



グローバル投資環境見通し

柔軟性の高いポートフォリオで嵐を乗り越え投資機会をつかむ



目次

- 3 柔軟性で嵐を乗り切る
- 8 多角的な視点で1年を展望する
- 12 マルチ・アセット・インカムの展望
エド・パークス、CFA
フランクリン・インカム・
インベスターズ
- 13 グローバル債券の展望
フランシス・A・スコットランド
ブランディワイン・グローバル
- 14 米国債券の展望
フランクリン・テンプルトン債券グ
ループ
- 15 グローバル債券の展望
テンプルトン・グローバル・マクロ
- 16 グローバル債券の展望
ウエスタン・アセット
- 17 米国株式の展望
スコット・グラッサー
クリアブリッジ・インベストメンツ
- 18 グロース株の展望
フランクリン・エクイティ・
グループ
- 19 小型株の展望
フランシス・ギャノン
ロイス・インベストメント・
パートナーズ
- 20 バリュース株の展望
クリスチャン・コレア、CFA
フランクリン・ミューチュアル・
シリーズ
- 21 グローバル株式の展望
マンラージ・セクホン
テンプルトン・グローバル・
インベストメンツ
- 22 グローバル株式の展望
マーティン・カリー

グローバル投資環境見通しについて

グローバル投資環境見通しでは、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運用担当者の見解を紹介しています。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、お客様のニーズと関心に応えるリサーチを提供することです。我々はお客様の声に耳を傾け、理解し、社内のリソースを活用して、お客様の課題にお答えします。我々は、独自の洞察とその実践的な応用の開発を実現するため、探求の分野に注力した組織を編成しています。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・インスティテュートが作成し、エコノミストが市場を左右する重要なマクロ経済のテーマを分析するMacro Perspectivesです。

柔軟性で嵐を乗り切る

「**樅の木は風にあらかた倒れたが、
柳の木は風にしなり生き抜いた。」**

ロバート・ジョーダン



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・テンブルトン・インスティテュート・ヘッド

投資は木に例えると理解しやすいかもしれませんが。時間をかけて育てれば、徐々にしかし確実に成長し、成木になれば、木陰や木の実、甘い果実などの恵みをもたらします。また、木の中には、逆境に耐える力が他の木よりも強いものもあります。強靱（レジリエント）であるには柔軟である必要があり、強風下では、幹の太い樅の木よりも、風にしなる柳の木がより有利と言えます。私たちは、2024年のマーケットは多くの嵐に遭遇すると予想しており、2024年に待ち受けている嵐にレジリエンスを発揮するには、しなっても折れることのない柳の木のようなポートフォリオが最も適していると考えています。

最近の当社レポート「Quick Thoughts: Inflation—the final mile（インフレ最後の1マイル）」では、米連邦準備制度理事会（FRB）が米国のインフレ率を目標まで引き下げようとする決意が、2024年の経済成長と企業収益の両方を軟化させる可能性が高い理由を論じました。米国の金融政策と信用状況は、金利が上昇するに従い、2023年を通じて徐々に景気抑制的になってきたことから、2024年には経済活動は軟化し、失業率は上昇し、信用ひっ迫に陥る家計と企業が増加する可能性がある一すなわち、2024年は、経済成長の減速を予想しています。

2024年は、世界人口の41%に相当する40の国政選挙が予定されており、政治も混乱と不確実性をもたらす可能性があります。ロシア、インド、欧州連合（EU）、そして言うまでもなく米国で実施される選挙は、2020年代後半の世界情勢の行方を再形成する可能性が高いと言えるでしょう。

これらの国々の指導者が交代し、新たな立法路線がとられれば、その影響により、将来の財政支出の方針や世界貿易の流れの両方が大きく変わることになるでしょう。

米国の場合、2024年の大統領選後も政権与党と議会多数派が異なる「ねじれ議会」が続けば、党派間の対立により、重要法案の成立の余地はほとんどなくなると予想されます。しかし、1990年代および2010～2016年の経験を振り返ると、ねじれ議会は、連邦政府の歳出抑制につながり、対GDP比でみた財政赤字比率の低下をもたらす可能性があります。

共和党が政権と議会を「完全制覇」すれば、減税、あるいは2025年以降に失効予定の、トランプ前政権下の減税（財政赤字の規模によって多少制限されるにしても）少なくとも延長する機会が生じ、エネルギーの探査・開発、公有地の民間利用などのセクターでは規制緩和の余地が広がり、金融や医療といった、時価総額の大きいセクターでは、官僚主義的手続きが軽減されるでしょう。逆に、民主党が「完全制覇」すれば、「クリーンテクノロジー」やインフラ、教育、医療への公共投資の拡大につながると思われます。加えて、個人所得税や法人税の引き上げや、場合によっては、相続税の復活の可能性もあるでしょう。

ただし、おおむねどのような選挙結果になったとしても、欧州や中東、極東で「平和の配当」が消滅したことを考慮すると、米国および世界の安全保障・防衛支出は増加する可能性が高いと思われます。

このような状況を踏まえると、投資ポートフォリオのレジリエンスの確保に重点を置くことは、必要とまでは言えないにせよ、正当な理由があると言えるでしょう。ある程度は、より質の高い株式や社債を重視する、慣れ親しんだ戦略が必要ですが、重要なポイントは、直接利回りがピークに達した後低下する中で、投資家には選択的にリスクテイクする準備が必要であることです。マーケットがミスプライシングしていると考えられる株式や債券、オルタナティブ資産に適切に分散投資することは、この困難な状況を乗り切る上で、特に重要であると思われます。

出発点

経済とマーケットについて警戒すべきとする当社の主張に困惑する方も多いかもかもしれません。結局のところ、2023年の間に世界の株式市場は2022年の下落から急速に回復しました。さらに最近では、金利がピークから低下するに従い、債券のパフォーマンスも改善しています。いずれの場合も、好調なパフォーマンスを主に牽引したのは、米国をはじめとする多くの国で、景気後退に陥ることなくインフレ率が低下するという、痛みを伴わないディスインフレが進行していることです。

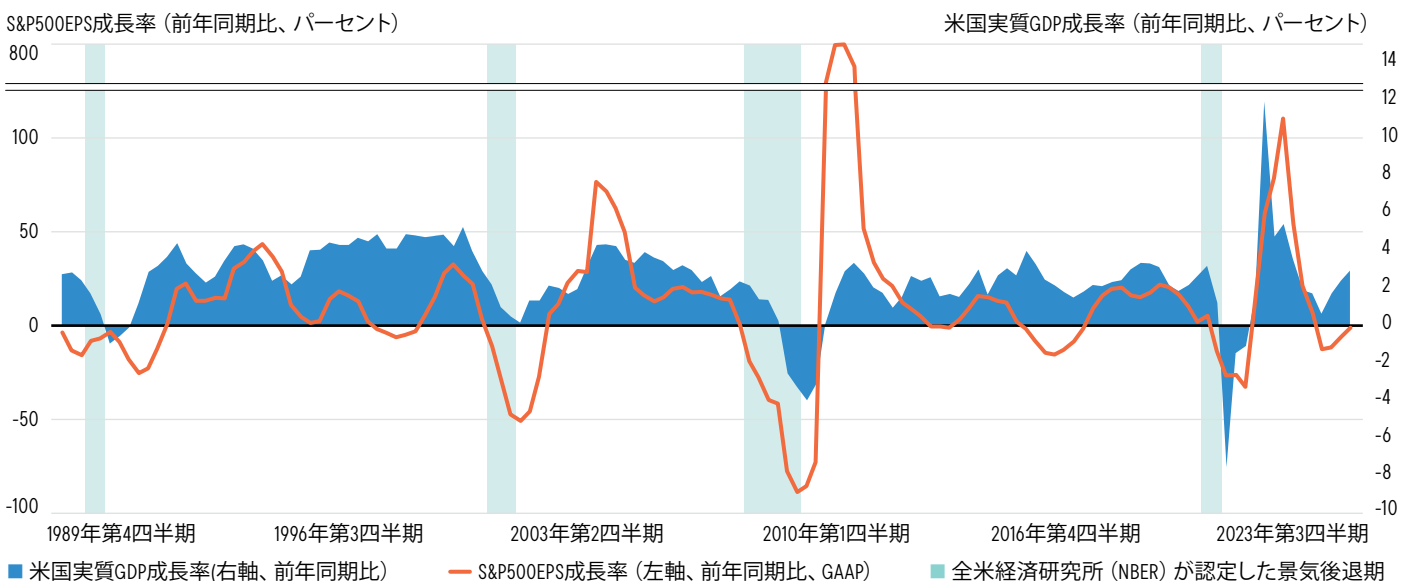
ただし、資産はすでに足元の好材料はもちろん、今後さらに好材料が続くと期待をも織り込んでいます。株価は業績予想を上回る水準に急騰し、バリュエーション全般を押し上げています。米10年債利回りは直近のピークから約100ベースポイント低下し、債券市場全体の利回りを押し下げています。好材料が織り込まれたときは、投資家はただ熱狂に流されるのではなく、注意を払う必要があります。

投資家の熱狂は、米国や世界経済が金融引き締めにもかかわらず成長を続けているという、別の形のレジリエンスにも起因しています。底堅い経済成長により、株式アナリストも先行きにより楽観的になっており、2024年の予想利益のコンセンサスが2桁台の増益率に上方修正されています。しかし、私たちは企業利益がこのような高ペースで拡大する可能性は低いと考えています。

米国のGDP成長率とS&P500指数の収益

図表1：米国の実質GDP成長率 vs. S&P500指数EPS成長率

1989年第4四半期～2023年第3四半期



出所：フランクリン・テンプレトン・インスティテュート、S&Pグローバル、商務省経済分析局 (BEA)、マクロポンド。2023年11月16日現在。GAAP = 米一般会計原則。重要なデータ提供者の情報および規約は当社ウェブサイト www.franklintempletondatasources.com をご覧ください。インデックスは運用されておらず、インデックスに直接投資することはできません。インデックスには報酬、経費、販売手数料は含まれていません。過去の運用実績は、将来の運用成果を保証するものではありません。

転換点

経済の弱さを示す兆候は、労働市場で雇用の伸びの鈍化がみられるほか、設備投資動向や、家計消費の減速を伝えるマクロ経済指標や「大型小売店」のレポートに現れています。当社レポート「Quick Thoughts: Quiet shifts in corporate debt may explain this year's big economic surprise (今年の世界経済の大きなサプライズの背景に企業債務の静かな変化)」で指摘したように、米国および世界経済の金利上昇に対するレジリエンスは、多くの企業が低金利で資金を調達していたため、金利が上昇しても借り換えの必要がなかったことも一因となっています。現在は銀行などの貸出基準も厳格化されており、いずれどこかの時点で、借入コストの上昇が需要軟化を引き起こすことが予想されます。懸念されるのは、こうした転換点が到来した際に、中央銀行の対応が遅れば、ソフトランディングがより不安定なものになる可能性があることです。

投資家は、あらゆる資産クラスについて、注意する必要があります。経済と企業利益に関する私たちの成長見通しは、ボトムアップ・アナリストやマーケットが現在織り込んでいるものとは異なるものです。結局のところ、企業利益の伸びを示す最も信頼できる指標のひとつは実質GDP成長率です。経済がマイナス成長に転じた場合、株価収益率 (PER) の上昇に織り込まれているにせよ、企業アナリストの予測に反映されているにせよ、企業利益の加速が実現したことは過去に一度もなく (図表1)、私たちは、来年はこのリスクが増していると考えています。

少数の高パフォーマンス銘柄が米国の広範なインデックスを主導する状況が続いています。経済のデジタル・トランスフォーメーションの中でも、人工知能（AI）が明るい将来をもたらすとして、こうした高パフォーマンス銘柄を牽引し続けています。しかしながら、これら以外の企業の収益力は過小評価されているため、2024年の最高の投資機会は、この少数のグループ以外から現れる可能性が高いとみています。

しかし、このことは景気循環株にとどまりません。経済成長や企業業績が予想を下回り始めれば、信用スプレッドも拡大する可能性が高くなります。

当社は、2023年第4四半期に急落した債券利回りは、さらに低下する余地があるとみています。米国の高金利は他国通貨に対し米ドルを押し上げてきましたが、今後米ドルは下落に向かうと予想しています。

グローバル株式

では、投資家はファンダメンタルズの変化に合わせて、ポートフォリオの保有をどのように調整すればよいのでしょうか。まずはグローバル株式からみていきましょう。

マクロ要因により、世界的に経済成長と企業業績が予想を下回る傾向が見られる可能性が高いことから、当社は、投資家は景気循環の影響が比較的大きいセクターや、スタイル、そしてある程度は地域へのリスクを削減することを推奨しています。米ドル安は地域配分にも影響を与えるでしょう。

少数の高パフォーマンス銘柄が米国の広範なインデックスを主導する状況が続いています。経済のデジタル・トランスフォーメーションの中でも、人工知能（AI）が明るい将来をもたらすとして、こうした高パフォーマンス銘柄を牽引し続けています。しかしながら、これら以外の企業の収益力は過小評価されているため、2024年の最高の投資機会は、この少数のグループ以外から現れる可能性が高いとみています。

各市場において、当社は持続的な増収と配当を特徴とする銘柄を選好していますが、単純に配当利回りを優先しているわけではありません。結局のところ、高配当利回り銘柄には景気循環銘柄や高負債銘柄が多く含まれており、収益が低迷している時期に株価がファンダメンタルズからみて極端に下落し、最終的に減配に至ります。私たちは重視する

のは配当の質です。優良企業、即ち、持続可能で変動の少ない収益源をベースに一貫して増配している企業は、厳しい市場環境においてより優れた安定性とダウンサイド・プロテクションを提供することができます。優良企業は、景気変動に対する安定性を確保するため、景気循環の影響が大きい事業の比率がより低く、魅力的な長期テーマの事業を有していることが多く、その結果、市場サイクルの拡大局面を通じて、成長に参加することが可能となります。

米国以外の投資機会に焦点を当てると、2024年には、貿易の地域化の傾向がますます強くなると予想されます。ウクライナやガザでの戦争により地政学的緊張が世界的に高まったことが、この傾向を加速させる一因となっています。コロナ禍やロシア・ウクライナ戦争の経験を経て、各国が戦略的安定を望むようになったことが、リショアリング（生産拠点の国内回帰）を後押ししています。こうした紛争の不確実性も、この傾向を遅らせることにはならないと思われます。また、このことは、より多くの国々、特に世界経済にとってますます重要性を増す重要鉱物へのアクセスやその加工に関する専門知識を持つ国において、製造業と消費支出の増加につながる可能性があります。

地域では、欧州に最大の懸念があるとみています。欧州企業は、ユーロ安による為替差益の追い風があるにもかかわらず、世界の同業他社と比較すると、利益率と収益性全般がすでに低下しています。世界的に経済成長の減速とドル安が進むなか、欧州企業に対する人気が高まることは考えにくくなっています。

一方、日本は、営業利益率の長期的な上昇に支えられ、より安定的な収益ストーリーが顕在化しています。さらに、日銀が（相対的に）金融緩和政策を継続していることから、今のところ世界の為替市場で円安が続いています。

中国の動向も注目を集めています。習近平国家主席とジョー・バイデン米大統領と首脳会談が好意的に受け止められたことをはじめ、最近の国内外の政策対応は、中国が国内外の経済優先事項に対し、より現実的なアプローチに舵を切りつつあることを示唆しており、これが中国の経済と企業業績を下支えしていくと思われます。先ごろ、国際通貨基金（IMF）が中国の2024年の成長率予測を上方修正したことはその一例です。中国本土の株式市場は過去実績や世界の他の市場と比較しても、歴史的に低いバリュエーションで推移しています。投資家が中国株投資を敬遠してきたとするさまざまな事例を踏まえると、逆張り投資の機会もあるかもしれません。

最後に、インドにも注目する必要があります。従来、インド株式市場は、中国や他のアジア市場に比較して景気循環銘柄の比率が低いため、新興国市場中ではディフェンシブ投資の対象と見なされてきました。しかし、より長期的な

観点から、インドは再考する価値があると考えています。他の新興国と比較すると、同国のコーポレート・ガバナンスと透明性は改善しています。また、11月30日にMSCIエマージング・マーケット・インデックスでインドのウエイトが引き上げられたことから、インドは投資資金流入増加の恩恵も享受すると予想されます¹⁾。

債券

長期国債利回りが2023年第4半期半ばにかけて急低下したものの、当社は引き続き、ポートフォリオ内で質の高い債券のオーバーウエイトすることは理にかなっていると考えています。

当社が債券を好む主な理由は、2024年に経済成長の軟化を懸念しているためです。低成長、失業率の上昇、インフレ率の低下により、FRBをはじめ各国中央銀行は利下げに踏み切ると予想しています。こうした要因を考慮すると、金利はすでにピークに達していると思われ、今後は低下に向かうものと思われまます。米10年国債利回りが最近4%を割り込んだことから、2024年の利下げ幅は、金利スワップ市場が現在示唆している約50ベースポイントを上回る利下げを容易に想定できる状況と言えるでしょう。

経済成長や企業業績が予想を下回れば、過剰な借り入れに支えられたビジネスモデルの欠陥が露呈され、企業と家計の両部門がその影響を受けると思われます。したがって、クレジット分野では、企業の資本構成で上位に位置するよりクオリティの高い証券やクレジット商品を選好しています。劣後債やコベナンツ・ライトのストラクチャー証券よりも、米国政府系モーゲージ証券（MBS）、投資適格（IG）社債、クオリティの高いプライベート・クレジットへの配分が望ましいと考えています。また、公的債券とプライベート・クレジットのいずれについても、信用力の低い証券のバリュエーションは、十分にリスクを織り込んでいないとみられ、警戒しています。特にハイイールド（HY）債の中でも信用力が高い証券に注目したいと考えています。ハイイールド債を債券投資と株式投資の中間的存在とみなす投資家もいるかもしれません。

不動産

一般論として、景気低迷と高い（実質）金利は不動産にとってマイナス材料となります。しかし、投資家は市場の価格設定や市場で織り込み済みの材料にも注意を払う必要があります。過去1年間で、ネガティブな報道が商業用不動産、特にオフィスのバリュエーションを大きく押し下げました。当社は、投資家は、価格が著しく低い不良債権レベルに達してから、投資機会を物色し始めるべきであると考えています。経済や金融のファンダメンタルズの軟化が価格をさらに押し下げる可能性が高いため、不動産投資では忍耐がキーワードとなっています。

人口動態、テクノロジー、脱グローバル化、手ごろな住宅価格と供給不足、気候変動などの変化するダイナミクスのおかげで、商業用不動産セクターで何が最高の投資機会となるか影響を与えます。在宅勤務などの要因により商業オフィスのスペースは厳しい状況にありますが、低い空室率と需要の増加により、産業用倉庫、ライフサイエンス、セルフストレージ（トランクルーム）、集合住宅用不動産などのセクターの魅力が増えています。

ポートフォリオの構築

多くの投資家にとって、2022年に株式と債券が同時下落した痛みははまだ記憶に新しいところです。昨年は、株式と債券が同時に大きく下落し、ポートフォリオは数十年に一度あるかないかの大打撃を受けました。

幸いなことに、このような経験は実にまれだということです。しかし、バランス型ポートフォリオがどのように機能し、どのような場合に機能しないかを学ぶ有益な機会にもなりました。

2022年の重要な教訓は、インフレ・ショックで中央銀行が短期金利引き上げを余儀なくされたことが、株式と債券を急速に軟化させたということです。このような環境では、どちらの資産クラスも逃げ場を提供できず、その結果、株式と債券を組み合わせた分散投資は機能しないことが示されたのです。

しかし、2022年の教訓は2024年には当てはまりません。その代わりに、経済成長の減速、あるいは景気後退が、インフレ率の低下をもたらすと予想しています。そうなれば、企業業績が予想以上に悪化し、多くの株式や社債の価格は下落する可能性があります。ただし、中央銀行の金融緩和を見越して利回りが低下し、債券価格が上昇して、こうした下落を相殺する役割を果たすと思われまます。

つまり、2024年はバランスと分散が報われる年になる公算が大きいと言えるでしょう。

見通しに対するリスク

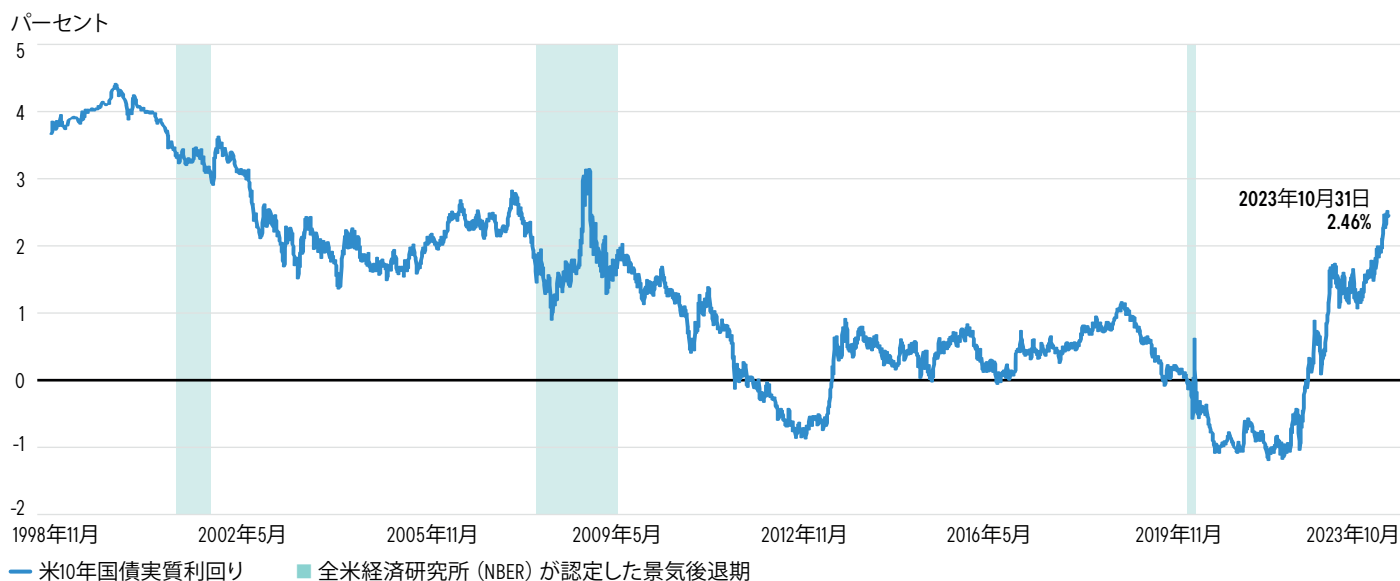
どのような見通しも、事態が異なる展開を見せる可能性があり、それが投資戦略やポートフォリオ構築においてどのような意味を持つかを考慮してはじめて、見通しと呼べるようになります。

現在の戦争が拡大すれば、エネルギー供給が脅かされ、リスクプレミアムは急拡大する可能性があります。エネルギー価格の上昇は、ディスインフレの進行を減速させ、ひいては逆行させるリスクをはらみ、中央銀行を苦境に追いやる可能性があります。仮に中央銀行の緩和が遅れば、株式市場は私たちが予想している以上に脆弱なものとなり、債券利回りもそれほど低下しない可能性があります。そうなれば、バランス型ポートフォリオによる分散投資が

米10年国債の実質利回り（名目利回りからインフレ期待を差し引いたもの）

図表2：米国金利と景気サイクル

1997年1月1日～2023年10月31日



出所：フランクリン・テンプレトン・インスティテュート、ブルームバーグ、マクロボンド。重要なデータ提供者の注記および規約については、www.franklintempletondatasources.comをご参照ください。過去の運用実績は、将来の運用成果を示すものでも保証するものでもありません。

再び失敗する可能性も浮上します。同様に、別の地域で戦闘が勃発すれば、エネルギー資源以外の原材料や工業製品のサプライチェーンの混乱を引き起こし、投資ポートフォリオに同様の悪影響が及ぶ可能性があります。

これよりもわかりやすいマイナス要因として、多くの市場関係者が懸念しているのは、政府の財政赤字や債務が膨らみ、政治的な制約から常識的な妥協ができなくなることにより、債券利回りが上昇し、低リスクと考えられている国債やその他の債券の分散投資効果が損なわれることです。こうした潜在的な陥穽を認識する一方で、当社の基本シナリオが想定する景気減速が続けば、民間セクターの信用需要が低下し、政府の巨額の財政赤字が経済全体の借入コストに与える影響を相殺することにも注意しておく必要があるでしょう。実際には、通常は、実質金利と名目金利は、政府債務ではなく、景気サイクルに連動して動きます（図表2）。

もちろん、米国政府に大きな信用リスク・プレミアムが発生した場合はこの例外となります。この可能性を排除することはできませんが、流動性、準備資産、法の支配といった面での米国債市場の卓越したクオリティの高さを考慮すると、こうした結果が生じることは依然基本的に低いと思われます。

結論

冒頭の柳の比喻に戻ると、嵐が吹き荒れる状況下では、ポートフォリオ内の資産配分の検討では、大きな柔軟性をもって対処する必要があります。現在の金利水準では、債券で幅広い投資機会が現出しており、私たちは、インフレの鈍化で金利の引き下げが続き、トータルリターンでみると高利回りの現金同等物よりも債券は優れた選択肢を提供していくと考えています。一方、株式は、AIという単一テーマに集中するあまり、見落とされているセクターや地域への配分を増やす必要があるでしょう。最後に、私募不動産のようなオルタナティブ投資は、一部軟調なセクターがある一方、将来の経済を牽引すると期待されるより大きなテーマに沿った、長期成長ストーリーを持つ市場分野のエクスポージャーも提供しています。

複数の視点で2024年を展望する

フランクリン・テンブルトン・インスティテュートと独立した運用チームは、多様な見解を提供しています。この多様性は、経済成長、インフレ、金利の見通しといったマクロ的なトピックや、2024年に予想される最良の投資機会に関する見解に反映されています。本稿では、フランクリン・テンブルトン・インスティテュートと当社の独立した運用チームの主要テーマを運用チーム間で

の比較をしやすいとまとめました。わたしたちは、投資家のポートフォリオは、さまざまな景気シナリオに対してリスクとリターンのバランスを最適化するように、資産クラスと地域で幅広く分散すべきであると考えています。本稿が、投資家の皆様の幅広い資産配分のどこに当社の独立した運用チームがフィットするか、その判断材料となれば幸いです。

マクロ経済見通し

フランクリン・テンブルトン・インスティテュートの見解
2024年の世界経済は減速するものの景気後退に陥ることはなく、インフレは鈍化すると予想しています。これにより、米連邦準備制度理事会（FRB）をはじめ、各国中央銀行は、今後1年のうちに利下げに踏み切るようになるでしょう。

運用チームの見解

クリアブリッジ・インベストメンツ

「足元の市場はソフトランディングを織り込んでいますが、当社が注視してきた（景気後退の）前提条件は続いており、景気後退の基本シナリオを維持しています。」

マーティン・カリー

「米国の景気後退は依然当社の基本シナリオではありませんが、2022年から2023年の急速な利上げにより、景気後退のリスクは高まっています。」

フランクリン・テンブルトン債券グループ

「2024年から2025年の間に米国経済がテクニカル・リセッション（2四半期連続でのマイナス成長）に陥るとはみていませんが、『ソフトランディング』シナリオとなっても、景気減速に伴う痛みは多少生じるとみています。」

ロイス・インベストメント・パートナーズ

「景気後退がいつ起こるのか、あるいは景気後退が起こるかどうかを予測することは控えますが、小型株市場は景気後退をすでに織り込んでおり、多くの企業が以前から景気後退の可能性に備えてきたと考えています。」

テンブルトン・グローバル・マクロ

「成長に対するリスクは依然残っており、世界経済のペースは急成長というより、緩やかと言えるものですが、この1年の経済を振り返ると、今年の今頃予想していたよりもいくぶん良好であり、世界的な景気後退という最悪のシナリオが現実化しなかったのは確かといえるでしょう。」

フランクリン・エクイティ・グループ

「米国では、景気後退リスクが緩和し、インフレが沈静化して経済指標の安定が続き、FRBの引き締めサイクルは終了に近づくと予想しています。」

フランクリン・インカム・インベスターズ

「米国経済は、市場参加者が予想するほどではないものの、減速すると予想しています。」

ブランディワイン・グローバル

「当社は、FRBがインフレ低下に対し適切なタイミングで利下げすれば、金利正常化に景気後退は必要ないという基本シナリオを維持しています。」

ウエスタン・アセット

「米国ではプラス成長が見込まれ、景気後退は回避されるとみていますが、マイナス要因を過小評価することはできないと考えています。」

テンブルトン・グローバル・インベストメンツ

「米中両国は、2024年の景気後退を回避する公算が大きく、また金融政策当局には、景気刺激策をとる余地がかなりあるとみています。」

株式市場のカタリスト

フランクリン・templton・インスティテュートの見解

景気の底堅さを受け、株式アナリストの間では楽観的な見方が強まっており、2024年の利益成長率は2桁前半がコンセンサス予想となっています。経済全般の減速が予想されることから、企業業績がこうした高いペースで拡大する可能性は低いと考えています。

運用チームの見解

クリアブリッジ・インベストメンツ	「投資家は、今後も、企業の予想業績の趨勢や金利の大幅な変化に反応し続ける」と予想している。」
フランクリン・エクイティ・グループ	「2024年に、多くの企業は増収率と増益率で転換点を迎える可能性がある」とみています。」
フランクリン・ミューチュアル・シリーズ	「バリューストック株は歴史的に魅力的なバリュエーションで推移していますが、2024年はより不透明性が高まる可能性があり、これが投資家にとっては有利に働く可能性がある」とみています。」
マーティン・カー	「...中央銀行が政策を転換し、主要中銀の利下げが同期化する見通しは、2024年の株式市場の支援材料となり、優良成長株に投資するスタイルのリーダーシップを支えていく可能性があります。」
ロイス・インベストメント・パートナーズ	「利上げサイクルの終了、インフレの鈍化、堅調を維持する労働市場、安定的な個人消費など、小型株のパフォーマンスを復活させる可能性を持つ要因は数多く存在しています。」
templton・グローバル・インベストメンツ	「米国の利下げとドル安、米国経済の成長減速の兆候は、米国を除くグローバル株式と新興国株式の市場にとってプラス材料になると考えています。」

債券市場のカタリスト

フランクリン・templton・インスティテュートの見解

経済成長の減速と予想を下回る企業業績により、信用スプレッドは拡大する可能性が高く、2023年第4四半期に急落した債券利回りはさらに低下すると予想されます。高金利が米ドルを押し上げてきたものの、米ドルは下落に転じるとみえています。

運用チームの見解

フランクリン・templton債券グループ	「来年は大幅なキャピタルゲインを獲得できる機会はあまりないとみえています。利回りは多くのセクターで魅力的な水準を維持しており、債券を保有することにより、多額のインカムがリターンを牽引すると予想しています。」
templton・グローバル・マクロ	「循環的要因（特に米国の金利上昇サイクルの終焉）と構造的要因（米国の経常赤字と財政赤字の双子の赤字）の両方が米ドル安をもたらすと考えており、日本だけでなく、一部新興市場も米ドル安の恩恵を受けると予想しています。」
ブランディワイン・グローバル	「米長期国債のトータルリターンは、予想を下回る状況が3年近く続いた後、平均回帰と正常化から大幅に反発する可能性があります。名目経済成長率が大きく低迷すれば、債券価格の反発の主なカタリストになる可能性が高いでしょう。」
ウェスタン・アセット	「債券の利回りは過去15年間で最も魅力的な水準にあり、インフレ率は低下し金利サイクルもピークアウトして環境も改善していることから、債券には強い追い風が吹いているとみえています。」
フランクリン・インカム・インベスターズ	「債券では、金融政策が景気制約的なものから中立的なものへ、あるいは景気減速や景気後退に陥った場合は、緩和的なものへ移行が予想されるため、魅力的なトータルリターンが得られる可能性が高いとみえています。」

最大の可能性を持つ投資機会

フランクリン・テンプレトン・インスティテュートの見解

グローバル株式

- より景気循環的なセクターや景気後退局面にある地域のエクスポージャーを削減
- 安定的な優良配当銘柄を選好
- 米国株式：「マグニフィセント・セブン」以外の割安株に注目
- 米国以外の株式：日本、中国、インドに注目

債券

- 2024年の成長軟化を懸念し、質の高いデュレーションの短い債券を選好
- エージェンシー・モーゲージ証券、投資適格社債、優良なプライベート・クレジットなど、より質の高い上位証券を選好

オルタナティブ資産

- 産業用倉庫や集合住宅など、従来のオフィスセクター以外の長期的な経済動向の恩恵を受ける、商業用不動産に投資機会があると考えています

グローバル株式：運用チームの見解

クリアブリッジ・インベストメンツ

「景気減速に伴い、広義のディフェンシブ銘柄は反発するとみています。2023年は一部銘柄に買いが集中した結果、中小型株と大型株の間に極端な乖離が生じており、中小型株の相対的魅力が増えています。」

フランクリン・エクイティ・グループ

「投資家は「マグニフィセント・セブン」だけでなく、より広範な市場全体にわたり、バリュエーションが魅力的な優良中小型成長銘柄に投資対象を広げるべきであると考えています。」

マーティン・カリー

「株式バリュエーションは、米国と比較すると欧州とアジアは依然より魅力がありますが、銘柄を厳選するアプローチが引き続き重要です（中略）エネルギー移行、高齢化、AIの分野を中心に、テーマ投資の機会は依然として豊富にあります。」

フランクリン・ミューチュアル・シリーズ

「...バリューストックへの投資により、投資家はより分散されたグローバルエクスポージャーを組み入れることができ、長期的に安定したリターンを獲得する可能性があると考えています。欧州では、世界的に競争力のある大企業が魅力的なバリュエーションで取引されており、将来的に魅力的なリターンを得られる可能性があると考えています。」

ロイス・インベストメント・パートナーズ

「短期的な見通しはこれまでと同様に不透明ですが、今後の小型株リターンについて、長期的に非常にポジティブにみる十分なプラス材料があります。全体として小型株のバリュエーションはより魅力的になっており、大型株に比べると一層割安に思われます。」

テンプレトン・グローバル・インベストメンツ

「2024年の最も魅力的な株式投資の機会は、新興市場と米国を除くグローバル株式と小型株が中心となっています。」

債券：運用チームの見解

フランクリン・テンプレトン債券グループ

「私たちは、高水準のインカムを提供するデュレーションの短い優良資産に引き続き注目しています。社債では、景気減速の影響をより強く受けるセクターや発行体に警戒感を持っています。証券化市場では、スプレッドのボラティリティ上昇でより魅力的なエントリーポイントが現出したため、エージェンシー・モーゲージ証券を厳選して積み増す方針です。」

テンプレトン・グローバル・マクロ

「中南米の一部の国は比較的早期に利下げに転じた恩恵を享受している一方、一部のアジア新興国はファンダメンタルズが堅調だが、いずれも金利差のような循環的要因とリショアリングのような構造的要因の両方が自国通貨をさらに押し上げると予想しています。」

ブランディワイン・グローバル

「2024年は投資家全般にとって好調な年になると考えています。バリュエーションの観点からは、債券市場は株式市場よりも魅力的に見えますが、本源的価値に対して大幅なディスカウントで取引されているセクターも恩恵を受ける水準にあるのは確かです。」

ウエスタン・アセット

「投資適格債は、ファンダメンタルズとテクニカルが下支えとなり、投資機会を提供しています。エージェンシー・モーゲージ証券は魅力的なスプレッドを提供し、キャリーも質が高い。また、新興国債券は、極めて低いバリュエーション、金融緩和の見通し、世界経済の成長持続から恩恵を受ける可能性を考慮すると、魅力的な投資機会としての魅力が際立っています。」

フランクリン・インカム・インベスターズ

「2024年に向けて、債券の中で当社が選好する資産エクスポージャーは、短期債から長期債まで米国債全般（イールドカーブ全体の米国債）と、借り換えリスクが非常に低く、バランスシートが引き続き堅固な投資適格社債です。」

投資の視点：2024年の投資機会

次ページ以降では、以下の質問に回答する形式で、各運用チームの2024年の見通しをご紹介します。

1. 主要国の景気はソフトランディングとハードランディングのどちらを予想しているか。
2. 主要国の金利とインフレの動向をどのように予想しているか。
3. アセットクラスのフォーカスを大きく変えるきっかけとなり得るのは何か。
4. どこに最良の投資機会があるか。
5. 主なリスク分野は何か。
6. 2024年のマーケットで大きなサプライズとなる可能性があるものは何か。

マルチアセット・インカムの展望

寄稿者

エド・パークス、CFA

最高投資責任者 (CIO)

フランクリン・インカム・

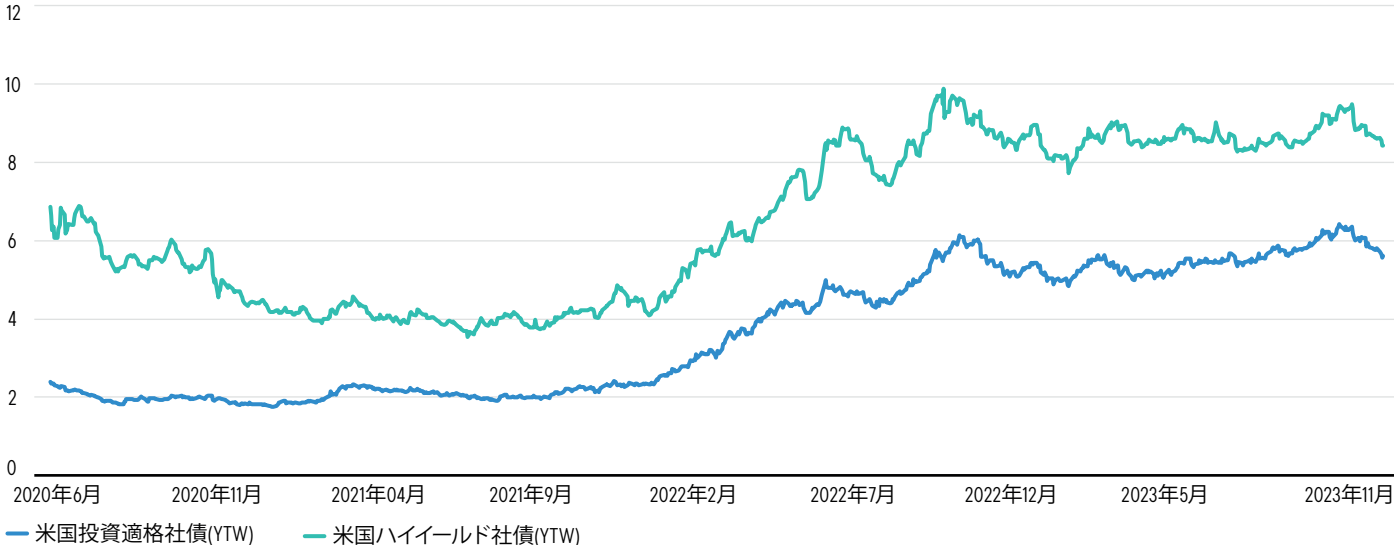
インベスターズ

利回り上昇でインカム投資の機会が拡大

債券利回り

2020年6月1日～2023年11月30日

平均最低利回り(YTW)/パーセント



出所：ブルームバーグ。米国投資適格社債 (YTW) はブルームバーグ米国社債インデックスで表され、投資適格の固定金利課税社債市場のパフォーマンスを測定する。この指数には、米国および米国以外の産業、公益事業、金融の発行体が公的に発行する米ドル建ての証券が含まれます。米国ハイ・イールド社債YTWは、ブルームバーグ米国コーポレート・ハイ・イールド・ボンド・インデックスを示し、米ドル建て高利回り固定利付社債市場のパフォーマンスを測定します。証券は、ムーディーズ、フィッチおよびスタンダード&プアーズの中位格付けがBa1/BB+/BB+以下の場合、ハイイールド債に分類されます。ブルームバーグの新興国の定義に基づく新興市場 (EM) のリスク国の発行体の債券は除外されています。インデックスは運用されており、インデックスに直接投資することはできません。インデックスには報酬、経費、販売手数料は含まれていません。過去の運用実績は、将来の運用成果を示すものでも保証するものでもありません。

ソフトランディング

FRBは金利を景気制約的な領域に移行する政策を推進しましたが、経済学的には、長い間、金融引き締めは長くさまざまな時間差を持って影響を与えるとの見方がなされていました。2024年を迎えるまさに今、金融引き締めが消費者と企業の消費行動に広範囲に及ぼす影響が目前に迫っているのかもしれない。米国経済は減速に向かうと予想されますが、おそらく従来市場関係者が予想していたほど軟化はしないものと思われる。

金利とインフレ

インフレ率がFRBの物価目標を上回ったままであるため、金利は長期的に高止まりする可能性があるかとみています。FRBの物価目標の2%に向けた残りの道筋はこれまでよりも困難なものになる可能性があります。

カタリスト

債券では、金融政策が景気制約的なものから中立的なものへ、あるいは景気減速や景気後退に陥った場合は、緩和的なものへ移行が予想されるため、魅力的なトータルリターンが得られる可能性が高いとみています。

投資機会

2024年に向けて、債券の中で当社が選好する資産エクスポージャーは、短期債から長期債まで米国債全般（イールドカーブ全体の米国債）と、借り換えリスクが非常に低く、バランスシートが引き続き堅固な投資適格社債です。

現在、当社は株式を大幅にアンダーウェイトしていますが、2024年に市場を特徴付けられると思われる潜在的な成長鈍化をより適切に割り引いたバリュエーションの案件の発掘に引き続き尽力しています。

リスク

株式のトータルリターン見通しは2024年は厳しくなる可能性があります。高金利が長期化し、金融引き締めの遅延効果により、今後数四半期の増収率と増益率は、より厳しい逆風にさらされると予想しています。

大きなサプライズ

2024年の大きなサプライズは、ロシア・ウクライナ間の戦争とイスラエル・ハマス間の戦争の地域紛争が終結することでしょう。実現すれば、現在市場が織り込んでいるよりも良好な経済環境がもたらされる可能性があります。

グローバル債券の展望

寄稿者

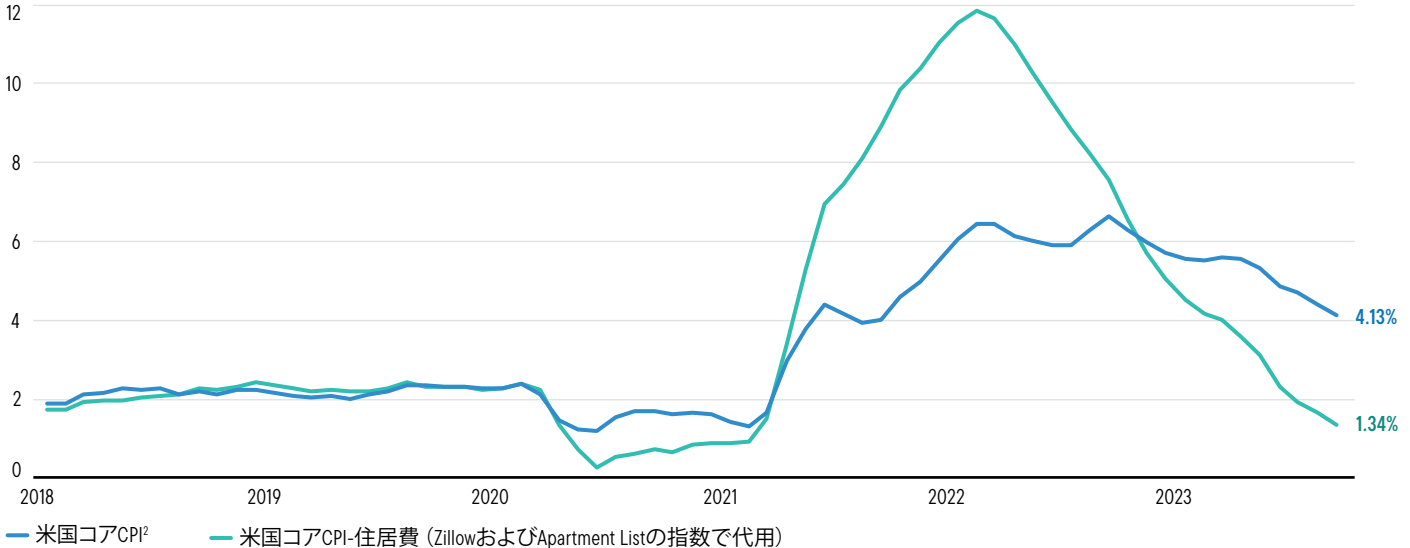
フランス・A・スコットランド
グローバル・マクロ・
リサーチ・ディレクター
ブランディワイン・グローバル

現在の家賃で調整した米コア消費者物価指数（CPI）が示す異なるインフレ状況

米国コアCPIインフレ率：前年比変化率

2023年9月1日現在

平均最低利回り(YTW)パーセント



出所：ブランディワイン・グローバル、マクロボンド、米労働統計局、Apartment List、Zillow。

ソフトランディング

当社は、FRBがインフレ低下に対し適切なタイミングで利下げすれば、金利正常化に景気後退は必要ないという基本シナリオを維持しています。FRBがインフレ率の鈍化を無視する期間が長いほど米国債のイールドカーブの逆転が続くことになり、景気後退や景気後退リスクを高めるイベントが断続的に生じる可能性が高くなります。景気後退に陥るシナリオの可能性は非常に小さいとは言えませんが、インフレに対して私たちが前向きに見ているように、可能性が最も高いシナリオではありません。

金利とインフレ

インフレは完全に低下局面に入っており、米国のコアCPIは、CPIの手法ではうまく捕捉できない住居費項目の調整後で見ると、すでにFRBの2%の物価目標を下回っている可能性があります。金融引き締めが遅延効果はまだ顕在化していないため、インフレが目標水準を下回るリスクもあります。このインフレ率の大幅な低下により、FRBが利上げを継続する必要

はなくなり、利下げに踏み切る可能性は高まるため、経済とマーケットにとって大きな安定材料となると予想されます。中国からもマクロ要因によるインフレ圧力はなく、欧州ではさらにディスインフレが進行している可能性があります。米国では、ドルの顕著な底堅さとうち国外からのデフレ圧力が国内のインフレの抑制に寄与しています。

カタリスト

米長期国債のトータルリターンは、予想を下回る状況が3年近く続いた後、平均回帰と正常化から大幅に反発する可能性があります。名目経済成長率が大きく低迷すれば、債券価格の反発の主なカタリストになる可能性が高いでしょう。米国経済の減速は主にインフレを通じてもたらされますが、FRBも、強い引き締め姿勢を崩さなければ、景気減速の一因となる可能性があります。FRBが私たちのシナリオどおりに動くことになれば、マーケットが現在想定しているよりも早期の利下げを予想することになるでしょう。

最高の投資機会

2024年は投資家全般にとって好調な年になると考えています。バリュエーションの観点からは、債券市場は株式市場よりも魅力的に見えますが、本源的価値に対して大幅なディスカウントで取引されているセクターも恩恵を受ける水準にあるのは確かです。

リスク

代表的なリスクとしては、地政学的混乱、景気後退、米国の財政政策と次期大統領選があります。米国の財政赤字は、経済成長率に対する金利水準を考慮すると持続不可能な水準にありますが、政治的な対立により、大幅な財政再建は困難となる可能性があります。

大きなサプライズ

最大のサプライズは、インフレ率が大きく低下することです。FRBがこのインフレ低下ストーリーを踏まえて行動し、米国債のイールドカーブが正常化すれば、2024年は力強い経済成長と低インフレの年になる可能性があります。

米国債券の展望

寄稿者

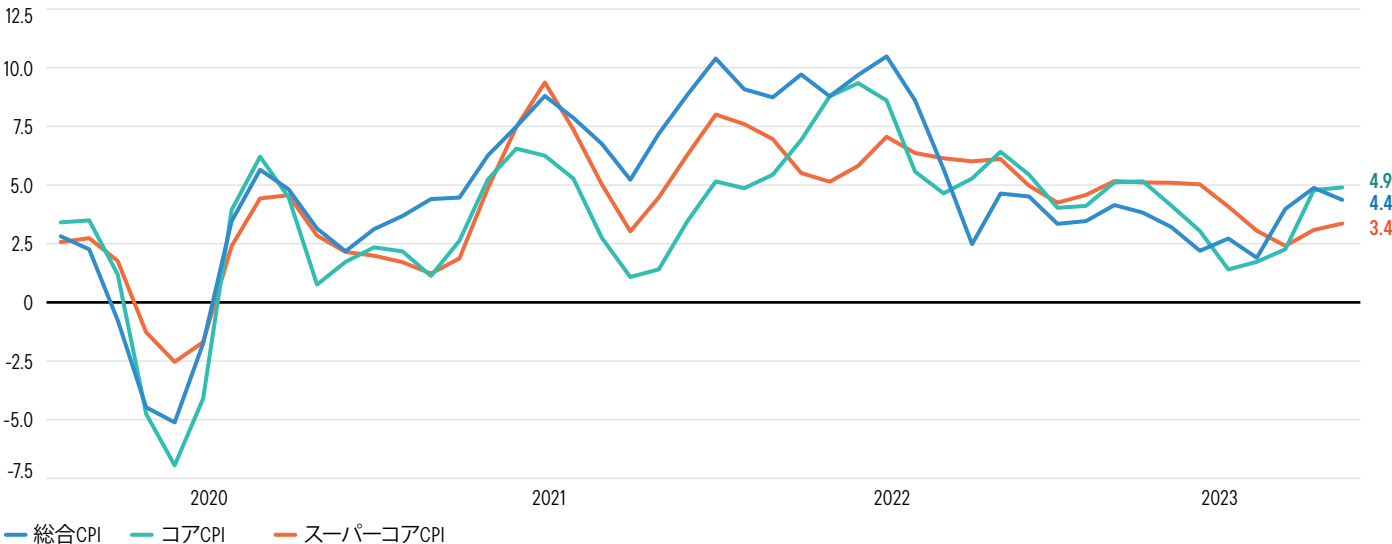
フランクリン・テンブルトン
債券グループ

インフレはまだ完全には抑制されていない

米国CPIインフレ率

2020-2023年のインフレ率（年率）

3ヵ月変化率（年率）



出所：フランクリン・テンブルトン債券グループ・リサーチ、米労働統計局、米経済分析局、マクロボンド。2023年11月15日現在。

ソフトランディング

2024年から2025年の間に米国経済がテクニカル・リセッション（2四半期連続でのマイナス成長）に陥るとはみていませんが、『ソフトランディング』シナリオとなっても、景気減速に伴う痛みは多少生じるでしょう。現時点では、私たちは、失業率は上昇し、2024年第3四半期に4.5%前後でピークに達すると予想しています。

金利とインフレ

1年前と比べると、米国のインフレ率はFRBの目標水準に近づいてはいるものの依然かなり開きがあります。FRBによる引き締め効果は、住宅や企業投資など、より金利に敏感なセクターに顕在化しています。しかし、労働市場のひっ迫による実質賃金の上昇、堅調な消費行動、米国財政支出の増加は、インフレ抑制というFRBの目的の遂行を一層複雑なものにしており、コアCPIは2025年中はFRBの目標水準である2.0%を上回るとの見方を維持しています。

カタリスト

来年は大幅なキャピタルゲインを獲得できる機会はあまりないとみています。利回りは多くのセクターで魅力的な水準を維持しており、債券を保有することにより、多額のインカムがリターンを牽引すると予想しています。

最高の投資機会

私たちは、高水準のインカムを提供するデュレーションの短い優良資産に引き続き注目しています。社債では、景気減速の影響をより強く受けるセクターや発行体に警戒感を持っています。証券化市場では、スプレッドのボラティリティ上昇により魅力的なエントリーポイントが現出したため、エージェンシー・モーゲージ証券を厳選して積み増す方針です。スプレッドの拡大や米国債利回り上昇シナリオの影響を抑制するため、ポートフォリオ構築の基本方針として、ダウンサイド・リスクを慎重に管理しています。

リスク

私たちの基本シナリオでは想定していないものの、全体として過剰な金融引き締めにより米国が景気後退に陥るシナリオや、FRBが時期尚早にFF金利の引き下げに転じて景気を刺激し、インフレが再燃する可能性も想定されます。また、世界的な紛争によりコモディティ価格が上昇する可能性があり、地政学的リスクは依然高止まりしています。

大きなサプライズ

FRBはインフレ率を目標水準の2%まで持続的に低下させるため、2024年の大半は金利を現在の水準に維持せざるを得ないと思われ、現在、2024年中の大幅な利下げを予想しているマーケットでは、短期・長期利回りに対する期待は再調整を余儀なくされるでしょう。

グローバル債券の展望

寄稿者

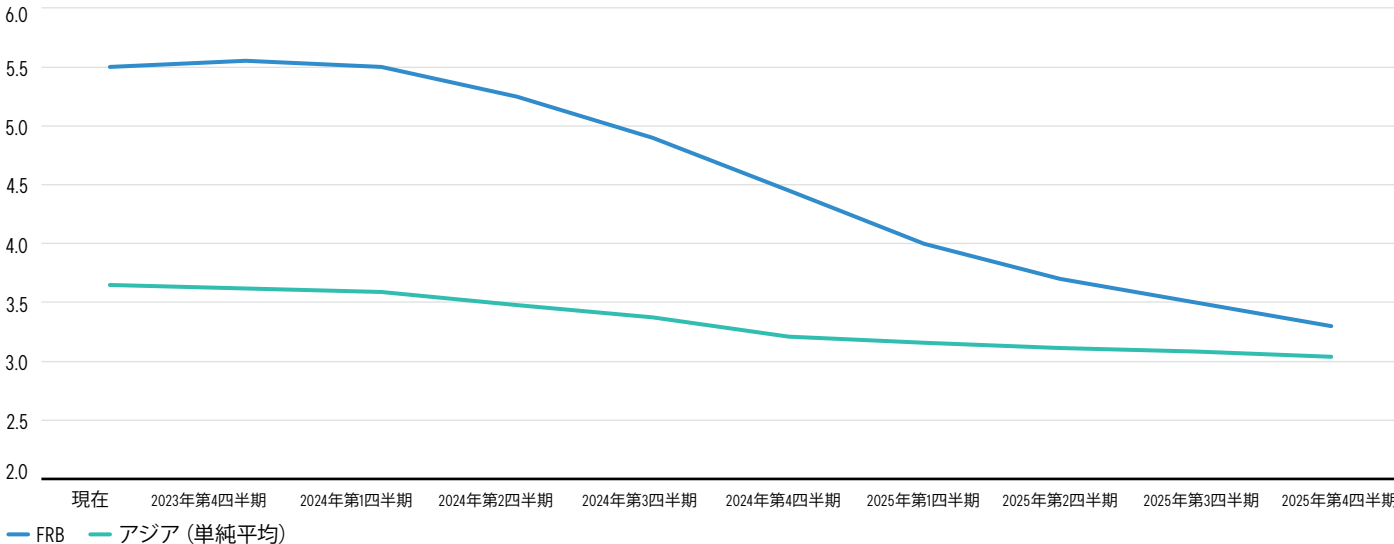
テンプルトン・グローバル・マクロ

金利差：FRBとアジア中銀の金利差がアジア通貨を下支えする見通し

市場コンセンサスで見たFRBとアジア中銀の政策金利の軌道

2023年10月31日現在

パーセント



出所：ブルームバーグ。データは2023年10月31日現在。注：「アジア」はアジア7カ国（オーストラリア、日本、韓国、インド、インドネシア、マレーシア、タイ）の単純平均。金利予想はブルームバーグ・コンセンサスに基づくものであり、いかなる推測、予想、予測も実現することを保証するものではありません。

ソフトランディング

成長に対するリスクは依然残っており、世界経済のペースは急成長というより、緩やかと言えるものですが、この1年の経済を振り返ると、昨年の中頃予想していたよりもいくぶん良好であり、世界的な景気後退という最悪のシナリオが現実化しなかったのは確かといえるでしょう。国際通貨基金（IMF）の直近の予測では、2024年の世界経済成長率を2.9%、アジア新興国の成長率は4.8%としています³。

金利とインフレ

世界的に金融政策サイクルはピークに達し、インフレ率は、多くの国でピークから急激に低下しました。これにより、世界中のほとんどの中央銀行は、それまでの引き締めを減速することができました。世界的に金融政策は緩和されつつありますが、2024年はそれが徐々に同期化していく可能性が高いと思われます。唯一の例外と目されるのが日本で、リフレ

がより構造的に定着するに従い、日銀は現在の超緩和的な政策スタンスを正常化し始めると考えられます。

カタリストと投資機会

循環的要因（特に米国の金利上昇サイクルの終焉）と構造的要因（米国の経常赤字と財政赤字の双子の赤字）の両方が米ドル安をもたらすと考えており、日本だけでなく、一部新興市場も米ドル安の恩恵を受けると予想しています。早期に利上げした一部の中南米の国はその恩恵を受けており、アジアの一部の新興国は経常黒字、少ない財政赤字、低い債務水準といった堅固なファンダメンタルズを備えており、金利差のような循環的要因やリショアリングのような構造的要因の両方が、自国通貨をさらに押し上げていくと思われる。日本は構造的に大きく改善している点で際立っており、円はその恩恵を受けると予想しています。

リスク

コロナ禍が収束し、ある種の正常な状態に戻ることが期待されていましたが、現実にはさまざまな地政学的要因が絶えず影を落とすニューノーマルが現出する事態となっています。コロナ禍以前から緊張が高まっていた米中関係は、ここにきて緊張緩和に向けた取り組みも見られている一方、ロシア-ウクライナ戦争は続いており、その潜在的なリスクは依然残っています。加えて、イスラエルとガザでの武力衝突により、引き続き地政学的問題に関心が集まっています。

大きなサプライズ

市場に衝撃を与える予想外の出来事は、地政学的要因から生じる可能性が最も高いと考えています。

グローバル債券の展望

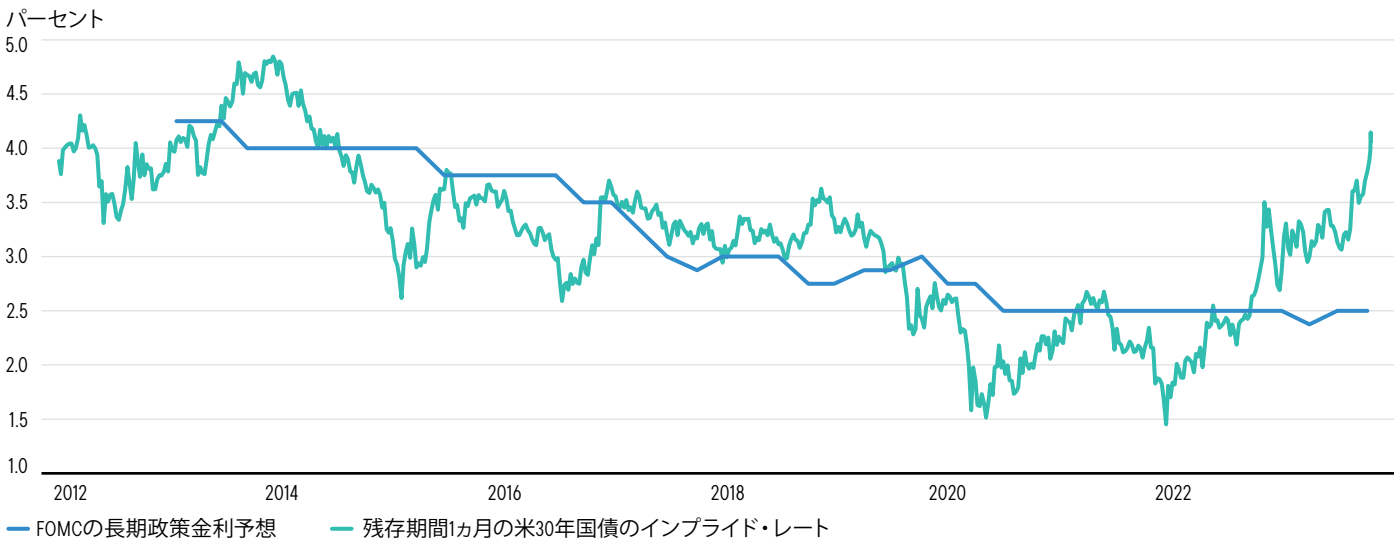
寄稿者

ウエスタン・アセット

経済指標や当社予想に反して米国債利回りは上昇

長期の市場金利の推移と連邦公開市場委員会（FOMC）予想

2023年9月29日現在



出所：ブルームバーグ。過去の運用実績は、将来の運用成果を保証するものではありません。いかなる推測、予想、予測も実現することを保証するものではありません。

ソフトランディング

金融引き締めなどの逆風が定着するに従い、経済成長は現在の水準から減速すると予想しています。米国ではプラス成長が見込まれ、景気後退は回避されるとみられますが、マイナス要因を過小評価することはできないと考えています。欧州では、信用状況の引き締めにより、景気は下振れするリスクがより大きいとみられています。中国では、追加的な政策支援により、経済は政府目標に沿った軌道を維持するものと思われます。

金利とインフレ

世界的にディスインフレ傾向が定着しており、インフレ率の低下はすでに大きく進展しています。米国では、ディスインフレ傾向が続くと予想されますが、インフレ率がFRBの目標水準の2%まで低下するかは不透明です。欧州では、特にサービスセクターでインフレ率はピークから下落し始めるに従い、インフレは着実に低下し続けると予想される。中国では成長減速が続いており、世界経済の緩やかなデフレ要因となっています。

カタリスト

債券の利回りは過去15年間で最も魅力的な水準にあり、インフレは低下し金利サイクルもピークアウトして環境も改善していることから、債券には強い追い風が吹いているとみられています。過去のパターンでは、FRBが利上げを続けた後に一時停止すると、債券はプラスのリターンを上げてきました。さらに、債券は、その最も重要なメリットのひとつである分散効果が再び機能しているようです。債券のインカムは名目ベースでも実質ベースでも、最近の株式利回りを大きく上回る魅力的な水準にあるため、このことは特に重要です。

投資機会

新興国債券は、極めて低いバリュエーション、金融政策緩和の見通し、世界経済の成長持続から恩恵を受ける可能性を考慮すると、魅力的な投資機会としての魅力が際立っています。ハイイールド債のバリュエーションは、足元のファンダメンタルズ指標を考慮すると、非常に魅力的であり、投資適格債でも、ファンダメンタルズ要因とテクニカル要因に支えられ、投資機会

が現出しています。また、エージェンシー・モーゲージ証券は魅力的なスプレッドと質の高いキャリアを提供するとみえています。

リスク

マクロ材料に対するセンチメントの予想外の変化や地政学的動向、各国中銀の過剰な引き締めの懸念が続くことがリスクと考えています。

大きなサプライズ

米国と世界の景気に対する逆風が強まれば、ハードランディングのシナリオが現実化する可能性があります。複数の国や企業で債務借り換えやデフォルトのリスクが高まる可能性があり、そうなれば、FRBをはじめとする各国中銀が、現在市場が織り込んでいるよりも早期に利下げに踏み切ると予想されます。

逆に、米国が主導する形で世界的に経済成長が加速すれば、インフレは再燃し長期にわたり高止まりすると予想されます。この場合、FRBや他の中央銀行はタカ派的なスタンスを再開し、さらなる利上げを示唆する可能性が高いでしょう。

米国株式の展望

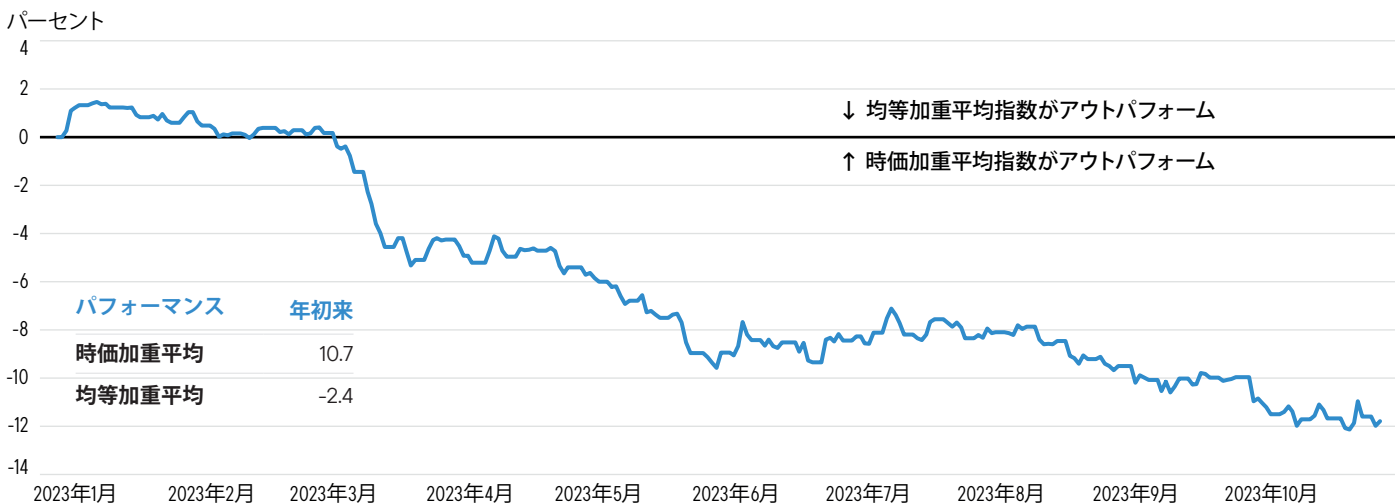
寄稿者

スコット・グラッサー
チーフ・インベストメント・オフィサー
兼ポートフォリオ・マネージャー
クリアブリッジ・インベストメンツ

均等加重平均と時価加重平均のリターン格差拡大でアクティブ運用にチャンス

S&P 500指数（均等加重平均）：年初来パフォーマンス

2023年1月1日～2023年10月31日



出所：ファクトセット。インデックスは運用されておらず、インデックスに直接投資することはできません。インデックスには報酬、経費、販売手数料は含まれていません。過去の運用実績は、将来の運用成果を示すものでも保証するものでもありません。

ソフトランディング

ソフトランディングは運用で最も議論されているテーマです。足元の市場はソフトランディングを織り込んでいますが、当社が注視してきた（景気後退の）前提条件は続いており、景気後退の基本シナリオを維持しています。景気先行指標（LEI）は過去2年間で大きく低下した結果、現在はGDP成長率との乖離が生じていますが、LEIの影響が遅れて現れることは珍しくありません。米国債のイールドカーブは1年以上前から逆転しており、今や景気後退の引き金になる可能性があります。米国経済は軟化しており、当社は、ハードランディングは予想していないものの、投資家はこうした警戒信号に十分な注意を払っていないと思われます。

金利とインフレ

FRBは利上げを終了したと考えています。米国経済はディスインフレの傾向にあるとみっていますが、インフレ退治の「ラスト1マイル」は最も難しい道のりとなると思われます。サービスインフレは依然として根強く、FF金利は、債券市場が現在想定しているよりも、より長期にわたり高止まりすると予想しています。

カタリスト

投資家は引き続き、企業の予想業績の修正や金利の大幅な変化を材料視する可能性が高いと思われます。短期的には、投資家心理や地政学的要因、国内政局がマーケットの方向性を決定する公算が大きいです。また、AIや新型糖尿病治療薬（GLP-1受動体作動薬）は、いずれも重要な材料になるとみっていますが、セクターリターンをけん引するという意味では、2023年には劣るとみています。

投資機会

株式市場には、互いに関連する主に3つの乖離があり、2024年にこれが反転する可能性があると考えています。第一に、S&P500の時価加重平均指数と均等加重平均指数のパフォーマンスに歴史的に大きな乖離が生じていることは、分散ポートフォリオのアクティブ運用にとって投資の好機が生じていることを示唆しています。第二に、景気減速に伴い、広義のディフェンシブ銘柄は反発するとみえています。最後に、2023年は一部銘柄に買いが集中した結果、中小型株と大型株の間に極端な乖離が生じており、中小型株の相対的魅力が増えています。

リスク

株式にとって最大の長期的リスクは、昨年の一部銘柄に集中した上昇が繰り返されることです。昨年は、一握りの大型テクノロジー銘柄がリターンを継続的に押し上げ、時価総額加重指数はさらに集中度を増し、買いの広がりは依然として弱い、ないし悪化も見られたことです。

大きなサプライズ

おそらく最大のサプライズは、労働市場、ひいては消費者と経済成長が予想を上回る状況が続いてインフレが再燃し、利回りが再び高水準に上昇するシナリオであると考えています。

グロース株の展望

寄稿者

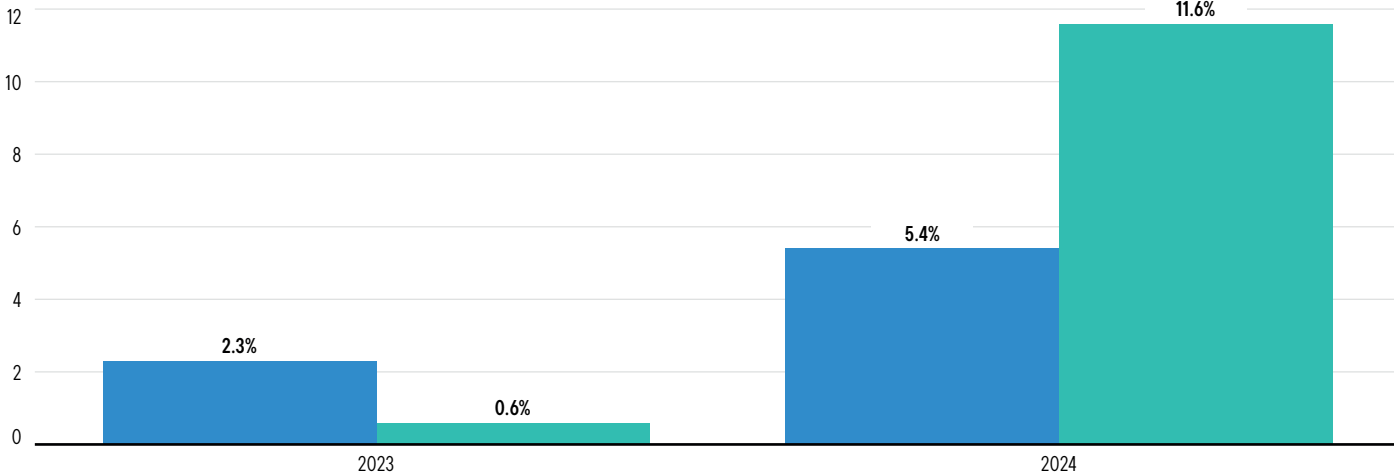
フランクリン・エクイティ・グループ

米国株式：S&P500指数構成銘柄は2024年の増収率と増益率は加速へ

S&P500指数の増収率と増益率

2023年11月17日現在

パーセント



■ 増収率 ■ 増益率

出所：ファクトセット。いかなる予測、予想、見積もりも実現する保証はありません。インデックスは運用されておらず、インデックスに直接投資することはできません。インデックスには報酬、経費、販売手数料は含まれていません。過去の運用実績は、将来の運用成果を示すものでも保証するものではありません。

ソフトランディング

米国では、景気後退リスクが緩和し、インフレが沈静化して経済指標の安定が続き、FRBの引き締めサイクルは終了に近づくかと予想しています。

金利とインフレ

インフレはおおむね減速していますが、金融引き締めや銀行の融資基準厳格化の遅延効果など、経済への逆風は続いています。2024年が進むに従い、米国経済は減速すると予想され、インフレ低下が続き、FRBが利下げする可能性があると考えています。

カタリスト

米国経済は比較的良好な状態にあり、マーケットは回復と成長の新たな局面に入りつつあることを示すエビデンスが増えているとみています。私たちの分析では、長期的な株式ファンダメンタルズが堅調を保っているほか、AIへの期待が米国株を下支えする可能性があります。予想業績の修正は一段落し、2023年が前年並みの増益率となったことをほぼ織り

込まれました。2024年は多くの企業にとって増収率と増益率の転換点となる可能性があると考えており、金利動向がより安定、場合によっては低下すれば、魅力的なトータルリターンが期待できるよりデュレーションの長い株式に、これまで様子見していた投資資金が流入する可能性があります。

投資機会

この投資機会を活用するには、投資家は「マグニフィセント・セブン」だけでなく、より広範な市場全体にわたり、バリュエーションが魅力的な優良中小型成長銘柄に投資対象を広げるべきです。中小型の成長企業には、バリューチェーン全体に良い影響を与えるイノベーションと破壊をもたらす可能性があります。私たちが注目する投資対象の多くは、デジタル・トランスフォーメーションなどの長期的な成長テーマに関連するもので、長期的に安定したパフォーマンスをもたらす可能性があると考えています。

リスク

重要なリスクはおおむね、本質的にマクロ経済的なものとみています。インフレ指標が高止まりしたり、再び加速したりすれば、FRBの今後の決定に対するマーケットの見方が変わる可能性が高いと思われる。また、世界で生じている紛争に起因するボラティリティや、米国については、2024年の大統領選が近づくに従い、米政府閉鎖の可能性が取り沙汰される影響や将来の政策期待も考慮しています。最後に、健全なバランスシート、堅調な雇用、賃金上昇の中で底堅く推移してきた個人消費の動向を注視しています。

大きなサプライズ

数年にわたるコロナ禍、予期せぬ地政学的事件が世界の多くの地域で深刻な紛争に拡大したこと、経済の不確実性の継続といった近年の世界を振り返ると、「大きな」サプライズが何もしらなければ、それ自体が大きなサプライズになるでしょう。

小型株の展望

寄稿者

フランシス・ギャノン
共同最高投資責任者

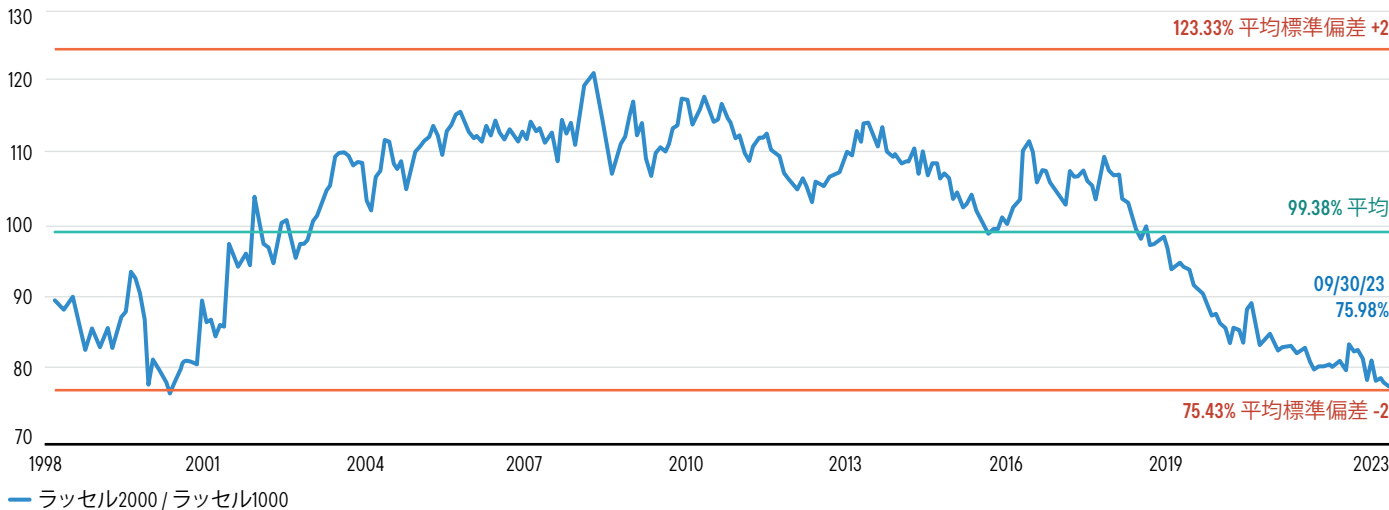
ロイス・インベストメント・
パートナーズ

大型株に対する小型株の相対バリュエーションは約25年ぶりの低水準に

ラッセル1000 vs ラッセル2000：LTM EV/EBIT倍率（EBITがマイナスの企業を除く）の推移

1998年9月30日～2023年9月30日

パーセント



注：EBIT=金利・税引前利益。LTM EV = 過去12ヶ月の企業価値

出所：ファクトセット。インデックスは運用されておらず、インデックスに直接投資することはできません。インデックスには報酬、経費、販売手数料は含まれていません。過去の運用実績は、将来の運用成果を示すものでも保証するものでもありません。

ソフトランディング

当社は、米国経済がいつ、どのような形で景気後退に陥るかを予測しませんが、小型株市場はすでにリセッションを織り込んでおり、多くの企業が景気後退の可能性に備えてきたと考えています。

金利とインフレ

経験則から、FF金利が引き上げられた最初の年の小型株のリターンは通常良好であることが知られています。しかしこれに反し、2022年3月のFRBによる最初の利上げ後の12ヵ月間で、ラッセル2000インデックスは下落しました。一方、最後の利上げ後12ヵ月間の同インデックスの平均リターンは、1990年代半ば以来平均18.4%と非常に高いものになっています⁴。

カタリスト

小型株は依然として典型的な弱気相場にあり、2021年末後半の高値から25%近く下落しています。利上げサイクルの終了、インフレの鈍化、堅調を維持する労働市

場、安定的な個人消費など、小型株のパフォーマンスを復活させる可能性を持つ要因は数多く存在しています。堅調な設備投資、リショアリング現象、「CHIPS・科学法」の効果、AIの導入はすべて非常に有望な要素ですが、その恩恵はまだ完全には認識されていません。

投資機会

短期的な見通しはこれまでと同様に不透明ですが、今後の小型株リターンについて、長期的に非常にポジティブにみる十分なプラス材料があります。私たちが話をした企業経営陣の大半は、長期的には慎重ながらも楽観的な見方を維持している。グループでみると小型株のバリュエーションはより魅力的になっており、大型株に比べると一層割安に思われます。実際、EV/EBIT倍率でみると、9月末時点でも小型株は大型株に対して20年来の低水準に近い水準にあります（上図参照）。私たちは、小型株ユニバース全体を通じ

て、クオリティとアクティブ・マネジメントを重視しています。資本へのアクセスが劇的に変化していることを顧慮すると、この不透明な時代では、より強い企業がアウトパフォームし続けると予想しています。セクターでは、引き続き、資本財、金融、ITに注目しています。

リスク

地政学的情勢、米国大統領選挙、金融システムに問題が生じることが主なリスクと考えています。

大きなサプライズ

私たちは、小型株は回復に向かうと確信しています。ラッセル2000インデックスの5年間の年率リターンが平均を下回ったことは、経験則から、向こう5年間は平均を上回るリターンが期待されます。

バリュース株の展望

寄稿者

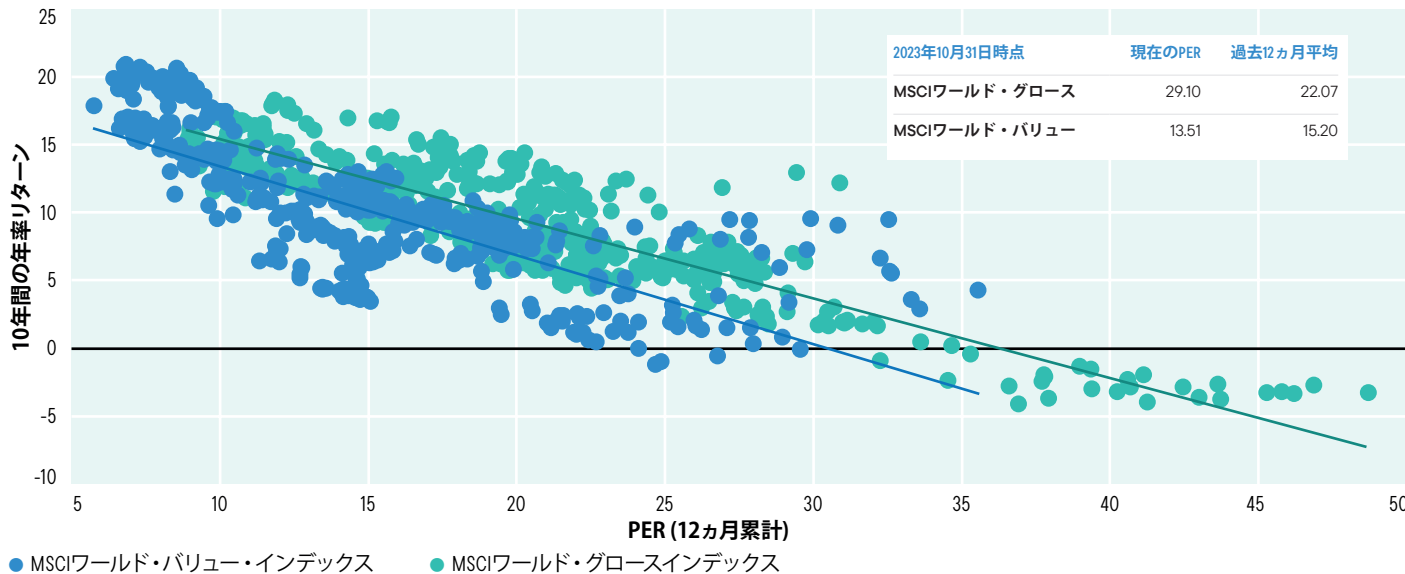
クリスチャン・コレア、CFA
最高投資責任者 (CIO)

フランクリン・ミューチュアル・シリーズ

長期リターンにはバリュエーションが重要

MSCIワールド・バリュー・インデックスおよびMSCIワールド・グロース・インデックス、投資開始時の株価収益率とその後10年間の年率リターン

直近12カ月のPERとその後の10年間の年率リターン（1974年12月31日以降）



出所：ファクトセット、MSCI。MSCIワールド・グロース・インデックスは、全体としてグローススタイルの特徴をもつ先進国23カ国の大型株および中型株で構成されています。MSCIワールド・バリュー・インデックスは、バリュースタイルの特徴をもつ先進国23カ国の大型株および中型株で構成されています。MSCIは、ここに示されたMSCIデータに関していかなる保証も行わず、いかなる責任も負いません。これ以上の再配布や使用は許可されていません。本レポートは、MSCIによって作成または承認されたものではありません。重要なデータ提供者の注記および規約については、www.franklintempletondatasources.comをご参照ください。インデックスは運用されておらず、インデックスに直接投資することはできません。インデックスには報酬、経費、販売手数料は含まれていません。過去の運用実績は、将来の運用成果を示すものでも保証するものでもありません。

カタリスト

バリュース株は歴史的に魅力的なバリュエーションで推移していますが、2024年はより不透明性が高まる可能性があり、これが投資家にとっては有利に働く可能性があるかとみています。当社の分析によると、歴史的に投資時のバリュエーションは長期的な将来リターンの強力な指標であり（上記図表参照）、MSCIワールド・バリュー・インデックスの現在のバリュエーションは、将来大きなリターンが期待できる魅力的な投資を見つける多くの機会があることを示唆しています。

投資機会

2023年の世界株式市場のリターンは少数の米国株に集中したことから、バリュース株への投資を進めることで、投資家はより分散されたグローバル・エクスポージャーを組み入れ、長期的に安定したリターンを得られる可能性があると考え

ています。欧州では、世界的に競争力のある大企業が魅力的なバリュエーションで取引されており、将来的に魅力的なリターンを得られる可能性があると思われる。また、日本は投資家の注目に値する、ダイナミクスが増している市場であるとみています。より多くの日本企業が、資本収益率の改善に注力しており、インフレ率が上昇する中で値上げし、成長加速を追求するために率先してより多くのリスクを取るなど、過去数十年から著しい変貌を遂げています。政府のインフラ支出や長期的なエネルギー転換の対象となっているセクターは、割安なバリュエーションで取引されており、長期的に魅力的な投資案件となる可能性があります。

金利とインフレ

金利とインフレ世界的に金融政策の正常化が進めば、特定のバリュース志向のセクターにさらにプラスの影響を与えると予

想されます。過去1年間は、金利の上昇により、資金は配当銘柄から債券へとシフトしてきました。バリュース投資家にとって、消費財、公益事業、不動産セクターの最近のバリュエーション低下により、ファンダメンタルズからみると不当に低いバリュエーションで取引されている銘柄を発掘する見通しが高まっている可能性があります。

リスク

労働市場は今のところ、企業や政府の継続的なインフラ支出に支えられ、労働参加率の上昇、賃金の上昇、低水準の失業率が続いており、底堅さを維持しています。しかし、賃金、雇用、個人消費、あるいは予定されたインフラ支出が低迷すれば、景気は減速する可能性があります。

グローバル株式の展望

寄稿者

マンラージ・セクホン

最高投資責任者 (CIO)

テンブルトン・グローバル・

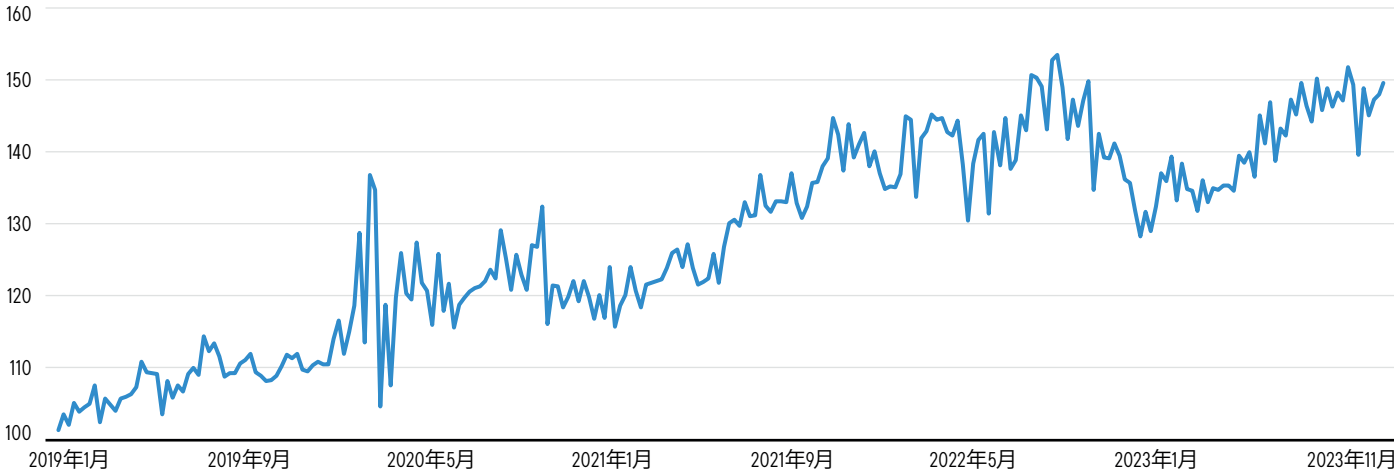
インベストメンツ

過去5年間、米国株式は米国以外の株式をアウトパフォームしてきたが、2024年にはトレンドが変わる可能性がある

MSCI 米国インデックスとMSCI ACワールド・インデックス (除く米国)

2019年1月11日～2023年11月29日

米国/ACワールド (除く米国) の相対パフォーマンス / 2019年1月=100



出所：ブルームバーグ。MSCI 米国インデックスは、米国市場の大型株および中型株のパフォーマンスを測定するように設計されています。MSCI オール・カントリー・ワールド・インデックス (ACWI) (除く米国) は、米国を除く世界の先進国および新興国の株式市場のパフォーマンスを測定するように設計された、浮動株調整後時価総額加重型のインデックスです。インデックスは運用されておらず、インデックスに直接投資することはできません。インデックスには報酬、経費、販売手数料は含まれていません。過去の運用実績は、将来の運用成果を示すものでも保証するものではありません。

ソフトランディング

米中両国は、2024年の景気後退を回避する公算が大きく、また金融政策当局には、景気刺激策をとる余地がかなりあるとみています。現在入手可能なデータからみると、米国経済はソフトランディングが予想されます。中国経済はすでに減速しており、不動産などのセクターで急激に減速していますが、グリーンエネルギーや輸送の電化関連などの他のセクターは高い成長が続いています。

金利とインフレ

米国のインフレ率は低下傾向が続く可能性が高いと思われます。中国は、同国の余剰生産能力を考慮すると、インフレは今後も抑制されるでしょう。米国の金利は現行の高水準から引き下げられる可能

性が高い一方、中国は、来年も景気を刺激するため、預金準備率と利下げを組み合わせた金融緩和を継続すると予想しています。

カタリスト

米国の利下げとドル安、米国経済の成長減速の兆候は、米国を除くグローバル株式と新興国株式の市場にとってプラス材料になると考えています。

最高の投資機会

2024年の最も魅力的な株式投資の機会には、新興市場と米国を除くグローバル株式と小型株が中心となっています。

リスク

世界人口の25%を占める米国、インド、インドネシアの有権者が、来年投票を控

えています。これらの国の選挙や台湾の総選挙の前後の期間は、株式市場にとってリスクが高まるとみています。さらに、地政学的な不確実性も継続的なリスク要因として注視しています。

大きなサプライズ

2024年に市場にサプライズをもたらす主な要因としては、インフレの再燃、米国またはユーロ圏経済のハードランディングなどが挙げられます。地政学的リスクが現在の高い水準からさらに悪化することも、マーケットにとってサプライズとなると考えられます。

グローバル株式の展望

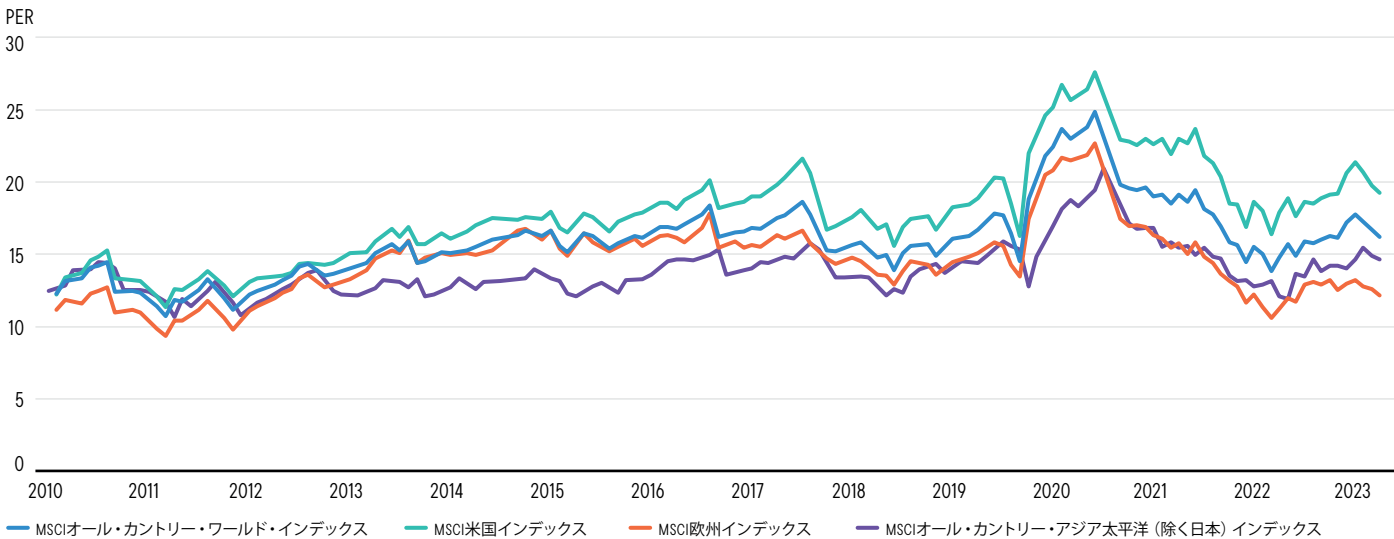
寄稿者

マーティン・カリー

欧州とアジアの株式バリュエーションは依然相対的に魅力的

各株式市場の翌年度予想利益ベースのPER

2023年10月31日現在



出所：ファクトセット。MSCIオール・カンントリー・ワールド・インデックスは、先進国23カ国と新興国24カ国の大型株および中型株で構成されています。MSCI米国インデックスは、米国市場の大型株および中型株のパフォーマンスを測定するよう設計されています。MSCI欧州インデックスは、欧州先進国15カ国の大型株および中型株で構成されています。MSCIオール・カンントリー・アジア太平洋（除く日本）インデックスは、アジア太平洋地域の先進国5カ国中日本を除く4カ国と新興国9カ国の大型株と中型株で構成されています。いかなる予測、予想、見積もりも実現する保証はありません。インデックスは運用されておらず、インデックスに直接投資することはできません。インデックスには報酬、経費、販売手数料は含まれていません。過去の運用実績は、将来の運用成果を示すものでも保証するものでもありません。

ソフトランディング

マクロ経済が失速するリスクがあり、2024年は、欧州と英国でスタグフレーションが進行し、米国と中国の経済が減速する可能性があります。2022年から2023年にかけて行われた急速な利上げにより、景気後退リスクは高まっているとみています。

金利とインフレ

インフレ圧力は全般に低下しつつあるものの、2024年のインフレは上昇し、長期化する可能性があります。賃金インフレは依然として重要な焦点となります。金融政策は引き締めピークに達したか、ピークに近づいています。2024年後半まで欧米の中央銀行が利下げに転換することはないと予想しています。

カタリスト

私たちは非常に緩やかな経済成長を予想していますが、中央銀行が政策を転換し、主要中銀の利下げが同期化する見通しは、2024年の株式市場の支援材料となり、優良成長株に投資するスタイルのリーダーシップを支えていく可能性があります。

投資機会

株式バリュエーションは、米国と比較すると欧州とアジアは依然より魅力がありますが、銘柄を厳選するアプローチが引き続き重要です。不透明なマクロ情勢やインフレ環境、低成長の見通しを考慮すると、当社は、長期的な構造的成長テーマの影響を受け、価格決定力と堅固なバランスシートを持つ、収益成長が底堅い企業に引き続き注目しています。また、エネルギー移行、高齢化、AIの分野を中心に、テーマ投資の機会は依然として豊富にあります。

リスク

リスクとしては、現行の財政・金融政策、依然として不透明なインフレ環境、スタイル・リーダーシップと株式市場のボラティリティ、利益率の圧迫、税率の引き上げ、構造的な低成長要因、地政学的緊張などが挙げられます。

大きなサプライズ

2024年以降は、これまで以上に破壊的な10年が加速し、企業にも投資家にもチャンスとチャレンジの両方がもたらされる可能性があります。投資はネットゼロに移行する世界と、AIがもたらす急激な変化に向けた投資に焦点を当てられるでしょう。イノベーションのペースとそれに伴うディスラプション（破壊をもたらす）混乱は、今後ますます加速していくでしょう。私たちは、人口動態の変化、テクノロジーの未来、資源不足という3つのメガトレンドに引き続き注目していく意向です。

寄稿者

フランクリン・テンプレトン債券グループ ウェスタン・アセット

マーティン・カリー

テンプレトン・グローバル・マクロ

フランクリン・エクイティ・グループ



エド・パークス、CFA
最高投資責任者 (CIO)
フランクリン・インカム・
インベスターズ



**フランシス・A・
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



スコット・グラッサー
最高投資責任者 (CIO)
兼ポートフォリオ・
マネージャー
クリアブリッジ・インベス
トメンツ



フランシス・ギャノン
共同最高投資責任者
ロイス・インベストメント・
パートナーズ



**クリスチャン・コレア、
CFA**
最高投資責任者 (CIO)
フランクリン・ミューチュ
アル・シリーズ



マンラージ・セクホン
最高投資責任者 (CIO)
テンプレトン・グローバル・
インベストメンツ

脚注

1. インデックスは運用されておらず、インデックスに直接投資することはできません。インデックスには報酬、経費、販売手数料は含まれていません。
2. CPIは、家計が直接支出する代表的な財・サービスの組み合わせ（バスケット）の費用を測定するものですが、特筆すべき例外として、持ち家の帰属家賃も含んでいます。コアCPIは、CPIから食品価格とエネルギー価格を除いたものです。
3. いかなる推測、予想、予測も実現することを保証するものではありません。
4. 出所：ファクトセット。インデックスは運用されておらず、インデックスに直接投資することはできません。**過去の運用実績は、将来の運用成果を示すものでも保証するものでもありません。**

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。

債券には金利リスク、信用リスク、インフレリスク、再投資リスクがあり、投資元本を割り込むことがあります。金利が上昇すると、債券の価値は下落します。低格付けのハイイールド債は、価格の変動が大きく、流動性が低く、デフォルトの可能性が高くなります。

株式は価格変動の影響を受け、投資元本を割りこむことがあります。中小型株は大型株に比べ、より大きなリスクとボラティリティを伴います。

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。

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。

オルタナティブ戦略への投資には、大きな価値変動の影響を被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・templton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・templton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・templton（「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・templtonの機関投資家向け窓口にご相談ください。

Issued in the U.S. by Franklin Distributors, LLC, One Franklin Parkway, San Mateo, California 94403-1906, (800) DIAL BEN/342-5236, franklintempleton.com—Franklin Distributors, LLC, member FINRA/SIPC, is the principal distributor of Franklin Templeton U.S. registered products, which are not FDIC insured; may lose value; and are not bank guaranteed and are available only in jurisdictions where an offer or solicitation of such products is permitted under applicable laws and regulation.

Canada: Issued by Franklin Templeton Investments Corp., 200 King Street West, Suite 1500 Toronto, ON, M5H3T4, Fax:(416) 364-1163, (800) 387-0830, www.franklintempleton.ca.

Offshore Americas: In the U.S., this publication is made available only to financial intermediaries by Franklin Distributors, LLC, member FINRA/SIPC, 100 Fountain Parkway, St. Petersburg, Florida 33716. Tel: (800) 239-3894 (USA Toll-Free), (877) 389-0076 (Canada Toll-Free), and Fax: (727) 299-8736. Investments are not FDIC insured; may lose value; and are not bank guaranteed. Distribution outside the U.S. may be made by Franklin Templeton International Services, Sà r.l. (FTIS) or other sub-distributors, intermediaries, dealers or professional investors that have been engaged by FTIS to distribute shares of Franklin Templeton funds in certain jurisdictions. This is not an offer to sell or a solicitation of an offer to purchase securities in any jurisdiction where it would be illegal to do so.

Issued in Europe by: Franklin Templeton International Services Sà r.l.—Supervised by the *Commission de Surveillance du Secteur Financier*—8A, rue Albert Borschette, L-1246 Luxembourg. Tel: +352-46 66 67-1, Fax: +352-46 66 76. **Poland:** Issued by Templeton Asset Management (Poland) TFI SA; Rondo ONZ 1; 00-124 Warsaw. **South Africa:** Issued by Franklin Templeton Investments SA (PTY) Ltd, which is an authorized Financial Services Provider. Tel: +27 (21) 831 7400, Fax: +27 (21) 831 7422. **Switzerland:** Issued by Franklin Templeton Switzerland Ltd, Stockerstrasse 38, CH-8002 Zurich. **United Arab Emirates:** Issued by Franklin Templeton Investments (ME) Limited, authorized and regulated by the Dubai Financial Services Authority. **Dubai office:** Franklin Templeton, The Gate, East Wing, Level 2, Dubai International Financial Centre, P.O. Box 506613, Dubai, U.A.E. Tel: +9714-4284100, Fax: +9714-4284140. **UK:** Issued by Franklin Templeton Investment Management Limited (FTIML), registered office: Cannon Place, 78 Cannon Street, London EC4N 6HL. Tel: +44 (0)20 7073 8500. Authorized and regulated in the United Kingdom by the Financial Conduct Authority.

Australia: Issued by Franklin Templeton Australia Limited (ABN 76 004 835 849) (Australian Financial Services License Holder No. 240827), Level 47, 120 Collins Street, Melbourne, Victoria 3000.

Hong Kong: Issued by Franklin Templeton Investments (Asia) Limited, 17/F, Chater House, 8 Connaught Road Central, Hong Kong. **Japan:** Issued by Franklin Templeton Japan Co., Ltd., Shin-Marunouchi Building, 1-5-1 Marunouchi Chiyoda-ku, Tokyo 100-6536, registered in Japan as a Financial Instruments Business Operator [Registered No. The Director of Kanto Local Finance Bureau (Financial Instruments Business Operator), No. 417]. **Korea:** Issued by Franklin Templeton Investment Advisors Korea Co., Ltd. 3rd fl., CCMM Building, 101 Yeouigongwon-ro, Yeongdeungpo-gu, Seoul Korea 07241.

Malaysia: Issued by Franklin Templeton Asset Management (Malaysia) Sdn.Bhd. & Franklin Templeton GSC Asset Management Sdn.Bhd. This document has not been reviewed by Securities Commission Malaysia. **Singapore:** Issued by Templeton Asset Management Ltd. Registration No.(UEN) 199205211E, 7 Temasek Boulevard, #38-03 Suntec Tower One, 038987, Singapore.

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。

当資料における見解および意見は、必ずしもブローカー/ディーラー、または関連会社のものではありません。議論または示唆されたいかなる内容も、ブローカー/ディーラーの方針、手順、規則、ガイドラインに優先する、またはこれを迂回することを許可するものと解釈されるものでもありません。

<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・templton（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・templton・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ありません、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・templton・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。



FRANKLIN
TEMPLETON

フランクリン・templton・ジャパン

商号：フランクリン・templton・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