



FRANKLIN TEMPLETON  
INVESTMENTS

情報提供資料

## Beyond Bulls & Bears



### 今回は「2008年」ではない

2016年2月22日

テンプレトン・グローバル・マクロ・グループの最高投資責任者、マイケル・ハッセンスタブは、多くの市場参加者は金融危機に苦しんでいた2008年の再来を彷彿させるような混乱を見せている、と述べています。ハッセンスタブは、現在の状況は2008年当時とは少し異なり、米国が今年景気後退局面に向かっているとか、中国がハードランディングに向かっているということを信じる要因はほとんどみられないと考えています。現在の不安定な市場の環境の中で、ハッセンスタブは投資機会を見出しており、投資家には短期的に揺れるセンチメントが落ち着きを取り戻した先を見据え、長期的な経済ファンダメンタルズに注目するよう注意を促しています。

マイケル・ハッセンスタブ  
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  
テンプレトン・グローバル・マクロ・グループ

#### ボラティリティが増大するなかにもみられる多数の割安な投資機会

我々は現在の市場環境における課題を認識しています。あいにく、グローバル市場は原油価格のボラティリティ継続、最近の中国株式市場の乱高下に加え、中国経済の減速と世界経済の成長懸念の悪影響を受けてきたと考えられます。ただ、我々は、現在、市場が抱えている悲観的な見方と実際のファンダメンタルズの間には大きな乖離があるとみています。市場は2008年の世界金融危機、または1997～98年のアジア通貨危機の時よりも状況が悪化しているかのような反応を示しています。しかし、一部の新興国は外貨準備を潤沢に積み上げ、経済を多様化させ、そして経済成長が見られるなど非常に良好な状態にあります。新興国全般で散見されるリスク回避の動きが正当な根拠のない悲観論を最大限まで拡大させているというのが我々の見方であり、ボラティリティが増大するなか、多数の割安な投資機会が期待できます。

(続き)

## 世界規模のデフレに向かっているのか？

市場のデフレ懸念には根拠がないと考えます。消費者物価の低下は、大幅な原油安によるもので、コアインフレ率はプラス圏で安定的に推移してきました。前年比ベースのインフレ率に原油安の影響がなくなった時点で、統計上、消費者物価は上昇に転じる見通しです。加えて、米国の労働市場は同国にとどまらず、世界のインフレ・トレンドで重要なけん引役を果たしています。我々の評価では、米国は完全雇用の状況にあり、賃金圧力が増大しています。需要サイドに差し迫ったデフレ圧力はみられず、現時点でデフレに関する実証的証拠は見受けられません。市場はコア・インフレ率の水準を過小評価していることから、新興国市場が回復に転じるにつれ、世界的に需給ギャップの拡大が予想されます。さらに、インフレに関しては、下振れよりも上振れのリスクの方が大きいと考えますが、依然、市場はデフレと下振れリスクを織り込んでいると思われる。インフレは市場のサプライズとなる可能性があります。

## 中国と市場の変動性

市場は中国情勢に対して過剰反応していると思われ、この恐怖感に動機づけられた反応が金融市場が全般に売られている要因であると考えます。株式市場で起きていることと実体経済で起きていることを区別して考えることが重要です。中国株式市場は相対的に歴史が浅く、参加者が限定されていることから高い変動性を示します。同市場が中国経済全体を示しているわけではありません。実体経済は正常化の過程にあり、崩壊に向かっているわけではないと考えます。

中国経済では一部のセクターがリセッションに向かう一方で、残りは依然として、堅調で拡大を続けています。製造業や鉱工業セクターなどの中国のオールドエコノミーの投資家には経済成長6%の実感はなく、マイナス成長であると感じています。これらのセクターは多くの注目を集めていますが、経済全体を反映しているわけではありません。成長を継続し、中国経済全体に占める比率が大きく上昇しているのは消費者主導のセクターです。したがって、サービス・セクターの成長が製造業、鉱工業セクターの縮小の大半を相殺し、結果的に、中国経済は6%~7%という堅調な成長を示しています。これが同国にとってハードランディングでないことは確かで、実際には健全な経済構造の転換過程にあるというのが我々の見方です。

加えて、同国は成長に向けた複数の裁量的な手段を維持しています。このなかには、インフラプロジェクトの財政支出拡大のためのリソースを含みます。中国がいずれも必要とされている大規模のインフラプロジェクトや環境プロジェクトを開始した場合、経済成長の下支えとなることに加え、一部の縮小するセクターのクッションとしての役割を果たすことになると考えます。中国は株式市場の変動や通貨切り下げに関する政策の情報発信という課題にも直面しています。当局者は、これらの問題に加えて、関連政策の公表方法に関しても改善を検討していると考えられます。これは、一部市場の不透明感軽減につながる見通しです。

その他に、これまでに我々が目にしてきた中国が抱える課題としては、資本市場の自由化があげられます。ただ、その優先順位には混乱が生じていると考えられます。中国政府は国内の金融改革が完了する前、そして経済の正常化が広く定着する前に、資本市場の自由化に着手しました。おそらく同国はこれを逆の順序で実施する必要があります。つまり、最初に国内を整備し、その後、経済の正常化を完了させることで、中国経済はハードランディングしているわけではないという確信が強固なものとなります。その時点で、国内の資本市場改革、国内債券市場規模の拡大、最終的には資本市場の開放が可能になります。現在、中国はこうした方向に向かっていると思われる。一部の資本市場に対する障壁が導入されたようですが、これにより一連の国内状況の安定につながるものとみられます。資本市場を閉鎖することで、為替レートの人為的な誘導の抑制につながります。我々は中国が人民元の安定化に向けたより良い措置を取っていると確信しています。

## 新興国市場

現在の状況は、多くの点で2008年や2009年当時と類似していると考えられます。当時、我々は、すべての投資家層が完全に関心を失った新興国市場に投資しました。実際、最近のアジアの投資家との意見交換では現在、こうした投資家の間で最も不人気なのは新興国市場と現地通貨市場であることが判明しました。新興国に関する悲観論はピークに達したと考えており、通常、この種の極端なセンチメントは機会を意味します。現在の状況は2008年、2009年と類似していると考えます。ただ、当時のグローバルマクロ経済見通しを巡る不透明感は現在をはるかに上回るものでした。当時、我々は韓国、リトアニア、ラトビア、ベネズエラ、ロシアなどのボラティリティの高い国々に全体的に投資しました。対照的に、現在、我々が価値を見出している投資機会は当時よりも、はるかに小さいといえます。現在の市場の混乱とその規模は当時と同水準ですが、実際の投資内容はやや異なります。現在、すべての新興国市場が魅力的な水準にあるというわけではありません。

(続く)

後掲の「当資料のお取り扱いにおけるご注意」を必ずご覧下さい。

Copyright ©2016 Franklin Templeton Investments. All Rights Reserved.

(続き)

現在、我々が注目しているのは主に次の2つの投資機会です。1) 堅固なファンダメンタルズを持ちながら、危機に陥っているかのような水準となっている国。具体的にはメキシコ、マレーシア、インドネシア、フィリピンが挙げられます。そして、2) 特殊事情から危機的状況にあるとみられるものの、中期的にこれを脱する明確な道筋がみられる国。具体的にはブラジルなどです。今日の新興国市場における投資対象国として魅力的な国の数は当目を下回っていると考えていますが、これは我々が同資産クラス全体を回避しているという意味ではありません。確かに、トルコ、ロシア、ベネズエラ、南アフリカなど我々が回避している新興国市場も存在しますが、深刻な不均衡はみられないにもかかわらず、市場によってバリュエーションが完全に歪められている市場も存在しており、我々はこうした市場に引き続き価値を見出しています。

### 米連邦準備理事会(FRB)と利上げ

FRBが利上げにおいて必要なペースより後手に回った場合、信頼性を失うという危険を冒すことになると考えられます。米労働市場は完全雇用に近い状態が続いており、経済成長は潜在成長率に近い水準にあり、コアインフレ率は安定的に推移してきました。この一連の状況は政策金利の引き上げを正当化すると考えられます。ただ、完全雇用に達したのはごく最近のことであり、FRBはこれまではハト派のスタンスを維持することが可能となっていました。賃金上昇圧力は完全雇用に到達前ではなく、到達後に生じるものであることから、これまでFRBは対応が必要なインフレ圧力に直面してきませんでした。同時に、原油安が総合インフレ率の低下をもたらし、これも差し迫ったインフレ対応の必要性を軽減しました。ただ、年内は賃金圧力とコアインフレ率の上昇が続き、総合インフレ率は、原油価格の安定化によって、来年の早い時期に急上昇することが予想されます。FRBが利上げ軌道を維持しなかった場合、インフレの後追いとなり市場からの信用を失い、そして景気サイクルの低下局面で利下げを実施する手段を失うという危険を冒すこととなります。現在、FRBに対しては高い信頼がみられますが、先手を打って、利上げを継続しなければ、こうした信頼は損なわれると考えます。我々は、FRBが2016年には利上げを継続する必要があるとみています。

### ブラジルの状況

ブラジルは危機の真っただ中にあります。これは前回のコモディティ・サイクル時に、過度な財政・金融政策を展開したためです。ここにきて、こうした政策は終了し、これまでの巨額の財政支出と信用供与の削減が進んでいます。さらに、金利は長期間に渡り過度の低水準に維持されてきましたが、これも修正されてきました。現在、同国の政策金利は14%超の水準にあります。ただ、財政規律の是正措置は未導入の状況にあります。政治的支援のシフトによって財政是正措置の展開が見込まれます。さらに、年内は変動が継続する可能性は高いと考えられますが、回復の道筋はみられます。市場は一連の危機をすべて織り込んできました。ただ、債券利回りは16.5%付近の水準にあり、同国が中期的に回復に向かうにつれて、投資家のこうした短期的なリスクは相殺されると考えます。我々は、全体としてブラジルは経済的に強い国であり、是正が必要なのは政策ミックスだけであるとみています。

### 何が市場回復の材料になるのか？

現在、市場は様々な点で移行期を迎えています。コモディティ価格は上昇から下落へ、米国はゼロ金利から利上げ局面へ、中国は2ケタ成長から緩やかな成長と経済の正常化へと移行を進めています。これらが市場のボラティリティ増大の要因となりましたが、我々は市場がリスクを過大評価してきたと考えます。コモディティ価格が安定し、FRBが利上げを継続する一方で、中国経済が適正な水準に減速すれば、市場は、ファンダメンタルズを反映した水準に向けてバリュエーションが回復することが予想されます。

一連の安定化に関して正確な時期を予想することは困難ですが、経済指標やバリュエーションの両面でその時期が近づいていると考えます。コモディティ価格が落ち着いた時点で、市場はブラジル経済が健全な状況にあると認識する可能性があると考えます。さらに、メキシコは、外国通貨に対する依存度が低いうえ、同国の中央銀行はFRBによる利上げに追随することが出来る状況であることから、利回り格差縮小による損失を防ぐことができ、FRBが利上げを継続することにより、その利上げがメキシコの財政に打撃を与えることはないと考えます。また、中国経済は減速しているものの正常化に向かい、同国経済が崩壊するわけではないことが再認識されれば、市場は同国に対するリスクがこれまで恐れていたほど極端に大きなものではないと認識できます。こうした段階に達した時点で、現在の市場バリュエーションは売られ過ぎであると認識することでしょう。

(続き)

世界のインフレに関する詳細な分析に関しては、「[Inflation: Dead, or Just Forgotten?](#)」をご参照ください。同レポートではマイケル・ハッセンスタブとテンプレトン・グローバル・マクロ・グループのシニア・メンバーの分析と見解を含めたグローバル経済に関するリサーチに基づき説明を行っています。

ハッセンスタブとそのチームは、アンコンストレインド債券、通貨、グローバル・マクロを含むテンプレトンのグローバル債券戦略の運用にあたっています。同チームは、世界トップクラスの大学で学んだ経験を持ち、グローバルなマクロ経済分析を詳細な国別リサーチと統合したうえで、投資機会につながる長期的な不均衡を特定することを目指しています。

当資料で示されたコメント、意見、分析は運用担当者の個人的な見解であり、一般的な情報提供のみを目的としており、個別の投資に関する助言や証券の売買、持続や投資戦略の採用の推奨や勧誘を行うものではありません。また法律上や税務関連の助言を構成するものでもありません。当資料で提供された情報は、発表日現在のもので、事前の通知なしに変更される可能性があります。当資料の目的はいかなる国、地域、投資に関する重大な事実を完全に分析することではありません。

当資料の作成には第三者のデータが用いられた可能性があり、フランクリン テンプレトン インベストメンツ(「FTI」)は当該データに関して、独自の検証、立証、検査を行っていません。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、分析に対する依拠は利用者の裁量に委ねられます。商品、サービス並びに情報はすべての法的管轄区域で利用可能というわけではなく、現地の法令の許可が得られた場合に、FTI関連会社および/または販売会社によって提供されるものです。管轄区域における商品とサービスの利用の可能性の詳細な情報に関しては、ご自身で専門のアドバイザーにご相談ください。

当資料は、Franklin Templeton Investmentsのブログ(Beyond Bulls & Bears)の「This Is Not 2008」を翻訳したものです。オリジナル英語版は  
<http://global.beyondbullsandbears.com/2016/02/22/this-is-not-2008/>  
でご覧いただけます。

＜当資料のお取扱いにおけるご注意＞

- 当資料はフランクリン テンプルトン インベストメンツ(フランクリン・テンプレートン・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・テンプレートン・インベストメンツ株式会社が抜粋・翻訳した資料であり、特定のファンドの勧誘を目的とするものではありません。
- フランクリン・テンプレートン・インベストメンツ株式会社が設定・運用する投資信託は、国内外の株式や債券など値動きのある金融商品等に投資します(外貨建資産には為替変動リスクもあります。)ので、基準価額が変動し、投資元本を割り込むことがあります。従って、元金が保証されているものではありません。投資信託の運用による損益はすべて投資者の皆様へ帰属します。投資信託は預貯金とは異なります。また、投資信託の申込み・保有・換金時には、費用をご負担いただく場合があります。詳しくは、各ファンドの最新の投資信託説明書(交付目論見書)をご覧ください。
- 当資料は信頼できると判断した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、データ等は作成時点のものであり、今後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ます。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。

フランクリン・テンプレートン・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