

2020年12月

2021年は 明るい年に

FRANKLIN TEMPLETON THINKS™

ALLOCATION VIEWS



本稿に寄せて

我々はアニュアル・インベストメント・シンポジウムで議論するテーマを調査対象に取り入れています。長期的には持続的な成長と緩やかなインフレを支えに、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かとみています。国債のタームプレミアムが引き続き過去の平均値を下回る中、国債のパフォーマンスは低下する可能性があり、そうなれば、リターンは概ね下押しされます。

長期的な見通しが実現するのはたやすいことではなく、株式と債券に投資するバランス型ポートフォリオのメリットに加え、リスクプレミアムを分散化したポートフォリオを維持することが安定した潜在的リターンを確保する最も確かな方法である可能性が高いと考えています。

主な論点

- **世界経済に吹き付ける逆風**

いまや景気回復は根付きつつあるように見えますが、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。急ピッチの景気回復が続くと期待感がありますが、感染拡大第2波により景気回復には下振れリスクがあります。政局も引き続き企業の投資マインドには逆風となっています。

- **各国に広がるインフレの沈静化**

インフレ率の変動は主に需要によって引き起こされると考えていますが、インフレ期待はほぼ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考える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**

足元のコロナ禍対策として政策当局は景気テコ入れ姿勢を変えておらず、あらゆる手立てを尽くす構えのようです。コロナ禍対策から景気の下支え策に移行するにあたり流動性は維持されていますが、マーケットにとっては財政政策との協調が引き続きカギとなります。

実際のポジショニング

- **機動的な運用が必要**

株式は優れたリターンをもたらす可能性があり、株式は長期的にはリスクプレミアムを獲得すると考えています。投資意欲を後退させる短期的なリスクはありますが、我々は長期的な楽観論から固い決意で臨む用意があります。今後数ヵ月間で待ち受ける試練を乗り越えるには、機動的な運用が必要になるとの見方に変わりはありません。

- **かつてないほど割高な債券のバリュエーション**

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。従来からその役目を担っているのが債券です。先進国市場の国債については、やや慎重な見方を維持していますが、弱気なスタンスには傾いていません。一方で、社債については確信度を強めています。

- **オルタナティブ資産の投資機会**

株式や社債への「リスクオン」エクスポージャーをヘッジできるオルタナティブ資産を探しており、実物資産に魅力を感じています。物価連動債は分散投資効果を持つ投資手段として魅力的であり、こうしたアセットミックスのアクティブ運用を通じて潜在的リターンを高めることができると考えています。

主な論点

2021年以降の考察

金融市場は2020年の大半を新型コロナウイルスのパンデミックに端を発するかつてない不況と前例のない経済対策のバランスを取ることに費やしてきました。ウイルスの脅威は依然として続いており、今後数週間、数ヶ月にわたり深刻化する可能性があります。しかし、投資の観点からすれば、もはやそれほど深刻ではない時期にきています。

トンネルの先に光が見えます。後期治験で驚異的な有効性を示す有望なワクチン候補が相次いでおり、我々は他のワクチンも承認に向けて開発が急ピッチで進むと予想しています。安全性に問題がなく、ワクチンの開発計画が頓挫しなければ、ウイルスへの抵抗力が極めて弱い大勢の人が2021年上半年にはワクチンを接種できる見通しです。これにより2020年の世界経済を覆った暗雲もついに吹き払われるとみえています。

リスク資産はこうした変化を織り込み、多くの株価指数が11月末に最高値を更新しました。投資家は目先の不透明感には目を向けず（我々も近い将来がなおこれまで以上に不透明であるとの見方を維持しています）、建設的で報われる可能性がある将来を見据えており、足元の株高はこうした投資家の見方と一致しています。我々もこうした比較的楽観的な見方を共有しています。その結果、先月は世界の株式について再び世界の債券よりやや強気な見方に転じましたが、現時点でこうした見方をさらに強めています。

長期的な成長のけん引役

10月のアニュアル・インベストメント・シンポジウムで世界経済の分析に影響を及ぼす長期的なテーマについて議論しまし

た。フランクリン・テンプレート・インベストメント・ソリューションズ (FTIS) チームは、フランクリン・テンプレートの様々な資産クラスの専門家である経営幹部や最高投資責任者と協働的な議論を交わしました。

今年は新型コロナウイルス不況がいかにデジタルトランスフォーメーションを加速し、こうした変化がもたらす劇的なチャンスを広げたかが焦点となりました。また、個人消費に空く「穴を埋める」ために政府債務が急増していますが、これをどのようにファイナンスするかについても議論しました。当初の結論は考えていたより心強いものでした。債務の返済コストは対応可能であり、緊縮財政も可能性は低いとのこと。対GDP比で見ると、政府債務の負担は大きいものの、平均利率は長らく低下傾向にあり、累積債務の借り換えコストは低く、今年の発行された債務の返済コストはユーロ圏では基本的にゼロ、米国と英国でもゼロに近くなっています。

しかし、長年の懸念要因である地域情勢のトピックに戻ると、結論はやや厳しいものとなりました。最悪の影響は国家安全保障上のカギとなるセクターに限定される可能性があるとはいえ、中国と米国という超大国同士の争いは続く見通しです。また、環境や社会に対する企業責任の増大も利益の追求を優先する多国籍企業にとって試練になるとみられます。こうした状況の変化に前向きに対応できるかどうかにより、今後数年間にわたり企業間、国家間の優劣は左右されることとなります。

シンポジウムで議論したトピックは複雑かつ重複していますが、長期の投資期間でマクロ経済の結果を左右する本質的な動きの理解に役立ちます。我々は長期

的に世界経済の成長は続き、インフレは緩やかなものにとどまると予想しています。金融・財政の政策協調による足元の経済対策により、世界経済のアウトプットが極端に上下する可能性は低くなると考えられます。また、中央銀行が平均インフレ目標を導入した環境下では、金融引き締め局面も緩やかかつ抑制されたものにとどまると予想しています。

懸念が残る目先の話に戻りますが、我々は引き続き新型コロナウイルスは冬場に感染が拡大しやすく、消費者の行動に影響を及ぼすと予想しています。病院の収容能力が脅かされているところでは、不本意ながら局地的なロックダウンを再導入せざるを得なくなる可能性があります。ジョー・バイデン次期大統領の下でリーダーシップのスタイルが変わり、米国の対応がそうした方向に向かう可能性もあります。こうした措置がいつまで続き、どのくらい多くの国で実施されるのかはわかりません。しかし、必然的にGDPが打撃を受けるとして、どれほど金融市場に影響を及ぼすのかも不透明です。財政支援への期待感、ウイルスとの戦いに最終的には勝利するという楽観論、そこにマーケットを落ち着かせる潤沢な流動性供給が加わり、株式市場の投資家は収益への短期的な影響には目を向けない可能性があります。

楽観的な見方を強めているとはいえ、以上の要因から目先の見通しはなお強弱感が入り交じったものとなっています。先行きは見通せるものの、景気回復には依然として下振れリスクがあります。このため、我々は比較的慎重な見方を維持しています（「**足元で世界経済に吹き付ける逆風**」に要約）。

正常化したとみられるインフレ期待

長期的な観点から我々が強く確信していることはいくつかありますが、そのひとつにインフレは大きな懸念材料にはならないということです。しかし、市場参加者の間ではインフレの再燃がひとつのリスク要因になっているとの懸念が一段と強まっています。そのことは物価連動債の動きに表れ始めています。また、ディフェンシブ銘柄から、今年前半に見られた大規模なロックダウンにより、大きな打撃を受けた分野への循環物色の動きにも表れています。同様に、リフレへの楽観論の広がりや長期国債の利回りも短期国債に比べ上昇しています。

前述の通り、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）は将来のインフレの合理的期待と必ずしも等しいわけではありません。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）には、将来のインフレをめぐる不透明感のリスクプレミアムが織り込まれています。しかし、我々は市場センチメントと連動して変動する相対的な流動性プレミアムとともに、この部分もより正常な水準に戻っているとみています。今年3月と4月の混乱はマーケットから消えました（図表1）。ブレイクイーブンインフレ率は上昇しており、マーケットのインフレ予想の道筋を明確に示しています。しかし、これをも

って短期的にインフレ率が大きく上昇する兆しと考えるべきではありません。

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。足元で新興国市場を中心に食品価格が上昇していますが、これは一時的なものであるとみています。供給ショックにより生産能力は低下した可能性があります。雇用の伸び悩みは続いており、この要因の方ほうがはるかに強力なものとなります。この影響は新興国市場などで幅広く認識されており、「各国に広がるインフレの沈静化」のテーマを裏付けるものとなっています。

マーケットにとって政策支援が引き続きカギに

新型コロナウイルス不況は最悪期を脱したとはいえ、我々は引き続き経済支援の必要性に注目しています。大多数の人々が実際にワクチンを接種するまで医療制度や経済全体へのショックの脅威は続くとして予想しています。我々は米国と欧州では一部に気の緩みが生じていることを多少なりとも懸念しています。

米国では次期政権への移行が始まりましたが、目先の経済対策は合意できない状態が続いています。これはジョージア州で決選投票を控えている上院で選挙が終わっておらず、選挙目当ての政策立案が長引いていることが一因です。同様

に、財務省から資金支援を受けていた資金供給策を米連邦準備理事会（FRB）が打ち切ったことも時期尚早とみられます。他に明るい材料が見られることから、マーケットの反応は極めて鈍いものとなっています。しかし、マーケットは事態が悪化すれば、ただちに支援を活用できるという前提に立っています。こうした前提はもったもたないものであり、受け身のアプローチより積極的なアプローチの方がマーケットに安心感を与えます。

欧州中央銀行（ECB）は12月の政策理事会でユーロ圏経済への支援を強化する考えを示しています。我々はパンデミック緊急購入プログラム（PEPP）が延長されると予想しています。PEPPは依然、経済支援の要であり、年末までに延長が決定される見通しです。しかし、ポーランドとハンガリーの反対によりEUの中期予算の承認が遅れば、ECBには経済対策の足かせとなって跳ね返ってきます。

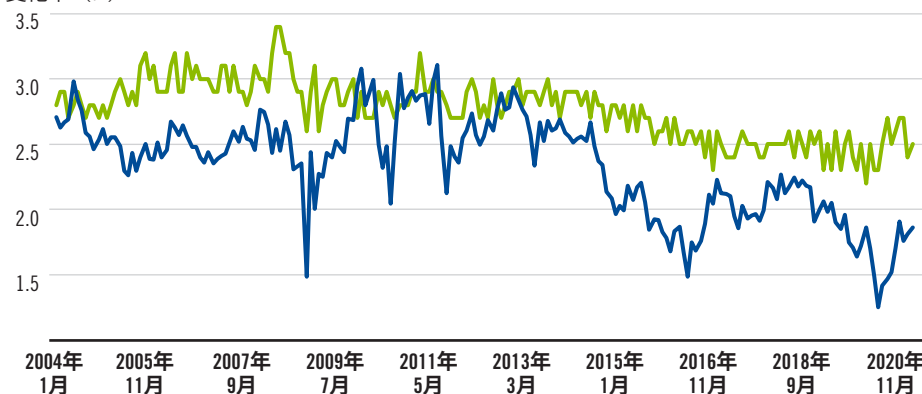
今年の世界的大不況から抜け出す道を切り開き、投資家がこの先の景気回復や経済再建を見据えることができるようになったのも金融・財政政策の協調対応によるものです。我々は必要に応じて経済対策が打ち出されるとの楽観的な見方を維持していますが、対応は積極的なものというより受け身的なものになるとの懸念を強めています。とはいえ、「ハト派寄りの政策」という最後のテーマについては変更しません。

インフレ期待は反発

図表1: 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11月30日現在

変化率 (%)



— 市場のインフレ期待（インフレスワップの5年先スタート対5年物フォワードレート）
— 家計のインフレ期待（5年後）

出所: フランクリン・テンブルトン。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

実際のポジショニング

引き続き、機動的な運用が必要

我々はアニュアル・インベストメント・シンポジウムで議論した長期的なテーマを調査対象に取り入れ、ポートフォリオやそのベンチマークの設定に役立てています。

長期的には持続的な成長と緩やかなインフレを支えに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とみています。短期金利と国債のタームプレミアムが引き続き過去の平均値を下回る中、国債のパフォーマンスは低下する可能性があり、そうなれば、リターンは概ね下押しされます。株式と社債のリスクプレミアムは依然として魅力的な水準にあり、引き続き新興国市場では優れたリターンがもたらされる可能性があると予想しています。

しかし、今日のポートフォリオ運用では、短期的なマーケットの動きを左右する足元の経済的な懸念や動きも反映させる必要があります。政策対応やパンデミックの行方をめぐる不透明感から先行きには通常以上に暗雲が垂れ込めています。しかし、世界経済が初期の拡大局面に入り、マーケットは当然ながら今後数年間で起こり得る好材料を織り込みつつあります。しかし、我々の長期的な見通しが実現するのはたやすいことではないことを認識する必要があります。

足元のリスク資産のマーケットでは急ピッチの景気回復期待が幅広く織り込まれています。景気回復は比較的スムーズに進行すると予想されていますが、我々は景気回復にはばらつきが生じるとみています。しかし、株式は長期的には債券を大きく上回るリターンをもたらす可能性があることを認識しており、株式は長期的にリスクプレミアムを達成すると考えています(図表2)。したがって、ここ数カ月間は様子見姿勢を続けていましたが、世界の株式市場が優れたリターンをもたらしている現状を受けて世界の株式につ

世界株式はバリュエーションに割安感はないものの、長期的には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11月30日現在



— 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:フランクリン・テンプレトン、Absolute Strategy Research、マクロボンド。インデックスは運用されているものではなく、また、特定のインデックスに直接投資することはできません。インデックスにはいかなる運用報酬、その他諸費用等も含まれていません。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。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。

いては再びやや強めの確信度に傾き、今やさらに確信度を強めています。長期的に見れば、債券はなお割高感が強く、債券に比べ株式の先行きは魅力的なものとなっています。目先のリスクから我々の投資意欲は引き続き低下していますが、長期的な楽観論を背景に固い決意で臨む用意があります。今後数カ月間に及ぶ試練を乗り越えるには、機動的な運用が必要になるとの見方に変わりはありません。

債券のバリュエーションはかつてないほど割高

我々の長期分析で最も顕著な特徴の1つとして挙げられるのは世界の債券、特に国債の潜在的リターンが低下しているということです。これは足元の利回りが歴史的な低水準にあることが主な要因です。しかし、利回りの低下は人口動態やマッチング資産の需要を反映している可能性が高く、この傾向は今後も続く見通しです。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3)。

先進国市場の国債については、やや慎重な見方を維持していますが、弱気なスタンスには傾いていません。景気のコロネを指す異例の金融政策や、量的金融緩和政策の1つである足元の国債買い入れプログラムの維持により短期的には利回りの上昇は抑えられる見込みです。少なくとも2021年初めまでボックス圏の相場が続くと予想していますが、こうした環境下ではマルチアセットの投資家にとって低リスク資産の魅力はなお明らかです。

しかし、我々は社債の確信度を強めています。景気回復の見通しが一段と明らかになるにつれ、社債の追加の利回りやスプレッドは低下しています。多くの投資家がポートフォリオの潜在的リターンを高めようと高利回り証券の組み入れを増やし、リスクが高い債券の需要は拡大しています。このため、低格付け債を中心に社債の利回りは足元で歴史的な低水準にあります。しかし、同じく利回りが歴史的な低水準にある低リスクの国債と比較すると、社債の追加スプレッドは正常化しているようです。さらに、政策支援の後盾があるだけに、足元の社債の利回りには少なくともデフォルトリスクを補える

債券のタームプレミアムは過去の平均値を下回る

図表3:米10年物国債(ゼロクーポン債)

2020年11月20日現在

株式のリスクプレミアム (%)



出所: Franklin Templeton Capital Market Insights Group、Adrian Crump & Moench、マクロボンド、ニューヨーク連邦準備銀行

だけのリスクプレミアムはあると考えられます。

オルタナティブ資産の投資機会

我々は、株式と債券に投資するバランス型ポートフォリオのメリットに加え、リスクプレミアムを分散化したポートフォリオを維持することが安定した潜在的リターンを確保する最も確かな方法である可能性が高いと認識しています。また、こうしたアセットミックスのアクティブ運用を通じて潜在的リターンを高め、全体的なポートフォリオのリスクレベルを管理することができますと考えています。

我々は新興国市場の資産クラスの先行きは明るいとの見方を維持しています。特に新興国市場の現地通貨建て債券については、ここ数カ月間でファンダメンタルズが改善しています。外需が国内需要の低迷を補っているからです。我々は新興国市場の現地通貨建て債券についてはバリュエーションが下支え要因となっており、ハードカレンシー建て債券より投資妙味は大きいとみています。現地通貨建て債券の為替リスクもバリュエーションの相対的な魅力によりカバーできるとみています。これは新興国市場の債券、株式双方のヘッジなしポジションの潜在的リターンを支える要因となります。最近では、中国を含む現地通貨建て債

券について前向きな見方を強めています。アクティブ運用の投資対象として新興国市場の魅力強く感じています。実際、我々は常にこの地域のアクティブ運用に自信を持っています。

我々は株式や社債の「リスクオン」のエクスポージャーをヘッジできるオルタナティブ資産を探しており、実物資産に魅力を感じています。インフレ期待はエコノミストの長期予測や近年の経験則と大きく乖離していません。インフレ期待は主要各国中央銀行が通常、物価安定の目標値とする約2%をやや下回っています。実物資産に焦点を当てた2020年9月号のアロケーション・ビューで述べたように、米国物価連動国債(TIPS)はそれ自体、多少なりとも投資妙味がありますが、TIPSの最も魅力的な点はポートフォリオの分散投資効果を持ち、インフレが予想外に加速した場合のヘッジ手段になり得ることにあります。

アロケーション設定－2020年12月

リスクティア (振り子グラフが各資産クラスの見通しを示す)

資産クラス

確信度

見解

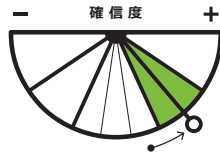
リスクオフ/オン



世界経済は急激に落ち込んだ後、2020年第2四半期に底入れし、力強い回復局面に入っているようです。緩やかなインフレと財政出動は続くと予想されますが、足元で新型コロナウイルス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やや楽観的なスタンスを維持する程度にとどめています。これは先行きの経済成長をめぐる慎重論と、今後も下支え要因になる政策対応と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、新型コロナウイルスの有力なワクチン候補をめぐる明るい兆しから正常化への復帰期待は大きいだけに、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依然続いています。世界の株式については11月に再び世界の債券に比べ確信度をやや強める方向に転じており、足元ではやや強気なスタンスを取っています。

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るとともに、タームプレミアムの高さから長期的なバリュエーションは高止まりしています。社債のスプレッドは低く抑えられていますが、マーケットは中央銀行の買入れプログラムに支えられています。米国の大統領選の結果が一段と明らかになる中、債券についてはバリュエーションをめぐる懸念から資産クラスレベルでやや弱気な見方に傾いています。

オルタナティブ



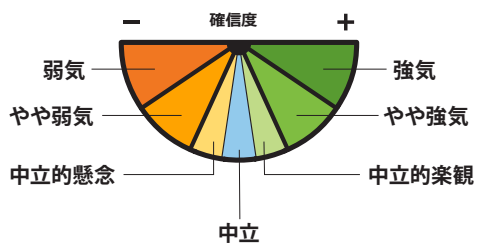
全体的にはインフレは依然として沈静化しているとはいえ、低迷しているインフレ期待は引き続き正常化に向かう可能性があると考えています。自然な分散投資効果を持つTIPSなどの資産の先行きは改善傾向にあります。オルタナティブ資産については、景気循環に基づく楽観要因と、我々が引き続き注視している不動産市場をめぐる懸念のバランスを考慮し、中立的な見方を維持しています。

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。米国の短期国債の利回り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化を示す

アロケーションティア (振り子グラフが各資産クラスの見通しを示す)

資産クラス

株式の投資地域

資産クラス	確信度	見解
米国		新型コロナウイルスの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、ハイテク株の多さが市場機会を支えています。マーケットの関心はバリュエーション、大統領選の最終結果、足元の景気対策で合意できるかどうかに集まる見通しです。
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。国内の住宅部門をめぐる懸念材料と低い利ザヤが引き続きカナダの銀行に重荷となっています。コモディティへの逆風は後退していますが、下支え要因とはなっていません。新型コロナウイルスをめぐる懸念がくすぶり続ける中、カナダについては経済対宅効果の剥落により再度、慎重な見方に傾いています。
欧州 (英国を除く)		企業マインドの低迷が続く中、欧州は引き続き経済対策を必要としています。欧州中央銀行 (ECB) は銀行貸し出しの支援に注力していますが、景気サイクルの後期に恩恵を受けるセクターが引き続き足かせとなっています。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		国内の政局をめぐる緊張が依然として目立っており、ブレグジットや景気をめぐる不透明感はおくすぶり続けています。しかし、企業収益はあまり深刻な打撃は受けておらず、ディフェンシブな英国市場は歴史的な安値圏にあります。こうした状況を受けて英国についてはくすぶり続ける不透明感を警戒しつつやや前向きな見方をしています。
日本		日本は景気回復に加え、新たな首相が誕生したものの、政策は一貫しており、新型コロナウイルスの影響も比較的限られていることから、恩恵を受けやすい状況にあります。類似国に比べ1株当たり利益は低迷していますが、特にPBRなどの株式のバリュエーションは他のマーケットに比べなお投資妙味があるとみています。日本についてはやや前向きな見方を強めています。
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機関の比重が高く、オーストラリアや香港の銀行をめぐる懸念がくすぶり続けています。この地域はなお香港をめぐる緊張や世界的な貿易の低迷の影響を受けやすい傾向にあります。しかし、オーストラリアの金利は低下し、バリュエーションも下支え要因になるとみられることから、中立的なスタンスに傾いています。
新興国市場 (中国を除く)		世界経済への逆風は新興国市場特有のリスクや景気サイクルを浮き彫りにしています。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引き続き目先の成長懸念が新興国市場の長期的構造的な魅力という楽観要因に勝るとみています。
中国		中国経済は新型コロナウイルスの影響から一足先に回復していますが、世界的な需要の低迷や地政学的緊張の高まりが続いています。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。しかし、いくつかのシナリオで見ると、中国は類似国に比べ優位な立場にあります。バリュエーションは高止まりしていますが、中国についてはやや前向きな見方を強めています。
債券セクター		
米国国債		米FRBは平均物価目標を採用したことから、ほぼゼロに近い金利を長期間、維持する可能性が高くなっています。しかし、必要に応じて追加の支援策を打ち出し、足元のウイルス危機対応局面が過ぎた後も米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が成長懸念と低インフレ期待にやや勝っており、米国債についてはやや慎重な見方をしています。
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、成長懸念への対策として欧州中央銀行 (ECB) は景気テコ入れ策を継続する見通しです。周辺諸国の支援に向けて「次世代EU」と呼ばれる復興基金を創設する必要があります。欧州の利回りは足元で米国を上回っており、ユーロ圏についてはこれまでのやや前向きな見方を後退させています。
英国国債		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近くで据え置いています。経済対策の延長に合わせて追加支援を打ち出しています。英国については、他の先進国と同様、やや慎重な見方に傾いています。

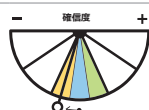
アロケーションティア (振り子グラフが各資産クラスの見通しを示す)

資産クラス

確信度

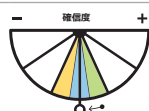
見解

債券セクター 続き
カナダ国債



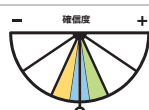
カナダは足元の原油価格の乱高下企業がマインドに影を落とすなどの脆さを抱えています。カナダ銀行をめぐり期待はFRBをめぐり期待と表裏一体です。カナダの債券利回りは概ね米国の債券利回りに追従しており、今後も密接に連動する見通しです。カナダについては、他の先進国と同様、概ね中立的な見方をしています。

日本国債



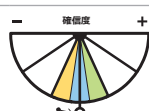
日銀は10年国債の利回りを低く維持する金融政策スタンスを変えていません。また、日銀は公表しているフォワードガイダンスで長期間にわたり金融緩和は続くとしています。景気のコトコトに向けて財政政策の役割が高まっています。世界の債券利回りの動きから影響を受けにくい状況は続く可能性が高く、世界経済の回復が勢いを増した場合に日本の投資妙味はやや高まるとみています。日本については前向きな見方をやや強めています。全体的に見れば、中立的なスタンスを維持しています。

投資適格社債



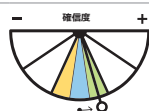
投資適格債はマーケットを落ち着かせるFRBの強力な支援により恩恵を受けています。企業への資金支援により多額の債務の問題やデフォルトの増大リスクは後退しています。中央銀行による買い入れプログラムにマーケットの関心が集まる中、イールドスプレッドは縮小しています。景気回復の足取りが鈍れば、スプレッドは再び拡大する可能性があります。世界的に見れば、バリュエーションが引き続き下支え要因となっています。このため、投資適格債については概ね中立的な見方を維持しています。

ハイイールド社債



景気後退の持続的な影響が引き続きハイイールド債などの低格付け債のファンダメンタルズに重くのしかかる見通しです。デフォルト率は過去の平均を上回っています。しかし、見通しは改善しつつあり、バリュエーションでは目先のファンダメンタルズ面の不透明感が過小評価されている懸念はあるものの、長期的にはその点を警戒しつつハイイールド債についてはやや前向きな見方を強めています。

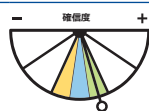
新興国債券



外需が低迷を続ける内需をカバーする形で新興国市場のファンダメンタルズはここ数カ月間で改善しています。我々は新興国市場の現地通貨建て債券についてはバリュエーションが下支え要因となっており、ハードカレンシー建て債券より投資妙味は大きいとみています。現地通貨建て債券の為替リスクは相対的なバリュエーションの魅力によりカバーされているとみています。新興国市場債券については前向きな見方を強めています。選別投資が重要であるとの考えに変わりはありません。

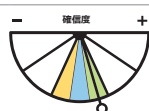
オルタナティブ資産

インフレ連動債



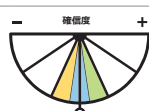
インフレ連動債に織り込まれているインフレ率はやや低水準にとどまっています。インフレ率は全体的に低迷しているものの、インフレ期待は引き続き正常化に向かうとみています。物価の上昇により直接、恩恵を受けるインフレ連動債などの資産については前向きな見方を変えていません。

コモディティ



景気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、経済対策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カネ余りという環境下で各資産クラス、マーケット・ニュートラル資産、分散投資資産ごとに先行きについては見方が分かれています。リスクプレミアムについては、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考慮し、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シグナルを特定します。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 Investments Solutions



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

Stephanie Chan, CFA
Senior Research Analyst

Matthias Hoppe
Portfolio Manager

Hao Li, CFA
Senior Research 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
Head of Fundamental Research

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、一般的な利益の獲得のみを目的としたもので、個別の投資アドバイス、もしくは証券の購入、売却、保有、投資戦略の採用を推奨または勧誘する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。**すべての投資はリスクを伴い、元本を割り込む可能性もあります。**

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

