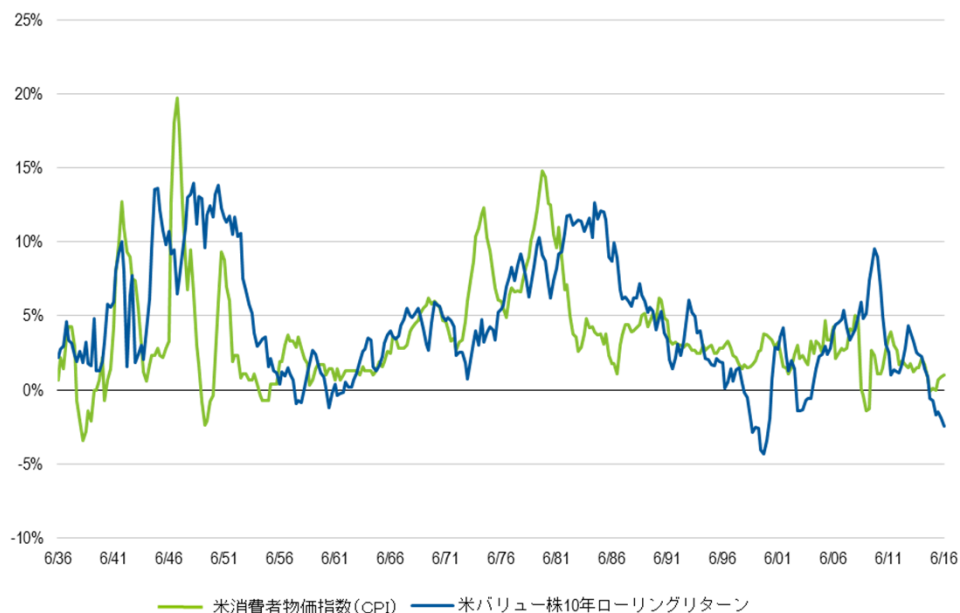
内レベルまで押し戻される可能性が高いと考えています。こうした目的に向けて、国内の雇用創出に対する脅威と認識される政策（移民、生産の海外移転、貿易協定、為替操作など）が標的となる一方で、国内経済の成長を支援すると判断された政策（インフラ投資、減税、国内の規制緩和など）は推進される可能性が高いと考えられます。

2017年とバリュート投資

このような状況は金融資産にとって何を意味するのでしょうか？グローバル株式は、こうした環境において合理的に考えて好ましい金融資産であると考えられます。結局、株式は会社の所有権の持分です。そしてその会社は価格決定力を持つ傾向があり、これによって投入コストの上昇を転嫁することでインフレ環境を乗り切ることが可能となります。一方、こうした環境は、債券のように固定収入を伴うか、物価上昇に対応できない証券の保有者に対しては不利に働く可能性が高いと考えられます。また、従来から名目利回りとの逆相関性が最も高い生活必需品、公益事業など株式市場で債券代替とみなされるセクターも同様に悪影響を受ける可能性が高いといえます。2016年後半にこれらのセクターのバリュートンが高水準だったという点もリスクを増大させていると考えます。一方、こうした環境で好調が見込まれるのは、従来から名目利回りと正の相関関係がみられる金融、資源関連、消費関連等の景気敏感銘柄で、現在バリュート型のベンチマーク構成銘柄で大きな比率を占めています。これらのセクターの一部は11月半ばにおいて、その他のセクターに対し過去最も割安水準にあったことから、今後回復の余地は大きいと考えます。

ダートマス大学のケン・フレンチ教授の米国バリュート株のデータベースと調査によると、過去100年間の計測可能なデータにおいて、株価純資産倍率(PBR)によるバリュート株のパフォーマンスとインフレの間には高い相関性がみられました。したがって、過去のデータによると、インフレ上昇局面では株式を保有することのみにとどまらず、バリュート株の保有が利益をもたらしました。バリュート株とインフレの相関性は、バリュート株によく見られる景気の影響を敏感に受ける傾向に加え、異なる金利環境におけるバリュートン調整の性質によっても立証されています。一言で言うと、金利低下によって企業の資本コストが低減され、これによって将来のキャッシュフローの正味現在価値（つまりバリュートン調整）が高まります。こうした追い風は株式全体を下支えするケースが多いと考えられます。これは、世界金融危機直後の金利低下を伴う大幅なデフレ期間に個別銘柄のパフォーマンスの相関性が歴史的な水準まで高まったことによっても実証されています。一方、金利上昇の時期には、個別銘柄の精査と見極めが必要とされ、前回の金利低下時において下支えされていたバリュートン調整が低下する傾向にあります。今後予想される金利上昇の環境は、ファンダメンタルズ面からミスマッチングされているバリュート株に積極的に資金を配分する投資家に有利に働く可能性があります。ただし、今日ではこうした投資家はさらに希少な存在になっていると考えられます。これは価格に無神経な政府による買いとファンダメンタルズにとらわれないインデックス投資がグローバル金融市場でシェアを拡大しているためです。とはいえ、これまでの困難なサイクルを通じて規律をもって割安銘柄に対する確信度を維持してきたバリュート投資家の忍耐が報われる日は近いと考えています。

米バリュー株のデータベース: 10年間のローリングリターンvs. インフレ率 1936年6月～2016年6月



出所: ケン・フレンチ・データベース、トムソンロイターズ・データストリーム、バーンスタインの分析。2016年6月30日現在。インフレは米消費者物価指数を意味します。過去の実績は将来の成果を保証するものではありません。データ出所に関する重要事項並びに用語に関しては www.franklintempletondatasources.com をご参照ください。

CFA® と Chartered Financial Analyst® (CFA協会認定証券アナリスト)はCFA協会が保有する商標です。

リスクについて

すべての投資はリスクを伴い、投資元本は毀損する可能性があります。株価は、個別企業、特定の産業、業種、市場環境全体などの影響により急速かつ大幅に変動する場合があります。バリューストックでは予想通りの株価上昇がみられない、または、さらに株価が下落する可能性があります。ポートフォリオが随時、特定の国、地域、産業、業種、または投資種別を焦点とする限り、当該地域の不利な展開によってさらされるリスクは幅広い国、地域、産業、業種または投資商品に投資するポートフォリオを上回る可能性があります。外国証券への投資は、為替変動、不安定な経済、政治情勢など特別なリスクを伴います。新興国市場への投資では、同一要因に関連したリスクが増大します。

重要事項

当資料は一般的な情報提供のみを目的としたものであり、個別の投資助言または証券の売買、持続、または投資戦略の採用に関する推奨や勧誘を行うものではありません。また法律上、税務上の助言を構成するものではありません。

当資料のなかで運用担当者が示した見解ならびにコメント、意見、分析は、当資料作成時点のものであり、事前通知なしに変更される可能性があります。当資料で提供された情報は、すべての国、地域、市場に関するすべての重大な事実に関する完全な分析を目的とするものではありません。**すべての投資はリスクを伴い、元本に損失が生じる可能性があります。**

当資料の作成には、第三者を情報源とするデータが使用されている可能性があります。フランクリン テンプルトン インベストメンツ(FTI)は当該データに関して独立した照合、検証、監査は行っていません。FTIは、本情報の利用によって生じたいかなる損失に対しても一切、責任を負いません。当資料のコメント、意見、分析に対する依拠に関しては、利用者が裁量で行ってください。

金融商品、サービス、情報はすべての管轄区域で入手可能なわけではなく、米国以外では、他のFTI関連会社および/または現地法および規則が承認するその販売会社によって提供されます。個別の管轄区域における金融商品およびサービスの提供に関する詳細な情報については、専門家の助言を受けることをお勧めします。

当資料はフランクリン・テンプレトン・インベストメンツ株式会社によって情報の提供を目的に作成された資料です。投資信託の購入やその他の投資を推奨するものではありません。特定の投資信託の取得をご希望の場合には、販売会社において投資信託説明書(目論見書)をお渡ししますので、必ず内容をご確認のうえ、ご自身でご判断下さい。

<留意事項>

【投資信託に係るリスクについて】

投資信託は、国内外の株式や債券など値動きのある資産に投資しますので、基準価額が変動します。したがって、投資者の皆様は投資元本は保証されているものではなく、基準価額の下落により、損失を被り、投資元本を割り込むことがあります。投資信託の運用により生じた利益および損失はすべて投資者の皆様へ帰属します。なお、投資信託は預貯金とは異なります。

【投資信託に係る費用について】

ご投資頂くお客様には以下の費用をご負担いただきます。

■ 申込時に直接ご負担いただく費用・・・申込手数料 上限3.675% (税込み)

■ 換金時に直接ご負担いただく費用・・・信託財産留保金 上限0.3%

■ 投資信託の保有期間中に間接的にご負担いただく費用・・・

運用管理報酬(信託報酬) 上限1.575% (税込み)

なお、ファンド・オブ・ファンズの場合には、この他に投資対象ファンドの運用報酬等がかかります。

詳しくは、個別の投資信託の投資信託説明書(目論見書)をご覧ください。

■ その他費用・・・上記の他に、信託財産に関する租税、信託事務の処理に要する諸費用、信託財産にかかる監査費用、有価証券の保管費用、等、保有期間等に応じてご負担頂く費用があります。運用状況等により変動するものであり、事前に金額、上限等を表示することができません。

(ご注意)

上記のリスクや費用につきましては、一般的な投資信託を想定しております。費用の料率につきましては、フランクリン・テンプレトン・インベストメンツ株式会社が運用するすべての公募投資信託のうち、徴収するそれぞれの費用における最も高い料率を記載しております。

投資信託に係るリスクや費用は、それぞれの投資信託により異なりますので、ご投資をされる際には、事前によく投資信託説明書(目論見書)や契約前交付書面をご覧ください。

フランクリン・テンプレトン・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391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

一般社団法人第二種金融商品取引業協会

<当資料のお取り扱いにおけるご注意>

●当資料は情報提供のみを目的としてフランクリン テンプレトン インベストメンツ(フランクリン・テンプレトン・リソース・インクとその傘下の関連会社を含みます。)が作成したものを、フランクリン・テンプレトン・インベストメンツ株式会社が抜粋・翻訳した情報提供資料です。●当資料は信頼できると思われる情報に基づいて作成しておりますが、その正確性、完全性を保証するものではありません。●当資料に記載されている予測、見通し、見解のいずれも実現される保証はありません。●当資料の内容は予告なく変更されることがあります。●当資料にかかわる著作権その他の一切の権利は引用部分を除き当社に帰属し、いかなる目的であれ当資料の一部又は全部の無断での使用・複製は固くお断りします。