

2020年6月

株式の現実的な 代替手段はあるのか？

FRANKLIN TEMPLETON THINKS™

ALLOCATION VIEWS



本稿に寄せて

欧州では新型コロナウイルスを発端とする今回の景気後退をきっかけに財政協調に弾みがついており、本稿では欧州の財政協調に向けた重要なステップに着目します。現在、進展が見られる理由、景気回復の潜在的リスク、政策当局が「他に選択肢はない」と考えている見方についても検討します。

債券が株式の現実的な代替手段になりうるかについても議論し、世界の債券市場の様々なセクターの見通しについて検討します。長期的には世界の株式は世界の債券を上回るパフォーマンスを示す可能性があるものの、その道のりは平坦ではないとの見方に変わりはありません。

主な論点

- **世界経済に吹き付ける強力な逆風**

新型コロナウイルスの感染拡大が世界経済を深刻な景気後退に陥れ、経済成長は失速しました。感染第2波をめぐる懸念から景気回復には下振れリスクがあります。政治的な不透明感から先行きはなお通常より見通しにくく、企業の投資マインドには逆風が吹き続けています。

- **各国に広がるインフレの沈静化**

我々はインフレ率は主に需要に左右されると考えていますが、期待インフレ率はすでに歴史的な低水準に低下しています。生産のグローバル化が終わりを迎えるというのは時期尚早ですが、生産の国内回帰が進むことで、グローバル化がインフレに与える影響が低減する可能性があります。

- **ハト派寄りの政策**

足元の新型コロナウイルス危機対策としての政策当局の景気テコ入れ姿勢に変化はなく、あらゆる手段を講じる構えです。緊急対策はコンセンサス予想を上回る内容となっていますが、簡単に成果を出せる手立ては出し尽くされており、一方で、財政協調のニーズが高まりつつあります。

実際のポジショニング

- **国債はなお割高**

我々のマルチアセット・ポートフォリオでは分散投資に寄与する可能性がある資産を追求しています。これまでその役割を果たしてきたのが債券でした。世界の債券、特にデュレーションが長い銘柄は、タームプレミアムの低さから脆さを抱えているとみられます。しかし、低成長と低インフレがそうした債券市場の脆さを補う形となっており、我々の確信度の水準ではややディフェンシブなスタンスにとどまっています。

- **社債は投資妙味が大きい**

経済環境をめぐる市場の懸念を反映して社債のイールドスプレッドは平均をやや上回っています。こうした平均をやや上回るイールドスプレッドや国債に対する潜在的な分散投資効果に社債の魅力がありますが、長期的リターンをもたらす株式の代替手段にはなりません。

- **新興国債券**

幅広く分散投資を行うポートフォリオにとって新興国市場への投資は極めて魅力的な組入対象になり得ます。しかし、我々は常に先進国以外の市場では選別アプローチがとりわけ妥当であると考えています。しかし、いまのところ新興国債券は株式の代替手段としては魅力に欠けるとみています。

主な論点

テコ入れが必要な世界経済

このところ頻りに耳にするフレーズの1つが「他に選択肢がない (TINA: There is No Alternative.)」です。合理的であるはずの投資家がいまや特定の投資や資産クラスのリスクに目をつぶっているように見えますが、通常はその理由を説明する際に使われるフレーズです。しかし、ここ数ヶ月間の状況を見ると、その言葉は同様に主要国の政府の政策対応にも当てはまります。

先月のAllocation Viewでは現状維持の必要性について解説しました。特に中央銀行が引き続き「あらゆる手段を講じる」とともに、金融・財政政策の協調を求める決意である点を明らかにしました。こうした金融・財政政策の協調はすでにニューノーマル (新常态) となっています。また、今回のパンデミックのピークアウトとともに政治的意欲が後退する恐れがある点についても検討しました。

こうした不安の一部は5月に解消されました。今回の新型コロナウイルス危機への欧州連合 (EU) の協調対応に向けてフランスのエマニュエル・マクロン大統領とドイツのアンゲラ・メルケル首相が先頭に立ちました。緊密な協調対応ではかつてフランスの提案がドイツによって冷たくあしらわれたことがありましたが、今回、両首脳は新たに共通の目的を示しました。両首脳が提案する復興基金は融資ではなく補助金を通じて大規模な支援を行うものであり、壮大な財政協調に向けた重要なステップになります。復興基金の原資の一部がユーロ圏共通の債券の発行を通じて賄われることも画期的な出来事となります。なぜいまなのでしょう? 答えはおそらく他に選択肢がない (TINA) からです。

同様に、ドイツ国内ではメルケル首相が足元の危機の現実に向き合っています。経済がそれほど深刻な打撃を受けていない国でさえ失業の増加や企業の投資計画をめぐる懸念から大胆な行動が求められています。付加価値税 (消費税) が一時的に軽減されることは、財政支出拡大への地ならしともいえます。インフラ投資が加速すれば、企業による投資抑制が穴埋めされます。しかし、ドイツ政府が新たに1,300億ユーロの経済対策を打ち出したことは、これまでの緊縮財政による財政余力を活用する必要性を感じていることを示しています。ドイツもおそらく他に選択肢がないということです。ドイツが自国ほど財政が健全ではない国とともに財政余力を活用する意思を示したことで、EUの強さ、あるいは逆に今回の新型コロナウイルス危機に対するEUの脆さが浮き彫りになりました。

ここ数週間で発表された経済指標によって、世界経済が直面している景気後退の深刻さが確認され始めています。注目すべきことに金融市場はこうした経済指標には慣れてしまっています。これまでであれば、アナリストは詳細を検討し、投資家は主要な経済指標の小数第2位の値で反応することもありました。いまや異常なデータは無視されることが多くなっています。これはおそらく一種の心的外傷ストレス障害 (PTSD) だと思われる

です。簡単に言えば、「穴に落ちてしまったことはわかっている。穴の深さは関係ない」ということです。不透明感は高まっていますが、我々は市場の予想はこれまでに受けた経済的ダメージの真の深さに概ね見合っていると考えています。しかし、景気回復のペースが通常より不透明であることに変わりはありません。

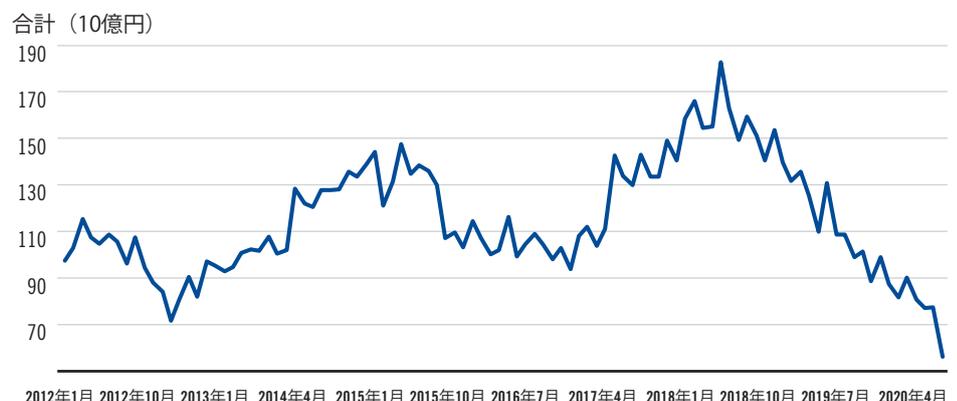
経済活動の先行指標を見ても先行きは不透明です。米国と中国の間で貿易紛争が深刻化したのが1年前でした。それをきっかけに我々は新規輸出受注などのデータを注視するようになり、新規輸出受注は急減しました。新規輸出受注は3-6ヶ月先の貿易活動を示す先行指標です。昨年からはまった新規輸出受注の落ち込みはまだ緩和されておらず、米中関係は再び懸念材料の1つになっています。このため、我々は中国や中国の周辺地域の貿易相手国を中心に今年下半期も貿易の低迷は続く予想しています。日本では輸出が急減しており、注目度が高い工作機械の新規受注も減少傾向が続いています (図表1)。これも足元の調整局面で国内消費を下支える重要性を浮き彫りにしています。

足元の凝縮された景気後退は逆に急激な景気回復をもたらす可能性があります。従来との関係は当てはまらない可能性がありますが、前述の問題点に鑑みて政

貿易懸念の影響を受けやすい企業投資

図表1: 日本の工作機械受注 (金額)

2012年1月-2020年4月



出所: Franklin Templeton Capital Market Insights Group、マクロボンド、日本工作機械工業会

策当局は支援を続ける以外に選択肢はないとみられます。次の疑問点は「いつまで続くのか?」ということです。我々も政策当局と同様、景気回復の下振れリスクに注目しています。このため、我々も比較的慎重な見方をしています。(「世界経済に吹き付ける強力な逆風」に要約)

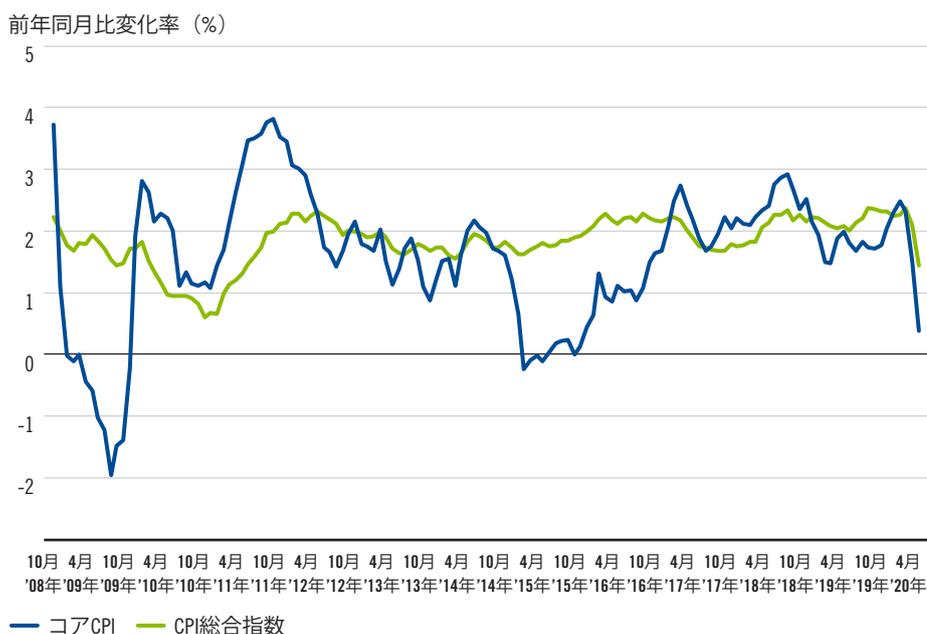
二方向で綱引きが続くインフレ

世界各国中央銀行は足元の経済ショックで落ち込んでいるインフレ期待の押し戻しに奮闘しています。我々はインフレ期待はフィードバックループの一部を形成しており、賃金交渉や企業の価格決定力に基づく行動を通じて実際のインフレが左右されるとみています。インフレ期待はもはや固定されておらず、下降スパイラルの不安が金融当局の最大の懸念要因となっています。

足元のインフレ率は幅広い商品価格の下落によって押し下げられています(図表2)が、インフレが先行き再燃するリスクを懸念し始めている向きもあります。こうした懸念は、サプライチェーンの最適化によりもたらされたインフレ抑制効果の低下につながる脱グローバル化に注目していることによるものとみられます。

商品価格がインフレ率に影響

図表2: 米国の消費者物価指数(CPI)の総合指数とコア指数(コアCPI)
2008年10月-2020年4月



出所: Franklin Templeton Capital Market Insights Group、米労働統計局(BLS)、マクロボンド
詳細についてはwww.franklintempletondatasources.comを参照

海外生産の国内回帰により供給面の耐性は高まりますが、それにはコストがかかることが実証されています。同様に、国家安全保障上の理由から別の調達ルートへの変更を迫られる可能性があります。しかし、我々はリードタイムやコストの面からサプライチェーンの大規模な再編が起きるとは考えていません。利益の最大化を求める力はなお強く、生産のグローバル化が終わりを迎えるというのは時期尚早だと思われます。

我々はインフレは主に需要の変化によって左右されるとの見方を変えていません。足元の供給ショックにより生産能力は低下していますが、昨年から見られる世界的な経済活動の減速や現在起きている経済成長の阻害による影響のほうかはるかに深刻なものとなると考えます。新興国市場などでその影響は幅広く表れています。(「各国に広がるインフレの沈静化」に要約)

「あらゆる手段を講じる」政策当局の対応

米連邦準備理事会(FRB)は追加の財政出動の必要性を強調するとともに、市場機能を支えるために米国債と住宅ローン担保証券(MBS)を制限を設けずに買い

入れています。FRBはインフレ率と雇用がFRBの目標を達成できる目途がつくまで買い入れを続けると約束しており、必要があれば、追加の融資プログラムを打ち出す意向です。主要各国中央銀行は軒並み先行きに対して同様の懸念を抱いており、そのように行動しています(図表3)。おそらく他に選択肢がないのでしょう。

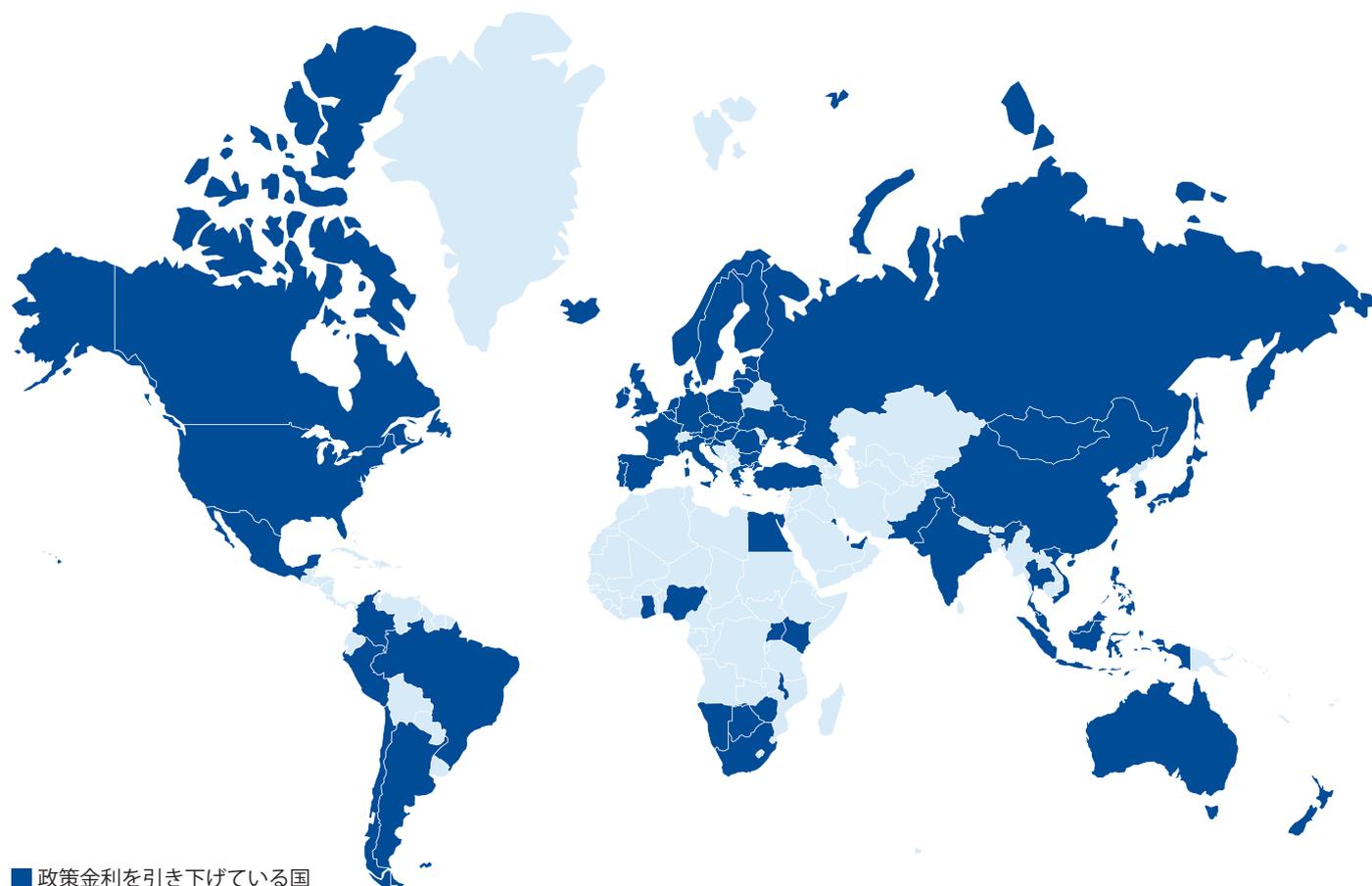
3月に起きた極端な流動性不足やボラティリティの上昇は引き続き収束に向かっています。必要があれば、追加緩和が行われるという市場の期待も織り込み済みです。多くの国で経済に急ブレーキがかかりましたが、我々はこれに伴うダメージを食い止めるために政策当局は十分な支援を行うと引き続き考えています。(「ハト派寄りの政策」に要約)

実際にそのような緊急対策はこれまでのところコンセンサス予想を上回る内容となっていますが、簡単に成果を出せる手立ては出し尽くされています。嵐のさなかに「あらゆる手段を講じる」と約束するのはたやすいことです。足元の危機が終息しても、痛手を負った経済の立て直しには継続支援が必要になります。しかし、あまり努力をせずに達成できる対策はすでに行われた可能性が高いとみられます。

2020年の世界各国中央銀行の金融緩和の状況

図表3：2020年に金融緩和を実施した国

2020年5月31日時点



■ 政策金利を引き下げている国

アルゼンチン	チリ	フィンランド	インド	ラトビア	ナミビア	フィリピン	南アフリカ	ウクライナ
オーストラリア	中国	フランス	インドネシア	リトアニア	オランダ	ポーランド	韓国	アラブ首長国
オーストリア	コロンビア	ドイツ	アイルランド	ルクセンブルク	ニュージーランド	ポルトガル	スペイン	連邦
ベルギー	クアチア	ガーナ	イスラエル	マラウイ	インド	カタール	スウェーデン	英国
ボツワナ	チェコ共和国	ギリシャ	イタリア	マレーシア	ナイジェリア	ルーマニア	台湾	米国
ブラジル	デンマーク	香港	日本	モーリシャス	ノルウェー	ロシア	タイ	ベトナム
ブルガリア	エジプト	ハンガリー	ケニア	メキシコ	パキスタン	スロバキア	トルコ	ジンバブエ
カナダ	エストニア	アイスランド	クウェート	モンゴル	ペルー	スロベニア	ウガンダ	

出所：Franklin Templeton Capital Market Insights Group、ブルームバーグ

実際のポジショニング

債券は代替手段になるか？

我々の投資アプローチでは引き続き短期的なノイズを見極め、投資対象を明確に絞っています。特に投資をめぐる不透明感が高まっている局面では、分散型のポートフォリオを維持することが重要であると考えています。また、我々の長期的な見通しが実現する道のりは決して平坦ではなく、足元の環境も通常より不透明であることを認識する必要があります。

我々はこうしたマルチアセット・アプローチの基本要素から、長期的な魅力を有する株式に取って代わる投資対象を模索する必要性に迫られています。これまでは国債や社債がボラティリティの高い株式に対する分散投資の手段を提供してきました。

今日では債券は割高すぎて分散投資には適さないとの見方もあります。

国債はなお割高

債券は強気相場が30年以上続いただけに、多くの投資家が国債は割高だとの見方を示したとしてもほとんど驚くには当たりません。これは概ね現在の利回りが歴史的な低水準に近いことを示しています。しかし、低利回りは人口動態やマッキング資産の需要も反映しており、この傾向は今後も続く可能性が高くなっています。この点は現在の債券利回りと債券の残存期間における予想平均短期金利の差である「タームプレミアム」に表れています(図表4)。

このため、世界の債券、特に優良銘柄やデュレーションが長い銘柄はタームプレミアムの低さから脆さを抱えているとみられます。しかし、資産クラス全体をみると低成長と低インフレがそうした債券市場の脆さを補っているとみられ、我々の確信度の水準ではややディフェンシブ

米国国債はなお割高

図表4:米国10年国債のタームプレミアム
2008年1月-2020年5月



出所: Franklin Templeton Capital Market Insights Group、ニューヨーク連邦準備銀行、ブルームバーグ
詳細についてはwww.franklintempletondatasources.comを参照

なスタンスにとどまっています。それでも、債券は株式がもたらす期待リターンには迫っておらず、いまのところ長期ポートフォリオに組み入れる理由は債券が持つ残余リスク低減という特性によるものでしかありません。

一段と割安感が増しているとはいえ、我々はインフレ連動債(米国物価連動国債(TIPS))などの実物資産のリターンについては中立的な見方を変えていません。これらや他のオルタナティブ資産の可能性については今後数カ月のうちに幅広く取り上げる予定です。

社債は投資妙味が大きい

先進国の企業が発行する債券は、同様の償還期限を持つ国債の利回りに上乗せする形で追加の利回りを提供していません。通常はいわゆるリスクフリーの利回りにプラスのスプレッドが上乗せされます。これは国債より格付けが低い資産の

リスクが高いことを示しています。しかし、長期的に、イールドスプレッドは通常、デフォルトによる損失を穴埋めしてあまりあるものになります。

現在は経済環境をめぐる市場の懸念から、社債のイールドスプレッドは平均をやや上回っています。中央銀行各々は企業に直接的な流動性支援を行っており、緊急支援に踏み切る構えも示唆しています。このため、イールドスプレッドは低下しており、一般的に景気後退局面の底で見られるような高い水準にはありません。今回の新型コロナウイルス危機により深刻な景気後退に陥っていますが、イールドスプレッドはそれに比して高い水準にはありません。

中央銀行による支援により、格付けが低い、いわゆるハイイールド債の地合いも改善しています。しかし、この場合、FRBなどが企業の支払能力を担保することができなくなれば、デフォルトが増大す

る可能性は極めて高くなります。我々の見方ではリスクとリターンのバランスから投資妙味が最も大きいのは、高格付けの投資適格社債です。このため、我々は社債のこのセクターについてやや前向きな見方を維持しています。

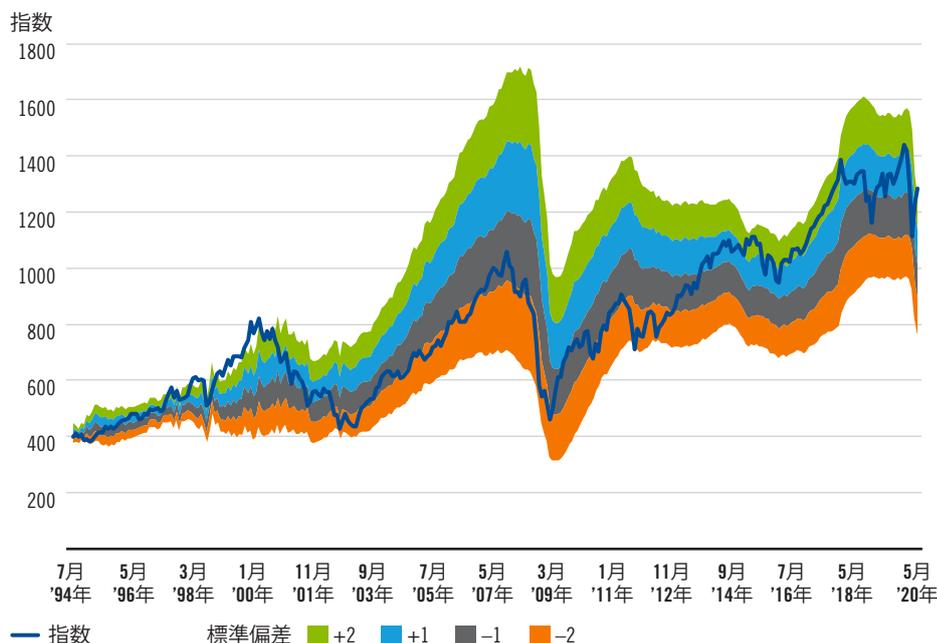
しかし、国債の低利回りに対する懸念は高格付け社債にも波及しています。国債の利回りが急騰すれば、大半の優良債券の価格も下落しますが、投資適格社債はそれほど大きな影響を受けない可能性が高いと思われます。社債の魅力はおそらく相応のイールドスプレッドと国債に対する分散投資のメリットが得られることにありますが、長期的なリターンをもたらす株式の代替資産にはならないと考えます。

新興国債券

2019年12月のAllocation Viewsでは長期的な見通しに焦点を当てながら「引き続き債券と株式では新興国市場で高いリターンが見込まれる」と結論付けました。いまのところ足元の危機による経済成長への逆風から、我々の新興国市場への投資意欲は後退しています。

特に新興国債券市場の場合、世界的な売り圧力から個々の国がハードカレンシー建て債の返済に苦しむ恐れが強まっています。これらの国では資産クラスとして他の国からの連鎖リスクへの抵抗力は増しています。しかし、個別のデフォルトリスクに対しては数回のデフォルトであったとしても、穴埋めとなる利回りは十分ではありません。自国通貨で発行される債券（現地通貨建て債）についても、新興国市場特有の通貨安のリスクをカバーするには利回りは十分ではありません。

世界株式はバリュエーションに割安感はないものの、債券に比べ投資妙味あり
図表5：MSCIオール・カントリー・ワールド・インデックスとバリュエーション範囲
 2020年5月31日時点



出所：Franklin Templeton Capital Market Insights Group、MSCI、マクロボンド詳細については www.franklintempletondatasources.com を参照

新興国市場投資は分散ポートフォリオの組入対象として極めて魅力的な投資対象になり得ます。しかし、我々は常に先進国以外の市場では選別のアプローチがとりわけ妥当であると考えています。しかし、いまのところ新興国債券は株式の代替手段としては魅力に欠けるとみています。

おそらく株式の代替手段はない

我々は株式の長期的なリターンを重視するとともに、株式は長期的にリスクプレミアムをもたらすと考えていますが、一方

で、我々の投資意欲を後退させるような短期的な懸念についても引き続き考慮しています。長期的に見てバリュエーション面から比較的投資妙味があることから、引き続き世界の債券より世界の株式にやや高めの確信度を置いています。大局的に見ると、債券は割高感が強く、債券に比べ株式の見通しは改善していますが、歴史的に見れば割安感はありません（図表5）。

アロケーション設定－2020年6月

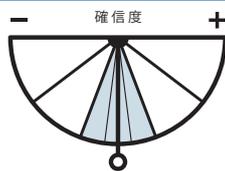
リスクティア

資産クラス

確信度

見解

リスクオフ/オン



世界経済はとりわけ第2四半期に急激に落ち込み、インフレは長期的に緩やかなものにとどまると予想します。新型コロナウイルスの感染拡大が強力な逆風となっており、世界経済は景気後退に陥っています。このため、リスク資産については概ね中立的なスタンスを維持しています。これは経済成長への慎重論と政策対応が支援材料になるとの楽観論のバランスを考慮した結果です。

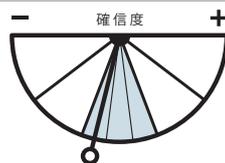
ハイレベルアロケーションティア

株式



大局的に見ると、企業収益は落ち込む見通しです。企業の利益率はピークを打っていることから、世界の株式市場を支えるには最終的に景気回復が必要になります。先行き不透明感から設備投資計画には下振れリスクへの懸念がくすぶり続けています。しかし、市場のボラティリティの低下と流動性支援がこうした懸念を補うと予想しています。長期的な見通しは改善しているとみており、この点から株式については楽観的な見方を強めています。

債券



世界経済は成長鈍化が続き、一段の金融緩和が見込まれる一方、長期的なバリュエーションは割高感を強めており、タームプレミアムは低水準にとどまっています。企業の成長鈍化と財務内容の悪化により社債のスプレッドはさらに拡大する可能性があります。債券については資産配分のレベルではバリュエーション懸念から慎重な見方を維持しています。

オルタナティブ



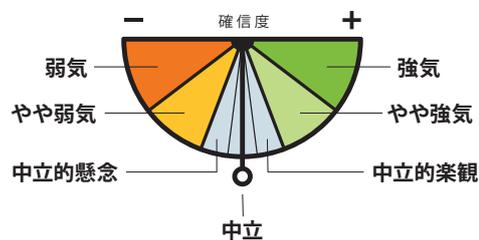
景気サイクルの後半に入って懸念されていたインフレは顕在化しておらず、商品価格の下落もインフレに重くのしかかるとみられます。分散投資資産の見通しは改善しているとみています。楽観要因と、我々が引き続き注視している市場の懸念のバランスを考慮し、オルタナティブ資産については中立的な見方を維持しています。

キャッシュ



キャッシュはポートフォリオの利回りの足を引っ張る存在ですが、キャッシュのディフェンシブな特徴は引き続き魅力的です。米国の短期国債は供給増より政策金利の低下を織り込んでいます。キャッシュには低利回り国債からの分散投資手段という魅力があります。

振り子グラフの説明



矢印は前四半期末からの変更を示す

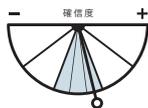
アロケーションティア

資産クラス

確信度

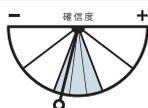
見解

株式投資地域
米国



強力な逆風にもかかわらず、米国の成長トレンドは他の先進国を上回る勢いを維持しており、テクノロジー関連株が市場機会を支えています。市場の関心はバリュエーション、2020年の大統領選サイクル、FRBの政策プログラムが需要喚起に有効かどうかという点に集まる可能性が高くなっています。

カナダ



カナダについては企業収益の伸びが鈍化するとともにコモディティが強力な逆風になるなど投資機会は限られるとみています。カナダの銀行は国内の住宅部門をめぐる懸念と低い利ザヤが引き続き重荷となっています。カナダについては特に弱気というわけではありませんが、慎重な見方をしています。

欧州(英国を除く)



今回の新型コロナウイルスをめぐる懸念が広がる前は経済活動は安定していましたが、製造業の低迷は続いています。欧州中央銀行(ECB)は利下げの影響を緩和する取り組みを行っていますが、銀行には引き続き足かせ要因となっています。英国を除く欧州については収益見通しの悪化と歴史的に見て割高感があるバリュエーションから慎重な見方を維持しています。

英国



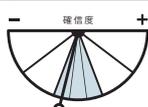
国内の政治的緊張は和らぎましたが、ブレグジットや景気をめぐる先行き不透明感はくすぶり続けています。新型コロナウイルスの蔓延前は1株当たり利益(EPS)は改善していました。ディフェンシブな英国市場は歴史的な安値圏にあり、企業収益もあまり深刻な打撃は受けていません。英国については、依然としてみられる不確定要素への警戒感に配慮しつつ前向きな見方をしています。

日本



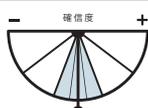
日本の株式市場のバリュエーションは株価純資産倍率(PBR)を中心に他の市場に比べ魅力的な水準にあります。しかし、消費税率の引き上げに伴う景気低迷と新型コロナウイルス感染拡大による経済成長の脆さが日本市場にとってマイナス要因となっています。EPSと自己資本利益率(ROE)も他の国に比べ悪化しています。日本についてはこれまで通り低い確信度にとどめています。

アジア太平洋
(日本を除く)



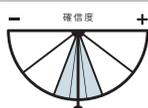
この地域は銀行や銀行関連の金融会社の割合が高く、オーストラリアや香港をめぐる懸念もくすぶり続けています。この地域は香港における緊張や世界的な貿易の低迷による影響を受けやすい傾向があります。バリュエーションが下支え要因となっており、懸念要因はあるものの、弱気な見方はしていません。

新興国市場
(中国を除く)



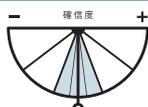
世界経済の成長リスクにより、新興国市場特有のリスクや景気サイクルが浮き彫りになっています。しかし、バリュエーションは引き続き先進国市場に比べ魅力的な水準にあり、ROEも改善しています。新興国市場については目先の経済成長懸念と、新興国市場が持つ長期的構造的な魅力という楽観要因が均衡しているとみています。

中国



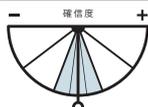
中国経済は新型コロナウイルスによる長期的な影響、世界需要の低迷、地政学的緊張の高まりに直面しています。追加的な財政・金融政策による支援が必要になる可能性があります。長期的に見れば、貿易紛争は未解決のままであり、氷山の一角にすぎません。バリュエーションは引き続き魅力的な水準にありますが、懸念要因もあり、中国については中立的な見方を維持しています。

債券セクター
米国国債



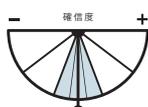
新型コロナウイルスの脅威に対抗するため、FRBはゼロ金利に向けて一連の利下げを実施してきました。しかし、FRBは必要に応じて追加緩和を行い、新型コロナウイルス危機対応局面後も米国国債のイールドカーブを安定的に保つ姿勢を変えていません。バリュエーションの割高感と供給過剰への懸念がある一方、低成長と低インフレへの期待もあり、米国国債については中立的な見方を維持しています。

ユーロ圏国債



ユーロ圏ではタームプレミアムが国債市場の中で最も低い水準にあるなどバリュエーションに割高感があります。しかし、経済成長懸念への対策としてECBは資産購入プログラムの拡充などの緩和策を継続する見通しです。ユーロ圏の利回りは米国に追随した動きを見せていますが、それほど緊密には連動しておらず、ユーロ圏については慎重なスタンスかつ中立的なポジションを維持しています。

英国国債



新型コロナウイルスの脅威が高まる前はブレグジットをめぐる先行き不透明感が重くのしかかっており、生産性の伸び悩みにより経済活動も抑えられていました。イングランド銀行は金利を下限まで引き下げっていますが、必要に応じて追加緩和を行う姿勢を変えていません。英国については、他の先進国と同様、中立的な見方を維持しています。

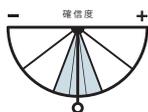
アロケーションティア

資産クラス

確信度

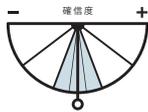
見解

債券セクター
続き
カナダ国債



カナダは原油価格の乱高下が企業マインドに影響を落とすなどの脆さを抱えています。カナダ銀行はFRBに追随する形で政策運営を行っています。債券利回りは低下していますが、概ね米国の債券利回りと一致しています。カナダについては、他の先進国と同様、中立的な見方を維持しています。

日本国債



日銀は10年国債利回りを目標にするなど金融政策のスタンスを変えていません。また、日銀は公表しているフォワードガイダンス(先行き見通し)で長期間にわたって金融緩和は続くとしています。景気のコロネに向けて財政政策の役割が高まっており、目先は金融緩和が行われる可能性は低いようです。世界の債券利回りの動きから影響を受けにくい状況は続く見通しです。

投資適格社債



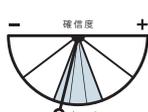
新型コロナウイルス感染拡大による懸念、すなわち、企業の流動性の悪化や多額の借入依存から投資適格債は低迷しています。デフォルトの増大リスクに市場の関心が集まったことから、イールドスプレッドは拡大していました。しかし、FRBの支援により市場はかなり落ち着きを取り戻しています。成長鈍化と財務内容の悪化によりイールドスプレッドが再び拡大する可能性もありますが、世界的に見れば、バリュエーション面から投資妙味は高まっています。このため、投資適格社債については前向きな見方を強めています。

ハイイールド社債



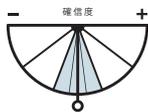
エネルギー企業への下押し圧力と景気後退不安からハイイールド社債などの低格付け債の先行きについては慎重な見方を維持しています。デフォルト率は過去の平均水準に向けて上昇しているようです。全体的にこうしたリスク資産は戦術的に回避するスタンスを維持しており、FRBの支援も投資適格債の発行体を中心です。ハイイールド社債については、長期的にはファンダメンタルズ面の不確定要素への警戒感に配慮しつつ、やや前向きな見方を強めています。

新興国債券



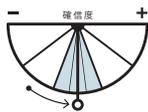
新興国債券については現地通貨建て、ハードカレンシー建てともにバリュエーションは適正水準にあるとみていますが、世界的な景気後退に伴うファンダメンタルズ面の下押し圧力がこれを帳消しにしています。現地通貨建て債の為替リスクをめぐる大きな懸念もくすぶり続けています。世界経済の成長をめぐる懸念は払しょくされておらず、新興国債券については慎重な見方を維持しており、引き続き選別投資が重要だと考えています。

オルタナティブ資産
インフレ連動債



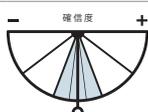
景気サイクルの後期に差し掛かっているにもかかわらず、期待され、また懸念されたインフレは顕在化しておらず、インフレ連動債に織り込まれているインフレ率も急激に低下しています。我々は全体のインフレ率が低迷を続けたとしても、インフレ期待は正常化する可能性があるかとみています。しかし、物価の上昇により直接恩恵を受けるインフレ連動債などの資産については全般に中立的な見方を維持しています。

コモディティ



経済成長リスクによりコモディティへの追い風は弱まっています。景気対策は大型の投資より消費の下支えや雇用の確保に重点が置かれる可能性が高くなっています。しかし、物価は大幅に下落し、インフレ圧力も沈静化しており、コモディティについては中立的な見方に傾いています。

リスク・プレミア



低成長でありながら流動性は潤沢という環境下で資産クラス、マーケット・ニュートラル資産、分散投資資産ごとに今後の見通しについては異なる見方をしています。リスクプレミアについては、既存トレンドの逆戻りへの懸念とバリュエーション面から投資妙味が高まる可能性のバランスを取って中立的な見方を維持しています。

Franklin Templeton Thinks: Allocation Views

我々の調査プロセスでは、整合性のある客観的な指標をモニタリングし、スクリーニングすることにより、アナリスト推奨に寄与する兆候を特定します。このプロセスを通じて日々のノイズを取り除き、本質的なトレンドを明らかにします。

我々のマクロ経済調査グループはデータを深掘りすることにより経済成長率やインフレ率に関するコンセンサス予想に挑むことを目的としています。また、市場で主流になっている議論のトピックに過度に動揺することがないように努めています。

当レポートの主な担当者



Ed Perks, CFA
Chief Investment Officer
Franklin Templeton Multi-Asset
Solutions



Gene Podkaminer, CFA
Head of Multi-Asset Research Strategies
Chair of Investment Strategy & Research
Committee
Franklin Templeton Multi-Asset Solutions

Stephanie Chan, CFA
Senior Research Analyst

Matthias Hoppe
Portfolio Manager

Hao Li, CFA
Senior Portfolio Analyst

Chandra Seethamraju, Ph.D.
Head of Quantitative Strategies

Michael Dayan, CFA
Lead Portfolio Analyst

Richard Hsu, CFA
Portfolio Manager, Research Analyst

Melissa Mayorga
Senior Research Analyst

Kent Shepherd, CFA, CIC
Senior Client Portfolio Manager

Mike Greenberg, CFA, CAIA
Portfolio Manager

Michael Kerwin, CFA
Senior Research Analyst

Chris Ratkovsky, CFA
Senior Research Analyst

Kim Strand, CFA
Portfolio Manager, Research Analyst

Dominik Hoffman
Research Analyst

Laurence Linklater
Senior Research Analyst

Miles Sampson, CFA
Senior Research Analyst

上記メンバーは事前通知なしに変更される場合があります。

リスクについて

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。特定ポートフォリオのポジショニングは、コアポートフォリオからの配分、特定投資目標、ガイドライン、戦略およびポートフォリオの制限が含まれていますが、これに限らず様々な要因により本レポートに記載されている情報と異なる場合があります。試算や予想が実現するという保証はありません。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。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。新興国市場とりわけフロンティア市場の投資では、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。そのような枠組みは通常フロンティア市場では特に未整備であり、極端な価格変動や低い流動性、貿易障壁、為替管理の悪化の可能性といった様々な要因があることから、新興国市場に関連するリスクがフロンティア市場では拡大します。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。戦略は、カウンターパーティのパフォーマンス次第では、想定パフォーマンスを達成できず損失が発生する場合があります。通貨レートは短期間で大幅に変動する場合があります。リターンに影響を与えることがあります。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。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。REITへの投資には追加的なリスクが伴います。通常、REITは限られた数のプロジェクトまたは特定市場セグメントに投資するため、より広範に分散された投資よりも単一プロジェクトまたは市場セグメントに影響を与える可能性があります。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。運用担当者の投資技術や投資判断が期待通りの結果を達成する保証はありません。

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。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なわけではなく、米国以外では、他のFT関連会社および/または現地法および規則が承認するその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。

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。

<当資料のお取扱いにおけるご注意>

- 当資料は、情報提供を目的として、フランクリン・テンプレトン（フランクリン・テンプレトン・リソース・インクとその傘下の関連会社を含みます。）の資料をもとに、フランクリン・テンプレトン・インベストメンツ株式会社が翻訳した資料であり、特定の金融商品取引の勧誘を目的とするものではありません。
- 投資信託は値動きのある有価証券（外貨建資産には為替リスクもあります。）に投資しますので、基準価額は変動します。したがって、元本は保証されているものではありません。
- 投資信託は預貯金ではありません。したがって、元本は保証されておらず、投資した資産の減少を含むリスクがあることをご理解の上、お申込み下さい。
- 投資信託は預金等や保険契約と異なり、預金保険機構および保険契約者保護機構の保護の対象ではありません。また、登録金融機関を通じてご購入頂いた場合は、投資者保護基金の保護の対象ではありません。
- 当資料は各種の信頼できると考えられる情報源を元に作成されていますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。
- 当資料中、記載されている内容・数値・図表・意見・予測等は、本資料作成時点のものであり、将来の市場動向、運用成果等を示唆・保証するものではなく、また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

