



FRANKLIN
TEMPLETON

2022年7月

経済学の法則の反撃

Volume 11 | フランクリン・テンプレトン・債券グループによる見解



序文

米国の5月の消費者物価指数の上昇率が前年同月比8.6%と40年ぶりの水準を更新し、足元のデータで期待インフレ率の上昇や賃金圧力の高まりが示される中、米連邦準備制度理事会（FRB）は白旗を上げました¹。FRBは6月の会合で0.50%の利上げを行う構えを見せていましたが、6月の会合のわずか2日前に突如として0.75%の大幅利上げを示唆しました。市場はただちにこれを織り込み、FRBはインフレにはなお上振れリスクがあることを認め、0.75%の利上げに踏み切るとともに、2022年末時点の政策金利見通しを1.5%引き上げました。

金融政策が大きな転換点（レジームシフト）を迎える中、FRBは事実上、フォワードガイダンス（金融政策の先行き指針）を放棄しました。FRBはこの10年間、金融政策はデータ次第と主張しつつも政策見通しにあらかじめコミットすることで金融市場を手綱で操ってきました。しかし、こうしたアプローチには本質的な矛盾があることが表面化しました。FRBは市場を驚かさざるを得なくなり、ジェローム・パウエル議長は6月の米連邦公開市場委員会（FOMC）後の記者会見で、経済環境の先行きが極めて不透明であることを強調しました。足元の政策見通しでも来年も実質マイナス金利が続くことが予想されており、この先、もう一段のタカ派寄りのサプライズが待ち受けている可能性は高いとみられます。

欧州中央銀行（ECB）は7月から0.25%の利上げにより金融引き締めを開始する意向を示し、これまで予想された以上に金融引き締めのペースが速まることを示唆しています。ユーロ圏でもインフレ率は加速しており、5月の消費者物価指数の上昇率は前年同月比8.1%と過去最高を更新しました²。2012年の欧州債務危機を思わせるかのように、金融引き締め政策への転換をきっかけに欧州周辺国の国債のスプレッドは拡大しています。ECBは緊急会合を開き、高債務国への市場圧力を抑える「分断化防止策」を準備していると発表しました。これにより他国に比べ金融引き締めで後れを取るECBにとっては利上げの自由度が増すこととなります。ドイツを中心とする今年後半の賃金動向が今年と2023年の利上げ幅を左右する重要な要因となる可能性があります。

成長率の下振れリスクは高まっています。米国の消費者の懐にはまだ余裕がありますが、インフレ率の高止まりはいずれ購買力を低下させます。米国のGDP成長率は2023年中に減速し、年末にはマイナスに陥る可能性が高いと予想しています。ユーロ圏ではウクライナ戦争の長期化やエネルギー価格の高騰が景況感に影を落とす一方、堅調な家計貯蓄が今年後半から2023年にかけてサービス支出を支え、景気減速を緩和する要因となる見込みです。国、企業、消費者のバランスシートは健全な状態にあり、今後数四半期にわたり世界経済の一方的な収縮は回避できるとの見方に変わりはありませんが、インフレ圧力の高まりに対応するにはタカ派寄りの政策対応が必要であることから、成長率は2023年にかけて大きく減速すると予想しています。

金融市場は数十年ぶりの高インフレ、政策金利の上昇、流動性の縮小というこれまでとは全く異なる現実への対応を迫られています。これは我々が以前から警告してきたシナリオでもあります。インフレ率の高止まりにより主要各国中央銀行にはもはや資産価格の下支えを優先する余裕はなくなり、投資家にとっては一段と厳しい環境になっています。

現時点で国や企業の健全なファンダメンタルズが下支え要因となっており、利回りの急上昇や信用スプレッドの急拡大により債券はバリュエーション面から魅力を増していますが、先行き不透明感に加え、景気減速が見込まれることから、スプレッドセクター全体でリスクプレミアムが上昇する可能性があります。中央銀行と市場はともに複数回の利上げと幅広い金利上昇を予想しており、デュレーションが長い債券とともにリスクフリー資産のリターンには引き続き下押し圧力がかかると考えています。以前から指摘しているように、先行き不透明感が強い局面を乗り切るには、リサーチと銘柄選別を重視するアクティブ運用のアプローチが最も適しています。全体的なリスク見通しについてはやや弱気のスタンスにさらに引き下げており、投資家はこの先、ボラティリティの上昇に備える必要があると考えています。一方で、投資機会はなお存在しており、景気減速の期間や深刻さがさらに見通せるようになれば、債券市場は一段と大きなインカム収益をもたらす可能性があると考えられます。投資家には魅力的な投資機会の到来に備えてドライパウダー（待機資金）を維持することを推奨します。

マクロ経済のテーマ

インフレが最大のマクロ経済懸念に

総合インフレ率の上昇率が米国とユーロ圏とともに数十年ぶりの水準を更新し、物価の上昇は一段と長引き、広範囲に及んでいます。米国では期待インフレ率が上昇し、賃金上昇も加速しており、ユーロ圏では重要な賃上げ交渉が予定されています。インフレの持続は購買力を低下させ、不動産や金融資産への投資判断に新たな不透明感をもたらしています。

中央銀行は物価のコントロールを取り戻すことに躍起

インフレリスクを過小評価していた主要各国中央銀行は再び物価をコントロールし、信認を回復しようと躍起になっています。インフレ率が数十年ぶりの水準に達する中、金融政策はなおも異例の緩和状態にあり、中央銀行は金融引き締めを加速せざるを得ず、さらにタカ派寄りのサプライズがもたらされる可能性があります。

一方で、成長リスクや金融の不安定化リスクにも対応

インフレ抑制に向けて大規模かつ急速な金融引き締めが必要であり、それには大きなリスクが伴います。ECBは再び周辺国債券のスプレッドの拡大という問題に直面しています。足元ではなお堅調な米国などの世界各国の景気も減速が見込まれ、今後1年半から2年間の間に景気後退に陥るリスクは高まっていると考えています。

ポートフォリオのテーマ

もう一段のタカ派寄りのサプライズに備え、デュレーションを短めに維持

金融政策はなお過度の緩和状態にあると考えられ、FRBの政策見通しからすると、インフレ抑制局面でも実質政策金利は概ねマイナス圏で推移すると予想されます。足元の調整局面を経てもなお、投資家は現在予想されている以上に金融引き締めペースが速まる可能性が高いことを織り込む必要があります。利回りがコンセンサスをさらに上回って上昇する場合に備えて、デュレーションを抑えておくことが引き続き我々の主要な戦略テーマの1つとなっています。投資家は金利の上昇局面でもなお投資妙味がある資産クラスを検討する必要があります。

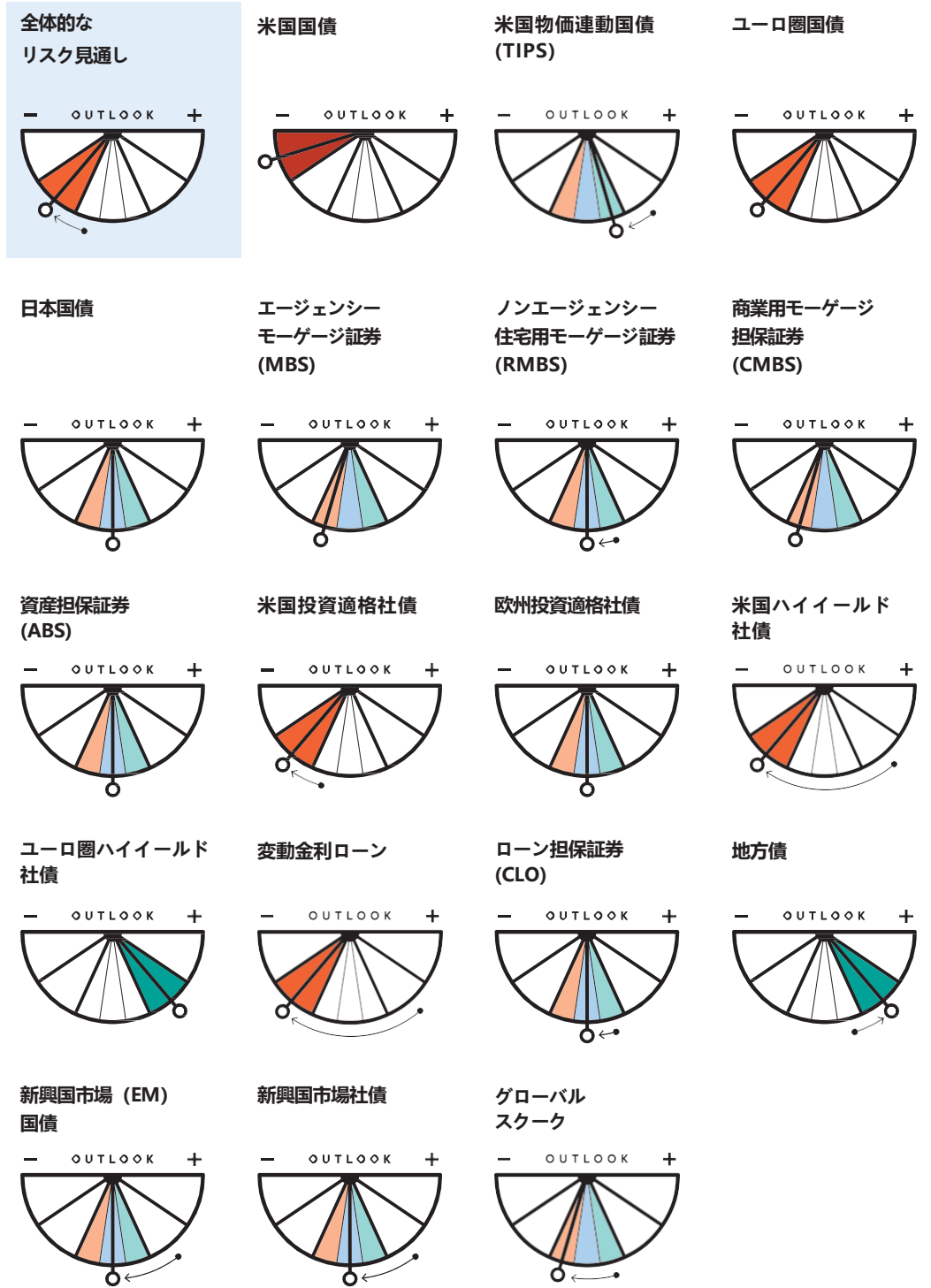
ファンダメンタルズを注視し、クオリティを重視

国、企業、消費者のバランスシートはなおも健全な状態にあります。しかし、この先は景気減速と流動性の縮小がファンダメンタルズへの大きな負荷となり、スプレッドセクターではリスクプレミアムが上昇する可能性があります。需要鈍化の影響を受けにくく、クオリティが高く、景気変動に左右されにくい投資対象がより堅実なパフォーマンスとなり、ファンダメンタルズが悪化した場合の有力な保険手段になる可能性があります。

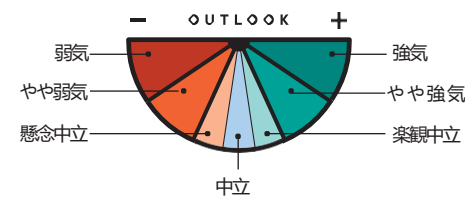
投資機会の活用に向けてドライパウダーを維持

以前から警告しているように、足元でマクロ経済をめぐる不透明感が広がり、実質金利が上昇しており、債券市場の複数の分野でボラティリティが高まることが予想されるため、投資家は機敏かつ積極的にアプローチする必要があります。金融引き締めや景気減速の期間や深刻さがより明確になるにつれて魅力的な投資機会が浮上すると予想され、投資家にはそれまで「ドライパウダー」を維持することを推奨します。

セクター 状況



振り子グラフの見方



矢印は前四半期末から変化を示す。

フランクリン・テンプレートン債券グループ マクロ経済の要約と見通し

米国経済：FRBを待ち受ける綱渡りの政策運営

FRBは6月の会合でフェデラルファンド（FF）金利の誘導目標を1.50~1.75%と0.75%引き上げることを賛成10反対1の賛成多数で決定しました。0.75%の利上げは1994年11月以来です。FRBはそれまで0.50%の利上げを行う構えを見せていましたが、6月の会合のわずか2日前に0.75%の大幅利上げを選択する可能性が高いことを示唆しました。ジェローム・パウエル議長は5月会合では0.75%の利上げを見送りましたが、5月の消費者物価指数（総合インフレ率の上昇率が1981年以来の高い水準）や米シカゴ大学調査の6月の消費者態度指数（世界金融危機時の水準や1970年代後半から1980年代前半のインフレショック時の水準を下回る過去最低）の結果を受けてFRBはより積極的な動きに出ました³。

FRBはいまや「インフレ率を2%の目標に復帰させることに強くコミット」しており、労働市場に関する言及はなく（直近の声明文では文言を削除）、FRBはインフレに完全に焦点を合わせ、場合によっては最大雇用の目標達成を犠牲にし、物価の安定を優先する必要があることを示唆しているようです。食料と天然ガスの価格が期待インフレ率を押し上げる大きな要因となっていることから、FRBは消費者物価指数の総合インフレ率に焦点を合わせています。

FRBのメッセージの強化は現実認識への重要な一歩になりますが、FRBの見通しはなお楽観的なようです。FRBは失業率が引き続き過去最低水準で推移するとの見方を変えていません（2023年末で3.9%と予想）。2022年と2023年のGDP成長率予測は（それぞれ3月時点の2.8%と2.2%からともに1.7%に）下方修正されており、引き締め政策が間違いなく景気減速につながるという認識をFRBが持っていることは明らかですが、それでもなお2023年の成長率見通しは楽観的であると考えられます。FRBは「ソフトランディング」を予想していますが、ソフトランディングへの道のりが一段と狭まりつつあることも認識しています。2023年半ばには利上げ幅は4.00%近くに達し、金融引き締めは一段と大きく加速することが見込まれ、景気拡大には理想的な環境とはなりません。

FRBのドットチャート（FOMCの参加者による政策金利見通し）では2022年末で3.375%と年末までにさらに1.75%の利上げが行われることが示唆されています。

2022年の残り4回の会合（7月、9月、11月、12月）でFRBがさらに1.75%の利上げを行う方法は2通りあります：

1. 75 bps | 50 bps | 25 bps | 25 bps

2. 50 bps | 50 bps | 50 bps | 25 bps

ジェローム・パウエル議長は次回の会合で0.50%か0.75%の利上げが見込まれることを示唆していますが、FRBは引き続き金融引き締めを前倒しで進め、1番目のオプションを選択し、政策金利を中立水準（2~3%）と考えるレンジの中央値に設定すると予想されます。中立水準に早く到達すれば、それだけ先々の金融引き締めのスピードを調整しやすくなります。

2023年については、FRBは引き続き政策金利を「抑制的な領域」に引き上げると考えられ、政策金利は4%に達し、上振れする可能性もあると予想されます。FRBが、インフレ率が明らかに頭打ちとなり反転した時点で利上げを休止するのか、インフレ率が2%の目標に達するのを待って引き締め局面を終わらせるのかはまだ定かではありません。

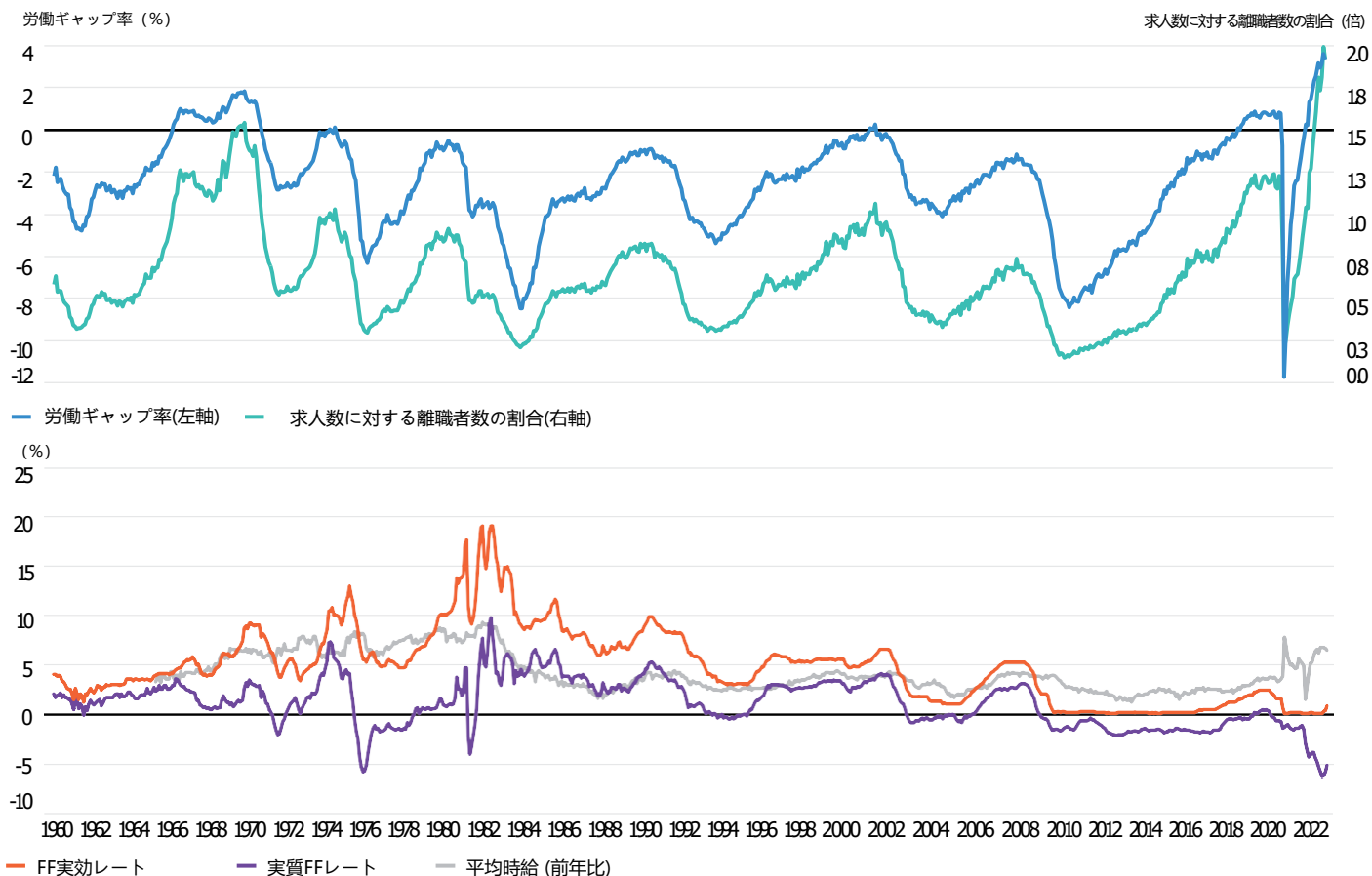
FRBはこの先、難しい綱渡りを迫られます。FRBが直面する主な試練は以下の通りです：

- **労働市場は米国の現代史上、最もひっ迫：**5月時点で労働需要（求人数+就業者数）は労働供給（労働参加者数）を548万人（労働人口の3.3%）上回っています⁴。求人数に対する離職者数の割合も1.9倍と過去70年間の水準を大きく上回っています。パウエル議長は労働市場について「ひっ迫しているか不健全な水準にある」と評しており、金融引き締めを通じてGDP成長率を減速させ、労働市場のひっ迫を緩和する必要があることを示唆しています。経験則からすると、いかなる局面でも失業率の3カ月移動平均が0.3%以上上昇すると、景気後退に向かうか景気後退に陥る傾向があり、「ソフトランディング」を達成しながら労働市場のひっ迫を緩和することは難しくなります。
- **労働供給は試練が続く：**新型コロナウイルスのパンデミックは都市から郊外への移転や在宅勤務を活用した転居など労働力の大規模な移動をもたらしました。

労働市場は歴史的なひっ迫が続く

図表1: 米国の労働力の概要 - 就業者数、労働参加率、平均時給

1960年1月～2022年5月



出所: フランクリン・テンプルトン・債券リサーチ、米労働統計局 (BLS)、FRB、米経済分析局 (BEA)、上のチャートは2022年4月時点

こうした雇用のミスマッチはベバリッジ曲線（失業率と欠員率の関係を示す）の上方シフトに表れており、どのレベルの失業率を見ても、欠員率は過去数十年間の水準を上回っています。また、パンデミックにより早期退職者も大幅に増加し、まれにみる深刻な人手不足をもたらしています。55歳以上の労働参加者数はおよそ260万人となおトレンドを下回っています⁵。過去に例のない労働市場の変貌は労働需給のミスマッチという試練が長期間にわたって続くことを示唆しています。

- **強力な金融政策でさえ効果は遅れて表れる:** 我々の分析によると、政策金利を1.00%引き上げると、1年から1年3カ月遅れてGDP成長率は前年比で0.55～0.60%押し下げられ、GDPが前年比で1%縮小すると、求人数は0.23%減少します。したがって、今後1年間で3.25%程度の利上げが行われるとすると、1年ほど遅れてGDP成長率は前年比で2%程度押し下げられ、求人数は0.5%程度減少する可能性があります。

金融政策の効果が表れるまでには長いタイムラグがあるため、2022年から2023年前半まで労働市場のひっ迫は続く見通しです。

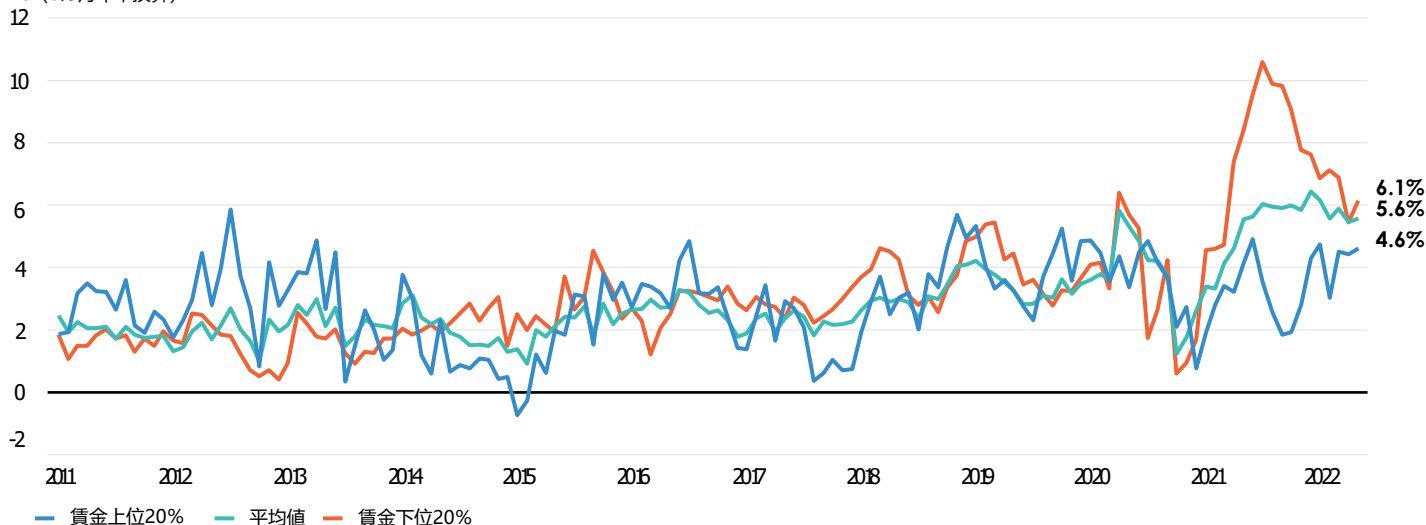
- **賃金圧力は広がりを見せる:** 賃金圧力は当初は最低賃金労働者や転職を繰り返す人々によってもたらされてきましたが、いまや広がりを見せています。産業分野の賃金分布の上位20%の平均時給は2021年半ばの水準を大きく上回っています。転職を繰り返す人々とそうでない人々の賃金の伸びはどちらも1997年の統計開始以降で最も高い水準にあります。これは労働力をつなぎとめるために雇用主が賃金を積極的に引き上げざるを得なくなっていることを示唆しています。賃金の伸びが高い一方、期待インフレ率の上昇により実質所得をめぐる悲観ムードが広がっており、賃金物価スパイラルが再来する条件は整っています（単位労働コストはすでに1990年代初め以降で最も高い伸びを記録しています）⁶。

賃金圧力は高止まりが続き、広範囲に及ぶ

図表 2：米国の平均時給-生産及び非管理職労働者

2011年1月～2022年5月

% (6カ月年率換算)



出所: 米労働統計局 (BLS)、アトランタ連邦準備銀行、マクロボンド、季節調整済み

企業は生活費に見合う形の賃上げを行う可能性が高いだけでなく、足元のインフレ環境では値上げを通じて人件費の増加分を消費者に転嫁しようとする可能性があります。名目賃金の伸びは2022年も高止まりが続くと予想されます。

- **賃金の高い伸びが中核サービスと賃料のインフレをけん引:** 賃金の高い伸びはサービスのインフレを引き起こします。賃料を除くサービスのインフレ率はコロナ前は前月比年率換算で2.1%でしたが、足元では同11%に達しています⁷。賃料の上昇は賃金の伸びとかなり密接に連動する傾向があり、賃料のインフレは今年ほぼ高止まりが続く見通しです。また、金融引き締めも賃料インフレの悪化につながる可能性があります。住宅価格の急騰により住宅取得能力は2021年初頭からすでに低下しています。今年の住宅ローン金利の上昇も住宅取得能力にさらに重くのしかかり、借家住まいの人々は住宅を購入しづらくなります。これにより空室率がとりわけ低い水準にとどまっている賃貸市場にはむしろ一段と圧力がかかります。新規物件の賃料の伸びはピークを打った可能性があります。既存物件の賃料は新規物件の賃料に合わせて上昇する余地はまだ大きいと考えられます。

- **モノのインフレは引き続き上振れする可能性がある:** 1月のオミクロン型の感染拡大に続き、ロシアのウクライナ侵攻が、食料やエネルギーなどの商品価格の高騰を招き、モノのインフレ率も高止まりが続いています。中国の厳格なゼロコロナ政策も新たなインフレの上振れリスクをもたらします。

中国の輸出は工場の稼働停止や道路封鎖、港湾混雑による混乱の影響を受ける見通しです。米国からすると、最も混乱が生じるリスクが高いのは中国によるコンピューター、エレクトロニクス、製造業の中間財の輸入です。欧米諸国がロシアに追加の制裁を科し、貿易の混乱が発生する可能性があることも引き続きインフレの上振れリスクとなっています。サプライヤーの納期に関する地区連銀指数は(まだ高い水準にあるものの)下落に転じており、米サプライマネジメント協会(ISM)の米製造業景況感指数でも納期はやや悪化しています。サプライチェーンの混乱継続は再び在庫の積み増しの悪化を招き、価格設定企業の価格決定力を強める可能性があります。

米国景気の見通し

米国のGDPは2021年こそ5.5%のプラス成長となりましたが、オミクロン型の感染拡大や予想以上の個人消費の低迷、貿易赤字の急増、在庫の削減により2022年第1四半期は前期比年率換算で1.4%減少し、2020年上半期以来のマイナス成長となり、大幅に下方修正されていたコンセンサス予想(1.0%のプラス成長)をも大きく下回りました。

大半のエコノミストは貿易赤字の急増と在庫の削減は繰り返されないとして第1四半期のマイナス成長をあまり重視していませんが、我々は2022年の残りの期間と2023年の成長率予測を大幅に下方修正しました。家計のバランスシートはなお健全とみられる水準にあり、米国の消費については中立的な見方を変えていませんが、実質GDP成長率は今年から減速し始め、

今年トレンドをやや上回る2.4%、2023年はインフレや金融引き締めの影響がより直接的に現れることから、実質GDP成長率は1.0%に減速すると予想しています。

米国の消費者にはまだおよそ2.7兆米ドルの過剰貯蓄があり、年内はインフレの持続に耐えられるだけの余裕があります⁸。しかし、インフレ率は高止まりを続け、FRBの目標の2%を大きく上回ると考えており、年末には消費者の間で貯蓄を取り崩す動きが広がり、家計需要は減少し、家計の購買力も低下すると予想しています。インフレが所得に重くのしかかり、個人消費は2023年に向けて落ち込む可能性が高く、実質GDP成長率は減速し、2023年末までにマイナス成長に陥ると予想しています。

ユーロ圏経済：不確実な世界の金融引き締め

コロナ後の景気回復は勢いを失いつつあります。ユーロ圏の2022年第1四半期の実質GDP成長率は前期比プラス0.6%となりましたが、オミクロン型の感染拡大、ロシアによるウクライナ侵攻後のサプライチェーンの一層の混乱、個人消費への物価高騰の影響によりヘッドライン成長率は下押しされています。

フランクリン・テンプルトン・債券グループ：米国の成長率見直し

図表3：米国の実質GDP成長率、失業率、インフレ率予測
2022年6月時点

	実質GDP (前期比年率%)	失業率 (%)	CPI上昇率 (前年比%)
2021-Q4	6.9%	3.9%	6.7%
2022-Q1	-1.4%	3.6%	7.9%
2022-Q2	2.4%	3.8%	8.6%
2022-Q3	2.1%	4.0%	8.6%
2022-Q4	1.6%	4.1%	7.7%
2023-Q1	1.1%	4.1%	6.4%
2023-Q2	0.4%	4.2%	4.6%
2023-Q3	0.0%	4.2%	3.9%
2023-Q4	-0.7%	4.4%	3.7%

	実質GDP (年間)	実質GDP (第4四半期比)
2021	5.7%	5.5%
2022	2.4%	1.2%
2023	1.0%	0.2%

斜体文字は予測を示す

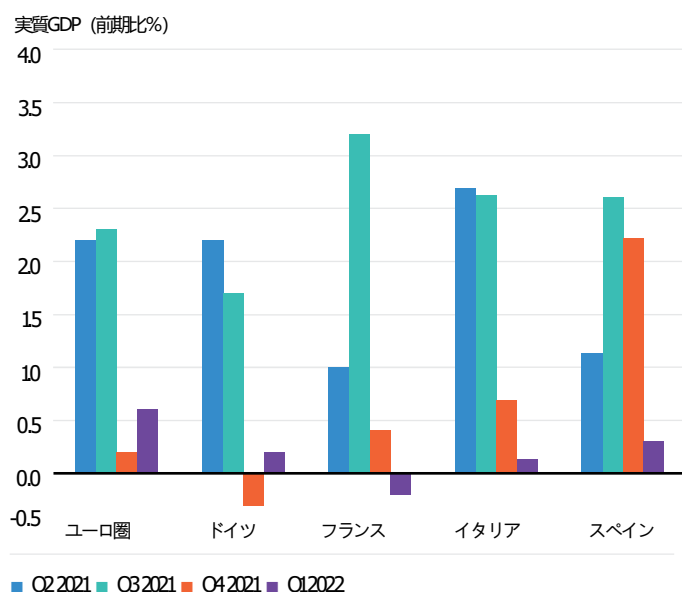
出所：フランクリン・テンプルトン債券リサーチ。いかなる予想、推測、予測も実現する保証はありません

主要4カ国の中ではスペインとドイツは小幅ながらもプラス成長（それぞれ前四半期比+0.3%と+0.2%）を確保しましたが、イタリアはわずかなプラス成長（同+0.1%）にとどまり、フランスは予想外の同0.2%のマイナス成長となりました。大半の国で国内総資本形成が若干のプラス寄与となる一方、純輸出は中立寄与かもしくは若干のマイナス寄与となりました（アイルランドを除く）。ユーロ圏全体の実質GDP成長率はコロナ前の水準を上回っていますが、コロナ以前の成長トレンドを

ユーロ圏の景気は勢いを失う

図表4：ユーロ圏の実質GDP成長率（前期比%）

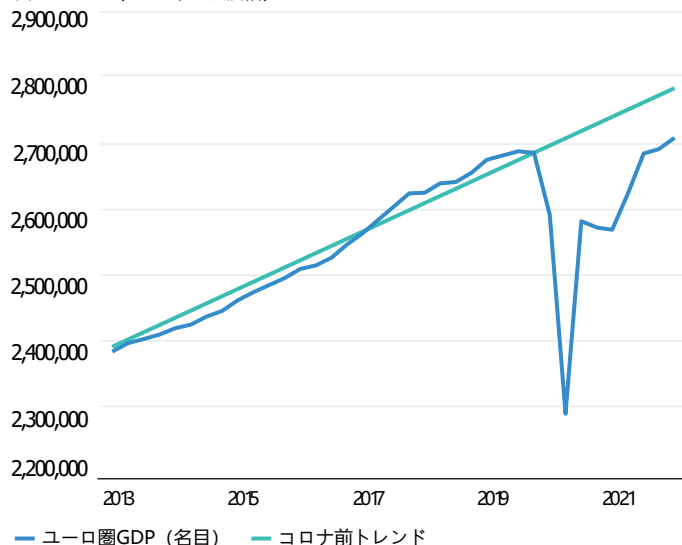
2021年第2四半期～2022年第1四半期



図表5：ユーロ圏のGDP（名目）

2013年第1四半期～2022年第1四半期

百万ユーロ（2010年連鎖価格）



出所：フランクリン・テンプルトン債券リサーチ。ユーロスタット、National Sources。連鎖価格とはユーロ金額をインフレ率で調整し、異なる年の数値比較を可能にする手法

大きく下回っており、ただちにトレンドに復帰する可能性は低いとみられます⁹。

ユーロ圏のインフレ率は引き続き過去最高水準まで加速し、金融緩和政策は早急に打ち切るべきだという主張を後押しする根拠になっています。6月初めにECBは引き締め政策を開始すると発表しており、7月に0.25%の利上げに踏み切ると約束するとともに、金融引き締めのペースを予想以上に速めると予告しています（9月の0.50%の利上げも検討）。そこからECB金融引き締めの局面に転じ、中立金利に向けて「緩やかだが持続的」に政策金利を収斂させると予想されます。最後の量的緩和手段となる資産買入プログラム（APP）も7月1日に終了する予定です。

今回のECBの発表を受けて欧州周辺国の国債のスプレッドは急ピッチで拡大したため、ECBはわずかに数日後に緊急会合を開催せざるを得なくなり、ECBは（イタリアなどの）高債務国への市場圧力を抑える「分断化防止策」を導入するとともに、先頃終了したパンデミック緊急購入プログラム（PEPP）で保有資産への柔軟な再投資を開始することも明らかにしました。市場で新制度に関する重要な詳細（復興基金のタイムリーな実施、規模、トリガーの条件など）がより明らかになるまで、スプレッドの変動は続く可能性があります。これらの詳細は7月のECB理事会で伝えられる予定です。

ECBは世界の他の中央銀行と比べ出遅れています（今年には世界60カ国を超える中央銀行がすでに利上げを実施）¹⁰。期待インフレ率はなお上昇しており、7月から12月

の間に開催される4回の会合のうち少なくとも3回の会合で利上げが実施される可能性が極めて高くなっています。9月に0.50%の利上げ、さらに10月から12月にかけて最低でも0.50%の追加利上げが行われ、中銀預金金利は年末には少なくとも0.75%に達すると予想されます。複数回に及ぶ大幅利上げ（0.50%）は市場の不安定要素の軽減につながりますが、スプレッドの拡大防止策の導入は金利の上振れリスクとなります。

それでもなお金利水準は中立金利（推定1.5%前後）を大きく下回るため、今回の引き締め局面がいつまで続くのかは依然として不透明です。第4四半期のドイツの賃上げ交渉や最低賃金の引き上げなど、今年後半の賃金上昇が2023年の金融政策の行方を占う重要な要因となります。特に第4四半期以降のデータが金融政策の行方を左右するため、市場金利のボラティリティは高止まりする可能性があります。

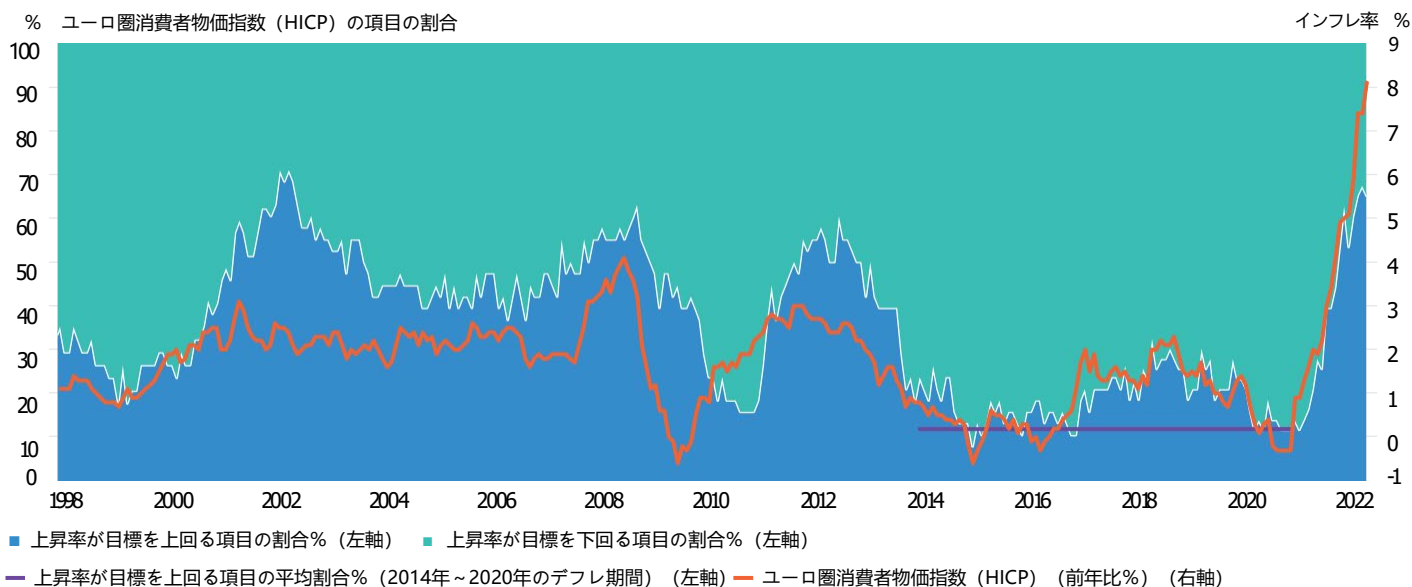
ユーロ圏はいくつもの圧力や要因にさらされており、これらが成長率やインフレをめぐる先行き不透明感をもたらしています。

- **インフレ圧力は高まり続ける:** 5月の総合インフレ率は前年同月比8.1%上昇し、伸び率は過去最高を更新しました。エネルギー価格指数は4月こそ政府介入により下落したものの、5月は再び上昇し、上昇率は前年同月比39%と極めて高い水準に留まっています。総合インフレ率の上昇は食品の値上がりやエネルギー価格の反発によるところが大きいものの、物価の上昇はあらゆる項目に広がっています。サービス価格と

上昇率が目標を上回る物価指数の構成項目の割合は歴史的な高水準に迫る

図表6：ユーロ圏のインフレ率と上昇率が目標を上回る項目・下回る項目の割合

1998年1月～2022年5月



出所：フランクリン・テンプルトン・債券リサーチ、ユーロスタット、ユーロ圏消費者物価指数 (HICP)

非エネルギー工業製品価格の上昇を反映して、コアインフレ率の上昇率も前年同月比3.8%と過去最高を更新しています。この傾向はコストプッシュ効果が今後数四半期にわたり続く可能性が高いことを示唆しています。5月は65%以上の項目で前年同月比の上昇率が目標を上回り、その割合は2014年から2020年のデフレ期間の平均19%を大きく上回っています。インフレ圧力は一段と広がる可能性が非常に高く、年内の家計の実質所得を圧迫する要因となります。

- **景況感はなお低調:** ウクライナ戦争の長期化とそれに伴う地政学的・経済的影響がユーロ圏の景況感に影を落としています。欧州委員会の景況感指数 (ESI) は消費者と鉱工業の景況感を中心に3月から4月にかけて1標準偏差近く低下し、5月はやや上昇しました。ロシアのウクライナ侵攻によるエネルギー価格の高止まりやサプライチェーンの一層の混乱に加えて、中国のロックダウンが製造業の景況感にさらなる下押し圧力をかけています。しかし、製造業の景況感の悪化はコロナ関連の制限緩和によるサービス業の景況感の改善により穴埋めされました。また、ここ数カ月間の航空旅客需要の回復に伴い、観光シーズンも堅調に推移すると予想されます。
- **過剰貯蓄 vs 所得減:** ウクライナ戦争はすでに上昇していた原油や天然ガスの価格高騰に拍車をかけ、ユーロ圏に大幅な交易条件の悪化をもたらしました。実質可処分所得は2021年第4四半期に前期比1.7%減少しています。家計の貯蓄率も2021年第3四半期の15%から同第4四半期には13.3%に低下しました¹¹。貯蓄率は2021年第3四半期まで新型コロナウイルス関連の政策導入や制限緩和に連動する形で過去に例がないほど上昇し大きく変動してきましたが、その結果、過剰貯蓄が大きく積み上がりました。貯蓄は第2022年4四半期に約9,700億ユーロと名目GDPの8%相当に達しました。足元で我々が直面している問題は、家計の購買力の低下を補うために今後数四半期で過剰貯蓄が使われるのか、また使われるとすれば、どの程度使われるのかということです。貯蓄の積み上がりは富裕層に大きく偏っている可能性が高いものの、貧困層は生活必需品に対する需要の弾力性が低く、エネルギー支出の増加を受けて貯蓄をより多く取り崩す傾向があります。これは経済全体が所得減を吸収する能力を損なう恐れがあることを意味し、成長率の見通しや不均衡に悪影響を及ぼします。

- **労働市場は経済成長を上回っており、賃金上昇の要因に:** ユーロ圏でも労働市場は引き続き改善しており、失業率は低下し、3月以降、過去最低の6.8%で推移しています。就業者数も複数の国で幅広く回復し（ユーロ圏全体でコロナ前の水準を1%上回る）、求人数もなお増加傾向にあります。ユーロ圏の個人消費が2022年第1四半期の時点でコロナ前の水準をなおも（約2.5%）下回っているのは対照的です¹²。賃金インフレ上昇の条件は整っています。ドイツの労働市場の動向が引き続き焦点となっており、ユーロ圏の賃金上昇のトレンドを占う重要なシグナルとなります。主要4カ国の中ではドイツの労働市場が最もひっ迫しており、4月の失業率は3%とコロナ前の水準を下回っています¹³。近々、行われる賃上げ交渉の行方も重要になります。高インフレは今後も続く予想され、賃上げの遡及調整の仕組みもあるため、組合が大幅な賃上げを求める可能性は高くなっています。（コア）賃金インフレが目標を上回って推移するリスクは間違いなく高まっています。
- **ロシア産天然ガスの禁輸に伴う下振れリスク:** 欧州連合 (EU) は4月初めにロシア産石炭の禁輸で合意しました。これはEUがロシア産エネルギーへの依存から正式に脱却する初めてのケースとなります。EUの首脳陣はロシア産原油の輸入禁止でも合意しており（ハンガリー、スロバキア、チェコ共和国を除く）、2022年末までに発動する見通しです。しかし、（EUの需要の3分の1を占める）ロシア産天然ガスの禁輸はドイツやイタリアを中心に一部の国の経済に及ぼす深刻な影響から強い反対にあっています。ロシア産天然ガスの禁輸は（部分禁輸でさえ）短期的には実現しそうにありません。いまだ貯蔵能力は低く、経済的コストが増加するためです。経済的影響に関する直近の調査によると、ユーロ圏の2022年のGDPは1.5~2.2%減少すると推測されます。国によって影響は異なり、ドイツのGDPは推定で1.4~3.0%減少が予想されます。このようなシナリオではテクニカルリセッションは避けられません。同時に、（特にコロナ禍と比較した場合）そうした影響に対する対応は可能とみられ、EU内の財政協調がこれまでの各国による政策介入を補完すると考えられます。金融政策が後退するとしても、パンデミックの経験が暗黙の内にEUの「財政政策プット」を生み出す先例となりました。

ユーロ圏の見通し

所得減が2022年のGDP成長率の見通しに影を落としており、インフレ率の上昇と消費の減少というトレンドに沿って見通しを修正しています。足元でインフレ率は上振れを続けていることから、ユーロ圏の2022年の消費者物価指数（HICP）の上昇率は平均7.5%が見込まれ

、主にエネルギーのベース効果により2023年は鈍化すると予想されますが、より広範で持続的な物価上昇が続く可能性が高く、消費者物価指数の来年の上昇率は平均3.3%を見込んでいます。一層の所得減も個人消費を圧迫する要因となりますが、健全なバケーションシーズンの到来で第3四半期には貯蓄が一部取り崩され、サービス消費に充てられると予想されます。

フランクリン・テンプルトン債券グループ：ユーロ圏の成長率見通し

図表7：ユーロ圏の実質GDP成長率とインフレ率の予測

2022年6月時点

ユーロ圏	2021 (前年比)	前期比					前期比				
		2022 Q1	2022 Q2	2022 Q3	2022 Q4	2022 (前年比)	2023 Q1	2023 Q2	2023 Q3	2023 Q4	2023 (前年比)
実質GDP (前期比)	5.3%	0.6%	0.1%	0.6%	0.4%	3.0%	0.6%	0.5%	0.5%	0.4%	2.0%
ユーロ圏消費者物価指数 (HICP) (前年比)	2.6%	6.1%	8.0%	8.4%	7.4%	7.5%	5.4%	3.3%	2.4%	2.2%	3.3%

斜体文字は予測を示す

出所：フランクリン・テンプルトン債券グループ。いかなる予想、推測、予測も実現する保証はありません。

セクター状況

全体的なリスク見通し



第2四半期もマクロ経済環境の逆風は続きました。景気後退懸念が急速に広がり、インフレ率は引き続き数十年ぶりの水準を更新しています。需給の不均衡は続き、景況感は過去最低水準まで落ち込み、リスク資産は調整局面に入り、債券市場ではかつてないほどボラティリティが高まっています。

国、企業、消費者のバランスシートは健全な状態にあり、今後数四半期にわたり世界経済の一方的な収縮は回避できるとの見方に変わりはありませんが、インフレ圧力の高まりに対応するにはタカ派寄りの政策対応が必要であることから、成長率は2023年にかけて急減速すると予想しています。中央銀行や金融市場は上振れリスクが存在することを認め、長らく延び延びになっていたインフレと金利の現実を確認し始めていますが、インフレを再び抑え込むにはより積極的な引き締め政策が必要である可能性があります。これに伴い資産価格や経済成長をめぐるリスクは多くの人々が認めたがっている以上に高まっています。

しかし、ファンダメンタルズはなお底堅く、景気減速局面を乗り切れるだけの一定の柔軟性があります。利回りの急上昇や信用スプレッドの急拡大により債券はバリュエーション面から魅力を増していますが、スプレッドセクターでは需要面の不透明感からリスクプレミアムが上昇する可能性があります。異例のカネ余り現象が10年以上続いた後、今後予想される景気減速はファンダメンタルズの悪化につながると考えられます。

マクロ経済環境の悪化が市場の需給関係に影響を及ぼしており、債券市場ではリスク許容度が大きく低下し、資金流出につながっています。量的引き締め（QT）が始まる前から市場の需給関係はすでに悪化しており、価格にこだわらない大口の買い手が市場から退出する中、市場の新たな圧迫要因となります。

中央銀行と市場はともに複数回の利上げとイールドカーブ全域での金利上昇を予想しており、デュレーションが長い債券とともにリスクフリー資産のリターンには引き続き下押し圧力がかかるとの見方に変わりはありません。以前から指摘しているように、市場で予想される先行き不透明感が強い局面を乗り切るには、リサーチ主導で銘柄選別を重視するアクティブ運用のアプローチが必要になります。全体的なリスク見通しについては「やや弱気」のスタンスにさらに引き下げており、投資家はこの先、ボラティリティの上昇に備える必要があると考えています。

一方で、投資機会はなお存在しており、景気減速の期間や深刻さがより明確になるにつれて、債券市場は一段と大きなインカム収益をもたらす可能性があると考えています。投資家には魅力的な投資機会の到来に備えて「ドライパウダー」（待機資金）を維持することを推奨します。

以下のセクター状況は、各資産クラスの半年間から1年間の見通しを示しています。

セクター

見通し

見解

米国国債



米国国債市場ではボラティリティが大きく高まっており、メリルリンチ・オプション・ボラティリティ・エスティメート (MOVE) 指数はコロナ禍で市場が混乱に陥った2020年3月以来の水準まで上昇しています。2月末以降、市場ではインフレ率の高止まりからFRBによる金融引き締めが加速するとの見方が広がり始めたと思われます。米国債の利回りは短期債を中心に年初から急上昇しており、2年債の利回りは262bps上昇し、3.35%と世界金融危機以来の水準に達し、指標となる10年債は185bps上昇し、3.36%と10年ぶりの水準に達しています¹⁴。FRBは数十年ぶりの高インフレに積極的に対応し、5月にフェデラルファンド (FF) 金利の誘導目標を0.50%引き上げ、6月の会合でもさらに0.75%引き上げました。FRBの最新の経済・政策見通し

(SEP) では、ドットチャート (FOMC参加者の政策金利見通し) の中央値は2022年末が3.4%、2023年末は3.8%、2024年末は3.4%となっています。米国債のイールドカーブの水準や形状からすると、市場は引き続き根強い希望的観測に基づく認知的不協和に陥っており、実質GDP成長率は今後数年間にわたりトレンドを下回るというFRB自身の見通しを織り込んでいるようです。金融市場は、金融危機後の局面で常にそうであったように、FRBが今回の景気減速局面でも早急かつ断固とした金融緩和政策により対応すると信じています。しかし、今回は様相が違っているとみられます。FRBは期待インフレ率と賃金がともに新たなインフレ圧力となっており、上振れリスクが存在することは認識していますが、実質政策金利はなおマイナスであるにもかかわらず、FRBはインフレ率が2.0%の目標に向けて再び低下すると期待しているようです。このような状況でインフレを抑え込むというのは、FRBがこれまでに成し遂げたことがない偉業です。インフレは自律的な進行局面に入っており、インフレを抑え込むのは中央銀行の期待や市場が想定している以上に難しく、多くの痛みを伴うことを市場は十分に認識する必要があると考えられます。FRBの引き締め政策は長期に及ぶ必要があり、政策金利と債券利回りは市場が現時点で予想している以上に上昇する必要があると考えます。したがって、米国国債の先行きについては弱気のスタンスを維持し、デュレーションのエクスポージャーも抑える方針です。

セクター

見通し

見解

米国物価連動国債 (TIPS)



米国物価連動国債 (TIPS) の利回りをもとに算出されるブレイクイーブンインフレ率 (BEI) は、2022年を通してかなり大きく変動しています。インフレ率の急上昇により短・中期債のBEIは3月と4月に過去最高水準に達し、30年債のBEIも10年ぶりの水準に達しました。しかし、FRBで最もハト派寄りのメンバーでさえも年末までの複数回の利上げを支持するなど、FRBが3月の会合で積極的な金融引き締めを通じてインフレを抑え込む方針を明らかにしたことから、BEIは大きく低下しました。BEIはそれ以降、FRBが物価上昇の抑制に向けて強力な行動を起こすという市場の確信から逆の動きを見せています。FRBが6月にFFレートの誘導目標を0.75%引き上げると、BEIは1月の水準まで低下しました。国際商品 (エネルギー、食料、住宅) の価格高騰、サプライチェーンの混乱、労働市場のひっ迫はなおも続いているとみられ、インフレ率が短期的に低下する兆しはまだほとんど見られません。TIPSの値動きは短期的には (季節調整前の消費者物価指数の2カ月遅れで決まる) 好調な月次のインカム収益や (インカム収益ほどではありませんが) BEIの変動に左右されると考えられ、FRBの信認が高まった場合、BEIは再び低下する可能性があります。インカム収益の高さからTIPSは好調に推移すると予想されます。今後も高いインカム収益が見込まれ、インフレ率の一層の上振れリスクに耐性がある5~6年債に投資妙味があると考えています。

ユーロ圏国債



ECBは6月の会合で、金融引き締め政策において他の先進国の中央銀行の仲間に加わることを発表しました。ECBでは2022年の年間インフレ率は6.8%を予想していますが、より重要と考えられる長期インフレ率 (2024年) は2.1%と初めて目標の2%を上回ると予想しています。ECBは6月末に資産買入プログラム (APP) を終了し、市場から重要な買い手が退出することになります。また、ECBは7月の会合で政策金利を現行の-0.5%から0.25%引き上げると発表しており、9月以降も追加利上げが見込まれています。これは市場が予想していたよりもはるかにタカ派寄りと考えられます。ユーロ圏では金利は引き続き上昇するとみられますが、金利はどの程度上昇するのかが問題になり始めています。ECBはウクライナ戦争の継続を理由に今年と来年の成長率見通しも下方修正しています。景気後退懸念によりECBが到達可能なターミナルレートは抑えられる可能性があります。欧州周辺国 (イタリアやギリシャなど) 市場は軟調に推移しており、ECBでは利上げは欧州周辺国により大きな影響を及ぼすとの見方から、ユーロ圏の発行体間のスプレッド格差縮小を目指す新たな「分断化防止策」の導入に取り掛かると発表しています。利回りの上昇は続く可能性が高く、ユーロ圏国債の先行きについてはやや弱気のスタンスを維持しており、ECBの政策環境の変化を注視しています。

日本国債



他の大半の中央銀行が解き放たれたインフレを退治するために積極的な行動を起こしているのに対し、(主要経済大国では中国を例外として) 日銀は金融緩和で孤軍奮闘を続けています。日本のGDPは季節調整済み前期比で2021年第4四半期こそ1%のプラス成長となりましたが、2022年第1四半期はオミクロン感染急増の影響により0.1%のマイナス成長に陥りました¹⁵。

日本国債 続き

サプライチェーンの制約や国際商品価格の高騰により増産能力が限られる中、製造業の経済指標は減速の兆しを見せています。また、日本でもインフレ圧力は強まる傾向にあり、4月の消費者物価指数（CPI）は、（日銀が重視する）生鮮食品を除く総合指数が前年同月比2.1%上昇しており、なお供給サイドの要因が大きく影響しています¹⁶。CPIの上昇率は2022年下半期に2.5%の水準に達すると予想されますが、賃金の伸び悩みから日本のインフレの動きは他の先進国とは異なる様相を呈しています。このため、日銀は金融緩和を継続する公算が大きい一方、急激な円安への懸念（円相場は年初から6月20日までで15%強下落）が再浮上しています。日銀が長短金利操作（イールドカーブ・コントロール）を通じて長期金利を0.25%以下に抑える金融緩和政策に固執し、一層の円安を容認する限りは、10年国債利回りは今後も頭打ちとなる見通しです。それまでは日本国債の先行きについては中立的なスタンスを維持します。イールドカーブ・コントロールや景気低迷という観点からすると、金利が中期的にいずれかの方向に大きく振れることは考えにくい状況です。

エージェンシー モーゲージ 証券 (MBS)



FRBは5月のFOMCで0.50%の利上げを行うとともに、6月1日からバランスシートを縮小する計画を発表しました。縮小額の上限は2022年9月までに月950億ドル（米国債600億ドル、MBS350億ドル）に拡大される見通しです¹⁷。FRBのバランスシートの縮小に伴い、今後数カ月間でスプレッドには拡大圧力がかかり、スプレッドは年内に10~15bps拡大する可能性があるとして予想しています。住宅ローン金利も上昇し、6月2日には5.09%（2021年の平均3%弱の水準を200bps強上回る）に達しており、期限前償還リスクは引き続き低下すると予想されます¹⁸。高金利という環境下で利率3.0%、3.5%、4.5%の債券をオーバーウエイト、利率4.0%の債券を若干のオーバーウエイトとしています。住宅市場の好調に（前述の）FRBによるバランスシートの縮小が重なり、ネットでおおよそ5,500億米ドルの供給を市場で消化する必要があります。この分の大半はファンドによって購入される必要があると考えています。ファンドは引き続きMBSをアンダーウエイトとしており、スプレッドの面から魅力が増せば、MBSを積み増す可能性があります。景気後退リスクが強まる中、ボラティリティは高止まりすると予想されます。こうした背景からMBSの先行きについては懸念中立のスタンスを維持しています。ただし、足元のスプレッドの拡大はMBSを積み増す格好の投資機会を提供している可能性があり、MBSについては引き続きハイクオリティな投資対象として魅力的なインカム収益が見込まれます。

ノンエージェンシー 住宅用 モーゲージ 証券 (RMBS)



米国の住宅市場はファンダメンタルズが底堅く、今後数カ月間で景気減速に見舞われたとしても、小幅の調整にとどまると予想されます。ホームエクイティローンがまだ十分に活用されておらず、ローンの返済猶予要請も減少しており、融資基準も厳しく、労働市場も健全な状態にあることから、住宅ローン市場は引き続き堅調に推移すると考えられます。足元で住宅メーカーの景況感はいものものの、短中期的に大量の住宅供給は見込まれていません。短期的には賃貸市場の好調と空室率の低さから賃料の上昇には拍車がかかる見通しです。過去最低水準にある在庫の少なさと旺盛な需要が引き続き住宅価格の下支え要因になると予想されますが、住宅価格の上昇率は足元の前年比20%から今後1年間で同5%程度に鈍化すると予想しています¹⁹。住宅ローン市場については前向きなスタンスを変えていませんが、RMBSについては楽観的な見方を弱めています。RMBSの発行額は今年最初の5カ月間で750億米ドルに達しており、年間では2,000億米ドルを上回ると予想されます²⁰。

セクター

見通し

見解

ノンエー
ジェンシー
住宅用
モーゲージ
証券
(RMBS)
続き

大量発行と、金利上昇に伴う期限前償還の減少によりRMBSの新規発行スプレッドには拡大圧力がかかっており、短期的にスプレッドは引き続き拡大すると予想しています。また、RMBSは他の証券化商品に比べ金利上昇の影響を受けやすく、バリュエーションへの影響に加え、期限前償還の減少により期間延長リスク（エクステンションリスク）にもさらされていることから、スプレッドは一段と拡大する可能性があります。RMBSについては引き続きオーバーウエイトとしていますが、RMBSのエクスポージャーを積み増すことには慎重な見方をしています。このため、RMBSの先行きについては楽観中立のスタンスに引き下げました。

商業用
モーゲージ
担保証券
(CMBS)



商業用不動産のファンダメンタルズはコロナ後にやや改善していますが、金利上昇がリスク要因となっており、景気後退懸念もファンダメンタルズの改善を阻害する要因となります。不動産セクターでは産業用不動産と集合住宅については引き続き前向きな見方を、ホテル、小売施設、オフィスについては弱気な見方をしています。産業用不動産については前向きな見方をしていますが、ファンダメンタルズは年初の時点ほど強固ではないと考えています。ホテルは一般的に長期のリース契約を結んでおらず、非裁量的支出の減少がショッピングセンターの客足に影響を及ぼす可能性が高いことから、景気後退リスクの高まりはホテルや小売施設に最も大きな影響を及ぼすと考えています。CMBSではオフィス、小売施設、ホテルが通常50~80%を占めており²¹、ファンダメンタルズが脆弱なセクターの比率が高いCMBSのコンデュイット投資については慎重な見方をしています。一方、シングルアセット/シングルボロワー（SASB）では、担保の種類や立地条件、予想キャッシュフローが健全な場合には投資妙味があるとみています。SASBでは立地条件に優れ、長期かつ安定した賃料収入が見込める不動産に注目しています。クレジット市場では足元でリスクオフの姿勢が広がっており、CMBSのボラティリティも高まっています。このため、様々な格付けのCMBSで年初からスプレッドが拡大しており、バリュエーションもやや魅力を増しています。しかし、マクロ経済をめぐる不透明感が広がっていることから、景気の先行きがさらに見通せるようになるまでポジションの積み増しは控える方針です。こうした背景からCMBSについては引き続き支払い順位がより上位の証券に注目しています。CMBSの先行きについては懸念中立のスタンスを維持します。

資産担保
証券
(ABS)



主に高水準の新規発行と市場のボラティリティにより資産担保証券（ABS）のスプレッドは年初から拡大しています。FRBによる直近の上級貸出担当者調査（2022年第1四半期）によると、銀行は自動車ローンやクレジットカードローンの融資基準を緩めており、あらゆる分野の消費者ローンで需要が拡大していると報告されています²²。ABSの保有者は依然、信用懸念の高まりの影響を受けずに済んでいますが、借入コストの増加やインフレ圧力により信用力はコロナ前の平均水準に戻ると予想されます。また、短期的にはスプレッドも引き続き拡大する可能性があります。大半のセクターでスプレッドは1年半のレンジの上限近くに達しており、スプレッドには揺り戻しの余地があると考えています。特にプライムローンの自動車ローンやカードローンを裏付けとするABSはスプレッドが数年ぶりの水準に拡大しており、米国債などの質の高い債券に比べ利回り面から魅力的な投資機会を提供する可能性があります。金利上昇は消費者向けABSセクターに悪影響を及ぼすとみられ、サブプライムの自動車ローンや学生ローンなどのサブプライムやプライムに近いセクターが最も大きな影響を受けます。

セクター

見通し

見解

資産担保証券
(ABS)
続債

航空機ABSやコンテナABSなど景気変動に左右されやすいセクターも景気減速により影響を受けると考えられます。ABSの先行きについては中立的なスタンスを変えず、支払い順位がより上位で期間が短めの証券や、プライムローンの自動車ローンやカードローンを裏付けとする証券を選好し、ディフェンシブなポジションを維持します。

米国投資適格
(IG)
社債



米国投資適格 (IG) 社債市場は年初から最悪の状態に見舞われ、スプレッドが拡大すると同時に米国債利回りも上昇し、その結果、トータルリターンは大幅なマイナスとなりました。インフレの高止まりを食い止めようとFRBが一段と積極的な政策運営に乗り出したことから、金融引き締めにより景気後退が引き起こされる可能性があるとの懸念が広がり、成長率予測は再び修正されました。信用スプレッドは5年平均や10年平均を上回っており、今後数カ月間でさらに拡大すると予想されますが、引き続きスプレッドの拡大幅にはばらつきが見られる可能性があります。市場では毎日のように極端な値動きが続いており、需給関係を悪化させる要因となっています。企業収益は引き続き拡大しているものの、中間財の価格上昇、サプライチェーンの混乱、消費需要の低迷が利益率を圧迫し、企業の利益に影響を及ぼしており、地政学的リスクや中国における新型コロナウイルス対応のロックダウンも不透明感を強める要因となっています。しかし、ファンダメンタルズは底堅く、財務面でも余裕があることから、大半の企業は景気減速に十分に備えられる状態にあります。一方で、金融引き締めの加速、景気減速、市場のボラティリティの継続が見込まれることから、米国投資適格社債の先行きについてはやや弱気のスタンスに引き下げています。

欧州投資適格
社債



ロシアのウクライナ侵攻をきっかけにインフレ傾向に拍車がかかり、欧州の投資適格社債 (ユーロIG) にとってマクロ経済環境は年初から一段と厳しさを増しています。国債利回りが上昇すると同時にスプレッドも大幅に拡大し、欧州債務危機以来の水準にまで達していることから、絶対リターンはマイナスとなっています。7月以降、ECBの社債買入プログラムが終了しECBという社債の最大の買い手を失うため、市場は調整を余儀なくされ、需給関係も悪化しています。プラス材料としては、ユーロIGのファンダメンタルズはなお底堅く、負債比率は歴史的な低水準にあり、信用力も高く、財務体質も健全な状態にあります。企業は概ね値上げを通じて中間財のコスト増を吸収できていますが、この先は大幅な賃上げが企業収益の圧迫につながる可能性があります。ユーロIGはスプレッドや絶対利回りの観点から投資妙味が増し始めています。しかし、足元のボラティリティの水準や市場の需給関係の悪化からユーロIGの先行きについては中立的なスタンスを維持します。スプレッドはさらに拡大する可能性があると考えていますが、ユーロ国債の利回りが安定すれば、ユーロIGの魅力的な買い場となると考えます。それまではトリプルB格付けよりシングルA格付けのより質の高い銘柄を選好するとともに、国債利回りの短期的な上昇圧力から欧州周辺国債券については慎重な見方を崩さず、ディフェンシブなスタンスを継続する方針です。

セクター

見通し

見解

米国ハイ イールド (HY) 社債



4月末までは金利リスクが米国ハイイールド社債市場の主な焦点となり、(金利に敏感な) デュレーションが長めのハイイールド社債は一貫してアンダーパフォームしました。FRBのメッセージがタカ派寄りの色彩を強めると、利益率の圧迫が一段と顕著になり、成長懸念も浮上し、投資家の関心は景気後退リスクに向かい、その結果、低クオリティ銘柄は軟調な展開となりました²³。その後、5月最後の週になると、景気後退懸念は影を潜め、米国ハイイールド社債の спреッドは突如として拡大しました。FRBはFFレートの誘導目標を抑制的な領域に引き上げる必要があり、その結果、金利は上振れする余地が大きいと考えられることから、米国のハイイールド社債については短期的には慎重な見方をしています。長期的にはいくつかの理由から前向きな見方をしています。第1に、米国ハイイールド社債のファンダメンタルズは足元の混乱期でも底堅く、純負債比率はコロナ禍から回復し、インタレストカバレッジレシオも過去最高水準にあります。第2に、デフォルト率は年初の過去最低水準から上昇すると予想していますが、今回の局面ではより緩やかな推移になると考えています。資本市場の拡大で過去2年間に大量の借り換えが行われたことから、大半の発行体にとって償還の壁は大きく取り除かれています。また、財務体質が大きく改善し、原油価格が下支え要因となっているエネルギーセクターでも、デフォルト率はここ10年間で極めて低い水準にとどまる見通しです。第3に、深刻な景気後退に陥らない限り、今後1、2年間で「ライジングスター」(ハイイールド債から投資適格債に格上げされた社債) が数多く現われる一方、「フォールンエンジェル」(投資適格債からハイイールド債に格下げされた社債) はごく一部にとどまるため、米国のハイイールド債市場には需給面から追い風となる可能性があります。最後に、エネルギーセクター(米国のハイイールド債の参考指数の13%強を占める最大セクター)²⁴は、原油の世界的な需給ひっ迫から、緩やかな景気後退局面では他のセクターをやや上回るかもしくは着実に上回るパフォーマンスを示す可能性があります。エネルギーの探査・生産企業の発行体はコロナ前より負債を大幅に減らしており、エネルギーセクターには数多くのライジングスター候補も存在します。全体的に見れば、リターンのばらつきは広がる可能性が高く、現在のような不透明な環境では個別の銘柄選別が引き続きカギになると考えています。米国のハイイールド社債の先行きについては、足元の懸念材料からやや弱気のスタンスに引き下げています。

欧州ハイ イールド (EHY) 社債



欧州ハイイールド社債は年初から спреッドがこの10年間で最も大きく変動しています。大半の発行体にとってロシアによるウクライナ侵攻の直接的な影響は軽微なものにとどまったものの、特に戦争が勃発してから最初の数週間は、エネルギーコストの上昇や国際商品(食料や金属)の品不足という形で間接的な影響を受けました。インフレ退治を目指す世界各国中央銀行による利上げ観測から景気後退懸念が浮上し、スプレッドもさらに拡大しました。スプレッドは当面、大きく変動すると考えています。しかし、大半の欧州ハイイールド社債の発行体は、厳しい局面に備えて十分に準備を整えているとみられます。財務体質は健全で、需要は底堅く、中間財のコストの上昇分も転嫁できることから、営業利益率もコロナ前の健全な水準で安定すると予想されます。欧州ハイイールド社債は年初から、高い利回りを求めて欧州ハイイールド社債に引き寄せられてきた投資家がいまや名目利回りがプラスとなった質の高い債券(投資適格社債やソブリン債など)にシフトしたことにより、

欧州ハイ
イールド
(EHY)
社債
続き

資金流出となっています。主として市場ではデフォルト損失の増加が織り込まれているとみられる（これは我々の基本シナリオでは想定していません）ことから、欧州ハイイールド社債の先行きについてはやや強気のスタンスを維持しています。引き続き中期債の優良銘柄に注目しており、中期債は短期的にスプレッドが拡大したとしてもそれを上回る魅力的なインカム収益を提供することが可能と考えています。

変動金利
ローン



変動金利ローンは年初から比較的好調に推移してきましたが、投資家が流動性プールや下落したセクターに乗り換えたことから、5月はスプレッドが拡大しました。主として景気減速懸念に利益確定の動きが重なったことから、個人投資家の資金が流出しました²⁵。ローン担保証券（CLO）の発行が過去最高水準となった昨年並みに活発化するとは予想していませんが、CLOの需要は引き続きバンクローンの下支え要因になると考えています。景気減速に伴いファンダメンタルズは来年から悪化し始める可能性があります。ファンダメンタルズの悪化が今後1年間でピークを打つとは考えていません。しかし、短期的にはローン市場の需給はインフレや金利を中心とするマクロ経済全体の動向に左右される見通しです。今後、見込まれる世界的な景気減速の時期や程度がさらに見通せるようになるまで、リスク選好度は引き続き低調に推移すると考えています。その間、現在の環境下では需給面から見て、ローンからのリスクオフの動きと、金利を保護するためローンへ乗り換える動きが交互に繰り返されると予想されます。昨年とは逆に、より高格付けのローンが好調に推移し始める一方、低格付けローンは一段と大きく価格が変動しています。主にサプライチェーン問題やインフレをきっかけに市場は二極化しています。原材料を確保できる発行体はほとんどの場合、需要が底堅く、売上高は拡大しています。これに対し、サプライチェーンの混乱継続により大きな影響を受けている一部の業種では、利益率や利益が落ち込んでいます。FRBが需要を抑え込もうと利上げを続ける中、特に金利や景気に最も敏感なセクターで景気減速の兆しが現れていないか警戒しています。なかでもインタレストカバレッジレシオや流動性が低く、景気変動の影響を受けやすい低格付けの発行体について慎重な見方をしています。このため、発行体のファンダメンタルズに引き続き注目しています。格付けやセクター、景気感応度、規模など複数の視点からインタレストカバレッジレシオや債務返済能力を注意深く分析する必要があり、投資家にとっては賢明な銘柄選別が極めて重要になると考えています。市場が試練を迎える中、変動金利ローンの先行きについてはやや弱気のスタンスに引き下げています。

ローン担保
証券
(CLO)



変動金利型のCLOは、従来から金利上昇という環境下で他の多くのクレジットセクターを上回るパフォーマンスを示してきました。CLOは年初から好調に推移していますが、金利上昇の影響が企業の売上高の増収効果を上回るようになると（景気減速リスク）、インタレストカバレッジレシオや利益率は低下し、格下げやデフォルトの増加につながる可能性があることに注意する必要があります。プラス材料としてCLOのデフォルト率は歴史的な低水準で推移しており、過去1年間の元本残高ベースのデフォルト率は米国でわずか0.2%、ユーロ圏で0.8%にとどまっています²⁶。クレジットファンダメンタルズも改善ペースが鈍化し、今後数四半期で悪化に転じる可能性もありますが、足元では概ねコロナ前の水準に戻っています。しかし、市場のボラティリティが高止まりを続け、CLOの発行が低調に推移する中、需給関係は全体的に悪化しています。特に流通市場ではスプレッドが長期平均を上回っており、景気後退懸念が強まる中、スプレッドは短期的に一段と拡大する可能性

セクター

見通し

見解

ローン担保 証券 (CLO) 続き

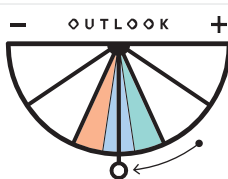
があります。景気減速リスクがくすぶる中、支払い順位が高いより上位の証券に注目しています。米国のCLOの先行きについては中立スタンスに引き下げ、ユーロ圏のCLOの先行きについては中立スタンスを維持しています。

地方債



地方債市場のボラティリティは、年明けと同様に2022年第2四半期に入ると高まりました。米国債と非課税地方債の利回りはともに一段と大きく上昇しました。インフレや利回りの上昇、価格の下落というマクロ環境下で投資家はいち早く地方債への投資を縮小しました。これにより同セクターには需給面から大きな圧力がかかっています。しかし、地方債の発行は前年比で8%減少しており、ネットの発行額は2022年通年では減少する見通しです。金融引き締め政策の継続により地方債市場のボラティリティは高止まりを続けると考えています。しかし、利回りが安定すれば、ボラティリティの低下が地方債市場の下支え要因になる可能性があります。投資家は魅力的なバリュエーションや非課税のインカム収益に注目し始めていますが、現時点で需要は広がっていません。ファンダメンタルズは引き続き市場回復の強力な下支え要因となっています。様々な格付け会社による格上げの傾向は続いています。非課税地方債の保有者は価格のボラティリティに失望していますが、利回りは上昇する可能性があることから、忍耐は報われると考えています。また、ネットの供給の減少も将来の需給の改善につながります。足元のバリュエーションとファンダメンタルズの強さを比較すれば、非課税地方債は投資家に魅力的な投資機会を提供しており、非課税地方債の先行きについてはやや強気のスタンスに引き上げています。課税地方債のスプレッドは年初から拡大を続けていますが、需給関係はなお良好です。金利の上昇に伴い課税債の発行は前年割れが続いています。一方で、優良インフラ債券の需要は衰えておらず、投資家の裾野は米国内外で引き続き拡大しています。債券市場のボラティリティの上昇は続く可能性があるものの、拡大した課税地方債のスプレッドは伝統的な買い手、非伝統的な買い手のいずれの需要にも見合う水準となり、足元のやや拡大した水準から縮小すると考えています。全体的に課税地方債の先行きについてはやや強気の見方をしてしています。

新興国市場 (EM) 国債

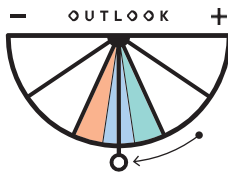


1990年代半ばに新興国市場国債（EM国債）が蘇って以来、2022年の最初の5カ月間は（EM国債）にとって最も厳しい市場環境となりました。EM国債のリターンは年初から5月末までで-15%となっています²⁷。これは、1994年のテキーラ危機（メキシコ通貨危機）、1998年のロシア危機とアジア危機、2008年の世界金融危機など、EM国債市場に影響を与えた数多くの主要危機に匹敵する下落となりました。ロシアの侵攻によるウクライナの悲劇的な状況が、EM国債の低迷をもたらした大きな要因となっていることは確かです。全体的に見れば、国際商品価格の高騰は新興国市場に追い風となっており、対外収支の黒字拡大や改善を通じて、EM国債のファンダメンタルズはまだまだ健全であるとみられます。食料価格を中心とするインフレ要因が、主食を輸入に頼る国の政権基盤の安定を脅かす潜在的なリスクとなっていますが、新興国の中央銀行はこれまでのところ、大半の先進国とは対照的に先手を打って断固とした措置を取ってきました。今後数カ月間の一段の金融引き締めは、EM国債にとっては容易なことではありませんが、新興国市場では対外債務は期間が長く、外貨建てが少ないなどうまく管理されており、深刻な危機には

新興国市場
(EM)
国債
続き

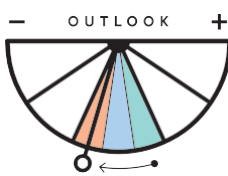
陥らないとの見方をしています。世界経済には不確定要素が多く、EM国債への影響は大きくばらつく可能性があり、少なくとも今後数カ月間の見通しについては中立スタンスに引き下げるのが賢明と思われる。EM国債には年初からの下落分を一部、取り戻す反発力があると予想され、長期的にはより前向きな見方を維持しています。

新興国市場
(EM)
社債



米国債のボラティリティとスプレッドの拡大という複合要因により、新興国市場社債 (EM社債) の絶対リターンも年初から極めて低調に推移しています。スプレッドの拡大は世界的なスタグフレーションへの懸念やロシアのウクライナ侵攻による直接的間接的な影響を反映しています。こうした大きなリスクはあるものの、EM社債の底堅いクレジットファンダメンタルズに注目する必要があります。EM社債は投資適格社債と非投資適格社債のいずれも純負債比率がパンデミックの直前の水準より改善しています。2022年は一部の川下部門の企業には厳しい一年となりますが、指数に占める国際商品関連のセクターや銀行の比率の高さからすれば、国際商品価格の高騰や世界的なイールドカーブのステープ化はEM社債全体にはプラスとなります。デフォルトも増加する可能性が高いものの、デフォルトは特定の国やセクターに集中し、件数としては中国の不動産開発会社のハイイールド債が大半を占めると予想されます。EM社債は景気後退局面では低迷するリスクがありますが、新興国市場の成長率がどの程度、落ち込むかによるところが大きいと思われる。主に個人投資家向けの新興国市場債券ファンドからの資金流出により、市場の需給関係は第1四半期よりやや悪化していますが、この影響は社債よりソブリン債に強く表れる傾向があります。需要の減少や金利のボラティリティを反映して新規発行も途絶えています。EM社債のスプレッドは一部の先進国市場 (DM) や、新興国市場のソブリン債ほど拡大しておらず、EM社債の投資妙味は相対的に薄れていますが、EM社債では引き続き格付け調整ベースの銘柄選別を志向しています。短期的には市場の不透明感からスプレッドには引き続き拡大圧力がかかる可能性が高いものの、今後半年間から1年間で世界経済の行方が一段と明らかになれば、スプレッドは今後1年間で緩やかに縮小すると予想されます。足元の環境ではスプレッドの拡大、健全なファンダメンタルズ、新興国市場のソブリン債との連動性の低さがEM社債の魅力であると考えていますが、地域情勢をめぐる不透明感の高まりやボラティリティの高止まりからEM社債の先行きについては中立スタンスに引き下げています。

グローバル
スーク



ウクライナ・ロシア戦争をきっかけに地域情勢をめぐる不透明感が世界経済に重くのしかかっていますが、戦争はスークの発行国からはなお遠い存在となっています。戦争との関連性が直接的には見られず関連性を簡単に把握することは容易ではありませんが、今回のように地域紛争がエスカレートすると、特に湾岸協力会議 (GCC) の加盟国には影響が表れることがしばしばあります。ソブリン債にとっては、エネルギーの生産国であることが物価の上昇による地政学的なボラティリティを緩和するバッファとなりました。財政不均衡の改善は大きく、実際に原油価格が10米ドル上昇すると、GCC加盟国の歳入はおよそ750億米ドル増加します。したがって、GCC加盟国は短期的には原油価格の上昇により恩恵を受けていますが、危機が他にも波及すると、こうしたメリットも景気減速や増産圧力によって減殺され、政治的妥協を迫られることにより財政・構造改革の勢いがそがれる可能性もあります。政策金利の先行きについては、FRBによる最初の利上げを受けて、市場は極めてタカ派的な政策見通しや政策金利の

グローバル
スクーク
続き

ピークの上昇を織り込んでみるとみられます。金利の上昇や足元のスプレッド拡大とイールドカーブのスティープ化は、期間が長めのソブリンスクークを購入することで、キャッシュを投入しデュレーションを伸ばす格好の機会を提供します。また、一部の新興国通貨のバリュエーションの改善を機に、米ドル建て以外のスクークを初めて組み入れる機会になると考えています。地域情勢をめぐる先行き不透明感は、現在の危機がエスカレートした場合の影響を緩和する手段としてデュレーションを伸ばす新たな機会を提供します。グローバルスクークのディフェンシブな性質が再び注目を集めようとしています。いまのところウクライナ戦争による市場への影響は最小限にとどまっており、他の債券セクターに比べ比較的有利な状況にあります。足元的情勢は極めて深刻であり、投資にあたっては忍耐強いリスクを考慮したアプローチが必要であると考えています。ハイイールド債より投資適格債を選好し、今回の金利サイクルの最終局面に入っていることを適切に反映するためにデュレーションを伸ばすことを推奨します。世界的な債券市場の調整はもっぱらリターンを追及する魅力的な投資機会を提供するだけでなく、よりリスクが高い資産を補完する機会にもなると考えられます。不安定な地域情勢や世界的な金融引き締め、インフレ率の高止まりなどによる世界的リスクや不透明感の高まりから、引き続き慎重な見方を崩しておらず、グローバルスクークの先行きについては懸念中立のスタンスに引き下げています。

巻末注記

1. 出所: 米労働統計局 (BLS)、ニューヨーク連邦準備銀行
2. 出所: ユーロスタット
3. 出所: 米労働統計局 (BLS)、米ミシガン大学調査の消費者態度指数
4. 出所: 米労働統計局 (BLS)
5. 出所: 米労働統計局 (BLS)
6. 出所: フランクリン・テンブルトン債券リサーチ、米経済分析局 (BEA)
7. 出所: 米労働統計局 (BLS)
8. 出所: フランクリン・テンブルトン債券リサーチ、米経済分析局 (BEA)
9. 出所: フランクリン・テンブルトン債券リサーチ、ユーロスタット
10. 出所: フランクリン・テンブルトン債券リサーチ、Global Central Banks
11. 出所: ユーロスタット
12. 出所: ユーロスタット
13. 出所: ユーロスタット、労働力調査
14. 出所: ブルームバーグ、2022年6月13日時点
15. 出所: 経済社会総合研究所 (日本)
16. 出所: 総務省 (日本)
17. 出所: 米FRB、eMBS (Mortgage-Backed Securities OnLine: Black Knight)
18. 出所: バンクオブアメリカ・メリルリンチ、米FRB、eMBS (Mortgage-Backed Securities OnLine: Black Knight)
19. 出所: フランクリン・テンブルトン・債券リサーチ、S&Pケース・シラー住宅価格指数
20. 出所: フランクリン・テンブルトン・債券リサーチ
21. 出所: フランクリン・テンブルトン・債券リサーチ
22. 出所: 米FRB、Senior Loan Officer Opinion Survey on Bank Lending Practices
23. 出所: バンクオブアメリカ・メリルリンチ
24. 出所: ICEバンクオブアメリカ米国ハイイールド指数。指数は運用されておらず、指数に直接、投資することはできません。報酬、経費、販売手数料は含みません。
25. 出所: JPモルガン
26. 出所: S&Pレバレッジド・ローン指数
27. 出所: JPモルガン・エマーゼンゲ・マーケット・ボンド・インデックス (EMBI) グローバル・ディバースファイド。指数は運用されておらず、指数に直接、投資することはできません。報酬、経費、販売手数料は含みません。

「フランクリン・テンプルトン・債券グループによる見解」について: フランクリン・テンプルトン・債券グループは、チーム全体で四半期ごとにリサーチ&戦略フォーラムを開催し、独立したマクロ経済リサーチ、ファンダメンタルズリサーチ、及び定量的リサーチにより、経済および投資の見通しについて共同で分析を行っています。「フランクリン・テンプルトン・債券グループによる見解」は、この投資フォーラムの結果を反映したものです。財政・金融政策、市場リスクプレミアム、相対的バリュエーションの潜在的変化を見極め、世界の各地域のマクロ経済状況や経済成長に対する評価を実行しており、当社の投資プロセスのバックグラウンドとなっています。また、ボトムアップの視点から各セクターに関する当社の見解を要約して提供しています。これらのマクロ経済およびセクターの推奨は、各資産クラスに対する確信とポートフォリオ構築のための指針として活用されます。

エディトリアル・レビュー



ソナル・デサイ、Ph.D
最高投資責任者 (CIO)、
ポートフォリオマネジャー



ニキル・モハン
エコノミスト、
リサーチアナリスト



アンジェロ・フォルミッジーニ
エコノミスト、
リサーチ・アナリスト



デビッド・ユエン、CFA、FRM
マルチセクター戦略ディレクター、
ポートフォリオマネジャー



ジョン・ベック
グローバル債券ディレクター、
ポートフォリオマネジャー



デビッド・ザーン、CFA、FRM
欧州債券ヘッド、
ポートフォリオマネジャー

フランクリン・テンプルトン・債券グループについて

Franklin Templetonは債券市場の様々なセクターにアクティブ投資を行うパイオニアとして進化を遂げ、1970年代以降は社債、モーゲージ証券、資産担保証券、地方債に、1980年代以降は海外債券に、2000年代初頭以降はバンクローンに投資範囲を広げてきました。世界で145名を超える投資のプロフェッショナルが1550億ドルを超える資産を運用するポートフォリオマネジャーを支えています。

ポートフォリオマネジャーは、Franklin Templetonの運用グループの一員として債券市場の様々な分野の専門家を活用することで、マルチセクターにおける投資機会とリスクの分散を行っています。

Franklin Templetonはグローバルなネットワークを通じて、多様なリサーチやトレーディング、リスクマネジメントの専門家へのアクセスが可能です。

ポートフォリオマネジャーは、他の運用グループと知見を交換する機会や、ポートフォリオでリスク過剰となっている分野を特定し対応するためのリスク分析を定期的に行っている独立したリスクチームと協働する機会を活用しています。

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。MBSの価格および利回りは、金利の動きおよび住宅ローンの期限前償還の影響を受けます。金利低下局面では、借り手が低金利で住宅ローン借り換えのため、元本償還が増加する傾向があり、MBSの投資家は、返還された元本を低金利で再投資せざるを得ず、収入が減少する可能性があります。MBSは、借り手が期日までに利息の支払いや元本の返済を行わないことにより影響を受ける可能性があります。MBSの財務内容や格付けの変動は、MBSの価値に影響を与える可能性があります。海外投資には為替変動、経済不安、政局など特別なリスクが伴います。新興市場投資では同じ要因に関連するリスクが増大します。テクノロジーセクターのような（歴史的に変動が大きい）急成長中の産業への投資は、製品の変化や開発の急速なペース、科学や技術の進歩を重視する企業に対する政府の規制の変更などにより、特に短期的に価格変動が大きくなる可能性があります。債券発行体の財務内容や債券格付け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。高い利回りは、ポートフォリオが保有する一部の低格付け証券に関連する高い信用リスクを反映しています。変動金利ローンやハイイールド社債は投資適格未満の格付けであり、債務不履行のリスクが高く、その結果元本を割りこむ可能性があり、景気後退局面ではこのリスクが高まる可能性があります。

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。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、元本を割り込む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もありません。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もありません。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・リソーシズ・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・リソーシズ・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

商号：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



FRANKLIN
TEMPLETON