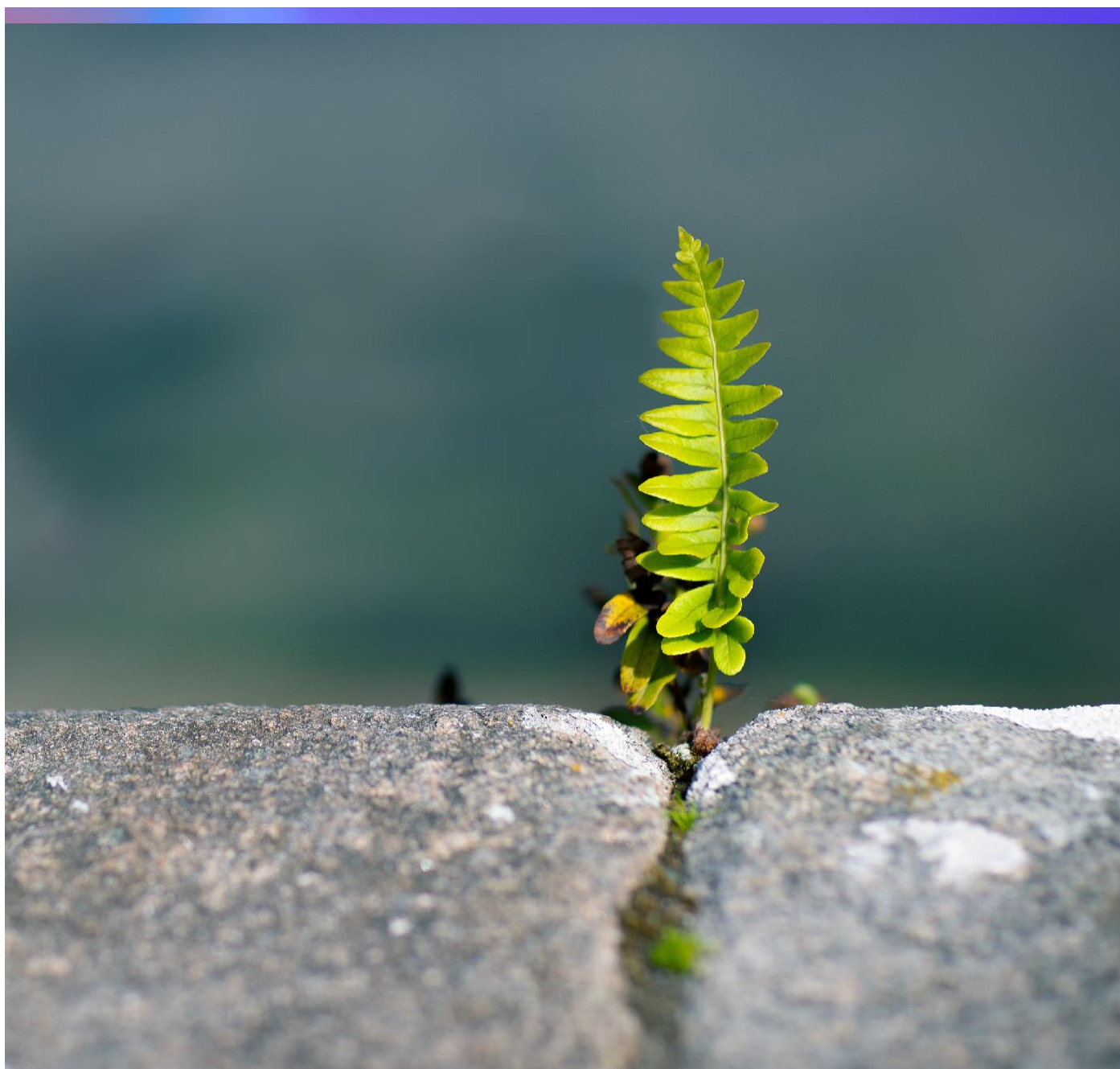


フランクリン・テンプルトン・インベストメント・ソリューションズ

アロケーション・ビュー

不透明な環境下の底堅さ



概要

グローバル株式は、4月初めにトランプ政権の相互関税発表でボラティリティが上昇して以来、力強い反発を見せています。株式は、堅調なマクロ経済指標や貿易交渉に関するポジティブなニュースを背景に、局所的なボラティリティをこなしながら上昇を続けています。ただし、2月の高値を窺う中、当社はバリュエーションや市場心理がまたも過度に楽観的な水準に達しているのではないかと警戒感を持っています。

5月と比較すると、6月は景気後退による株価下落リスクは後退したと思われますが、株式市場は短期的にボラティリティが上昇する可能性があります。そのため、全体の資産配分の中では株式に対して中立的なポジションを維持しますが、地域によってはリスク資産を積み増します。

債券に対しては、他のアセットクラスと比べ、より悲観的な見方を維持しており、長期債と同等の利回りを低リスクで享受できる手段として、キャッシュを選好しています。

主要なマクロテーマと当社の見解

成長シナリオの改善

- 景気先行指標は強含んでおり、グローバル経済が底堅いことを示唆しています。
- 今後の経済活動に関する調査データは、最近までの悲観的な見方の好転を示しているものの、実際の経済活動を集計したハードデータの一部は若干軟化しています。
- 当社は経済に対して比較的強気な見通しを持っていますが、米国の不安定な貿易政策が不確実性を助長し続けているため、株式市場への楽観的な見方は抑制されています。

インフレ見通しは不透明

- 多くの先進国では、米国の保護主義によりインフレ期待が上昇しているにもかかわらず、インフレは依然として抑制されています。
- しかしながら、実効関税率の上昇が年内にもインフレ圧力として顕在化し、これまでのディスインフレ傾向に変化をもたらす可能性があるかと予想しています。
- 中東における地政学的リスクが少なくとも一時的に後退したことで、エネルギー価格は以前より落ち着いた動きになっています。

政策スタンスは引き続き景気支援的

- 米国、ドイツ、中国などの主要経済国では、財政政策が資産価格の重要な決定要因となっており、特に米国の減税政策の影響が大きくなっています。
- 米国のマクロ経済の状況が明らかになるにつれて、2026年に向けて米連邦準備制度理事会（FRB）は一段とハト派寄りの金利戦略を採用すると予想されます。
- 一方で先進国と比較すると、新興国の中央銀行は、貿易交渉の展開次第では、金融緩和を実施する余地がより大きいと見られます。

ポートフォリオ構築における主要テーマ

当面は中立ポジションを維持

- 関税に関するポジティブなニュースにより、株式市場の勢いは強まっていますが、最近の上昇局面を経て、今後の上昇余地は限られていると見ています。
- 米国の政策運営の不透明性が高まる中、成長の抑制やインフレ圧力の増大といった形で、不確実性が一層強まるリスクが懸念されます。
- このような背景から、当社では、継続的な市場のボラティリティとタイトなクレジット・スプレッドを踏まえ、短期的な株式リターンに対する期待値を再調整しています。

株式：株式リスクの分散

- 不確実性の高まりを受け、米国小型株に対して引き続き慎重な見方を維持しています。一方で、AIへの高い期待が一部の大型グロース株を支えています。
- 他の先進国株式市場の魅力は改善しており、特にオーストラリアおよびカナダは関税の影響を受けにくい経済構造から恩恵を受ける見込みです。
- また、新興国市場（中国を除く）も、相対的に堅調な業績の伸びとより良好なマクロ環境を踏まえ、楽観的な見方をしています。

債券：デレーションに対し選別的に対応

- 米国債については、財政の持続可能性への懸念およびタームプレミアムの上昇といった要因により、防御的なヘッジとして機能しない可能性があります。
- 特に2025年末から2026年にかけて、利下げが行われるとの市場の期待が一段と強まっています。
- 債券市場では、関税がグローバル経済の成長に及ぼす影響を注視しながら、ユーロ圏およびカナダのデレーションを選好しています。

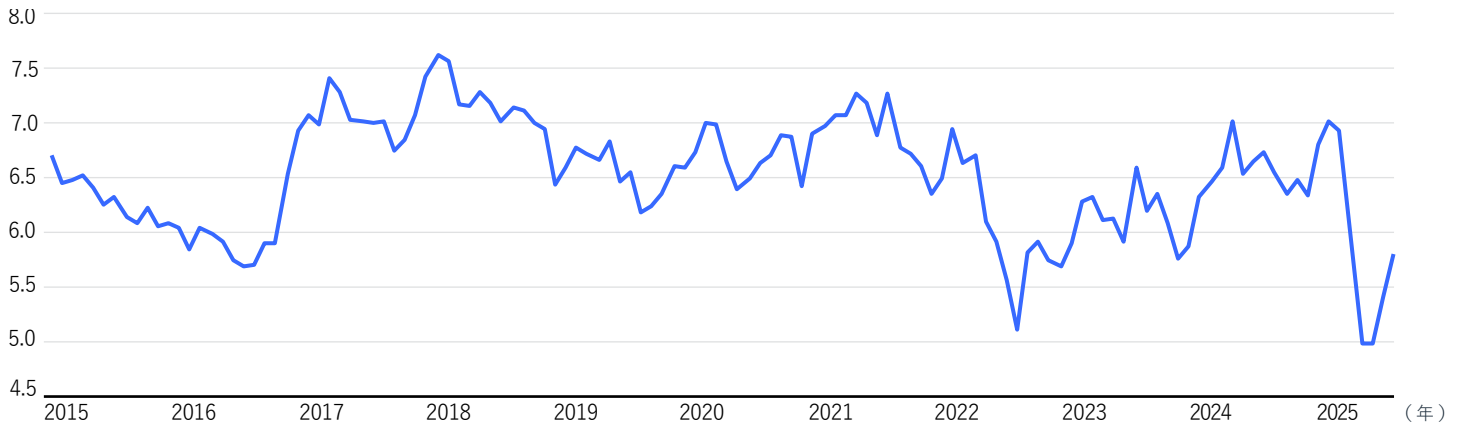
過去1か月間で経済成長の先行指標は強さを増しており、グローバル経済が景気後退を回避する可能性があることを示唆しています。ただし、貿易や地政学的状況の不透明性は依然として大きく、まだ資産価格に十分に織り込まれていないと見られます。

グローバル株式は、4月初めにトランプ政権の相互関税発表でボラティリティが上昇して以来、力強い反発を見せています。株式は、堅調なマクロ経済指標や貿易交渉に関するポジティブなニュースを背景に、局所的なボラティリティをこなしながら上昇を続けています。ただし、2月以来の高値を窺う中、当社はバリュエーションや市場心理がまたも過度に楽観的な水準に達しているのではないかと警戒感を持っています。

先行きに明るさ？

米国景気に対するCEOの信頼感は安定化

図表1：CEO信頼感指数は、12カ月後の経済に対する信頼感を測定

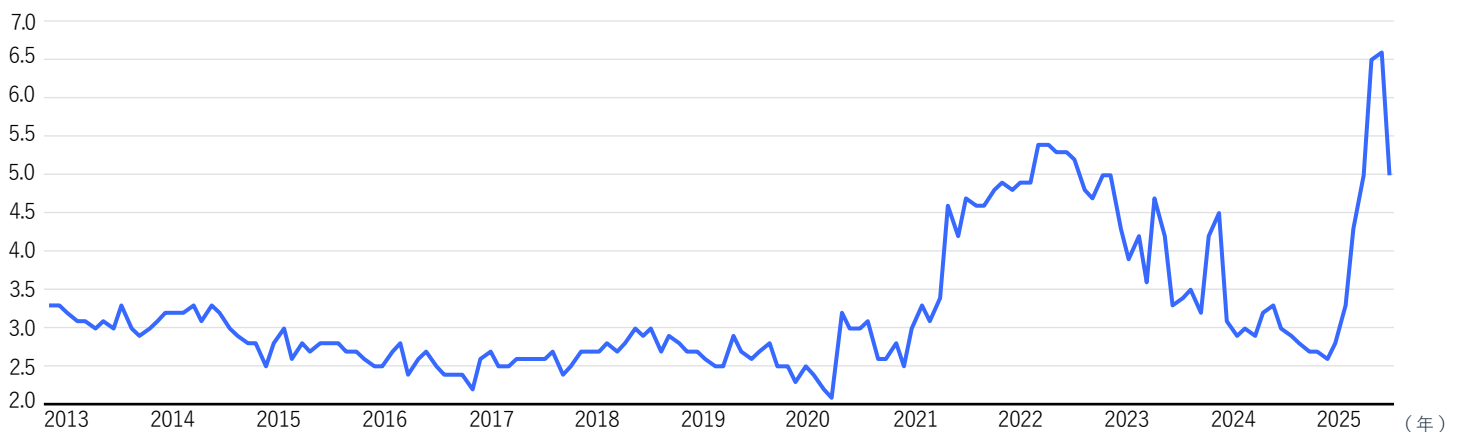


出所：マクロボンド。2025年6月時点。過去の運用実績は、将来の運用成果を示すものではなく、保証するものでもありません。
データ提供者の追加情報については、当社ウェブサイトwww.franklindatasources.comをご覧ください。

不透明感が薄れ、安心感広がる

関税に関する前向きな進展を受け、米国消費者のインフレ懸念は後退

図表2：今後12カ月間に予想されるインフレ率の変化



出所：ミシガン大学、マクロボンド。2025年6月時点。過去の運用実績は、将来の運用成果を示すものではなく、保証するものでもありません。
データ提供者の追加情報については、当社ウェブサイトwww.franklindatasources.comをご覧ください。

関税および地政学的な不透明感が払拭されるまで、株式のポジションをリスク・ニュートラルにするとの当社の判断は、定量的指標からも裏付けられています。S&P500指数は短期移動平均を上回っており、株式のモメンタムは良好ですが、債券利回りの上昇、インフレ期待、一部の季節的な逆風も存在しています。当社は、2026年に向けて財政・金融刺激策がグローバル経済の成長を支える役割がますます大きくなると見ていますが、関税がインフレに与える影響が明確になるまでは、その効果は限定的なものにとどまると考えています。

エネルギー価格の変動や関税の交渉期限などが株価調整のリスクを高めるため、株式市場は短期的にボラティリティが上昇する可能性が高いと見ています。ただし、景気後退による株価下落リスクは、先月よりも後退していると考えられます。以上を踏まえ、全体の資産配分の中では株式に対して中立的なポジションを維持しますが、地域によってはリスク資産を積み増します。

一方、債券についてはより悲観的な見方を維持しています。多くの国で、金融政策が一段と緩和方向に向かうとの市場の期待が高まっており、足元の利回りの投資妙味が低下しています。米国の財政赤字への懸念や、経済の脆弱性を十分に反映していないタイトなクレジット・スプレッドも、当社の判断材料となっています。そのため、長期国債と同等の利回りを低リスクで享受できる手段として、キャッシュを選好しています。

株式リスクの分散

このような背景を踏まえ、当社はAIなどの重要セクターの成長ポテンシャルを依然認識しつつ、米国株の比重を減らし、株式リスクを分散する戦略をとっています。インフレが抑制され、製造業とサービスの両方が底堅く推移していることは、米国経済の強さを裏付けています。しかし、2025年下半期の業績予想の修正と企業のガイダンスは弱含んでいる一方、株式市場での買いの広がりやモメンタムの指標は米国以外の先進国株式の優位性を示しています。

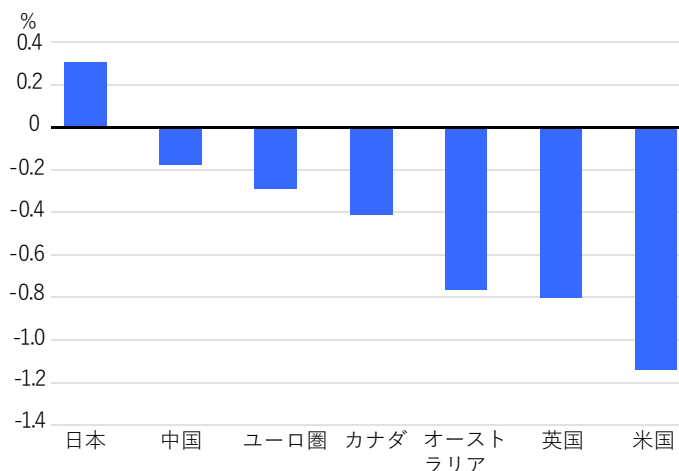
このように、株価の動きと経済の実態との乖離は、「マグニフィセント・セブン」²の銘柄が再び成長を牽引し、米国経済全体の見通しを見えにくくしていることが一因と考えています。投入コストの上昇や移民規制強化といった景気のマイナス要因も、伝統的産業により大きな影響を及ぼし、バリュー株や小型株への影響を増幅する傾向があります。また、小型株は企業規模に対する負債比率が相対的に高いため、金利変動に対する感応度が大きい傾向があります。

全体として、当社は米国関税に対する感応度が低い、米国以外の先進国株式、特にカナダとオーストラリアを選好しています。

緩和に転じるタイミング

今後1年の間に、主要国の多くで利下げが行われる見込み

図表 3：今後12カ月で予想される主要中央銀行の政策金利の変化



出所：ブルームバーグ、マクロポンド。2025年7月2日時点。データ提供者の追加情報については、当社ウェブサイト www.franklindatasources.com をご覧ください。

カナダは昨年、輸出の76%と輸入の62%が米国向けであり³、特にこの状況から恩恵を受けています。また、米国貿易はカナダのGDPの16%を占め、260万人の雇用を創出しています。

購買担当者指数（PMI）など経済の健全性を示す指標が、両国に対する当社の前向きな見方を裏付けています。また、業績予想の修正や株式市場での買いの広がりが株式市場の相対的な強さを示していることも、当社の見方を裏付けています。カナダとオーストラリアは、当社が投資対象とする地域の中で、ランプ政権による関税の影響を受けやすい産業への依存度が最も低く、また追加的な圧力を乗り切るため財政・金融政策の高い柔軟性を有しています。

その他の市場では、欧州株式は、米国からの投資資金の流入や、防衛関連の財政支出拡大の可能性を背景に上昇しています。欧州中央銀行（ECB）のハト派的スタンスはユーロ圏経済を支える可能性が高いものの、輸出依存型の経済は、米国の関税に対して脆弱であり、ベースラインの10%を超える関税が導入される可能性があります。さらに、関税発動前に調達を前倒しで

進めたことによる一時的な刺激効果は薄れ始めており、これは鉱工業生産の減速や業績予想の大幅な下方修正といった形で表れています。以上を踏まえ、貿易交渉の動向を注視しつつ、欧州株式に対する中立スタンスを維持しています。

関税は新興国にとっても依然として脅威ですが、貿易交渉が前進すれば、同地域はより大きな上昇余地があると見ています。インドは米国との貿易協定の最終合意に近づいて

おり、米中間で覚書が締結されれば、アジアの複数市場を押し上げるでしょう。この地域の株式は依然として割安な水準にあり、過去数年間に生じた大規模なキャピタルフライト（資本逃避）を完全に埋め合わせるには至っていないと考えています。

米国デレーションの不確実性

FRBが年末から2026年にかけて金融緩和に転じるとの期待が高まり、この数週間米国の長期国債利回りは低下しています。しかし、大規模減税が財政赤字に与える実質的な影響はまだ定量的に評価されていないため、米国債券市場の先行きは依然として不透明です。さらに、米国が現在の財政赤字水準を維持しても、純利払い費用の増加により、今後は債務残高全体がさらに膨らむ可能性があり、財政赤字問題は解決しない公算が大きいと思われます。関税交渉の期限が近づくにつれ、債券市場は財・サービス価格の上昇がインフレに与える影響を見極める中で、金利ボラティリティがさらに高まる可能性もあります。

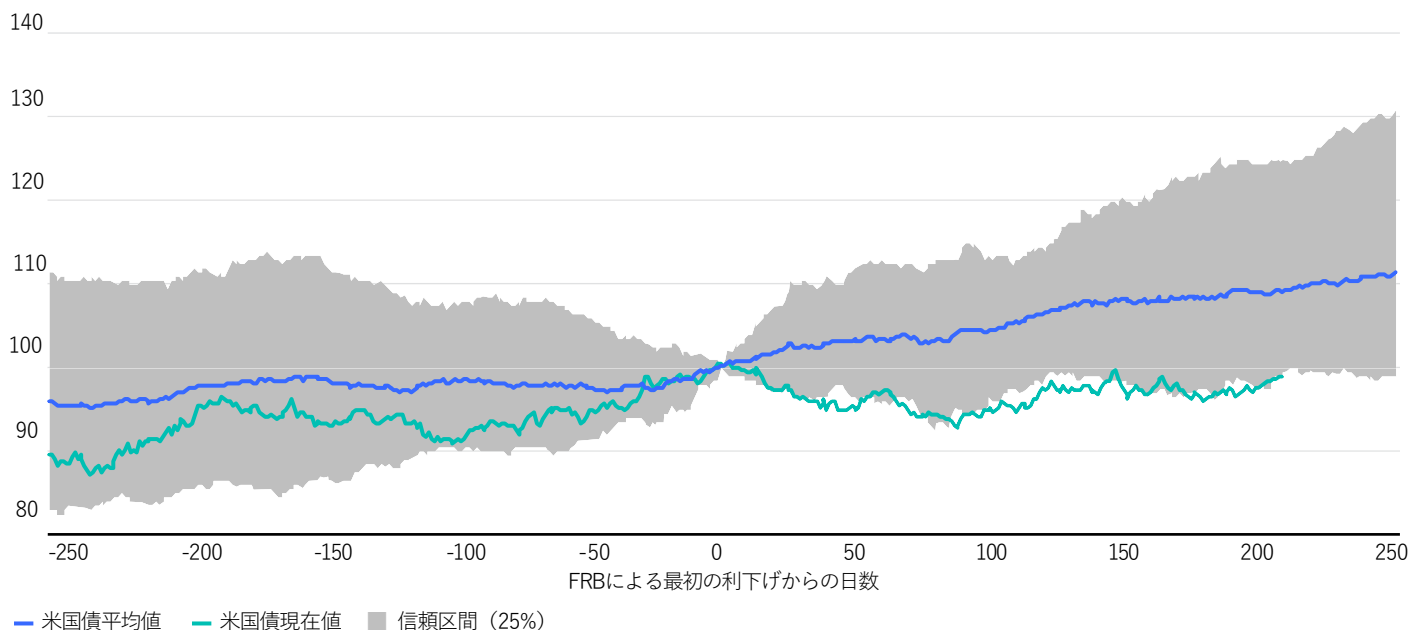
エネルギー価格の地政学的リスクプレミアムは徐々に縮小傾向にありますが、中東情勢が再び緊迫すればインフレ圧力が高まり、米国の債券利回りにさらなる上昇圧力が加わる可能性があります。定量的指標は、米国の足元の金利水準を概ね裏付ける内容となっていますが、財政面の不透明性を考慮し、当社は米国債について中立的なポジションを維持しています。

利下げしても債券利回りは下がらず？

財政赤字懸念により、FRBが政策金利を引き下げても、米国長期国債利回りは高止まりする可能性

図表4：政策金利引き下げ前後の米国10年国債（デレーションを一定に調整）のパフォーマンス分析

最初に利下げが行われた日をパフォーマンスの基準値100として設定



出所：FRB、S&Pグローバル、米国財務省、マクロボンド。分析対象期間：1971年～現在。データ提供者の追加情報については、当社ウェブサイト www.franklindatasources.com をご覧ください。

厳しい貿易交渉に加え、低成長とインフレの鈍化が続き、ECBがユーロ圏経済を支えるため利下げに動く中で、欧州国債利回りには下押し圧力がかかると予想されます。欧州でも財政支出拡大は懸念材料ですが、欧州最大の経済規模を持つドイツは「債務ブレーキ」⁴を通じて財政規律を維持しており、米国ほど債券市場を混乱させることなく、財政支出を拡大する余地を有しています。深刻な財政赤字の懸念が存在しないことからタームプレミアムが抑制され、米国デレーションに伴う多くのリスクを回避できる可能性があります。以上を踏まえ、当社は欧州国債をオーバーウェイトとしています。

同様の観点から、カナダ国債についても楽観的な見方を維持しています。経済成長の減速と失業率の上昇によりカナダ銀行（BoC）の利下げの可能性が高まっているためです。カナダは今のところ米国関税の影響の大部分を免れていますが、貿易交渉が不調に終われば、成長の大きな足かせとなるほか、米国向け輸出の駆け込み需要とその反動が短期的な経済活動

に影響を与える可能性があります。財政刺激策はインフレ圧力を高める可能性があるものの、労働市場の需給の緩み（スラック）がその傾向をある程度相殺すると予想されます。

加えて、特に米国金利のボラティリティが一段と高まれば、カナダおよびユーロ圏の国債が魅力的な安全資産として外国人投資家の需要を集め、利回りがさらに低下する可能性があります。外国人投資家による米国債保有残高は9兆米ドルを超えており、その大半は政府系主体のもので、日本が1兆1,300億米ドル、英国が8,070億米ドル、中国が7,570億米ドル、ケイマン諸島が4,480億米ドルを保有し、カナダやユーロ圏を米国債に代わる有力な選択肢として捉える可能性があります⁵。

クレジットについては慎重スタンス

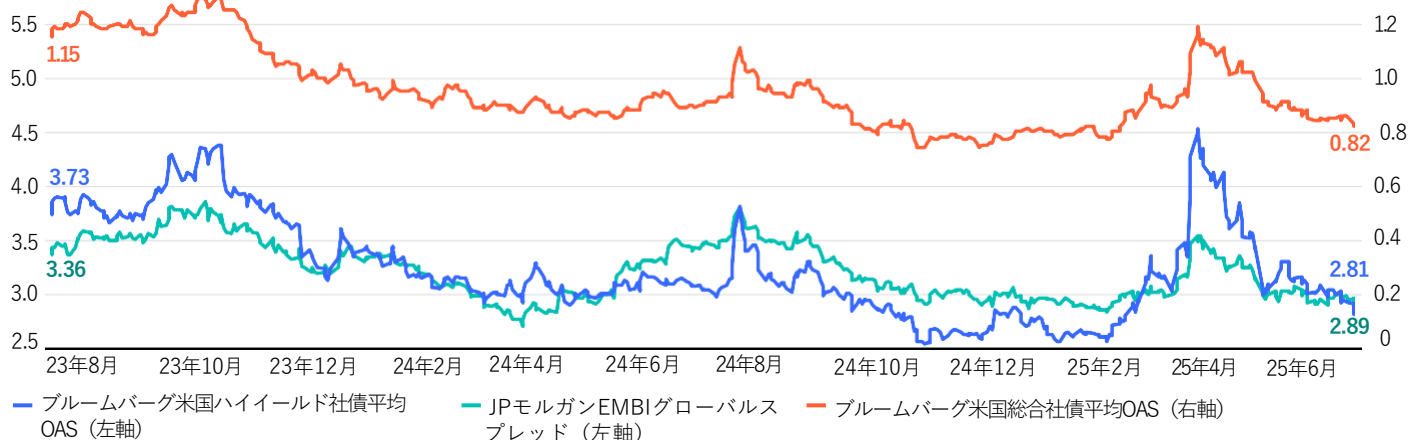
一部の景気先行指標の改善はクレジット市場の支援材料ですが、スプレッドは非常にタイトで、「完璧なシナリオを織り込んだ水準」と見なせるほどです。借入コストの上昇に伴いクレジットストレスはわずかに高まっており、銀行の貸出基準も関税やインフレの不確実性に呼応して厳格化しています。それでも、米国企業の利益率は比較的健全な水準を維持しており、景気刺激策もリスク資産を下支えすると予想されます。このような見通しを踏まえ、クレジット市場全体について中立的なポジションを維持しています。

また、新興国の中央銀行は、景気鈍化に対処するため、金融緩和に前向きな意向を示していますが、当社は新興国債券についても中立的なスタンスを維持しています。米ドル安が現地通貨建て新興国債券の追加的な支援材料となる可能性がある一方で、タイトなスプレッドは、関税を巡る不確実性が続く中、景気後退リスクを十分に織り込んでいないように思われます。

スプレッドは完璧なシナリオを織り込み済みか

不透明な経済環境が続く中、クレジット・スプレッドは極めてタイトな水準で推移

図表5：ハイイールド債、投資適格社債、新興国債の平均スプレッド



出所：マクロボンド。2025年7月1日時点。データ提供者の追加情報については、当社ウェブサイトwww.franklindatasources.comをご覧ください。

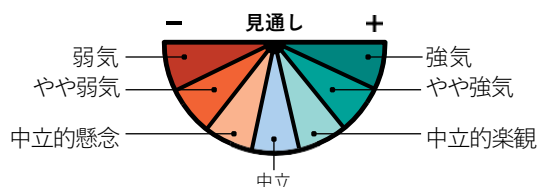
アロケーション・ビュー：2025年7月

振り子図は、主要資産クラスを横断的に検討した見通しを反映

上位のアロケーション階層

アセットクラス	確信度	当社の見解
株式		- 景気先行指標の改善を受け、当社は中期的な経済見通しを上方修正していますが、実際の経済活動を集計したハードデータの一部は軟化し始めています。 - 貿易交渉に関するポジティブなニュースが続いたことや投資家の期待が足元の株式市場のモメンタムを支えています。最近の急騰により、今後の上昇余地は限定的であると見ています。 - 米国の政策不透明感が続く中、リスク資産に対して中立的なスタンスを維持し、引き続き米国の関税への感応度が相対的に低い新興国および米国以外の先進国市場を選好しています。
債券		- インフレが高止まりし、米国債の「安全資産」としての地位に対する信認が揺らぐ中、米国債のデュレーションは、損失を抑制するヘッジ手段としての有効性が低下する可能性があります。 - 米国の関税収入は、トランプ大統領が最近発表した減税策に伴う追加コストを完全に相殺することは困難であり、財政赤字が拡大する可能性があります。 - 最近の地政学的な緊張の高まりは、エネルギー価格の上昇を通じてインフレを押し上げ、金利ボラティリティを高める可能性があります。
オルタナティブ資産		- 地政学的緊張とグローバル経済の減速を背景に、原油価格の変動性が高まっていることから、コモディティに対しては慎重なスタンスをとっています。 - プライベート資産など、構造的に分散効果をもたらすオルタナティブ資産はポートフォリオに組み入れる魅力があります。 - 当社の長期的な戦略的資産配分に沿って、オルタナティブ資産全般に対しては中立的なスタンスを維持しています。
キャッシュ		- キャッシュは、ディフェンシブな性質に加え、足元では魅力的な利回り水準がその価値を高めています。 - キャッシュまたは米国短期国債は、財政政策が不透明な局面では、ポートフォリオ全体の金利感応度を引き下げる手段となります。 - 高い短期金利が、魅力的なリスク・フリー・リターンをもたらしています。

振り子図の説明



矢印があるものは、前月末からの変化を示しています。

地域別株式：振り子の位置は株式アセット全体の中での相対的な見通しを示しています。

グロース株

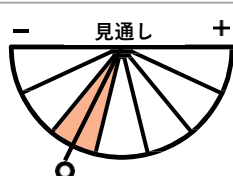
米国



- ハードデータは悪化が続き、依然として景気後退の可能性が示唆されますが、AI関連銘柄への投資熱が一部の大型グロース株を支えています。
- 株式市場での買いの広がりや株価モメンタム、業績予想の修正など、株式市場の強さを示す指標からは、米国以外の先進国株式の方が相対的に優位にあります。
- 2024年には、ITセクター全体では売上高の半分以上を海外で計上しており、関税はリスク要因の一つとなっています。「マグニフィセント・セブン」へのロング・ポジションは依然として「クラウドッド・トレード（特定の取引に投資家が集中しすぎている状態）」と見なされており、このポジションの解消はまだ完了していないと見えています。

バリュー株

米国



- 関税が多く、米国の産業の生産コストに実質的な影響を与える可能性を踏まえると、貿易協定の行方も引き続き米国にとって重要な要因です。
- 予想利益成長率は、関税の一次的、二次的影響を十分に織り込んでいないため、米国のバリュー株は、景気後退リスクを十分に織り込んでいない可能性があります。
- 関税以外にも、財政刺激策の効果減退や移民規制の強化といった景気の逆風も、米国企業の利益を圧迫する可能性が高いと思われます。

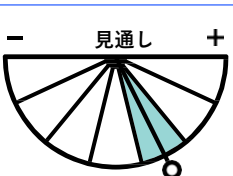
小型株

米国



- 小型株の収益は、大型株よりも景気循環のマクロ要因に対する感応度が大きいいため、景気減速の影響は大型株よりも大きくなる傾向があります。
- 小型株の実績ベースの利益成長の勢いは弱く、小型株の業績予想も下方修正がより多くなっています。
- 小型株のバリュエーション低下は、単なるセンチメントや市場のミスプライスによるものではなく、相対的に業績が劣っていることを反映しています。

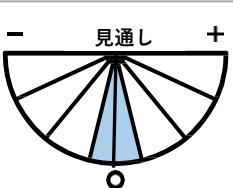
カナダ



- 関税免除措置により、カナダは当社の投資対象地域の中で、実効関税率が最も低い国となっています。ただし、堅調な経済が持続するかは、具体的な貿易協定の成立にかかっています。
- カナダは、原油を除いても、米国との間で貿易黒字を維持しており、通商合意が成立する可能性も高いと見えています。
- 過去3カ月で見ても、カナダ企業のEPS予想の下方修正幅は比較的小さく、金融・財政政策による景気刺激策の継続がさらに経済成長を後押しすると予想されます。

欧州

（英国を除く）



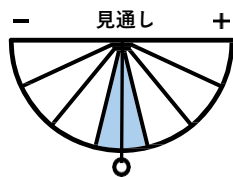
- ユーロ圏は、売上高の半分以上を海外から得ているため、関税への感応度が非常に高くなっています。貿易交渉の期限が近付く中、関税は経済にとって逆風となるリスクがより高くなっています。
- EPS予想は、関税の逆風、地政学的不確実性、ユーロ高を反映して、大幅に下方修正されています。
- 経済成長が下振れるリスクがより大きい可能性があるものの、他の先進国中銀と比較すると、欧州中央銀行（ECB）の金融緩和余地はより大きいと言えます。財政刺激策が計画されているうえ、NATO（北大西洋条約機構）関連支出は規模が大きく、経済支援効果をもたらす可能性があります。

アロケーション階層

アセットクラス 確信度

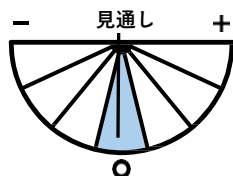
当社の見解

英国



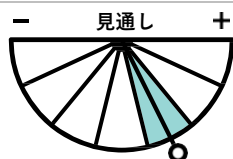
- 英国は、米国との間で最近合意した貿易協定により、米国の関税に対する感応度は限定的と見られます。
- 一方で、財政政策による景気下支えの余地は限られており、依然として高水準にあるインフレ率により、イングランド銀行による景気刺激策の実施を難しくしている可能性があります。
- こうした背景を踏まえ、相場の変動が大きい局面における英国株のディフェンシブな特性を評価し、英国株式に対して中立的なスタンスを維持しています。

日本



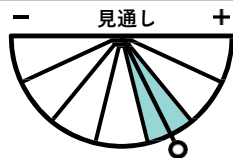
- 日本ではインフレ圧力が強まり、金融引き締めへと進んでいますが、株式市場はおおむねこうした動きを織り込んでいるようです。
- 株式市場の買いの広がりともメンタムは良好ですが、鉄鋼業、農業、自動車産業に対する米国の関税が企業収益に悪影響を与えています。
- こうした背景を踏まえ、需要の弱さも考慮し、日本株式に対して中立的なスタンスを維持しています。

オーストラリア



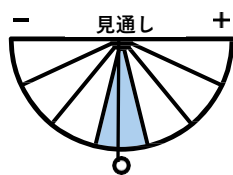
- オーストラリア経済は、米国の関税政策に対して最も影響を受けにくい地域の一つです。
- 同国の対米輸出比率は、当社の投資対象地域の中で最も低い水準にあります。
- また、同国は、追加関税による圧力に対応するための政策的柔軟性を有しています。ただし、将来的に他の地域に対し関税の影響を打ち消すような通商合意が成立すれば、オーストラリアの相対的な優位性は低下し、当社の楽観的な見通しは見直しを迫られる可能性があります。また、コモディティ価格への感応度も今後の懸念材料となる可能性があります。

新興国市場 (中国を除く)



- 新興国市場（中国を除く）の先行きの業績成長予想は、先進国を上回っています。
- 多くの新興国企業が中国と重要な貿易関係にあるため、米国による報復関税の撤回は、新興国資産に直接的・間接的に追い風となっています。
- インフレが抑制されている中、新興国の中央銀行には、必要に応じ追加的な経済刺激策を講じる余地があります。

中国



- 中国は、対米輸出品を他国に迂回させる対応力を示しており、最近では、米国への一部輸出再開に向けた枠組みも合意され、貿易量は増加しています。
- しかし、中国企業の業績の多くが国内市場に依存しており、同国は依然としてマクロ経済および構造的な逆風に直面しています。
- 政治局は7月に追加の財政刺激策を実施する可能性もありますが、不動産セクターの逆風も背景に、消費者信頼感は依然として低水準にとどまっています。

債券セクター：振り子の位置は債券市場全体の中での相対的な見通しを示しています。

米国公債

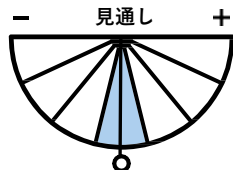


- 減税および関税を巡る不透明感がインフレ期待を押し上げ、今後数カ月にわたりイールドカーブのスティープ化が進行する可能性があります。赤字の拡大は、米国公債の外国人投資家による保有を減少させ、価格変動に敏感な投資家への依存度が高まる可能性があります。
- 有効関税率の上昇がインフレ圧力につながる可能性はありますが、FRBは2025年後半には景気支援のためハト派的な政策スタンスを強めると予想しています。
- 以上の状況を踏まえ、当社は米国公債イールドカーブにおいて、金利感応度が相対的に低い部分を選好しています。

ユーロ圏
国債

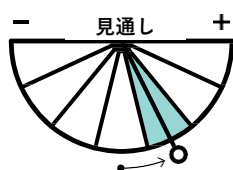
- ユーロ圏ではインフレ率が目標水準に向けて低下し、経済成長が下振れるリスクが依然として残る中、ECBは相対的にハト派的な政策スタンスを維持しています。賃金上昇圧力の緩和も、インフレのさらなる低下につながると予想されます。
- 米国との貿易交渉の難航は、ユーロ圏の経済成長を減速させる可能性が高いと見ています。
- 米国公債からの資金シフトもユーロ圏国債への需要を押し上げ、当社がユーロ圏国債に対して持つ前向きな見方をさらに支持する要因となる可能性があります。

英国国債



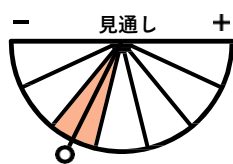
- 英国経済は緩やかな回復基調にあり、米国との貿易協定も追い風となると予想されますが、インフレは依然として根強く残っており、5月のコア消費者物価指数（住宅費を含む）は4.2%にとどまっています。
- イングランド銀行は、景気回復とインフレのバランスを取る必要がありますが、特に財政支援が手薄な中では、インフレよりも景気の弱さを重視する可能性が高いと見ています。
- 当社は英国国債について中立的なスタンスを維持しつつも、ユーロ圏国債の上昇余地をより重視しています。

カナダ国債



- 経済成長の減速と労働市場の需給の緩みが、カナダ国債に対するポジティブな見通しを支えています。
- 総合インフレは比較的抑制されているとみられ、カナダ銀行は必要に応じ利下げサイクルを継続できる見通しです。ただし、コアインフレ率は依然として高水準にあります。
- 米国における駆け込み需要の反動で、カナダからの輸出が減少しており、経済活動全体に重しとなっています。

日本国債



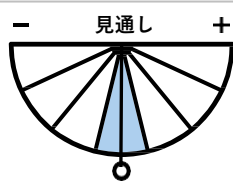
- 日本銀行はマイナス金利政策からの転換を進めており、金融政策の引き締めを開始しています。
- しかし、日銀は貿易や地政学面で不透明感が高まったことを受けて、5月と6月に利上げサイクルを一時停止しました。その結果、日本国債の10年物利回りは5月中旬に1.5%を上回った後、1.4%近辺まで低下しました。
- インフレ圧力により、政策金利は再び上昇軌道に戻る可能性があるかと予想しています。

アロケーション階層

アセットクラス 確信度

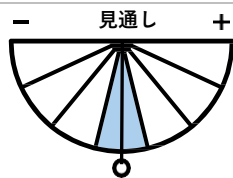
当社の見解

オーストラ リア国債



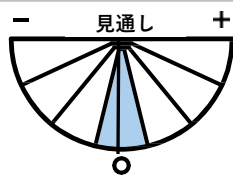
- オーストラリア準備銀行（RBA）は、変動の激しい項目を除いたCPIのトリム平均値が2021年以来初めて年率3%を下回ったことを受け、5月の政策会合で政策金利を引き下げました。
- 経済成長と雇用見通しが弱いため、追加的な景気刺激策を講じる余地が生じ、債券に追い風となる可能性があります。
- ただし、関税への感応度が低いことは、グローバル経済の改善局面においてオーストラリア経済の支えになると予想され、投資家心理を押し上げると予想されます。

投資適格 社債



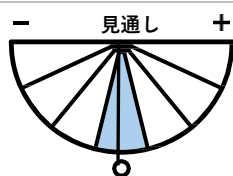
- 投資適格社債は企業の底堅いファンダメンタルズに支えられていますが、一方で企業の慎重な業績ガイダンスが懸念材料となっています。
- スプレッドは依然としてタイトで、不透明なマクロ経済環境が続く中、リスク・リターン特性の相対的な魅力は低下しています。
- こうした状況を踏まえ、当社は質の高いクレジットに対して中立的なポジションを維持し、国債のディフェンシブな特性を引き続き選好しています。

ハイ イールド 社債/ ローン



- ハイイールド債は株式と比較して底堅さを見せていますが、景気後退リスクが高まるに従い、株式とのベータが高まる傾向にあります。当社は、現在の市場がこうしたリスクを十分には織り込んでいないと見ています。
- 景気先行指標や株式市場での買いの広がりは支援材料となっていますが、クレジット・ストレスの拡大、金利上昇、レバレッジの増加が逆風となっています。
- スプレッドはタイトなものの、強いモメンタムが続いている点を踏まえ、現時点では中立的スタンスを維持しています。

新興国債券



- 新興国債券は、米国の関税が経済成長の重しとなれば、新興国中央銀行による金融緩和が支えになると予想されます。
- ただし、ハードカレンシー建て新興債券のスプレッドはタイトであり、景気後退リスクや貿易政策に起因する市場の変動リスクを十分に織り込んでいない可能性があります。
- こうした状況を踏まえ、今後数カ月間で状況の明確化を待ちながら、新興国債券に対して中立的な見通しを維持しています。

アロケーション・ビュー

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 (FTIS) では、世界各地のフランクリン・テンプルトンの最高レベルの知見を結集し、投資家の多様な目標をポートフォリオに反映させています。私たちは、政府系ファンドから公的年金、私的年金といったさまざまな機関投資家のお客様、さらには世界中のマルチアセットの個人のお客様に至るまで、サービスを提供しています。

私たちのアプローチの特徴は、資産クラスや地域を横断したトップダウンの視点を議論に基づいて集約する「投資戦略・リサーチ委員会 (ISRC)」にあります。さらに、ISRCは、フランクリン・テンプルトンのグローバル投資チームによるセクターや地域に関するボトムアップの分析を関連付け、統合します。また、ISRCは、ファンダメンタルズとクオンツ・リサーチのスペシャリストで構成される専門チームによる独自の分析により、当社全体の統一見解を形成します。

FTISは、継続的かつ協働によるパートナーシップを通じてお客様と積極的に関わり合うことでお客様固有のニーズを理解し、当社の広範なグローバルリソースと能力を活用してお客様の目標達成に努めます。これらのポートフォリオは、ISRCによって確立された枠組みの中で構築、管理、モニタリングが行われ、複数のシナリオとマーケットの各段階において、厳格な検証が行われます。

寄稿者



マックス・ゴックマン,
CFA
副最高投資責任者 (CIO)



トーマス・ネルソン,
CFA, CAIA
ヘッド・オブ・マーケット・
ストラテジー



マイルズ・サンプソン,
CFA
ヘッド・オブ・アセット・ア
ロケーション・リサーチ

1. トランプ政権は、2025年4月2日に米国の貿易相手国に対して「相互関税」と称する関税措置を発動し、この日を「解放の日（Liberation Day）」と名付けました。
2. マグニフィセント・セブンは、アルファベット、アマゾン、アップル、メタ、マイクロソフト、Nvidia、テスラの7社を指します。
3. 出所：カナダ統計局（StatCan）、カナダイノベーション・科学・経済開発省（ISED）、マクロボンド。2025年6月時点。
4. ドイツの「債務ブレーキ（Schuldenbremse）」は、2009年に制定された財政ルールで、連邦政府の構造的財政赤字を制限し、政府債務を抑制することを目的としています。
5. 出所：米国財務省 国際資本（TIC）システム。2025年4月時点。

リスクについて

すべての投資には、元本割れの可能性を含むさまざまなリスクが伴います。

株式は価格変動の影響を受け、投資元本を割り込むことがあります。**大型株**は、市場環境や経済状況により投資家の選好から外れる可能性があります。**中小型株**は大型株に比べて、より大きなリスクを伴い、ボラティリティがより高くなる傾向があります。

債券には金利リスク、クレジットリスク、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。債券自体の信用格付け、あるいは発行体、保険会社、保証人の信用力や財務状況の変化は、債券の価値に影響を与える可能性があります。**低格付けのハイイールド債**は、価格の変動が大きく、流動性が低く、デフォルトのリスクが高くなります。

異なる戦略、資産クラス、投資対象間で**資産を配分**しても、必ずしも有益ではなく、望んだ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より高くなる可能性があります。

コモディティ関連の投資は、コモディティ指数の変動、投機的取引、金利動向、天候、税制および規制変更などのさらなるリスクが伴います。

国際投資は、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、政府による経済への関与が依然として強いいため、他の多くの国と比べてより大きな規制リスクにさらされると予想されます。

上場企業への投資とは対照的に、**非上場企業への投資**は、企業に関する情報開示が限られており、流動性も低いため、上場企業への投資に比べてリスクが高くなります。

アクティブ運用は、利益の獲得や市場下落からの保護を保証するものではありません。分散投資は利益を保証するものでも、損失を防ぐものでもありません。

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・テンプ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、元本の割り込みの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・テンプ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・テンプルトン（「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も解釈されるものでありません。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、情報はすべての法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。個別の法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・テンプルトンの機関投資家向け窓口にご相談ください。

【当資料に関するご注意】

- 当資料は、フランクリン・テンプルトン（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」）が作成した説明資料を、フランクリン・テンプルトン・ジャパン株式会社が翻訳したものです。
- 当資料は情報提供を目的としてのみ作成されたもので、特定の金融商品等の推奨や勧誘を目的とするものではありません。
- 当資料は、FTが信頼性が高いと判断した各種データ等に基づいて作成したのですが、その完全性、正確性を保証するものではありません。
- 当資料のデータ、運用実績等は過去のものであり、将来の運用成果を示唆・保証するものではありません。また、当資料に記載される見解は作成時点のものであり、予告なく変更されることがあります。
- 当資料に指数・統計資料等が記載される場合、それらの知的所有権、その他一切の権利は、その発行者に帰属します。
- 当資料はFTの許可なく複製・転用することはできません。

フランクリン・テンプルトン・ジャパン

商号：フランクリン・テンプルトン・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



FRANKLIN
TEMPLETON