

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

アロケーション・ビュー

常に選択肢を模索



本号では

インフレ率の低下は景況感を下支えし、金融市場に残る懸念の払拭につながりました。経済が安定化する兆しは強まりつつありますが、我々はよりリスクの高い資産のバリュエーションはそれを過度に反映していると考えます。

引き続き債券へのアロケーションを優先した上で、より魅力的なバリュエーションにとどまっている資産を見出すことに加えて、世界の株式市場には魅力的な機会が欠如しているという我々の分析を再検討し、新興国市場など、最近の上昇局面で出遅れている分野には長期的な投資妙味があると見ています。

我々の見解を形成する主なテーマ

成長率はトレンドを下回るも、安定化の兆し

先進国経済における景気後退リスクは徐々に緩和していると考えられ、見通しは落ち着いてきています。一方、経済活動への逆風は続いており、金融政策や融資基準の厳格化の影響がそれを強めています。製造業とサービス業の成長率格差は縮小する見通しです。

現在のインフレリスクはより均衡に近づく

インフレ率は依然として目標水準を大幅に上回っていますが、財価格が再びデフレの兆候を示し、住宅価格も足かせとなりそうな見通しであることから、総合インフレ率がピークに達していることは明らかです。長期化しているサービス価格のインフレについても、経済成長鈍化の影響は遅れて現れるため、需要が減少することで均衡に達すると予想されます。

景気抑制的な金融政策が継続

政策金利がピークに近づきつつある中、各国中央銀行は政策決定においてよりデータを重視する姿勢を示していますが、引き続き景気抑制的な環境を維持すると考えられます。各国中銀が最も重視するのは依然としてインフレであり、大半の中銀は景気抑制的な金融政策が経済成長にもたらす影響を許容しています。政策当局は危機的状況の悪化に対処し、金融の安定性を維持する意向と思われます。

実際のポジショニング

依然として機動的な運用が求められる

我々は2023年の年初から、株式以外の資産へのアロケーションを優先しています。リスク資産に織り込まれたリスクプレミアムの水準は、我々が予想するマクロ経済環境や不確実性とは一致していません。そのため、機動的な投資スタイルが引き続き適切であると考えています。

投資機会はどこにあるのか

米国の大型ハイテク株がけん引し、株価の上昇はまだ続くかもしれませんが、我々はそれに代わる投資対象への関心を高めています。2022年10月初め以降の上昇相場から取り残されている米国の中小型株や新興国市場の株式は、より投資妙味が大きいと見ています。

選択肢を模索

金融引き締め政策の緩和に伴い、世界的に債券、特に低リスク国債の潜在的なリターンは向上していると考えます。我々は、低流動性に伴う追加的なリターンを獲得できる可能性があるプライベートアセットなど、自然に分散効果をもたらす「代替的な投資対象」に魅力を感じています。

我々の見解を形成する主なテーマ

より楽観的な見方が完全に織り込まれている

経済成長の安定化と見通しの不透明感が薄れつつあることを金融市場が織り込んだ今、より楽観的な見方に飛びつくのは簡単です。しかし、現段階では、楽観的な見方を完全に正当化することはできないでしょう。過去3回の「アロケーション・ビュー」のタイトルである、「上値を試す」、「政策が鍵」、そして前号の「安定化の暫定的な兆候」を振り返ってみるとそれがよくわかります。

我々は常に世界的な見通しに焦点を当てていますが、時として、最大の経済圏の動向に惑わされることがあります。米国では確かに、今年初めに予想されていたよりも力強い経済活動が続いており、それが株価上昇をもたらし、グローバル市場をけん引、株価は最近のレンジの「上値を試して」います。一方、世界経済の主役はインフレであることに変わりありません。昨年、インフレ率は数十年ぶりの高水準に上昇しましたが、インフレの正常化プロセスが進行していることは明らかです。こうした動きが景況感を

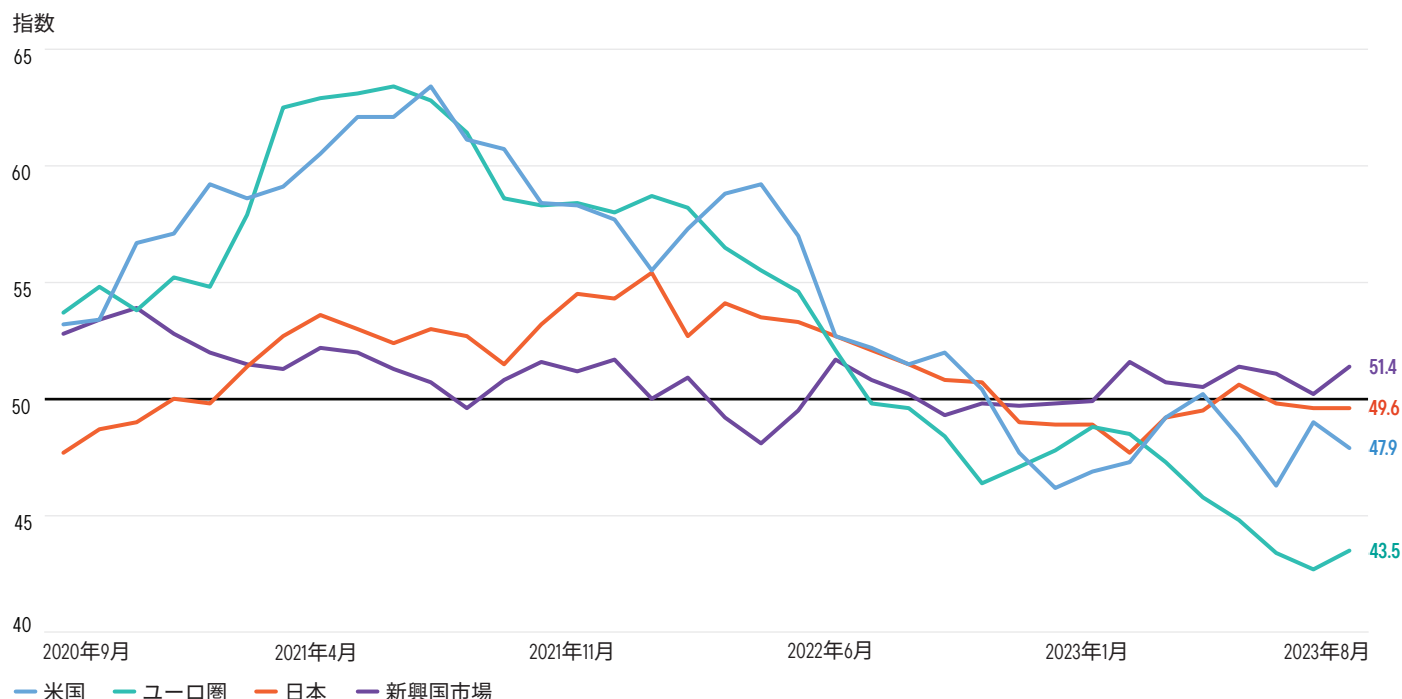
支え、消費者の実質購買力を押し上げました。米国連邦準備制度理事会（FRB）の金融政策サイクルは一巡した可能性が高いという認識が広がったことも手伝って、インフレ正常化の進捗が市場に安定感をもたらした唯一最大の要因となりました。アトランタ連銀が発表した足元の動向予測である「ナウキャスト」の数字が大きなニュースとして注目を集め、経済成長の再加速が意識されています。ただし米国では製造業指標の下落傾向は落ち着いてきましたが、他の市場では依然として顕著に見られます（図表1を参照）。

また、我々は地域間の乖離にも細心の注意を払っています。ユーロ圏では、エネルギー危機の影響が時間差で現れていることや、中国への感応度が比較的高いこともあり、経済活動が引き続きより大きな脅威にさらされています。中国自体も、国内の不動産市場の低迷に加え、根強い構造問題を背景とする政策当局の景気刺激策への消極的姿勢のために、難局に直面しています。こうした政策上のジレンマは今後も続き、世界経済の成長の足かせとなる可能性が高いと思われます。このような状況にもかかわらず、

製造業は引き続き低迷

図表1：世界主要国の製造業購買担当者景気指数

2023年8月31日現在



出所：S&Pグローバル、ISM、マクロボンド。過去の実績は将来の結果を示すものではなく、保証するものでもありません。データプロバイダーによる重要な注記と規約については、www.franklintempletondatasources.comでご覧いただけます。

要約すると、米国を筆頭に先進国経済の景気後退リスクは低下していますが、なお成長率がトレンドを下回る期間が続くと予想されます。金融政策の効果には時間がかかることや銀行貸出基準の厳格化に関連したリスクを踏まえ、我々は楽観的な見方をやや控えめなものに調整しています。

中国以外の新興国市場については、過去数十年と比べて中国への依存度が低下しており、世界の経済活動の拡大の恩恵を受けやすいため、見通しは比較的良好だと見ています。このため、各国の見通しは強弱が混在していると考えられます。状況は、数カ月前に懸念していたよりはるかに良い可能性はあるものの、世界的に景気が大幅に再加速するとは言えないでしょう。

要約すると、米国を筆頭に先進国経済の景気後退リスクは低下していますが、なお成長率がトレンドを下回る期間が続くと予想されます。金融政策の効果には時間がかかることや銀

行貸出基準の厳格化に関連したリスクを踏まえ、我々は楽観的な見方をやや控えめなものに調整しています。消費者需要とより広範なサービス業が引き続き底堅く推移していますが、（すでに低迷している）製造業と比較しても今後は低下すると予想されています。市場の企業収益予想は、特に実質賃金の上昇が続く場合、継続的な利益率に対する圧力の影響に依然さらされています。世界的に景気後退リスクがやや高い水準にとどまる中、我々が最近引き上げた1つめのテーマである「成長率はトレンドを下回るも、安定化の兆し」には、こうした見方が反映されています。

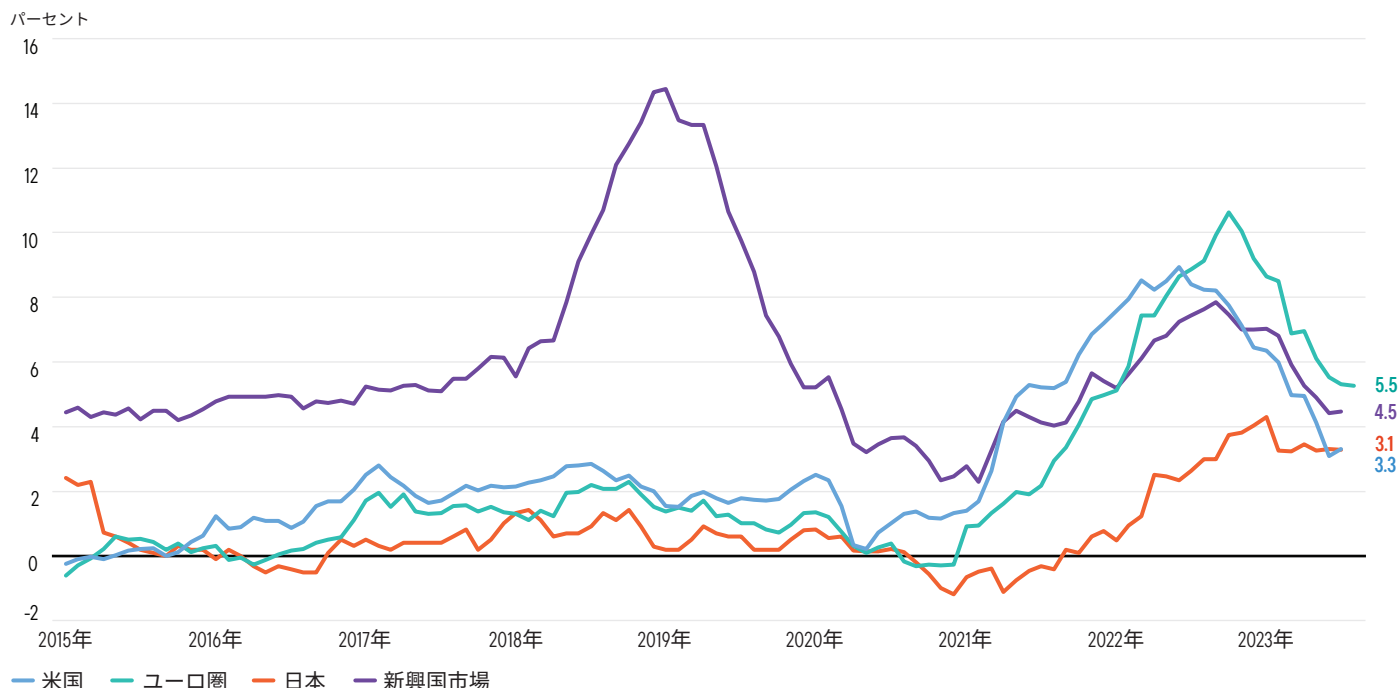
インフレ見通しは引き続きより均衡に近づく

一部の国では、インフレ正常化の容易な部分はすでに達成された可能性があります。最近になってエネルギー価格が上昇に転じたことから、今後数カ月はさらに困難な道のりが予想されます。しかし、大半の地域では、コア・インフレ率を構成する項目の中でもより粘着性が高い要素が、総合的なデフレーションに寄与すると見られます。例えば、賃貸契約の更新が消費者物価指数（CPI）全体の水準に反映されるまでには時間がかかることを考慮すると、米国における住宅コストのインフレは今後数四半期で緩やかになると予想されます。一方、政策当局は依然としてインフレに対して勝利宣言を出す段階にはないようです。政策当局が定義する物価安定の達成には、さらに大きな前進が必要であることを踏まえれば、これは理に適っていますが、警戒レベルは緩和されています。

総合インフレ率はピークを越える

図表2：消費者物価指数（CPI）で見たインフレ率

2023年8月31日現在



出所：ダラス連邦準備銀行、ABS、ユーロスタット、カナダ統計局、NBS、SBJ、ONS、BLS、マクロボンド。過去の実績は将来の結果を示すものではなく、保証するものでもありません。データプロバイダーによる重要な注記と規約については、www.franklintempletondatasources.comでご覧いただけます。

「アロケーション・ビュー」ではここ数カ月、政策の次のステップを見極めることに焦点を当ててきましたが、ジャクソンホールで示されたように、FRBと欧州中央銀行（ECB）はよりデータ重視のアプローチを継続しており、もうしばらくはこうした見極めが引き続き重要な焦点となるでしょう。両中銀とも、金融政策の道筋について明確なフォワードガイダンスを与えるのではなく、景気抑制策と景気拡張策を交互に繰り返す「ストップ・スタート」スタイルを採用する意向を示しました。

持続的なインフレ率低下への道筋を探る中で、特に米国において、労働市場の先行指標がインフレ緩和の兆しを示し始めました。しかし、現時点では状況は依然として逼迫したままです。財価格のデフレと総合インフレ率の低下は賃上げ要求を緩和し、より一般的にはインフレの抑制に寄与する可能性があります。これは政策当局にとっては見通しというより希望的観測と言えるかもしれません。政策当局は物価上昇を予見できなかったことから、現在、自らの予測に対し慎重な姿勢を崩していません。また、我々は、景気減速の遅延効果による需要減少が今後も続くと予想しています。コアサービス価格のインフレ率を構成する他の要素については、低下が鈍化する可能性はありますが、広範には様々な力が均衡していることを背景として、当社は今年初めにインフレ見通しの内容をより楽観的なものに変更しました。この変更は当社の2つめのテーマである「現在のインフレリスクはより均衡に近づく」に反映されています。

政策ガイダンスの不在

先月、ワイオミング州ジャクソンホールで開催されたFRB年次シンポジウムでは、主要国の中央銀行総裁が講演し、成長見通しとインフレ見通しの間で緊張が続いていることを示唆しました。例年、参加者はこのシンポジウムや類似の会合の機会を利用して、新たな政策の枠組みを発表し、政策サイクルの次の段階に向けて市場を誘導してきました。今年、各国中銀総裁は、経済を加速も縮小もさせない金利水準である中立金利（いわゆる「Rスター」）が上昇した可能性があるかどうかについての質問への回答を避け、代わりにインフレ率が目標水準に戻ることを望んでいると執拗に繰り返しました。しかし、目標を達成するための金利の道筋については、ほとんど、あるいはまったく指針を示しませんでした。

「アロケーション・ビュー」ではここ数カ月、政策の次のステップを見極めることに焦点を当ててきましたが、ジャクソンホールで示されたように、FRBと欧州中央銀行（ECB）はよりデータ重視のアプローチを維持しており、もうしばらくはこうした見極めが引き続き重要な焦点となるでしょう。両中銀とも、金融政策の道筋について明確なフォワードガイダンスを与えるのではなく、景気抑制策と景気拡張策を交互に繰り返す「ストップ・スタート」スタイルを採用する意向を示しました。インフレ率の動向が予想よりも良好な英国では、イングランド銀行（BoE）が、インフレサイクルは終わりに近づいており、他の先進国市場と同様にデータ重視の金融政策に転換する準備を進めていることを示唆するコメントを発表しました。

インフレが年末にかけて緩和するとしても、成長鈍化の影響が実感される前に、FRBが利下げを急ぐ可能性は低いと思われます。というのも、インフレ率を目標水準まで押し下げるのは、こうした成長鈍化の影響による圧力だからです。現在、金融政策の緩和が始まっているのは一部の新興国に限られており、緩和政策はこれらの市場の下支えに寄与する可能性があります。全体として、我々は政策テーマとして、利上げのペースこそ重要ではなくなったものの、2023年を通して「景気抑制的な金融政策が継続」との見方を重要視しています。この見方は引き続き金融市場にとって大きなマイナス要因となるでしょう。

実際のポジショニング

依然として機動的な運用が求められる

株式市場は前述の楽観的な見通しを過度に反映していると我々は見ています。先月指摘したように、株式市場は本質的に将来を見据えており、基調的な経済動向を楽観的に捉える傾向があります。我々は、来年景気後退に陥る可能性はやや低下したと評価していますが、それでも我々が予想する景気後退の可能性は依然として高く、リスク資産に織り込まれたプレミアムの水準とは一致していません。企業の予想収益は今年初めに頭打ちとなりましたが、その後は回復しています。株式市場は急激に上昇しており、過去の利益率低下が売上高の伸びの鈍化によって一段と深刻化するような事態が発生した場合、それに対処できる余地はあまり残されていないように思われます。

我々は2023年の年初から、株式以外の資産へのアロケーションを優先しています。今年初め、我々はクオリティの高い国債から得られる利回りを優先し、株式に対してやや弱気なスタンスを採用しました。利上げサイクルの反転が差

し迫っていることを債券市場がそれほど楽観視していない。現在、クオリティの高い国債は特に魅力的です。人工知能（AI）関連銘柄がけん引する株価上昇により、米国株式指数は最近のレンジの「上値を試して」おり、我々は、アロケーションにおける国債優先の継続に居心地の悪さを感じています。株式市場は、足元のデータの改善と当初の比較的楽観的な見通しの両方を飛び超え、先行していると考えられます。しかし、安定化の兆しも見えてきたことから、我々は機動的な運用スタイルを活かし、株式に対する警戒感を若干緩め、より魅力的なバリュエーションにとどまっていると判断できる資産を模索しています。株式に対するスタンスをややディフェンシブに引き上げるため、キャッシュを削減しました。一方、長期的な株式リスクプレミアムは、市場が現在直面している不透明な見通しを十分に反映しておらず（図表3を参照）、現時点で株式への選好を裏付けるには至っていないと判断しています。

世界株式のバリュエーションは、現在の債券利回りの高さと比較して、十分に割安ではないと考えます

図表3：世界株式のリスクプレミアム

2023年8月31日現在

株式リスクプレミアム (%)



— 世界株式のリスクプレミアム ■ 全米経済研究所（NBER）の判断に基づく景気後退

出所：ブルームバーグ、マクロボンド。過去の実績は将来の結果を示すものではなく、保証するものでもありません。データプロバイダーによる重要な注記と規約については、www.franklintempletondatasources.comでご覧いただけます。

投資機会はどこにあるのか

さまざまな地域の株式市場や債券セクターの相対的なメリットを検討する場合、前述のとおり、まずは現在の成長率、インフレ率、金利見通しの分析から始めます。これらの分析は、レラティブ・バリュエーションに関する指標や投資家センチメントの考察に役立ちます。また、幅広い定量モデルは、市場間の適切なアロケーションに関する総合的な見解を構築するために補完的な役割を果たしています。

過去2年間に於いて、マーケット環境は大きな変化が見られました。2022年の大半は、インフレ対策として、各国の政策金利は上昇に転じました。それにより、国債の実質利回りが急上昇したことで、「売り一辺倒」の環境に陥り、資産クラス間の相関が高まりました。株式と債券の相関が高まる局面では、引くことができるレバレッジの数が多いマルチ・アセットのポートフォリオであっても、分散投資のメリットを見出すことは困難でした。過去12カ月では、利上げのペースは鈍化し、実質長期金利は概ねレンジ内で推移し（過去10年との比較では高水準）、市場には分散効果が復活しています。これにより、グロース株などデュレーションの長い資産は、AI関連銘柄の魅力にも支えられて、

前年のマイナスをある程度回復することができました。

その結果、「マグニフィセント・セブン（The Magnificent Seven）」としばしば形容される米国大型株が、株価の上昇を顕著にけん引することになりました。この傾向がまだ続く可能性を否定するつもりはありませんが、我々はより魅力的なこれに代わる投資先への関心を高めています。

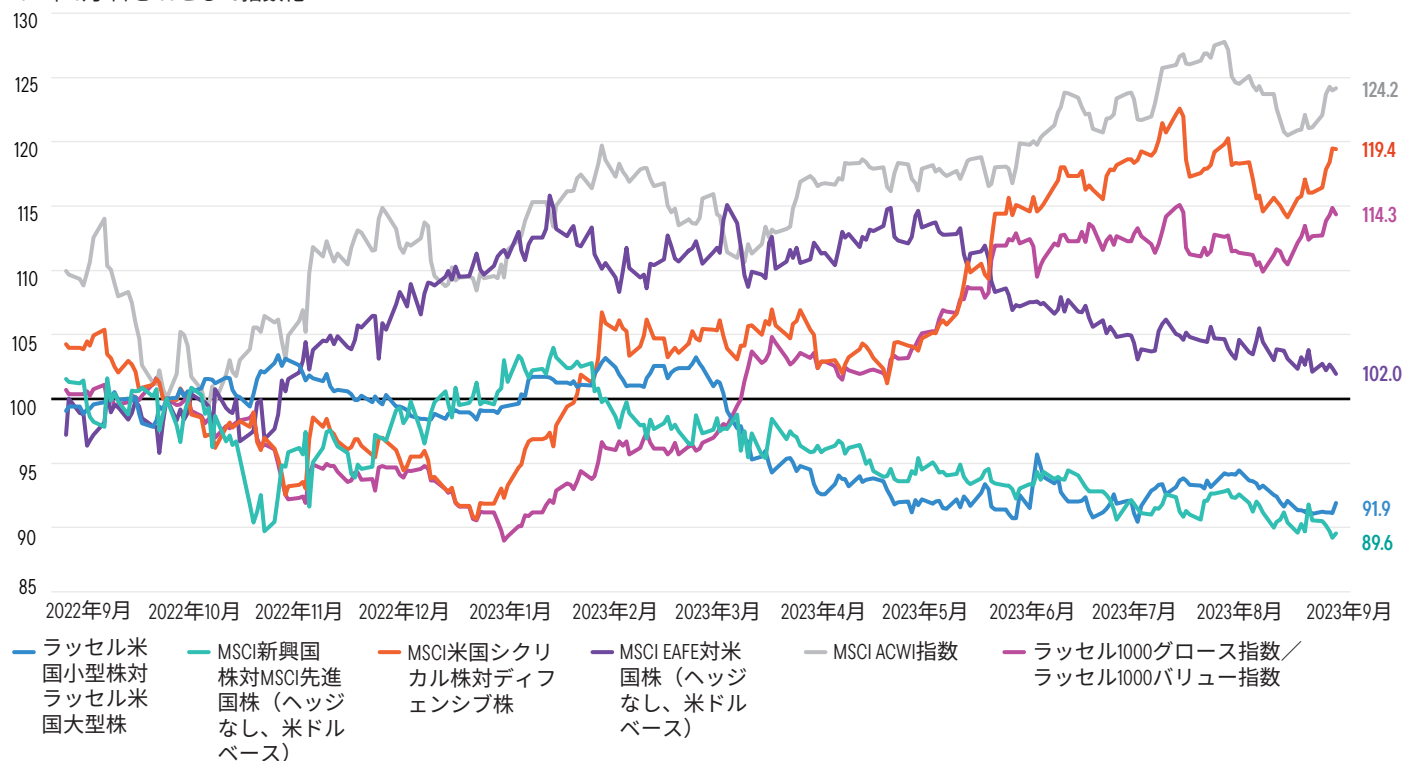
FRBが過度なタカ派発言を抑える方向に軸足を移したため、バリュエーション株はグロース株に出遅れていると思われるかもしれません。しかし、利上げサイクルの長期化に対する懸念は残っているため、バリュエーション株は昨年の上昇分のかなりの部分を維持すると思われます。現段階では、バリュエーション株が明確な代替となるかは明らかではありません。しかし、米国の中小型株や新興国市場株には、2022年10月初め以降の上昇相場から取り残されているセクターが見られます（図表4を参照）。中小型株にとって金利上昇は逆風となっていますが、この状況は今後1年で緩和される見込みです。新興国市場のファンダメンタルズが多少の改善を示し、半導体需要の回復も見られる中、我々は、世界的な成長の回復に備えた相対的に割安なポジションとして、バリュエーション株への関心を一層高めています。

直近の株価上昇における株式リターンの比較

図表4：世界株式のパフォーマンスと関連市場のリターン（2022年10月1日を基準として指数化）

2023年8月31日現在

2022年10月1日を100として指数化



出所：ブルームバーグ、マクロボンド。過去の実績は将来の結果を示すものではなく、保証するものでもありません。データプロバイダーによる重要な注記と規約については、www.franklintempletondatasources.comでご覧いただけます。

新興国株式の魅力の一つに、対米ドルでの為替レートが依然として低水準にあることが挙げられます。より広い意味で言うと、米ドルは過去において、利上げが行われた後よりも、利上げが行われる数カ月前から相対的に強くなる傾向がありました。今サイクルでは、FRBによる最初の利上げ後もドル高が続き、昨年9月まで持続的に上昇し、過去の金利変動に伴う相対的な上昇率を上回りました。しかし、利上げが続いている一方、インフレ率の鈍化によりドル高の見通しは緩やかになっています。景気後退の差し迫った脅威が和らぐ中、「安全資産」としてのドル需要も減速しています。現在の環境はFRBが金融緩和策に踏み切るまで年内は続く可能性があり、購買力平価などの長期的な指標と比較して、米ドルは高水準に留まる可能性があると予想しています。それでも、新興国市場資産のバリュエーションには投資妙味があり、依然として長期的な魅力を感じています。

常に選択肢を模索

このセクションの冒頭で述べたように、すべての資産クラス間で相関が高まると、マルチ・アセットのポートフォリオにおいても問題は生じます。一時的とはいえ、高格付け

債券やその他の資産がもたらす分散投資のメリットが失われてしまう場合は、さらに注意深く選択肢を模索する必要があります。

我々の長期的な分析における注目点の一つとして、低リスクの国債を中心に、グローバル債券の潜在的なリターンが改善していることが挙げられます。この1年間で政策金利が大幅に引き上げられ、今やすべての国債発行時の利回りはより魅力的な水準になっています（ただし、最近の利回り上昇を含めても日本国債は明らかに例外です）。景気後退の懸念が依然として高止まりする中、現在の利回りには、さまざまな不測の事態に対する十分なリスクプレミアムが織り込まれていると考えます。これは、全体的により高い金利エクスポージャーを取り、デューレーションが長めの資産を選好する、現在の我々の見解を裏付けるものです。しかし、我々が行うトップダウンで配分する資産に優先度をつけるように、機動的なアプローチをとることが引き続き適切であると考えます。

現在の金融引き締め政策が落ち着いてくれば、国債は、マルチ・アセット・ポートフォリオのリスクを低減させる効果を再び発揮する可能性が高いでしょう。一方、それま

社債のバリュエーションは引き続き割高

図表5: 米国ハイイールド債のスプレッド

2023年8月31日現在

国債に対するスプレッド (bps)



出所：ブルームバーグ、マクロボンド。インデックスは運用されておらず、直接投資することはできません。インデックスには手数料、経費、販売手数料は含まれていません。過去の実績は将来の結果を示すものではなく、保証するものでもありません。データプロバイダーによる重要な注記と規約については、www.franklintempletondatasources.comでご覧いただけます。

...長期的には、特に2022年の年初のように低利回りの局面では、キャッシュへの戦略的なアロケーションを正当化することは困難です。8月には、我々はキャッシュへのアロケーションを削減しましたが、分散投資の手段としてのキャッシュの意義は健在であると考えます。債券発行時の魅力的な利回りによってキャピタルゲインの可能性を有するデュレーションの長い資産を補完する役割を担っているからです。

での間も債券は長年なかったほど相対的に魅力的な投資先であると考えられます。アセットアロケーションにおいては、これまで実施された利上げを踏まえて、我々は債券に対して強気な見方をしています。企業の潤沢な流動性と多額の債務負担を維持できる企業収益から、ハイイールド債は引き続き恩恵を受けています。しかし、利回りは全般に急上昇したものの、信用スプレッドは、現在の低デフォルト率から予想される上昇分を十分に反映していない可能性があります（図表5を参照）。我々は引き続き低格付け社債に対してより慎重なスタンスを維持しています。これは、社債市場の概ね健全なファンダメンタルズは継続している中で、経済活動に関する現在の見通しよりもバリュエーションを重視しているためです。

インフレ率が上昇して、金融政策が予想外に持続的に引き締めに転じることがあれば、キャッシュを保有する魅力はさらに増すでしょう。短期米国債はすでに高い政策金利を反映し、もはやポートフォリオ利回りの足かせとはなっておらず、キャッシュのディフェンシブな特性は、現行の高い利回りで補完されています。しかし、長期的には、特に2022年の年初のように低利回りの局面では、キャッシュへの戦略的なアロケーションを正当化することは困難です。8月には、我々はキャッシュへのアロケーションを削減しましたが、分散投資の手段としてのキャッシュの意義は健在であると考えます。債券発行時の魅力的な利回りによってキャピタルゲインの可能性を有するデュレーションの長い資産を補完する役割を担っているからです。

プライベートアセットのように自然に分散効果をもたらす「オルタナティブ資産」には構造的な魅力を感じています。これらの資産に特に魅力を感じるのは、相対的な低流動性に伴うリターンを追加的に獲得できる可能性があるためです。本質的に売却が困難であり、長期投資に資金を投入することで、いわゆる「非流動性プレミアム」を獲得することができます。非流動性プレミアムとは、公開市場の同等資産から得られる可能性のある資産クラスのリスクプレミアム（株式リスクプレミアムなど）および有能なマネージャーがこうした低流動性資産において発揮できる可能性のあるスキルに加えて得られるものです。

我々は、長期的なリターン見通しについて、それぞれの基礎となる前提条件を定期的に見直しています（「アロケーション・ビュー」の12月号でこのプロセスについて詳しく説明する予定です）。資産クラス間の相関やクロスレファレンス（相互参照）を通じて、戦略的なアロケーションの決定につながる期待リターンとリスクを算出しています。一方、「オルタナティブ資産」については、基本的にはバイ・アンド・ホールド運用であるため、戦術的な短期見通しは策定せず、長期的なアロケーションを維持しています。

アロケーション・ビューー2023年9月

各資産クラスの見通し

リスク

資産クラス

確信度

当社の見解

リスクオフ／
リスクオン



世界の成長率はトレンドを下回って減速していますが、先進国では安定しつつあります。リスク要因として、金融引き締め効果のタイムラグや銀行貸出基準の厳格化に注目が集まります。インフレは財価格の下落に伴い緩やかになっており、この動きは今後も続く予想されます。景気後退の可能性は低下していますが、資産価格にはこうした楽観的な見通しが十分に織り込まれており、リスク資産に対して我々はやや慎重なスタンスを維持しています。

各資産クラスの見通し

株式



足元では、世界の株式は収益性の低下に直面していますが、ここ数カ月はバリュエーションの上昇とAIのインパクトをめぐる楽観的な見方に支えられています。とはいえ、収益期待は利益率に対する持続的な圧力に対して依然脆弱です。長期的には、ファンダメンタルズは依然として良好であるものの、債券に対して、グローバル株式はややディフェンシブなスタンスを維持しています。しかし、過去数カ月よりも確信度を引き下げ、必要であれば方針転換を機動的に行えるようにしました。

債券



我々の評価では、長期的なバリュエーションは魅力的であり、金融引き締め政策がもうしばらく続くとの見通しを完全に織り込んでいます。経済成長の減速と銀行貸出基準の厳格化は、こうした見方を裏付けるものです。高格付け社債のスプレッドは低水準に留まっており、現在の低いデフォルト率から予想される上昇を完全には反映していません。アセットアロケーションにおいては、債券に対して前向きな見方を維持しており、特に国債を選好しています。

オルタナ
ティブ



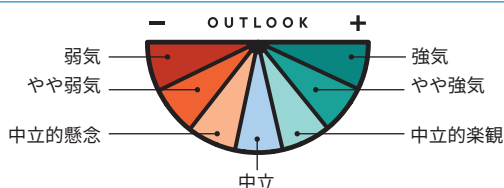
プライベートアセットのように自然に分散効果をもたらすオルタナティブ資産に対して魅力を感じています。継続的な景気後退リスクは不動産には逆風となり、また、オルタナティブ資産のなかでも、コモディティは供給逼迫による価格上昇の可能性がある一方、プライベートクレジットには金利の高止まりがデフォルト率の上昇につながるリスクがあります。当社は、長期的かつ構造的なアロケーションに従い、オルタナティブ資産に対しては全体的に中立な見方を維持しています。

キャッシュ



短期米国債は政策金利のピーク水準を反映しており、もはやポートフォリオ利回りの足かせではなくなっており、キャッシュのディフェンシブな特性は、魅力的な利回りによって引き立てられています。キャッシュは分散投資の手段としては魅力的ですが、債券市場の潜在的な投資妙味には劣り、現時点では再び中立の見方としています。

グラフの説明



矢印は前半期末からの変化を表します。

詳細なアロケーション

資産クラス

確信度

当社の見解

地域別の株式見通し：資産クラス（株式）のグラフ

米国		米国株の見通しは、AIの今後の可能性に対する楽観的な見方に支えられており、当面は企業の利益率の下振れ圧力が続く懸念があるにもかかわらず、モメンタムは高まっています。年初来の株式上昇を受け、現在の（高）バリュエーションを支えるには収益の回復が必要とみています。景気後退の可能性は低くなったとしても、さらなる利上げが逆風になる可能性があります。我々はこの数カ月、他の地域と比較して、米国株式市場に中立的な見方を維持しています。
カナダ		カナダの成長は、インフレ持続に伴う中央銀行による利上げ再開という逆風に直面しています。一方、高金利はカナダの銀行を支えています。ESG（環境・社会・ガバナンス）に関する懸念は和らいだとはいえ、エネルギー産業は相場の下支え役としての地位から後退しています。バリュエーションの魅力は維持されている一方、ここ数カ月は確信度が低下しており、カナダ株式市場に対して我々は若干慎重な見方を維持しています。
欧州 （英国を除く）		ECBによる利上げが欧州経済に悪影響を及ぼし、消費や企業活動が逆風に直面しています。また、2年目に突入したロシアとウクライナの戦争が依然として景況感の悪化を招いています。賃金上昇の遅延効果が企業の利益率に影響を及ぼし始めるため、企業業績は予想を下回る可能性もあります。その結果、我々は、中期的に慎重なスタンスをここ数カ月でさらに強めています。
英国		英国経済の見通しについては、企業投資は回復していますが、金融引き締めと依然として根強いインフレにより、引き続き不透明です。総じて配当利回りは高いものの、テクノロジー株の割合が低く、外貨収入が大きいことが、英国株の魅力を打ち消しています。総合的にみて、利益率が逆風にさらされる可能性があるため、英国株式市場に対しては中立な見方を維持しています。
日本		日本は、外需低迷による製造業の輸出低迷、国内消費の力強さ、中国の景気回復の遅れによる影響など、相反する情勢に直面しています。企業収益は、特に景気敏感セクターにおいて引き続きコンセンサス予想を上回っており、これが他の市場と比べて魅力的な株式バリュエーションを支えていると考えます。しかし、ここ数カ月は、日本株市場には中立的な見方を維持しており、他のアジア諸国への直接的な投資を選好しています。
太平洋地域 （日本を除く）		全体として、コモディティ・エクスポートがこの地域にとっての逆風となっており、より広い意味では中国との緊張関係が依然として脆弱性につながっています。オーストラリアでは、高インフレと金利上昇が消費に悪影響を与えそうです。しかし、バリュエーションがある程度の下支えになるとみている香港とシンガポールに対する警戒感は比較的強く、中立のスタンスを維持しています。

詳細なアロケーション

資産クラス

確信度

当社の見解

新興国市場
(中国を除く)



力強い長期的な成長機会は、新興国市場の固有リスクと高い景気感応度によって相殺されつつあります。先進国市場の需要が安定化すれば収益は押し上げられる見込みで、相対的な成長率の優位性もまだバリュエーションには織り込まれていないようです。食料品輸入国を中心に各国のインフレ圧力はピークを過ぎ、金利動向は変化しつつあります。最終的な通貨の回復見通しも、新興国市場に対する現時点での極めて強気な見方を後押しする要因となっています。

中国



中国経済はゼロコロナ規制の撤廃から今後も恩恵を受ける見込みですが、不動産市場のリスクが残っているため、金融緩和策を推進しています。貿易摩擦は長年にわたって未解決のままであり、高い地政学的リスクが続く中、緊張が広がる兆候を示しています。しかし、これまで市場のセンチメントを支配していた規制への懸念は薄れ、成長支援策により一層の関心が移っています。中国株式市場のバリュエーションが魅力的であるのは明らかですが、成長リスクを踏まえて、強気スタンスを中立に変更しました。

債券セクター：資産クラス（債券）のグラフ

米国国債



FRBは利上げペースを鈍化させ、今も続くインフレとの戦いはデータに依拠したものとなる見込みです。米国債利回りには、景気後退となれば政策金利は急速に引き下げられる可能性が高いことが織り込まれていますが、そのタイミングは2024年に後ずれしています。景気後退が始まれば、信用収縮が続き、1年後には債券利回りの低下が予想されます。当社はここ数カ月で金利感応度を高めており、米国債については他の先進国市場と比較してより楽観的な見方を維持しています。

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水準は、2022年前半の高水準からは低下しました。現在のインフレ率は当面は高止まりする可能性が高いものの、インフレ連動債には長期的な期待インフレ率が適切に織り込まれていると考えます。インフレ連動債など物価上昇の直接的な恩恵を受ける資産については、引き締め政策によってポートフォリオ内での潜在的なリスク軽減の役割を期待して、中立的な見方を維持しています。

ユーロ圏
国債



ECBは依然として高いコア・インフレ率を懸念しており、金利は高水準にあるものの、追加利上げの可能性はまだ残されていると思われます。しかし、銀行貸出の低迷によって欧州経済の需要成長に対するリスクが継続していることを考慮すると、将来の利上げ幅は市場が現在織り込んでいるよりも小幅に留まる可能性が高いと考えます。当社はここ数カ月でユーロ圏国債を若干積み増しましたが、概ね中立スタンスを維持しています。

英国国債



英国経済は今のところ景気後退を免れていますが、構造的な問題は根強く残っています。英国国債は、年金基金の流動性問題を反映して、世界の債券相場から乖離して推移したこともあります。根強いインフレによってイングランド銀行（BOE）は急激な金融引き締め政策を継続せざるをえず、今後も経済活動の足かせとなる可能性が高いと思われます。当社の分析では、政策エラーのリスクは依然高いものの、市場の予想がすべて現実になる可能性は低いと考えており、英国国債市場に対して中立的楽観スタンスを維持しています。

詳細なアロケーション

資産クラス

確信度

当社の見解

カナダ国債



カナダ中央銀行は、高インフレと労働市場の逼迫に直面し、積極的な動きを見せています。政策金利は一旦据え置かれたかに見えましたが、最近のデータを受けて引き締めが続いています。金利感応度の高いカナダ経済の特性が顕在化し、他の先進国市場よりも利回りは低下する可能性があります。我々は、ここ数カ月の慎重なスタンスを解消し、他のグローバル市場同様、概ね中立スタンスとしました。

日本国債



日本銀行は植田和男総裁の新体制の下、金融緩和政策を維持しており、これが円安を進行させる要因となっています。イールドカーブ・コントロール（YCC）の運用を柔軟化することを決めたことで、利回りはやや上昇しました。インフレ率が目標水準にとどまれば、金融政策は今後1年以内に引き締めに移る可能性があります。他の先進国市場からの乖離が極めて顕著になる可能性があるため、我々は日本国債市場に対しては他の市場と比較してかなり慎重なスタンスを維持しています。

投資適格社債



投資適格社債セクターは、企業の潤沢な流動性や多額の債務負担を維持できる企業収益によって恩恵を受けています。投資家心理は金融引き締めによって打撃を受け、スプレッドは2022年を通じて米国債利回りの上昇とともに拡大しました。一方、現在の投資適格社債の高い利回り水準は、一部の投資家にとってより魅力的なものとなっています。ただし、当社の分析では、スプレッドは割安ではないとみており、この数四半期、投資適格社債に対してはやや慎重な見方を維持しています。

ハイイールド社債



政策金利の引き上げにも関わらず、企業収益はローンやハイイールド社債といった低格付け債券セクターのファンダメンタルズ面を下支えしています。昨年は、ボラティリティの上昇とスプレッドの拡大が続いたため、ハイイールド社債に対する確信度を弱めました。景気後退リスクが持続する中でも価格が急回復したことから、我々は、金融引き締めに伴い維持してきたハイイールド社債に対する慎重なスタンスを、より明確にしました。

新興国市場債券



新興国市場のファンダメンタルズは、外需と内需が安定するに伴い改善している可能性があります。しかし、バリュエーションは最近の発行体の信用力低下を十分には織り込んでいないように見えるため、新興国市場のハードカレンシー建て債券には引き続き慎重な見方をしています。一方、国内の金融政策が緩和路線に方向転換し始めるのに伴い、現地通貨建て債券の魅力は増えています。中国以外の現地通貨建て債券については確信度が高まった一方、中国の現地通貨建て債券についてはここ数カ月で慎重な見方を強めており、新興国市場では選別的なポジショニングが特に重要であると考えています。

アロケーション・ビュー 我々のリサーチ・プロセスは、整合性のある客観的指標をモニタリングし、よりの確にアナリストの投資推奨に貢献するシグナルを特定することを目指します。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・リサーチ・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を吟味することを目指しています。同じく重要な点として、市場で議論の中心となっているトピックに過度に左右されないようにも努めています。

当レポートの主な担当者



ワイリー・トレッテ、CFA
最高投資責任者 (CIO)
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



トーマス・ネルソン、CFA、CAIA
アセットアロケーション責任者
ポートフォリオ・マネージメント
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



マイルズ・サンプソン、CFA
リード・アセットクラス・リサーチ・アナリスト
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



ローレンス・リンクレイター
シニア・リサーチ・アナリスト
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

マイケル・ダヤン、CFA
ポートフォリオ分析責任者

マイク・グリーンバーク、CFA、CAIA
ポートフォリオ・マネージャー

ドミニク・ホフマン
シニア・リサーチ・アナリスト

マティアス・ホッペ
ポートフォリオ・マネージャー

リチャード・シュール、CFA
ポートフォリオ・マネージャー、シニア・リサーチ・アナリスト

メリッサ・マヨルガ
シニア・リサーチ・アナリスト

クリス・ラトコフスキー、CFA
シニア・リサーチ・アナリスト

チャンドラ・シーサムラジュ、Ph.D.
システムティック・ストラテジー・ポートフォリオ・マネージメント責任者

キム・ストランド、CFA
サステナブル投資責任者、ポートフォリオ・マネージャー

スペンサー・ウォーリング
リサーチ・アソシエイト

イアン・ウエストリー
リサーチ・アナリスト

インデックスの定義

ラッセル1000グロース指数は、大型株のラッセル1000種指数に含まれる企業の中から、グロース特性の高い企業を選んで構成される非運用型インデックスです。

ラッセル1000バリュー指数は、大型株のラッセル1000種指数に含まれる企業の中から、バリュー特性の高い企業を選んで構成される非運用型インデックスです。

ラッセル1000種指数は、ラッセル3000種指数の時価総額全体の約92%を占める大企業1,000社のパフォーマンスを測定します。

ラッセル2000指数は、米国の中小型株の一般的なパフォーマンス指標として頻繁に使用される、普通株式を対象にした非運用型インデックスです。

MSCIエマージング・マーケット・インデックスは、世界の新興国市場株式のパフォーマンスを測定するために設計された、浮動株調整後の時価総額加重平均インデックスです。

MSCIワールド・インデックスは、世界の先進国市場株式のパフォーマンスを測定するために設計された、浮動株調整後の時価総額加重平均インデックスです。

MSCIオール・カンントリー・ワールド・インデックス（ACWI）は、先進国市場23カ国と新興国市場24カ国の大型株と中型株を対象にしています。

MSCI USAシクリカル・セクター・インデックスは、世界産業分類基準（GICS®）セクターのうちグローバルなシクリカル銘柄のパフォーマンスを反映するように設計されています。

MSCI USAディフェンシブ・セクター・インデックスは、世界産業分類基準（GICS®）セクターのうちグローバルなディフェンシブ銘柄のパフォーマンスを反映するように設計されています。

MSCI EAFEバリュー・インデックスは大型および中型株をカバーし、米国とカナダを除く世界の先進国市場におけるバリュー株の全般的な特性を示します。

MSCI米国インデックスは、米国市場の大型株と中型株のパフォーマンスを測定するように設計されています。

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。

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。

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。

異なる戦略、資産クラス、投資対象間で資産を配分しても、有益でない、または望ましい結果が得られない可能性があります。

ある戦略が特定の国や地域の企業に投資する限りにおいて、地理的により広範に分散された戦略よりもボラティリティが高くなる可能性があります。

グローバル投資は、為替変動や社会的、経済的、政治的な不確実性を含む様々なリスクの対象となり、ボラティリティを高める可能性があります。これらのリスクは新興市場ではより大きくなります。中国への投資は、他の多くの国に比べ、政府の経済への関与が依然高いため、より大きな規制リスクにさらされることになります。

アクティブ運用は、利益の保証または市場の下落からの保護を保証するものではありません。

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。当資料は、フランクリン・テンブ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ます、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・テンブ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、フランクリン・テンブルトン（「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あっても解釈されるものではありません。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・テンブルトンの機関投資家向け窓口にご相談ください。

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・テンブルトン（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・テンブルトン・ジャパン株式会社が翻訳した資料です。
- 当資料は、FTが各種データに基づいて作成したのですが、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エス、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・テンブルトン・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。

フランクリン・テンブルトン・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

