

2019年後半の見通し： リスクの抑制

FRANKLIN TEMPLETON THINKS™

グローバル投資環境見通し

2019年7月

経済指標と市場実態のかい離

FRBの金融政策の効果

世界経済の転換

ディフェンシブな
投資機会の模索



通商問題をめぐる不透明感や景気後退懸念をよそに、株式市場は2019年上半期も上値を迫る展開となりました。各国中央銀行が突如としてハト派寄りの姿勢に転じた結果、株式市場の勢いに拍車がかかりました。しかし、こうした金融緩和姿勢は世界経済の基盤に亀裂が生じていることを示唆しているのではないのでしょうか？

弊社の運用責任者が、不透明な時代の投資の視点や先行きに対する見方について今年前半とはどのように変わったのかについて説明します。市場の歪みを取り上げ、米連邦準備制度理事会（FRB）の動向に注目しすぎていないか、どこに投資機会を見出すのか、どのようにディフェンシブなスタンスを模索するのかについても議論します。

主なテーマ:

- 経済指標と市場実態のかい離
- FRBの金融政策の効果
- 世界経済の転換
- ディフェンシブな投資機会の模索

本稿に登場する運用責任者



Dr.ソナル・デサイ
フランクリン・テンプレトン債券グループ、
最高投資責任者(CIO)



スティーブン・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)

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。

Q: 2019年も中盤に差し掛かりましたが、1月から多くのことが起きています。今日のマーケットにおける投資機会やリスクに関する見方に影響を及ぼした要因について評価してください。

エド・パークス

年初から身を持って経験してきたことを振り返ると、市場で起きている逆流は際立っています。市場実態と経済指標の間でかい離や不協和音が生じています。

株式市場が上昇を続けているため、我々はリスク回避志向をやや強めています。今年に入って世界経済に減速の兆しが現われているからです。特に最近の米国がそうです。これは投資家にとって懸念材料です。問題は景気減速の原因はどこにあるのかということです。2017年から2018年にかけてFRBが実施した利上げの影響が時間を置いて現われているのでしょうか？あるいは他のグローバルな要因の影響でしょうか？しかし、原因はともかく、不透明感が市場を覆っており、投資家を戸惑わせています。

マイケル・ハッセンスタブ

投資リターンという観点からすると、この10年は前例のない期間でした。この10年のような動きがあたりまえと投資家は考えるべきではないと思います。金利やインフレが常に低下に向かうとは限りません。債券と株式がいつも同時に上昇するわけではありません。実際に最近の四半期動向を見ると、債券と株式が同時に下落するケースは何度もあり、アクティブ運用の重要性を浮き彫りにしています。

独自の資産配分を行うポートフォリオを構築する必要があります。すなわち、一般的な市場指数とは連動しないカスタマイズされた運用方針に基づくポートフォリオです。また、異次元の金融緩和政策

が10年間続いた結果、各資産クラスに埋め込まれた金利リスクについても認識することが不可欠です。金利リスクは米国内債に限ったものではありません。金利リスクは金融市場全般に内在しています。

ソナル・デザイ

リスクについて議論する場合、真のリスクと金融市場のリスクを区別する必要があります。世界経済の減速の話に戻ると、確かに経済活動は減速の兆しが見られます。しかし、ユーロ圏、新興国市場、米国など主要経済圏ごとに世界を見渡すと、成長率こそ鈍化していますが、依然として潜在成長率を上回っています。

世界経済が減速しつつあると判断するのは尚早だと思います。一方、各国中央銀行、特にFRBの反応には首をかしげざるを得ません。中央銀行の金融政策の転換を受けて株式市場は早速、経済指標の悪化に反応しています。経済指標が実際に示している現状ではなく、FRBによる利下げの可能性に反応しているということです。これこそ懸念すべき事態であり、市場と経済指標のかい離にほかなりません。

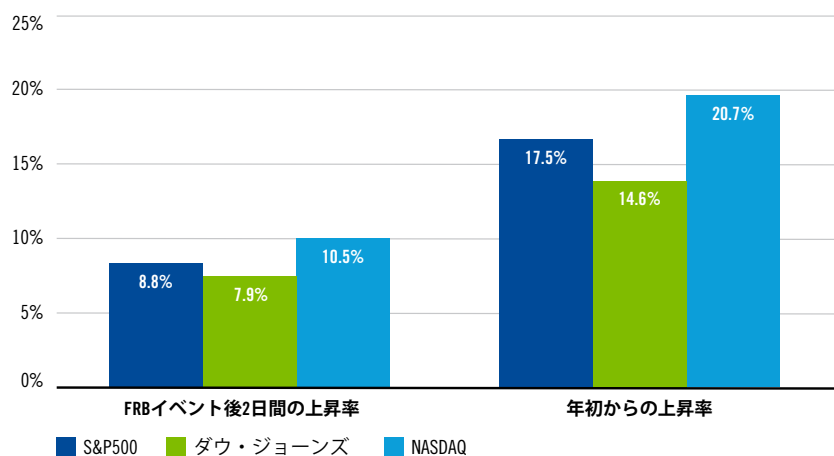
スティーブン・ドーバー

従来であれば、株式市場の投資家として企業収益や企業のファンダメンタルズに着目するところですが、FRBの動向に関する質問ばかりが聞こえてきます。ジェローム・パウエルFRB議長が1月にハト派寄りのスタンスに転じる声明を発表し、6月に追加緩和の可能性を示唆すると、株価は

FRBイベントを受けて上昇する米国の株式市場

図 1: 株価指数

FRBイベント後2日間の上昇率と2019年年初からの上昇率



過去の運用実績が将来の運用成果を保証するものではありません。

出所: Franklin Templeton Capital Market Insights Group, FactSet, S&P ダウ・ジョーンズ。指数は米ドルベース。FRBイベント: 2019年1月4日、FRB議長が将来の政策判断に関し「辛抱強く」経済指標を注視すると示唆。2019年6月4日: シカゴ連銀で開催された「金融政策の戦略、ツール意思伝達慣行についての会議」でFRB議長が演説。2019年6月19日: 米連邦公開市場委員会 (FOMC) の声明文発表。上記の図は説明のみを目的に作成されたものであり、フランクリン・テンプレトンのいかなるファンドのポートフォリオ構成やパフォーマンスを示すものではありません。インデックスは運用されているものではなく、また、特定のインデックスに直接投資することはできません。インデックスにはいかなる運用報酬、その他諸費用等も含まれていません。

そのたびに急騰しました。「パウエル・ブット」¹と言われるものです。マーケットは現在、年内の利下げを織り込んでおり、実際に利下げがあれば、市場は好感するでしょう。しかし、利下げがなければ、市場は失望する公算大です。市場は実際にそのようになっています。年初からの米国株の上昇率のうちおよそ50%はパウエル議長のアト派寄りの発言を受けたわずか2営業日(1月4日-7日、6月4日-5日、6月19日-20日)で起きています。

市場と経済指標の乖離についてですが、米国の株式市場を見ると、企業収益は拡大していないのに、なぜ株価は上がっているのでしょうか? PERも上昇しており²、株価の上昇は通常、金利と連動します。言うまでもなく、株価は、FRB議長の発言ではなく、企業収益の拡大を材料に上昇するというのが望ましい姿です。

エド・パークス

こうした不透明感が広がる中、マルチアセットの観点から我々はリスクを多少、抑制しています。マルチアセット・ポートフォリオでは株式投資を多少なりとも手控えることが最も一般的なリスク抑制手法になります。

Q: 年初は世界的な量的金融緩和政策(QE)の終了と米国の利上げが予想されていました。FRBをはじめ各国中央銀行はアト派寄りの姿勢に転じ、利下げが差し迫っていることを示唆しています。世界的に見て金利は今後、どこへ向かうのかご意見をお聞かせください。

ソナル・デサイ

利上げや利下げにばかり注目すべきではありません。確かに米国ではここ数年で何度か利上げがありました。しかし、FRBのバランスシートを見ると、保有資産はまだおよそ4兆米ドル残っています。これは総資産です。負債は基本的に超過準備預金です。ある意味、潤沢な偶発的流動性を手元に抱えていることとなります。利上げが行なわれる可能性もありますが、まだリベラル・クレジットがかなり残っています。米国経済はいくぶん減速しつつありますが、私としては上記の理由から米国経済が転換点に近づいているとは思っていません。

景気後退の判定によく使われるもうひとつの根拠や理由としてインフレ率の上昇とFRBによる過度の金融引き締めを伴う景気過熱があります。インフレはまだ見られません。インフレ率は今後上昇するとみられますが、FRBによる過度の金融引き締めを目の当たりにすることはないでしょう。現在のFRBは相当にアト派寄りだからです。

エド・パークス

これは全員の意見が一致していることですが、FRBが市場をなだめるだけのために行動を起こすのは好ましくありません。経済活動が目に見えて減速感を強めている場合や、貿易摩擦がエスカレートし、今年下半期のみならず2020年に入っても減速が見込まれる場合にFRBは行動を起こすべきです。

スティーブン・ドーバー

経済全体で見れば、インフレ率はまだそれほど上昇していませんが、資産インフレが起きており、このところの利下げ観測によって拍車がかかっています。しかし、FRBが金融市場のバブルについても懸念を抱いているのであれば、FRBにとってはこれまでより選択肢が増えることとなります。例えば、FRBはブローカー業務に係る信用取引の証拠金について変更することもできます。

ソナル・デサイ

FRBには2つの使命(デュアル・マンデート)があります。物価の安定促進と最大限の雇用の維持です。しかし、事実上、第3の使命があると考えます。それは、金融市場の安定を維持することです。これについてはいささか憂慮すべき状況といえます。これまでのFRBの政策運営を見れば、パウエル議長は慎重な人物であると読み取れます。金融システムの安定という観点からすれば、大幅な利下げを織り込んでいる株式市場の急騰劇をFRBは手放しで喜んではいないと思います。FRBは利上げに関してもっと予防的なスタンスを強めるべきでした。FRBは市場をなだめようとして現在のボラティリティを低く抑え込んでいますが、代わりに将来のボラティリティを高め、金融リスクを先送りしていると考えられます。

Q: 全面的な貿易戦争への懸念から不透明感が広がっています。市場や経済に及ぼす潜在的なリスクについてどのように懸念されていますか？

ソナル・デザイ

市場は現在、通商問題に注目しており、今年下半期に貿易ショックが起きる可能性もあります。しかし、ここで考えなければいけないのは、関税が最初に影響を及ぼすのは物価であるということです。私は「貿易戦争」は本質的に偽りの戦争と呼んできました。トランプ政権下で「戦争」が勃発すると予想していましたが、まだ起きていません。

マイケル・ハッセンスタブ

米中通商協議の決裂によって広範囲で景気の下振れリスクが高まっていることは確かですが、マーケットは過度にそのリスクを織り込んでいます。我々の基本シナリオとして2019年下半期に通商合意に達すると予想していますが、「合意なし」のシナリオや報復関税の継続などのテールリスク（発生する可能性は低いですが、発生すると甚大な損失をもたらすリスク）も徐々に高まっています。それでも、私から見れば、マーケットの反応は少し行き過ぎており、米国の長期債と目先の米国景気の下振れリスクを過大評価しています。今年下半期に成長率が鈍化する可能性は高まっていますが、景気後退に陥る可能性が低いことに変わりはありません。

スティーブン・ドーバー

貿易問題についてまず初めに理解しなければいけないのはある国に対して関税を課した場合、その国に税金が課されるわけではなく、実質的に最終製品を買う消費者に税金がかかるということです。この点ははっきりさせておく必要があります。相手の国に損害を与えないというわけではありませんが、多くの場合、価格が引き上げられ、企業の利ザヤは圧縮

されることとなります。代替製品が見つかるかどうかにもよりますが、これはデフレ要因になります。

ソナル・デザイ

これは我々のチーム内で大いに議論になっていることですが、企業の利ザヤが影響を受けることは間違いありません。関税の影響を示すひとつの事例として洗濯機を取り上げます。我々の多くは（特に先進国では）洗濯機を保有しており、米国は1年以上前から洗濯機の輸入品に20%の関税を課しています。では実際にどのようなことが起きているのでしょうか？価格は上がりました。しかし、おもしろいことに、国内製品も含めてほとんどすべての洗濯機が値上がりしたにも関わらず、消費者の買い控えは起きませんでした。対中関税第2弾の影響が現れれば、米国のメーカーが工場投資を増やすか、もしくは最終的に需要が落ち込む可能性があります。

スティーブン・ドーバー

我々が言いたいことはまさにそのことです。関税が貿易に及ぼす影響という観点で統計を見てみると、影響は軽微です。しかし、企業や投資家が忌避するのは先行き不透明感です。最近、中国に拠点を持つメーカーの友人と話をしましたが、友人の会社は関税が発動される直前に生産拠点をメキシコに移転したそうです。企業にとって将来の投資を見通すことはかなり困難です。株式市場にとって好都合な環境は先行きがある程度明確であり、企業がサプライチェーンに関して長期投資の観点から意志決定できる状況です。米国は2年前に法人税を引き下げ、規制を緩和しました。極めて企業寄りの環境にありました。それがいまは大きく逆戻りしています。

ソナル・デザイ

しかし、世界経済と世界貿易に関して言えば、両者には興味深い相関関係や因果関係がありました。1996年から2006年の間に世界貿易は年率約7%伸びる一方、世界経済は約3.7%成長しました。直近の10年間では世界貿易の伸びは約2.8%と半分以下に鈍化する一方、世界経済は3.6%成長しています。サプライチェーンが大きく変貌しました。一部の地域は別として、世界経済の減速を危惧するのは尚早だと思います。

エド・パークス

今回の議論のテーマは、株式市場であれ、経済の他の領域であれ、混乱のリスクが高まっているのではないかということです。これは我々が運用しているポートフォリオにもかかわる問題だけに、いかにしてポートフォリオに柔軟性を持たせて市場で高まりつつあるボラティリティに対処すべきかを検討する必要があります。株式市場は5月に急落しましたが、その後、FRBによるハト派寄りの声明をきっかけに反発に転じました。

Q: 多くの投資家はなおも景気後退が差し迫っているとの懸念を抱いています。景気後退のリスクに関する見方と、現在の環境をめぐって投資家が考慮しなければならないことについてお聞かせください。

ソナル・デザイ

私が参考にしている先行指標としての景況感指数と実績値としての経済指標には少しばかりズレが生じていると思います。経済指標をもとにまもなく金融緩和が実施されることは間違いありません。私もそのように予想しています。企業の設備投資をめぐる先行き不透明感の強さからすれば、GDP成長率が多少、鈍化すると考えるのは理にかなっています。しかし、これを「終わり」の始まりだと言うのは尚早です。というのも景気の大幅な下振れを引き起こす要因は見当たらないからです。

こうした悲観的な見方が正しいと判断するには、ごく一部のレポートだけでなく、

低調な内容の経済指標がさらに必要になります。いまから3カ月のうちに非農業部門の就業者数が何度か期待外れの結果に終わるとすれば、景気の先行きに対する我々の見方はいくぶん違ったものになるでしょう。新たに3,000億ドル分の対中関税が課された場合、物価に上昇圧力がかかる可能性は高くなります。そうした要因もあるため、少なくとも債券投資について言えば、デュレーション³を長期化することが必ずしもディフェンシブなスタンスになるとは限りません。いまがその時でないことは確かです。

エド・パークス

これまでの景気刺激策の効果が剥落するため、米国景気が減速する可能性があ

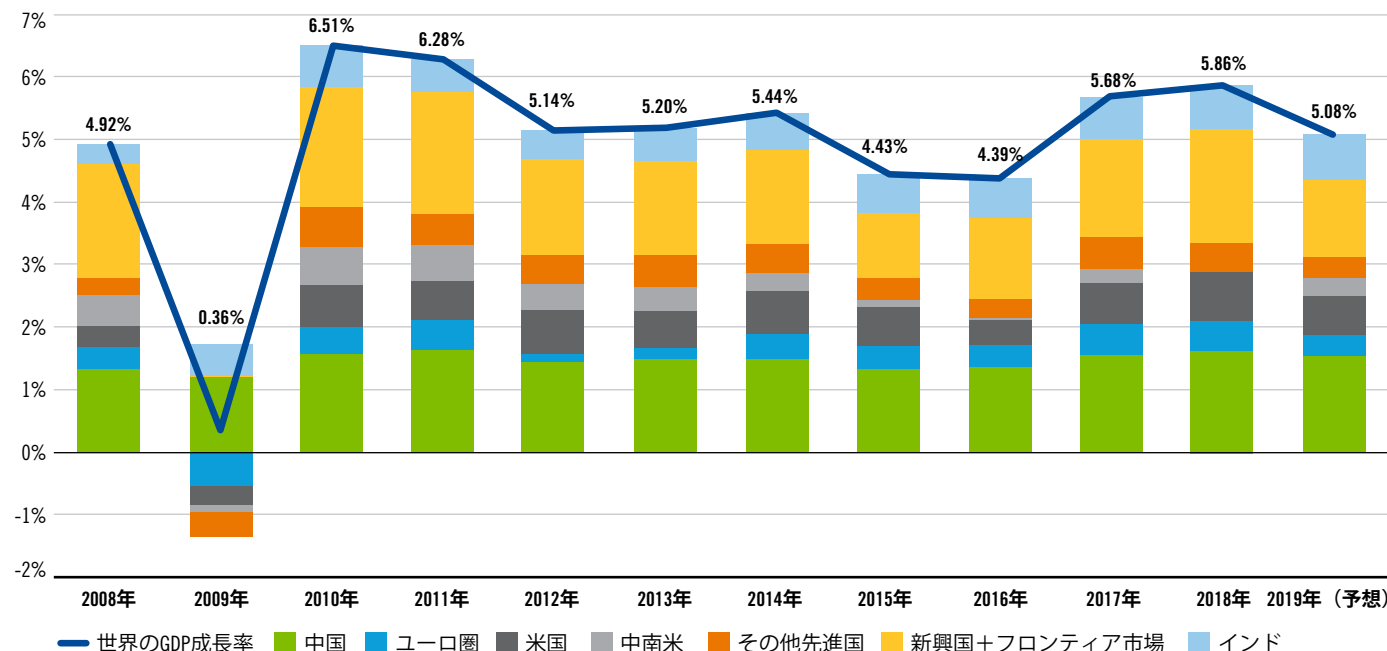
ることは確かです。したがって、我々は投資戦略を軌道修正しています。年初の戦略とは異なり、ディフェンシブなスタンスに傾いています。

スティーブン・ドーバー

過去の景気後退は概ね製造業中心の経済で起きています。いまや米国経済はサービス業の比重を高めており、景気サイクルの影響を受けにくくなっています。来るべき景気後退は政策ミスによってもたらされる可能性が高いと考えています。株式市場ではPERが高値圏にあるため、FRBの次の一手に敏感になっており、これまで以上にFRBの動向を注視しています。

世界経済は年内に鈍化を予想

図 2:世界のGDP成長率に対する寄与度
2008年～2019年(予想)



出所:Franklin Templeton Capital Market Insights Group及び国際通貨基金 (IMF)、2019年4月時点。データは購買力平価 (PPP) ベース。いかなる試算または予想が実現する保証はありません。

Q: グローバルなリスクから地域単位のリスクに目を向けた場合、世界のどの市場に注目していますか？

エド・パークス

日本とドイツは再びゼロ金利に陥っており、ブレグジットをめぐって不透明感も広がっています。とりわけ欧州は米国に比べ景気テコ入れ策が乏しいだけに、欧州のどの地域に投資機会やリスクが存在するのか関心があります。

マイケル・ハッセンスタブ

ユーロ圏構想は基本的に政治的な概念に経済を組み込んだものでした。しかし、財政運営が一体化していないため、通貨統合を長期的に維持するのはかなり難しい状況です。いまや多くの国民感情が欧州統合という構想から離れているようです。代わりにナショナリズムやポピュリズムが台頭し、移民政策をめぐって不満がくすぶっています。政治的な協調体制にほころびが見られることも通貨統合の維持を一層、難しいものにするでしょう。

政治的結束はいまやマクロ環境によって試練に立たされています。景気は減速し、財政不均衡は拡大し、構造問題も未解決のままです。その結果、現在のユーロ圏は8年前に比べ金融ショックの影響を受けやすくなっています。2011年の欧州債務危機では財政不均衡を抱える国々の救済に乗り出しましたが、いまやそのような政治的意志は見られないようです。欧州は全般的に未解決の構造的な政治的リスクを抱えており、ユーロは現在のバリュエーション指標が示す以上に脆弱になっています。我々は欧州のバリュエーション指標は低下すると予想しています。

ソナル・デサイ

ユーロ圏もデフレが長引く日本と同じ道をたどると考えているグループもありますが、私はそうは思いません。ユーロ圏についてはそれなりに懸念していますが、差し迫った懸念ではありません。現

在進行中の問題です。欧州中央銀行（ECB）は超緩和政策を継続してきました。ECBはユーロ圏では唯一、責任ある立場にあります。したがって、ユーロ圏の新たな債務危機を未然に防ぐ責任があります。

ポピュリズムに関して補足したいと思います。一部の欧州地域で社会ポピュリズムが台頭しています。私はあえて「社会」と言っています。というのも、もっぱら移民に焦点をあてられているからです。イタリアなど多くの欧州諸国では社会ポピュリズムが経済ポピュリズムにシフトする強大な流れが起きており、財政赤字の拡大という争点の中にそうした流れを見出すことができます。

スティーブン・ドーバー

我々は欧州が景気後退入りするとは考えていませんが、好景気が続くとも思っていません。株式投資の観点からすると、欧州のグローバル企業に着目しています。零細企業は別として、欧州で本当の意味のローカル企業を見つけるのはとても困難です。我々は欧州企業がどこで収益をあげているかに注目していますが、世界経済の成長が鈍化すれば、グローバル企業も打撃を受けます。例えば、英国の株式市場を見ると、バリュエーションは妥当な水準にあり、今年は何々の予想を上回るパフォーマンスを示しています。しかし、ブレグジットという足かせがあり、これがどういう結果をもたらすのか全くわかりません。したがって、英国には潜在的な投資機会が存在する一方、下振れリスクもあります。

ドイツを見ると、経済は中国と実際に深いつながりがあります。したがって、ドイツに投資する場合は世界全体の動きを見渡さなければなりません。ドイツ経済は現在、苦戦を強いられています。また、ドイツの政局のみならず、マイケルが主張するようにユーロ圏の経済構造につ

いても懸念を抱えています。この点については我々のチームでも予測できない固有リスクとして議論を重ねてきました。

ソナル・デサイ

ユーロ圏を単一の集合体とみなすと、誤解を招く可能性があります。我々が最も懸念している国のひとつがイタリアです。しかし、例えば、スペインは適切な政策運営によって危機を脱し、債券投資家にとって最も好ましい国のひとつになっています。一方、ドイツはポピュリズムをめぐり懸念とアンゲラ・メルケル首相の弱体化という複合的な問題を抱えています。メルケル首相は10年前に起きた欧州金融危機の克服で数多くの成果をあげましたが、メルケル首相にはもはや道徳的権威はありません。目立ったリーダーが存在しない状況です。

欧州の場合、ポピュリズムの台頭によって投資家として投資することが極めて難しくなった国がある一方、状況が改善しつつある国もあります。もはや資産クラスや地域をひとくくりにして投資対象としてふさわしいかどうかを論じることはかなり難しくなっています。国単位のアブロードが必要で

Q: この混乱の時代にディフェンシブな運用方針に転じることに てどのようにお考えですか？

エド・パークス

投資家にとってとても難しい時代になりました。これまでマーケット・サイクルをリードしてきたベースになる経済理論がやや影を潜め、代わって分析、予測、準備が極めて難しい動きが生じているからです。したがって、そうした動きを深く検討しなければならず、最終的に「どうすれば柔軟かつ戦術的に運用することができるのか？」という問いに立ち返ってポートフォリオを見直さなければなりません。

スティーブン・ドーバー

エド・パークスにお聞きしますが、株式や債券以外に注目しているようですが、この数年間で企業債務がどのように変化しているのか、また、懸念すべきことは何かについてお聞かせください。

エド・パークス

それこそまさにこれまでの議論のテーマでした。マーケットにはシナリオがあり、必要以上にそのシナリオに沿ってマーケットは動いてきました。その結果、特に非金融部門の企業債務は増大しています。投資家が多少なりとも安心できたのはファンダメンタルズが実に良好だったためと考えられます。経済は成長し、企業のファンダメンタルズは底堅く、利益率は過去最高水準にあり、企業の現預金も潤沢です。金利も非常に低い水準にあります。

しかし、企業債務の規模をただだけでは全体像を把握することはできません。他の要因も考慮し、負債のコストを検討してみると、企業の損益計算書に計上されている利息負担が最小限にとどまってい

ることがわかります。管理可能な範囲にあります。これが債券投資の機会をうかがう投資家に大きな安心感を与えてきました。

ボラティリティが高まる時期が必ず訪れることは承知しています。異なる資産クラスに投資することによって潜在的なリターンが得られることもある時点で認識しなければなりません。ここで改めて強調しておきたいのは戦術的に運用し、そうした投資機会を捉えるために柔軟に対応することです。

ソナル・デザイ

ここでアクティブ運用の話に戻りたいと思います。いまのところ投資したいと思う単一市場はありません。インデックス・ファンドのように指数の構成銘柄すべてを組み入れようとして単一市場に着目するのはかなり危険なことです。スプレッド・セクターを投資対象とする場合、比較対象となる米国国債が過大評価されていると考えるのであれば、投資対象のリターン、すなわち、リスクに見合ったリターンは少しも魅力的には感じられません。

私の意見では、社債を対象とする場合、いまこそデュレーションを短期化する方向で検討し始める時です。

エド・パークス

それはまさに重要な議論のポイントになると思います。戦術的にデュレーションを見直すということです。というのも、投資家はここ6-7か月、デュレーションを見直すことでリターンを得ているからです。

ソナル・デザイ

私もまさにそのような見方をしています。比較対象となる原資産の過大評価によって投資対象のリターンが損なわれないようにポジションを固定しないことです。

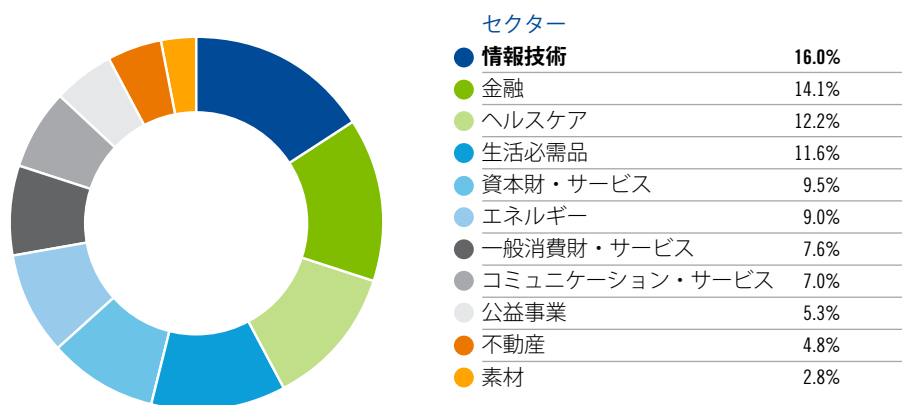
スティーブン・ドーバー

債券市場のデュレーションについて話をしてきましたが、株式市場にもデュレーションがあります。例えば、デュレーションの概念を取り入れて高配当銘柄の組み入れを増やすこともできます。米国の株式市場は大きく変貌しました。いまやハイテク企業の比重が大きく上昇しており、皮肉なことに、ここ数年はハイテク企業が配当の伸びをけん引しています。それは予想外でした。このケースもそうですが、市場構造が変化していることから、過去の長期トレンドを検討する際には注意が必要です。ハイテク企業は1990年代とは異なり、配当を出し惜しみ

“ボラティリティが高まる時期が必ず訪れることは承知しています。異なる資産クラスに投資することによって潜在的なリターンが得られることもある時点で認識しなければなりません。”

— エド・パークス

2019年の配当金総額に占める比率が最も高いハイテク企業
図 3:S&P500指数構成銘柄の配当金総額に占めるセクター別割合
 2019年1月1日～2019年6月21日



出所:Franklin Templeton Capital Market Insights GroupおよびNed Davis

することはありません。1990年代は配当による資本還元はキャッシュの有効な使い道がない企業による罪の告白と受け止められていました。ハイテク企業の配当利回りは債券利回りより低いのが通常ですが、配当を重視する一部のメガキャップ(超大型株)のおかげでいまやハイテク企業はS&P500指数構成銘柄の配当金総額(ドルベース)の中で最も高い比率を占めています。

資産配分に関する質問に関して懸念されることがひとつあります。それは何か配分すべき資金や年金などのプールがあると思われることです。しかし、クライアントの大半は累積ベースの投資家です。最大の投資収入はインカムゲインであり、投資期間は20年や30年に及びます。長期的な視点で見れば、株式投資は成果を生むはずで、少なくとも歴史的に見ればそのことは明らかです。したが

って、市場から退出し、キャッシュに資金を移すほうが得策かと聞かれた場合、(一部の例外を除いて)歴史的に見れば、それは得策ではないということになります。我々はシステマティックな投資を続け、おそらくデュレーションを短縮することになります。投資資金を完全に引き揚げる代わりに各投資カテゴリー内でディフェンシブに運用します。

ソナル・デサイ

ここでいうディフェンシブとはおそらく通常とは定義が異なります。しかし、私にとってこのバリュエーション水準でディフェンシブに運用するということはデュレーションを短期化することを意味します。すべてキャッシュに乗り換えるということではありません。特に危機が差し迫っているという状況ではないため、投資機会が現われた場合にすばやく対応できるように柔軟なポジションを確保する必要があります。

注釈

- 「ブット」はデリバティブの一つであるオプションに関連する言葉です。その観点から、「パウエル・ブット」は、市場参加者が、株式市場がさらに下落した場合、パウエルFRB議長が金融緩和策を実施すると考えていることを示しています。
- 株価収益率が上昇する場合、理論的には同額の利益に対して株価が上昇します。株価収益率は株価÷一株当たり利益(EPS)で算出されます。
- デュレーションとは、債券投資において金利の変動による債券価格の感応度を示す指標です。デュレーションは、債券投資における元本の平均回収期間(年)も示します。

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、保有、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、税務上の助言を行うものではありません。

当資料のなかで示され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、元本を割り込む可能性もあります。

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・テンプレトン（「FT」）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。FT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ついては、利用者ご自身でご判断ください。

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FT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。

CFA® と Chartered Financial Analyst® はCFA協会が保有する商標です。

<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・テンプレトン（フランクリン・テンプレトン・リソーシズ・インクとその傘下の関連会社を含みます。）の資料をフランクリン・テンプレトン・インベストメンツ株式会社が翻訳したものであり、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。
- 投資信託は値動きのある有価証券（外貨建資産には為替リスクもあります。）に投資しますので、基準価額は変動します。したがって、元本は保証されているものではありません。
- 投資信託は預貯金ではありません。したがって、元本は保証されておらず、投資した資産の減少を含むリスクがあることをご理解の上、お申込み下さい。
- 投資信託は預金等や保険契約と異なり、預金保険機構および保険契約者保護機構の保護の対象ではありません。また、登録金融機関を通じてご購入頂いた場合は、投資者保護基金の保護の対象ではありません。
- 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

