情報提供資料

FRANKLIN TEMPLETON | Institute

2023年9月

グローバル投資環境見通し

拡大する投資機会

はじめに

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・テンプルトン・インスティテュートのヘッド

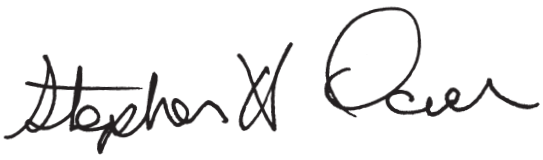
夏場は厳しい経済環境が続きましたが、市場は予想に反して堅調な展開となりました。季節が秋に移り変わる中で、投資家の間では投資環境が悪化するリスクが懸念されています。

今回のグローバル投資環境見通しでは、当社の運用チームが現在最も注目している投資機会について紹介し、具体例といくつかの論点を提供します。2023年半ばのレポートで議論した投資機会の多くは依然として魅力的であり、若干の修正はあるものの、特に大きな変化はありません。私たちは以下の投資アイディアに注目しています。

- 今日、投資機会は資産クラスと地域全体にわたり拡大しています。
- 債券の分散効果が復活しているため、バランス型ポートフォリオで債券への配分を増やし、ポートフォリオのデュレーションを長期化します。
- 株式については、いわゆる「マグニフィセント・セブン」と呼ばれる米国のテクノロジー銘柄以外にも投資機会が存在しています。中型株と小型株の企業は、大型株の企業よりも革新的で破壊的な技術を持っている可能性が大きいと言えます。さらに、収益が安定しているディフェンシブ銘柄は、景気敏感銘柄よりもバリュエーションが魅力的であるため、株価の反発が期待できます。
- 米国のオフィスセクターは構造的・循環的な問題に直面しており、ここ数ヵ月にわたり厳しい状況が続いています。私たちは、産業用倉庫、トランクルーム、住宅、およびライフサイエンスなどの不動産セクターに投資機会を見出しています。

- 債券について：
  - クレジットに関しては、様々な償還期限の証券が高い利回りを提供しており、ここ15年間で最も魅力的なインカム獲得の機会が存在しています。
  - 優良配当株から高格付け債券に投資対象を切り替え、よりリスクの低い資産から高い利回りを獲得する機会が提供されています。
  - エージェンシー・モーゲージ担保証券(MBS)は投資適格債と同等の利回りを提供していますが、投資適格債よりも信用リスクとデュレーション・リスクが低くなっています。MBSの利回りは株式の益回りを上回っており、これは過去20年間で初めてのこととなります。
  - 景気が減速する中で、足元では米国債のイールドカーブの逆転が解消に向かっており、大幅な金融緩和を織り込みつつありますが、FRBが利下げに転じるタイミングについては運用チーム内で意見が分かれています。
  - 日本については、ここ数年間と比べて楽観的な見方を強めており、円は大幅に過小評価されていると考えられます。

以下では、フランクリン・テンプルトン・インスティテュートが現在の投資環境と投資機会を分析した結果について報告します。



目次

4 良好な相場環境は続くか？

8 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

9 債券の展望
ウエスタン・アセット

10 債券の展望
フランクリン・テンプルトン債券グループ

11 債券の展望
ポール・ミルチャルスキー
ブランディワイン・グローバル

12 グローバル債券の展望
テンプルトン・グローバル・マクロ

13 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・インベストメント

14 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

15 グロース株式の展望
ジョナサン・カーティス
フランクリン株式グループ

16 小型株の展望
ロイス・インベストメント・パートナーズ

17 バリュー株の展望
クリスチャン・コレア、CFA
ミューチュアル・シリーズ

18 不動産の展望
クラリオン・パートナーズ

19 プライベート・クレジットの展望
ベネフィット・ストリート・パートナーズ

20 ヘッジファンドの展望
K2アドバイザーズ

良好な相場環境は続くか？

夏休みの記憶が薄れつつある中で、投資家の関心は2023年最後の数ヵ月の見通しに移っています。

今年の第1四半期から第3四半期にかけて、インフレ率の鈍化や、景気後退懸念の後退を背景に、世界の株式市場は堅調に推移しました。また、企業業績が3四半期連続で悪化したことは特に材料視されず、今後業績が改善するとの見通しが優勢となりました。地政学的リスクの高い状況が続いたものの、最悪の事態は免れたことが、株価の下支え要因となりました。

しかし、こうした良好な相場環境は続くのでしょうか？全般的に見て、私たちは良好な相場環境が続くと考えています。ただし、投資家は時間との戦いを強いられています。以下では、2023年最後の数ヵ月における投資機会について私たちの考え方を説明し、結論を示します。

企業はイールドカーブの逆転を上手く活用

米連邦準備制度理事会（FRB）は2022年3月から急速な利上げを続けてきましたが、企業は、資金調達方法の構造的な変化により、今のところ、その最も厳しい影響からは免れています。

企業セクターが利上げの影響を比較的抑えられているのは、企業が借り入れの償還期限を延長し、その多くを固定金利に切り替えたことによると考えられます。したがって、過去2年間にわたり金利が急上昇しているにもかかわらず、企業の債務返済コストはそれほど上昇していません。

金融引き締めが行われる中でも、企業は一定の利益を確保しているため、旺盛な採用意欲を維持しています。これにより、利益、雇用、および需要の好循環が生まれています。これが永遠に続くわけではありませんが、米国の経済成長を支える一因となっています。

短期金利が長期金利を上回るイールドカーブの逆転が続いていますが、多くの上場企業はこの状況を上手く活用しています。安定した収益や慎重な資本配分を通じて多額の現金を保有している企業は、短期証券に投資することで高い金利収入を得ています。その一方で、低い固定金利で長期資金を調達することにより、債務返済コストを抑えています。つまり、企業セクターはイールドカーブの逆転を上手く活用することができています。

金融引き締めが行われる中でも、企業は一定の利益を確保しているため、旺盛な採用意欲を維持しています。これにより、利益、雇用、および需要の好循環が生まれています。これが永遠に続くわけではありませんが、米国の経済成長を支える一因となっています。

このように、企業セクターは金融引き締めの影響をそれほど受けておらず、底堅い収益と成長を維持しているため、デフォルト・リスクが低く抑えられています。一方、信用リスクについては状況が異なります。個別企業がデフォルトに陥る可能性があり、デフォルトを回避できない企業も出てくると見込まれます。ただし、私たちの分析によると、貸出市場が機能不全に陥らない限り、企業の全体的なデフォルト率は以前の景気サイクルの水準を下回る可能性があると予想されます。

金利は早期に低下する必要がある

こうした楽観的な状況がいつまでも続くわけではありません。新たな借入を行う企業や、既存債務を借り換える必要がある企業は、高い金利を支払うことになります。したがって、経済のソフトランディングが実現するには、金利が比較的早く低下し始める必要があります。

幸いなことに、ほとんどのインフレ指標（物価、住宅費、および賃金など）はすでにピークアウトし、低下傾向を示しています。インフレ率が低下すれば、各国中央銀行は追加利上げを行う必要がなくなります。しかし、金利負担の増加や景気後退を回避するためには、インフレ率の低下に伴って金利も低下する必要があります。金利が低下しなければ、金利負担の増加によって個人消費や企業業績が圧迫され、債務返済コストの上昇によって経済成長が阻害される恐れがあります。

おそらく2023年内は、米国経済は底堅く推移する可能性が高いと考えられます。ただし、金利負担の増加は、経済に徐々に影響を及ぼすと見込まれます。経済が崖から落ちるように急激に悪化するわけではありませんが、借入コストの高止まりが長引けば長引くほど、ハードランディングや業績リセッション（企業業績が2四半期連続で減益となる状況）の可能性も高まると考えられます。経済のソフトランディングを期待している投資家は、時間との戦いを強いられることになります。

引き続き豊富な投資機会が存在

以上を踏まえ、以下では年内の投資見通しについて考察します。

経済成長、インフレ率、および企業業績に関する指標は概ね良好に推移すると予想されます。これにより、株式市場と社債市場は引き続き堅調な展開になると見込まれますが、好材料の多くはすでに織り込み済みであるため、市場の上昇ペースは鈍化する可能性があります。

2023年年央のレポートで議論した投資機会の多くは依然として魅力的であると言えます。様々な償還期限のクレジット商品が高い利回りを提供しており、ここ15年間で最も魅力的なインカム獲得の機会が存在しています。ディスインフレ傾向が続く中で、高格付けの発行体（例えば、国債や投資適格社債の発行体）のダウンサイド・リスクは限定的となる可能性があります。言い換えれば、デュレーションの長い高格付け証券に投資することで、リスク・リターン特性を改善できると考えられます。経済活動が鈍化し、インフレ率がさらに低下する可能性があり、その場合には債券価格に上昇圧力がかかる（利回りに低下圧力がかかる）ため、投資家はインカムゲインに加えてキャピタルゲインも獲得できる可能性があります。さらに、インフレ率は現在、名目利回りを明確に下回っているため、実質リターンも魅力的となっています。

米国の金利がピークアウトし、低下傾向を示していることは、米ドルの上昇サイクルもピークに近づいている可能性があることを示唆しています。一般に、緩やかなドル安は新興国の現地通貨建て債券にとって有利な環境となります。新興国の通貨や債券市場が上昇すれば、新興国株式もアウトパフォームする傾向があります。また、コモディティ価格も一般に底堅い展開となります。

新興国市場における最大の不透明要因は中国経済です。中国政府はクレジット市場と不動産市場の安定化に向けた取り組みを進めていますが、これまでの政策措置は経済成長を刺激することよりも、リスクを抑えることを目的としているように思われます。したがって、中国の企業業績は伸び悩み、株式市場はその他の新興国の株式市場をアンダーパフォームする可能性があります。

季節が夏から秋に移り変わる中で、投資見通しは依然として良好であると言えます。投資家は2023年のこれまでの利益の一部を確定したいと考えているかもしれませんが、市場のファンダメンタルズとバリュエーションを踏まえると、今後もリスク・リターン特性が魅力的な状況が続くと考えられます。

金利がピークアウトする局面では、デュレーションの長い株式（一部のグロース・セクターを含む）が有利となる傾向があります。2023年に入ってから、人工知能（AI）関連銘柄の上昇が目立っていますが、グロース株や、安定した収益源を持つ企業（景気変動の影響を受けにくい企業）は、景気循環株をアウトパフォームする可能性があります。

最後に、年内（および2024年にかけて）の見通しを踏まえると、バランス型ポートフォリオを維持することが望ましいと考えられます。現在のようにインフレ・リスクが低下する局面では、債券と株式の両方でプラスのリターンを得られる可能性があります。仮に景気減速によって業績悪化懸念が高まり、株価が下落したとしても、高格付け債券がこれを相殺するプラスのリターンを生み出し、バランス型ポートフォリオ全体で安定したパフォーマンスを維持できる可能性があります。株式と債券の弱気相場で2022年に損失を被った投資家にとっても、今後数ヵ月の見通しはより安心感をもたらすものになると考えられます。

季節が夏から秋に移り変わる中で、投資見通しは依然として良好であると言えます。投資家は2023年のこれまでの利益の一部を確定したいと考えているかもしれませんが、市場のファンダメンタルズとバリュエーションを踏まえると、今後もリスク・リターン特性が魅力的な状況が続くと考えられます。

私たちが考える最大の投資機会：

現金を投資に回す動き

多くの投資家は利回りが5%を超えるマネー・マーケット・ファンドに資金を移しており、これは当然のことであると言えます。また、中長期の米国債に資金の一部を移すことも適切であると考えられます。利上げの打ち止め、米国のインフレ率のさらなる鈍化、および景気の減速などが見込まれる中で、2024年に長期債利回りが低下すれば、デュレーションの長い安全な債券のリターンが押し上げられる可能性があります。以下に指摘しているように、デュレーション・リスクを取ることは、一般にポートフォリオの分散効果を高めることにつながります。

投資適格債
債券市場の中でも最も高品質の債券がより魅力的となっています。債券利回りは現在、S&P500指数の益回りと同等の水準ですが、これはここ20年間で初めてのこととなります。

高品質でデュレーションの短い債券一般
高品質の債券銘柄を広く物色すると、多少の経済の落ち込みがあったとしても、それをカバーするデフォルト・リスク・プレミアムがあり、投資家にとって充分に魅力的です。したがってクレジット市場では、高品質でデュレーションの短い銘柄を広く選好しています。また、モーゲージ担保証券（MBS）にも投資機会があると見ています。

厳選されたデュレーションの長い債券
金利のピークアウトが早期に到来する可能性が高いことから、高品質でデュレーションの長い債券のパフォーマンスが改善しています。金利が低下すれば、金利感応度の高い債券により多くのキャピタルゲインがもたらされる可能性があります。

高品質のハイイールド債
高格付けのハイイールド債はファンダメンタルズが良好であるため、高いトータルリターンを獲得できる可能性があります。ハイイールド債は他の債券よりもデュレーションが短く、また同時に株式のようなトータルリターンも期待できます。

新興国の債券
年初に指摘した通り、現地通貨建て新興国債券にも妙味があります。利回りの高さ（場合によっては2桁のことも）に、米ドル安が加われば、一部の米国ハイイールド債にみられるような大幅な格下げやデフォルト・リスクなしに、株式に匹敵するリターンを期待することもできます。

米国株式
一部のグロース・セクター（いくつかの超巨大企業を除く）に投資機会があると見ています。いわゆる「マグニフィセント・セブン」と呼ばれる7銘柄（アップル、アマゾン、アルファベット、メタ、マイクロソフト、エヌビディア、およびテスラ）以外に、バリュエーションが魅力的で高品質の中小型グロース銘柄を投資対象として検討することが望ましいと考えられます。

今年に入ってから株価が上昇していますが、S&P500指数のディフェンシブ・セクター（生活必需品、ヘルスケア、公益事業、および不動産）は景気循環セクターにアンダーパフォームし、その差は注意を必要な大きさに達しています。

米国以外の株式
米国以外の株式を新規に組み入れる、またはその比率を引き上げることは検討に値すると考えます。日本の株式市場に対しては、過去何年かの間で最も楽観的な見方をしており、円は大幅に過小評価されていると見ています。原則として、私たちは中国以外の新興国市場を選好しています。中国企業は、電気自動車、テクノロジー、および医薬品などの分野で急成長しており、市場シェアを拡大していますが、不動産セクターでは債務が増大しているため、注意する必要があります。長期的な観点では、中国の成長に対して楽観的な見方をしていますが、過剰債務に対応するための新たな政策が実施されている中で、問題が拡大していることも認識しています。

プライベート・クレジットに歴史的な好機
金利水準が近年になく高いことから、ローン市場において、プライベート・クレジットが地方銀行から大きくシェアを奪う可能性が高くなっています。こうした変化を受けて、プライベート・クレジットを運用しているマネージャーは、価格や条件、コベナンツなどについて有利に交渉を進めやすくなることでしょう。

商業用不動産市場は低迷しているが、投資機会は存在している
オフィス需要の低迷などにより、商業用不動産をめぐるセンチメントは大幅に悪化しています。そうした中でも、産業用倉庫、トランクルーム、住宅、およびライフサイエンスなどの不動産セクターに投資機会を見出しています。マクロ情勢、人口動態、および破壊的テーマが変化しているため、市場全体をアウトパフォームするためには、セクター配分と市場選択が重要なカギになると考えられます。

絶対リターンを獲得し、ポートフォリオのリターンを安定化
様々な資産クラスでヘッジ戦略を実行することにより、マルチアセット・ポートフォリオのボラティリティを低く抑えることができます。私たちは相関の低い資産を組み合わせ、ポートフォリオの分散効果を高めています。これにより、経済環境が予想より悪化した場合でも、ダウンサイド・リスクを軽減することができます。

バランス型のポートフォリオ
インフレ率が鈍化している中で、債券の分散効果が復活しているため、株式と債券を60対40の割合で組み合わせる伝統的な投資戦略が再び有効になっていると考えられます。

資料：2023年第4四半期の投資機会

当社の運用チームに、2023年年末までの投資機会をまとめた資料の作成を指示しました。この資料が示唆するポイントを正しく評価するには、各エキスパートの視点を理解することが重要です。これらがお客様にとって興味深く、また有益なものであることを願っています。

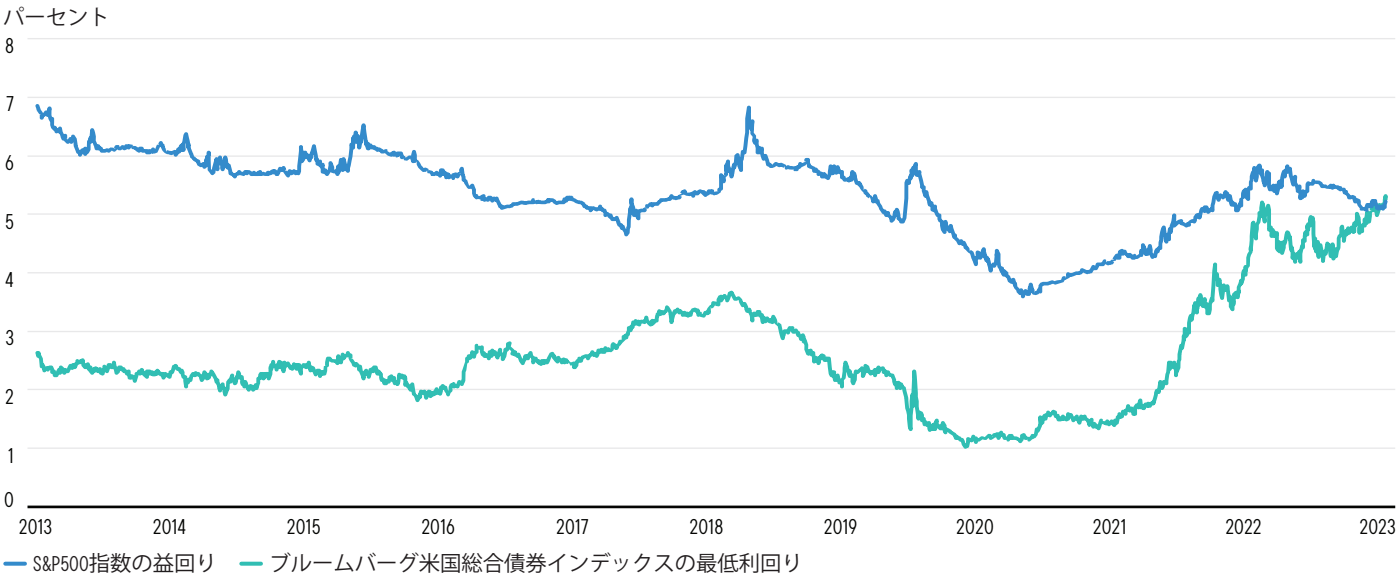
マルチアセット・インカムの展望

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

債券利回りは、S&P500指数の益回りと同水準に上昇

S&P500指数の益回りとブルームバーグ米国総合債券インデックスの利回り
2023年9月6日～2023年9月8日（日次）



出所：ファクトセット、S&P ダウ・ジョーンズ・インデックス、ブルームバーグ・インデックス。ブルームバーグ米国総合債券インデックスは、投資適格の米ドル建て固定金利課税債券市場のパフォーマンスを測定する指数です。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、将来の運用成果を保証するものではありません。**重要なデータ提供者の通知および規約は以下のウェブサイトをご参照ください。www.franklintempletondatasources.com

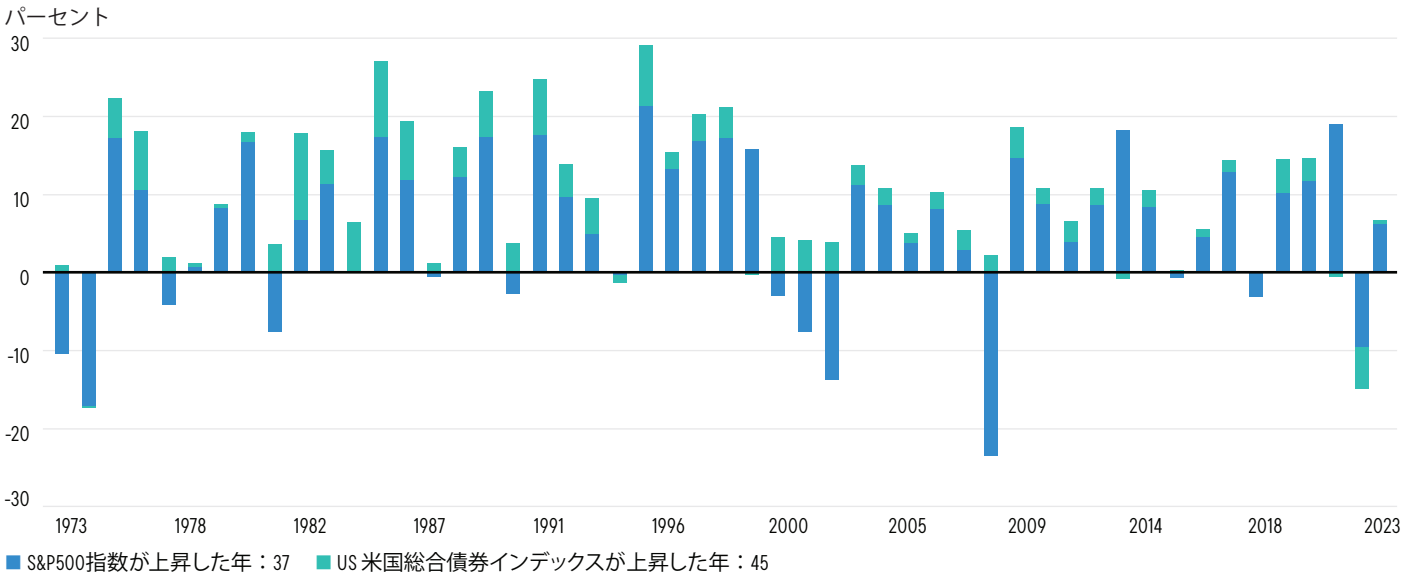
- 世界金融危機後の時代と量的金融緩和の開始を振り返ると、債券市場に生じた歪みはインカム投資家にとって厳しいものでした。
- 2022年上半期には、多くの配当株の利回りが米10年国債利回りや投資適格社債の利回りを上回っていました。しかし、その後は状況が逆転し、高格付け債券の利回りが配当株の利回りを上回るケースが増えました。
- ブルームバーグ米国総合債券インデックスの最低利回りは5%を上回っており、S&P500指数の益回りとほぼ同等の水準となっています。
- これまでの利上げの効果が遅れて表れており、企業業績を圧迫し始めています。一方、FRBのタカ派発言を受けて債券利回りが上昇しているため、債券利回りと株式益回りの差が縮小しています。
- 投資機会は、優良配当株から、よりリスクの低い資産から高い利回りを得る高格付け債券にローテーションする見込みです。これを念頭に私たちは高格付け債券に資金を前年比で大幅に再配分してきました。
- FRBが政策金利を長期にわたり高水準に維持する可能性が高まっており、経済が徐々に減速している中で、企業は値上げを行うことが困難となっています。このことは今後の市場にとってリスク要因となる可能性があります。
- 現在、投資機会は大幅に拡大しています。高いインカムゲインを確保しながら、長期的なキャピタルゲインを狙うことが可能であり、そのために私たちは様々な手段を講じています。

債券の展望

寄稿者
ウエスタン・アセット

分散効果：伝統的な相関関係が復活

米国総合債券インデックスとS&P500指数のリターン
1973年12月31日～2022年12月31日



出所：ブルームバーグ。2022年12月31日現在。ブルームバーグ米国総合債券インデックスは、投資適格の米ドル建て固定金利課税債券市場のパフォーマンスを測定する指数です。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、将来の運用成果を保証するものではありません。**

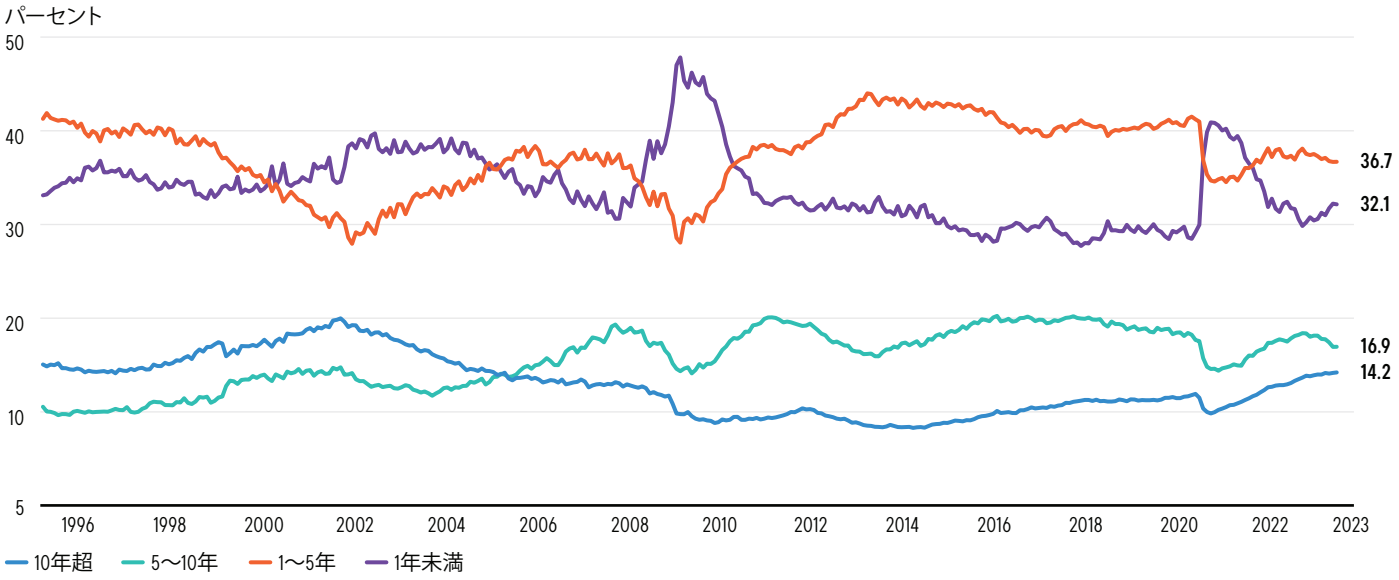
- インフレ率が鈍化している中で、債券の分散効果が復活しているため、株式と債券を60対40の割合で組み合わせる伝統的な投資戦略が再び有効になっていると考えられます。
- コロナ禍後のインフレ危機は多くの点で異例の事態であったと言えますが、上図に示されている通り、債券は長期にわたって安定的に分散効果を発揮しています。債券は上図の期間の大部分においてプラスのリターンを生み出しており、債券を40%の割合で組み入れたバランス型ポートフォリオが安定したパフォーマンスを維持できることを示しています。
- 市場が一本調子で上昇することはほとんどなく、調整局面が頻繁に訪れます。現在の問題点は、2023年8月に株価と米国債価格がともに下落し、株式と債券が正の相関を示したことです。ただし、長期的に見れば株式と債券は基本的に逆の値動きとなる傾向があり、今後は負の相関に戻ると考えられます。

債券の展望

寄稿者
フランクリン・テンプルトン債券グループ

米国国債の満期構成

国債発行残高に占める比率
1996年～2023年3月31日



出所：フランクリン・テンプルトン・インカム・リサーチ、米財務省、マクロボンド。2023年3月31日現在のデータ。

主な論点

- 世界経済は減速を続け、国内総生産（GDP）成長率は2024年まで潜在成長率を下回って推移すると見込まれますが、米国やユーロ圏の経済はテクニカル・リセッションを回避できる見通しです。
- 各国中央銀行はインフレ対策として金融引き締め姿勢を維持すると考えられますが、金融引き締めの効果が経済に浸透するまでには時間がかかります。
- 米国の中長期国債利回りは上昇すると見込まれますが、短期金利については異なる見方をしています。

米国経済の見通し

- 9月には米国債利回りは一貫して上昇しました。長期金利の指標となる米10年国債利回りは一時4.55%まで上昇し、2007年10月以来の高水準を付けました[1]。米国債利回りは私たちが以前予想していた水準に近づきましたが、当社は複数の要因からこの予想水準を引き上げました。その要因としては、予想を上回る経済成長や、インフレ率の高止まり、市場における不利な需給環境などが挙げられます。米国は巨額の財政赤字を抱えており、米国債の発行も増加しているため、米国債への投資需要が続くのかが今後の焦点となります。

投資戦略

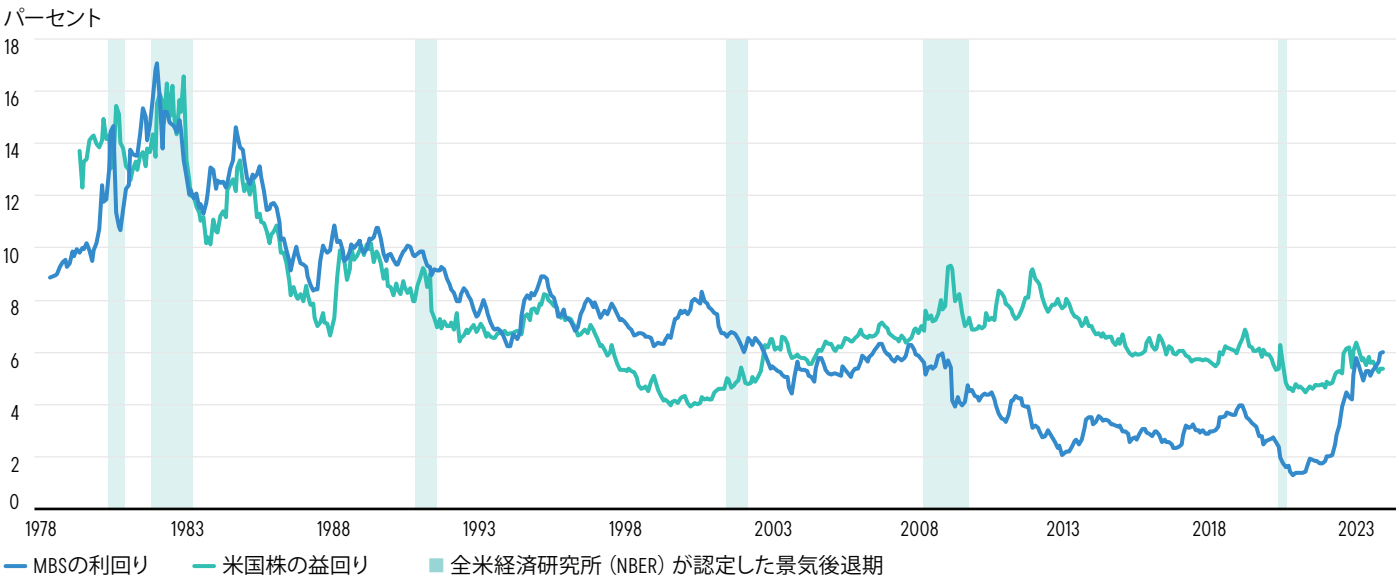
- 米国債の新規発行が増加すると予想され、市場はこれを消化する必要があります。米国債は、欧州の国債や、特に日本の国債と比べて相対的に利回りが高いため、海外投資家は米国債を積極的に購入しています。しかし、海外の中央銀行が政策金利を引き上げる一方で、米国の政策金利はターミナルレート（利上げの最終到達点）に近づいているため、今後は金利差が縮小し、海外投資家の投資意欲が減退する可能性があります。
- 景気が減速する中で、足元では米国債のイールドカーブの逆転が解消に向かっており、大幅な金融緩和を織り込みつつあると考えられます。一方、これはFRBの見通しとは異なります。FRBは追加利上げを行う可能性があり、利下げに転じるのは早くても2024年第3四半期以降になると予想されています。ただし、現在の米国債利回り（特に短期債利回り）は相対的に魅力的であると考えられます。私たちの評価では、長期債利回りは依然として低すぎると考えられます。ポートフォリオのデュレーションがベンチマークと同程度であることに安心感を抱いていますが、長期債利回りはさらに上昇すると見込まれるため、イールドカーブのスティープ化を想定したポジションを維持しています。
- 債券のスプレッド・セクターに関しては、スプレッドが過度に縮小したと考えられます。経済がソフトランディングし、発行体のファンダメンタルズが大きく悪化しないことを織り込んでいると考えられます。ほとんどのスプレッド・セクターのバリュエーションはほぼ適正な水準となっていますが、私たちはいくつかの投資機会を見出しています。

債券の展望

寄稿者
ポール・ミルチャルスキー
グローバル・マクロ戦略のヘッド
ブランディワイン・グローバル

米国の債券を選好する理由

米国株式の益回りとエージェンシー・モーゲージ担保証券（MBS）
1978年1月31日～2023年9月12日



出所：ブランディワイン・グローバル、ブルームバーグ（著作権©2023年、ブルームバーグ・ファイナンスLP）、マクロボンド（著作権©2023年）。米国株はS&P500指数で表されています。エージェンシーMBSはブルームバーグ米国モーゲージ担保証券（MBS）インデックスにより表されています。このインデックスは、ジニーメイ（GNMA）、ファニーメイ（FNMA）、およびフレディマック（FHLMC）が保証する固定金利エージェンシー・モーゲージ担保パススルー証券に連動します。2023年9月12日現在。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。**

2023年初時点で、多くの投資家は2023年が債券の年になると予想していました。しかし、債券のリターンが辛うじてプラスを維持しているのに対し、米国株式は2桁台のリターンを達成しています。2022年末における投資家の保守的なポジショニング、底堅い米国経済、および人工知能（AI）関連投資が急拡大するとの期待などが株価の上昇要因となりました。

今後については、株式よりも米国債券をロングにすることが望ましいと考えられ、その理由を以下に述べます。

- FRBの利上げサイクルは終了した可能性があり、今後は金融緩和への移行が市場の焦点になると考えられます。コア・インフレ率はFRBの2%の物価目標に向けて低下しつつあります。労働市場のリバランスが急速に進んでいます。労働需要が低下している一方、労働力は増加しているため、今後は賃金の伸びが鈍化すると見込まれます。世界経済は、欧州と中国を中心に減速しています。米国経済はこれまで底堅く推移してきましたが、金融引き締めの効果が経済に浸透するに従い、成長ペースが鈍化すると予想されます。
- 米国の債券は株式よりもバリュエーションが魅力的であり、債券をロングにすることが望ましいと考えられます。ただし、私たちはエージェンシー・モーゲージ担保証券（MBS）を選好しています。MBSは投資適格債と同等の利回りを提供していますが、投資適格債よりも信用リスクとデュレーション・リスクが低くなっています。上図では、米国株式の益回りとMBSの利回りを比較しています。MBSの利回りは株式の益回りを上回っており、これは過去20年間で初めてのこととなります。
- 債券のボラティリティは株式のボラティリティよりも低く、このことも債券が魅力的である理由の1つです。MBSのリターンのボラティリティは、米国株式のリターンのボラティリティよりも約50～75%低いため[2]、ポートフォリオ構築の観点からしても、MBSは非常に魅力的な投資先であると言えます。1990年代後半、株式の益回りはMBSの利回りを大幅に下回っていました。その後、ITバブルの崩壊とともに株価は大幅に下落しました。現在、株式リターンのMBSリターンに対する比率は長期平均を大きく上回っており、これは2000年に株式市場のバブルがピークに達して以降で初めてのこととなります。
- 全体として、米国の債券は魅力的な投資機会を提供しています。経済がソフトランディングした場合、債券はまずまずのリターンを生み出すと考えられます（ただし、キャッシュをアウトパフォームすることは容易ではありません）。経済が予想以上に減速した場合、または深刻な金融ショックが起きた場合、債券は株式を大幅にアウトパフォームする可能性があります。

グローバル債券の展望

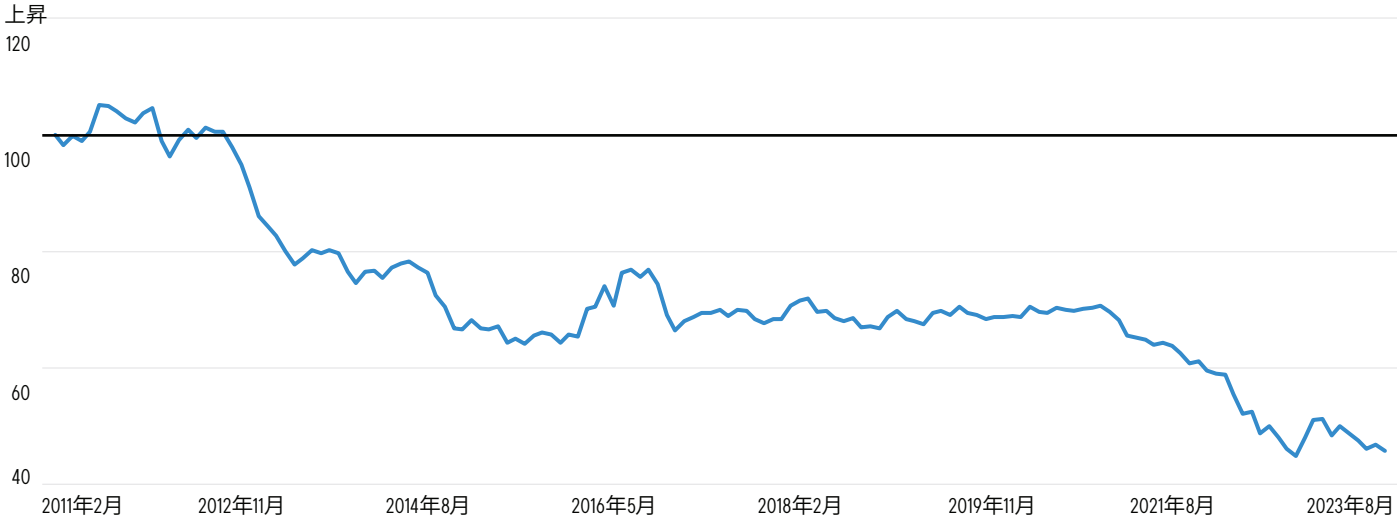
寄稿者

テンプルトン・グローバル・マクロ

円は大幅に過小評価されている

2011年以降における二国間の実質為替レートの変化：円と米ドル

2011年2月28日～2023年8月31日



出所：ブルームバーグ、2023年8月31日現在のデータ。直近で入手可能なデータ

- アジア通貨は一般に米ドル（USD）に対して大幅に過小評価されていると考えられます。特に円（JPY）の過小評価が顕著であると言えます。私たちは、様々な要因の組み合わせにより、ここ十数年にわたる円安トレンドが大きく反転する可能性があると予想しています。
- 米ドルはここ1年にわたりやや軟調な展開となったものの、私たちは依然として米ドルが先進国と新興国の両方の通貨に対して過大評価されていると考えています。米国の金利がピークに達し、米国の経済成長が鈍化している中で、金利や成長の格差が縮小すれば、このことが米ドルに対してその他の通貨に有利に働くと見込まれるため、米ドルは調整局面を迎えると予想しています。
- 特に日本では、ここ数十年にわたる低成長や低インフレのトレンドが反転しつつあるため、こうした米ドルの一般的なトレンドがとりわけ円に有利に働くと考えられます。
- 日本では労働市場が逼迫しており、賃金設定や価格の設定行動に変化の兆候が見られることから、私たちは現在の比較的高水準のインフレ水準がこれまでよりも持続すると予想しています（現在、総合消費者物価指数（CPI）が3%を上回り、コアCPI（食品およびエネルギーを除く）が4%を上回っている）。消費者が物価上昇を受け入れていることで、企業は投入コストの上昇を価格に転嫁できるとの自信を高め、より高い賃上げを容認しやすくなるという、自己強化のサイクルが始まったとみています。賃上げにより、消費者の所得が増えることで、消費支出の増加が促されると見込まれます。
- 私たちは、インフレ目標の2%か、それを上回る水準でインフレがより持続することは、やがて日銀の金融政策正常化につながり、金利差がここ10年間で初めて円に有利に働くことになると予測しています。
- また、私たちはここ数年に比べても日本の成長について楽観的な見方を強めています。こうした見方は様々な要因によるもので、短期的にはコロナ禍後の経済活動再開によるプラス効果や、コーポレート・ガバナンス改革などが挙げられます。企業が投資を増やし、バランスシートを再構築して効率化に取り組む中で、コーポレート・ガバナンスの改革により、構造的な改善が進むと考えられます。さらに日本は、ロボット製造能力が非常に発達しているほか、海外の先進諸国と比較して安価な労働コスト、立地と地政学的同盟関係の良好な組み合わせなどにより、世界的なリショアリングのトレンドから恩恵を受ける上で有利な立場にあります。例えば、日本は米国と緊密な軍事・政治同盟を維持しており、この同盟関係に付随する堅固な安全保障と戦略地政学上、アジアに立地していることによる経済的メリットを活用できます。

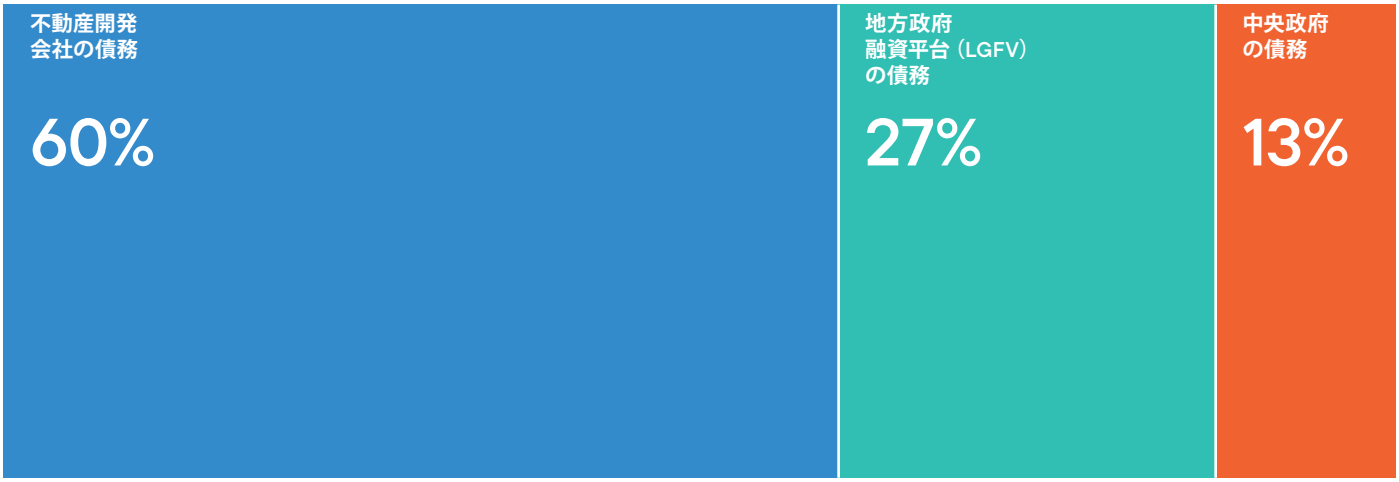
グローバル株式の展望

寄稿者

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

中国が抱える多額の債

中国の債務返済
（2023年）



出所：国際通貨基金（IMF）の世界経済見通し（WEO）、2023年4月。ブルームバーグ、2023年8月30日。

中国経済は二極化の傾向を強めています。中国企業は、電気自動車、テクノロジー、および医薬品などの分野で急成長しており、市場シェアを拡大していますが、これを債務が増大する不動産セクターが相殺しています。長期的な観点では、中国の成長に対して楽観的な見方をしていますが、過剰債務に対応する新たな政策が実施されている中で、問題が拡大していることも認識しています。

中国株式は年初来でMSCIオール・カントリー・ワールド・インデックスを20%アンダーパフォームしています[3]。負債の増加傾向をめぐる投資家の懸念がアンダーパフォーマンスの主な要因となっています。不動産開発会社は12兆7,000億元（1兆7,000億ドル）に上る債務を2023年に借り換える必要があると推測されています[4]。

政策当局はこれまでのところ、限定的で後追い的かつ断片的なアプローチに終始しており、不動産に対する需要の抑制に取り組むことに重点を置いています。プロジェクトの完成を支援するために不動産開発会社に流動性を供給することについては大きな懸念があります。

中国の経済政策の枠組みは移行段階にあります。中国経済が停滞している中で、習近平国家主席の下で新たな最高指導部は政策を策定しています。投資家は、足元の政策が長期な一貫性のある計画にどのように整合するのかより明確になることを求めています。

「共同富裕」に重点を置くことは、2009年と同様の大規模な景気刺激策が実施される可能性が低いことを示唆しています。このことは、不動産開発会社の債務問題に取り組むためには明確な計画を策定する必要があることを強調しています。銀行、中央政府、および民間部門で債務負担を分担する形式を採用する可能性があります。このことが明確になるまで、投資家の信頼は不安定な状態で推移する可能性があります。

中国の政策当局は、広範囲にわたる政策対応を実施することに消極的ですが、これは、中国経済が不動産に依存し過ぎているとの懸念を反映しています。その場しのぎのソリューションを講じれば、付加価値の高い成長に向けて経済の軸足を移した戦略的政策判断が後退する可能性があります。より持続可能な成長軌道への移行は痛みを伴うものであり、時間がかかると見込まれます。予期しない結果が生じる可能性もあり、そうした移行にはリスクを伴います。こうした不透明感を反映して、短期的には株式市場のバリュエーションは低水準で推移すると考えられます。

株式の展望

寄稿者

スコット・グラッサー

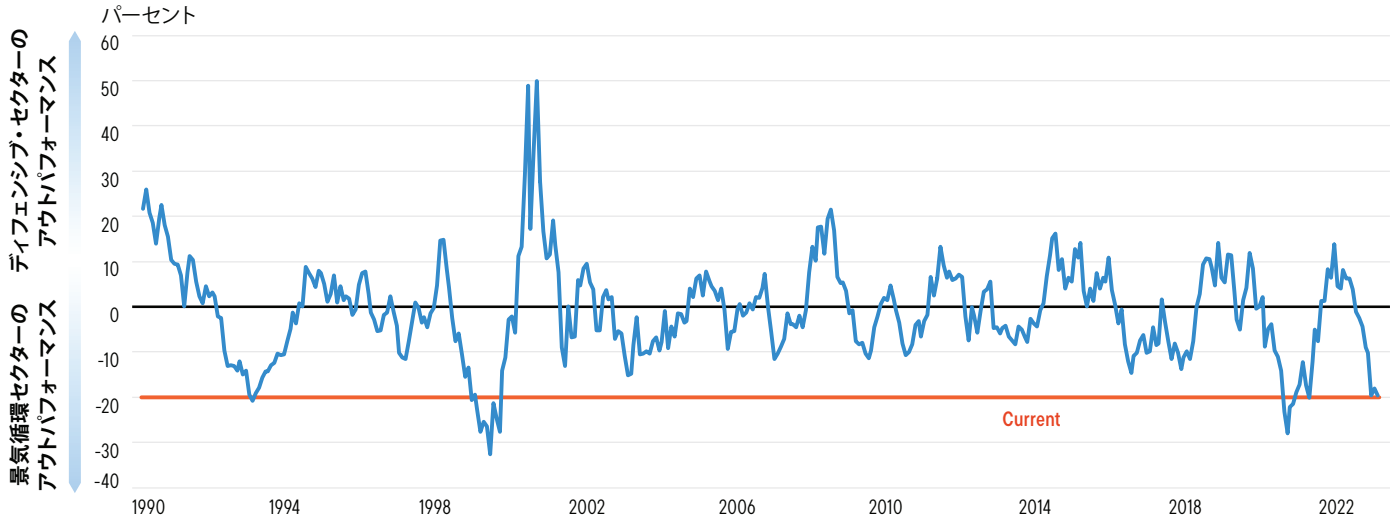
最高投資責任者（CIO）兼ポートフォリオ・マネジャー

クリアブリッジ・インベストメンツ

ディフェンシブ・セクターが反発する可能性がある

ディフェンシブ・セクターと景気循環セクターの比較：前年比変化率

1990～2022年



出所：S&P グローバルおよびブルームバーグ。注：ディフェンシブ・セクターは、生活必需品、ヘルスケア、および不動産などのセクターです。景気循環セクターは、エネルギー、資本財・サービス、一般消費財・サービス、金融、情報技術、およびコミュニケーション・サービスなどのセクターです。各セクターは毎月均等加重されています。2023年8月31日現在。**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。**

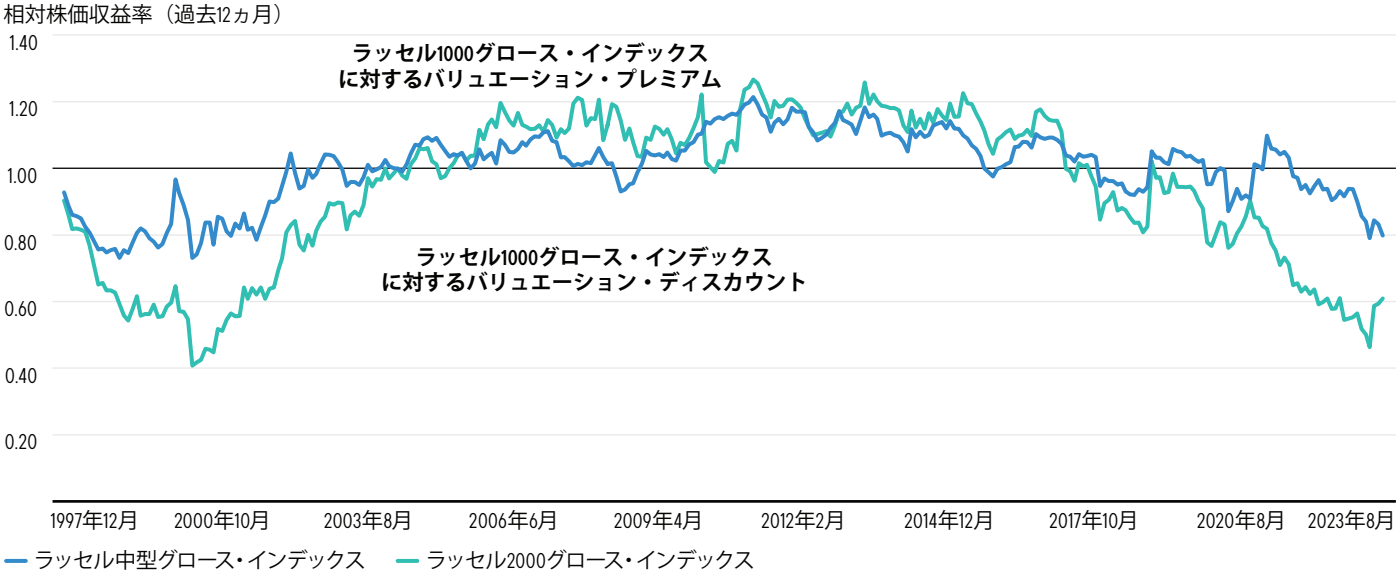
- 生活必需品、ヘルスケア、および不動産などS&P500指数のディフェンシブ・セクターは、今年の株式市場の上昇局面において景気循環セクターをアンダーパフォームしており、その差は注意が必要な大きさに達しています。ディフェンシブ・セクターは現在、景気循環セクターに対して、1990年以降で4番目に割安な水準になっています。
- 公益事業セクターのアンダーパフォーマンスが特に顕著であり、同セクターは年初来でS&P500指数を28.8%アンダーパフォームしています。こうした状況が年末まで続いた場合、公益事業セクターのアンダーパフォーマンスは1999年（–32.4%）以降で最大になると考えられます。「ドットコム・バブル」が崩壊した後に、ディフェンシブ・セクターは大幅に反発しました。景気循環セクターのバリュエーションは割高になっているため、景気後退、またはより些細なカタリストにより、株式市場の先導役が入れ替わる可能性があります。
- そうしたシフトをもたらす可能性のあるカタリストの1つは、米連邦準備制度理事会（FRB）から生じる可能性があり、FRBの利上げサイクルの終了が近づいていることが要因になるかもしれません。歴史的に見ると、FRBが金融引き締めを完了したのと時を同じくして米国10年国債利回りはピークを付けました。FRBの利上げサイクルの終了が近づいているとの観測が継続すれば、米国10年国債利回りは2024年に安定して推移または低下し、ディフェンシブ・セクターが景気循環セクターをアウトパフォームする状況が生じる可能性があります。
- ディフェンシブな特性を有する株式は、景気循環株よりも長期債利回りの低下から大きな恩恵を受ける傾向があります。長期債利回りの低下は経済成長の鈍化に関連する傾向があることから、投資家は、より堅調な収益プロファイルや魅力的な配当利回りを有する企業（つまり、ディフェンシブな株式）を物色します。
- ディフェンシブ・セクターはさらに下落する可能性があるものの、同セクターの過去のアンダーパフォーマンスは株式市場の先導役が逆転する可能性があることを示唆しています。1990年代後半の期間は、今日のように市場では高い集中度が見られ、明らかに景気循環セクターが市場で主導権を握りましたが、ディフェンシブ・セクターのパフォーマンスにも急激な反転が見られました。アクティブ運用マネージャーは通常、過大評価されているセクターを避ける一方で、市場で無視されているセクターに注目する能力を持っていることから、こうした期間には高いリターンを上げることができます。

グローバル債券の展望

寄稿者
ジョナサン・カーティス
ポートフォリオ・マネジメントのディレクター
フランクリン株式グループ

米国株式：大型グロース株に対する小型グロース株および中型グロース株の相対バリュエーションは過去最低水準に近い

ラッセル1000 グロース・インデックスに対するラッセル中型グロース・インデックスおよびラッセル2000グロース・インデックスの過去12ヵ月の株価収益率（P/E）
1997年12月31日～2023年8月31日



出所：ファクトセット。ラッセル中型グロース株インデックスは時価総額加重であり、ラッセル中型株®インデックスの中で株価純資産倍率が比較的高く、予想成長率が高い企業のパフォーマンスを測定します。ラッセル2000は時価総額加重であり、ラッセル 3000インデックスの中で時価総額の最も小さい約2,000社のパフォーマンスを測定します。ラッセル 1000 グロース・インデックスは時価総額加重であり、ラッセル 1000 インデックスの中で株価純資産倍率が比較的高く、予想成長率が高い企業のパフォーマンスを測定します。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、将来の運用成果を保証するものではありません。**

- 私たちは、米国経済が比較的良好な状態にあり、市場では回復と成長が新たな段階に入りつつあることを示す証拠が増えていると考えています。こうした機会を上手く活用するために、投資家は、市場全体を「マグニフィセント・セブン（主要５銘柄（グーグル、アップル、メタ・プラットフォームズ、アマゾン・ドット・コム、マイクロソフト）に、テスラとエヌビディアを加えた米国の主要テクノロジー企業7社）」以外にも投資対象を拡大し、バリュエーションが魅力的で、優良な中小型の成長企業を組み入れるべきであると私たちは考えています。
- 私たちはすでにこうした兆候を確認し始めており、このことは、最近の株価上昇が大型株指数から中小型株指数に拡大していることに反映されています。インフレが鎮静化しつつあり、利上げサイクルが終了に近づいており、雇用が依然として堅調であり、コロナ禍が管理可能になっていることについて、投資家が確信度を高めている中で、私たちはこの傾向が今後数四半期にわたり続く可能性があると考えています。
- 中型株および小型株にはいくつか優位性があり、現在の環境の中で、こうした優位性により、中型株および小型株は魅力的な投資先になる可能性があると考えています。
- 中型および小型のグロース株は大型のグロース株と比較して相対的に過小評価されていると考えられます。上述した通り、ラッセル中型グロース・インデックスとラッセル 2000（小型株）グロース・インデックスの株価収益率は、ラッセル 1000グロース・インデックスに対して最も低い水準近くにあります。
- 中型株および小型株は景気サイクルの影響をより受けやすい傾向にあります。雇用情勢が堅調であることや、企業行動が正常な状態に戻っていることを背景に、消費者の支出が底堅く推移している中で、中型株および小型株の企業は大型株の企業よりも高い売上高や収益の伸びを示す可能性があると考えられます。
- 中型株と小型株の企業は、大型株の企業よりも革新的で破壊的な技術を持っている可能性が大きいと言えます。中型株および小型株の企業は機動的で、大型株の企業よりも変化への適応が高いことから、中型株および小型株の企業は、消費者の好みの変化や、テクノロジーのトレンド、競争圧力に対して迅速に対応することが可能です。また、中型株および小型株の企業は、新たな市場に進出し、その他の企業を買収し、自らが買収のターゲットになる機会も多くあります。

小型株の展望

寄稿者

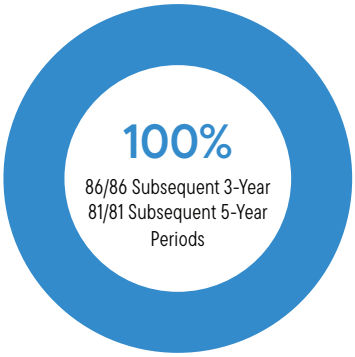
ロイス・インベストメント・パートナーズ

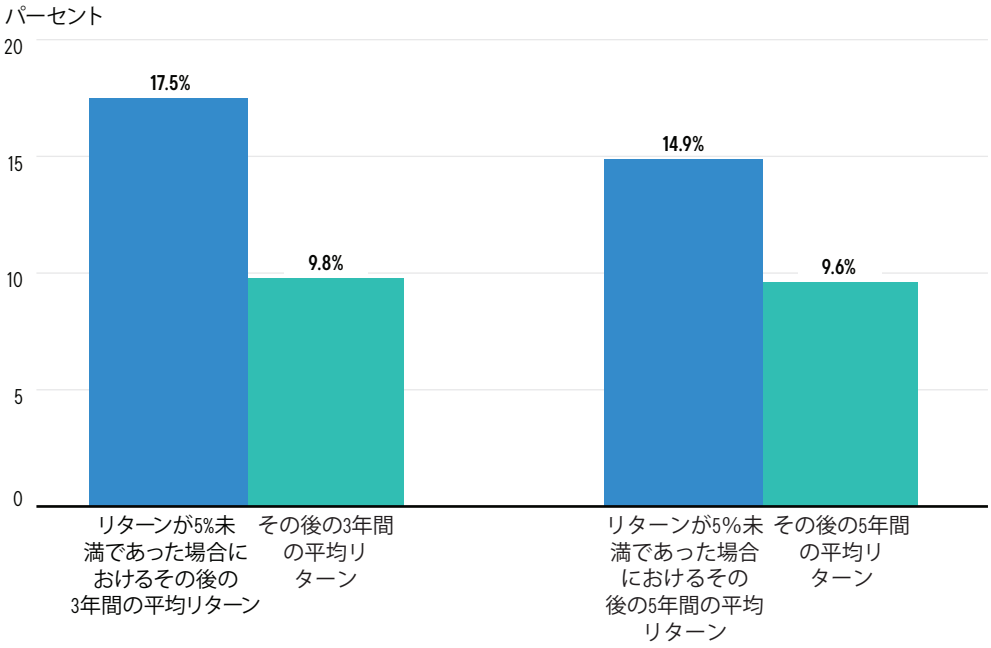
低リターンの市場環境が続いた場合、その後の3年および5年の期間には100%の確率でプラスのリターンを上げている

ラッセル2000インデックスの5年間の年率リターンが5%未満であった後の、3年間および5年間の平均年率リターン

1983年12月31日～2023年6月30日

小型株は、その後の3年および5年の期間にわたりプラスのリターンを上げた





出所：ラッセル・インベストメント。ラッセル2000インデックスは米国の小型株で構成されるインデックスであり、米国株式市場全体を網羅するラッセル3000インデックスの中で時価総額の小さい2,000社の上場企業のパフォーマンスを測定します。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、将来の運用成果を保証するものではありません。**

- 私たちは、小型株が今後数年間に高い絶対リターンおよび相対リターンを生み出す可能性があると考えています。
- 小型株は、低リターンの市場環境が続いた場合、その後には平均を上回るリターンにつながる場合が多いと言えます。
- 3年および5年の年率リターンが5%以下であった場合、その後の3年および5年の期間では100%の確率で平均リターンを上回りました。
- したがって、米国の小型株に配分する上で現在が絶好のタイミングである可能性があると考えられます。

バリュー株の展望

寄稿者

クリスチャン・コレア、CFA

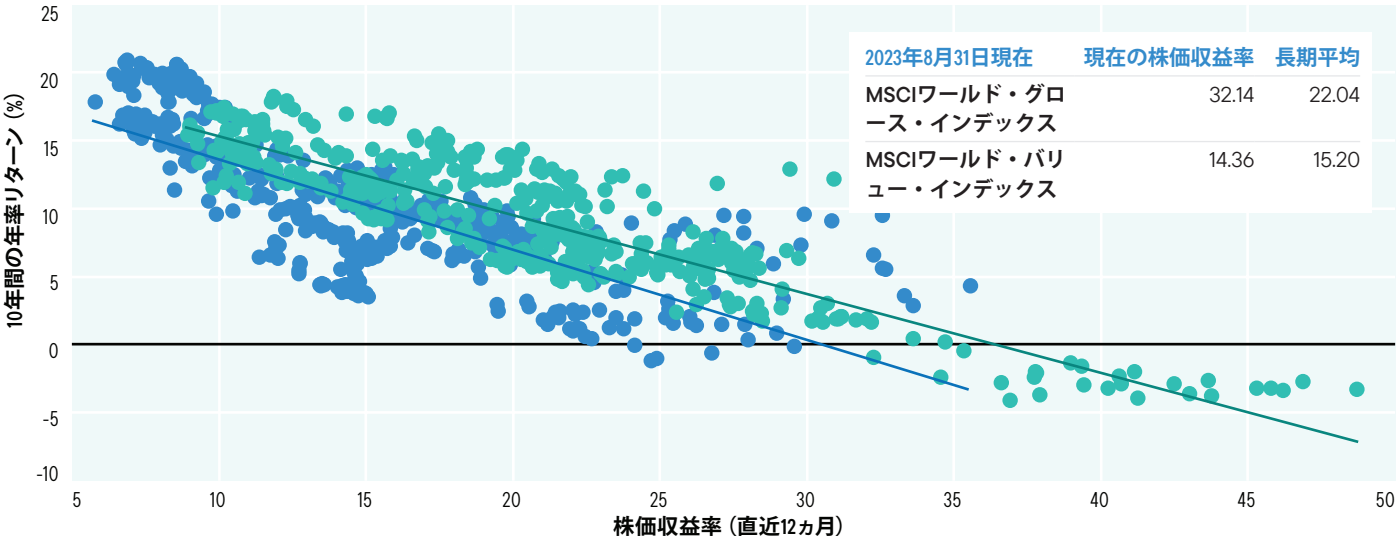
最高投資責任者（CIO）

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

1974年12月31日～2023年8月31日



出所：ファクトセット、MSCI。MSCIワールド・インデックスは、先進国23ヵ国の中大型株で構成されるインデックスです。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、将来の運用成果を保証するものではありません。**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通知および規約は以下のウェブサイトをご参照ください。www.franklintempletondatasources.com

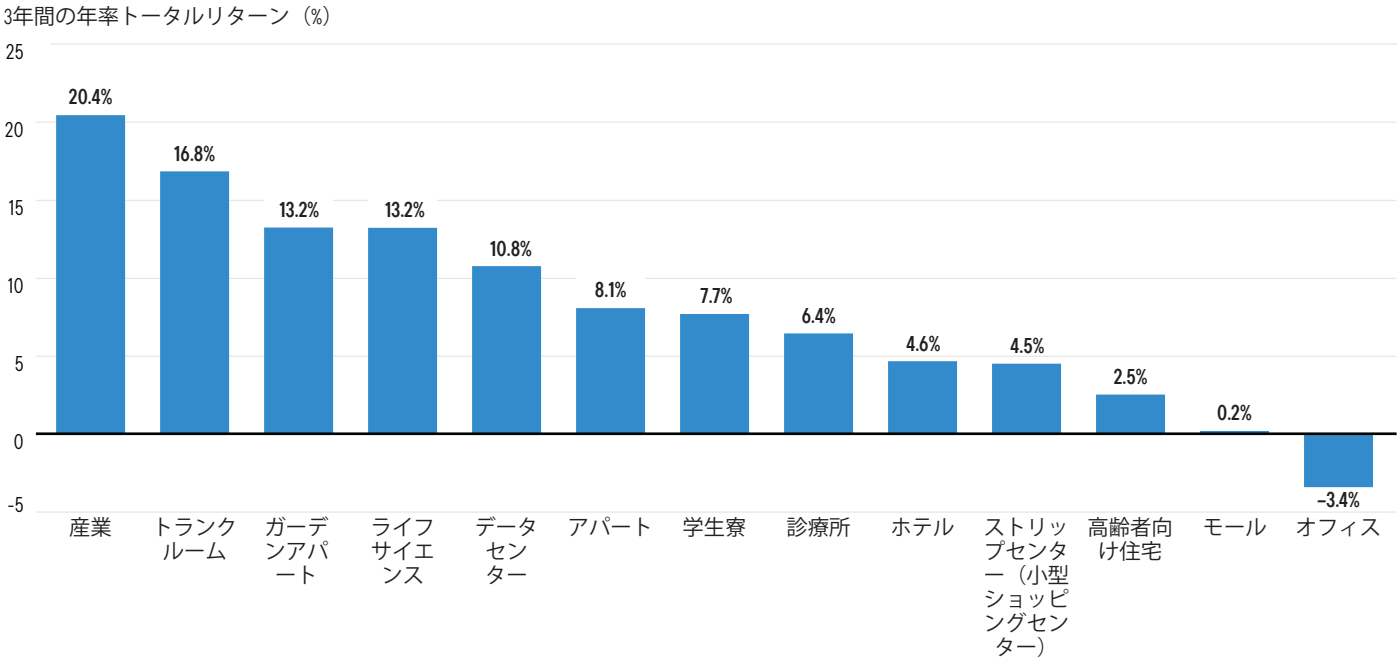
- 投資開始時のバリュエーションが低ければ低いほど、長期的に高いリターンを達成できる傾向にあります。
- グローバル・グロース・インデックスとグローバル・バリュー・インデックスの直近の株価収益率と、その後10年間のリターンを比べると、株価収益率が低ければ低いほど、将来のリターンは高くなっています。長期的に見ると、グローバル・バリュー株はグローバル・グロース株をアウトパフォームしています。
- 不透明なマクロ経済環境下では、魅力的なバリュー株とバリュー・トラップ（割安株の罠）を見分けることが重要となります。そのためには、魅力的な特性を有し、その価値が顕在化することで、高い長期リターンを生み出すことができる企業を発掘する必要があると考えられます。

不動産の展望

寄稿者
クラリオン・パートナーズ

商業用不動産市場には、伝統的なオフィスセクター以外にも多くのセクターが存在している

不動産セクターの3年間の年率トータルリターン
2023年第2四半期現在



出所：国不動産投資受託者協会（NCREIF）、クラリオン・パートナーズ・インベストメント・リサーチ、2023年第2四半期。NPIプラス・インデックスは、米国のコア不動産セクターおよびオルタナティブ不動産セクターのパフォーマンスに連動する四半期インデックスです。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、将来の運用成果を保証するものではありません。**

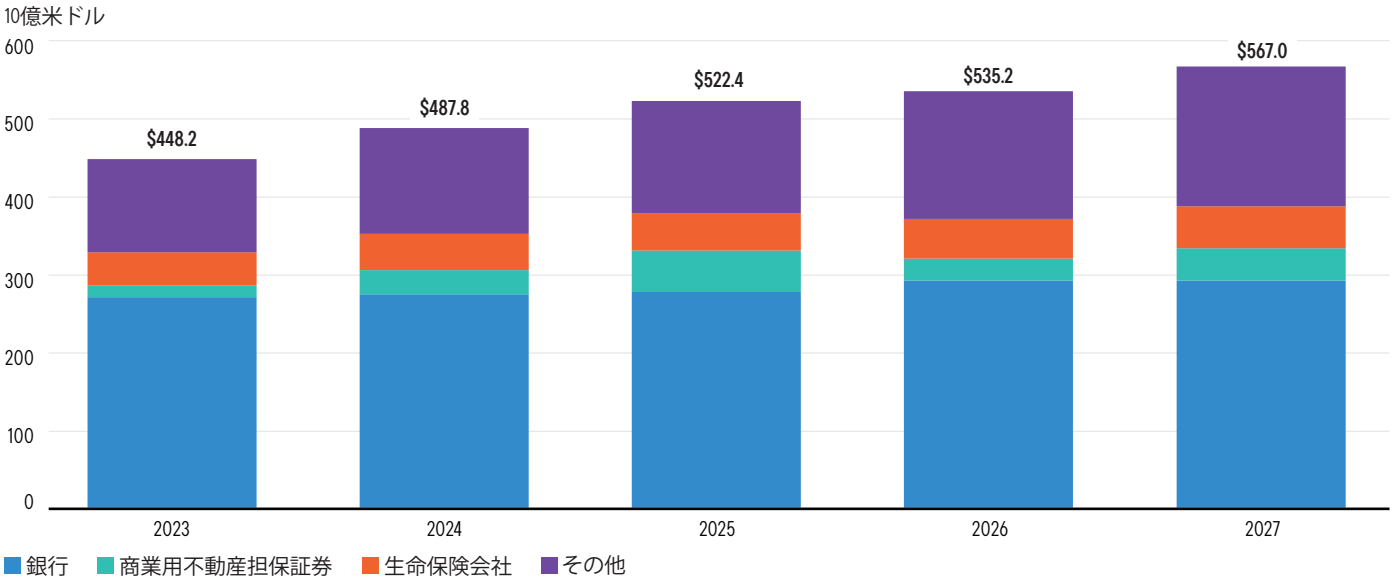
- 米国のオフィスセクターは構造的・循環的な問題に直面しており、ここ数ヵ月にわたり厳しい状況が続いています。
- しかし、米国の商業用不動産市場は、伝統的なオフィスセクター以外にも多くのセクターが存在しており、NPIプラス・インデックスの中でオフィスセクターの割合は19%未満となっています。
- 産業用倉庫、トランクルーム、住宅、およびライフサイエンスなどの多くの不動産セクターは、ここ3年間で好調なパフォーマンスを上げています。
- マクロ情勢、人口動態、および破壊的テーマが変化しているため、市場全体をアウトパフォームするためには、セクター配分と市場選択が重要なカギになると考えられます。

プライベート・クレジットの展望

寄稿者
ベネフィット・ストリート・パートナーズ

米国の商業用不動産担保証券の償還額（貸し手タイプ別）

2023～2027年（予想）



出所：トレップ。2023年8月現在。推測、予想、または予測が実現することを保証するものではありません。

- 商業用不動産（CRE）には様々な問題があるため、同資産クラスに対する投資家センチメントは弱気に傾いています。ただし、金利上昇、急激に上昇する償還の壁と需要の増加による負債資本の不足、およびデフォルトが急増する可能性などを背景に、今後は機動的な投資機会が拡大する可能性があります。
- 商業用不動産市場では、資産クラスによってパフォーマンスが二極化しています。オフィス市場では、破綻した物件、さらには破綻したセクターもあります。破綻しなくとも、多くの物件が過剰レバレッジおよび（または）資本不足となっているため、バランスシートが毀損しているケースもあり、この場合には借り手や投資家が損失を被ります。その一方で、バランスシートの毀損によって投資機会が生まれる可能性もあります。
- 資金に余裕のある投資家は、適切な状況下で攻勢に出ることで、今後困難な時期を迎えると思われる局面でも、商業用不動産市場の不透明性を投資機会として活用するポジションをとることができます。短期的なボラティリティに惑わされず、長期的なファンダメンタルズに注目することが重要です。
- 一次市場および二次市場にある築年数の浅い集合住宅は、商業用不動産クレジットの中で最も信用力が高く、優れたリスク調整後リターンを提供していると考えられます。クラスAおよびクラスBの集合住宅は景気後退の影響を受けにくく、商業用不動産市場における主な問題から隔離されているため、長期的な成長が見込まれます。
- 現在の調整局面で商業用不動産担保証券に投資することができれば、商業用不動産市場の困難が薄まれば回復に伴って投資家は収益を上げ、株式のようなリターンを得られる可能性があります。

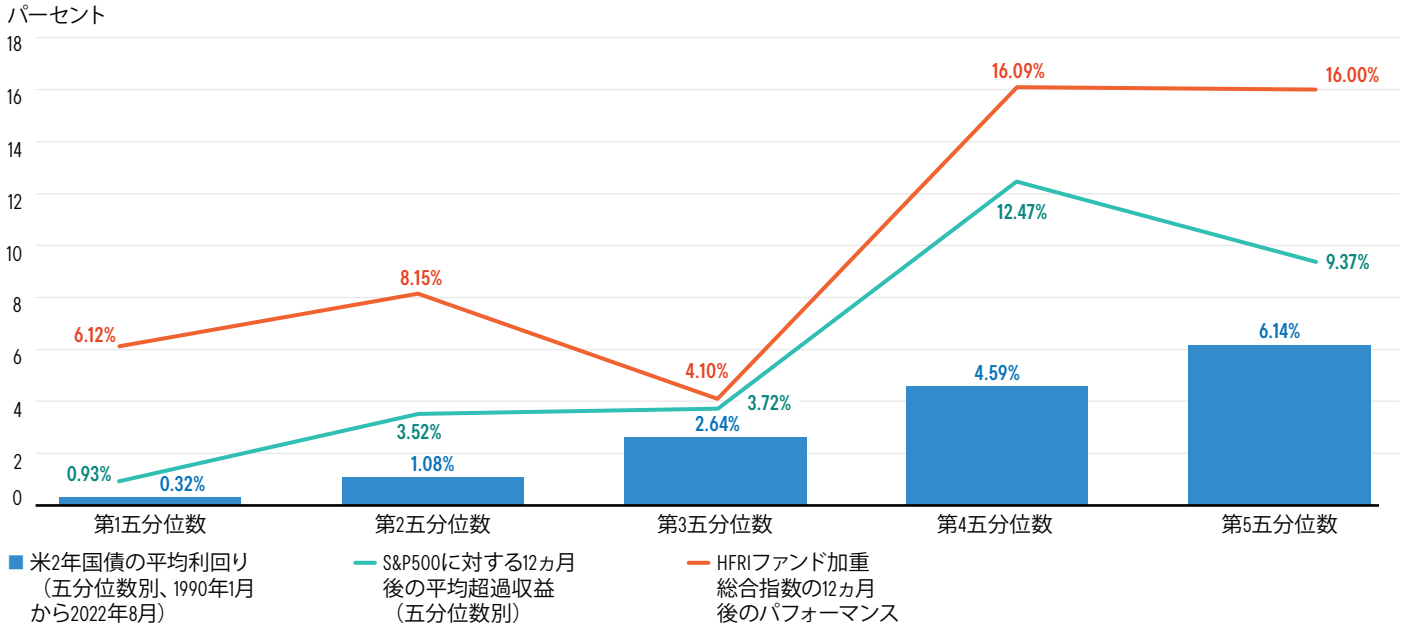
ヘッジファンドの展望

寄稿者
K2アドバイザーズ

様々な金利水準下でのヘッジファンドのパフォーマンス

利回りが高い局面では、パフォーマンスのばらつきが大きくなり、銘柄選択による超過収益が増加し、ヘッジファンドのパフォーマンスが改善する傾向がある

1990年1月1日～2022年8月31日



出所：ブルームバーグ。HFRIファンド加重総合指数はグローバルな資産加重指数であり、ヘッジ・ファンド・リサーチ社のデータベースに報告する単一マネージャーのファンドで構成されています。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、将来の運用成果を保証するものではありません。**推測、予想、または予測が実現することを保証するものではありません。

- 1990年以来、米国2年国債利回りが平均を上回る期間が続くと、その後のHFRIファンド加重総合指数のパフォーマンスは平均を上回りました。HFRIファンド加重総合指数は、ヘッジファンド投資家のベンチマークです。
- 金利が平均以上で推移した期間には、パフォーマンスのばらつきが大きくなったため、銘柄選択による超過収益も増加する傾向が見られました。
- 平均を上回る金利は、様々な企業に様々な影響を及ぼします。大量の現金を保有している企業は、金利収入の増加によって収益が改善する可能性があります。一方、大量の債務を抱えている企業は、資金調達コストの上昇によってファンダメンタルズが悪化する可能性があります。

脚注

1. 出所：ブルームバーグ。
2. 出所：ブランディワイン・グローバルの計算は、一般に入手可能な経済データに基づいています。
3. 出所：ファクトセット。2023年9月15日現在。
4. 出所：ブルームバーグ。「Property is too big to fail, too big to save」2023年8月30日。推測、予想、または予測が実現することを保証するものではありません。

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。

寄稿者

ウエスタン・アセット
フランクリン・テンプルトン債券グループ
テンプルトン・グローバル・マクロ
フランクリン株式グループ
ロイス・インベストメント・パートナーズ
クラリオン・パートナーズ
ベネフィット・ストリート・パートナーズ
K2アドバイザーズ

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

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

ポール・ミルチャルスキー
グローバル・マクロ戦略のヘッド
ブランディワイン・グローバル

クリスチャン・コレア、CFA
最高投資責任者（CIO）
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）
テンプルトン・グローバル・インベストメント

Notes

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は、大きな価値変動の影響を被る可能性があります。

上場企業への投資とは対照的に、非上場企業への投資は、企業に関する情報入手が困難、または一般的な流動性が欠如するなど、一定の課題がありリスクも増加します。

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・テンプルトンの事前の書面による承諾なしの無断複写、転載、発行は禁じられています。

当資料のなかで示された見解ならびにコメント、意見、分析は、当資料作成時点のものであり、事前通知なしに変更される可能性があります。当資料で示された予想および見解は市場やその他の状況により変更される可能性があり、他の運用者や運用会社による見解と異なる場合があります。当資料で提供された情報は、すべての国、地域、市場に関するすべての重大な事実に関する完全な分析を目的とするものではありません。経済、株式市場、債券市場または市場における経済トレンドについてのいかなる推測、予想、予測も実現する保証はありません。投資価値およびそれによって得られる収入は、上下する可能性があります。また投資家は投資した全額を払い戻すことができない場合がございます。過去の運用実績は将来の運用成果を示唆あるいは保証するものではありません。**すべての投資には、元本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・テンプル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が、フランクリン・テンプルトン（「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・テンプルトン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, S.à 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 S.à 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 S.A.; Rondo ONZ 1; 00-124 Warsaw. **South Africa:** Issued by Franklin Templeton Investments SA (PTY) Ltd, which is an authorised 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, Mellbourne, 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 Trust Management Co., Ltd., 3rd fl., CCMM Building, 12 Youido-Dong, Youngdungpo-Gu, Seoul, Korea 150-968. **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・テンプルトン（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・テンプルトン・ジャパン株式会社が翻訳した資料です。翻訳は十分信頼に足ると考えますが、英文が原文となりますので、当資料内の記載は英語原文が優先されます。
- 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・テンプルトン・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。

FRANKLIN TEMPLETON

フランクリン・テンプルトン・ジャパン

商号：フランクリン・テンプルトン・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

© 2023 Franklin Templeton. All rights reserved.