

市場の変化への 機動的な対応

FRANKLIN TEMPLETON THINKS™

GLOBAL INVESTMENT OUTLOOK

2020年投資環境見通し

先行き不透明な世界の
投資機会と警戒姿勢

グローバル株式市場：
2020年も続く強気相場

景況感指標とは異なる実際の
経済活動に関する指標を重視

様々な不透明要因と高まるボ
ラティリティにアクティブ運用
で対応



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等のリスクが伴います。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下落した場合、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、経済不安や政治情勢の変動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。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。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。

多くの投資家の間では、2019年は値動きの荒い相場になると予想されていました。年が進むに連れて、ブレグジットの延期、解決の糸口が見えない米中貿易戦争、その他世界中で見られる様々な緊張感から、景気後退懸念が高まり続けました。しかし、経済指標は総じて堅調を維持し、グローバル株式市場は上昇を続け、米国株式市場は年末にかけて過去最高値を更新しました。

依然として不透明感が払拭できず、弊社の運用責任者は2020年の見通しについて慎重なスタンスを維持するも、明るい見方をしています。景気後退の兆候は見られず、引き続き多くの投資妙味があると考えています。しかし、市場環境が変化する中で、現状に満足することなく、選別的に投資することが重要であるとの見方も示しています。

主なテーマ

- **我々は、マスメディアの見出しに踊らされることなく経済指標に注目することが重要と考えます。世界経済が景気後退に向かっている兆候はほとんど見られません。** 貿易問題をめぐる不透明感はいまだ払拭されず、政治の舞台でも喧々諤々の議論が繰り広げられていますが、世界最大の経済大国である米国の景気は引き続き堅調に推移しています。貿易摩擦をめぐる緊張、製造業の低迷、企業マインドの悪化、政治的緊張と二極化の高まりなどこれらのリスク要因はすべて2020年に持ち越されるとみられます。
- **来年は不透明な局面になる可能性があるともみていますが、投資家にとって大きな投資機会にもなると考えています。** 投資家は資産配分に重点を置き、資産クラス間の相関が高いリスクについて真の分散化を図ることにより2020年に向けて来るべき難局に備える必要があります。
- **多くの投資家はなお不安を抱いたままですが、2020年も世界の株式市場への投資を継続すべき理由には事欠きません。** 我々はそれぞれの業界内でイノベーションを起こしている企業や蚊帳の外に置かれているバリュー株を選別投資する機会を探っています。
- **新興市場の見通しについては全体的に慎重な見方を強めていますが、一部の国については楽観的な見方を維持しており、引き続きアルファの源泉としてより投資妙味があるともみています。** 保護主義の進展と地政学的リスクの上昇に対する懸念が払拭されていない中、新興国債券市場では選別投資が重要になると考えています。

本稿に登場する運用責任者



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



スティーブン・ドーバー、CFA
株式運用部門ヘッド



Dr. ソナル・デサイ
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)

先行き不透明な世界の投資機会と警戒姿勢

Dr.マイケル・ハッセンスタブ

テンプレートン・グローバル・マクロ・グループ、最高投資責任者(CIO)

世界の投資家は政治経済の場や金融市場で異様な事態に直面しており、世界が危険な局面に追い込まれるリスクを抱えています。特に注視したいリスク要因がいくつかあります。(1)地政学的リスクと貿易をめぐる緊張の高まり、(2)ポピュリズムの台頭と政治的二極化の進行、(3)先進国の放漫財政、(4)米国のインフレ圧力の過小評価、(5)投資家をリスクの高い資産に向かわせ、多くの資産に過大評価をもたらしている低金利政策、などです。来年は不透明な局面になる可能性があるとも見ていますが、投資家にとって大きな投資機会にもなると考えています。投資家は資産配分に重点を置き、資産クラス間の相関が高いリスクについて真の分散化を図ることにより2020年に向けて来るべき難局に備える必要があります。

地政学的緊張と非伝統的政策が引き続き懸念材料

資本主義から社会主義、民主主義から独裁主義に至るまで、どの経済的・政治的パラダイムが次世代の主流になるのかをめぐって激しい対立が起き、議論を巻き起こしています。世界の超大国間の力関係の変化が貿易から軍事に至る様々な局面で地政学的リスクを高めており、それが金融市場を揺るがす可能性があります。このところの中東情勢の緊迫化と米中摩擦の2つがその好例です。歴史を通じて覇権のシフトは金融市場の不安定化をもたらすことが多く、注意が必要です。

また、ポピュリスト政府が増えており、世

界的な二極化傾向とともに経済政策のボラティリティを高め、規律のない経済政策を可能にしています。米国では国民の分断がかつてないほど深刻化しており、政党間の二極化が強まっています。紙幣を印刷して財政支出を拡大しても問題ないと主張するMMT（現代貨幣理論）など、まだその正しさが実証されていない経済理論によって経済政策が正当化されるケースが増えています。

こうしたポピュリストの台頭により先進国では債務が増大し、それに伴う財政リスクが高まっています。米国の財政支出は大幅に拡大しており、財政赤字は今後10年間で年間平均1兆2,000億米ドル（対国内総生産（GDP）比4.7%）¹に達し、米国債を通じて巨額の財政赤字を補填する必要に迫られる可能性があります。同様に、欧州ではナショナリズム政党がユーロ圏の枠組みを揺るがしており、今日の財政規律を維持し、将来の有事に協調するために必要な政治的結束が試されています。

異次元の金融緩和が引き続き資産価格の歪みをもたらす

中央銀行は米連邦準備理事会（FRB）も欧州中央銀行（ECB）も1年前まで金融政策の正常化を探る方法を議論していました。しかし、2019年に入り、FRB、ECBともに金融緩和スタンスを再び強めています。危機が実際に訪れる前から予防的

な金融緩和アプローチを続けることで、投資家はリスクが高く、流動性が低い投資対象に資金を振り向け続けています。世界はいまや何もリターンをもたらさない14兆米ドルを超える²マイナス利回りの債券で溢れ返っています。経済財政政策のギャップを埋めるために中央銀行に対する依存度が高まり、かつては非伝統的とされていた政策が正常なものとなりつつあります。

中央銀行による超緩和的な金融政策と銀行システムに対する規制強化が、シャドーバンキング（影の銀行）システムのクレジットリスクを増幅させています。過去10年に亘り、米国クレジット市場では、財務情報の開示が限定的で、債務のコベナンツ条項（制限条項）が緩和された私募債の発行など、透明性の低い市場が大幅に拡大しています。長期にわたる金融緩和により、借り手にとって有利な環境となり、市場の規律が緩み、結果として貸し手が適切な財務情報の公開と十分なコベナンツ条項を要求しにくい状況となっています。クレジット市場が強気な状態である限りはこの状況に問題はありませんが、クレジット環境が悪化し始めたとき、流動性問題が大きなコストになる可能性があります。2020年に向けて世界の債券市場のクレジットリスクや流動性リスクについてはこれまで通り警戒を怠らず、投資家もそのように備える必要があると思います。

“引き続き利回りが高い一部の現地通貨建て債券市場は来年に向けて先進国債券市場をアウトパフォームする可能性があるとも見ています。”

金融市場のリスクには注意が必要

世界的に主要国間の緊張が高まるなか、近年まれにみるほどに地政学的イベントが起こる可能性が高まっています。また、ポピュリズムの台頭や極端な政治的な偏りは、政策判断に悪影響を及ぼし、重大な政策判断ミスが起こるリスクが高まります。先進国で広くみられる巨額の財政支出は、将来的な財政危機や経済危機に対応するためのリソースの多くを使い果たしています。また、わずかな景気後退に対処するために金融政策手段に過度に依存することは、実際の危機時にこうした手段が有効に機能する余力を減退させています。つまり、先進国の過度な財政政策・金融政策が、市場のイベントに対するリスク資産の耐性を非常に脆弱なものにしていることがリスクとして挙げられます。こうしたリスクから、特に日本円、ノルウェークローネ、スウェーデンクローナなどの一部のセーフヘイブン（安全資産）に価値を見出しています。

割高感が拭えない米国の長期債

米国債利回りは低く抑えられており、財政支出と政府債務の増加が引き起こしうる金利ショックに対し非常に脆弱であるように思われます。移民に対する規制とサプライチェーンの崩壊を受けて労働市場が例外的な水準でひっ迫するなか、市場は、今もなおインフレリスクを大幅に過少評価しているとみています。また、米国債のイールドカーブ全般で織り込まれているような、金融緩和に対する市場の大きな期待に対し、FRBが対応できるかもリスク要因のひとつだと考えます。インフレが進行し、広く期待されるほどの金融緩和が行われないという困難な状況が起こる可能性があります。FRBは非常に効果的に短期金利をコントロールすることができますが、長期ゾーンの利回りに影響を与える経済的要因やテクニカル要因を常にコントロールできるわけではありません。今後、米国債の長期ゾーンの利回りは上昇し、イールドカーブ

はスティープ化するとみています。投資家は、様々な資産クラスの金利リスクを分散することが重要であると考えます。

値ごろ感のある一部の新興国市場

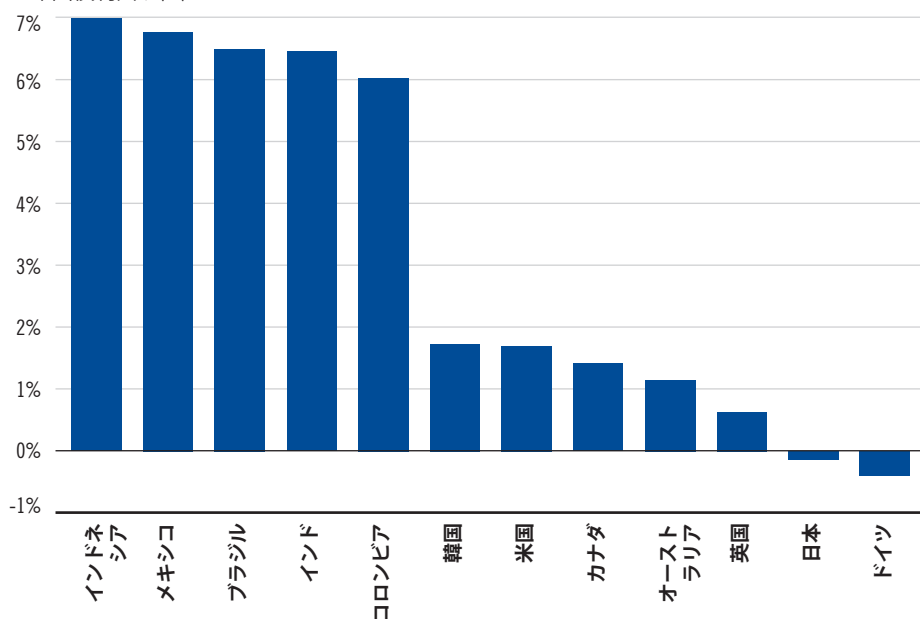
新興国市場の見通しについては全体的に慎重な見方を強めています。これまで通り一部の国についてはアルファの源泉として、より投資妙味が高まっているとの見方を維持します。バリュエーションがすでに妥当な水準にある市場より、一部の現地通貨建てソブリン債のリスク調整後リターンに引き続き注目しています。こうした投資機会は国やリスクエクスポージャーによって極めて多様であり、選別投資が不可欠であることに変わりはありません。引き続き利回りが高い一部の現地通貨建て債券市場は来年に向けて先進国債券市場をアウトパフォームする可能性があるかとみています。

新興国市場において相対的に高い利回りは存在

現地通貨建て10年国債利回り

2019年11月1日時点

10年国債利回り(%)



出所：Bloomberg 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。

グローバル株式市場： 2020年も続く強気相場

スティーブン・ドーバー
株式運用部門ヘッド

世界の株式投資家にとって、2019年は株式市場の強気相場に終止符が打たれるのではないかと不安に駆られることが多い一年でした。短期金融市場は今年、過去最高値を記録しました。景気の先行きや未解決の政治課題への懸念から投資家は大量の資金を世界の株式市場から引き揚げましたが、強気相場はほぼ衰えることなく続けました。多くの投資家はなお不安を抱いたままですが、2020年も世界の株式市場への投資を継続すべき理由には事欠きません。

2020年に景気後退に陥る可能性は低い

1つには世界経済はファンダメンタルズ面で健全な状態を維持しています。世界経済が景気後退に向かっている兆候はほとんど見られません。景気の拡大局面は過去最長を更新する勢いですが、期間だけでは景気後退につながるとは言えません。製造業の経済指標は、貿易問題の影響もあり2019年秋に悪化しました。しかし、世界経済は変革を遂げています。新興国市場も製造業よりサービス業の比重が大きく高まっており、経済は安定感を増しています。製造業が苦戦していることは明らかですが、特に米国では個人消費はそれ以上に底堅さを見せています。このため、我々は米国景気は減速しつつあるものの、景気後退に陥る可能性は低いとみています。中国も緩やかなが

ら経済成長がみられ、ユーロ圏も小幅ながら景気拡大を続けています。要約すると、景気は減速しつつありますが、景気後退に陥る兆しは現われていません。

確かにポピュリスト政治をめぐるリスクは存在しており、企業のバランスシートには多額の負債がのしかかっています。しかし、大局的に見ると、金利は低水準にあり、インフレの兆しは限られています。主要中央銀行の一部は来年に向けて景気を下支えるために2019年に予防措置に動いており、景気後退の兆しが見られれば、追加措置に動く見込みです。

こうした低金利環境は株式などのリスク資産を下支える重要な要因です。金利は今後も低水準で推移するか、一段と低下する可能性があり、2020年に向けて株式市場に有利な環境がもたらされると考えられます。金利が低下すれば投資家の利回り追求姿勢は続き、そういう意味では株式は魅力的な選択肢の1つになるとみています。世界のほとんどの債券の利回りがマイナス圏に沈む中、MSCI All Country World Indexで見た世界の株式市場の配当利回りは2019年後半で2.5%³と魅力的に映ります。国際通貨基金 (IMF) が発表した2019年10月版「国際金融安定性報告書」によると、先進国の債券の30%強がマイナス利回りに陥っており、約50%が1%–2%の間で推移しています。これに対し、2.5%という世界

の株式市場の配当利回りははるかに魅力的です。長期的に見ると、株式益回り（株価収益率 (PER) の逆数) は5.3%とさらに魅力的な水準にあります⁴。

我々の分析では世界の株式市場のバリュエーションには値ごろ感がありません。2019年後半時点で世界の主要株式市場の予想PERは長期平均を下回っています。唯一の例外は米国で、米国のPERは長期平均をやや上回っています。

イノベーション関連株とバリュー株を选好

我々はそれぞれの業界内でイノベーションを起こしている企業や蚊帳の外に置かれているバリュー株を選別投資する機会を探っています。

革新的な企業はウェルスクリエーターとして生産性の向上をもたらすとともに、長期的に見て株価も好調に推移する可能性があります。イノベーションはテンポを速め、潜在的な投資の選択肢を増やしているだけでなく、ヘルスケア、工業、金融、消費に至る様々なセクターに広がっています。しかし、こうしたトレンドをうまく取り込むには徹底的なファンダメンタルズ分析を通じてイノベーションによって格好の投資機会が今もたらされているのか、あるいは遠い将来のことなのか、あるいはそのような投資機会がもたらされることはないのかを判断する必要があり、さらに創造的破壊に見舞われる可能性が高い企業を避けなければなりません。

一方、バリュー投資はここ10年間、蚊帳の外に置かれてきました。低成長、技術イノベーション、創造的破壊、インフレ圧力の沈静化、低金利という環境下で、投

“ 2019年はほぼ一貫して上げ相場が続き、経済指標は低迷しましたが、2020年の世界の株式市場について投資家は懸念する必要はないと思われれます。”

資家はグロース株に物色の矛先を向けました。主にバリュー株のパフォーマンスがグロース株を下回ったケースは過去に3度あります。1930年代、90年代のドットコムバブルへの急騰、過去10年間で。その結果、割高株と割安株のバリュエーション格差は2000年以降で最大となっています。株価収益率（PER）で見て割高でも業績拡大銘柄や業績安定銘柄への買い意欲は強かったようです。PER格差が急速に広がると、低PER銘柄のパフォーマンスは高PER銘柄を上回るという経験則があります。

グローバルな投資機会

先進国と新興国の株式市場には上値余地があるとみています。

新興国市場では長期的な4大テーマに注目しています。

- 経済のあらゆる分野における構造的な技術成長
- 中間層の拡大に伴う個人消費の高まり
- 国内成長によって恩恵を受ける新興小型株
- コーポレートガバナンスが改善しつつある会社や、環境の影響が少ない、もしくは改善しつつある会社

新興国と先進国では、経済成長格差が新興国に有利な方向で拡大することから、我々は新興国のほうが先進国より投資妙味は大きいと考えています。IMFによると、2020年の新興国の経済成長率は4.6%と先進国の1.7%の3倍近い水準が見込まれています⁵。米連邦準備理事会（FRB）がハト派寄りの金融スタンスを強めているため、新興国も緩和政策にシフトし、景気をテコ入れしてきました。

新興国では、キャッシュフローと配当性向は改善しつつあり、企業の負債削減も進んでいるにもかかわらず、長期平均で見ると、先進国に対してバリュエーション面の割安感は強まっています。

年金改革に取り組んでいるブラジル、投資のテコ入れに向けて法人税減税に踏み切ったインド、個人消費が拡大し、中国からの生産拠点の移転先として恩恵を受ける東南アジアなどに投資機会は存在するとみています。世界と新興国の株式市場にとって引き続き中国の重要性は増えています。すべての中国株がベンチマーク指数に組み入れられた場合、主な新興国株式市場のベンチマーク指数における中国株の組入比率は2019年後半の約30%からおよそ40%に高まる可能性があります⁶。さらに、中国経済は減速しつつあるとはいえ、世界銀行のデー

タ⁷によると、国内総生産（GDP）に占める貿易の割合は2005年の64%から38%にまで低下しており、経済構造の偏りは是正されつつあります。また、通貨切り下げのリスクは低下しており、経済改革の取り組みは強化される可能性があるともみえています。

その他の中国のプラス材料として、収益見通しの改善、配当性向の上昇などが挙げられます。優れた国内基盤を持ち、世界の政治経済環境の変動に影響されにくい内需志向の企業に投資機会があるとみています。中国は技術進歩や次世代通信規格「5G」の幕開けによって恩恵を受ける可能性が高くなっています。

多くの投資家にとって2019年は世界の株式市場の強気相場が終わりを迎えるのではないかと不安に駆られる一年でしたが、経済成長は続く可能性が高く、金融政策も景気を下支えしており、世界の株式市場は2020年も魅力的な資産クラスであり続ける可能性があります。革新的な企業や明確な材料を持ったバリュー株への選別投資の機会を模索することで長期的なポートフォリオ構築が可能になると考えています。

足元のバリュー株のアンダーパフォーマンスはドットコムバブル時に匹敵

10年平均年率超過トータルリターン：バリュー株対グロース株

1985年1月31日－2019年10月31日



出所：FactSet、MSCI。各インデックスは運用されているものではなく、また、これら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。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。上記は例示目的に限ります。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。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。

景況感指標とは異なる実際の経済活動に関する指標を重視

Dr.ソナル・デサイ

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)

景況感 対 実際の経済活動

金融市場やマスメディアは雑音で溢れかえっていますが、債券投資家はマスメディアの見出しに踊らされることなく経済指標を重視し、景況感指標と実際の経済活動の乖離を慎重に検討することがこれまで以上に重要であると考えられます。

貿易問題をめぐる不透明感はいまだ払拭されず、政治の舞台でも喧々諤々の議論が繰り返されていますが、米国景気は引き続き堅調に推移しています。米国の国内総生産 (GDP) の3分の2を占める個人消費は好調な雇用情勢と健全な家計を支えに力強い歩みを続けています。

失業率は2019年9月に50年ぶりの低水準を記録し、毎月の雇用者数の伸びは労働力人口の増加を吸収するのに必要な10万人を引き続き大幅に上回っており、さらに多くの人々を労働市場に送り出しています。インフレ調整後の賃金は伸び

率こそ鈍化していますが、着実に伸びており、購買力を一段と押し上げる要因になっています。

一方、貿易問題をめぐる緊張が続く、2020年の米大統領選に向けて政局をめぐる不透明感が強まる中、景況感を示す指標は大きく落ち込んでいます。米サプライマネジメント協会 (ISM) の製造業景況感指数によると、製造業の景気は2019年第3四半期に収縮しており、地区連銀経済報告でも設備投資の先行きについて弱含むとの見方が示されています。

現時点で景況感指標の弱さは、比較的堅調なペースで拡大を続ける景気の現状と相容れません。2015年-2016年にも同様の景況感の悪化は見られました。当時を振り返ると、今日と同じように家計消費が景気拡大をけん引し続け、2016年末に景況感が急回復したことで景気拡大は大きく加速しました。

今回はどのような結果になるのか、それは主な不透明要因がどのように解消されるかにかかっていると考えます。貿易戦争はこれまでのところ「吠えない犬」にたとえられます。メディアが大仰な見出しで騒ぎ立てる割に米国経済への影響は限られています。我々は先行きについて貿易問題をめぐる緊張はそれほど大きなリスクではなく、引き続き多少の逆風にはなりますが、景気後退を引き起こすきっかけにはならないとみています。米国内の政局をめぐる不透明感のほうが重要と思われます。共和党と民主党の経済政策は大きく異なることから、政策や規制が大幅に変更される可能性が懸念され、それによって投資計画が急激に縮小する可能性があります。

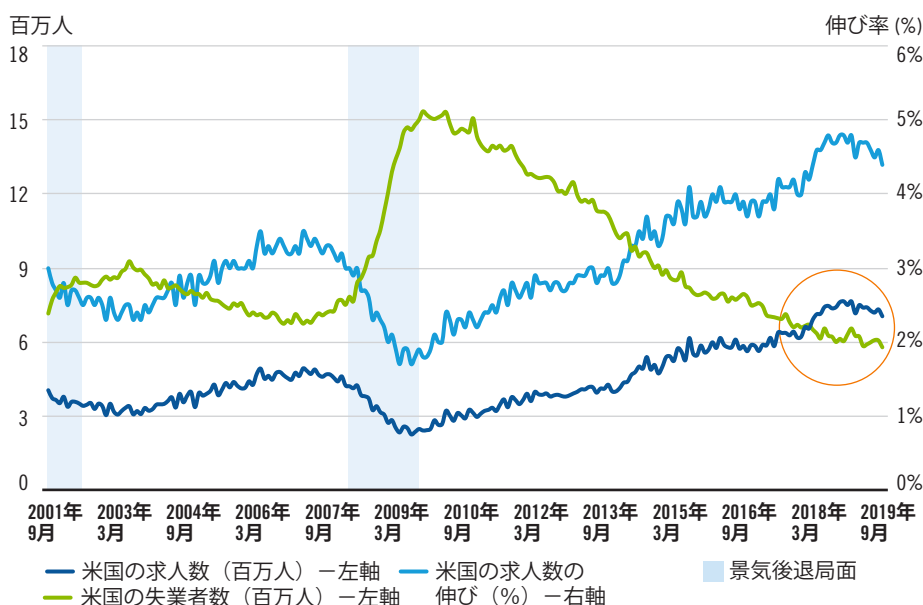
要約すると、景気の先行きをめぐるリスクは実際に存在していますが、米国景気はこれまでのところ景況感指標の結果が示すよりはるかに好調に推移しています。さらに、近年の金融緩和政策に加え、いずれの政党が政権を握るにせよ、2021年には財政面から追加の景気対策が実施される可能性は高く、これによって米国景気は支えられる見込みです。こうした見方は以前から変わっていませんが、米連邦準備理事会 (FRB) の金融緩和政策が続くとは予想していません。

ユーロ圏については、4年間にわたって潜在成長率を大きく上回る成長を続けた後景気が減速しつつあり、我々の見通しは引き続き芳しくありません。しかし、ユーロ圏の景気がさらに急激に収縮するとはみていません。ドイツの製造業の低迷が注目的になっていますが、これは燃費基準の規制変更によって自動車生産が一時的に落ち込んだことが大きく響いており、自動車生産はその後安定しつつあります。欧州中央銀行 (ECB) はすでに新たな緩和局面に入っており、クリスティーン・ラガルド新総裁の下でも引き継が

米国は完全雇用を達成

米国の求人数と失業者数

2001年9月-2019年9月



出所:米労働統計局、全米経済研究所 (NBER)。網掛け部分は米国の景気後退局面を示します。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。

れる可能性は高く、EU諸国は財政出動も検討しています。さらに、ユーロ圏が世界経済のけん引役を果たしたことはこれまで一度もないということも重要と考えます。

米国との貿易問題をめぐる緊張関係もあって中国の成長はやや鈍化しています。しかし、中国経済は以前に比べ貿易に対する依存度ははるかに低下しており、世界的な金融危機直後程ではありませんが、中国政府には景気を下支える余力はまだ残っています。中国政府は負債比率を過度に高めることなく成長を後押ししようとして入念に取りまとめた景気対策を実施しています。

全体的に見ると、世界経済の先行きは安定しているとみていますが、ポピュリストによる経済政策への圧力が世界各国で大きくなりリスクとなっています。

行き過ぎた金融政策の危険性

主要各国中央銀行は世界的な金融危機の影響を驚くほどうまく吸収してきました。同時にインフレ率を安定させ目標水準近くに維持したまま、経済成長率を潜在成長率にまで復帰させることで概ね使命を果たしてきました。しかし、最近になって「ミッション・クリープ（終わりの見えない展開）」の様相を見せ始めており、一部の中央銀行は「景気サイクルを拡大する」と公言しています。その理由は景気拡大を一段と加速させるというものから所得格差の是正、気候変動への対応に至るまで様々ですが、いずれにしろ結局は極端な金融緩和政策を継続する口実に使われています。これはいくつかの点で懸念すべき事態です。中央銀行はこうした複数の目標を達成する十分な術を持ち合わせていません。さらに、中央銀行は一部の政治指導者や財政当局の権限が及ぶ領域に一層踏み込んでしまったために、このミッション・クリープを通じて金融政策の政治化が一段と進行してしまつたとみられます。

米国がその好例です。景気は堅調で、インフレ率は目標水準に近く、失業率は半世紀ぶりの低水準を記録しているにもかかわらず、FRBは2019年から3度も利下げに踏み切りました。FRBは貿易や世界

“債券市場では極端にバリュエーションが割高であることから今後の見通しを再検討する必要があります。今後はこれまでのようなリターンの獲得は難しく、リスクとボラティリティの上昇に備えるべきと考えます。”

的な景気をめぐる不透明感に対する「保険」だとして利下げの妥当性を主張していますが、市場や政治家からの圧力が公然化し激しくなると直ちに利下げを実施してきました。設備投資が貿易や政局をめぐる不透明感によって抑制されているのであれば、調達コストはすでに極端に低い水準にあるだけに、利下げは何の効果ももたらさない可能性があります。

FRBによる極端な金融緩和姿勢によって資産価格のバリュエーションは大半のセクターで割高感が広がっています。FRBは本来であれば今日、負うべきボラティリティを先送りしてきました。その代わりに将来の不確かな時点で起こり得るボラティリティの大きさは計り知れないものになっています。

投資機会をもたらすボラティリティ

こうした値動きが激しく、雑音が多い環境では経済指標を重視することが債券投資の機会を探る第一歩となります。例えば、米国景気は堅調で、世界経済の減速も緩やかなものにとどまる中、景気後退とデフレに対する懸念は行き過ぎたものとなっており、米国債のバリュエーションは過度に割高な水準にあると考えます。

2020年の米国の選挙戦が終盤に近付くにつれ、ヘルスケア、エネルギー、一部のハイテクやビッグデータなどの政策関連セクターを中心に、大統領候補者が掲げる規制を含む政策の極端な違いに対して市場が過剰反応する可能性が高まるとみられます。我々は、市場のボラティリティが高まり、格好の投資機会が新たに

浮上した場合に組み入れの変更を行えるようにポートフォリオを構築しています。

世界経済の先行きからすると、主要各国中央銀行の極端な金融緩和政策によって市場のひずみは増幅されており、安全な投資先とされる債券は過度に割高な水準に置かれ、リスクが高く、流動性が低い資産への投資に拍車がかかっているとみられます。さらに、政治や政策をめぐる不透明感の高まりからボラティリティは高まりやすい状況にあります。そのため、我々はボラティリティが高まり、バリュエーションに投資妙味が増した時点で、ファンダメンタルズ面で健全なセクターに資産を再配分できるように資金を流動性が高い資産に待機させておくことを推奨します。債券と株式の双方について、選別投資が引き続き重要であることに変わりはありません。

様々な不透明要因と高まるボラティリティに アクティブ運用で対応

エド・パークス

最高投資責任者(CIO)、フランクリン・テンプルトン・マルチアセット・ソリューションズ

2020年も金融市場のボラティリティの高まりは続く公算大

世界経済の減速懸念が高まる中、世界の経済大国の多くが金融、財政、経済政策をめぐる大きな不透明感に直面しています。貿易摩擦をめぐる緊張、製造業の低迷、企業マインドの悪化、政治的緊張と二極化の高まりなどこれらのリスク要因はすべて2020年に持ち越されるとみられます。主要各国中央銀行は2019年から金融政策を突如として変更し、景気減速に対応してきました。資本コストが歴史的な低水準に引き下げられる中、投資マインドは今後も金融政策に支えられると考えられます。今後の懸念は、金利がすでに多くの地域でマイナス圏にあり、中央銀行にとって景気テコ入れの余地が失われつつあることであると考えます。

個人消費、好調な雇用情勢、米連邦準備理事会 (FRB) の利下げ転換、長期金利の低下を支えに米国景気は底堅く推移しているようです。2020年に向けて注目される米国の中心課題として、法人・個人所得税を含む大統領選挙の年の政策提案、「国民皆保険制度 (メディケア・フォー・オール)」や薬価抑制などのヘルスケア、化石燃料規制、銀行規制、ハイテク業界をめぐる反トラスト法の適用の動きなどが挙げられます。一方、脆さを抱え、後退局面入りする可能性があるユーロ圏の景気が2020年の先行きに重くのしかかっており、景気が減速する日本やブレグジットへの道筋に不透明感が漂う英国も同じ状況です。新たに浮上しつつある潜在的リスクとして、米国経済や世界経済を支えてきた消費があります。これまで通り米国の雇用と賃金は個人消費と消費者信頼感指数とともに伸びが続きとみていますが、貿易問題が一段と悪化すれば、消費者や企業のマインドに

重くのしかかり、冷や水を浴びせる可能性があると考えます。

貿易問題の緊迫化により設備投資、雇用計画、サプライチェーンの見直し、投入コストの上昇への影響が蓄積されており、依然として景気の先行きについては下振れリスクが懸念されますが、これまで通り米国が2020年に景気後退に陥るリスクは小さいとみています。しかし、2019年9月までの中国の対米輸出が前年水準を大きく下回っているように、貿易問題の逆風の影響が国から国へ広がっており、製造業の低迷が規模がはるかに大きいサービス業にも影響を及ぼし始めています。一部の新興国市場は有望とみられ、特にベトナム、台湾、韓国、メキシコは、サプライチェーンを中国国外に移す動きによる恩恵を受ける立場にあり、一

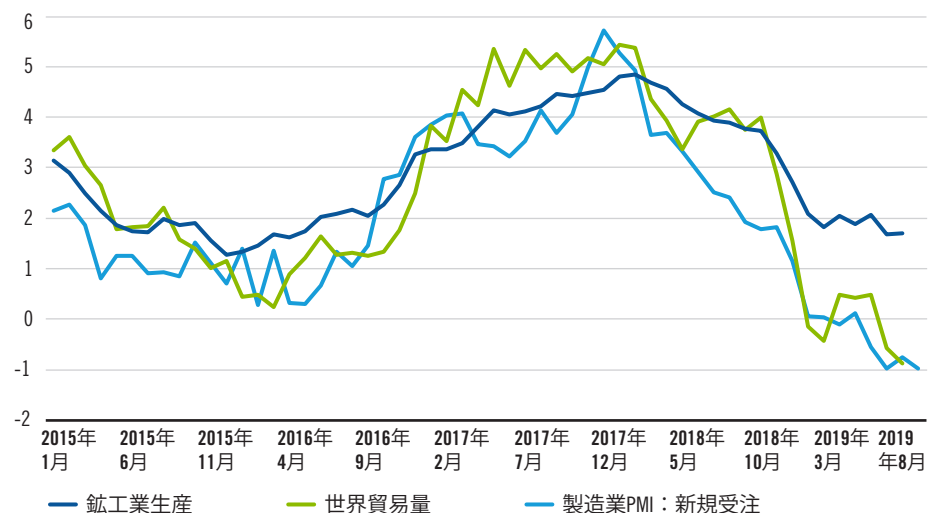
方、トルコやアルゼンチンなどは政治的機能不全から抜け出せない可能性があります。

マルチアセット戦略ではリスク資産を戦術的に調整

こうした状況下、我々のマルチアセット戦略では一段と慎重かつ選別姿勢を強めてきましたが、過度に弱気になっているわけではありません。様々な資産クラスでバリュエーションに対する懸念を抱えています。我々の分析では、株式は全般的に割安感が低いいため、妙味薄と考えています。企業のファンダメンタルズは比較的堅調を維持しており、企業収益は引き続き世界の株式市場の下支え要因になっています。しかし、コストの上昇を消費者に転嫁する余地は限られているとみられ、利益率を引き上げるのは難しいと考

2019年の鉱工業生産は広範にわたりグローバルに減速

世界貿易、鉱工業生産、製造業購買担当者景気指数 (PMI): 新規受注
2015年1月-2019年8月



出所:オランダ経済政策分析局: CPB、Haver Analytics、Markit Economics、国際通貨基金 (IMF)職員による計算。国際通貨基金 (IMF)「世界経済見通し」(2019年10月)。特段記載のない限り、3か月移動平均、前年比 (%)。製造業PMIは景況拡大と悪化の分かれ目となる50からの偏差値。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。

えられます。したがって、利益率は主要経済大国ではピークを打っており、2020年は一段と低下する可能性があります。それが景況感の悪化と設備投資計画の縮小につながるとみられます。また、金融緩和の余地は予想以上に狭まっており、インフレ率が上昇すれば、市場は難しい立場に追い込まれる可能性があると考えます。

関税や上場・資本規制など未知の政策が検討されていることから、2020年も株式市場のボラティリティが高まる可能性があります。米国の大統領選も不安定な米中関係を一段と悪化させる可能性があります。2020年の米国株式市場では、バリュエーション、利益率の下振れ圧力、FRBの利下げが需要喚起に有効かどうかという点などに注目が集まると考えます。また、中国株式市場は、バリュエーションは魅力的な水準にあり、景気刺激策により安定していますが、慎重な見方をしています。米中両国間の紛争は多方面に亘って激化しており、貿易問題はもはや緊張関係全体の1つの現象に過ぎない状況です。

債券市場では、株価が低迷するたびに米国債や高格付け社債などの期間が長めの資産に対する需要が拡大してきました。企業は非常に低い借入金利によって長期資金を調達できるようになっていることから、債券発行が大幅に増加しています。世界的な金利の急低下がデレートの長い優良債券の大幅な上昇をもたらした結果、それら資産の上値余地はもはや極めて限られています。このため、債券市場についてはバリュエーションに割高感があることを引き続き懸念しています。2020年は2019年と同様のパフォーマンスは見込みづらいことから、我々は米国短期国債、モーゲージ証券、

“我々は流動性を重視し、リスク資産について慎重な見方を強めており、2020年に予想される難局を乗り切るには引き続き機動的な運用が必要になると考えます。”

質の高い社債（投資適格債、非投資適格債の双方）などデレションエクスポージャーが短めの資産を愛好しています。全体的に見ると、楽観的な見通しとバリュエーションへの懸念のバランスから、債券市場については資産配分レベルで中立的な見方に傾いています。

また、デフォルト率が過去の平均水準に向けて上昇しており、銀行融資も縮小していることから、ハイイールド社債など格付けが低めの債券については選別姿勢を強めています。投資適格社債は好調なファンダメンタルズが引き続き寄与すると予想されます。しかし、2020年に向けて負債は高水準に達しており、需給面から厳しい状況になる可能性があります。景気減速に伴いイールドスプレッドはある程度拡大する可能性があります。世界的に見れば、利回りは依然として魅力的な水準にあると考えます。

新興国債券市場の先行きについては楽観的な見方を変えていません。主要な中央銀行のハト派寄りの政策と新興国の過去の平均水準を上回る実質金利により現地通貨建て債券の為替リスクは軽減される可能性があります。ただ、保護主義の進展と地政学的リスクの上昇に対する懸念が払拭されていない中、新興国債券市場では選別投資が重要になると考えています。

巻末注記

1. 出所：議会予算局、予算および経済見通し年次報告改訂版（Update to the Budget and Economic Outlook, 2019 to 2029）、2019年8月
2. 出所：Bloomberg Barclays Global Aggregate Negative Yielding Debt Market Values (USD)、2019年9月30日時点
3. 出所：MSCI2019年10月31日時点。各インデックスは運用されているものではなく、また、これら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。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。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。
4. Ibid
5. いかなる予測、推定、予想も実現する保証はありません。
6. 出所：MSCI2019年10月31日時点。各インデックスは運用されているものではなく、また、これら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。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。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。
7. 出所：世界銀行の国民経済計算とOECD国民経済計算。データは2018年時点。

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、元本を割り込む可能性等のリスクが伴います。

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。

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

