

2022年11月

景気後退リスク、成長鈍化、 政策転換のタイミング



はじめに



スティーブン・ドーバー、
CFA

フランクリン・テンブルトン・インベストメント・インスティテュート
チーフ・マーケット・ストラテジスト

中央銀行はこの1年間、インフレ退治に向けて積極的な行動を取ってきました。当社のエコノミストはインフレがピークを打ったとの見方では概ね一致していますが、インフレ率が米連邦準備制度理事会（FRB）の目標の2.0%の水準まで下がるにはどのくらいの期間を要する可能性があるのかについては、意見が分かれています。また、当社のエコノミストは景気が減速するとの見方では皆一致していますが、どの程度減速するのかについては意見が分かれています。投資環境が一変したことは確かであり、当社のエコノミストも、債券投資を拡大するとともにデュレーションを長期化させる戦略が有効であるとの見方と、マルチアセットポートフォリオの中で債券の比重を高め始める時期にきているとの見方では一致しています。

以下は当社エコノミストが注視している主要テーマの一部です。

- 「コロナ禍以前に比べ短期市場金利は高く、債券の利回りも高く、株価も割安な水準にあります。これは将来のリターンにはプラスになると思います。今年の大規模な調整局面を経て株式と債券は連動して上昇する可能性があります。債券は強固なポートフォリオを構成する貴重かつ信頼性の高い組み入れ対象になると見ています」
ジョン・ベローズ、Ph.D. ウェスタン・アセット ポートフォリオ・マネージャー
- 「利上げ局面は終盤に近づいており、FRBは利上げ幅を縮小し、いずれ利上げを休止すると思います。問題は次に何が起るのかです。FRBの強力な金融引き締め策は長引くと見ていますが、来年後半にかけて急激な景気後退に陥るとは思いません。景気後退は緩やかなものにとどまると見ています」
ソナル・デサイ、Ph.D. フランクリン・テンブルトン債券グループ 最高投資責任者（CIO）
- 「総合消費者物価指数の上昇率の鈍化が、今後一年半から2年間のテーマになると思われます。こうした観点から、市場が想定している、もしくは織り込んでいる以上にインフレ率は大幅かつ急速に低下すると考えています」
フランシス・スコットランド ブランディワイン・グローバル ディレクター・オブ・グローバルマクロ・リサーチ
- 「アジアは有望なテーマであると考えています。米国や欧州が景気減速に見舞われているのとは対照的に、中国や中国以外のアジア諸国の経済は他の多くの国に比べ好調に推移する可能性があると考えられます」
マイケル・ハッセンスタブ、Ph.D. テンブルトン・グローバル・マクロ・グループ 最高投資責任者（CIO）
- 「成長率はトレンドを下回る水準まで減速すると予想しており、中央銀行はまだ政策転換の兆しをほとんどまたは全く見せていません。景気と中央銀行の政策のどちらかが反転するまで、債券は株式に比べ相対的に有利なリターンをもたらす可能性が高いと見ています」
ジーン・ポドカミナー、CFA フランクリン・テンブルトン・インベストメント・ソリューションズ リサーチ・ヘッド

本稿における議論が皆様のお役に立てますと幸いです。

概要

中央銀行の積極的な利上げは、高止まりを続ける世界規模のインフレをうまく退治することはできるのか？金利上昇の影響で景気後退に陥るとしても、その期間や規模はどの程度のものになるのか？果たしてニューノーマル（新常態）とは何か？現時点で債券ポートフォリオにどのようにアプローチすべきか？足元で投資家が直面している疑問は主にこのようなものです。ここでの我々の視点をたたき台として、当社のトップエコノミストとともに議論を展開します。

インフレ対景気後退：微妙なバランス

FRBは2022年3月に現行の金融引き締め政策を決定して以降、6月、7月、9月、11月と4会合連続で0.75%の大幅利上げを実施し、フェデラルファンド（FF）金利の誘導目標は3.75~4.0%に引き上げられています。FF金利先物や各種調査からすると、FF金利は来年には5%を超える可能性があります。これは金利が1980年代初めにピークを打って以降、長らく続いた利下げ局面の終焉を意味します。FRBはコロナ禍が招いた供給問題には十分に対応することができず、金融引き締めを通じて需要を抑え込み、インフレ圧力を軽減することがFRBの目標となっています。懸念されるのは、FRBの金融引き締め策が行き過ぎ、その結果、必要以上に深刻な景気後退を招く恐れがあることです。

“多くの経済指標は今後1年間で景気後退入りする可能性が高いことを示していますが、どの程度深刻なものになるのかについてはまだ議論の余地があります。過去60年間の米国の景気後退局面（2020年のコロナ禍の景気後退局面を除くと8回）を見ると、GDPは平均2%減少し、失業率はおおよそ3%上昇しています。足元では、消費者の健全なバランスシートや比較的好調な労働市場などの様々な要因から、緩やかな景気後退にとどまる可能性が高いことが示唆されています。”

FRBはいつ政策転換し、利下げに転じるもしくは少なくとも金利を安定させるのでしょうか？前回のレポート以降、政策転換のタイミングは多くの市場関係者が予想しているよりさらに先になる可能性があることをFRBは示唆しています。FRBのラエル・ブレイナード副議長は10月の講演で、FRBは「政策金利の道筋を検討する上で、慎重かつデータ次第の政策運営に乗り出すことによって、累積的な金融引き締めを通じて経済活動、雇用、インフレがどのように調整されるのかを見極めることが可能になる」と指摘しています²。（住居費など）価格が上昇している消費者物価指数の構成目品の多くは粘着性が強く、一部の品目の物価が頭打ちとなったとしても、消費者物価指数の総合・コア指数はともに当面の間、高止まりの可能性があります。実際に変動の激しいエネルギーと食品を除くコア指数の上昇率は9月に前年同月比6.6%と40年ぶりの高水準を記録しています。

多くの経済指標は今後1年間で景気後退入りする可能性が高いことを示していますが、どの程度深刻なものになるのかについてはまだ議論の余地があります。過去60年間の米国の景気後退局面（2020年のコロナ禍の景気後退局面を除くと8回）を見ると、GDPは平均2%減少し、失業率はおおよそ3%上昇しています。深刻な景気後退局面は4回あり、1970年代から1980年代初めにかけてと、世界金融危機の2008~2009年に起きています。平均すると、これらの景気後退局面ではGDPは3%減少し、失業率は3.8%上昇しています。それほど深刻ではない残り4回の景気後退局面ではGDPは平均1%減少し、失業率は2.4%の上昇にとどまっています³。足元では、消費者の健全なバランスシートや比較的好調な労働市場などの様々な要因から、緩やかな景気後退にとどまる可能性が高いことが示唆されています。

今のところはインフレや景気後退の可能性が引き続き焦点となっていますが、投資家にとっては将来の景気回復の形状も重要な検討課題となります。多額の負債、所得分布の偏り、グローバル化への危惧、インフレ再燃の懸念から、急激な景気回復を支える強力なテコ入れ策（金融・財政政策）には限界があるため、V字型の景気回復は見込みにくい状況です。

米ドルの行方がカギ

この1年間の急激な米ドル高は、グローバル投資家にとって大きな関心事です。米ドルの高止まりによって、輸入に依存する市場、特に米ドル建てでコモディティを輸入する市場は圧力にさらされています。(とりわけ原油の輸入国に打撃を与える)原油価格の上昇や、欧州の国境紛争をはじめとする地政学的リスクの高まりなどの要因に支えられ、米ドルはセーフヘイブン(安全な資金の避難先)としての地位を維持しています。米ドル高のメリットとして、米国においては輸入コストが抑制されることで、インフレ率は押し下げられる傾向にあります。

米ドルの行方を左右する主な要因は、地政学的リスク、国家間の金利格差、地域貿易化の3つと考えています。先進国であれ、新興国であれ、フロンティア市場であれ、ポピュリズム政治が広がり、二極化が進む国は不安定化します。金利が世界各国で上昇すると、一国の債務に及ぼす影響はより顕著になります。最後に、リージョナル化によるサプライチェーンの見直しは、コスト上昇によりインフレに影響を及ぼす恐れがありますが、サプライチェーンの信頼性は高まります。足元ではこうした要因から、米ドルはなお比較的優位な立場にありますが、これら3つの要因の動向とともに注視する必要があります。

また、海外で利益を稼ぐ米国企業も、米ドル高により利益が目減りする傾向があります。米国外では逆のことが起こります。米ドル高で米国企業の利益が目減りする分、欧州、日本、中国、新興国市場など通貨が弱い国の利益が押し上げられます。

多方面から試練に見舞われる欧州

ウクライナ・ロシア戦争は引き続き欧州経済に影響と混乱をもたらし、原油と天然ガスの供給制約により、エネルギー、食料、肥料の価格は上昇しています。米国では化石燃料の生産が徐々に増加する一方、石油輸出国機構(OPEC)とロシアなど非加盟の産油国で構成される「OPECプラス」⁴は、増産ではなく、減産に乗り出しています。農業分野では、戦争に加え、天候不順が穀物の収穫に甚大な影響をもたらしています。

他の国とは異なり、欧州はスタグフレーションに直面しつつあり、インフレの高進と景気減速のダブルパンチに見舞われています。欧州中央銀行(ECB)は6月に量的緩和(QE)を終了するとともに、7月に利上げを開始し、その後も短期間で金融引き締めを急ピッチで進め、政策金利は2.0%に達しています。ECBが金利を引き上げる一方、財政当局はEU市民に無理強いしない方法でエネルギー危機への対応に取り組んでおり、これは政府支出や国債発行の拡大を意味しています。

他の国と一線を画す中国の動向

一方、中国では、第20回中国共産党大会を経て政策をめぐる不透明感が後退し、二重の追い風により経済が上向く可能性があります。投資家は、主に3つの障害(規制強化、ゼロコロナ政策、地政学的リスク)が取り除かれる可能性があるのか注目していましたが、最初の2つは今後数年間で緩和される可能性があります。改革よりも安全保障に重点が置かれる中、3つ

波乱要因－懸念と楽観

以下は、当社のエコノミストが注視している主要テーマの一部です。

ゼロ金利政策の解除
資金フローは、潤沢な状態からひっ迫する状態に劇的に変わりました。世界規模の資金フローの変化は貿易収支に影響を及ぼし、投資資金の減少をもたらします。

地政学的リスクの高まり
ウクライナ・ロシア戦争の幅広い影響をきっかけにどこで激しい紛争が起きる可能性があるかを理解することが一層、重要になりました。足元の米ドル高や米ドルのセーフヘイブンとしての地位を考慮すると、米ドルへの影響も重要になります。

行き過ぎた政策運営
政策効果は实体经济に遅れて表れることが多くあります。利上げが長引くことで低成長となるリスク、もしくは政策転換を急ぎすぎるあまりインフレが再加速するリスクが生じます。

食糧・エネルギー安全保障
世界の安定は、必需品を手頃な価格で入手できるかどうかにかかっています。原油や農産物の価格上昇は、世界を不安定化させる新たな要因となります。

世界債務への金利上昇の影響
借入コストが上昇しており、国民のニーズを満たすために財源の確保に迫られる政府の資金調達力に影響を及ぼしています。これは多額の債務を抱える国では特に深刻ですが、高利回りの債券を求める投資家にとっては投資機会につながる可能性があります。

“インフレと金利のピークや期間は定かではありませんが、当社のエコノミストは債券投資を拡大するとともにデフレ化を長期化する戦略は有効であるとの見方で一致しています。金利の最終到達点は予測し難いものの、景気後退入りの可能性から金利も低下する可能性があります。”

目の地政学的リスクは今後の主な懸念材料となります。第20回中国共産党大会で習近平総書記（国家主席）が読み上げた活動報告では、「安全保障」や「安全」という言葉が89回用いられており、2017年の55回から増える一方、「改革」という言葉は5年前の68回から48回に減りました⁵。

ゼロコロナ政策の緩和後に消費者の移動は増える可能性が高いことを考えると、中国ではより広範な景気対策が一層効果を発揮します。世界金融危機直後の中国は、大規模な景気対策に乗り出すなど世界経済のけん引役となりました。習氏が異例の3期目に入り、全要素生産性（TFP）の引き上げ、サプライチェーンの耐性と安全性の強化、都市部と農村部の統合開発の促進などを目指す政策を通じて、経済再建は加速する見通しです。しかし、世界貿易への影響や米国との関係は注視すべき重要課題で、短期的にも長期的にも中国経済に不確実性をもたらします。

結局、何を意味するのか？

インフレと金利のピークや期間は定かではありませんが、当社のエコノミストは債券投資を拡大するとともにデフレ化を長期化する戦略は有効であるとの見方で一致しています。金利の最終到達点は予測し難いものの、景気後退入りの可能性から金利も低下する可能性があります。足元で短期市場金利は近年になく高い水準にありますが、短期市場金利は変動する傾向があり、現在のピーク水準にはとどまらない可能性があります。一方、高い利回りの債券を購入すれば、投資期間を通じてインカム収入は固定されます。世界的に見れば、多くのアジア諸国の債券は、利回り向上の機会を提供する可能性があります。こうした状況が、マルチアセットポートフォリオの中で債券の比重を高め始める時期に来ているとの見方につながっています。

当社のトップエコノミストを交えた本稿における議論が、足元のマクロ経済状況を解説する一助となれば幸いです。

各運用担当者の見解

米国のインフレリスク、政策効果の時間差、構造的変化

ジョン・ペロース、Ph.D.
ウエスタン・アセット
ポートフォリオ・マネージャー

インフレや成長率は米国にどのような影響を及ぼしていますか？

インフレは重要なリスク要因となっています。おそらく唯一の重要なリスク要因であり、この先も最も重要なリスク要因であり続けると思います。今年は、投資家にとって困難で不安定な一年となりました。その教訓の1つとしては、2020年から2021年にかけて続いた金融緩和や財政支出の拡大などのマクロ経済環境の変化がインフレに影響を及ぼすことは予想していましたが、それ以外にも予想以上に大きな影響をもたらした変化もあったことがあげられます。マクロ経済は全体的に1つの方向を目指しており、それは金融引き締め、低成長、低インフレです。

昨年、金融緩和の影響によりマネーサプライが驚異的な速さで拡大しました。しかし、マネーサプライの拡大も急激に反転しました。今年の米国のマネーサプライの伸び率は、名目GDP成長率を下回っています。さらに、実質金利も大幅なマイナスから大幅なプラスに転じ、期間にもよりますが、1%から2%に上昇しています。

経済成長率も同様です。米国は、コロナ後の回復過程にあった2020年後半と2021年に高成長を記録しました。しかし、2022年の実質GDPはゼロ成長に陥る見通しです。繰り返しになりますが、足元の局面から得られる教訓として、マクロ経済環境全体が市場の予想以上にインフレに大きな影響を及ぼしてきたと考えています。とはいえ、統計や景気に表れるまでには時間

“米国のGDPは、コロナ後の回復過程にあった2020年後半と2021年に高成長を記録しました。しかし、2022年の実質GDPはゼロ成長に陥る見通しです。繰り返しになりますが、足元の局面から得られる教訓として、マクロ経済環境全体が市場の予想以上にインフレに大きな影響を及ぼしてきたと考えています。”

差があり、こうした時間差から月次の物価統計を予測するのは極めて困難です。したがって、月次の物価統計については、適度に慎重な見方をする必要があると思います。

それではインフレが反転した場合はどうなるのでしょうか？インフレ率は、人々が予想しているよりはるかに早いペースで低下する可能性があると思います。理由の1つとして、世界の経済環境がかなり厳しい状況であることが挙げられます。

コロナ禍前の経済構造に戻るのでしょうか？あるいは、これまでとは異なる新たな構造へ変化するのでしょうか？

コロナ禍以前に比べ、短期市場金利は高く、債券の利回りも高く、株価も割安な水準にあります。これは将来のリターンにはプラスになると思います。投資は資産クラスを選択であり、厳しい一年を経て市場の地合いの好転が期待されることは確かです。しかし、相対的な選択肢の中で選択を行う必要があります。足元の短期市場金利は近年に高く高い水準にありますが、短期市場金利が永久に高止まりを続けることはありません。1980年代初めも、短期市場金利は高く、翌日物貸出金利は20%程度の水準にありましたが、わずか数年後には1ケタ台半ばに低下しました。短期市場金利は大きく変動する傾向があり、同じ金利収入を永久に得られるわけではありません。

株式に関して言えば、人々の間で株式が金利の影響を受けるかどうか議論されています。利回りが上昇し、割引キャッシュフローモデル (DCF) で用いられる割引率が上昇している環境では、株価も影響を受けることは明らかだと思います。こうした理由から、債券に注目しています。債券に投資する理由は単純明快です。足元の利回りで投資すれば、債券保有期間中はその利回りを固定できるということです。したがって、短期市場金利とは異なり、例えば、社債を5.5%や6%の利回りで購入すれば、価格が変動したとしても、来年のインカム収入が減少することはありません。足元のインフレ局面から脱することを考えた場合、価格はある程度変動するでしょうし、短期市場金利が現在のピーク水準にとどまることもないでしょうが、債券は引き続きポートフォリオの一部を構成し、利回りやインカム収入がトータルリターンの源泉となります。今年の大規模な調整局面を経て、株式と債券は連動して上昇する可能性があるとの見方があることも確かですが、債券は強固なポートフォリオを構成する貴重かつ信頼性の高い組み入れ対象になると考えています。

これまでの積極的な利上げや政策効果が浸透するまでの時間差からFRBが利上げを休止すべきかどうかをめぐる議論が沸き起こっていますが、どのようにお考えですか？

時間差には2つの種類があります。1つは統計上の時間差です。米労働統計局の帰属家賃（OER）のデータと消費者物価指数の関係が一例です。もう1つは景気に表れるまでの時間差です。足元のインフレ率はおよそ半年前からの労働市場の状況と賃金を反映しています。こうした時間差から目先のインフレ率の予測は困難になっています。一方で、FRBは利上げの休止とも受け止められる発言を行っています。これまでの利上げを通じて、経済活動はある程度抑制されており、今後もさらに抑制される可能性が高いと思います。また、FRBは金融市場やグローバル投資環境の安定を意識しています。しかし、雇用の伸びの鈍化であれ、インフレ率の低下であれ、他のトレンドの反転を示すデータであれ、ここ数カ月間ではまだそのようなデータは見当たらないだけに、金融市場やグローバル投資環境の安定化のために、FRBは何らかのデータを必要としていると考えられます。FRBは今後半年間のうちに、おそらく来年第1四半期のどこかで利上げを休止すると予想するのが妥当だと思います。

最大の懸念材料と投資機会についてお聞かせいただけますか？

我々は皆、財政・金融政策が望ましくない結果をもたらす可能性があるという教訓を学んだと思います。次は景気後退局面となり、政策当局が景気の下支えに必要な措置を怠り、長らくゼロ成長や低成長に陥ることを懸念しています。投資機会については、債券は今年は信じがたい弱気相場を経験しました。弱気相場の利点はバリュエーションが回復に向かうことにあります。

米国の景気後退は緩やかなものにとどまり、FRBの強力な政策対応は長引く

ソナル・デサイ、Ph.D.

フランクリン・テンブルトン債券グループ

最高投資責任者（CIO）

10月に執筆された「*On my mind: Rollercoaster ride to reality*」⁷では、めまぐるしい相場変動や投資環境の根本的な変化、5%に向かう政策金利について言及されています。金融政策の先行きや景気後退の可能性について直近の見通しをお聞かせいただけますか？

FF金利は5%か5%をやや上回る水準に達すると予想していましたが、率直に言うと、もはや大胆な予想とは言えなくなりました。半年前の予想であり、現時点で立てた予想ではありません。市場はその後、大きく上昇し、いまやそれに近い金利水準を織り込みつつあります。問題は、政策金利がターミナルレートに達した後に、FRBが直ちに利上げを休止するかどうかという点にあります。おそらくその可能性はあると思います。政策

“家計債務の観点からすると、米国の消費者は25～30年ぶりという極めて健全な状態で足元の局面を迎えています。住宅ローン金利の上昇やそれに伴う家計のバランスシートへの影響について懸念する声を多く聞きます。住宅ローン金利は確かに上昇していますが、住宅ローン金利のうち変動金利型は8%程度かそれ以下にすぎず、変動金利型が3分の1強を占めていた2008～2009年の世界金融危機当時とは異なります。”

当局は利上げの影響を確かめたいと考える可能性が高いからです。インフレ率の高止まりはいつまで続くのか、消費の好調が続く中、利上げを通じてインフレをただちに抑え込むことはできるかどうかについては、他の方々よりやや悲観的な見方をしています。

家計債務の観点からすると、米国の消費者は25～30年ぶりという極めて健全な状態で足元の局面を迎えています。住宅ローン金利の上昇やそれに伴う家計のバランスシートへの影響について懸念する声を多く聞きます。住宅ローン金利は確かに上昇していますが、住宅ローン金利のうち変動金利型は8%程度かそれ以下にすぎず、変動金利型が3分の1強を占めていた2008～2009年の世界金融危機当時とは異なります⁸。銀行からは貸し倒れが大幅に増加しているという話は聞いていません。バランスシートが健全な消費者は再び借入れを増やし始める状況にあり、実際に借入れを増やし始めています。このため、消費者の健全なバランスシートは、FRBによるインフレ抑制を手助けすることにはならないと考えています。米国の消費者が潤沢なキャッシュを保有し、それを消費し、それが企業収益に波及していることは明らかです。

利上げ局面は終盤に近づいており、FRBは利上げ幅を縮小し、いずれかの時点で利上げを休止すると思います。問題は次に何が起るのかです。日によって異なりますが、市場は来年末までに0.25～0.50%の利下げが行われることを織り込みつつあります。しかし、それは時期尚早だと思います。労働市場はなおも極めて好調だからです。労働市場は弱含みつつあるという話は聞きますが、まだ統計には表れていません。求人件数を見ると、全体的には減っていますが、まだ失業者1人当たりおよそ2件の求人件数があり、歴史的な高水準にあります。また、賃金の伸び率の大きさにも注目しており、賃金上昇率は概ね過去平均の2～3倍の水準にあり、過去のインフレの一部が正常なものであったことが示唆されています。

FRBの強力な政策対応は長引くと見ていますが、来年後半に向けて急激な景気後退に陥るとは思いません。景気後退は緩やかなものにとどまると見ています。

FRBのタカ派姿勢と緩やかな景気後退という観点から、来年のインフレと政策運営の先行きについてはどのような見方をしていますか？

政策金利は5%かもしくは5%を上回る可能性があると思いますが、その水準に永久にとどまるとは思いません。ただし、FRBは来年一年間を通じて政策金利をその水準に据え置くと考えています。中期的に見てインフレ率が6%で推移することもないと予想しています。一方で、インフレ率が来年に3~4%の水準まで低下するかどうかは、まだわかりません。半年前にインフレ率は今年末には7%を超えると予想しました。この予想は奇異に思われたかもしれませんが、足元ではなお8%を上回っています。重要なポイントは、インフレは一定期間続くということです。大きく変動する総合消費者物価指数ではなく、変動の激しいエネルギーと食品を除くコア指数に注目しています。コア指数は幅広い項目で上昇しており、かなり粘着性が強い品目も含まれています。

しかし、15年間という長期にわたった、インフレ率が2%を下回る「グレート・モデレーション（大いなる安定期）」の時代は終わりました。インフレ率が長期的に3~4%の水準で推移する時期に突入している可能性があります。このため、足元で市場が期待しているような早期利下げにFRBが踏み切るとは考えていません。景気は悪化していないにも関わらず、好況ではないという理由からFRBが景気のコテコテ入れを続けた世界金融危機後の15年間とは、ほとんど対極的な状況にあります。来年は正反対のことが起こると予想しています。FRBが配慮せざるを得ないほどインフレ率は高止まりしていますが、FRBが強力な政策を維持できなくなるほど景気が悪化すると予想していません。ところで、米国の財政政策はそれほど緊縮型ではなく、引き続き多少なりとも景気に配慮する形となっています。

景気後退入りすれば、当然ながら実質賃金は低下し、消費への影響も表れ始めることから、FRBのルールブックでは量的緩和（QE）が示唆されると多くの人は考えています。しかし、来るべき緩やかな景気後退にQEは必要ないと見ています。利下げという古めかしいやり方で景気をテコ入れするには、短期金利を十分に高くしておく必要があるからです。FRBが利下げに踏み切るため、金利を十分に高くしておくことは大事なことです。

最大の懸念材料と投資機会についてお聞かせいただけますか？

17年間に及ぶQEと恐ろしいマクロ政策の影響が最大の懸念材料です。投資機会については、今後数年間にわたり、債券投資の魅力は高まると考えています。高成長は見込めないと

も、魅力的な債券投資の機会は整いつつあります。いまのところデュレーションが短い債券によって、投資家は流動性が高い銘柄を保有することで高いリターンが得られていますが、まだデュレーションを長期化する時期ではない可能性があります。しかし、数カ月先かあるいは数四半期先には、そうした投資機会はおのずと浮上する可能性があります。

景気サイクルの終盤？

フランス・スコットランド

ブランディウィン・グローバル

ディレクター・オブ・グローバルマクロ・リサーチ

インフレと景気後退の観点から、世界経済の見通しについてお聞かせいただけますか？

2023年と2024年は、インフレ率の低下とインフレ率がどの程度早く低下するかが大きなテーマになると考えています。インフレのテーマは、コロナ禍の後遺症といまだ深くかかわっていると見ています。完全な後講釈になりますが、今回のインフレ率の高騰につながる要因を1年前に予測できたとすれば、マネーサプライの大幅な伸び、順イールド、コモディティ価格の上昇、資産インフレ、住宅市場の活況、そして当然ながら金融緩和のアクセルを踏み込んだFRBの政策運営に注目したはずで

現在、これらの要因は軒並み逆転しています。マネーサプライの伸びは大きく鈍化しています。債券市場では逆イールドが発生しています。コモディティ価格も今年の高値から大きく反落しています。資産価格も下落しています。住宅市場も不振に陥り、住宅価格は下落に転じています。もちろんFRBも金融引き締めブレーキを踏んでいます。昨年、上昇したものはほとんどすべて下落しています。暗号資産（仮想通貨）、株式、コモディティ、今や住宅や不動産の価格でさえも下落しています。インフレ率と金利が低下するのは最後になります。時間差と順番の問題にすぎないと思いますが、今回の景気サイクルは終盤を迎えつつあります。

米国は世界経済の中の孤島ではありません。米ドル高が期待インフレ率を抑え込み、押し下げる要因となっていることは明らかです。中国では卸売物価指数の上昇率が急速に鈍化しています。潜在成長率に比べ景気は低迷しています。欧州経済もエネルギー主導の景気後退に陥っています。こうした状況を合わせて考えると、総合消費者物価指数の上昇率の鈍化が、今後1年半から2年間のテーマになると思われます。こうした観点から、市場が想定しているかもしくは織り込んでいる以上に、インフレ率は急速かつ大幅に低下すると考えています。

“...あらゆる米ドル安予想が覆されました。世界規模で紛争が起こると、どの通貨に投資したくなるでしょうか？多くの絶対的なファンダメンタルズで見ると、米ドルには割高感があるとの見方には大いに共感できるものがあります。”

2022年は米ドル高がテーマとなりました。2023年も米ドル高は続くと思いますか？

米ドルに関しては、あらゆる米ドル安予想が覆されました。世界規模で紛争が起こると、どの通貨に投資したくなるでしょうか？多くの絶対的なファンダメンタルズで見ると、米ドルには割高感があるとの見方には大いに共感できるものがあります。FRBが金融緩和に転じれば、米ドルには下落圧力がかかるでしょうか？私としては、米ドル高が続く根拠は弱まりつつあるとの見方を次第に強めています。しかし、半面、米ドルは長期にわたり大きく下落するという根拠も、今のところは弱いように思えます。

中国についてはどのようにお考えですか？また、世界にどのような影響を及ぼすでしょうか？

マクロ経済の観点からすると、中国は世界金融危機以降、概ね高成長を実現してきました。しかし、そうした時期は終わったと思います。中国のコロナ対策や投機抑制を狙った不動産規制だけが理由ではありません。習近平総書記（国家主席）の下で中国の統治目標が根本的に変化し、ポスト鄧小平時代の中国の発展をけん引してきた成長路線から重点がシフトしています。

習氏は成長より安全保障と統制を重視してきました。第20回中国共産党大会と第20期中央委員会第1回全体会議（1中全会）で報告された内容からすると、その点では何も変わらない可能性があります。

潜在的に中国の成長に影響を及ぼす可能性があるより大きな問題は、地政学的リスクや敵対を強める米国との関係に関わるものです。バイデン大統領による半導体技術の対中輸出規制も重要な意味を持ちます。中国当局はまだ反応していませんが、これは、行政指導の対象を不動産からテクノロジーにシフトした中国の発展計画の心臓部にくさびを打ち込むことになりました。これがどのような影響をもたらすのかは定かではありませんが、今後の中国経済の成長にはマイナスとなります。米国は半導体技術では優位にあるかもしれませんが、中国には半導体を製造する材料がすべて揃っています。世界経済が完全に分断される時代に入ってくる可能性があります。これは極めて深刻なことだと思います。

最大の懸念材料と投資機会についてお聞かせいただけますか？

最大の懸念材料は、ゼロ金利の世界から均衡金利がもはやゼロではなくなった世界に移行する過程で、これまで機能してきた多くの仕組みや戦略がストレスにさらされることです。英国の年金制度の混乱に、その一端を垣間見ることができました。どこかでシステムが支障をきたすことを懸念しています。FRBが金融引き締めを完了し金融緩和に転じる際に、景気後退を伴うこともあれば、伴わないこともあることは、歴史が証明しています。利上げを休止し、次に新たな局面が訪れますが、FRBは行き過ぎる傾向があります。その結果、2023年には投資機会が浮上します。

欧州、新興国経済、米ドルの影響

マイケル・ハッセンスタブPh.D.

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)

世界、特に新興国市場のインフレと景気に関する見方をお聞かせいただけますか？

世界的なインフレにはいくつか共通のテーマがありますが、微妙な違いがあります。米国では、人手不足が広がり、家賃が高騰しています。しかし、中南米などでは、通貨安や景気対策などが大きなインフレ要因となっています。新興国市場では、多くの中央銀行がFRBなどの先進国の中央銀行より先にいち早く金利を積極的に引き上げ、政策金利が2ケタに達している国もあります。その結果、そうした市場では、インフレ率は低下し始めています。財政支出の面では、これまで大規模に行われてきた景気対策も縮小しています。一部の先進国の試練は、金融政策を通じてインフレを抑え込もうとしていることにあると思いますが、景気対策に頼りがちなポピュリスト政権の場合は、財政支出を拡大する傾向があります。国によって事情は異なります。

アジアは有望なテーマであると考えています。アジアでは、コロナ禍を経て経済活動が再開され、インフレ率も上昇し始めています。しかし、一部の国を除けば、米国とは異なり、住居費の高騰や人手不足などの問題はなく、アジアのインフレは他の国に比べ緩やかなものにとどまっています。世界的な景気減速にも関わらず、観光業から内需へのシフトが進み、成長環境が改善しつつあります。米国や欧州が景気減速に見舞われているのとは対照的に、中国や中国以外のアジア諸国の経済は、他の多くの国に比べ、好調に推移する可能性があると考えられます。

欧州ではエネルギーショックがインフレを招きました。しかし、エネルギーショックは今や賃金需要に波及しつつあります。欧州は賃金交渉のシーズンを迎えており、エネルギー価格ショックがどのような形で賃金物価ショックに波及するのか、果た

してそれがより持続的なインフレとして定着するのかどうか、多くのことを学ぶことができると思います。また、ロシアは欧州向けの天然ガス供給を削減しており、今後半年間で欧州のエネルギー価格を引き下げるのは極めて難しく、その可能性はかなり低いと見ています。

投資家として注目しているより幅広いテーマについてお聞かせいただけますか？また、それは米ドルの先行きにどのような関わり合いを持ちますか？

長期的に最も重要と思われる幅広いテーマは3つあります。1つ目は、ポピュリズムの広がりです。国によって異なりますが、ポピュリズムにより政府が分断され、望ましくない経済政策につながる国と、中道派が優位にあり妥協の余地がある国を見極めることが重要になると思います。反現職の流れも広がっていますが、それはイデオロギーというより、単に現職に反対する動きにすぎません。そのため、多くの国で経済政策は大きく揺れ動くと思います。

2つ目の幅広いテーマは債務です。長らく、何十年にもわたり、借入によってしばらくはいい気分でしたが、突如として痛みが変わりました。先進国では、債務残高が第2次世界大戦後の復興期の水準を上回ることもあります。債務残高は極めて高水準にあり、必ずしも将来の成長に向けて積み上げられたものではなく、むしろ足元の消費を補うために調達されたものです。多重債務国と非多重債務国に注目するとともに、結果の違いを考慮する必要があります。それが投資機会につながるかもしれません。

3つ目のテーマはリージョナル化です。我々はグローバルな自由貿易の世界で育ちました。グローバルな自由貿易からニアショアリング（生産地を消費地に近づける）やリージョナル化にシフトしていることは明らかです。貿易取引は続きますが、同盟国や地域パートナーとの貿易取引の機会がこれまで以上に増えます。リージョナル化は地政学的リスクが大きく影響しています。すなわち、1970年代初めからこの10年間に至るまで、互いに関与を強めてきた米国と中国が今や敵対し、対立する関係に陥っていることです。そして、この大きな対立が現実にも国際秩序を不安定化させています。

これらの要因がすべて、米ドルに大きな影響を及ぼします。米国には多くの強みがあり、世界規模で大惨事が起こると、米

“これらの要因がすべて、米ドルに大きな影響を及ぼします。米国には多くの強みがあり、世界規模で大惨事が起こると、米ドルはセーフヘイブンとしての地位を發揮します。しかし、事態が正常化し始め、政策金利がターミナルレートに近づき、今後の道筋が明らかになり始めると、相対的な成長率や債務、インフレ、貿易、政局など一部が市場に再び織り込まれ始める可能性があります。”

ドルはセーフヘイブンとしての地位を發揮します。しかし、事態が正常化し始め、政策金利がターミナルレートに近づき、今後の道筋が明らかになり始めると、相対的な成長率や債務、インフレ、貿易、政局などの一部が市場に再び織り込まれ始める可能性があります。このため、一部の主要通貨に対する米ドルの価値については、疑問視せざるを得ません。

多くの国の経済はこれまでと同様の動きを見せなくなっていますが、投資家としてどのようにお考えですか？

大きなショックが起きると、世界の市場は足並みを揃える傾向があり、そこから抜け出して完全に独自の動きをするのは困難です。しかし、国によって違いが顕在化する局面に入りつつあると思います。米国を始めとする一部の国は、巨額の債務を抱えながら今回のショックに見舞われました。一方で、ショックに見舞われましたが、債務が少なく過剰債務問題がない国もあります。このようなショックをくぐり抜ける過程では、初期状態の違いがかなり重要な意味を持ちます。例えば、欧州と中国では、今後の成長の道筋に大きな違いが出てくると思います。我々は、相対的に優位にある国に注目しようとしています。

最大の懸念材料と投資機会についてお聞かせいただけますか？

中国、ロシア、世界的なポピュリズムの流れなどの地政学的リスクが懸念材料です。投資機会はアジアに存在すると見ています。

マルチアセット投資、インフレ要因、長期的視点

ジーン・ポドカミナー、CFA

フランクリン・テンプレトン・インベストメント・ソリューションズ
リサーチ・ヘッド

足元の厳しい状況から長期的な前提をどのように見直しているのか、また、それが様々な資産クラスの先行きにどのような影響を及ぼすのかお聞かせいただけますか？

この時期になると、私のチームは、今後10年間の資産クラスのリターンの基本シナリオを策定する「Capital Market Expectations outlook」の作成に取り掛かります。インフレが金利にどのような影響を及ぼしているのかなど、足元で起きていることをすべて反映し、強固で持続性のあるポートフォリオを構築するための資産クラス予想を、長期的な視点に織り込む必要があります。モノとサービスの需給、労働市場、金融・財政政策、選挙の結果、規制に至るまでありとあらゆることに関わるインフレは、とりわけ重要な要因となります。

近年は、金利は低く、インフレの高進の問題もなく、株式市場のリターンも概ね許容範囲でした（コロナ後の株式市場は極めて好調に推移しましたが）。今後10年間の先行きを予想するにあたり、我々は全く違った状況にあります。短期市場金利や債券が再び魅力的な利回りを提供し始める一方、株価は主に金利の変化やインフレの長期的な影響への懸念から下落しています。株価が再び急伸するには、高成長や金融緩和が必要かもしれませんが、足元のバリュエーションは過去数年間の水準を大きく下回っています。成長率はトレンドを下回る水準まで減速すると予想しており、中央銀行はまだ政策転換の兆しをほと

“今後10年間の先行きを予想するにあたり、我々は全く違った状況にあります。短期市場金利や債券が再び魅力的な利回りを提供し始める一方、株価は主に金利の変化やインフレの長期的な影響への懸念から下落しています。株価が再び急伸するには、高成長や金融緩和が必要かもしれませんが、足元のバリュエーションは過去数年間の水準を大きく下回っています。”

んどもしくは全く見せていません。景気と中央銀行の政策のどちらかが反転するまで、債券は株式に比べ相対的に有利なりターンをもたらす可能性が高いと見ています。

今回のパラダイムシフトがマルチアセットに及ぼす影響を検討するにあたっては、長期的な視点から短期的な対応を行う必要があります。言い換えると、中央銀行の政策転換が重要な転換点となる可能性は高く、それまで慎重かつ機動的に対応する必要があります。

米ドルとも関連しますが、グローバルな投資機会についてどのようにお考えですか？また、ここ10年ほどと比較し、どのような変化が生じるのかについてもお聞かせいただけますか？

投資家は米ドルについて不安を抱えています。原油を始めとする多くのコモディティ価格は米ドル建てで取引されています。一部の新興国の債務についても同じことが当てはまります。世界的に見ると、米国の株式市場と債券市場はいずれも、投資対象としてなお大きな比重を占めています。外貨建て収益を米ドルに換算する必要がある企業も打撃を受けます。米ドル高が今回の企業決算に大きな影響を及ぼしたことは間違いありません。

欧州の景気後退リスクやエネルギー危機など、足元のマクロ経済環境からすると、他の先進国に比べ米国株は優位にあると考えています。問題もありますが、問題が最も少ないと言えます。新興国市場に目を向けると、ここ数年間で多くの試練に見舞われていることも確かです。米ドルやコモディティ価格の上昇、インフレが新興国市場に及ぼす影響から、先行きは不透明です。したがって、現時点では他の株式市場に比べ、米国株はディフェンシブな色彩が強いと見ています。

最後の質問に関連しますが、我々は「株式以外に他に選択肢はない」という環境から、他に選択肢が存在する市場に移行しています。その1つが短期市場金利です。デュレーションが短く、元本が確実に確保される短期市場金利を通じて、投資家は年初から（株式や債券に比べ）高いリターンを獲得しています。しかし、今や債券のバリュエーションも変化し、伝統的な債券が、バイ・アンド・ホールド戦略の投資家に魅力的な利回りを提供する局面に至っています。中央銀行が予想以上にタカ派寄りの姿勢を強めた場合、価格は下落する可能性もありますが、将来の利上げはすでにある程度織り込み済みです。ポートフォリオの構築に当たっては、こうした理由や期待される株式との分散投資効果から、債券はこれまで以上にリスクバジェットの大きな部分を占める可能性があります。あらゆる年限やスプレッドセクターで、債券の構成はこれまでとは異なるものとなります。短期市場金利も同じです。引き続き高成長が見込める株式もありますが、地域ごと、とりわけ新興国と先進国の間で選別投

資を行う必要があります。ここでのテーマは、機敏に対応する意思を持ち、過去に機能したやり方が将来も正しく機能するとは限らないことを認識することです。

最大の懸念材料と投資機会についてお聞かせいただけますか？

懸念材料は地政学的リスクです。具体的には、思いがけないところで激しい紛争が発生し、予想しえない形で市場を揺るがす可能性があります。株式や債券との相関関係が低く、分散投資効果がある資産に投資機会があると考えています。長期的には

プライベート不動産やインフラ、コモディティ（これもインフレヘッジ手段になる可能性があります）、保守的に運用されるヘッジファンド戦略などが該当すると考えています。上場資産との相関関係は高くなりますが、プライベートエクイティやプライベートクレジットも分散投資効果を持つ重要なオルタナティブ投資の一環となります。

巻末脚注

1. 出所：Schneider, H, and A. Saphir. "Fed jacks up interest rates again, hints at smaller increases ahead," ロイター、2022年11月2日。いかなる推測、予想、予測も実現する保証はありません。
2. 出所：Restoring Price Stability in an Uncertain Economic Environment, Fed Vice Chair Lael Brainard. At "Shocks and Aftershocks: Finding Balance in an Unstable World" 64th National Association for Business Economics Annual Meeting, Chicago, Illinois, 2022年10月10日。
3. 出所：フランクリン・テンブルトン・インスティテュートによる米労働統計局（失業率）と米経済分析局（GDP）のデータの分析、2022年6月30日時点。
4. ※石油輸出国機構（OPEC）プラスは2017年から協調減産に取り組む産油国で構成される組織。OPECプラスにはアゼルバイジャン、バーレーン、ブルネイ、カザフスタン、マレーシア、メキシコ、オマーン、ロシア、南スーダン、スーダンなどが参加。
5. 出所："China's Xi talks up security, reiterates COVID stance as congress opens," ロイター、2022年10月15日。
6. 出所：米FRB
7. 出所：ソナル・デサイ、Ph.D., "On my mind: Fed's rollercoaster ride to reality," 2022年10月17日。
8. 出所：フランクリン・テンブルトン・債券グループ、米抵当銀行協会（MBA）
9. ※鄧小平は1978年12月から1989年11月まで中国の最高指導者を務める。

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・インベストメンツ・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・インベストメンツ・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。

Franklin Templeton Thinks™ には注目すべき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・インベストメンツ・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・ベローズ、Ph.D.
ウエスタン・アセット
ポートフォリオ・マネージャー



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



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



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



ジーン・ポドカミナー、CFA
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
リサーチ・ヘッド

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を含むリスクが伴います。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。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。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。低格付け債券への投資には債務不履行および元本損失などの高リスクが含まれています。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。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・テンプレトン(「FTJ」)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・テンプレトン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、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・テンプレトン・リソースズ・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ものです。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・リソースズ・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