



## 2017 INVESTMENT OUTLOOK



2016年12月

**Michael Hasenstab, Ph.D.**

エグゼクティブ・バイスプレジデント  
 ポートフォリオマネージャー  
 最高投資責任者  
 テンプルトン・グローバル・マクロ・グループ

*「先進国では政治リスクが増大していますが、一部新興国には2017年の楽観的な見通しにつながる多くの魅力的な投資機会が存在していると考えます。また、賃金上昇圧力の増大につれ、米国のインフレ率が上昇する一方で、ユーロ圏・日本と米国の金融政策の方向性の違いが際立ってくるという見方を維持します。」*

2016年の大半を通じ、米国債は債券市場において割高な水準で推移しました。これは主に米国のインフレ率の上昇と労働市場の底堅さが無視されたためです。今年前半には、インフレ率は構造的に低下し、デフレリスクが重要な懸念材料と主張する市場参加者さえみられました。ただ、我々のリサーチでは正反対の状況を示していたことから、投資家に対し、米国債のバリュエーションは異例の水準にあり、長期のデュレーションをとる戦略は、リスク・リターンの観点から合理的ではないと注意を促してきました。10月には米国10年債の利回りが緩やかに上昇したように、市場は徐々に我々が予想していた通りのトレンドに転じました。11月までには、米国債の利回り水準の調整が本格化し、米大統領選挙後に一気に調整されました。これはインフレ上昇圧力が増大しているという我々が長期に亘って主張してきた見方の方向に市場がシフトを開始したためと考えます。利回りの調整が始まるときわめて短期間のうちに急速に進んだことは、米国債利回りがいかに極端な低水準にとどまっていたかを表すことになりました。一方、米国の利回り上昇に伴って円とユーロが下落しました。

2017年に目を転じると、2016年後半に先進国における多くのマクロ状況が再び市場の価格に急速に織り込まれましたが、この状況が更に進み長期化することが予想されます。米国では賃金上昇圧力が高まり、景気拡大が継続するにつれ、インフレ率の上昇が見込まれます。一方、ユーロ圏や日本は米国とのかい離がさらに進むとみられます。こうした世界的なトレンドは引き続き先進国の債券市場に圧力をかけるだけでなく、一部の現地通貨建て新興国市場に大きな投資機会をもたらす見通しです。同市場ではファンダメンタルズが底堅さを維持しているにもかかわらず、利回りは高水準で推移しており、通貨はすでに大幅に割安な水準にあります。我々は南米と日本を除くアジアの一部の新興国のバリュエーションに対して楽観的な見方をする一方で、先進国全般のデュレーション・リスクに対しては慎重な見方を維持します。

**2017年には米国のインフレ圧力が増大**

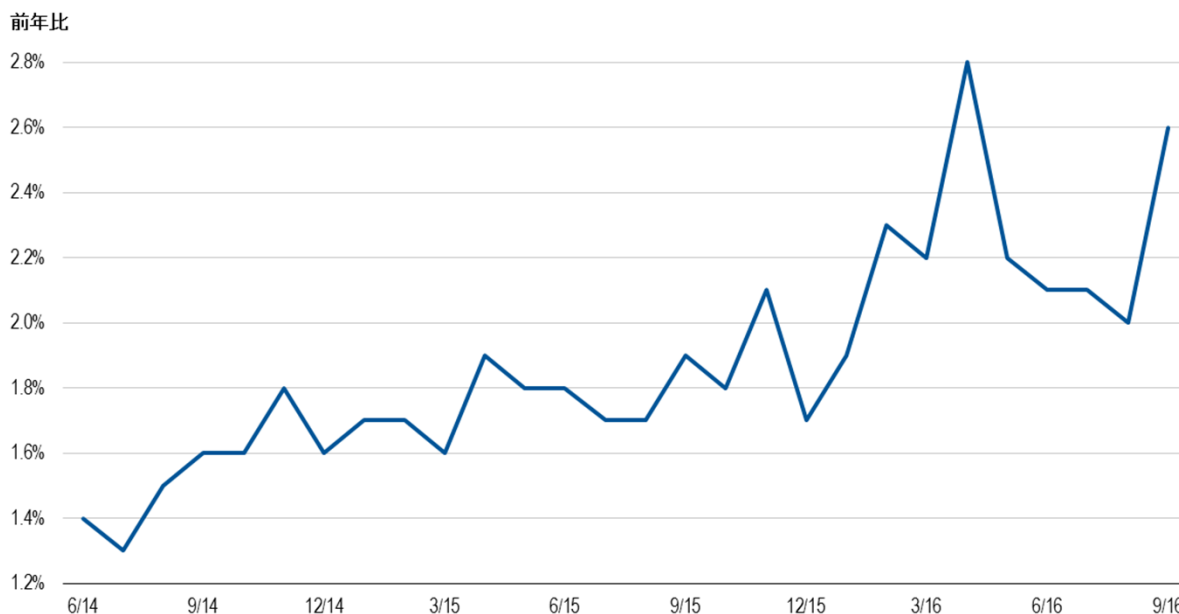
主に米労働市場全般でみられる賃金上昇圧力を根拠にインフレ率の上昇を予想しています。同市場は2016年の大半の期間で、完全雇用に近い水準で推移し、過度な金融緩和政策と拡大が見込まれる財政政策により、引き続き堅調さを増しています。コア消費者物価指数(CPI)は2016年を通じて2.0%を上回る水準を維持し、上昇トレンドが継続する兆候を示しています。最終的には昨年来の原油価格下落によるベース効果がなくなることから、総合インフレ率は2017年初めには3.0%超に上昇すると予想しています。さらに、新政権が特にインフラ整備拡大という形で政府支出の拡大を図ることが予想されます。これは既存のインフレ上昇圧力をさらに高めると同時に経済成長を

後押しし、米国債の発行増につながると考えています。新政権が貿易制限や関税を導入した場合、これも米国の財のコストを押し上げると考えられます。以上の結果、インフレ率は2017年の早い段階で米連邦準備理事会（FRB）の目標を上回り、FRBは利上げの継続が必要になるとみられます。また、我々はFRBの利上げスケジュールと関係なく、市場が引き続き利回りを押し上げるというシナリオも想定しています。

#### 2016年は賃金圧力の増大が継続

##### 賃金・給与：民間部門の雇用コスト指数

2014年6月～2016年9月



出所：米労働省労働統計局。2016年9月30日現在。データ出所に関する重要事項については、[www.franklintempletondatasources.com](http://www.franklintempletondatasources.com)をご参照ください。

#### ユーロ圏と円安は継続する可能性が高い

米金利が上昇トレンドにあることから、米ドルは多くのぜい弱な通貨、とりわけユーロや円に対し、引き続き上昇することが予想されます。米国債利回りが上昇する一方で、欧州中央銀行（ECB）と日本銀行（BOJ）は前例のない量的緩和政策を継続したことから、市場では10月にユーロ圏、円安トレンドが再び強まりました。11月の米大統領選挙後、米国10年債の利回りが2.20%を上回る水準に上昇したことを受け、両通貨は一段と下落しました。ただ、ユーロ圏と日本が量的緩和政策を継続する可能性は高いとみています。これは両地域では輸出セクターの後押しと成長けん引のために通貨安が必要なおうえに、通貨安に対する依存度という点で米国を大きく上回っているためです。また、両地域、とりわけ日本は物価上昇を必要としています。

ユーロ圏と日本の利回りは低水準～マイナス水準にとどまり、債券利回りが上昇している米国との間で金利の乖離が進んでいますが、こうした状況はECBと日銀が掲げる目標にプラスに働くことが見込まれます。今や可能性が高まった米国の利上げに対して、両中央銀行によるより効率的な対応が可能となり、積極的な金融政策を打ち出すことができるようになるためです。またユーロは、最近の欧州連合（EU）におけるポピュリスト台頭を受け、政治リスク増大の圧力にも直面しています。2017年にフランスとドイツで実施される選挙はEU並びにユーロ圏を維持するための政治的意思がどの程度強いのか、それともぜい弱なのかを判断する重要な目安になると考えられます。概して、金融緩和政策と通貨安の継続に対するニーズは目先欧州で高まる一方で、日本ではより継続的かつ長期的なニーズになるとみられます。とはいえ、両通貨は2017年には弱含みの展開が予想されます。

## ファンダメンタルズは堅調だが割安という状況が続いている一部の新興国市場

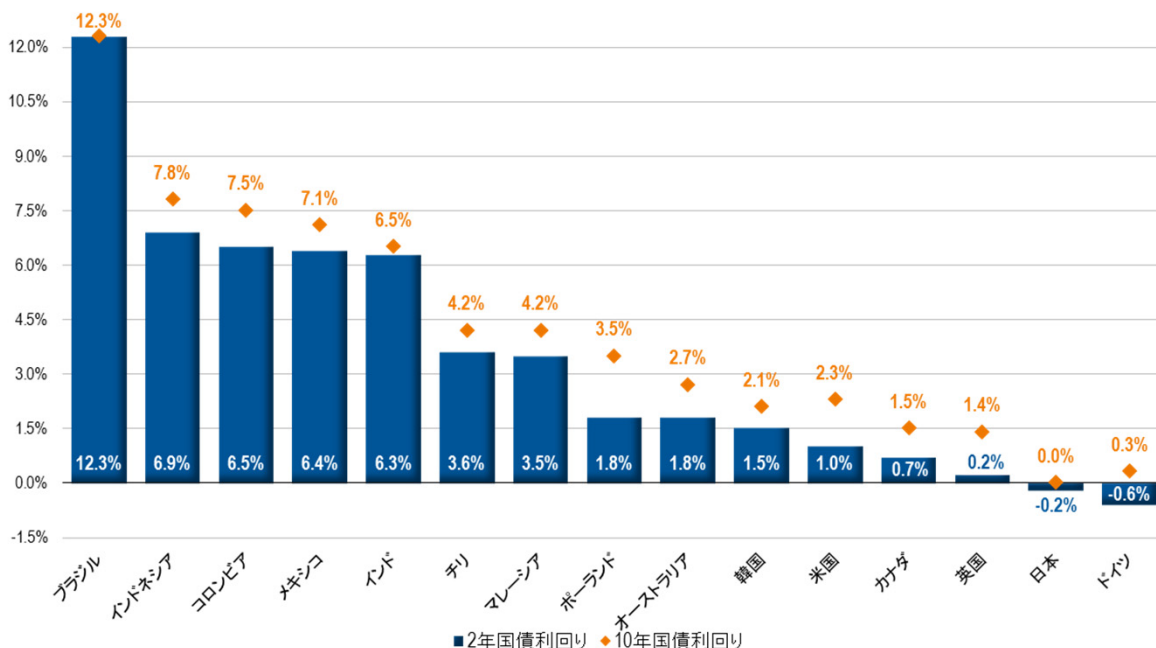
新興国全般に関しては、ファンダメンタルズがせい弱な国と多くの非常に堅調な国の間で引き続き大きな格差がみられます。11月の米大統領選挙の後、市場は米国の保護主義政策が世界貿易に与える可能性を懸念し、新興国市場は幅広くネガティブな反応を示しました。ただ、次期政権は選挙キャンペーン中の巨額の関税を課すという主張から、バランスの取れた自由かつ公正な貿易に向けてシフトしているとみられます。通商政策の変更による特定の新興国に対する実際の影響に関しては複数のシナリオが存在しますが、我々は最小から軽微にとどまろうと考えています。

さらに、過去1年、多くの新興国はすでに厳しいショックを切り抜けており、貿易コストの増加に対する対応力は市場が考える以上に高いと思われます。実際に、一部の国で、ここ10年間、外貨準備の積み増し、経常収支の黒字化もしくは均衡近きの水準への改善、財政収支の改善、米ドル建て債務の圧縮によって、対応力が大幅に改善しました。短期的に不安定な状況に陥った時期には、市場は米国の潜在的な政策要因を過大評価し、各国のより重要度の高い国内要因を過小認識する傾向があります。市場が実際の価値を正確に評価できるようになるにつれて、最終的には、バリュエーションは長期的なファンダメンタルズに基づく水準に回復することが見込まれます。

### 非常に高い水準にある一部の新興国の債券利回り

#### 2年国債と10年国債の利回り

2016年11月15日現在



出所: ブルームバーグ。上記の図は説明のみを目的としており、フランクリン・テンプレトンのいずれのファンドのパフォーマンスやポートフォリオ構成を反映したものではありません。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。新興国債券の投資は通貨変動並びに不透明な経済および政治情勢に関連したリスクの増大など高いリスクを伴います。高利回り、低格付けの債券では一般にデフォルトおよび元本割れのリスクが高くなります。データ出所に関する重要事項については、[www.franklintempletondatasources.com](http://www.franklintempletondatasources.com)をご参照ください。

メキシコ、ブラジル、アルゼンチン、コロンビア、インドネシア、マレーシアなどの新興国の現地通貨建て債券は過小評価されていることから、ポジティブな見通しを持っています。特にメキシコに関しては、自由貿易に対して何らかの制限が課された場合でも、米国とメキシコ間の貿易が停止されることはなく、単にコスト増大をもたらすだけであると考えます。米国の最大手企業の多くが幅広くメキシコに投資しており、同国での生産を自社のサプライチェーンに組み込んでいます。このため、新政権がたとえ輸入関税を課するという手段を用いたとしても、両国間の貿易を大幅に縮小させることは、きわめて困難と考えられます。市場は、貿易制限によってメキシコペソが被る悪影響を過剰に織り込んでおり、世界貿易機関(WTO)の貿易基準への回復を考慮したとしても適正価値を反映していないと考えます。メキシコ中銀が通貨押し上げを目的とした政策を継続し、市場が適正価値に向けて調整を進めるにつれて、メキシコペソの回復が見込まれます。

インドネシアも新興国の対応力を示す良い例の1つです。これまでコモディティ価格の下落、貿易取引額の減少、中国の経済成長の減速がみられるなか、インドネシアは5%の経済成長を維持し、対内直接投資を含めた経常収支は均衡水準を維持しています。さらに、2016年には新興国通貨が大幅に下落しましたが、それでもインドネシアやマレーシアなどが支払不能に陥ることはありませんでした。20年前であれば、新興国の多くは保護主義の動き、コモディティ価格の大幅下落、為替の大幅な変動が同時に発生すれば、切り抜けることは困難だったかもしれませんが、今日では、これらの国は、このようなマクロ経済の動きや世界貿易に対する政策変更への対応において、当時よりもはるかに強い状況にあるといえます。環太平洋戦略的経済連携協定(TPP)が成立すれば、インドネシアがさらに強さを発揮するのは確実と考えられますが、成立しなかった場合でも、壊滅的な打撃にはならないとみられます。インドネシアはこれまでTPPがなくても好調だったことから、この状況を維持するためにより自由化された貿易協定に依存することはないと思われます。市場は貿易政策を巡る発言の影響を受けてきた傾向がありますが、根本的なファンダメンタルズははるかに強力な状況を示しているとの見方をしています。

全体としては、2017年に向け、欧米におけるポピュリズムの台頭と保護主義的な政策による世界貿易への潜在的な影響に関するリスクを注視する必要があります。先進国市場の政治リスク増大にもかかわらず、引き続き一部の新興国には2017年の楽観的な見通しにつながる多くの魅力的な投資機会が期待できます。皮肉なことに、ブラジル、アルゼンチン、コロンビアなど一部の南米諸国は、失敗に終わった過去のポピュリズムの試みを受け、最近、より正当な政策に移行し、市場寄りの保守的な財政政策を取る一方で、信頼できる金融政策、将来を見据えたビジネス環境、外向きの貿易政策を維持しています。我々は過大評価され、利回りが低水準にとどまる先進国市場よりも、過小評価されている現地通貨建て新興国市場の投資機会を引き続き選好します。2017年はポピュリズムを試行する先進各国がこれに代わるより伝統的な政策に首尾よく回帰することによって、様々な悪影響を回避できることを願っています。

## リスクについて

すべての投資はリスクを伴い、このなかには元本を割り込む可能性も含まれます。外国証券への投資には為替変動、経済および政局の不透明感など特別なリスクを伴います。新興国市場とりわけフロンティア市場の投資では、同じ要因に関連してのリスクが増大する一方で、市場規模や低流動性に関連したリスクや証券市場を支える法制度、政治・経済構造、社会基盤の未整備といったリスクも伴います。そのような枠組みは通常フロンティア市場では特に未整備であり、極端な価格変動や低い流動性、貿易障壁、為替管理の悪化の可能性といった様々な要因があることから、新興国市場に関連するリスクがフロンティア市場では拡大します。債券価格は通常金利と逆方向に変動します。そのため、ポートフォリオで保有する債券の価格が金利上昇の影響を受け変動した場合、ポートフォリオの価値は低下する可能性があります。

## 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・템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。