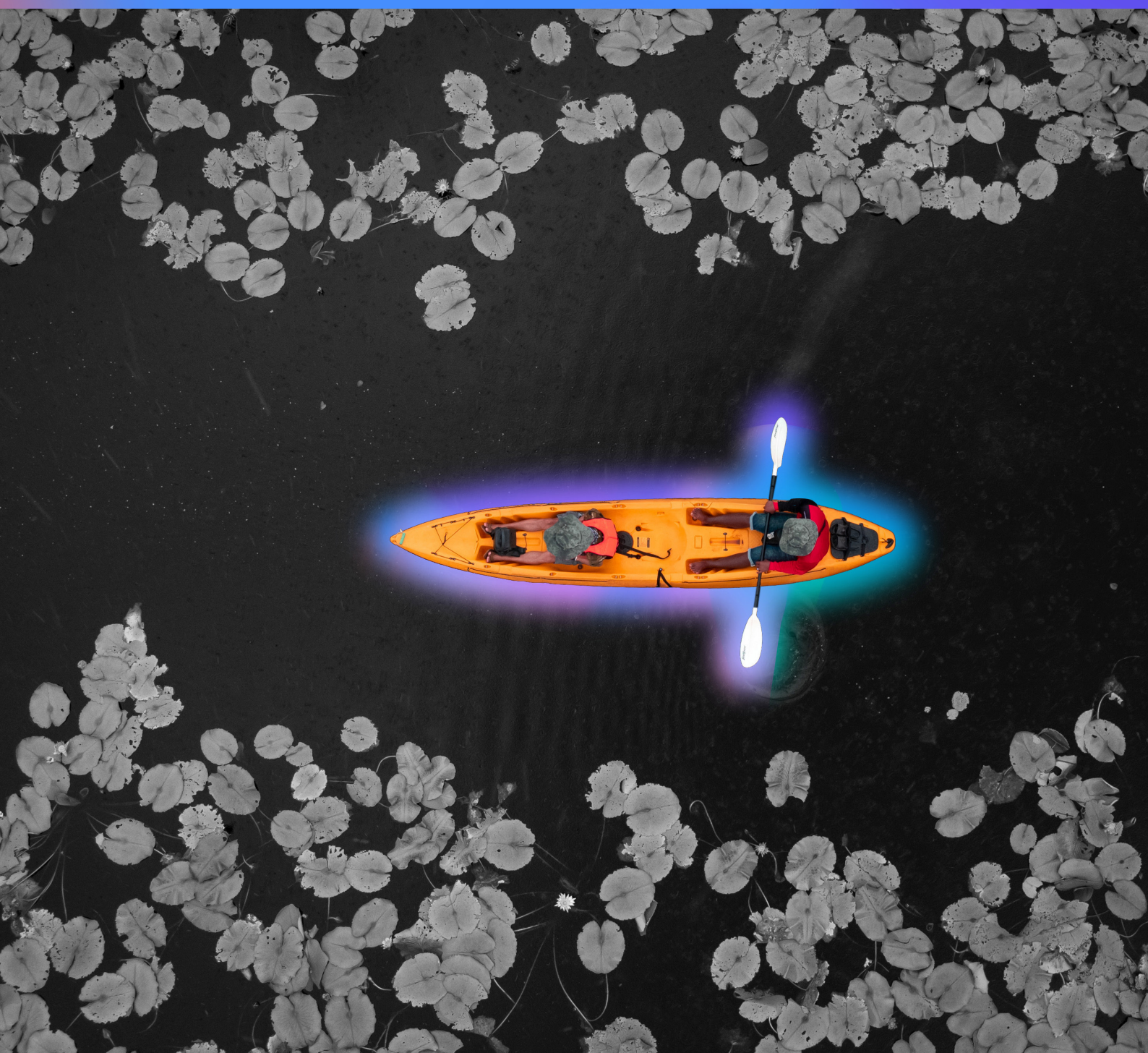


# マクロ見通し

正常な状態への道筋についての考察



## はじめに



スティーブン・ドーバー、CFA  
チーフ・マーケット・ストラテジスト  
フランクリン・テンプルトン・  
インスティテュート

各国中央銀行は、インフレの高止まりに加えて、不安定な経済指標や、銀行セクターの混乱などの問題にどのように対応するかに頭を悩ましています。こうした中で、フランクリン・テンプルトンのエコノミストが、経済成長、金利、インフレ、および債券市場の今後の展開について見解を述べました。

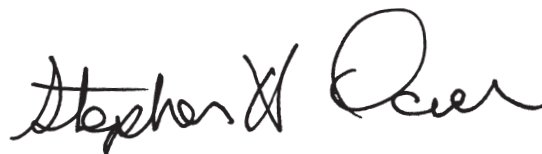
当社のパネル・ディスカッションには、ウェスタン・アセットのポートフォリオ・マネージャーであるジョン・ベロース、フランクリン・テンプルトン債券グループの最高投資責任者 (CIO) であるソナル・デサイ、テンプルトン・グローバル・マクロ・グループの最高投資責任者 (CIO) であるマイケル・ハッセンスタブ、フランクリン・テンプルトン・インベストメント・ソリューションズのリサーチ・ヘッドであるジーン・ポドカミナー、およびブランディワイン・グローバルのグローバルマクロ・リサーチ・ディレクターであるフランシス・スコットランドが参加しました。

このディスカッションにおける主なポイントを以下に列挙します：

- **3月に激動を感じさせる出来事が起こったものの、当四半期における今後の見通しについては、前四半期からほとんど変わっていません。**強いて言えば、債券の見通しについてはより強気になっており、ポートフォリオにおける債券の役割がより重要になったと考えています。米連邦準備制度理事会 (FRB) が目標とするターミナルレートの予想はやや低下していますが、以前の予想と非常に似通った水準となっています。
- **今回の銀行の混乱による影響がまだすべて明らかとなっていない中で、銀行システムに対して信頼を置くにはまだリスクが残っています。**今回の銀行の混乱は、経営に欠陥があり、資産と負債にミスマッチが生じている特定の銀行だけに影響が及んでいるように思われます。しばらく時間が経過し、銀行の業績がどのように推移するか、銀行に対する世間の見方や利用がどのようになるかを評価できるまで、正確に判断することはできません。
- **2%のインフレ目標を達成できるかどうかはまだ定かではないため、利上げの一時停止や、政策転換までどのくらいの期間を要するかに関して様々な見方が浮上しています。**一部のパネリストは、インフレが長期にわたり高止まりし、FRBがインフレ目標を達成するために利上げを継続すると見えています。これらのパネリストはターミナルレートが5.25%程度になり、年内はこの水準が維持されると予想しています。この水準は前四半期の予測をやや下回っています。経済指標の悪化が目立つようになっている中で、利上げの確率が低下しています。1人のパネリストは、経済の混乱がインフレ率の低下につながることから、FRBが近いうちに利上げを打ち止めにすると考えています。
- **米ドルは軟調に推移する可能性が高いと思われれます。**米ドルは非常に高いリターンを上げていますが、財政赤字、経常赤字、および相対的な成長格差が再注目されれば、米ドルは軟調に推移する可能性があります。米ドルは大幅に下落しないかもしれないが、大きく変動することはほぼ間違いないと考えられます。

- アジア（特に中国および日本）は、堅調な経済成長や投資機会が存在すると思われ  
れます。アジアとその他の国々には成長機会に違いが見られます。中国における  
経済活動再開により、消費主導の経済活動が生じると考えられます。これによ  
り、アジアや世界全体にわたりプラスの波及効果が及ぶと見込まれます。日本は  
特に自動化・ロボット化の分野で強みを発揮しており、サプライチェーンが再編さ  
れる中で、この強みは競争優位性になると考えられます。
- 地政学的な対立が依然として主なリスクとなっています。継続的に注視する必要  
のある分野としては、米国と中国および米国とロシアの関係が挙げられます。  
また、世界中の多くの地域における不安定な経済環境や政治情勢を踏まえると、  
予期しない対立（「未知のリスク」）が生じるリスクもあります。
- 昨年とは打って変わって、債券はその他のポートフォリオ資産に対する分散効果  
を再び示しています。債券はようやくより多くのインカム収入を獲得できるよう  
になり、株式に対する分散効果も発揮しています。すべてのパネリストが債券に対  
してより強気になっており、前四半期よりもデュレーションを長期化しています。イ  
ールドカーブの短期ゾーンは割高であるため、当社のパネリストは広範なエクスポ  
ージャーに注目しており、デュレーションをニュートラルに変更するか、長期化し  
ています。1人のパネリストはベストの投資機会として5～10年の債券に着目してい  
ます。こうした環境下を踏まえ、格付けの高い債券に依然として注目しています。
- ボラティリティが高まったことにより、投資機会が生じています。市場は、経済的  
なイベントに対して当初は過剰に反応するケースが多く、これにより投資機会が生  
じます。このことは判断が難しいものの、覚えておくべき重要な教訓であり、複数  
のパネリストがこのことを強調しました。

今後の道のりは険しいかもしれませんが、最高の投資機会を捉えるためには、長期  
の見通しを策定し、十分に分散されたポートフォリオを構築することが重要です。  
分散されたポートフォリオを構築することにより、状況の変化を上手く切り抜け、様  
々なシナリオの下で投資機会を上手く捉えることが可能となります。債券に多く配  
分することにより、ポートフォリオに多くのインカム収入をもたらす、その他の資産ク  
ラスからの市場リスクをある程度ヘッジすることが可能となります。



#### 波乱要因：懸念事項と明るい材料当社のエコノミストが注視しているいくつかの重要なテーマ

##### 地政学的リスク

米国、中国、およびロシアの  
関係は予見できないリスク  
を示している。地政学的イベ  
ントにより、良くも悪くも、投  
資家にとっての機会集合が  
変化する可能性がある。

##### ボラティリティ

FRBの金利見通しと、市場が  
織り込んでいる金利水準に  
は乖離がある。これにより、  
ボラティリティが生じ、将来  
の債券市場の回復に注目し  
ている長期投資家に投資機  
会がもたらされる。

##### インフレ

インフレの大幅な上昇また  
は低下は、市場が想定して  
いない、または織り込んで  
いない要素である。

##### 銀行システムの安定性

銀行システムは安定したよ  
うに思われるが、銀行システ  
ムには依然として未知のエ  
クスポージャーが存在して  
いる可能性がある。

# 各運用担当者の見解

## 銀行の混乱を乗り切る：金利およびインフレの見直し

3月のシリコンバレー銀行 (SVB) やその他の銀行の破綻により、銀行セクターに動揺が広がりました。これを「危機」と呼んでいる人もいます。ソナル、ジョン、それではまず、今回の混乱により、金利と経済に対する見直しはどのように変わりましたか？

**ソナル:** 実際のところ、我々の視点からすると、ほんの少ししか変わっていません。今回の銀行破綻は、いくつかの特殊な銀行の、経営の失敗と監視が十分に行き届いていなかった特殊なケースであり、これを「危機」と呼ぶのは適切ではないと思います。すべてのことが悪化しているかどうかを問われたとしたら、おそらく「いいえ」と答えます。シリコンバレー銀行が3月半ばに破綻する2日前、我々のチームは、FRBがフェデラルファンド金利を5.75%に引き上げる可能性があると考えていました。これは、ジェローム・パウエルFRB議長が今回の銀行破綻の前に示唆していたことです。今回のイベントを踏まえると、政策金利は5.25%でピークに達するようになると思われます。これは、我々の当初の基本シナリオにおける見通しに非常に近い水準です。とは言え、足元における銀行の混乱を受け、市場は大きく変動し、FRBによる利下げを織り込みました。一時的には、年末までに約200ベース・ポイント (bps) <sup>1</sup> の利下げが織り込まれました。その後、市場は落ち着きを取り戻し、足元では約100bpsの利下げが織り込まれています (4月5日時点)。我々のチームでは、利下げを織り込むのは時期尚早であると考えています。我々の基本シナリオでは、3月にマクロ経済指標が悪化したにもかかわらず、FRBは依然として5.25%まで利上げを行う必要があり、インフレを抑制するには、長期にわたりこの水準を維持する必要があると考えています。市場で目の当たりにしている大きな動きにもかかわらず、インフレ、失業率、および金融政策の動向に関する我々の見方にそれほど大きな変更はありません。

**“株式市場は景気後退の可能性は低く、堅調な企業業績が継続することを期待していますが、マクロ環境が悪化しており、これにより企業業績を支えることが実際に困難な状況になると見込んでいます。”**

ジョン・ボドカミナー

**ジョン:** 基本的にはソナルの見方に同意します。FRBが今年大幅な利下げを行う可能性は低いと思われます。経済成長が大幅に悪化しているようには見えず、おそらくやや減速している程度と考えています。銀行の経営状況は管理可能であり、インフレは依然として高すぎると考えられます。したがって、市場が織り込んでいる利下げの程度は正当化されるものではないように思われます。

次にジーン、よろしくお願ひします。今回の銀行の破綻を銀行危機と呼ぶかどうかは別として、経済活動を抑制することになるでしょう。FRBの政策や金利に対する見方は変わりましたか？

**ジーン:** ソナルが述べたように、インフレは依然として問題であると言えます。インフレは依然としてFRBの目標水準を上回っています。したがって、雇用への影響を含め、需要破壊に関連して政策当局がインフレにどのように取り組むかが問題です。総合インフレ率がピークアウトしていることを示す証拠が存在することには同意します。また、経済にはいくつかの課題があるにもかかわらず、我々は、需要破壊と供給要因のバランスは取れていると見ています。金融政策に関しても、ほとんどの中央銀行がインフレ動向を注視していることは明らかであり、それが成長にとって何を意味するかという結果を受け入れる必要があります。市場で起こっていることについて話し合ってきた中で、懸念されることは、市場が織り込んでいる水準と、我々がマクロ経済市場をどのように判断しているかに食い違いが生じているように思われることです。主要な株価指数は堅調に推移している一方で、金利は上昇しており、銀行の破綻が他にも影響を及ぼす可能性があり、景気後退リスクが高まっています。株式市場は堅調な企業業績が継続することや景気後退の可能性は低いと期待していますが、マクロ環境が悪化しており、これにより企業業績を支えることが実際に困難な状況になると見込んでいます。

次にフランシス、よろしくお願ひします。我々が最後に話をした際に、FRBがおそらく過度な金融引き締めを行っていることに対してやや懸念を示していました。我々が最後に話をして以降、見方は変わりましたか？

**フランシス:** 私の見方はそれほど変わっていません。米国債のイールドカーブはここ数ヶ月にわたり、FRBが過度な金融引き締めを行っていることを示唆しています。歴史的に見ると、FRBは、何かが壊れるまで金融引き締めを続ける傾向があります。例えば昨年、暗号通貨が該当します。資産市場全体にわたりマルチプル・コンプレッション (多重圧縮) が見られました。我々は今年、金融システムにおいて非常に困難な出来事を目の当たりにしています。これらすべての背景には、「金融デフレの波」と呼ばれるものがあり、これが深刻化しているように思わ

“金利のピークに関して、FRBの政策金利予想を示す「ドット・プロット」を市場は信じていません。フォワードカーブは利上げの一時停止や、今年のどこかの時点での利下げを示唆しています。おそらくこれが、株式市場が比較的安定して推移している理由の1つである可能性があります。

フランシス・スコットランド

れます。預金が流出している中で、名目マネーサプライは縮小しています。民間部門の実質信用の伸びは昨年6月以降低下しています。最近における銀行破綻により、信用の伸びは大幅に低下すると考えられます。米国の住宅部門および製造業部門は、すでに景気後退に陥っています。広範なインフレ指標は鈍化しています。こうした状況の中でも、FRBは実際に消費が堅調であることによりインフレが高止まりしているとの見方に固執しており、インフレを抑える唯一の方法は失業者を増やすことであると考えているように思われます。金利のピークに関して、FRBの政策金利予想を示す「ドット・プロット」を市場は信じていません。フォワードカーブは利上げの一時停止や、今年のどこかの時点での利下げを示唆しています。おそらくこれが、株式市場が比較的安定して推移している理由の1つである可能性があります。私は市場の方向性を注視していますが、市場の方向性はFRBの政策判断に大きく左右されます。最初の質問に話を戻しますと、金融システムに圧力を与えた銀行破綻が起こる前には、経済が破綻する前にインフレが収まる可能性がある合理的な理由が存在していました。これにより、FRBは利上げを停止することが可能となり、経済に大きなダメージを与えることなく、インフレから抜け出すことができると考えていました。しかし、すでに金融システムは脆弱となっており、3月の銀行破綻は長期的な成長を弱めることに対して大きな意味合いを持っています。このことは、我々が最後に話をして以降において、景気後退のリスクが高まっていることを示唆していると思われれます。

## 景気後退と市場のずれ

我々が経済見通しについて話をする中で、米国長短金利の逆転現象と、景気後退に対するその意味合いについてよく耳にします。フランシス、ソナル、これはどういう意味なのか詳しく教えてください。

**ソナル:** イールドカーブや米国債に織り込まれている水準を見ると、2023年の後半に、数カ月間で100bpsの利下げをもたらすかなり深刻な景気後退を想定しているようです。一方、ハ



イ・イールド債を見ると、投資価値は存在しているものの、スプレッドは450~460bps程度となっており、これは緩やかな景気拡大を示唆しています。これは、リスク市場と米国債イールドカーブの間に不一致が存在していることを示しています。つまり市場はFRBに利下げを促したいと思っているようです。そのためリスク資産の残りのポジションをどうするかを検証する必要があります。しかし、米国が深刻な景気後退に陥るとは思っていません。また、経済成長は大きく落ち込んでいるわけでもありません。市場は、経済成長に対する非常に弱気の見方を反映しているのではなく、FRBのハト派的反応関数を予想するという強い願望を織り込んでいると思われる。同意しないことがあるとすれば、それは米国債のイールドカーブです。トップラインを見ると、リスク資産がやや軟調な展開になると予想しますが、今の所そうした状況にはなっていません。

**フランス:** リスク資産の動きは概して経済の大きな混乱を想定していない一方で、軽度の景気後退または緩やかな景気鈍化の方向性を想定していることに私は同意します。イールドカーブは逆転しています。歴史的に見ると、このイールドカーブの形状は、ある程度の景気後退が起こる前兆ですが、表面的にはリスク資産が織り込んでいることと矛盾しているように思われます。しかし、米国10年国債利回りは3.5%の水準にあり、この水準は景気後退懸念を織り込んでいないように思われます。インフレに話を戻したいと思います。今回の景気サイクル全体における重要なポイントは、ほとんど予想されていなかった長期にわたるインフレの高騰です。また、インフレを目標水準まで低下させるのにどのくらいの時間を要するかが重要であるというのが、私の主な見解です。インフレの収束または経済の破綻、どちらが先に起こるのでしょうか？市場はあらゆることを見通しており、インフレ率はやがて低下に向かうことを示唆しています。そうなれば、FRBは利上げを停止することができると考えられます。これにより、リスク資産が支えられ、今年起こった銀行の破綻につながったイールドカーブの長期ゾーンの利回り急騰のような状況が抑えられると考えられます。仮にFRBが失業率の上昇を招くような政策措置を講じた場合、イールドカーブの長期ゾーンの利回りは大幅に低下すると思われます。このシナリオの一環として、リスク資産の混乱が起こったとしても

**“ボラティリティの高い局面が過ぎたとは考えていません。また、イールドカーブのスティープ化が短期ゾーンだけで起こるかどうかも定かではありません。現時点で10年物の米国債利回りは低過ぎるように思います。”**

ソナル・デサイ

驚くことではないと考えられます。まだそういう状況にはなっていませんが、我々が最後に話し合った時よりもそうした状況に近づいているように思われます。

## ディフェンシブなポジショニングとデュレーションについての考察

ジョンとソナルに聞きます。最近の出来事を踏まえ、債券の役割についてどのように考えていますか？見方は変わりましたか？

**ジョン:** 全体的な見直しについては、ソナルの見方と同じであり、経済全体はそれほど大きく変化していないと思います。しかし、市場の動きや債券の役割は劇的に変化していると考えます。1ヵ月ほど前までは、インフレがポートフォリオの主なりスクであるとの見方が一般的でした。したがって、ポートフォリオの分散効果を高めるために債券をショートすることは理にかなっていると考えられていました。実際に、多くの市場参加者は債券をショートしていました。しかし、現在では状況が一変しています。投資家は、現実的な成長リスクや金融安定化リスクを警戒しており、これらはポートフォリオにも影響を及ぼします。したがって、ポートフォリオの分散効果を高めるためには、債券をロングすることが適切であるとの見方も浮上しています。1ヵ月前には債券をショートすることが適切であると考えられていたため、考え方が180度変化したと言えます。市場は目まぐるしく変化しています。市場はややオーバーシュートしたようにも思われますが、こうした変化は今後も続くと考えられます。現実的な成長リスクや金融安定化リスクを踏まえ、投資家はポートフォリオの分散効果を高めるために債券の配分を増やす可能性があります。このことが大きな変化であると考えます。

**ソナル:** 利回りの長期的な低下が予想される中で、新たなロング・デュレーション取引が始まったと考えるのは時期尚早だと思います。確かに、シリコンバレー銀行が破綻する前までは、多くの投資家がインフレ・リスクを警戒していましたが、まだ3週間ほどしか経っておらず、米国債利回りは70~80bpsほどしか低下していません。ボラティリティの高い局面が過ぎたとは考えていません。また、イールドカーブのスティープ化が短期ゾーンだけで起こるかどうかも定かではありません。現時点で10年物の米国債利回りは低過ぎるように思います。FRBはここ数週間における市場の急激な動きを検証する必要がありますが、FRBがそうするとは思いません。私の見方では、債券に投資するのは今であると考えます。ただし、デュレーションを相対的にややショートし（あるいは、せいぜいニュートラルとし）、高格付けの債券に投資することが望ましいと考えます。つまり債券では、投資適格債を愛好します。

## “リスクを認識する必要があり、我々はポートフォリオ全体の格付けを重視することに努めています。”

ジョン・ペローズ

**ジョン:**ただし、債券の役割について考える際に重要なのは、債券のバリュエーションがやや割高であるものの、5年物または10年物の債券を保有することで、ポートフォリオの分散効果を高めるとともに、ある程度の利回りを確保できるということです。確かに、今後6~9ヵ月間のFRBの政策運営は重要な要素ですが、長期債の償還までの年数を踏まえれば、これは短い時間軸であると言えます。債券投資家はより長期の時間軸で考える必要があり、今後6ヵ月以降のことも見据えた上で、ポートフォリオにおける債券の役割に注目することが重要です。したがって、償還期限の長い債券をオーバーウェイトする、またはロングすることは理にかなっていると考えます。

ここ数年において、多くの投資家はデュレーションを非常に短期化していました。現在では、多くの投資家が実際にキャッシュを保有しています。ジョン、このことについてどう考えますか？

**ジョン:**リスクを認識する必要があり、我々はポートフォリオ全体の格付けを重視することに努めています。例えば、ハイ・イールド債に投資する場合でも、格付けの高いハイ・イールド債に注目しています。2020年にはBB格の債券の格下げが相次ぎましたが、これらは再び格上げされる可能性があると考えてお

り、すでに格上げされている債券もあります。最近ではエージェンシー・モーゲージ債にも注目しており、高格付けの債券に投資しながら、ある程度の利回りを確保することを目指しています。我々は高格付けの債券に注目しつつ、分散投資を行っています。利回りの確保を第一に考え、様々なシナリオを想定した上でデュレーションを長期化し、ポートフォリオのボラティリティを抑えるために分散効果を高めています。

**ジーン、ジョンの意見に対してどう考えていますか？**確かに、キャッシュを保有すればデュレーションはゼロであり、最近では預金金利が上昇しているため、キャッシュ比率を高める投資家が増えています。現在の環境において、キャッシュ比率を高めることは賢明なのでしょうか？

**ジョン:**それは、ポートフォリオの債券戦略で今起きていることとはあまり関係のない質問です。債券だけを考えるのであれば、確かにキャッシュはデュレーションの短い商品であり、キャッシュ以外はすべて、キャッシュよりもデュレーションの長い商品であると言えます。しかし、債券だけでなく、株式やオルタナティブ資産なども含めた資産配分を考えるのであれば、キャッシュを1つの資産クラスとして捉える必要があります。現在の市場環境において、キャッシュ、債券、および株式をどのように配分するのが適切なのでしょうか？我々のチームでは、キャッシュの魅力的なリターンと分散効果を踏まえ、キャッシュの比率を徐々に高めることが適切であると考えています。もちろん、過去の状況を見ても明らかのように、キャッシュへの配分を引き上げれば、その分だけリターンも低下します。しかし、現在は興味深い



局面であり、我々はキャッシュをデフレーションとして捉えるのではなく、ポートフォリオのディフェンシブ性を高める手段として考えています。長期にわたってキャッシュへの配分を引き上げることは適切ではありません。これは長期にわたる戦略的な配分ではなく、現在の市場環境を踏まえた上での戦術的な対応であると言えます。全体として、前回のレポートを発行した第1四半期と比べて、ポートフォリオのディフェンシブ性を高めています。現時点で、株式市場と国債市場のどちらの動きを信じるべきかと問われれば、国債市場の方が正しいように思われるため、我々は景気後退の可能性が高まったと考えています。

## アジア、新興国市場、および米ドル：異なる状況

では、米国以外の地域の見通しについて考えましょう。マイケル、世界全体のマクロ見通し、特に中国の展望について聞かせてください。

**マイケル:** 中国の成長見通しについては、2つの部分に分けて考える必要があります。1つ目は、ゼロコロナ政策解除後の経済活動再開と堅調な消費であり、これらは短期的な成長に大きく貢献すると考えられます。2つ目は、国家主導で発展する中国の成長モデルと、市場主導の資本主義である欧米の成長モデルに関する議論です。これについては、より大局的な視点で捉え、長期的な動向を見据えながら、どちらのモデルが有効であるかを見極める必要があります。中国に関するもう一つの興味深い事象はサプライチェーンの動きであり、これは世界の多くの国々に影響を及ぼすと考えられます。「ニアショアリング（地理的に近い国に事業を移転すること）」または「フレンドショアリング（同盟国や友好国などに限定したサプライチェーンを構築すること）」などと呼ばれるように、より確実な戦略的同盟国に生産拠点を移転する動きが見られます。こうした動きが進み、その影響が確認できるようになるまでには、ある程度の時間を要すると考えられます。サプライチェーンの再構築により、ある程度のコスト増が見込まれますが、生産拠点の移転先となる国は大きな恩恵を受け、資本を効率的に活用できる国はより大きな恩恵を受けると予想されます。よりコストの高い地域に生産拠点を移転する場合、自動化やロボット化のニーズが高まる可能性があります。全体的に、アジアについては前向きな見方をしています。

日本はこれまで、海外の通貨やソブリン債への最大の投資国の1つでした。日本についてはどのように考えていますか？日本で何か変わったことはありますか？

**マイケル:** 日本経済はここ数十年の平均を上回るペースで成長しています。また、過去20年間はデフレ経済が続いていましたが、ようやくインフレ基調に転じており、これに伴って賃金水準や投資動向が変化する可能性があります。今後、政策がどのように変更されるかを予測することはできませんが、デフレ環

“興味深いのは、日本の投資家がどこに投資機会を見出しているかということです。投資家が日本国内に投資機会を見出し始めれば、投資行動が変化し、結果として国内への投資が増える一方、海外への投資が減る可能性があります。”

マイケル・ハッセンスタブ

境下で適切であった金融政策が、インフレ環境下でも有効に機能するとは考えられません。仮に日本でインフレ基調が続くならば（現在の日本のインフレ指標は3%前後）<sup>2</sup>、将来的に金融政策を修正する必要があると考えられます。興味深いのは、日本の投資家がどこに投資機会を見出しているかということです。投資家が日本国内に投資機会を見出し始めれば、投資行動が変化し、結果として国内への投資が増える一方、海外への投資が減る可能性があります。さらに、サプライチェーンとロボット化について先ほど言及しましたが、日本では労働力不足が慢性化している中で、ロボット開発によって作業を自動化する能力が非常に高いため、日本はこの分野で高い競争力を発揮しています。このことも日本が持っている強みであると言えます。

その他に注目している国はありますか？ラテンアメリカについてはどう考えますか？

**マイケル:** ラテンアメリカへの投資にはリスクが伴います。ただし、リスクの対価として、多くの現地通貨建てソブリン債は2桁台、または1桁台後半の高い利回りを提供しています。政情不安のリスクが高いものの、多くの重要な大統領選挙はすでに終わっているため、少なくとも政治情勢についてはある程度の透明性があるといえます。ラテンアメリカには資源国が多いため、コモディティ価格の上昇による恩恵を受けています。我々は投資家として各国固有の要因を注視するとともに、それらを国ごとに分析する必要があると考えています。また、国ごとに状況が大きく異なるため、ラテンアメリカ全体の状況をまとめて言い表すことは難しいと言えます。

フランス、グローバル投資を行う上で、債券ポートフォリオにおける米ドルの見通しについて教えてください。

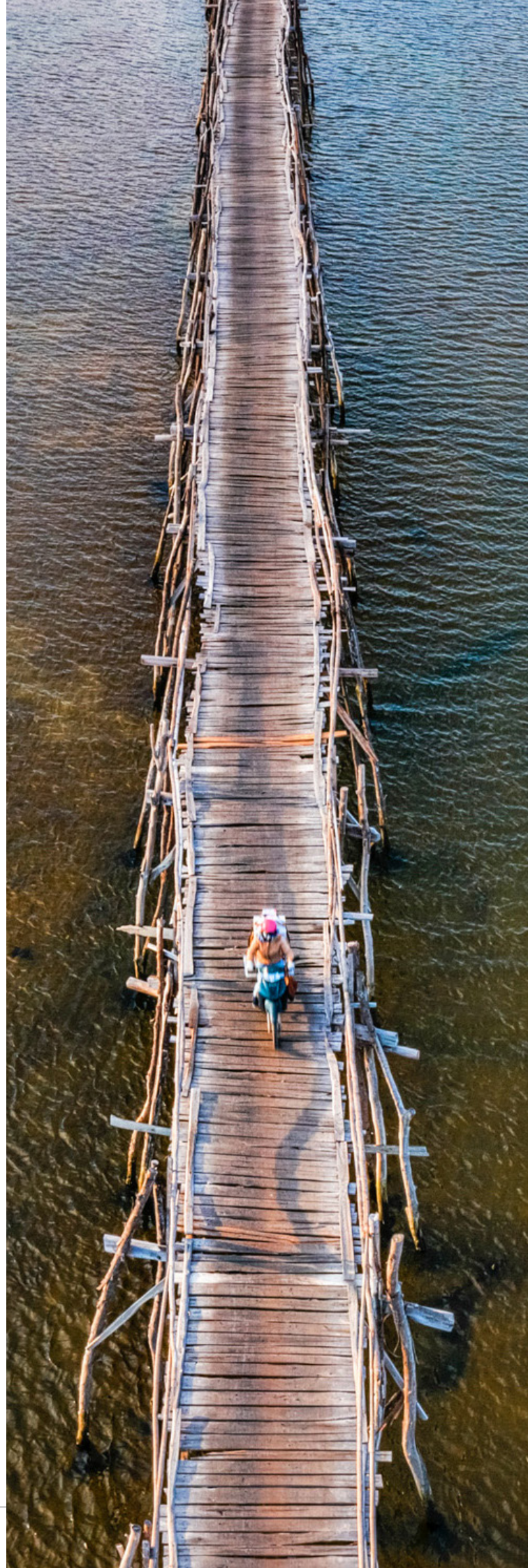
**フランス:** 今後12ヵ月ほどの米ドルの見通しとしては、好材料よりも悪材料の方が多いと考えますが、私は米ドルに対して極端に弱気になっているわけではありません。私の予想通りにインフレ圧力が低下するならば、実質利回りの高い通貨としての米ドルの魅力が維持されると考えます。最近の銀行セクターの混乱が深刻な金融危機に発展するかどうかを判断するには時



期尚早ですが、金融危機は一般に米ドルの流動性に関係しており、これは米ドルの上昇要因であると言えます。対米ドルの通貨ペアについては、2国間の金利差が重要な為替変動要因になると考えます。魅力的な新興国通貨が多くありますが、これらは我々が今日議論している米国の様々な経済シナリオに影響されやすい通貨であると言えます。全体として、我々は米ドルに対して概ね弱気になっていますが、極端に弱気になってはおりません。

マイケルに聞きます。ユーロ、円、および新興国通貨に対する米ドルの見通しについて教えてください。

**マイケル:** 2022年の夏の終わりから秋の初めにかけて、米ドルは一部の通貨に対して数年来、または数十年來の高値に達しました。その後、米ドルは2022年第4四半期から今年1月にかけて大幅に下落しました。2月には、米国債利回りの上昇などにより再び米ドル高の流れとなりましたが、3月には下落に転じました。過去6か月間で、政策金利の据え置き、または利上げの一時停止が示唆されたときには、通貨のファンダメンタル要因が注目されました。これに関しては、例えば2国間の成長格差や、米国の膨大な貿易・財政赤字といった要因で判断することができます。これらを踏まえると、米ドルは様々な通貨に対して弱含みで推移する可能性があると考えられます。各国固有の要因により、必ずしもそうならないケースがあるかもしれませんが、全体的に見れば、我々は米ドル安基調が続くと予想しています。その一方で、世界経済に大きな影響を及ぼすような地政学的危機が発生し、テールリスクが拡大した場合には、米ドルが上昇する可能性もあると考えられます。こうした見通しが必ずしも正しいとは限りませんが、米国経済が減速するとのメインシナリオを想定するならば、しばらくは米ドル安基調が続くと考えられます。ただし、今後もボラティリティの高い展開が続き、米ドル安基調で推移する中でも、米ドルが急反発する局面もあり得ると考えられます。



## マクロ見通しについて

マクロ見通しは、フランクリン・テンプルトン・インスティテュートが、当グループのエコノミストによる、市場を左右する重要なマクロ経済テーマについての詳細な分析を取り上げたものです。フランクリン・テンプルトン・インスティテュートの使命は、独立した運用グループ、選りすぐりの学会のパートナー、独自のグローバル拠点の様々なノウハウを通じて世界中の顧客や投資家に調査に基づく知見、専門家の見方、業界が主導する出来事を伝えることにあります。

注目すべき2つの関連する出版物があります。フランクリン・テンプルトン・インベストメント・ソリューションズが作成し、マルチアセットポートフォリオの構築に関するベスト・シンキングを提供するAllocation Viewsと、フランクリン・テンプルトン・インスティテュートのストラテジストが市場に関する当グループの運用担当者の見解を紹介するGlobal Investment Outlookです。

## 本稿に登場する運用担当者



ジョン・ベロー  
ポートフォリオ・マネージャー  
ウエスタン・アセット



ソナル・デザイ、Ph.D.  
最高投資責任者 (CIO)  
フランクリン・テンプルトン債券グループ



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



ジーン・ポドカミナー、CFA  
リサーチ・ヘッド  
フランクリン・テンプルトン・インベストメント・ソリューションズ



フランシス・スコットランド  
グローバルマクロ・リサーチ・ディレクター  
ブランディワイン・グローバル

1. 1ベースポイント＝0.01%
2. 出典：Statistics Bureau of Japan, as of March 2023.

## リスクについて

すべての投資には、元本を割り込む可能性等のリスクが伴います。ポートフォリオの価値は変動するため、投資元本を割り込み損失を被る場合があります。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。通貨管理戦略を含むデリバティブはコストを伴い、ポートフォリオに経済的レバレッジを創出します。その結果、著しい変動が生じた場合、ポートフォリオの当初投資額を超える損失（および利益）を与える場合があります。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。天然資源セクターへの投資は経済情勢の悪化や規制上の変更など、特有のリスクを伴う場合があります。こうした証券の価格は特に短期的に変動します。グロース株は、企業が利益や収益の予測を達成できない場合、価格が大幅に下落する可能性があり、特に短期間では他の証券よりも価格が変動しやすい場合があります。なかでも、時価総額が中・小規模の企業は経済環境の変化に敏感で、大企業に比べ成長見通しの確実性は劣ります。外国証券への投資には、経済の変動、取引慣行の違い、情報入手の困難さ、取引量、為替レートの変動や各国の通貨政策など特定のリスクが伴います。新興市場への投資は同じ要因に関連するリスクが高まります。国債への投資には、発行体政府が当該債務の利払いや元本の償還を行わないリスクを始めとし、一般的に債券や外国証券への投資に関するリスクを伴います。戦略として特定の国、地域、産業、業種、投資形態を対象とする場合、様々な国、地域、産業、業種、投資形態を対象とする戦略に比べ不利な状況に陥った際のリスクは高くなる可能性があります。中国は経済、政治、社会における不安定要因により影響を受ける場合があります。中国の発行体の証券への投資には、法律、規制、政治、経済に係るリスクなど中国特有のリスクが伴います。地方債は金利変動に対する感応度が高いことから、地方債ポートフォリオの利回り及び価値は市場状況により変動します。債券格付けや債券発行体、保険者、保証人の信用格付け及び財務内容に変動があった場合、その債券の価値に影響を及ぼす可能性があります。低格付け債への投資にはデフォルト（債務不履行）のリスクと元本の喪失が含まれます。アクティブ運用戦略は、市場、金利、投資妙味、相対価値、流動性、ポートフォリオの特定の保有銘柄に係る上昇の可能性などについての運用担当者の判断に誤りがある場合、損失が生じる可能性があります。運用担当者の投資手法や投資判断が望ましい結果をもたらす保証はありません。（歴史的に見て値動きが大きい）情報技術やヘルスケアセクターなど急成長している業界の株式は、商品変更や商品開発のスピードの速さに加え、技術進化を重視する企業を取り巻く規制の変更や新薬及び新しい医療機器に対する規制の承認などの可能性もあることから、特に短期的な変動幅が大きくなる場合があります。不動産証券には不動産価格の下落や経済情勢の悪化および規制上の変更など、特定のリスクが伴います。天然資源セクターへの投資は経済情勢の悪化や規制上の変更など、特有のリスクを伴う場合があります。こうした証券の価格は特に短期的に変動します。当資料で示されている企業やケーススタディは説明目的として使用されています。フランクリン・templton (FTI) の投資助言を受けるポートフォリオによって現在、株式は保有されているか、もしくは保有されていない場合があります。当資料で提供されている情報は特定の証券、戦略もしくは投資商品の推奨または個別の投資助言を行うものではなく、フランクリン・templtonの運用ポートフォリオの売買意志を示す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、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。当資料は、フランクリン・テンプレトンの事前の書面による承諾なしの無断複写、転載、発行は禁じられています。

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。当資料で示された予想および見解は市場やその他の状況により変更される可能性があります、他の運用者や運用会社による見解と異なる場合があります。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。経済、株式市場、債券市場または市場における経済トレンドについてのいかなる推測、予想、予測も実現する保証はありません。投資価値およびそれによって得られる収入は、上下する可能性があります。また投資家は投資した全額を払い戻すことができない場合がございます。過去の運用実績は将来の運用成果を示唆あるいは保証するものではありません。すべての投資には、元本の割り込みの可能性を含むリスクが伴います。

当資料に含まれる調査・分析に関する情報はフランクリン・テンプレトンが自身のために入手したものであり、付随的な情報の提供のみを目的としています。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。いかなる情報もFTが信頼に足ると判断した情報元より取得していますが、その正確性を保証するものではありません。また、情報が不完全または要約されている場合や、事前通知なしに変更される可能性があります。当資料における個別銘柄についての見解は、いかなる証券の売買、保有に関する推奨を示したものでも解釈されるものでありません。また、個別銘柄に関する情報は投資判断のために十分とされるものでありません。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とは限らず、米国以外では、他のFT関連会社および/またはその販売会社によって、現地の法律および規則が許容する範囲において提供されます。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、ご自身の金融専門家またはフランクリン・テンプレトンの機関投資家向け窓口にご相談ください。

詳細につきましては[www.franklinresources.com](http://www.franklinresources.com)をご覧ください。

CFA®及びChartered Financial Analyst®はCFA協会の米国における登録商標です。

### <当資料に関するご注意>

- 当資料は説明資料としてフランクリン・テンプレトン（フランクリン・リソース・インクとその傘下の関連会社を含みます。以下FT）が作成した資料を、フランクリン・テンプレトン・ジャパン株式会社が翻訳した資料です。
- 当資料は、FTが各種データに基づいて作成したのですが、その情報の確実性、完結性を保証するものではありません。
- 当資料に記載された過去の成績は、将来の成績を予測あるいは保証するものではありません。また記載されている運用スタンス、目標等は、将来の成果を保証するものではなく、また予告なく変更されることがあります。
- この書面及びここに記載された情報・商品に関する権利はFTに帰属します。したがって、FTの書面による同意なくして、その全部もしくは一部を複製し又その他の方法で配布することはご遠慮ください。
- 当資料は情報提供を目的としてのみ作成されたもので、証券の売買の勧誘を目的としたものではありません。
- フランクリン・テンプレトン・ジャパン株式会社（金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第417号）はフランクリン・リソース・インク傘下の資産運用会社です。

**フランクリン・テンプレトン・ジャパン株式会社**  
金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第417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

