

金融緩和終了後の ポートフォリオ運用

FRANKLIN TEMPLETON THINKS™

GLOBAL INVESTMENT OUTLOOK

2019年投資環境見通し

2018年がピークの年となるのか？
運用責任者による今後の見通し

市場の関心が低かった銘柄が
新たに注目される可能性

量的緩和（QE）後の
金利上昇局面に対する分散投資

世界各国における経済成長のかい離
とボラティリティへの対応



FRANKLIN TEMPLETON
INVESTMENTS

2018年の株式市場は、新興国市場や米国市場を始めとして世界的にボラティリティに悩まされた年となりました。米国の景気拡大は10年目に突入し、多くの投資家は、いつこの景気サイクルに変化が見られるのか、何がその契機となるのか、ということを考えて始めています。

この点、フランクリン・テンプレトンの運用責任者は、来年の見通しについて楽観的になることができる多くの材料を見出す一方で、投資機会は国や資産クラスによってより異なるものとなり、以前は見過ごされていた国や資産クラスが注目される可能性があると考えています。

主な見解

- 過去10年に亘り投資家が慣れ親しんできた環境は永遠には続かない、ということを見出すことが重要であると考えています。株式間の非常に低い相関が投資成果の不確実性につながっており、市場は変化し続けています。このような投資環境はアクティブ運用者にとって好ましい状況になると考えています。
- 現地通貨建て新興国市場は、グローバル債券市場の中で最も割安な水準にあると考えています。しかし、各国市場の状況は同じではないということを見出すことが重要であり、個々の国々の状況は数十年前と比べ著しく変化しています。
- 米国の減税や公共支出拡大による大規模な財政刺激効果が薄れるに連れ、米国の企業収益や世界経済は2018年の水準を維持することが難しくなる可能性があります。しかし、米国と他の国々の企業収益や経済ファンダメンタルズの格差は縮小してきており、投資機会をグローバルに見出すことができると考えています。

本稿に登場する運用責任者



ステファン・ドーバー、CFA
株式運用部門ヘッド



Dr.マイケル・ハッセンスタブ
テンプレトン・グローバル・マクロ・グループ、最高投資責任者(CIO)



エド・パークス、CFA
フランクリン・テンプレトン・マルチアセット・ソリューションズ、最高投資責任者(CIO)

2018年がピークの年となるのか？ 運用責任者による今後の見通し

エド・パークス

米国の力強いファンダメンタルズに下支えされ、世界経済は2019年も堅調な勢いを保つ可能性があると考えています。2018年は、世界経済の同時成長に対する悲観的な見方が増えたことで、金融市場のボラティリティは再び高まりました。しかし、経済成長のトレンドは依然概ね良好であり、各国の経済成長の乖離は、市場が懸念するネガティブな材料にはならない可能性があると考えています。各国の経済的、政策的違いは、貿易、通貨、先進国の金融政策の正常化に大きく影響します。そのため、それらの違いが最終的にどのように調整されていくかという点を現在注視しています。

今のところ新興国市場のボラティリティが他の市場に影響している兆候は殆どみられません。2018年の多くの期間を通じてみられた市場間のパフォーマンスの相違は今後も継続すると見ており、先進国の中央銀行が現在の金融政策の方向性を大きく変える理由は少ないと考えています。米国のトレンドを上回る経済成長、落ち着いたインフレ率、完全雇用に近い労働市場の状況はしばらく続き、米国が景気後退局面に転じるのは、数四半期先とみています。

ステファン・ドーバー

来年のグローバル株式のパフォーマンスは限定的なものとなりそうです。米国の減税や公共支出拡大による大規模な財政刺激効果が薄れるに連れ、米国の企業収益や世界経済は2018年の水準を維持することが難しくなる可能性があります。しかし、米国と他の国々の企業収益や経済ファンダメンタルズの格差は縮小してきており、投資機会をグローバルに見出すことができると考えています。また、他の国々の株式のバリュエーションは米国株式に比べ依然魅力的な水準にあります。さらには経済成長や収益拡大が鈍化する中、債務水準が低くキャッシュフロー創出力が強い企業が堅調に推移するとみています。

金利が上昇し、政治的課題が懸念材料となるなか、投資に際しては株価のバリュエーションとともに企業が生み出す利益の質が益々重要になると考えられます。

マイケル・ハッセンスタブ

世界金融危機がピークに達した2008年から10年が経過し、市場では米連邦準備理事会（FRB）による大規模な量的金融緩和策（QE）で生じた資産価格の歪みの修正が始まったばかりです。当初、金融危機の間において市場を安定させるために実施されたQEは、市

場を回復させるための数年間の限定的な介入に留まらず、その規模は拡大し継続的な政策となりました。QEは債券利回りを低下させ、資産価格を上昇させることに成功し、資本コストが人為的に抑制されるなか、多くの投資家の資金がリスクの高い資産に向かいました。しかし、QEの継続は、現在の債券や株式の価格の歪みにつながった一方、借り入れは拡大し、低金利の継続と「最後の買い手」であるFRBの資産購入プログラムが永久に続くだろう、との油断した見方につながりました。

しかし、こうした状況は正常でも永久でもないとして分析しており、QEの縮小は2019年の債券市場と株式市場の双方に大きな影響を与えるとみています。今秋（2018年10月）、金利上昇に伴い米国では債券・株式市場が同時に下落しました。このような同時下落は異例の出来事にも見えますが、FRBのQEにより債券・株式の価格が同時に上昇したため、QE縮小により逆に両資産の価格は同時に下落するリスクがあります。このような価格の動き、長期に亘った金融緩和により人為的に作られた効果が剥落する際に予想される動きです。2019年は、米国国債や他の資産クラスの同時安に対して備えがない投資家は予期せぬリスクにさらされる可能性があると考えます。

“ 各国の経済的・政治的違いが、最終的にどのように調整されていくかという点を現在注視しています。 ”

—エド・パークス

株式市場においてリターンの獲得が難しくなるなか、市場の関心が低かった銘柄が新たに注目される可能性

ステファン・ドーバー
株式運用部門ヘッド

新たな投資機会の出現

世界の株式市場の中で、市場の関心が低かった分野の多くにおいて投資機会が現れて始めています。貿易戦争が中国経済に与える影響に関する報道は、多くの中国株への投資家を不安にさせていますが、今日の中国の経済成長は、貿易よりも国内消費によって、よりけん引されていると考えています。中国の居住用不動産市場は懸念材料であり、経済成長は減速しているものの、中国経済が「ハードランディング」するとは考えていません。長期的には中国の内需主導型セクターに投資妙味があるとみています。

南米諸国もまた新たな可能性があると考えています。ブラジルの新大統領に選出されたジャイル・ボルソナロ氏は過激な政治発言の一方で、より正統的な経済政策への回帰を示唆しています。アルゼンチンも同様に、ここ数年は、より効果的な経済政策の実施に回帰しています。両国は、政治的・経済的課題に直面しており、現時点で判断するのは時期尚早ですが、かつての極めて好ましくない経済政策が経済成長の足かせとなる時代は終わりを迎える可能性があります。我々は新興国市場のファンダメンタルズは概ね良好と見ており、バリュエーションは歴史的に見て魅力的な水準にあると考えています。

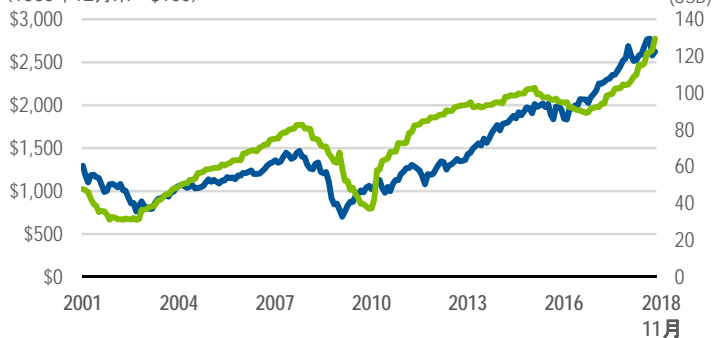
米国の経済成長が鈍化し、地政学的な問題や貿易摩擦問題がくすぶる中、世界の株式市場で容易にリターンを得られる時代は終わりを迎えそうですが、金利上昇の環境において、いままで市場の関心の低かった株式や地域が新たに注目されることで、世界の株式市場の牽引役が変わる可能性があると考えています。

地域によってはEPSに上昇の余地

MSCI USA Index

2001年1月－2018年11月

(1969年12月末＝\$100)



MSCI Europe Index

2001年1月－2018年11月

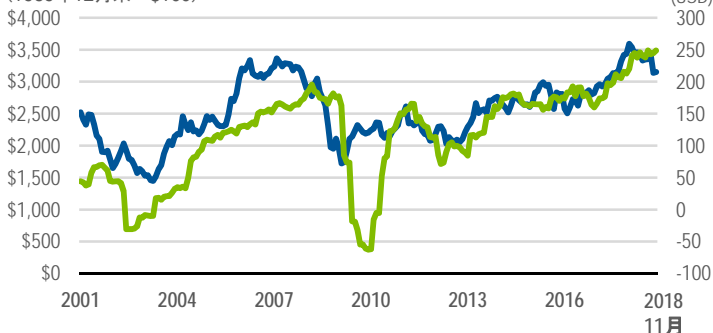
(1969年12月末＝\$100)



MSCI Japan Index

2001年1月－2018年11月

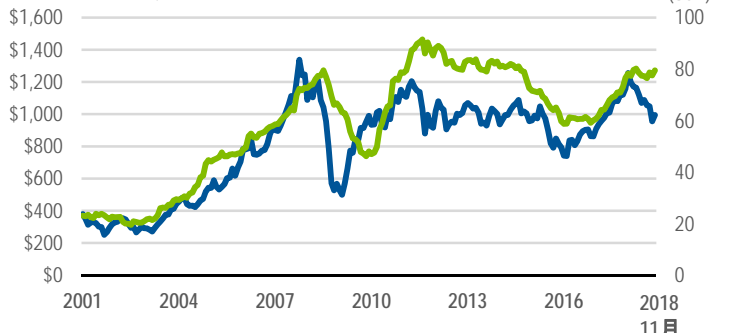
(1969年12月末＝\$100)



MSCI Emerging Markets Index

2001年1月－2018年11月

(1987年12月末＝\$100)



— 指数(米ドルベース、左軸) — 1株当たり利益(EPS)(過去12ヵ月実績、右軸)

出所:FactSet, MSCI。データは2018年11月30日時点。MSCIは本資料で複製されたいずれのMSCIデータを保証するものでもなく、一切、責任を負いません。再配布、使用を禁じます。本資料はMSCIによって作成されたものでも、承認されるものでもありません。各インデックスは運用されているものではなく、また、これらインデックスに直接投資することはできません。報酬、費用、販売手数料は反映していません。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詳しい情報については www.franklintempletondatasources.com を参照下さい。

“ 長期的には、業界に変革をもたらす企業に大きな投資機会を見出しています。米国や中国の主要なテクノロジー関連企業は進化し続けており、グローバルな経済・政治情勢においてより重要な役割を占めてきています。現在、投資家にとって問題なのは、こういった成長をどのように評価するかということです。 ”

—ステファン・ドーバー

足並みを揃えた減速

2018年は、米国の企業収益は売上高と利益ともに非常に堅調で、企業決算は総じて予想を上回る結果となりました。しかし、2019年はこのような好業績が続く可能性は低いと思われる、企業自身も2018年の水準を維持することは難しいということを示唆しています。

障害となるのが景気の減速と投入コストの上昇です。減税や公共支出拡大が経済全般にもたらす効果が薄れることで、米国の経済成長は減速することが予想されます。しかし、引き続き期待される規制緩和やシェールオイルブームが支援材料となり、米国の経済成長は依然として相対的に力強く、良好なビジネス環境が続くと考えられます。

一方、人件費と材料費といった投入コストが上昇しています。すでに高い水準にある利益率をさらに押し上げるには、生産性を飛躍的に改善させる必要があります。この点、テクノロジーの発展が一助となる可能性はあるものの、短期間で大幅な生産性の改善は難しいと思われれます。

全体としてみれば、2019年の米国の企業収益と経済成長率は、米国以外の市場と足並みを揃えて減速する見込みです。国際通貨基金(IMF)は、米国の2019年の経済成長が前年の2.9%(予想)から2.5%へ減速すると予測しており、欧州については2018年および2019年の成長率を約2%と予想しています。また世界経済全体の成長率については、2018年および2019年とも3.7%と横ばいを予測しています。

米国と米国以外の企業収益の格差が縮小していることから、2019年は投資家の注目が米国以外の株式により集まる可能性があります。好調な米国の企業収益を背景に、過去数年間にわたり米国以外の市場は米国に比べて割安に評価されてきたと我々は考えています。たとえば欧州の2018年の成長率は米国と比べて緩やかで、2019年の欧州企業の成長の発射台を低くしています。一方、日本の企業収益は着実に成長しており、持続性のある物価上昇の兆しが追い風となる可能性があります。

高まる政治の重要性

2019年の欧州市場に大きく立ちどころなのは高まる政治の不確実性かもしれません。欧州ではポピュリズムや経済ナショナリズムの台頭が続いています。英国と欧州連合(EU)のブレグジット(英国のEU離脱)交渉は11月に前進したかもしれませんが、依然として大きな不透明感がくすぶっています。ドイツではメルケル首相が退任を表明しており、今後数年間で政治が大きく変化することが予想されます。

欧州だけでなく世界各国におけるポピュリズムの台頭は、多くの市場経済の根幹を担う経済や政治制度の一部を徐々に蝕んでいると考えています。経済ナショナリズムの台頭も注視する必要があります。各国が内向きの姿勢を強めれば、大規模な多国籍企業より国内にビジネス基盤を置く企業に有利な環境が形成される可能性があります。

米中貿易戦争も経済的問題という意味合いより、中国の増大する地政学的問題という側面が強くなっています。これらの問題を短期的に解決することは非常に難しいとみており、不透明感が増しています。

量的緩和(QE)後の 金利上昇局面に対する分散投資

Dr.マイケル・ハッセンスタブ

テンプレートン・グローバル・マクロ・グループ、最高投資責任者(CIO)

金利上昇を吸収できる余地のある 一部の新興国市場

グローバル債券市場を見た場合、現地通貨建て新興国市場はバリュエーションの観点から極めて割安な水準にあると考えています。しかし、現地通貨建て新興国市場は一様ではないということを認識することが重要です。10年前に比べて新興国市場の各国は、各々独自性を強めています。一部の国々の経済は多様化しており、現地通貨建て債券市場は大幅に拡大し、国内投資家の幅が広がり、外的ショックへの耐性も備えています。一方、依然経済的不均衡が残り、政府や中央銀行と

いった機関に信頼性が置けず、経済が脆弱な国もあります。このような各国の違いを正確に見極めることが極めて重要となっています。米国金利の上昇が及ぼす影響は国ごとに大きく異なる見通しであることから、2019年は市場リスクとの相関が低い、独自色を持つ国を見出すことが益々重要になると考えます。低金利環境にある国、あるいは、大きな経済的不均衡を抱えた経済が脆弱な国は、他国の金利上昇に対して脆弱な状況となる可能性があります。一方で、経済が強固であり、経常収支も良好で金利水準が相対的に高い国は、1%以上の金利上昇を吸収することができる優位な立場にあると考えます。

ポピュリズムの台頭と構造的なリスクに対して依然脆弱な状態にある欧州

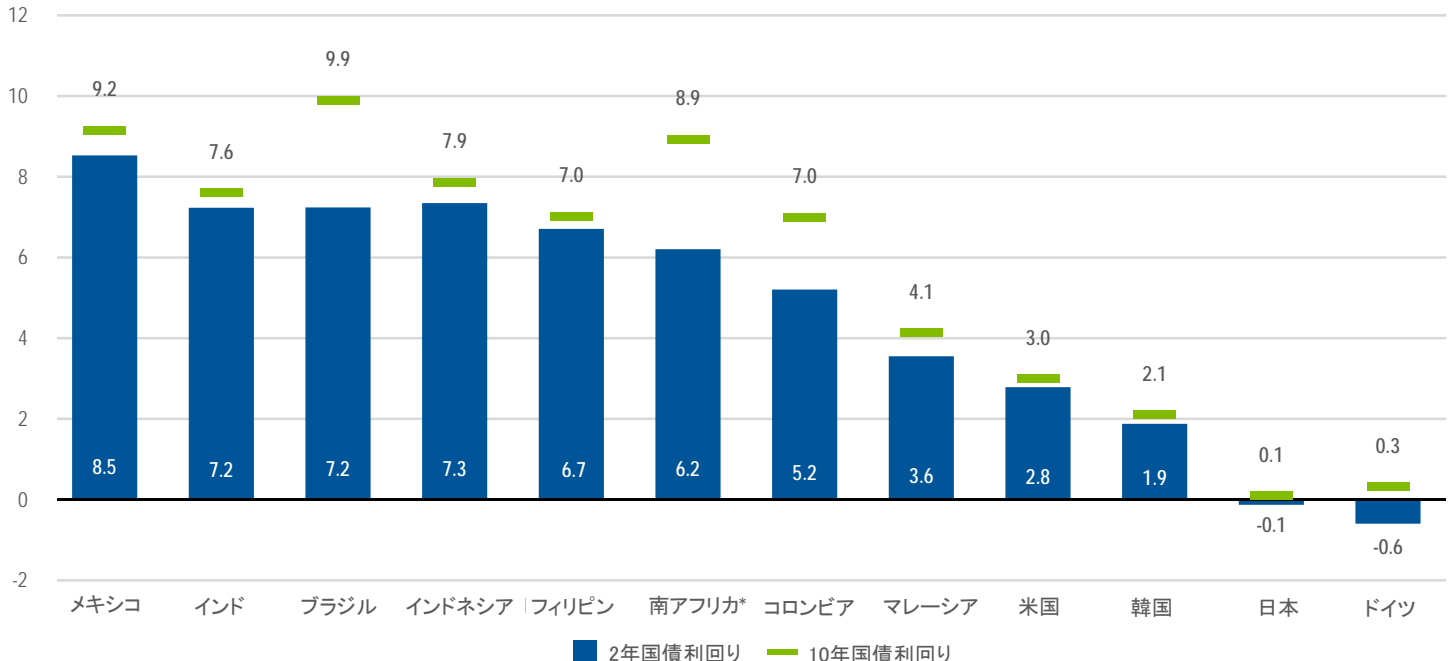
欧州全体で強まる政治や構造的なリスクも、投資家は看過している可能性があります。5年前の欧州の有権者は、経済、財政支出、失業率といった、従来からの問題に注目していました。欧州委員会の調査によれば、現在の有権者は移民問題やテロに対して非常に強い懸念を抱えています。このような有権者の意識の変化は、欧州の政治状況に反映されています。フランス、ドイツ、イタリア、オーストリアなど、ユーロ圏の複数の国で、極右政党

一部の新興国国債利回りは高水準

国債利回り:2年国債利回りと10年国債利回り

2018年11月30日現在

(%)



出所:Bloomberg. 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詳しい情報については www.franklintempletondatasources.com を参照下さい。 *南アフリカについては、ブルームバーグ上10年国債利回りが表示されていないため、9年国債利回りを表示しています。

“ 総じて、投資家が慣れ親しんできた過去10年の世界の状況は、永遠には続かないということを認識することが重要であると考えています。 ”

—マイケル・ハッセンスタブ

の支持率が上昇しています。ハンガリー、ポーランド、チェコなど非ユーロ圏の国々でも、保護主義や極右ナショナリズムに傾いてきており、閉鎖的で欧州連合(EU)ではなくロシアの統治手法を模倣する傾向がみられます。内向きの政府は危機に際して協働する可能性が低いため、このような状況は、欧州統合の観点から懸念すべき傾向であるとみています。

現在、欧州の政治的・構造的なリスクが最も顕著に見られるのがイタリアです。同国の連立政権は性質の異なる政党で構成されていますが、ユーロ懐疑主義、保護主義、財政支出拡大といった点において考え方を共有しています。我々は、イタリアの10年債利回りが3.6%近辺では、同国の債務は持続不可能となるリスクがあると分析しており、このことが欧州における最大の懸念事項であると考えています。現段階において危機が間近に差し迫っているということではありませんが、2011年のギリシャ危機のようにEUが協働してイタリアを救済する可能性は、今日では非常に低いとみられます。当時のEUは、ユーロ圏の維持について政治的な結束が強かったわけではありましたが、加盟国のリーダー達はギリシャ救済の大義があると判断しました。今日、このような考え方に共感するリーダーは少数です。総じて、欧州の潜在的なリスクを投資家は過小評価している可能性があると考えています。2019年、未解決の構造的な問題や政治的リスクに対し、ユーロは依然として脆弱であると考えています。

金利上昇圧力のパーフェクト・ストーム(複数の悪いことが同時に起こる最悪な状況)に直面している米国国債

米国国債利回りの主な上昇要因として、米国政府による借り入れ需要の増加、FRBや外国政府による米国国債の購入額の縮小、インフレ圧力の上昇の3つが挙げられます。

1番目に直面する問題は拡大する財政赤字です。我々の試算では、減税に伴う支出の拡大や経常的な財政支出により、財政赤字は対国内総生産(GDP)比5%に向けて拡大する見込みです。すでに高水準となっている政府の借り入れが更に膨らむこととなります。2番目の問題は、FRBのQE縮小や海外政府の需要後退を背景とした、米国国債購入需要の縮小です。この結果、米国国債の大幅な需給ギャップを、価格に敏感な投資家が補う必要が生じますが、ギャップを埋めるには現在の約3倍の購入額が必要となると見えています。需要が縮小し、供給が拡大増加することは、新たな需給の均衡点に向けて利回りが上昇することを意味します。

この需給動向だけでも、おそらく利回りを上昇させる十分な要因になると考えられますが、米国国債は需給の問題に加え、インフレという第3の問題も抱えています。米労働市場では、特定の分野において熟練・非熟練労働者が共に不足しており、賃金上昇圧力は過去に例を見ない勢いで高まっています。トランプ政権は、合法・非合法を問わず移民の入国を制限しており、労働市場の逼迫度が高まっています。また、景気サイクル後期での財政刺激

策、規制緩和、減税も、堅調な経済を更に押し上げています。また、特定セクターにおける関税の引き上げも、消費者物価の上昇に寄与すると考えられます。我々は、これらの要因すべてがインフレにつながるものと分析しています。現在の環境を考慮すれば、FRBは2019年も中立金利に向けて利上げを継続すると考えます。総合的に判断して、上記すべての要因が金利上昇圧力のパーフェクト・ストームとなり、米国国債の利回りは上昇するとみています。

金利上昇に伴い、債券と株式のリターンに正の相関性が見られる可能性

総じて、投資家が慣れ親しんできた過去10年の世界の状況は、永遠には続かないということを知ることが重要であると考えています。2019年は、金融緩和が縮小するに連れ、米国金利は上昇し、様々な資産価格が調整されると考えています。投資家にとって問題となるのは、従来、債券と株式の間でみられた異なる値動きは、米国金利上昇局面では当てはまらない可能性があるということです。2018年においては「リスクフリー」レート(米国国債利回り)が徐々に上昇するなか、リスク資産が下落した時期がありました。このような債券と株式やグローバルなリスク資産の同時安の状況は、かつてない金融市場の歪みが再帰するなかで再び起こりうると考えています。2019年において、グローバル債券投資家は、複数の資産クラスのリスクに対応するためだけではなく、金利上昇局面で利益を享受する機会を見出すために、このようなリスクや機会に備える必要があると考えます。

世界各国における経済成長のかい離とボラティリティへの対応

エド・パークス

フランクリン・テンプレトン・マルチアセット・ソリューションズ、最高投資責任者(CIO)

景気サイクル後半における懸念

短期金利が上昇する中、製造業に関する景気指標は堅調で、企業収益は成長しており経済は健全です。しかしこの状況はいつまで続くのでしょうか。株式間の相関が過去20年来最低の水準に達するなか(過去10年の平均を大きく下回る)、運用成果の不確実性が高まっており、アクティブ運用には有利な状況が続いています。

2019年以降、中央銀行の金融緩和政策が転換するなか、楽観的ながらもファンダメンタルズに基づき選別的な株式の運用を行っています。企業収益と利益率の向上は、株式のバリュエーションにプラスに働きますが、インフレ率や市場のボラティリティの上昇の可能性については注意深くモニタリングしています。

貿易や関税に関する問題は、市場の不安定さにつながる可能性があります。既に株価に織り込まれていると考えています。

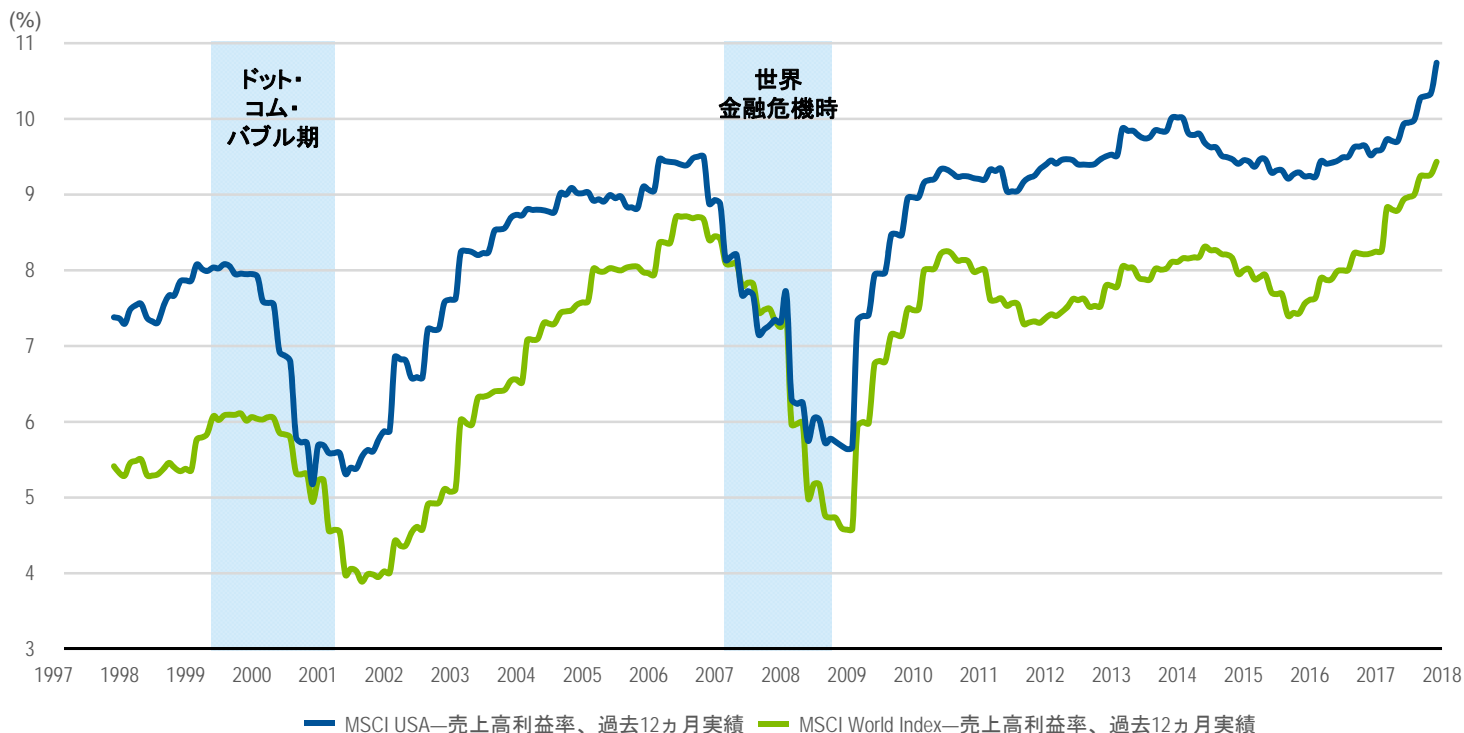
貿易問題に関し、米国と中国は適切に対処し、重要な知的財産権問題が解決されれば最終的には合意に達することができるかとみています。

地政学的問題や貿易問題における緊張の高まりにも関わらず、米国経済のファンダメンタルズは2018年後半も堅調となりました。市場では魅力的な投資機会がみられる一方、近年その数は減少してきています。以前に比べ市場リスク自体はより割高となっているため、銘柄間の選別がより重要になってきています。

堅調な企業ファンダメンタルズを反映した良好な売上高利益率

売上高利益率: MSCI World Index 対 MSCI USA Index

1998年11月 - 2018年11月



出所:FactSet, MSCIデータは2018年11月30日時点。MSCIは本資料で複製されたいずれのMSCIデータを保証するものでもなく、一切、責任を負いません。再配布、使用を禁じます。本資料はMSCIによって作成されたものでも、承認されるものでもありません。各インデックスは運用されているものではなく、また、これらインデックスに直接投資することはできません。報酬、費用、販売手数料は反映していません。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詳しい情報については www.franklintempletondatasources.com を参照下さい。

“ 米国のトレンドを上回る経済成長、落ち着いたインフレ率、完全雇用に近い労働市場の状況はしばらく続き、米国が景気後退局面に転じるのは、数四半期先とみています。 ”

—エド・パークス

米国はグローバル経済のけん引役となっていますが、今後世界経済の減速と政治的懸念がみられる環境においては、米国外のより割安な水準にある銘柄が注目される可能性があります。新興国市場については、高まる貿易コストの影響に耐えることのできる国内経済主導の成長が見込まれる国に、より大きな投資機会が存在すると考えています。マルチ・アセット運用においては、国レベルで個別の投資機会を捉えることができます。景気サイクルが進むことで、個別銘柄選択の役割はさらに増すと考えています。

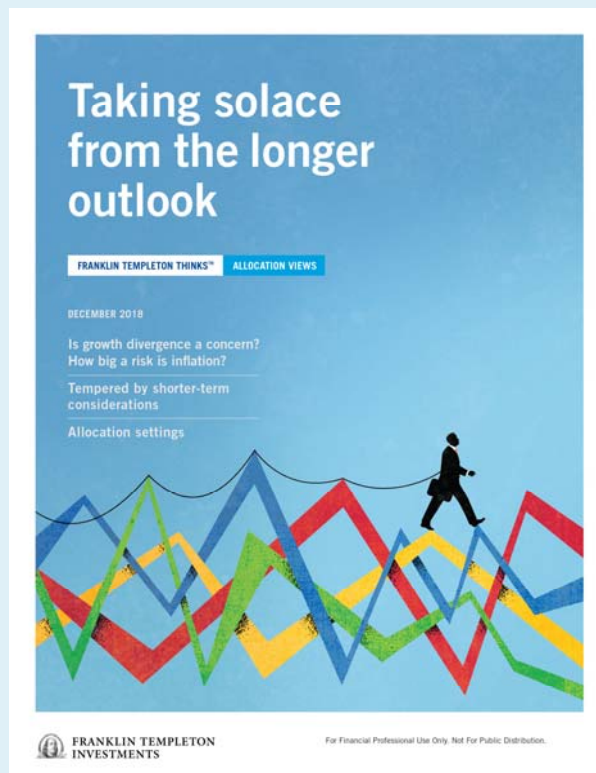
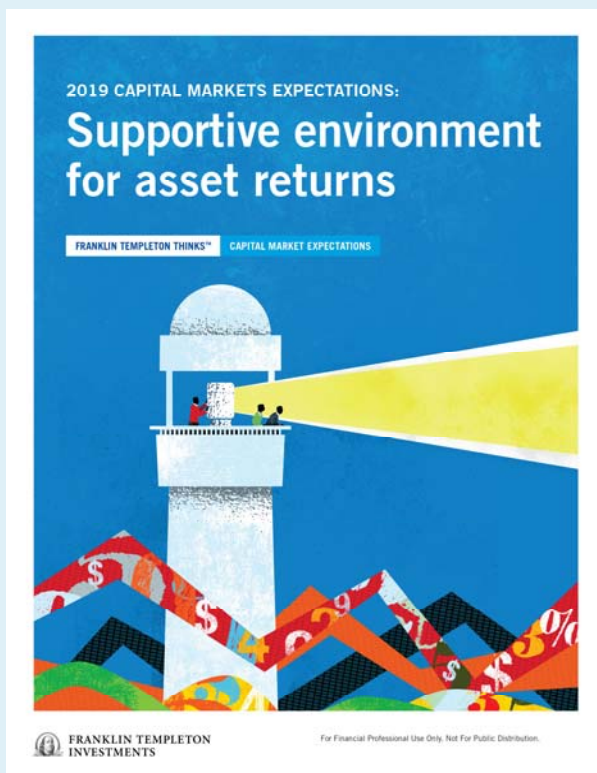
債務水準、インフレリスクが高まるなかでのオルタナティブ資産

現在、株式・債券市場双方の一部においては、バリュエーションは適切に反映されており、個別企業のファンダメンタルズは良好である一方、より慎重な姿勢を採っています。一部の主要ユーロ圏、日本、米国、中国、その他新興国市場などの政府の債務水準の増大について懸念しており、インフレ率は世界的に抑制されていますが、上昇するリスクについて注視しています。

従って、我々のマルチ・アセットのポートフォリオにおいて、株式と債券は依然大きなエクスポージャーを有していますが、コモディティを含むリアル・アセットにも前向きな見通しを持っており、景気サイクルの後半において通常良好なパフォーマンスを見せる資産やインフレ連動債券のような明らかにインフレプロテクション効果を持つ資産クラスを選好しています。また、オルタナティブ資産はインフレが予想外に上昇した場合に、株式や債券の下落に対して分散効果をもたらすと考えています。

2019年に向けてのその他の分析

アセット・アロケーションに関する以下の分析サイトも併せてご参照ください。



リスクについて

すべての投資はリスクを伴い、元本を割り込む可能性もあります。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。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。このような投資においては、大幅な価格変動が発生する場合があります。高利回りは、低格付け証券や、場合によっては、証券の価格低下に伴う高い信用リスクを反映します。金利変動は証券価格や利回りに影響を及ぼす可能性があります。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。米国国債は償還日まで保有した場合、元本および利払いが保証されます。分散投資はより良い収益の獲得を保証するものでも、投資損失リスクを排除するものでもありません。

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。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、情報提供のみを目的としたものです。市場や経済環境は変動するため、コメント、意見、分析は2018年12月5日時点のものであり、事前通知なしに変更される可能性があります。当資料で示された分析や意見はフランクリン テンプルトン インベストメンツの他のグループ、運用担当者、運用チームによるものと異なる或いは対照的である場合があります。当資料で示された意見はマクロ経済問題についての運用担当者の個人的な見解を示すものであり、個別の投資に関する助言や証券の売買、保有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。

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。

<当資料のお取扱いにおけるご注意>

- 当資料は、情報提供を目的として、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。)の資料をもとに、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翻訳した資料であり、特定の金融商品取引の勧誘を目的とするものではありません。
- 当資料は各種の信頼できると考えられる情報源を元に作成されていますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。
- 当資料中、記載されている内容・数値・図表・意見・予測等は、本資料作成時点のものであり、将来の市場動向、運用成果等を示唆・保証するものではなく、また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



**FRANKLIN TEMPLETON
INVESTMENTS**

Please visit www.franklinresources.com to be directed to your local Franklin Templeton website.