

Franklin Templeton Investment Solutions アロケーション・ビュー

季節要因を踏まえた投資判断



概要

当社の見方によると、世界のマクロ経済環境はリスク資産にとって引き続き追い風となっています。底堅い経済成長が続き、インフレも落ち着いており、金融・財政政策も総じてリスク資産を下支えする要因となっています。企業のファンダメンタルズも良好であるようと思われ、業績見通しの上方修正が相次いでいます。

こうしたプラス要因がある一方で、特に米国株式市場を中心にバリュエーションの割高感が強まっています。米国の実効関税率が大幅に上昇する中で、関税による企業収益への影響は市場に十分に織り込まれていないと考えられます。

今月のレポートでは、季節要因も投資判断の重要な要素として考慮しています。過去の米国株式市場を分析すると、9月は年間で最も超過リターンが低く、ボラティリティが高まる傾向が見られます。

以上の状況を踏まえ、マクロ経済環境は良好であるものの、全体の資産配分では株式に対して中立的なスタンスを維持しています。市場が調整局面を迎える可能性があり、その場合にはバリュエーションの割高感が薄れ、投資家心理が落ち着きを取り戻すと考えられるため、そのタイミングを見極める方針です。債券についてはアンダーウェイトを維持しています。財政の持続可能性に対する懸念、米連邦準備制度理事会（FRB）の独立性をめぐる議論、政策に対する過度な期待などを背景に、長期金利に上昇圧力がかかっています。

主要なマクロテーマと当社の見解

底堅い成長シナリオ

- 景気先行指標は米国を中心に強込んでおり、世界経済が底堅く推移している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を見る限り、最近までの悲観的な見方が改善しており、企業の業績予想も上方修正されています。
- 米国の貿易政策に対する見通しがより明確になったことで、不確定性が和らぎ、株式に対する楽観ムードに拍車をかけています。一方、実際の経済活動を集計したハードデータにはまだ大きな悪化は見られません。

不透明感を増すインフレ見通し

- 大半の先進国ではインフレは依然として抑制されていますが、関税がインフレ鈍化傾向に影を落とし始めている兆候が見られます。
- 実効関税率の上昇はインフレに無視できない影響を与えると予想されます。
- 米露関係が改善に向かう中で、中東における地政学的リスクが一時的に後退したことから、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。
- 2026年に向けてFRBは一段とハト派寄りの金融政策を採用すると予想されますが、政治的な介入の影響にも留意する必要があります。
- 欧州中央銀行（ECB）に関しては、緩和的な政策環境により、追加利下げの余地が縮小する可能性もあります。一方、新興国の中央銀行は、金融緩和の余地がより大きい状況にあります。

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

- 関税や成長、業績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。
- これにより「ゴルディロックス（適温経済）」の環境が生まれ、投資家心理は一段と高まっていますが、さらなる上昇余地は限定的と見られます。
- こうした状況を背景に、季節要因やバリュエーションの割高感などを踏まえ、株式リターンの短期的な見通しを引き下げました。

株式リスクの分散

- 米国大型株については、堅調な経済成長と好調な企業業績を踏まえ、比較的楽観的な見通しを維持しています。投資家の間でAIブームが再燃していることも一部のグロース株を支えています。
- 日本株については、業績予想の下方修正が相次いでいることから、見通しを引き下げました。
- 新興国（中国を除く）については、米国の関税引き上げの影響で財の需要が世界的に落ち込んでいることから、これまでより慎重な見方をしています。

国債をアンダーウェイト

- 債券については、投資先を厳選しています。米国と日本では長期金利に上昇圧力がかかっているため、デュレーションを短期化し、金利上昇による価格下落リスクを抑えています。
- 財政の持続可能性への懸念を受け、米国債の安全資産としての地位が揺らいでおり、結果として市場の需給環境が悪化しています。
- 債券全体では、関税が世界経済の成長に及ぼす影響を注視しながら、英国債およびカナダ国債を選好しています

世界のマクロ経済環境はリスク資産にとって引き続き追い風となっています。底堅い経済成長が続き、インフレも落ち着いており、金融・財政政策も総じてリスク資産を下支えする要因となっています。企業のファンダメンタルズも良好であるように思われ、業績見通しの上方修正が相次いでいます。ただし、米国の関税引き上げの影響はまだ消費者に完全には波及しておらず、今後は経済成長が減速するとともに、インフレにも上昇圧力がかかると予想されます。

こうした状況だけを考慮すれば、リスク資産に対して強気の見方を維持することが望ましいと考えられ、ファンダメンタルズが堅調である限り、株式市場の上昇基調が続くと予想されます。しかし、バリュエーションに割高感があることは無視できない要因となっています。また、9月は1年で最も株価が下がりやすい月とも言われており、こうした季節要因も考慮する必要があります。

リスク資産に対して強気の見方をとるとすれば、その根拠としては、北米と欧州で発表された景気先行指標が良好な結果であったことが挙げられます。また、製造業とサービス業の両部門において経済活動が活発化しています¹。関税による物価上昇圧力を受け、これまでのディスインフレ傾向に歯止めがかかっていますが、インフレ率は許容可能な水準にとどまっており、物価上昇圧力は一時的なものと考えられます。米国の労働市場に軟化の兆しが見られることは懸念材料ですが、これによってFRBが9月（あるいは近い将来）に利下げに踏み切る可能性が高まっています。

さらに、マクロ経済環境の悪化が予想されているにもかかわらず、企業の業績見通しは下振れていません。それどころか、売上高と収益の両方で見通しが改善しています。世界の上場企業の収益は2026年に前年比12.9%増加すると見込まれており、今年の収益の伸びを上回ると予

想されています。一方、直近12ヵ月の収益の伸び（実績）は前年同期比で8.4%となっています²。2025年には米国企業の収益の伸びが目立っていますが、2026年には米国以外の先進国でも収益が大幅に改善すると予想されています。

こうしたプラス要因がある一方で、特に米国株式市場を中心にバリュエーションの割高感が鮮明になっています。当社のフェアバリュー・モデルでは、企業の収益性、成長率、および金利動向に基づいてS&P500株価指数の適正水準を算出しており³、このモデルによると、株価は割高な水準にあると考えられます。また、米国の実効関税率の大幅な上昇が株価に織り込まれていることを示す証拠もほとんど見られません。

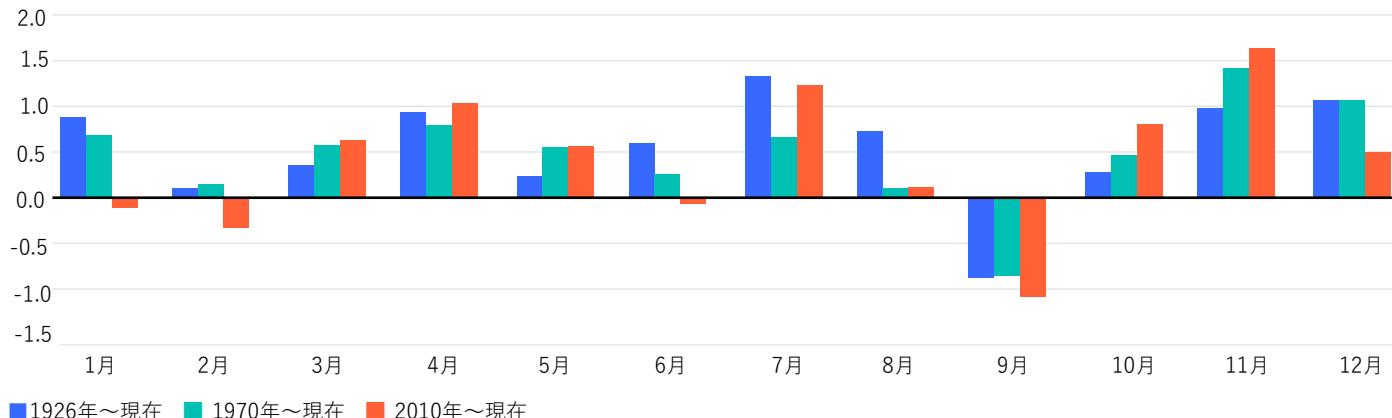
株価が上昇基調にあることを踏まえると、投資家心理やポジションは当社が想定していたほど弱気に傾いていませんが、株式市場の継続的な上昇を支える力は弱まりつつあります。今月のレポートでは、季節要因も投資判断の重要な要素として考慮しています。過去の米国株式市場の分析によると、9月は年間で最も超過リターンが低く、ボラティリティが高まる傾向が見られます。

マクロ経済環境は良好であるものの、以上の状況を踏まえ、全体の資産配分では株式に対して中立的なスタンスを維持しています。市場が調整局面を迎える可能性があり、その場合にはバリュエーションの割高感が薄れ、投資家心理が落ち着きを取り戻すと考えられるため、そのタイミングを見極める方針です。債券についてはアンダーウェイトを維持しています。財政の持続可能性に対する懸念、政策に対する過度な期待、FRBの独立性をめぐる不確実性などを背景に、長期金利に上昇圧力がかかっています。したがって、現在の水準ではデュレーションを長期化することには消極的であり、金利感応度の低いキャッシュを選好しています。

9月は波乱の展開

歴史的に見ると、9月のリスク調整後リターンは非常に低い

図表1：S&P 500株価指数の月次シャープレシオ（年率換算）



■ 1926年～現在 ■ 1970年～現在 ■ 2010年～現在

出所：Matlab

- 出所：S&P グローバル購買担当者景気指数（PMI）速報値、8月21日現在
- 出所：FTIS、MSCI オール・カントリー・ワールド・インデックスを参照、2025年8月25日現在。インデックスは運用されておらず、インデックスに直接投資することはできません。インデックスには手数料、経費、販売手数料は含まれていません。過去の成績は、将来の成績を予測または保証するものではありません。推定、予測、または予想が実現することを保証するものではありません。
- 出所：FTISによる年平均リターン（AAR）の前提、S&P、ブルームバーグ

新興国市場への投資意欲の減退

マクロ経済環境は比較的良好であるものの、9月を迎えるにあたり、新興国株式に対する見通しを引き下げました。インフレや経済成長などの動向は新興国株式を下支えする要因となっていますが、関税の影響は依然として不透明となっています。アジア新興国は輸出依存度が高く、グローバル・サプライチェーンに深く組み込まれています。新興国のデータを詳細に分析すると、米国の関税政策はアジア新興国に大きな影響を及ぼしています。

韓国と台湾はMSCI エマージング・マーケット・インデックスにおいて約45%の割合を占めており、両国は半導体市場で大きなシェアを握っています。AI向け高性能半導体の需要は依然として旺盛ですが、米国に輸出される半導体に対して報復関税が課された場合、両国の半導体企業の価格決定力は低下し、業績の圧迫要因となる恐れがあります。トランプ大統領は、外国産の半導体に関税を課することで、米国への投資を促すことを計画しています。こうした中で、アジアに製造拠点を持つ半導体関連企業にとっては不確実性が高まっています。また、米国の半導体企業が中国市場向けに販売する半導体について、売上の一部を米政府に支払う契約が結ばれたことも、半導体企業の営業利益を圧迫する要因となっています。

アジア新興国に対しては、半導体以外にも幅広い品目に関税が課されており、これらの国は他の地域と比べて大きな負担を強いられています。インドから米国への輸出には一律50%の高関税が課されており、台湾と韓国からの輸出についてもそれぞれ20%、15%の関税率が適用される見通しです。

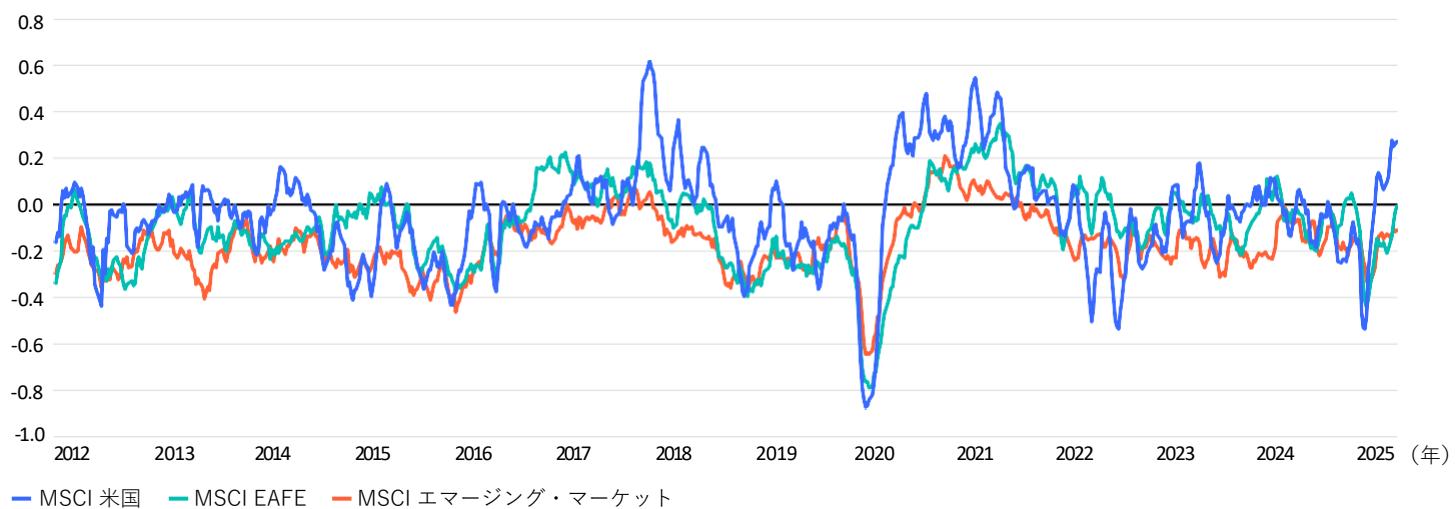
アジア新興国の輸出は依然として堅調に推移しているものの、企業の利幅は縮小し、収益の伸びも鈍化し始めています。新興国企業は2025年の業績予想を下方修正しており、収益の伸びは10.3%にとどまる予想されています。これに対して、米国企業の収益の伸びは11.3%となる見通しです⁴。

当社は中国に対しても慎重なスタンスを維持しています。実際に、同国の景気先行指標は軟調に推移しています。MSCI 中国インデックスの構成企業は、収益の約9割を国内市場に依存しているため、内需の停滞、労働市場の弱さ、および消費者マインドの低迷などは中国株式に対する重要なリスク要因であると言えます。中国の株式市場は足元で上昇していますが、これはマクロ経済環境の悪化を受けて政府が政策支援を強化するとの思惑から、個人投資家が積極的に株式を購入していることによるものと考えられます。しかし、当社では、政府の政策支援は当面のところ限定的なものにとどまる見通しです。

新興国企業の業績予想

新興国企業の業績予想修正は、先進国市場の企業に比べて発表が遅れる傾向がある

図表2：MSCI インデックスを構成する上場企業における業績の上方修正と下方修正の割合



出所：ブルームバーグおよびアナリスト予想データベース（IBES）

4. 出所：FTIS、2025年8月25日現在。推定、予測、または予想が実現することを保証するものではありません。

米国株式については、小型株よりも大型株を引き続き選好していますが、米国株式市場全体に対しては中立的なスタンスを維持しています。グロース株、特に「マグニフィセント・セブン」銘柄は上昇基調で推移していますが、世界のファンド・マネージャーによると、市場参加者のポジションがこれらの銘柄に過度に集中しているため、注意する必要があります。また、当社の分析では、これらの銘柄は関税リスクの影響を受けやすい状況にあります。

米国は、当社が投資対象とする地域の中でマクロ経済環境が最も良好な国であると考えられます。S&P500構成銘柄の株価は、長期移動平均を大きく上回って推移しています。しかし、好決算サプライズがあっても、株価上昇につながらないケースが見られます。さらに、米国の大株についても、バリュー株を中心に2026年の業績予想が下方修正され始めています。このことは、当社がマクロ経済見通しを引き下げていることと整合しています。

国債をアンダーウェイト

当社は米国債に対して悲観的な見方を維持しており、特に金利リスクの大きい長期国債については慎重な姿勢を崩していません。マクロ経済環境が堅調に推移している中で、リスク選好の動きが強まっており、株価の上昇を後押している一方で、国債価格には下落圧力がかかっています。また、米国債投資家にとっては、プラス要因よりもマイナス要因の方が大きいと考えられます。

関税による物価への影響がまだ完全に浸透していない中で、インフレは依然として国債市場を左右する最大の要因となっています。米国の消費者はすでに耐久消費財や電子機器の価格上昇に直面しており、在庫調整が進むにつれてさらなる物価上昇が予想されます。企業がコスト上昇分を消費者に転嫁する中で、関税による物価への影響は2025年下半期にピークを迎えると見込まれます。インフレ圧力の兆候はすでに現れており、コア消費者物価指数（CPI）は7月に前年同月比3.1%の上昇となり、6月の2.9%から伸び率がやや加速しました⁵。さらに、米国の消費者のインフレ期待はここ数カ月にわたり後退していましたが、再び上昇に転じています⁶。

その他では、日本とオーストラリアの株式の見通しを引き下げました。日本企業については、売上減少に伴って利益が徐々に減少しています。将来の業績見通しは堅調でしたが、足元では急速に悪化しています。日本は輸出主導型経済であり、対米輸出や円安に支えられている面があるため、関税引き上げや金融政策の正常化といった要因は日本経済に悪影響を及ぼすと考えられます。景気先行指標が弱含んでいることも、当社の見方を裏付ける要因となっています。

オーストラリアの株式については、中立的な見通しに引き下げました。米国はオーストラリアに対する関税率を低く抑えていますが、米国が主要貿易相手国と通商協定を締結したことで、オーストラリアの優位性が相対的に低下しています。中国経済が低迷している中で、オーストラリアが中国経済に大きく依存していることも懸念材料と言えます。

労働市場の弱さと、賃金上昇の鈍化に伴うディスインフレ効果により、関税によるインフレ圧力が相殺される可能性があります。しかし、今後数カ月において経済成長とインフレが相反する政策シグナルをもたらす可能性があるため、FRBは難しい政策運営を強いられる可能性があります。さらに、トランプ政権はFRBに景気刺激を優先するよう圧力をかけていることもFRBの政策運営を複雑にしています。当社はFRBが9月に利下げに踏み切ると予想していますが、今後1年間にわたりハト派的な政策運営への期待が高まっていることにも注目しています。

マクロ要因に加え、財政の持続可能性への懸念も米国債に対して慎重な姿勢を維持する理由となっています。米国債が増発される一方で、安全資産としての米国債に対する需要が後退していることで、長期国債利回りに上昇圧力がかかっています。

国際的な視点からは、ユーロ圏国債に対する見通しを引き下げました。一方、英国のマクロ環境が脆弱であることを踏まえ、英國国債を選好しています。英国では労働市場の弱さと経済成長の低迷に加え、増税や福祉給付制度改革といった形で財政引き締めが行われていることから、経済環境がさらに悪化しています。したがって、インフレが沈静化する中で、イングランド銀行（BoE）は市場コンセンサス以上に金融緩和を進めると考えられます。一方、ユーロ圏では堅調な経済成長、ドイツの財政拡張、および制約の少ない政策環境を背景に、欧洲中央銀行（ECB）の金融緩和余地は限定的となっています。

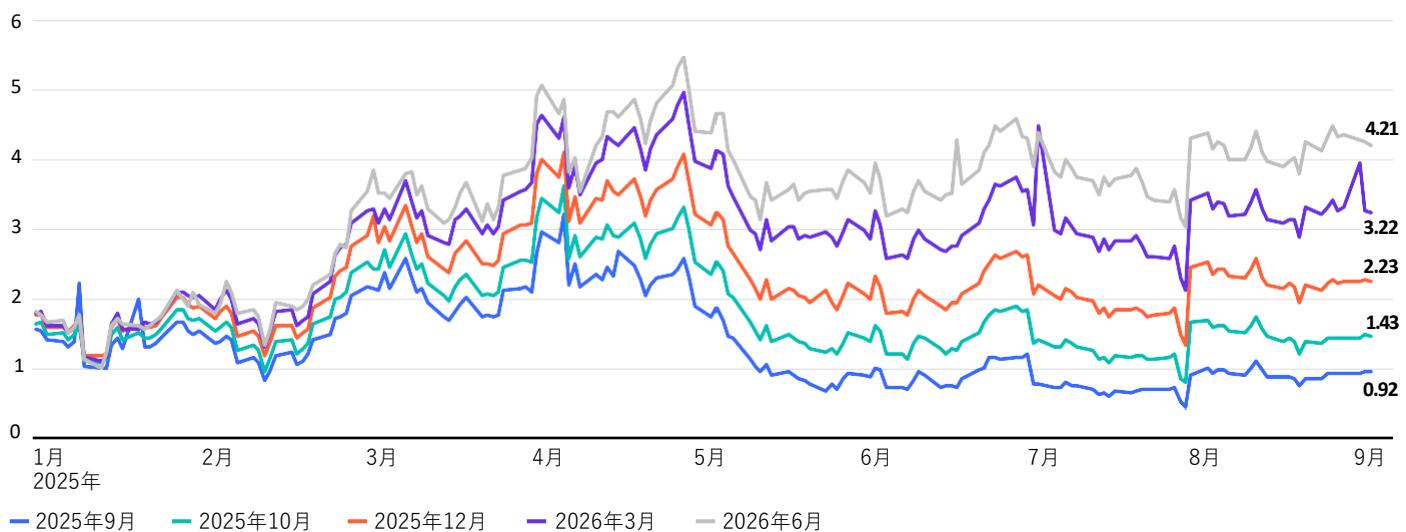
5. 出所：米国労働省労働統計局－消費者物価指数（CPI）インフレ率」2025年7月

6. 出所：カンファレンス・ボード－12ヵ月先のインフレ期待。推定、予測、または予想が実現することを保証するものではありません

金融緩和に対する過度な期待

市場は現在、FRBが2026年6月までに4回以上の利下げを行うと予想している

図表3：2025年9月～2026年6月までのフェデラルファンド金利の引き下げ回数に対する市場予想の推移



クレジットと株式の相関

クレジット市場は堅調に推移しています。株式市場を史上最高値へと押し上げているのと同じマクロ環境や企業のファンダメンタルズがクレジット市場に影響を及ぼしています。業績の伸びや利益率の拡大に加え、緩和的な金融状況や低水準のレバレッジを背景に、投資適格社債とハイイールド社債のスプレッドは極めてタイトな水準で推移しています。しかし、スプレッドが「過度に楽観的な状況」を織り込んだ水準にある一方で、景気減速や雇用市場の軟化が継続する可能性があることから、これらの資産から得られるリスク調整後リターンが抑えられると見込まれます。企業収益が悪化する一方で、金利が高止まりした場合、スプレッドは拡大に転じる恐れがあることから、当社はこの資産クラスに対して中立的な見方を維持しています。

新興国の中央銀行は景気対策として金融緩和に前向きであるものの、当社は新興国債券についても中立的な見方を維持しています。キャリーは魅力的な収益源ですが、今後数ヵ月において関税や成長をめぐる不透明感を背景にスプレッドが拡大する可能性があると予想されます。

アロケーション・ビュー：2025年9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

株式



当社の見解

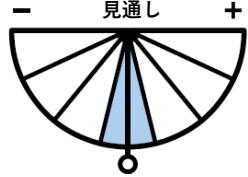
- 貿易交渉、経済成長、企業業績に関するポジティブなニュースを受け、株価の上昇基調が続いています。
- これにより「ゴルディロックス（適温経済）」の環境が生まれ、投資家心理は一段と高まっています。ただし、現時点ではバリュエーションが割高であり、季節的なマイナス要因が存在する中で、さらなる上昇余地は限定的と見てています。
- こうした状況を踏まえ、リスク資産に対して中立的なスタンスを維持しており、米国の実効関税率の上昇による世界経済への影響を注視しています。

債券



- 債券については、投資先を厳選しています。米国と日本では長期金利に上昇圧力がかかっているため、デュレーションを短期化し、金利上昇による価格下落リスクを抑えています。
- 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。また、米連邦準備制度理事会（FRB）の独立性に対する懸念も高まっています。
- インフレはほとんどの先進国で依然として抑制されていますが、関税が物価上昇圧力に影響を及ぼし、広範なインフレ鈍化傾向に影を落としている兆候が見られます。

オルタナティブ資産



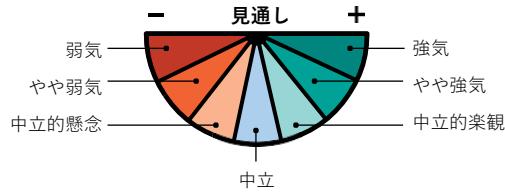
- 地政学的緊張を背景に、原油価格の変動性が高まる可能性があることから、コモディティに対しては慎重なスタンスをとっています。
- 一方、プライベート資産のように、分散効果をもたらすオルタナティブ資産に魅力を感じています。
- 当社の長期的な戦略的資産配分に沿って、オルタナティブ資産全般に対しては中立的なスタンスを維持しています。

キャッシュ



- 足元の経済環境は、キャッシュの持つ安定性や魅力的な利回り水準が評価されやすい状況にあります。
- 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。
- 短期金利が高水準にあるため、無リスクで魅力的な利回りが得られる状況にあります。

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。

アロケーション階層

アセットクラス 確信度

当社の見解

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

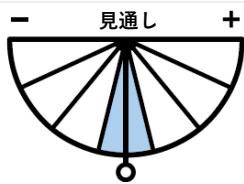
米国



- 労働市場は軟化の兆しを示しているものの、米国経済は底堅さを維持しています。人工知能（AI）関連銘柄への人気が一部大型グロース株を支える状況が続いています。
- 4-6月期決算は予想を大幅に上回る内容となり、企業の業績予想は前四半期から回復しています。
- 貿易政策は依然として主なリスクであり、投入価格の上昇により、最終消費者の負担が増大し、企業の利益率が圧迫されています。

バリューストック

米国



- 歴史的に米国株は、マクロ経済の不確実性が高い局面では、相対的にディフェンシブな傾向を示してきました。加えて、業績改善の裾野が広がっており、幅広いスタイルやセクターにおいて業績の伸びが予想を上回っています。
- 投資家心理が底堅く推移する一方で、関税措置や、投入コストの上昇により、米国の企業業績が圧迫される可能性があります。
- 関税引き上げに伴って企業業績が悪化する可能性があり、S&P500株価指数が大幅に下落する恐れがあります。一方、企業の価格転嫁がどの程度進むかは依然として不透明です。

小型株

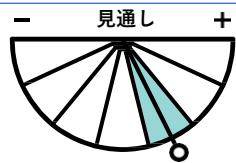
米国



- 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。
- さらに、小型株は金利に対する感応度が高く、原材料コストの上昇を吸収する利益率の余裕が非常に小さく、中間財の輸入への依存度も高いことから、関税の影響を受けやすいと見られます。
- 小型株は大型株と比べて、財務の健全性に対する懸念が大きく、関税による影響も受けやすいと考えられます。小型株は全体として黒字企業の割合が少なく、収益性が低く、負債水準が高くなっています。

カナダ

カナダ



- カナダについては一部の品目で関税が免除されているため、同国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、実効性のある貿易協定の締結にかかっています。
- 金融・財政両面からの景気刺激策により、さらなる経済成長が予想されます。
- 過去3ヶ月で見ても、カナダ企業の1株当たり利益（EPS）予想の下方修正幅は比較的小さくなっています。株価の上昇基調が続いていること、物色の対象が広がっていることは、強気の投資家心理を反映していると考えられます。

欧州

（英国を除く）



- 最近の貿易交渉の合意にもかかわらず、ほとんどの品目に15%の関税が課され、アルミニウム、鉄鋼、および自動車などの品目に対してはより高い関税が適用されており、関税リスクは依然として高水準にあります。関税引き上げに伴う駆け込み需要が減退する中で、製造業活動は縮小に転じる可能性があります。
- ユーロ圏内のマクロ経済が軟化していることも、ユーロ圏株式を圧迫していくと予想され、これは既にEPS予想の下方修正につながっています。
- 一方、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。また、財政刺激策が計画されており、このことも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

英国



当社の見解

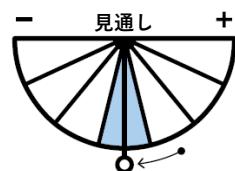
- ・ 英国は米国との貿易協定を締結したこと、米国の関税から受ける影響は限定的にとどまると見込まれます。
- ・ 一方で、経済成長が停滞する中、財政赤字やインフレに対する懸念を踏まえると、政策による下支えの余地は限られています。
- ・ 英国企業の業績の伸びは2025年に比較的低調にとどまる予想されていますが、翌年にはやや持ち直す可能性があります。

日本



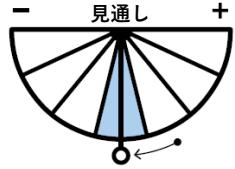
- ・ 直近の実績ベースの利益は鈍化しており、将来予想利益は大幅に下方修正されています。
- ・ 景気先行指標も弱含んでおり、米国への日本製品の輸出に対して15%の関税率が発動されたことが影響を及ぼしています。このことは、企業収益を損ない、経済成長を鈍化させると予想されています。
- ・ 日本では、インフレが差し迫った懸念材料となっており、金融政策による景気刺激策が実施される可能性は低いと見込まれます。

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。しかし、米国との主要な貿易協定が締結されたことを受け、現在では関税回避の拠点としての同国の立場は相対的に低下しています。
- ・ オーストラリア経済の生産性が低迷している中で、オーストラリア準備銀行（RBA）は成長見通しを下方修正しました。この背景には、中国経済の低迷が長引いていることがあります。
- ・ 同国は政策的柔軟性を有していますが、持続的な賃金上昇により、インフレ圧力が高まる可能性があります。これにより、RBAによる金融緩和の余地が限定的となる恐れがあります。

新興国市場
(中国を除く)



- ・ 世界的に需要が減退している中で、アジア新興国の輸出業者は、テクノロジーや資本財の分野において輸出の勢いが鈍化しています。
- ・ 米国は新興国に対して高関税を課しており、これにより需要が一段と減少しています。半導体分野の品目別関税をめぐる不透明感も需要に影響を与えています。
- ・ その結果、製造業購買担当者景気指数（PMI）は悪化しており、将来の利益予想も下方修正されています。

中国



- ・ 中国企業全体の売上高のうち、米国市場から得られる売上高は全体の3%程度に過ぎません。したがって、米国との貿易合意は中国経済の状況を劇的に変えるものにはなりません。8月における中国株式の大幅な上昇は、景気刺激策への期待感から個人投資家が積極的に株式を購入したことによるものと考えられます。
- ・ 不動産セクターの悪化、労働市場の弱さ、および低水準の消費者信頼感により、国内需要は引き続き停滞しています。
- ・ 業績予想は下方修正されており、景気先行指標も軟調です。また、関税措置の発動を前にした駆け込み需要が落ち着いたことで、製造業と鉱工業生産も勢いを失い始めています。

アロケーション階層

アセットクラス 確信度

当社の見解

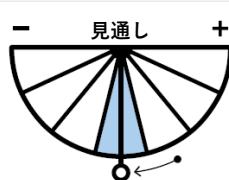
債券セクター：振り子の位置は債券市場全体の中での相対的な見通しを示しています。

米国国債



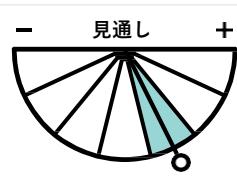
- 減税および関税を巡る不透明感がインフレ期待を押し上げ、今後数ヵ月にわたりイールドカーブのステイプ化が進行する可能性があります。赤字の拡大は、米国債の外国人投資家による保有を減少させ、価格変動に敏感な投資家への依存度が高まる可能性があります。
- 当社は、パウエルFRB議長がジャクソンホールでの講演で、雇用に対する下振れリスクを強調したことに注目しています。しかし、実効関税率の上昇はインフレを押し上げる要因になると予想されます。このことを踏まえると、金融市場はFRBの利下げに対して過度に楽観的になっていると考えられます。
- 以上の状況を踏まえ、当社は米国国債イールドカーブにおいて、金利感応度が相対的に低い部分を選好しています。

ユーロ圏 国債



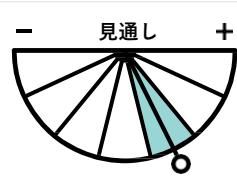
- ディスインフレの継続や、関税による経済への悪影響を受け、欧州中央銀行（ECB）は追加緩和に踏み切る可能性があります。
- しかし、経済は比較的底堅く推移しており、ドイツは財政拡張に方針転換しているため、ECBが金融緩和に踏み切ることが困難となる可能性があります。
- 米国国債からの資金シフトがユーロ圏のデュレーションへの需要を押し上げる可能性がありますが、長期債利回りに上昇圧力が高まっている中で、ユーロ圏の国債に対する需要は停滞しています。

英国国債



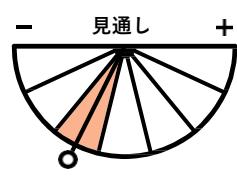
- 賃金の伸び鈍化、労働市場の軟化、および差し迫っている財政引き締めにより、英国国債の魅力度が増しています。
- 英国政府は財政赤字を縮小するために増税を迫られる可能性があります。増税が行われた場合、経済成長が鈍化し、労働市場がさらに悪化する可能性があります。
- 弱いマクロ経済環境を考慮すると、市場は利下げの可能性を十分に織り込んでいないと考えられます。ただし、インフレが根強く続いているため、イングランド銀行は利下げに慎重な姿勢を維持する可能性があります。

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。
- 総合インフレ率は比較的抑制されているため、カナダ銀行は利下げサイクルを継続できる見通しです。
- 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



- 長期ゾーンの利回りは引き続き上昇していますが、根強いインフレ圧力を踏まえると、リスク/リターン特性は依然として魅力に欠けていると考えられます。
- 日本銀行（BoJ）はインフレ抑制に向けて金融政策の正常化を継続しており、このことが利回り上昇のモメンタムに影響を与えています。構造的な賃金上昇圧力が、インフレをさらに押し上げ、日銀の利上げサイクルを後押しする可能性があります。
- 経済が低調に推移しているため、日銀は金融引き締めを進めることが困難となる可能性があります。一方、最近の選挙結果により、新たな財政支援の可能性が高まっています。

アロケーション階層

アセットクラス 確信度

オーストラリア国債



当社の見解

- 変動の激しい項目を除いたCPIのトリム平均値が引き続き3%を下回る中で、オーストラリア準備銀行は8月の政策会合で政策金利を引き下げました。
- しかし、オーストラリア準備銀行はデータ次第の姿勢を維持しており、労働市場の堅調さや経済成長の先行指標の改善を根拠に追加金融緩和を見送る可能性があります。
- 賃金の持続的な伸びにより、インフレ上昇圧力が強まる可能性があります。

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、低調なマクロ経済予測を背景とした企業の慎重な業績見通しが懸念材料となっています。
- 金融状況は改善しているものの、クレジット・スプレッドは依然としてタイトであり、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



- スプレッド・モメンタムや株式市場における物色の広がりといったテクニカル指標は、ハイイールド債の支援材料となっています。一方、雇用情勢の冷え込みやインフレ率の上昇がハイイールド債のマイナス要因となっています。
- 収益性が低下する一方で、金利が高止まりすれば、市場は不安定化し、クレジット・スプレッドのばらつきが拡大する可能性があります。
- 割高なバリュエーションや成長リスクにより、これらの資産から得られるリスク調整後リターンが抑えられています。特に季節要因による弱さを踏まえると、その傾向が強まると見込まれます。

新興国債券



- 米国の関税が経済成長の重しとなれば、新興国の中央銀行は金融緩和に踏み切る可能性があり、その場合には新興国債券は恩恵を受けると考えられます。
- ただし、外貨建て新興国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、今後数ヵ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

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、より大きなりスクを伴い、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、有益であるとは限らず、期待した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、地理的に広く分散された戦略に比べて、ボラティリティが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一層大きくなります。**中国への投資**は、政府による経済への関与が依然として大きいため、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、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が、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はありません。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。

フランクリン・テンプルトンは、環境・社会・ガバナンス（ESG）に関する運用能力を有していますが、すべての運用戦略やそれに関連する商品が、投資プロセスにおいて「ESG」を考慮しているわけではありません。

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、将来的運用成果を示唆・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

