

2020年9月

まだ代替手段 をお探しなら、 実物資産は いかが？

FRANKLIN TEMPLETON THINKS™

ALLOCATION VIEWS



本稿に寄せて

世界は新型コロナウイルスに起因する景気後退から回復傾向にあるものの、先行きは極めて不透明です。我々は新たな市場環境下に潜むインフレ圧力について検討しており、新たな市場環境下では実物資産が反発する一方、政策当局が協調支援を継続する必要性も示唆されています。

今回はポートフォリオの分散に寄与しうる代替資産の魅力について議論します。長期的に見れば、世界の株式は世界の債券や代替資産を上回るパフォーマンスを示す可能性があるものの、その道のりは平坦なものではないとの考え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**

成長の勢いは改善しているとはいえ、新型コロナウイルスは世界経済を深刻な景気後退に陥れました。感染第2波の脅威もあり、景気回復には下振れリスクがあります。政局政治的な不透明感から先行きは例年よりも見通しが立てにくく、企業の投資マインドには逆風が吹きつけています。

- **各国に広がるインフレの沈静化**

我々はインフレ率の変動は主に需要に左右されると考えていますが、インフレ期待は歴史的な低水準にあります。生産のグローバル化に終止符が打たれるというのは時期尚早ですが、生産の国内回帰によりその影響は緩やかなものにな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。緊急時の対策は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っています。

実際のポジショニング

- **機動的な対応が必要**

株式の長期的な潜在リターンについては認識していますが、政局が金融市場に及ぼす影響が強まる可能性があるともみえており、投資意欲をそぐ短期的な懸念材料も見受けられます。リスク資産については以前から中立的なスタンスで臨んでおり、足元のマーケットをめぐる試練を乗り越えるには機動的な対応が必要になると考えています。

- **分散投資に自然と寄与する投資対象の模索**

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資産を探しています。カネ余りにより多くの市場が高値水準まで押し上げられており、株式と債券の双方を代替する資産を模索しています。分散投資に寄与し、予期せぬインフレのヘッジ手段となる投資対象の発掘が最優先課題となっています。

- **代替手段になりうる実物資産**

米国物価連動国債 (TIPS) などの投資手段は予期せぬインフレの上昇に対する備えになり得ます。そのような資産を保有することにより市場「ショック」のシナリオ下でも潜在リターンは著しく高まり、ポートフォリオのボラティリティは低下する可能性があります。金など一部のコモディティも分散投資効果を持つ代替手段になり得ます。

主な論点

傷が癒えつつある世界経済

世界経済は2020年第2四半期の景気の谷を経て拡大しつつあり、これまでに経験したことのない深刻かつ急激な後退局面から回復局面に入りました。ほとんどの国で企業活動の最悪期は脱していますが、国内消費財に比べ世界貿易の回復の足取りは鈍くなっています。サービス業も出遅れており、サービス業の回復ペースも鈍化の兆しが見受けられます。

正常化への復帰の取り組みもまだ終わっていません。マストツーリズムの再開についても旅行者は慎重な姿勢を崩しておらず、政府が突如として行動規制を再開すれば、旅行も思いとどまらせる要因になります。ウイルスの感染地は変わるものの、地元でのウイルスの感染拡大が足元の脅威となっているという認識は高まっています。

投資家や政策当局は高頻度データを頼りに足元の流動的かつ変化の速い環境を注視していますが、当然ながら、こうした高頻度データの一部では景気回復ペースの鈍化がみられます。クレジットカード消費や飲食店予約の指標は継続的に更新されています。我々は新型コロナウイルス危機の発生時から均等な景気回復は見込めないと予想していました。世界経済は回復傾向にあります。イングランド銀行 (BOE) のアンドリュー・ペイリー総裁が先頃繰り返し述べたように、今後の道筋はかつてないほど不透明であるという中央銀行の見解には共感できます。

消費者の行動を見ると、こうした先行き不透明感を反映するかのよう、あらかじめ貯蓄を積み増しているようです。新型コロナウイルス禍が失業に影を落としていることから、貯蓄がどの程度のペースで取り崩されるかが決まると予想されます。景気の急回復期待は広がり、リスク資産の足元の相場水準に一段と織り込まれつつあります。政治的な不透明感から通常より先行きも見通しにくく、足元で企業の投資意欲の足かせになる可能性があります。感染第2波をめぐる懸念もあり、景気回復には下振れリスクがあるとみています。このため、世界経済の先行きについては比較的慎重な見方をしています（「**足元で世界経済に吹き付ける逆風**」に要約）。

インフレ見直し

インフレ懸念は市場の議論のテーマとして取り上げられる機会が増えています。おそらく長引くインフレの沈静化局面を経て、新たな市場環境に目が向けられることは必至です。新型コロナウイルスに端を発する景気後退を食い止めるために政府が打ち出した財政・金融政策の規模の大きさが、こうした懸念を高めています。多くのアナリストは中央銀行がバランスシートを膨らませながら大量の資金を供給してきた点を指摘しています。しかし、こうした資金が経済の中でどの

くらいのペースで循環しているのかも重要な点です。資金需要の拡大は社債の新規発行額が過去最高を記録していることに表れています。しかし、こうした資金が単に待機資金の積み上げに使われているのか、将来の成長の後押しに使われるのかは現時点では不透明です。大規模な投資が行われなければ、雇用は十分に創出されず、持続的な賃上げにはつながりにくい状況です。

中央銀行の行動を見ると、現時点ではデイスインフレ圧力が大きな懸念材料となっているようです。米連邦準備理事会 (FRB) は金融政策の枠組みを変更し、平均インフレ目標を導入すると発表しています。食品・エネルギーを除くコアインフレ率を押し上げることができず、インフレ期待は幅広い経済分野で引き続き低迷しています。直近のデータを見ると、サプライチェーンが分断され、生産の国内回帰の動きが見られたにもかかわらず、ユーロ圏ではコアインフレ率は過去10年間で最低水準に落ち込んでいます（図表1）。生産の国内回帰の動きは一部で見られるものの、生産のグローバル化に終止符が打たれたというのは時期尚早だと考えています。また、マネーサプライと資産価格の上昇の関係とは異なり、マネーサプライの急増と一般的なインフレの関係については引き続き懐疑的な見方をしています。

ユーロ圏ではコアインフレ率がなお低迷

図表1: 2007年以降のユーロ圏の消費者物価指数のコアインフレ率

2020年8月31日時点

前年同月比 (%)



出所: Franklin Templeton Capital Market Insights Group、欧州連合 (EU) 統計局、マクロボンド
データ出所に関する詳しい情報については www.franklintempletondatasources.com を参照下さい。

大まかに言えば、インフレは主に需要の変化によって引き起こされるとの考えに変わりはありません。足元の供給ショックにより生産能力は低下している可能性があります。昨年以降の世界的な経済活動の悪化や失業者の増加の影響のほうははるかに深刻化するとみています。この影響は新興国市場などで幅広く認識されています（「各国に広がるインフレの沈静化」に要約）。

政策支援が引き続きカギに

新型コロナウイルスの感染拡大が引き続き、世界経済の回復を妨げる逆風となっています。しかし、財政協調と合わせて各中央銀行も一貫して惜しみない支援を繰り出しています。こうした政策により世界経済は深刻な景気後退を免れ、投資家は景気回復と立て直しの局面を見据えることが可能になりました。これは最後のテーマの「ハト派寄りの政策」に要約されています。

財政政策が経済活動、ひいては金融市場の回復を後押ししたことは明らかですが、ここまで来ると、表面的に見て好調な経済ニュースには逆効果もあります。足元の政策協調がなければ景気回復は確保されず、政治家の心をつなぎとめる緊急事態が存在しなければ、実現は難しい状況になる可能性があります。

今回のパンデミックは様々な面で世の中の流れを加速させています。とりわけ顕著なのがテクノロジーの採用の動きです。同様に、EUが強力な制度的枠組みの構築を加速させているのは明らかです。しかし、我々は景気回復局面が続くにつれ、財政出動を継続することは難しくなるとの懸念を強めています。

米国の大統領選が近づき、熾烈な選挙戦が繰り広げられるにつれ、支援措置の継続で合意することはなおさら難しくなります。選挙まで2ヵ月を切り、これまでの緊急支援策をベースとする大胆な政策で合意に達する可能性は低いようです。

実際に、政権の存続を前提とするような継続法案を可決させることは難しい可能性があります。結果が見通せず両陣営が拮抗している状況が、選挙プロセス自体に対する議論を引き起こしています。さらに、世界の株式市場はすでに一定期間にわたり高いリターンを享受してきており、我々は世界の株式について、債券と比較してやや高めとしていた確信度を引き下げ、中立的なスタンスに転じました。債券にはなお割高感があり、長期的には債券に比べ株式には投資妙味があるとみていますが、短期的なリスクにより魅力度は後退しています（図表2）。

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2: 世界株式のリスクプレミアム

2020年8月31日時点

株式のリスクプレミアム (%)



— 世界株式のリスクプレミアム

■ 全米経済研究所 (NBER) により景気後退と判定

出所: Franklin Templeton Capital Market Insights Group、Absolute Strategy Research、マクロボンド
データ出所に関する詳しい情報については www.franklintempletondatasources.com を参照下さい。

実際のポジショニング

機動的な対応が必要

様々な金融市場のパフォーマンスと世界経済の実態が乖離する局面については数年前から指摘してきました。多くの場合、こうした乖離は居場所を求めめるカネ余りや現金より高い利回りを求める動きによって説明できます。株式の長期的な潜在リターンについては認識していますが、政局が金融市場に及ぼす影響が高まる可能性があります。繰り返しになりますが、投資意欲をそぐ短期的な懸念もあります。市場のボラティリティは過去10年間概ね抑えられてきましたが、2018年初めから高まっており、新たなボラティリティの時代に突入していることが示唆されています。

カネ余りは今後も先進国で続く見通しですが、その影響から多くの市場が高値は押し上げられています。このため、我々は一般的に社債に対する確信度を引き下げています。全体的にリスク資産については中立的スタンスを維持しています。我々の見方はあらゆる手を尽くすという政策支援と、バリュエーションや政局をめぐる警戒感を秤にかけています。しかし、一方で代替手段を模索しています。

需給の改善を背景に原油価格やその他の工業用製品は反発しています。我々は上昇局面が続くと予想しており、コモディティに対する確信度もやや引き上げていますが、ただちに幅広いインフレリスクにつながるとは思えません。とはいえ、株式と債券双方の代替手段を模索しており、分散投資に自然と寄与し、予期せぬインフレへのヘッジに対するヘッジ手段になる資産への投資は最優先課題となっています。

実質資産は代替手段になりうる可能性

エネルギー価格は近年、消費者物価を最も大きく左右する要因となっています。消費者物価指数(CPI)の総合指数全体に占める割合は比較的低いものの、原油価格は消費者物価指数総合指数の変動の大部分を占めています。エネルギー価格が消費者物価指数の項目の中で格段に変動が大きいことは目新しいことでも意外なことでもありません。「インフレ見通し」のところで述べたように、中央銀行やマーケットウォッチャーが「コア」インフレに注目する傾向があるのはこのためです。

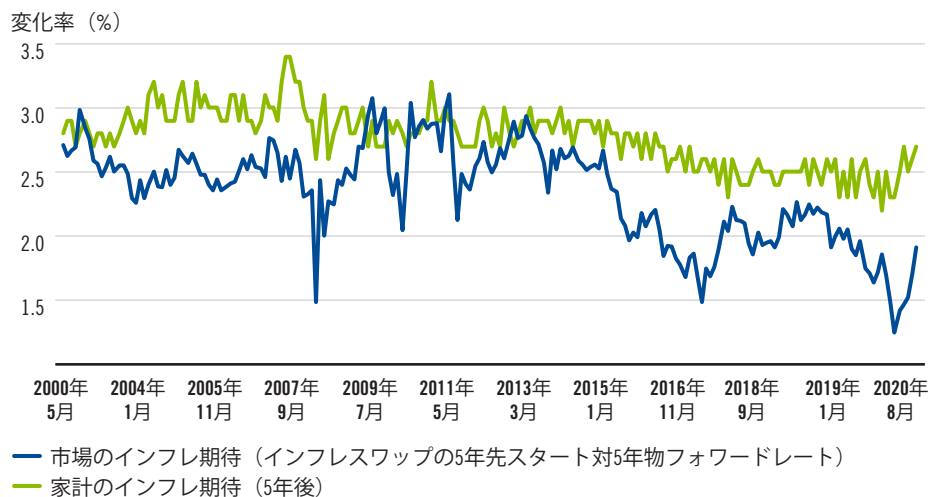
我々もマクロ経済学的な観点からコアインフレに関心を持っていますが、特定の実物資産からすると、リターンに直接、影響を及ぼすのは総合指数です。物価連動債の元本や利息収入は消費者物価指数の総合指数(一部の国の物価連動債は他の物価指数)に直接連動し、インフレヘッジ手段を提供しています。原油価格が昨年後半の水準まで回復しない限り、

総合指数の伸びは今後数カ月間抑えられる見通しです。長期的な影響は企業投資、雇用創出、消費者行動の変化によって左右されます。いまのところ長期的なインフレ期待も比較的低水準で推移しています。

しかし、市場のインフレ期待(債券の名目利回りと実質利回りの差)は今年に入って激しく変動しています。このいわゆるブレイクイーブンインフレ率(通常の国債の利回りと物価連動債の利回りの差)は足元のコモディティ価格の変動に直接、反応しています。さらに深く分析すると、ブレイクイーブンインフレ率(インフレスワップの5年先スタート5年物フォワードレート)も同様の軌跡を辿っています(図表3)。これは主に物価連動債の流動性の低さと、インフレをめぐる不確定要素に対するリスクプレミアムの変動を反映しています。ブレイクイーブンインフレ率は今年に入って底割れの兆しを見せましたが、市場機能の円滑化を目指す中央銀行の迅速な行動により低下分をほぼ取り戻しました。

インフレ期待は反発

図表3: 家計のインフレ期待は市場のインフレ期待をなおも上回る
2020年8月31日時点



出所: Franklin Templeton Capital Market Insights Group、ブルームバーグ、ファクトセット、マクロボンド、ミシガン大学、セントルイス連邦準備銀行

長期的な市場の期待インフレ率は緩やかに上昇する可能性もありますが、大きく上昇するには消費者の期待インフレ率があまりアンカーされなくなる事態に陥る必要があります。FRBが現在、目標としている平均水準をインフレ率が上回るようになれば、それをきっかけに金融政策の枠組みが再び変わる可能性は高くなります。世界の主要中央銀行は近い将来にそのような事態が起こることは予想しておらず、実際に起これば、株式市場は下落し、債券利回りは上昇すると考えられます。

我々はインフレ上昇のヘッジ手段になりうるTIPSなどの資産の潜在リターンに対する確信度を強めています。我々の基本シナリオではTIPSなどの資産にはやや割安感があると考えています。しかし、TIPSなどの分散投資効果のある資産を保有することで潜在リターンを著しく高めるとともにポートフォリオのボラティリティを引き下げするには、株式、債券、インフレの「ショック」が重なる必要があります。

その他オルタナティブ資産

その他のオルタナティブ資産も無相関の潜在的リターンをもたらす可能性があります。不動産はインフレの全般的な上昇に対するヘッジ手段になると考えられています。しかし、新型コロナウイルスに端を発する景気後退はオフィス、小売店向けの物件の需要に影響を与えており、テナントも賃料支払いの継続が難しくなっています。同様に、債券利回りが上昇すれば、足元で利回りが比較的抑えられている不動産の評価に影響を与える可能性があります。直接保有物件の場合は今回の難局を乗り切れる可能性があり、インフレ率の緩やかな上昇により恩恵を受ける可能性さえありますが、我々はこの資産クラスには慎重なスタンスを強めています。

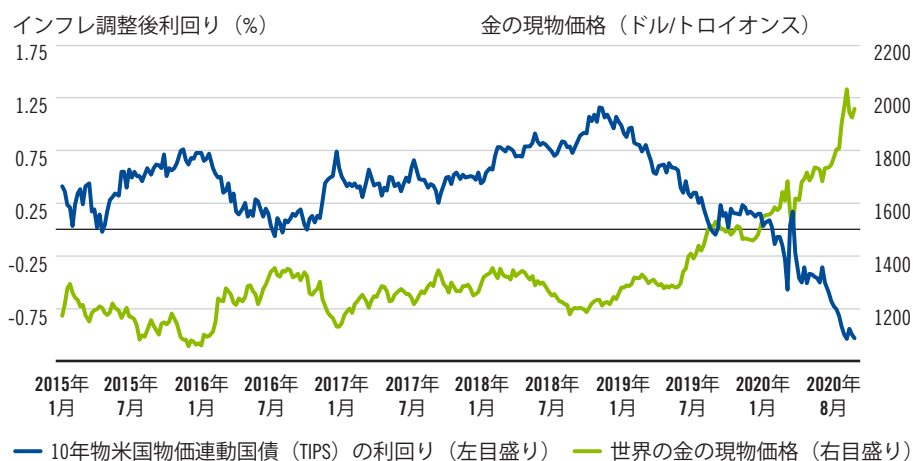
投資対象をさらに広げると、完全無相関の要因を織り込んだ資産の魅力を発見することもできます。保険リンク証券(ILS)は世界の再保険市場に投資可能な商品です。ILSはハリケーンなど自然災害に関連するリスクを引き受ける代わりに、毎年プレミアムを受け取る仕組みです。

ILSで損失が発生したとしても通常は金融市場とは連動しません。この特殊かつニッチな投資対象が従来のマルチアセットポートフォリオの大部分を占めるようなことは考え難いものの、投資家によっては関心を示す可能性があります。

通常、コモディティによっては分散投資効果を持つ代替手段になる可能性があります。金などの貴金属は工業用金属やコモディティ全般とは異なる値動きを示す可能性があります。金融市場の混乱や地政学的リスクが高まった場合、金は安全な投資対象になりうる可能性があり、法定通貨の下落に対するヘッジ手段になるとみられています。貴金属相場を左右する要因を分析すると、ドル安になると貴金属は買われる傾向にあることがわかっています。また、インカムをもたらさない資産として金利の低下局面で高い競争力を発揮しています。過去数ヶ月でこうした要因がいくつも重なり、金価格は押し上げられています。TIPSの実質利回りがマイナス圏に沈み、金価格の高騰をもたらす主要な要因となっています(図表4)。過去数ヶ月で金の魅力が高まったことで、コモディティについては幅広く比較的前向きな見方をしています。

金価格の上昇と米国の実質利回りの低下

図表4: 金の現物価格と10年物米国物価連動国債(TIPS)の利回り
2020年8月31日時点



出所: Franklin Templeton Capital Market Insights Group、ロンドン貴金属市場協会(LBMA)、マクロボンド

アロケーション設定－2020年9月

リスクティア

資産クラス

確信度

見解

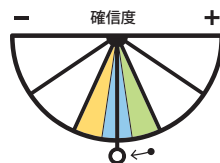
リスクオフ/オン



世界経済は急激に落ち込み、2020年第2四半期に底入れした可能性が高いとみられます。緩やかなインフレと財政出動は続く予想されますが、足元で新型コロナウイルスの感染拡大が世界経済の回復を妨げる逆風となっています。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。

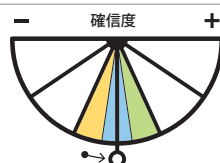
ハイレベルアロケーションティア

株式



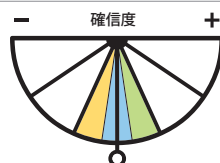
大局的に見ると、企業収益は第2四半期に底入れしたとみられることから、高止まりしている世界株式のバリュエーションを支えるには持続的な景気回復が必要です。カネ余りが今後も株式市場を支えると予想しており、長期的な見通しも改善しています。しかし、設備投資計画には下振れリスクへの懸念がくすぶり続けています。政局をめぐる短期的な懸念もこうした不透明感を強めており、株式については、長期的には比較的楽観的な見方をしているものの、中立的なスタンスに傾いています。

債券



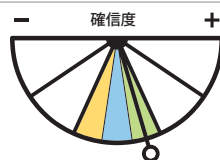
世界経済の回復は一貫性を欠き、金融政策は緩和色を強め、長期的なバリュエーションは割高感を強めており、タームプレミアムは低水準にとどまっています。企業収益の成長鈍化と財務内容の悪化により社債のスプレッドは再び拡大する可能性があります。債券については差し迫る米大統領選の影響を考慮し、バリュエーション懸念はあるものの資産配分のレベルでは中立的な見方に傾いています。

オルタナティブ



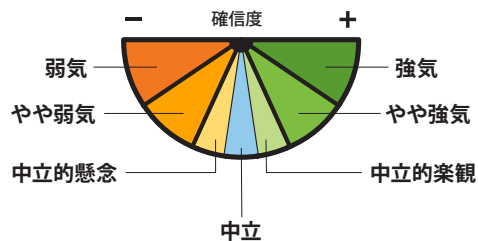
全体的にはインフレは沈静化しているとはいえ、低迷しているインフレ期待は引き続き正常化に向かうと考えています。自然な分散投資効果を持つTIPSなどの資産の先行きは改善傾向にあります。楽観要因と、我々が引き続き注視している市場の懸念のバランスを考慮し、オルタナティブ資産については中立的な見方を維持しています。

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

株式の投資地域

| | 確信度 | 見解 |
|-------------------|-------------------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 米国 |  | 新型コロナウイルス感染拡大による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 |  | カナダについて投資機会は限定的であるとみています。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。しかし、コモディティへの逆風は後退していることから支援材料となっています。カナダについては慎重な見方を弱め、中立的なスタンスを維持しています。 |
| 欧州 (英国を除く) |  | 欧州の政策当局は結束力を強めています。製造業の景況感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、銀行が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中立的な水準に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いくすぶり続けています。英国市場は歴史的な安値圏にあり、企業収入もあまり深刻な打撃を受けていません。英国については、依然として不確定要素への警戒感に配慮しつつ前向きな見方を強めています。 |
| 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世界貿易をめぐる懸念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。日本については慎重な見方を弱めています。 |
| 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。追加的な財政出動や的を絞った金融政策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高水準に達しており、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、低成長と低インフレ期待のバランスを考慮し、米国国債については概ね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は景気テコ入れ策を継続する見通しです。「次世代EU」と呼ばれる復興基金は財政統合の進展を示しており、周辺国を支援する狙いがあります。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やや前向きなスタンスに傾いています。 |
| 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。 |

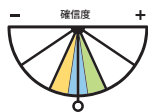
アロケーションティア

資産クラス

確信度

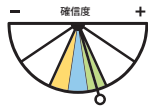
見解

債券セクター続き
カナダ国債



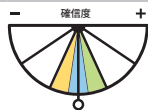
カナダは足元の原油価格の乱高下が企業マインドに影響を落とすなどの脆さを抱えています。カナダ銀行をめぐる期待はFRBをめぐる期待と表裏一体です。カナダの債券利回りは概ね米国の債券利回りと一致しており、引き続き緊密に連動する見通しです。カナダについては、他の先進国と同様、中立的な見方を維持しています。

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。景気のコ入れ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可能性が高く、世界経済の回復が勢いを増した場合に日本の投資妙味はやや高まるとみています。日本については前向きな見方をやや強めています。

投資適格社債



投資適格債はFRBの強力な支援により恩恵を受けています。企業への資金支援により借入過多の問題やデフォルトの増大リスクは後退しています。中央銀行による買入れプログラムに関心が集まる中、イールドスプレッドは縮小しています。景気回復の足取りが鈍化すれば、イールドスプレッドが再び拡大する可能性があります。世界的に見れば、バリュエーションが引き続き下支え要因となっています。このため、投資適格債については概ね中立的な見方を維持しています。

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の持続的な影響がハイイールド債などの低格付け債の先行きに重くのしかかっています。デフォルト率は過去の平均水準を上回るまで上昇しています。全体的にこうしたリスク資産について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が中心です。ハイイールド社債については、目先の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、長期的にはやや前向きな見方を強めています。

新興国債券



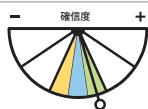
新興国市場債券については、バリュエーション面からハードカレンシー建ての投資妙味が薄れており、世界的な景気後退に伴うファンダメンタルズ面の下押し圧力がかかっていることも懸念を強めています。現地通貨建て債も為替リスクが引き続き大きいものの、他のリスクが高い債券セクターに比べバリュエーションの割高感は薄れています。世界経済の成長をめぐる懸念はくすぶり続けていますが、新興国債券については中立的な見方に傾いている一方、選別投資が重要であるとの考えに変わりはありません。

オルタナティブ資産
インフレ連動債



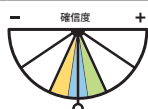
インフレ連動債に織り込まれているインフレ率はやや低水準にとどまっています。インフレ率は全体的に低迷しているものの、インフレ期待は正常化する可能性があるかとみています。物価の上昇により直接恩恵を受けるインフレ連動債などの資産については前向きな見方を変えていません。

コモディティ



経済回復へのリスクからコモディティへの追い風は弱まっています。しかし、財政出動と流動性支援により経済成長や需要は押し上げられるとみています。物価は引き続きやや低迷し、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前向きな見方を維持しています。

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。

<当資料のお取り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

