

マクロ見通し

景気後退、インフレ、デフレーションについての考察



はじめに



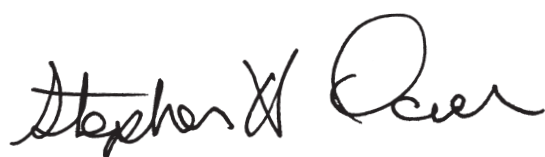
スティーブン・ドーバー、
CFA
フランクリン・テンプルトン・
インスティテュート
チーフ・マーケット・ストラテ
ジスト

マクロ経済の視点から見て、2022年は世界各国の中央銀行の政策運営が話題の中心となりました。2023年もインフレとの戦いが続きますが、注目は景気後退や米ドル安の可能性に移りつつあります。私は最近、社内エコノミスト数人とこうしたテーマについて話し合いました。以下は、そこで私が得た主な考察です。

- **米国のインフレは低下傾向だが、予断を許さない状況** これは、インフレが現在も上昇を続け、まだピークを迎えていない欧州とは対照的です。アジアは概して、より穏やかなインフレとなっています。日本では、20年以上ぶりのインフレとなり、実質金利がプラスに転じています。インフレが低下するペースとその度合に関して、当社のエコノミストの見解は分かれています。米国のインフレは、2023年全体で見ると3%程度で推移するというのが、市場のコンセンサスのようです。インフレが低下するペースについて、また米連邦準備制度理事会（FRB）が目標とする2.0%まで下がるかどうかについて、社内で建設的な議論が行われています。
- **金利はピークに近づきつつある** 米国に関しては、FRBの利上げがコンセンサス予想である5%程度、また場合によっては5.25%まで継続するというのが当社の予想です。ただし、政策金利がどれくらいの期間高止まりするかについて、当社エコノミストの見方は様々です。債券投資家、株式投資家への影響を考察するに、市場が調整した場合に投資家の期待に応じてFRBが動く「FRBプット」の可能性は低いと思われます。
- **米国の景気後退は、どの程度深刻となるか？** 2023年の景気見通しについては、2022年に行われたエコノミストや市場動向に関する調査が裏付ける通り、「今までで最も予想通りの景気後退」という一言に集約されます。米国が景気後退に陥るということ、またその度合が穏やかであるということ、誰もが「知っている」ようです。何かについて「誰もが」同じ認識を持つという集団心理が働いている時、いつも私は、そうした認識が間違っているという不安に駆られます。社内のミーティングでエコノミストを交えて建設的な議論がなされると、ある程度の安心感が得られます。エコノミストの見方は、景気後退の可能性は全くなし、というものから、10カ月程度に及ぶ「通常の」景気後退というものまで、様々です。
- **債券への投資配分の増加を検討する好機** 債券投資が、再び収益をもたらす状況になっています。金利がピークの水準にあることから、2023年は、債券投資のリターンがプラスとなる可能性があります。現在のポジションがどうであれ、投資家は全体として債券への投資配分を増やす方向に動いている様子です。
- **債券投資への注目が高まる時は、質への逃避的なバイアスが働く** こうした局面では、投資適格債およびソブリン債が特に魅力的と予想され、また景気に対する不安が継続することで、ハイイールド債などのセクターでも、選別的な投資機会が生じると考えています。

- **米国外での投資機会** 今年については、米国の経済成長率が日本を下回るとアナリストは予想しています。これはここ20年以上見られなかった状況です。アジアの新興国や先進国も、米国を上回る成長率を達成しそうです。一方で、欧州経済は大半の予想を上回る成長を見せていますが、これは主に暖冬によるものです。
- **予想されるボラティリティ** 長期の戦略的視点に基づき、デフレーションを若干長期化すべきというのが当社エコノミストの一致した見解ですが、債券市場においては、戦術的な投資機会が存在する可能性があります。
- **新興国市場には追い風となる可能性** 新興国では、債券市場と株式市場が共に良好な環境にあります。相対的に高い成長率とインフレの沈静化に加え、米ドル高が天井を打った可能性があり、特にアジアにおいて投資機会が生じています。
- **アジア全般、特に日本と中国が、アクティブ投資家に新たな投資機会を提供する可能性** かすかにインフレの兆候が見られる日本では、デフレが続いた過去数十年間とは異なるダイナミクスが働いています。一方、中国はコロナ対策のロックダウン措置を終結しつつあり、消費の回復と世界経済の見通し改善を促すでしょう。

これが、2023年に対する私の主な考察です。これらのテーマについて、当社エコノミストの視点を通し、より深い洞察をご提供します。最新のマクロ見通しについて、引き続きご高覧ください。



波乱要因：懸念事項と明るい材料

以下は、当社のエコノミストが注視する主要テーマの一部です。

米国の債務上限／財政赤字
コロナ禍以降、各国政府の財政赤字が増大しています。当社は、米国政府が債務上限問題を解消できなかった場合の、経済リスクおよび市場リスクに注目しています。この問題が解消されなかった場合、市場のボラティリティが急上昇し、最悪の場合、ソブリン格付けが引き下げられる可能性があります。

「根強い」インフレ
世界経済が予想以上に強く、インフレが長引く場合、市場が現在織り込んでいるものとは大きく異なる金融政策対応（さらなる引き締め、および引き締め期間の長期化）が取られる可能性があります。

アジアの成長と中国の経済再開
中国の経済再開が始まり、成長ダイナミクスが、穏やかなインフレ圧力を生む可能性があります。アジアの成長率が米国を上回るというシナリオであっても、各国固有のリスクと無縁ではありませんが、投資家に米ドル以外の資産を保有する投資機会をもたらします。

欧州：エネルギーと戦争
予想外の暖冬により、欧州でほんの数カ月前に懸念されていた深刻な景気減退は、現実とはならない模様です。見通しはいたって楽観的と考えられますが、ロシア・ウクライナ戦争が終結していない状況では、引き続き地政学的な不透明感が伴います。

各運用担当者の見解

景気後退のシナリオは？

ジーン、米国は、今までで最も予想通りの景気後退に向かっていく様子ですが、私はこのような集団心理に若干の不安を感じています。これについてどう考えていますか？

ジーン：現時点で、米国はまだ景気後退入りしていませんので、そこから始めたいと思います。FRBが公表する最近の指標によると、2022年第4四半期は、健全な個人消費、在庫積み増し、その他の投資がけん引する形で、ほぼ潜在成長率に見合った経済成長となりました。しかし、それに関わらず、一部の経済セクターでは、景気後退入りしたような動きとなっています。ソフトランディングの可能性は残るものの、我々のチームは、米国が今年、おそらく年後半に、景気後退入りすると予想しており、その可能性を65%と想定しています。

我々の調査によると、景気後退期の長さは平均で10カ月となっていますが、毎回状況が異なるため、あてになりません。我々は、いくつかの異なる経済シナリオを描いています。

- ソフトランディングによって景気後退を回避するのがベストシナリオですが、その可能性は35%と見ています。
- 「通常の」景気後退の可能性は50%と想定しています。このような景気後退の特徴として、住居費、賃金、サービス価格に見られる根強いインフレ、広範なシクリカルな景気後退、失業率の上昇に加え、不安定なインフレ動向を警戒して利下げに躊躇するFRB、が挙げられます。
- 「深刻な」景気後退の可能性は大きくないと考えており、その可能性は10%と想定しています。このシナリオは、民間需要の急低下、FRBによる過度な引き締め、および財政対応の遅れなどによって引き起こされる可能性があります。
- もう一つ、想定される可能性が5%と最も低いシナリオとして、スタグフレーション的な景気後退が挙げられます。特徴としては、住居費、コモディティ価格、賃金に見られる根強いインフレに加え、経済の低成長（またはゼロ成長）が挙げられます。

ソナル、景気後退の可能性は、何パーセントと想定していますか？

ソナル：私は、その可能性はより低く25%と見ています。米国経済は景気後退に陥らないとの予想です。2023年第3四半期は成長が鈍化すると見込んでおり、第4四半期は年換算ベースでマイナス成長が予想されます。2024年第1四半期についても、僅かなマイナス成長の予測です。ただし、経済活動が全般的に低下するという意味の景気後退は想定していません。これは、米国の消費者動向に負うところが大きいです。米国の消費者は活発で、非常に良好な状況にあります。インフレが私の予想通りに沈静化すれば、働き手が目にしてきた名目ベースの賃金上昇が、実質ベースでの上昇となります。私は債券投資を担当していますが、旅行需要が四半期ベースで回復し、利益が上昇している大手航空会社の決算に注目しています。

“米国経済は景気後退に陥らないとの予想です。2023年第3四半期は成長が鈍化すると見込んでおり、第4四半期は年換算ベースでマイナス成長が予想されます。2024年第1四半期についても、僅かなマイナス成長の予測です。ただし、経済活動が全般的に低下するという意味の景気後退は想定していません。”

ソナル・デサイ

米国消費の強さは、米国だけでなく、世界全体にとって最も大きな成長ドライバーの一つです。中国経済の復調も、全体的な成長にとってプラスの効果をもたらします。これらを考えあわせた結果として、世界的に景気後退に向かっていくという根拠が見当たらない、ということです。欧州でさえも、予想外の暖冬により、景気後退に陥る可能性は低いと思われます。数カ月前から予想され、懸念事項となっていたエネルギー危機は、これまでのところ発生していません。景気後退に対する私の見解は、やや逆張りのなものだと思います。全般的に弱気なセンチメントが広まっていますが、これが実際の行動に反映されることはないでしょう。これが私の考察ですが、2月の経済指標が出揃って消費者が何らかの悪影響を被っているかどうか分かるまでは、判断は差し控えたいと思います。FRBの政策運営については25ベース・ポイント (bp) の利上げが3回実施されると考えています。

マーク、景気後退があった場合のシナリオについて、どのような見解でしょうか？

マーク: 控えめに言っても、この3年間は、稀に見る3年間でした。私は、経済がどん底の状態、ほぼ恐慌に近い状況にあったという意味で、常に「実験」という言葉を用います。金融、財政政策において、通常とは異なる対応を目にしました。これにより、数多くの混乱が生じています。話を戻して、現在の状況をコロナ禍以前の2018～2019年頃と比較する場合、確率を適用するのは困難です。ですが、それが仕事です。2022年は分散型ポートフォリオが全く上手く機能しなかったにもかかわらず、2023年も引き続き推奨する理由の一つとして、ジーンとソナルが指摘した不透明要素が挙げられます。景気後退の確率に関しては、我々はジーンよりもソナルに賛同する部分が多いです。

チームのエコノミストと話し合った結果、米国に関する基本シナリオは、景気後退を回避するというものです。つまり、いずれにしても現状と変わらない、ということです。イールドカーブの逆転が見られましたが、相場が大きく変動した1年を通じて、フェデラルファンド (FF) 金利の誘導目標がゼロから4.5%に引き上げられました。金融環境は段階的な引き締めが続いていますが、これらを考えあわせ、また経済の様々な構成要素を考慮すると、経済成長はゼロまたはゼロ近辺で推移すると予想しています。住宅などの金利敏感型のセクターで困難に直面している分野がありますが、金利の低下によって悪影響は軽減されるでしょう。

消費者の動向は非常に良好で、非常に重要な点として、所得、雇用拡大および貯蓄が、少なくとも現時点までは下支えになっています。結論として、米国は深刻な景気後退に陥ることはないというのが、基本シナリオです。次に高確率で起こると予想するのは、FRBや他の中央銀行が、気付かないうちに引き締め対応を進めすぎてしまうという事態です。実質金利は、過去の長い期間と同様の高い水準にあります。政策対応は、我々全員にとって最大のテーマです。米国の財政政策はいかなる意味でも極端に緊縮的というわけではありませんが、2020年や2021年のような状況ではありません。

さらに確率が低いシナリオは、米国の景気後退が深刻化するというものです。その場合の疑問点は、経済の脆弱な点がどこにあるのか、また、どこにレバレッジが存在するのかということになります。こうした点は景気サイクルが進むまで常に明確なわけではありませんが、それでも今回は景気後退の確率は低いと考えています。最後に、我々が想定する確率の点ではテールリスクと言えますが、景気が上向き、消費者動向も非常に良好で、中国経済が復調し、インフレが市場の想定以上に高止まり



“ここで問題となるのは、FRBがタイムリーに政策対応できるか?ということです。過去の政策対応と、インフレファイターとしての信任を維持しようとするFRBの姿勢から判断する限り、タイムリーな対応は望めない、というのが個人的な見解です。昨年と同様、今年も「しまった」と思う場面が想定されますが、方向性は異なります。”

フランス・スコットランド

する、というシナリオが可能性としてあります。この場合、特にFRBにとって、政策の意味合いが全く異なってきます。2023年が進むにつれて、このシナリオはかなり低い確率になると想定しています。

では、最後にフランス、景気後退について、どのような考察を持っていますか？

フランス：FRBのパウエル議長は、景気後退の見通しに市場、企業、人々が備えるためにどんな苦労も惜しみませんでした。パウエル議長は、1980年代初めのインフレ心理を景気後退によって沈静化した、ポール・ボルカー議長の在任期間（1979～1987）を引き合いに出しています。私の見解では、その頃と現在を比較することは適切ではありません。今回のインフレは、18カ月間上昇を続けた後に反転し、2%に向けて低下を続けています。これを踏まえると、1970年代から1980年代にかけての状況は、現在との比較対象にはなりません。一方で、FRBが現在の金融環境の維持に固執する場合、米国は景気後退に陥ると考えます。

また、雇用市場の足元に変化が見え始めています。臨時雇用者数はすでに減少に転じています。週当たり平均労働時間は、パンデミック前の水準にまで低下しています。週当たり平均賃金上昇率は前年比で3%に過ぎず、パンデミック後の水準から大きく後退しています。これらのデータは全て、FRBが目指している賃金インフレの沈静化が近付いていることを示唆しています。また、求職データをトレースする、ハーバード大学の高頻度エコノミック・トラッキング・サービスのデータには、直近2カ月に雇用市場で生じた劇的な変化が示されています。これによると、2022年11月の求人数は、2020年1月より20%高い水準にあったものの、2022年末には、2020年1月より22%低い水準にまで落ち込みました²。これは、直近の雇用統計で見られた平均

時給の低下、およびニュースで数多く報じられている有名大企業によるレイオフと整合的です。現時点では、新規失業保険申請件数の増加はまだ見られませんが、過去の事例を見る限り、失業保険の申請件数が上昇し始めると、失業率も上昇に転じます。そして、これらの事象は非常に短期間に起きるため、反転させることは不可能です。つまり、起きた時点で手遅れなのです。

ここで問題となるのは、FRBがタイムリーに政策対応できるか?ということです。過去の政策対応と、インフレファイターとしての信任を維持しようとするFRBの姿勢から判断する限り、タイムリーな対応は望めない、というのが個人的な見解です。昨年と同様、今年も「しまった」と思う場面が想定されますが、方向性は異なります。FRBは、タイムリーに政策対応できるでしょうか？私は、できないと思います。

市場はインフレを正しく織り込んでいるか？

ソナル、2023年は米国のインフレが前年比3%程度になるという見方がコンセンサスのようです。これは、あなたの予想と一致しますか？インフレと金利について、どのように考えていますか？

ソナル：3%というのは、楽観的な見通しだと思います。いくつかポイントを挙げてみましょう。まず、マクロ政策は現時点でもかなり緩和的です。FRBが利上げを繰り返している過程で、これは意外に聞こえるかもしれませんが、ただ、米国は今年、おそらくGDP対比で5%程度の財政赤字になる見通しです。今年に入り、社会保障給付金の上昇率は9%に迫っており、それを受け取る米国市民の数は約7,000万人と、成人人口全体の約1/3に相当します³。

そして、FRBのバランスシートは現在も大きく膨らんでおり、留意する必要があります。次に、賃金動向が沈静化し、本来の水準に落ち着いてきているという事実が、市場に少なからず安堵感を与えています。とは言え、アトランタ連銀の賃金上昇トラッカーに基づく2022年12月の賃金上昇率は、全体で6.1%、転職者で7.7%、在職者で5.5%でした⁴。また、単位労働コスト上昇率は5.2%～5.3%でした⁵。歴史的に見て、個人消費支出指数（PCE）は単位労働コストに反映されますが、12月のデータはFRBのインフレ目標である2%を大幅に上回っています。米国の失業率は3.5%程度、財政赤字はGDP対比で5%程度、賃金は上昇を続けています。

一方で、市場は短期的に「FRBピボット（政策転換）」を想定していますが、私は一部の市場参加者が「最新性バイアス」と思われるものの影響を受けている様に考えます。こうした人達は、現在の引き締めサイクルが過渡的なものであると見なしていますが、FRBは世界金融危機（GFC）以降、デフレという吠え

ない敵との戦いに10年以上を費やしています。GFCは、非常に大規模かつ有意なイベントであったことから、FRBは金融緩和に向けて使える手はすべて尽くしました。過去数年間の目標をはるかに上回るインフレにより、FRBは今後数年間、市場が現在想定しているよりも長い期間金利を高い状態に保つと思われれます。

要約すると、FF金利は5%か5.5%に達すると予想し、FRBピットが早々に実現することはないと考えているようですね。株式市場の現在の予想が間違っており、その結果として調整が訪れる場合でも、FRBが市場の下支えに動く可能性は低い、ということですね？

ソナル: その通りです。市場は「FRBプット」があると信じていますが、それは実現しないでしょう。これが、私にとって最大の懸念事項です。

マーク、次はあなた自身とウエスタン・アセットの見解を聞かせてください。インフレと金利の動向について、どのような見通しを持っていますか？懸念事項はありますか？

マーク: チームのエコノミストは、米国のインフレ率が年末までに、前年比で2%程度まで低下する可能性について話しています。市場、これは短期インフレスワップ市場のことですが、その

市場が織り込んでいる2023年第4四半期時点のCPI総合指数の上昇率はチームメンバーの多くが驚く数字で、我々の予想である2%以下をも下回っています。織り込まれているCPIの水準が我々の予想を下回るといのは、長い間なかったことです。

もちろん、原油やエネルギー価格は、インフレに大きな影響を与えます。原油価格は現在1バレル75~80米ドル程度となっています。こうした状況が一変する可能性もありますが、もし市場の予想通りに、インフレ率の前年比上昇率が2022年の6%から2023年末に2%まで低下すれば、我々の予想と一致します。

どうしてこのような結論に至ったかをご説明します。確かに、コモディティ価格はCPI総合指数に影響をもたらしています。しかし、家賃、自動車価格、医療サービス、その他のサービスなど財部門や製造業部門のインフレには下方圧力がかかっていると見ています。サービス部門は、やや穏やかなペースの低下となっています。インフレのデータや、2023年に向けた予測に基づく、予想通りに急速な低下が見られると考えています。懸念しているのは、インフレが2%に低下するというシナリオが市場に織り込まれているということです。つまり、市場とFRBの予想の間にズレが生じているのです。この点についての議論は非常に興味深いものです。



“インフレのデータや、2023年に向けた予測に基づくと、予想通りに急速な低下が見られると考えています。懸念しているのは、インフレが2%に低下するというシナリオが市場に織り込まれているということです。つまり、市場とFRBの予想の間にズレが生じているのです。この点についての議論は非常に興味深いものです。”

マーク・リンドブルーム

その「ズレ」について、また、金融政策に対するあなた自身の見通しについて、少し詳しく話してもらえますか？

マーク: FRB、欧州中央銀行 (ECB)、その他大半の中央銀行は、非常にタカ派的なメッセージを発しています。これらの中銀は、1970年代後半から1980年代前半にかけてと同じ状況に置かれている可能性を懸念しています。この時期は様々な要因により、GFC後と比較してインフレがより高い水準で持続しました。FRBのパウエル議長や他のFRB高官は、現在の引き締めサイクルから早々に脱却することはないと強調するコメントを発しています。言い換えれば、さらなる引き締めを進めた後、その水準を年末まで維持する構えです。市場は、こうしたコメントを信じていません。市場は、FF金利が4.75%、場合によっては5%に達すると予想していますが、FRBは5.25%までの利上げを示唆していました。これを受け、市場は2月のFOMCで0.25%の利上げを予想し、その通りとなりました。一方で、経済指標を評価する目的で、FRBが利上げを一服させるとの予想があります。その時点で景気が減速に向かい、インフレが低下していれば、2023年後半での積極的な緩和策の可能性が取りざたされるでしょう。ウェスタン・アセットは、短期的な見通しに関しては概ね市場と一致していますが、デフレーションとイールドカーブについては、チーム内で議論が行われています。3月については、どのような動きになるか明確な見通しはありません。最も重要なのは、我々はFRBが雇用データに注目していると考えていることです。遅行指標ではありますが、企業業績と賃金については、これまでのところ変化が非常に緩やかです。FRBが本当の意味で政策転換し、利上げを一服させるためには、これらが上手く収まる必要があります。

フランス、米国のインフレについて、現時点でどのような見解をお持ちですか？

フランス: そうですね、簡単に説明すると「下降基調になった」ということです。これに対する反論は、もはや多くはないと思います。今問題となっているのは、インフレが2%、3%、4%のどこでピークアウトし、横這いに転じるかということです。私の見解は、2%またはそれ以下に落ち着くというものです。見通しや、この特定のテーマについて過去に多くの議論がなされ、そこから導かれた我々の見解は、現在は通常の景気循環サイクルではないという考えに基づいています。現在は、パンデミックとロックダウンがもたらした悪影響、およびこれらへの一連の対応から、経済が正常化する過程にあるのです。

簡単に要約すると、史上最大の惨事が発生し、かつてないほどの規模で、歴史的なリフレ政策が取られました。結果として、様々な資産市場で相次いで価格が上昇しました。これらの市場で資産インフレが発生したのです。次に、コモディティ市場でインフレが発生しました。不動産インフレに続き、最終的に材とサービスのインフレに行き着いたのです。

2021年の後半にFRBは、インフレが一時的なものではない可能性について警戒し始めました。リフレ的な政策の影響が賃金に反映され始めた時、FRBの警戒感が高まり、政策転換が行われました。FRBの説明も、「一時的」から「構造的」に変わりました。この政策転換は、重大な判断ミスを犯したことに気付いたFRBが慌てているという印象を与えました。FRBはインフレ政策に関する信頼性を維持するために、対処を急ぐ必要がありました。

ところで、政策転換後に何が起きたでしょうか？これは、映画を巻き戻して見るような感じです。一言で表すと、デフレ圧力の高まりです。株価、債券価格、コモディティ価格は下落しており、不動産価格も低下し始めています。また、2022年の後半は、価格インフレが大幅に低下しました。総合CPIとコアCPIはともに、インフレのピークは2022年央だったという、説得力のある証拠を示しています。過去6カ月でインフレは大幅に低下し、さらに低下を続けるでしょう⁷。今年いっぱい、低下傾向が続くと見込まれます。私個人の見解としては、年末までに2%、またはそれを下回る水準まで低下すると見えています。

確かに、フランス、非常に説得力がある説明でした。そしてインフレ率が低下する可能性を示唆する経済指標も数多くあるようです。しかし、FRBはこうした見方に懐疑的であるようです。何が起きているのでしょうか。

フランス: 時折FRBが何を考えているのか、分からなくなることがあります。特に、昨年はインフレをひどく過小評価していたことを考えると尚更です。今年は、インフレ対策に関するFRBの信頼性が試されることになるでしょう。12月の連邦公開市場委

員会 (FOMC) で興味深かったのは、先ほど述べたように、2022年下半年を通じてインフレ率が低下し続けたにも関わらず、FOMCメンバーの全員が、2023年に利上げを行う必要性があると考えていたことです。つまり、FRBは、昨年半ばに物価上昇サイクルがピーク付近にあったまさにその時に、インフレに対する見方を一時的な懸念から構造的な懸念にシフトさせたということです。FRBの目下の焦点は、労働市場の逼迫度合いや、根強い賃金インフレによってサービスセクターの価格がどの程度押し上げられるかにあります。しかし、イールドカーブを見ると、市場が、昨年は自らの誤りを正し、インフレを先取りしようと躍起になったために均衡を逸脱したと考えていることが分かります。イールドカーブはここしばらくの間、逆転した状態が続いています。FRBは、自らが作成した経済予測の中でも、均衡FFレートを2.5%としています。

つまり、市場は、FRBが行き過ぎだと言っているのです。金融情勢は極めて引き締めの状態です。それは、イールドカーブだけではありません。マネーサプライは、名目ベース (M2) で過去に例を見ないほど縮小しており⁸、実質ベースでも1980年代以来の縮小幅となっています。イールドカーブはこうした状況を捉えているのです。マネーサプライの伸びが今のように低調なままであれば、インフレ率が上昇することはありません。ここにきて、リスク資産が上昇しています。インフレの進展に楽観的な要素を見いだしているのです。しかし、FRBは金融情勢をインフレの伝達メカニズムの一部と見ているため、パウエル議長はタカ派的な発言を続けています。2月の利上げ幅は0.25%にペースを落としましたが、依然として利下げに関する議論は行われていません。

米国以外の経済成長とインフレ動向

マイケル、世界に目を向けてみましょう。米国以外の経済成長とインフレ見通しについてどう考えますか。

マイケル: 世界を見ると、地域によってばらつきが大きく、厳しい状況と言えます。米国では、CPI総合指数、食品およびエネルギーを除いたコア指数ともに低下傾向にあります。欧州では、総合インフレ率はピークを迎えたばかりであり、コア指数は依然として上昇基調にあります。問題は、これがいつ低下に転じるかです。欧州ではエネルギーが大きな要因を占め、賃金交渉もインフレ動向に大きく影響しています。

アジアは非常に興味深い動きを見せています。日本では、全国CPIに先駆けて東京都区部のコアCPIが発表されますが、12月の東京都区部のCPIは4%上昇し、1980年代以来の高水準となりました。東京都区部のCPIは全国CPIと異なる傾向があるとはいえ、日本のCPI動向に変化が見られたという点で興味深い兆候です。日本は数十年にわたり、デフレと流動性の罠に囚

“世界各地のインフレ動向を見ると、中南米はおおむね減速傾向にあり、アジアはやや加速しているものの、ピークレベルは欧米に比べるとはるかに低い水準になると見られます。”

マイケル・ハッセンスタブ

われてきたため、多くの投資家から見放されてきました。そのため、これは興味深い展開であり、成長と通貨にとって重要な意味を持つと思われます。

アジアの他の地域を見ると、欧米規模のインフレは見られません。新型コロナウイルス関連政策により経済活動の再開が大幅に規制された影響で、インフレはより緩やかで、欧米に遅れています。米国のインフレ率がここ数カ月で明らかに低下傾向にある一方で、アジアでは依然として一部に緩やかな上昇がみられますが、レベルが違います。アジアのインフレ率は全体的にかなり低水準で推移しています。中国の経済再開が始まり、経済成長に伴ってインフレがやや押し上げられる可能性があります。前向きな理由によるインフレといえるでしょう。

中南米では、欧米よりも早い時期に、より速いペースでインフレが進行し、インフレ率が2桁に達した国もありました。そうした国では、中央銀行が積極的な動きを取る必要があり、実際に行動しました。今では、多くの国でインフレ軌道は低下に転じています。つまり、世界各地のインフレ動向を見ると、中南米はおおむね減速傾向にあり、アジアはやや加速しているものの、ピークレベルは欧米に比べるとはるかに低い水準になると見られます。

債券投資ではクオリティとデュレーションの判断が重要

ジーン、あなたはマルチアセットポートフォリオを運用し、ポジショニングを決定する立場にありますが、現在はどのような見解を持っていますか。

ジーン: インフレ見通しとそれに伴う政策対応、そしてこれらの変動要因に対する株式市場と債券市場の反応は、2022年から現在に至るまで、我々のアセットアロケーションの変更に大きな影響を及ぼしてきました。インフレは、2022年の不振を極めた市場パフォーマンスの原因であると同時に症状でもあると考え



ており、この3カ月で、株式や債券、およびそれ以外のあらゆるリスク資産に対する方程式が大きく変わりました。過去1年間の経済情勢を決定づけたのは、予想を上回るインフレに対処するために利上げに動いたFRBをはじめとする各国中央銀行だと思っています。この状況は今後も続くともみられ、インフレが株式に及ぼすマイナスの影響は、2022年にすでに顕在化しました。

しかしおそらく、債券利回りがリセットされたことが、アロケーションの変更を促すより強力な原動力となっていると思われます。その結果、債券は全体として株式に対し、近年で記憶にないほどの良好なリスク／リターンのトレードオフを提供しています。こうしたアセットアロケーションの選好は、株式からの逃避というよりも、むしろ債券への志向と捉えています。昨年は、債券からリターンを生み出すのは困難であり、特にポートフォリオレベルのリターンで見ると散々な年でした。今年は今のところ、そのようなことはなさそうです。株式は引き続き、経済とそれに伴う政策対応に連動しているため、この数四半期の間に、株式のオーバーウエートから債券のオーバーウエートに戦略をシフトしています。

先ほど言ったように、景気後退がいよいよ迫ってきたと考えており、状況を注視しています。景気後退の懸念が現実のものとなった場合、アセットアロケーションに多大な影響を及ぼす可能性があります。それは株式か債券かという大きなカテゴリーだけでなく、株式や債券のセクター配分にも影響すると思われます。

ソナル、ジーンはアセットアロケーションの観点から、「債券を積極的に選好する」と発言しました。デュレーションについて、また債券市場における投資機会についてどう考えていますか。

ソナル: 私はこれまで、債券の見通しについて常にかかなり悲観的でしたが、ようやく債券投資の好機が訪れていると思います。この点についてはジーンと同意見です。最近、利回りが日々大きく変動しているため、デュレーションを短くすることは理にかなっていますが、戦術的に行う必要があります。戦術的に行うとすれば、ベンチマークインデックスに比べてデュレーションを短くするのが良いと思います。なぜなら今後、FRBや、おそらく日銀の動きに反応して市場が売りに動くことはほぼ間違いないと考えるからです。

今年の最初の3週間は債券が好調なスタートを切りましたが、これが長続きすることはないと思われるため、今はデュレーションを短めにしておくのが良いと私は考えています。とはいえ、私が最も強い分野は投資適格債です。当たり前すぎるものの、足元で4〜5%前後の良好な利回りを提供しています。

これは、ある程度のデフレーションを意味しますが、このセクターは緩やかな景気後退を乗り切ることができるはずで、また、絶対的な利回りが高いハイイールド債にも注目しています。このセクターは変動が予想されますが、銘柄を厳選して、今後1年半〜2年を乗り切ることができれば、市場に参入する好機であると考えます。過去数年間は、債券投資家が現在流動性の高い上場市場で手にしているようなリターンを得るためには、オルタナティブ市場やプライベートクレジットに投資するしかありませんでした。繰り返しになりますが、極端に弱い分野を避けようと思うなら、今はアクティブ投資の絶好の好機です。変動利付債に関しては、金利が上昇し続ける中で非常に慎重な対応が必要であり、現時点では消極スタンスとします。

最後に、新興国市場はファンダメンタルズもまずまずで、バリュエーションは米ドル建てでも現地通貨建てでも魅力的な水準にあり、投資妙味があります。米ドルは、特に対日本円で大きく変化しつつある中で、すでに上限に近い水準にあると見られます。新興国市場への投資のお膳立てが整ったと言えるでしょう。

簡単にまとめると、短期的にはデフレーションに投資するのは控えるが、債券や特にスプレッドタイプの商品に参入するには好機だということですか。

ソナル: その通りですが、一方で、デフレーションへの投資を完全に否定しているわけではありません。どこかに投資して放置していたら、今ごろ長期保有よりかなり良いリターンを得ていたことでしょう。イールドカーブが逆転しているため、短期国債はある意味、長期国債よりも良いリターンをもたらしてくれるでしょうが、これは正常な状態ではありません。

フランス、多くの不確実性が存在し、多くの相反する力が働く足元の状況下において、デフレーションにどのような投資機会があると思いますか。

フランス: 一般的に言って、デフレーションを長期化するのが建設的でしょう。問題は、大幅な逆イールドとなっている現状において、FRBが短期セクターに固執していることで、長期セクターがある程度抑制されていることです。FRBの政策は歴史的に見ても支離滅裂なことでも有名で、引き締めから緩和へ、多くの場合は十分な移行期もないまま方針転換します。今のFRBにも特にその特徴が見受けられます。そのため、再び同じようなことが起こると思われます。つまり、最大限の刺激策から急ブレーキに切り替えた昨年のように、FRBが「しまった」と気づく瞬間が訪れるということです。その瞬間は今年訪れるでしょう

が、その前に労働市場が混乱する必要があるかもしれません。そして明らかに、そのような事態が起これば、債券にとって大きなプラスとなるはずで。

マーク、デフレーションについて、ウェスタン・アセットはどのように考えていますか。

マーク: 景気サイクルの現状と、中央銀行がやろうとしていることを考えると、成長に関してはリスクがあります。そのため、数十年にわたる強気相場で好調だったデフレーションは、2022年に悲惨な結果となりましたが、2023年は好転すると考えています。従って、デフレーションを 선호します。ソナルの指摘に関しては、戦術的に動くことは良いでしょう。例えば、2022年6月から7月にかけて債券相場が急騰し、10年物米国債利回りは6月14日の3.5%前後から7月29日には2.7%付近まで、90bpも低下しました。これは絶好の売り場となったわけですが、経済、金融政策、そして最も重要なインフレの観点から、今は違うと考えています。おそらく、市場は速く動き過ぎたのかもしれませんが。債券の世界では、利回りがすべてであることを忘れてはいけません。国債や投資適格社債の足元の利回りは、20年ぶりの水準となっています。投資機会は拡大しています。人々は予想リスク調整後リターンを勘案し、他のセクターから債券に資金を振り向けています。

そこで、デフレーションの観点では、長期化して損はないと考えます。市場のコンセンサス、つまりフォワードレートに着目しています。1年フォワードレートはどうか、米国債のイールドカーブはどうなっているかです。両者の10年物を見ると、現在は約3.3%です。イールドカーブの短期セクターは大幅に低く、10年物米国債はわずかに低くなっています。これは妥当な水準であり、マクロ面で議論すべき問題は、全体的なデフレーションよりも、イールドカーブについてだと思いますが、ポートフォリオ全体では、選好する一部のスプレッドやリスク・セクターに対してデフレーションを維持したいと考えています。

リスク・スプレッド・セクターにはどのような機会がありますか。

マーク: 経済成長に対する不透明感や足元のバリュエーションを考えると、投資適格社債、高利回りのバンクローン、新興国市場の仕組み債、地方債などの現在の価格水準に、多くの投資家は驚いていることでしょう。これらは、年明けからとても好調に推移しています。我々は、国債を上回る利回りが期待できる投資適格セクターや投資適格社債などに資金を振り向けがちですが、絶対利回りは極めて魅力的であり、投資先として適していると思います。我々はハイイールド債やバンクローンを嫌っているわけではありませんが、クオリティの観点から慎重姿勢を取っています。

仕組み債に関しては、資本構造を鑑み、主に短いデュレーションを 선호しています。具体的には、住宅以外の商業不動産を担保とするAAA格付けの資産担保証券（ABS）が非常に魅力的だと考えます。住宅市場や商業不動産市場をめぐる不確実性を考えると、オフィスと産業用不動産セクターを区別して考える必要があります。最後に新興国市場ですが、マイケルが指摘したように、非常に魅力的な投資機会が見られます。

ジーン、デュレーションについて、また株式から債券への移行を検討している投資家について、どう考えていますか。

ジーン：債券のデュレーションに関して、足元ではベンチマークよりもわずかに長くなっていますが、大幅に長期化しているわけではありません。デュレーションの長期化は考えておらず、また、債券の金利が今後どのように推移するかを考えると、短期債についてもかなり懸念しています。イールドカーブの形状を注意深く観察しています。変動金利ローン（バンクローン）、ハイイールド債にも慎重で、現在は積極姿勢ではありません。ハイイールド債は、長期的には魅力的に見えますが、今後半年～1年は変動が予想され、短期的には極めて慎重姿勢です。そのため、短期的にはハイイールド債について相対的にネガティブに見ています。その他では、日本と中国に対してあまり前向きではありません。とはいえ、我々は全体的にはデュレーションはニュートラルであり、米国債の利回り上昇を注視し、投資適格債を好感し、一部の高スプレッドセクターについては懐疑的です。

アセットアロケーションについては、時間軸が重要なポイントになるでしょう。現時点で、5年または10年という時間軸で耐久性のあるポートフォリオを構築するとすれば、より戦術的な志向の場合とは異なる配分になります。前者の場合はリスク資産へ適度な配分を行うことになり、後者の場合は株式のエクスポージャーを軽くして投資適格債に資金を振り向けます。まず、長期的な視点でお話します。ハイイールド債と株式は長期的に極めて似かよった特質を持っています。ハイイールド債は、債券の中でも最も経済成長に対するエクスポージャーが高いセクターと言えます。ハイイールド債は債券の中で、株式の代替に限りなく近いと見る人もいますでしょう。長期的に見ると、ハイイールド債は投資適格債や現金と比べて非常に高いリターンを得るこ

“アセットアロケーションについては、時間軸が重要なポイントになるでしょう。現時点で、5年または10年という時間軸で耐久性のあるポートフォリオを構築するとすれば、より戦術的な志向の場合とは異なる配分になります。”

ジーン・ポドカミナー

とができます。しかし、短期的には、景気後退を懸念して、経済成長に関連する要因へのエクスポージャーを大幅に減らし、ボラティリティを回避したい投資家にとって、ハイイールド債は必ずしも望ましい投資先とは言えません。一般的に、そうした懸念に対応するには、相対的に安全とされる国債や投資適格債の方が適していると思われます。そのため、目下のところは、ボラティリティが低下するまでの間、高スプレッドセグメントは回避するとよいでしょう。

世界の成長を牽引するアジアの役割

マイケル、中国に話を戻しましょう。中国が先日発表した2022年のGDP成長率は、1976年以来で、コロナ1年目に次ぐ2番目に低い水準となりました¹⁰。中国の人口は、かつてほど増加していません。これまで世界の成長を牽引してきた中国の見通しについて、どのように考えていますか。

マイケル：中国の短期的な動向と長期的な構造的進化という観点で、いくつか話したいことがあります。中国は数十年にわたって成長し、経済規模は拡大を続けてきましたが、変化のスピードが鈍化することは当然であり、予想されていたことです。しかし、ゼロコロナ政策による昨年の厳格なロックダウンを受けて、経済成長は異例の低水準となりました。中国の2022年のGDP成長率は3%前後であり、2021年の半分にも届きません。そして今は、ゼロコロナ政策が撤廃され、経済活動が全面的に再開したことで、劇的な転換を見せています。新型コロナウイル



スに関しては、感染者数が急増して免疫が獲得されるというプロセスが、他の国で見られたよりも速いペースで進んでいます。経済の再開は進行中であり、国内の経済活動は活発化すると予想されます。この影響は、中国人観光客による海外旅行や、逼迫が続いているサプライチェーンのさらなる緩和といった形で、世界的に波及していくとみられます。これは極めてプラスの展開であり、しかもかなり速いスピードで進むと思われます。

ただし、世界金融危機後に見られたような急成長は期待できません。当時は中国を含め、世界的に大規模な刺激策が講じられ、コモディティ需要が高まりました。今のところ、政策当局は慎重姿勢を示しています。不動産市場を対象とする刺激策は加速し、金融・財政面での刺激策にも前向きですが、その規模はこれまでよりも大幅に縮小されています。そのため、成長はある程度加速するでしょうが、過去数十年に見られたような2桁、あるいは1桁台後半の成長は見込めないでしょう。そのような時代は過ぎ去ったのです。

マイケル、あなたは過去10年間に新興国市場の成長を見極めてきましたが、次の5年、あるいは10年の世界の経済成長はどうなると思いますか。

マイケル: 中国に限ったことではありませんが、中国が今後数年間で4〜5%の成長を達成できれば、その経済規模を考えると、世界的な需要の上乗せ効果は非常に大きなものになるでしょう。中国がそれを実現できるかどうかは分かりません。地政学的リスクは常に存在し、他にも中国をめぐる見通しに影響を及ぼす要因はさまざまありますが、そうした影響がなければ達成可能かもしれません。もっと大きな問題は、10年後の経済モデルについてです。

ソナルが言ったように、ウクライナ・ロシア戦争が続く中、欧州が今冬、エネルギー不足に直面することは誰もが予想していましたが、暖冬などの要因により、実際にはエネルギー不足は起こりませんでした。そのため、欧州は、数カ月前に懸念されたほどの深刻な景気後退に直面することはなく、見通しはかなり明るいと考えられます。

他に見通しが明るいのはアジアでしょう。国際通貨基金（IMF）の最新予想によると、2022年の米国のGDP成長率は1.4%、日本は1.8%となる見通しです¹⁾。日本は10年以上、米国に遅れを取ってきたため、これは大きな改善と言えます。また、アジアの新興国、発展途上国では2022年に5%近い成長が見込まれています。欧米諸国は、景気後退入りするかどうかは議論の余地がありますが、いずれにしても景気は下降しています。これはすべての国と地域で成長が止まることを意味するわけではありません。そして、アジアは明るい話題の1つです。

通貨に関する見解：米ドル資産離れ

マイケル、あなたはよりグローバルな視点で動向を見てきたと思います。グローバルな視点から、通貨についてどのように見えますか。

マイケル：現状で優勢なシナリオを覆すかもしれない大きな地政学的リスクが存在し、当然ながら通貨に関しても確実なことはありません。しかし、足元でドル以外の資産に大きな投資機会が窺えます。この1カ月でドル高に陰りが見え始めていますが、こうした動きは必ずしも一直線に進むわけではありません。しかも、各国通貨は米ドルに対して一様に動くわけでもないため、国や地域によって常に機敏に調整しなければなりません。しかし、大まかに見て、FF金利はターミナルレートに近付いています。具体的な数字については議論の余地がありますが、ターミナルレートのレンジに近付いていることは間違いありません。つまり、ドルにとって大きな下支え要素がなくなるとい

うことです。アジアの成長率が米国の成長率を上回るという見方にもリスクがないわけではありませんが、アジアの成長率は相対的にアウトパフォームする可能性が高いと思われます。また、米国は多額の財政赤字を抱えており、債務上限をめぐる議論も繰り返し浮上しています。これは、米国の支出が大きく、輸入額も非常に莫大なためです。

しかし、これらの問題は投資家に投資機会ももたらします。投資機会は開きつつあり、しかもさまざまな異なる機会があるため、分散投資も可能です。その中の1つがドル以外の資産です。ドルがピークに達し、すでに下落し始めていると思うなら、ドル以外の資産に投資妙味があると考えます。もちろんリスクがない訳ではありませんが、バリュエーションは、投資の好機であることを示唆しています。

巻末脚注

1. 1ベースポイント（bp）は0.01%を意味します。
2. 出所：Opportunity Insights Economic Tracker、ハーバード大学、2022年12月30日時点。
3. 出所：US. Social Security Administration, Cost-of-Living Adjustment (COLA) Information for 2023.
4. 出所：アトランタ連銀。アトランタ連銀による賃金上昇トラッカーは、個人の名目賃金上昇率を測定するもので、現在の人口調査（Current Population Survey：CPS）のマイクロデータを使用し、過去12カ月間に確認された個人の時給の変化率の中央値を示します。
5. 同上
6. インフレスワップは、固定のキャッシュフローの交換を通じて、インフレリスクをある当事者から他者に移転する取引を指します。
7. 出所：総合CPI／コアCPI、米労働統計局、2023年1月12日時点。
8. M2はマネーサプライを示す指標の1つで、現金、当座預金、および譲渡性預金（CD）のようにすぐに現金化できるその他預金を含みます。
9. 出所：米財務省
10. 出所：Hannam, P., "China's economy slows sharply with GDP growth among worst on record", ガーディアン紙、2023年1月16日。
11. 出所：IMF世界経済見通し、2023年1月。いかなる推測、予想、予測も実現する保証はありません。

マクロ見通しについて

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

注目すべき2つの関連する出版物があります。フランクリン・テンプルトン・インベストメント・ソリューションズが作成し、マルチアセットポートフォリオの構築に関するベスト・シンキングを提供するAllocation Viewsと、フランクリン・テンプルトン・インベストメンツ・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



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)



マーク・リンドブルーム
ウエスタン・アセット
ポートフォリオ・マネージャー



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)

リスクについて

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

重要事項

当資料は一般的な情報提供のみを目的としたものであり、個別の投資助言または証券の売買、保有、または投資戦略の採用に関する推奨や勧誘を行うものではありません。また法律上、税務上の助言を行うものではありません。当資料は、フランクリン・テンプレトンの事前の書面による承諾なしの無断複写、転載、発行は禁じられています。

当資料のなかで示された見解ならびにコメント、意見、分析は、当資料作成時点のものであり、事前通知なしに変更される可能性があります。当資料で示された予想および見解は市場やその他の状況により変更される可能性があります、他の運用者や運用会社による見解と異なる場合があります。当資料で提供された情報は、すべての国、地域、市場に関するすべての重大な事実に関する完全な分析を目的とするものではありません。経済、株式市場、債券市場または市場における経済トレンドについてのいかなる推測、予想、予測も実現する保証はありません。投資価値およびそれによって得られる収入は、上下する可能性があります。また投資家は投資した全額を払い戻すことができない場合がございます。過去の運用実績は将来の運用成果を示唆あるいは保証するものではありません。すべての投資には、元本の割り込みの可能性を含むリスクが伴います。

当資料に含まれる調査・分析に関する情報はフランクリン・テンプレトンが自身のために入手したものであり、付随的な情報の提供のみを目的としています。当資料の作成には、第三者を情報源とするデータが使用されている可能性があります、フランクリン・テンプレトン（「FT」）は当該データに関して独立した照合、検証、監査は行っていません。いかなる情報もFTが信頼に足ると判断した情報元より取得していますが、その正確性を保証するものではありません。また、情報が不完全または要約されている場合や、事前通知なしに変更される可能性があります。当資料における個別銘柄についての見解は、いかなる証券の売買、保有に関する推奨を示したものでも解釈されるものでありません。また、個別銘柄に関する情報は投資判断のために十分とされるものでありません。FTは、本情報の利用によって生じたいかなる損失に対しても一切、責任を負いません。当資料のコメント、意見、分析に対する依拠については、利用者ご自身でご判断ください。

金融商品、サービス、情報はすべての管轄区域で入手可能とは限らず、米国以外では、他のFT関連会社および/またはその販売会社によって、現地の法律および規則が許容する範囲において提供されます。個別の管轄区域における金融商品およびサービスの提供に関する詳細な情報については、ご自身の金融専門家またはフランクリン・テンプレトンの機関投資家向け窓口にご相談ください。

詳細につきましてはwww.franklinresources.comをご覧ください。

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

<当資料に関するご注意>

- 当資料は説明資料としてフランクリン・テンプレトン（フランクリン・リソーシズ・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のですが、その情報の確実性、完結性を保証するものではありません。
- 当資料に記載された過去の成績は、将来の成績を予測あるいは保証するものではありません。また記載されている運用スタエス、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