



FRANKLIN TEMPLETON  
INVESTMENTS

# 市場の緊張の 高まりは世界経済 の成長減速に つながるのか？

グローバル投資環境見通し  
2018年第2四半期



2018年第1四半期は子羊のように穏やかにスタートしましたが、長期に亘って落ち着いたボラティリティが上昇し始めたことで、ライオンのように荒々しく終了しました。インフレ懸念、貿易問題を巡る緊張、地政学リスクによって市場は変動し、投資家は一連の問題が世界経済の成長の腰折れにつながるかどうか、そして9年に亘る米国株式の上昇相場が終了するののかどうかに思いを巡らせています。フランクリン・テンプレトンのシニア運用担当者が議論します。

## 内容

米国、中国、その他地域：世界経済に与える貿易の影響	1
インフレ：本当に脅威なのか？	2
クレジット・サイクルの見通しと投資環境	4
インカムと利回りの追求	5
ボラティリティへの対応	7

### シニア運用担当者



スティーブン・ドーバー、CFA  
株式運用部門ヘッド



Dr.マイケル・ハッセンスタブ  
グローバル・マクロ・グループ、CFA  
最高投資責任者(CIO)



クリストファー・モロニー、  
フランクリン・テンプレトン債  
券グループ®、  
最高投資責任者(CIO)



エド・パークス、CFA  
フランクリン・テンプレトン・マ  
ルチアセット・ソリューションズ、  
最高投資責任者(CIO)



マンラジ・セコン  
フランクリン・テンプレトン・  
エマージング株式グループ、  
最高投資責任者(CIO)

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。当資料のなかで運用担当者が示した見解ならびにコメント、意見、分析は、情報提供のみを目的としたものです。市場や経済環境は変動するため、コメント、意見、分析は2018年4月12日時点のものであり、事前通知なしに変更される可能性があります。当資料で示された分析や意見はフランクリン・テンプレトン・インベストメンツの他のグループ、運用担当者、運用チームによるものと異なる或いは対照的である場合があります。当資料で示された意見はマクロ経済問題についての運用担当者の個人的な見解を示すものであり、個別の投資に関する助言や証券の売買、保有や投資戦略の採用の推奨や勧誘を行うものではありません。

すべての投資はリスクを伴い、元本を割り込む可能性もあります。外国証券への投資には為替変動、経済および政局の不透明感など特別なリスクを伴います。新興国市場の投資では、同じ要因に関連してのリスクが増大する一方で、市場規模や低流動性に関連したリスクも伴います。債券価格は通常金利と逆方向に変動します。そのため、ポートフォリオで保有する債券の価格が金利上昇の影響を受け変動した場合、ポートフォリオの価値は低下する可能性があります。株価は、個別企業、特定の産業、業種、市場環境全体などの影響により急速かつ大幅に変動する場合があります。分散投資はより良い収益の獲得を保証するものでも、投資損失リスクを排除するものでもありません。

当資料はビデオによるパネルディスカッションの内容を要約したものです。

以下のウェブサイトでもオンラインでのビデオ視聴が可能です：[franklintempletonglobal.com/outlook2018](http://franklintempletonglobal.com/outlook2018).

# 米国、中国、その他地域：世界経済に与える貿易の影響

**Q**： 現在、世界の経済活動に関する多くの懸念がみられます。実際に世界経済の見通しに対する脅威は感じられますか？

## エド・パークス：

ここ最近の問題にもかかわらず、世界の国内総生産(GDP)成長率は依然グローバルに成長しています。経済ファンダメンタルズは全体として良好と考えますが、その一方で、ここ最近の貿易を巡る緊張については、保護主義の流れの一環であり、相対的に大きなリスク、もしくは懸念の一つとして捉えています。個人的には、保護主義に関する懸念は目新しいものではなく、現在の景気拡大局面においても世界の多くの地域で存在していたという点を認識することが重要と考えます。

今日、目にするリスクの多くはまだ、企業の景況感や消費者の信頼感、あるいは経済活動に重要な影響を及ぼすには至っていません。関税の拡大は今後の経済活動に影響を及ぼす可能性はありますが、現在のところ、世界経済は依然堅調な成長をみせています。

企業収益の向上は、経済成長の重要なけん引役です。これまで企業の収益見直しにおける強気の姿勢が多くの企業投資をけん引し、こうした投資が欧米の経済成長の加速に重要な役割を果たしてきました。欧州は景気拡大サイクルのなかで明らかに異なる段階にあり、米国など一部の先進国から2~3年遅れています。欧州委員会のユンケル委員長の欧州に関する計画は、同地域全体の成長をさらに加速させる機会を提供していると考えます。

貿易問題が大幅に悪化した場合、实体经济の重しとなる、というのが我々の見方です。関税問題によるリスク以外にも貿易に影響を及ぼす問題があります。円高の輸出業者に対する影響がその一例にあげられます。

## クリス・モランフィー：

世界経済のファンダメンタルズは相応に健全な状況にあり、年初から大きな変化はないという見方には概ね賛成です。我々はここ最近の貿易、地政学リスクに関して生じた問題を引き続き注視しています。貿易問題に関しては、最終的には政治的な言葉の応酬が実際の行動よりもはるかに重要という結果が頻繁にみられるという点を指摘したいと思います。今後の展開を注視する必要がありますが、世界経済の成長見通しに関しては、明るい見方を維持しています。

## マイケル・ハッセンスタブ：

貿易についての制限が実際に法制化された場合、現在のインフレを押し上げる可能性があります。米国の消費者は過去数十年に亘って、安価な製品の恩恵を受けてきましたが、貿易に制限をかけるということは、現在、消費者が安価な製品価格という形で享受している恩恵が、製造業の一部セクターに限られるようになることを意味します。現段階では、全面的な報復を伴う貿易戦争に発展するリスクは低いとみられますが、貿易紛争の悪化は世界経済の成長に悪影響を及ぼすことから、引き続きリスクとなっています。ただし、概ね貿易活動が停止してしまうことや世界経済がリセッションに陥ることにはならないとみています。

2018年の米国および世界経済の成長に関しては明るい見通しを維持していますが、引き続き経済が混乱する可能性については注意深く見守っています。

## スティーブン・ドーバー：

世界は概ね長らくみられなかった形で同時経済成長を続けています。世界各地において企業は売上と純利益の双方を伸ばしてきました。新興国は概ね力強い経済成長を示し、過去1年は先進国市場を上回るペースで拡大しました。これは非常にポジティブな状況であり、今後も継続する可能性が高いと考えます。

貿易問題に関しては、現時点では貿易戦争というよりは貿易摩擦の状況にあると考えます。短期的な影響という意味では、米国の減税で見込まれる2018年および将来の利益成長と一部の国の金利低下の影響の方が貿易問題による影響よりも大きい可能性があるかとみています。

個人的には、世界経済はソビエト連邦崩壊時の1980年代後半から1990年代初めにかけて発生した経済の大転換の成熟段階にあると考えています。この大転換で数百万人の人々が自由市場にアクセスすることになりました。労働力と様々な資源(リソース)のシフトが大幅なデフレと貿易の拡大をもたらしました。

こうした労働力や資源のシフトは一部で継続する一方で、過去20~30年間にみられた貿易の拡大は、同水準の拡大ペースを維持する可能性は低いと考えられます。

これはかつては貿易と輸出主導の経済モデルに立脚していた多くの新興国経済において、現在は国内消費主導の経済モデルへの転換が進んでいるためです。

貿易は各国の比較優位への特化・集中を基本としています。個人的には先進国の比較優位は、知的財産権にあると考えています。知的財産権の保護を巡る正当な議論が一部でみられており、それがここ最近の米中の貿易紛争の核心であると考えます。

#### マンラジ・セコン:

貿易戦争は誰の利益にもならないというのが我々の見方です。米国にとっても、中国にとっても、そしてその他の多くの国々にとってもダメージを与えることとなります。

これまで多くの政治的駆け引きがありましたが、全面的な貿易戦争に発展することはないと考えます。一步離れて、米国と中国のリーダーシップという視点でみると、現在は興味深い時期にあります。中国の習近平主席が今後10年間、権力の座にとどまることが可能になったことで、投資家は中国がいかんして政策課題を追求し、世界に影響力を行使するかを慎重に見守ることになります。

スティーブンが指摘したように、経済成長という点では、これまで新興国が先進国を上回っており、今後も多くの理由から同様の状況が続くと考えます。新興国市場には多くの経済成長のけん引役がみられます。国内及びグローバルに加えて、テクノロジーに関しても経済のけん引役が存在しています。

これまで、金融サービス、通信、ヘルスケアなどの新製品やサービスは幅広く一般に普及してきました。かつては新興国市場と先進国市場の経済成長サイクルは密接に連動していましたが、現在はこうした連動は後退していると考えます。

今後10年、15年、そして20年後にどこが世界で最大の経済国になるかを予想する場合、新興国市場はリストのトップか、上位になる可能性が高いと考えます。このなかには、中国、インド、インドネシア、ブラジルなどが含まれる可能性が高いと考えます。

## インフレは本当に脅威なのか？



● 米国や世界経済の成長見通しがきわめて良好である場合、インフレにとってどのような意味があるのでしょうか？

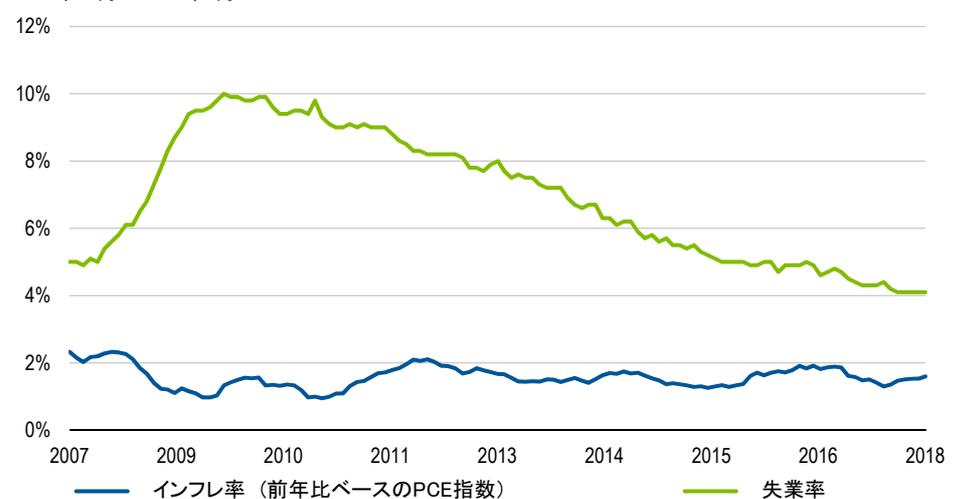
#### クリス・モランフィー:

多くの市場でインフレの兆候が始めていますが、これは予想外のことでありません。米国では現在の景気拡大サイクルの開始から9年が経ち、失業率は4.1%(2018年2月現在)に低下していることから、経済成長サイクルの現在の時点において、ある程度のインフレ上昇が予想されるのは当然ともいえます。多くの専門家の間では、なぜ、これまでインフレの大幅な上昇がみられなかったのかという疑問がみられます。我々は、インフレは上昇を続ける一方、上昇ペースはごく緩やかにとどまる、とみています。主にグローバルイノベーションと技術革新によってインフレ加速が抑制されてきましたが、この2つの要因は現在もみられ、インフレ抑制効果の継続が予想されます。

#### 労働市場の堅調にもかかわらず、インフレは低水準

##### 米国の個人消費支出(PCE)価格指数と失業率

2007年12月～2018年2月



出所: ブルームバーグ、2018年2月28日現在

米連邦準備理事会 (FRB) も同様の見方をしているとみられます。FRBのインフレ予想(個人消費支出価格指数に基づく)では、2019年に2.0%に向けて緩やかな上昇を見込んでいます。また、FRBはインフレが今後数年間はその水準を大きく上回る水準まで上昇するとは考えていません。これは単なる1つの見解ではありますが、市場においては重要で、我々も概ね同じ見方をしています。欧州と日本のインフレはさらに抑制された水準にとどまっています。

米国では、FRBが短期金利の設定で主導的な役割を果たします。しばらく前にFRBは段階的な金融政策の正常化に乗り出しました。FRBは3月に2015年12月以降、6度目となる利上げを実施しました。FRBの予想に基づく、年内は0.25%の利上げがあと2回、2019年には3回実施される見通しです。この結果、フェデラルファンド金利は2019年には3%近くの水準まで上昇することが予想されます。こうした緩やかな金融政策の正常化は適切と考えます。短期金利は上昇しているものの、名目ベースでは依然、大幅な低水準にとどまっているという点を認識することは重要です。これまでFRBは、3%付近が今回の利上げサイクルの終点になるとのメッセージを伝えており、我々もそれが妥当な水準と考えています。長期金利に関しては、短期金利の影響もある程度は受けませんが、インフレにより大きな影響を受けることになります。

なお、米国の金利上昇は経済成長にとってやや逆風となる可能性もあります。ただし、市場はすでにこの点を織り込み済みで、緩やかな金利上昇となる限り、一時的な弱い逆風にとどまり、世界の経済成長に重大なマイナスの影響を与えることはないと考えています。

#### エド・パークス:

マルチアセット・ソリューションという視点から付け加えると、このインフレというテーマは我々のチームがこれまでも検討を重ね、分析をおこなってきた非常に重要な問題といえます。ただ、米国に関しては、我々は現在インフレを重要な要因とはみていません。

第1四半期決算の発表が進むにつれ、企業の利益成長予想は極めて高いものとなりました。本来なら現在の景気サイクルのこの時点では、収益予想は低下していたはずですが、実際には一部で引き続き強気の予想がみられました。このように、経済ファンダメンタルズの状況は引き続き良好と考えられます。ここ最近みられたインフレ、金利上昇懸念による市場のボラティリティの上昇は、長期に亘って異例の低水準にとどまった後のより正常な水準の回帰を意味すると思えます。

#### スティーブン・ドーバー:

個人的には、見落とされているポイントの1つは、それほど遠くない昔に市場ではデフレが議論され、長期に亘って大きな懸念材料となっていたことです。過去10年間で振り返ると、世界各国の中央銀行と多くのエコノミストがデフレ懸念を抱いていました。このため、金融当局は金利を引き下げました。その結果、どうなったでしょうか？リスク資産の価格が上昇し、バリュエーション指標に劇的な変化が生じました。今日インフレについて議論していることは、まさに正常化への回帰、2008年以前のバリュエーションやボラティリティへの回帰についての議論であると思えます。

#### マイケル・ハッセンスタブ:

米国ではインフレの上昇が予想されます。一部の業種では賃金圧力が高まっており、労働市場の例外的な強さを勘案すると、こうした圧力の加速が予想されます。移民抑制政策も特定の労働分野に賃金上昇圧力をかけています。金融の規制緩和も信用活動の加速、投資の促進、通貨の流通速度加速につながる可能性があり、これがさらにインフレをけん引することが予想されます。

#### マンラジ・セコン:

新興国という視点からみると、先進国市場の金利とインフレに関する見解は最終的に新興国市場のリスクプレミアムに影響を及ぼす見通しで、これが近い将来のリスクの1つとなります。

「インフレは上昇を続ける一方、上昇ペースはごく緩やかにとどまる、とみています。主にグローバル化と技術革新によってインフレ加速が抑制されてきましたが、この2つの要因は現在もみられ、インフレ抑制効果の継続が予想されます。」

- クリス・モランフィー

# クレジット・サイクルの見通しと投資環境

**Q:** 米国のクレジット・サイクルに関してどのような見通しを持っていますか？

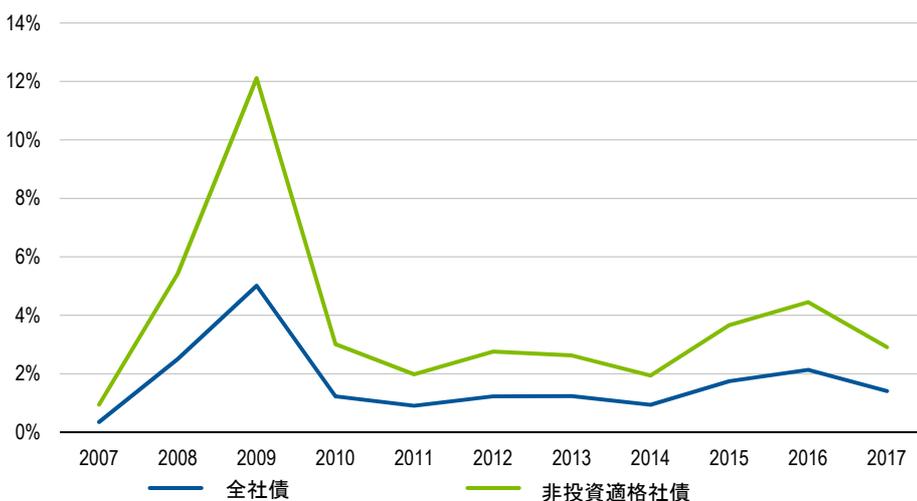
## クリス・モランフィー:

我々は社債投資家として、クレジット・サイクルのどの局面にいるかを十分に認識しており、サイクルの終了時期とそれ以降の動向について検討しています。一方、現時点において伝統的な指標を見る限り、サイクルの転換を示唆する信用問題の兆候はみられません。したがって、クレジット・サイクルにおける現在の状況はしばらく継続すると考えます。

バリュエーションに注目すると、年初に多くのリスク資産が大幅に割高な水準にあったことは確かです。したがって、何らかの調整は予想されており、これは信用悪化の兆候を意味するものではないというのが我々の見方です。

## 社債のデフォルト率は金融危機以前を大きく下回る水準にとどまる 全社債および非投資適格社債のデフォルト率

2007～2017年



出所: ムーディーズ、Moody's Annual Default Report (2017年12月31日現在)

## エド・パークス:

今年、株式市場でボラティリティの増大がみられた時、社債のパフォーマンスは実際にはきわめて好調に推移したという点を指摘したいと思います。確かに我々は投資意思決定において景気サイクルの長さを考慮しますが、その一方で、資産クラス全体で幅広くみた相対価値に着目しています。

米国国債が実質的な利回りを再び持ち始めるにつれ、ボラティリティがより正常な水準にある資産クラスを中心に投資家の姿勢にも、変化が生じています。

ここ最近の市場変動のなかでみられなかったものの1つが、米国国債が投資家の資金の安全な避難先となるという本当の意味での「リスクオフ」モードです。実際、今年、株式が大幅に下落した時期には、債券市場も同じように圧力に直面しました。ただ、個人的にはこの動きは変化する可能性が強いと考えており、我々のチームは従来よりも債券投資により着目した姿勢をとっています。引き続きイールドカーブの短期ゾーンに着目しますが、現在はファンダメンタルズ状況が引き続き有力な支援材料になると考えることから、社債へのバイアスをやや強めています。

## スティーブン・ドーバー:

おそらく株式市場にとって、クレジット・サイクルは炭鉱のカナリヤのような存在だと思いません。現時点では、我々のチームはサイクルの状況を懸念材料とみなしていませんが、デフレ懸念からより正常なインフレ懸念へのパラダイムシフトを経験するにつれ、警戒が必要になるのは間違いないと考えます。確かに社債市場では一部で過剰債務を抱える発行体が存在しています。今後、何らかの問題が突然発生する可能性があり、これが我々に対するクレジット・サイクルがシフトしている可能性の兆候になると考えています。

# インカムと利回りの追求

**Q:** これまで世界各地の資産クラス全般で利回りを追及する動きがみられました。ポートフォリオ運用という観点からこうした動きをどのように考えますか？

## クリス・モランフィー:

これまで目にしてきた傾向の1つが米地方債市場に対する海外投資家の関心です。従来、地方債市場は主に個人投資家に対する税制面での優位性に支えられた国内市場でしたが、数年前から、海外の投資家から大きな需要がみられるようになりました。これはグローバルで利回り追求の動きが見られている証左であり、今後も継続する可能性が高いと考えます。米国中期ゾーン国債の利回りが2.75%ないし3%という水準は、米国の投資家にとってはかなり低い水準ですが、欧州や日本の中期ゾーン国債利回りはゼロ付近にとどまっています。そして俄かに米国市場の利回り水準はそれほど悪くなさそうと考えられています。投資家は米地方債を、全般的に堅固なファンダメンタルズと魅力的な利回りを備えたきわめて質の高い投資対象であるとみています。米地方債には連邦政府による支援はありませんが、州・地方政府の支援を受けており、この点が多くの投資家へのアピール材料となっています。

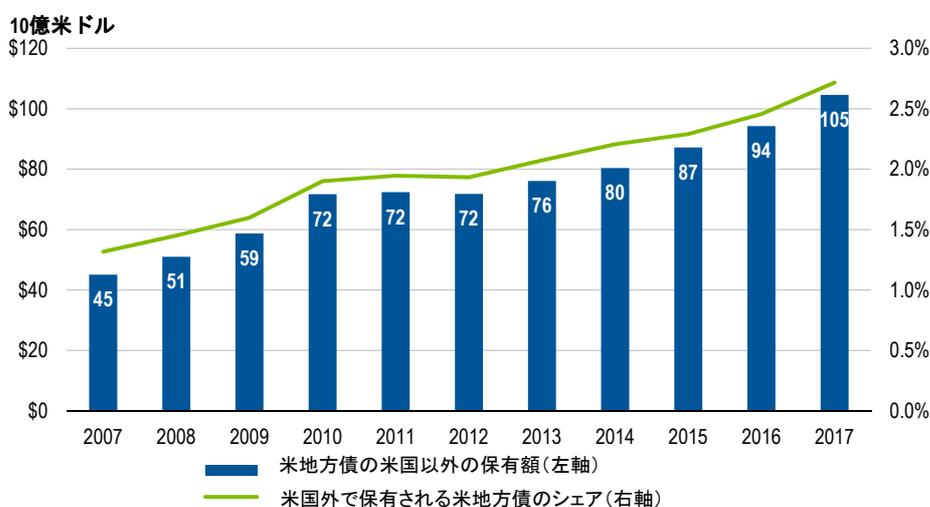
## エド・パークス:

利回りとインカムの確保は、多くの投資家の課題になっていました。過去6か月間で長期金利が目立った上昇を示すなか、公益事業や不動産投資信託(REIT)など債券代替とみなされるセグメントの株式は、幅広く株式市場をアンダーパフォームしました。

## 海外投資家が米地方債市場に注目…

### 米国以外で保有される米地方債の金額と全体に占めるシェア

2007～2017年

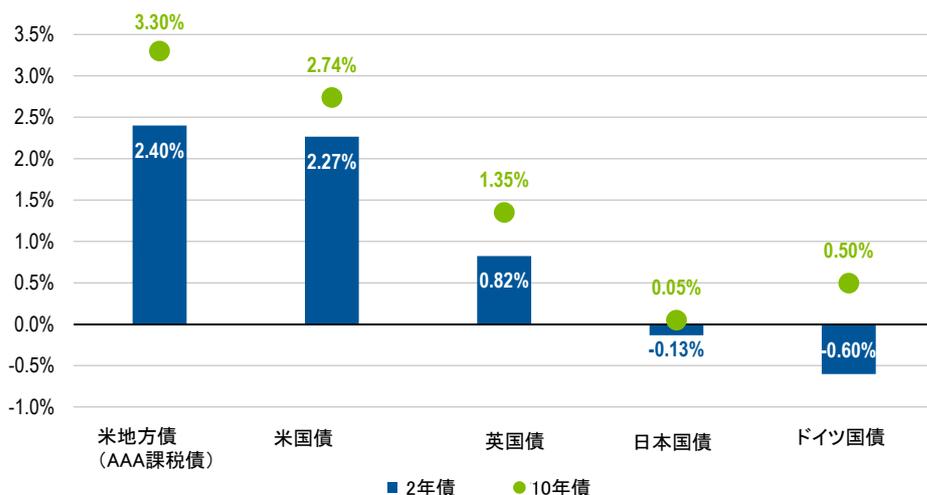


出所: 米FRB、2017年12月末現在

## …高利回りを追求

### 米地方債と各国の国債の利回り

2018年3月末現在



出所: AAA課税地方債利回りはトムソン・ロイター、各国国債利回りはブルームバーグ

## バリュー株の投資の機会？

## MSCI All Country World Growth IndexとMSCI All Country World Value Indexの比較

1998年12月～2018年3月



出所: ファクトセット、2018年3月末現在。1を上回る場合はグロース株がアウトパフォーマンス、1未満の場合はバリュー株がアウトパフォーマンス。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。

また、グロース株とモメンタム株が優位な展開もみられました。バリュー株とグロース株の従来関係に着目すると、通常、バリュー株はグロース株よりもどちらかというインカムと利回りを提供する傾向がみられます。株式については、我々のチームはややアンダーパフォーマンスしているバリュー銘柄において、インカムの機会を追求しています。

我々は多くの異なる方向からポートフォリオの構築を検討します。これは資産クラス、地域、またはセクターにとどまらず、ポートフォリオにおけるファクター・エクスポージャーの分散も行ないます。

パフォーマンスをけん引するファクターの一部が変化しているとみられることから、マルチアセット・ポートフォリオの構築においては、どこにリスク・エクスポージャーが存在するかを十分に理解することが不可欠と考えます。

**マイケル・ハッセンスタブ:**

これまで、我々は先進国の大半でみられる低利回り債券よりも一部の新興国市場の高利回りを債券を嗜好してきました。低い利回り環境にある国や、大規模な構造的不均衡を抱え、経済構造に弱点を抱える新興国市場は、米国の利上げに対してぜい弱となると思われます。

しかし、バランスシートがより健全で、利回りが相対的に高水準にある国は100bp以上の金利上昇を吸収することができるより強固な立場にあると考えられます。ブラジルの現地通貨建て10年国債の利回りは約9.7%、メキシコは約7.3%、インドネシアは約6.6%です。このように国債利回りが米国国債を上回る国では、FRBが金融引き締めを進めるにつれ、低利回りの市場を上回るパフォーマンスが見込まれます。

## ボラティリティへの対応



● 投資家は市場のボラティリティについてどのように考えるべきなのでしょう  
● か、そして年内はどのような状況が予想されますか？

### エド・パークス:

個人的には、おそらく投資家は年内はほぼ現状のような状況が続くとみる必要があると考えますが、直近の12~18ヵ月にとどまらず、過去の状況を検討することをお勧めしたいと思います。ボラティリティが長期に亘って低水準に抑制されてきたことの本当の意味での悪影響の1つは、それが市場に歪みをもたらし、多くの投資家に異例の短期投資を促してきたという点です。

### スティーブン・ドーバー:

結局のところ、株式企業の将来利益の割引現在価値を示すものであり、我々は将来利益の質が高い企業に着目した運用を行っています。企業の成長率の差が拡大するという環境に移行することで、ストックピッカーとしての投資機会は増えると考えます。政治的な環境という点では、今後は米国に加え、年内に選挙を実施する国々でボラティリティが大幅に高まる可能性があるとも見ています。ただし、個人的には、投資家はこの種のノイズに過度に着目すべきではなく、健全な状況を維持している市場のファンダメンタルズに着目すべきだと考えます。

### クリス・モランフィー:

市場の評論家が、日々や週ごとのヘッドライン、政治、地政学関連などを頻繁に取り上げるといった点については、確かにその通りだと考えます。しかし、我々は長期投資家として、これらを跳ね除け、最終的に市場をけん引する長期的ファンダメンタルズに着目する必要があります。

現在の環境は、年初とは明らかに異なっています。したがって、債券間であれ、異なる資産クラス間であれ、分散投資が重要であると考えます。

### マンラジ・セコン:

投資家のリスク許容度は変化するものであり、ボラティリティは新興国市場においてはつきものです。新興国市場の成長をけん引する要因は変化しており、多くの国々では多くの変化が生じてきたという点を投資家は認識する必要があります。過去における危機により、最終的には改革に対する強い意欲が生まれ、新興国市場は様々なレベルで改革に着手しました。個人、企業、国などあらゆるレベルの債務は抑制され、先進国に比べ魅力的な水準となっています。また、外貨準備高もより堅固な水準まで積み上げられました。さらに、新興国は財政および規制改革にも着手してきました。投資家はこうした改善を認識し始め、新興国市場の持続的な成長を認識してきていると考えます。当然のことながら、このことは新興国市場のボラティリティがみられなくなるという意味ではありません。我々はボラティリティが生じる時期を、難局を乗り切ることができる企業の株式をより魅力的な価格での購入できる機会とみなしています。

“ 今後は米国に加え、年内に選挙を実施する国々でボラティリティが大幅に高まる可能性があるとも見ています。ただし、個人的には、投資家はこの種のノイズに過度に着目すべきではなく、健全な状況を維持している市場のファンダメンタルズに着目すべきだと考えます。 ”

スティーブン・ドーバー

## リスクについて

すべての投資はリスクを伴い、元本を割り込む可能性もあります。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。外国証券への投資には為替変動、経済および政局の不透明感など特別なリスクを伴います。新興国市場の投資では、同じ要因に関連してのリスクが増大する一方で、市場規模や低流動性に関連したリスクや証券市場を支える法制度、政治・経済構造、社会基盤の未整備といったリスクも伴います。このような投資においては、大幅な価格変動が発生する場合があります。高利回りは、低格付け証券や、場合によっては、証券の価格低下に伴う高い信用リスクを反映します。金利変動は証券価格や利回りに影響を及ぼす可能性があります。株価は、個別企業、特定の産業、業種、市場環境全体などの影響により急速かつ大幅に変動する場合があります。米国国債は償還日まで保有した場合、元本および利払いが保証されます。

## 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、投資の継続、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、税務上の助言を構成するものではありません。

当資料のなかで運用担当者が示し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。すべての投資はリスクを伴い、元本に損失が生じる可能性があります。

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 テンプルトン インベストメンツ(「FTI」)は当該データに関して独自の検証、立証、監査は行っていません。FTI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関しては、利用者の裁量に委ねられます。

金融商品、サービス、情報はすべての法的管轄区域で入手可能なわけではなく、現地の法令の許可が得られた場合に、FTI関連会社および/または販売会社によって提供されます。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、専門家の助言を受けることをお勧めします。

CFA® と Chartered Financial Analyst® はCFA協会が保有する商標です。

MSCI は本資料で複製されたいずれのMSCIデータを保証するものでもなく、一切、責任を負いません。再配布、使用を禁じます。本資料はMSCIによって作成されたものでも、承認されるものでもありません。

データ出所に関する詳しい情報については [www.franklintempletondatasources.com](http://www.franklintempletondatasources.com) を参照下さい。

<当資料のお取扱いにおけるご注意>

- 当資料はフランクリン テンプルトン インベストメンツ(フランクリン・テンプレートン・リソーシズ・インクとその傘下の関連会社を含みます。)が作成したものを、フランクリン・テンプレートン・インベストメンツ株式会社が抜粋・翻訳した資料であり、特定の有価証券の勧誘を目的とするものではありません。
- 当資料は信頼できると判断した情報に基づいて作成しておりますが、その正確性、完全性を保証するものではありません。当資料に記載されている予測、見通し、見解のいずれも実現される保証はありません。当資料の内容、データ等は作成時点のものであり、今後予告なく変更されることがあります。
- 当資料にかかわる著作権その他の一切の権利は引用部分を除き当社に帰属します。当資料の一部又は全部の無断での使用・複製は固くお断りします。

**フランクリン・テンプレートン・インベストメンツ株式会社**

金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第391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



Please visit [www.franklinresources.com](http://www.franklinresources.com) to be directed to your local Franklin Templeton website.



FRANKLIN TEMPLETON  
INVESTMENTS