

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

強固なファンダメンタルズに着目



概要

最近の市場変動にもかかわらず、強固なマクロ経済および企業のファンダメンタルズを背景に、12月に向けた株式市場の見通しについては、慎重ながらも楽観的な見方を維持しています。景気先行指標がプラス圏を維持しており、世界経済の成長は総じて健全に見え、経済活動も堅調に推移しています。地域ごとにばらつきは見られますが、データは概ねリスク資産にとって支援的な内容となっています。一方で、インフレは目標水準に向けた最後の一步（ラストワンマイル）に苦戦しているものの、デysinフレの傾向は維持されています。

労働市場の弱さや関税の不確実性には注視が必要ですが、当社のリスクオンの姿勢を揺るがすほどの懸念材料ではありません。さらに、人工知能（AI）バブルへの懸念は時期尚早であり、2000年代初頭の「ドットコム・バブル」との誤った比較によるものだと考えています。

このような背景から、当社は株式のオーバーウェイトを維持し、債券のアンダーウェイトでバランスを取っています。根強いインフレと財政赤字の拡大は、長期国債利回りに上昇圧力を加えています。オルタナティブ資産は引き続き分散とヘッジの機会を提供しています。

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、AI関連の設備投資や富裕層による消費に支えられ、底堅く推移しています。
- 関税によるテールリスクの低下は、第3四半期の好調な決算やガイダンスに示されるように、企業のセンチメントと収益を支えています。
- 米国経済は堅調さを示していますが、労働市場データについては引き続き注視しています。労働市場は強い状態からは軟化していますが、崩壊に至っているわけではありません。

均衡のとれたインフレ見直し

- インフレ率は多くの先進国で中央銀行の目標を上回っており、関税による上振れ圧力が加わり、今年末まで複雑な状況が続くと予想されます。
- 米国企業は足元では、利益率を縮小させることで関税によるインフレ圧力を吸収しています。しかし今後は、企業がコスト増を消費者に転嫁し始めるため、コア財インフレにさらなる影響が及ぶと予想しています。
- 住居費の低下や賃金上昇の鈍化を受けてサービスインフレは緩和しており、その他のインフレ圧力を相殺する要因となっています。

緩和方向の金融政策

- データの可視性が限られるため、米連邦準備制度理事会（FRB）は足元の利下げを見送る可能性が高い一方、12ヵ月見直しでは追加緩和が行われるとみています。
- とは言え、堅調な経済と複雑なインフレ動向を考慮すると、市場が期待する緩和の規模は楽観的すぎると考えています。
- 主要国において、財政政策は資産価格への影響力を強めています。米国の税還付が関税の逆風を相殺する公算が大きく、日本やドイツの景気刺激策も市場の支援材料となる可能性があります。

ポートフォリオ構築における主要テーマ

慎重ながらも強気のスタンス

- 業績予想の上方修正や良好な企業の見通しが株式市場のモメンタムを支えており、これらがバリュエーションへの懸念を打ち消していると考えています。
- 景気先行指標および現在の経済指標は引き続きプラスであり、購買担当者景気指数（PMI）データと同様に、リスク資産を支えています。
- 最近の株式市場の調整局面において、センチメントは悪化しましたが、これはリスク資産にとってプラス要因であり、バリュエーションへの懸念を相殺すると考えています。

新興国株式の機会

- 堅調な企業収益と支援的なマクロ環境を背景に、小型株や他地域の株式と比較して、米国大型株に対する楽観的な見方を維持しています。
- 中国を除く新興国市場については、利益成長への期待が急速に高まっており、マクロ環境も良好です。こうした要因から、当社は同地域に対してより建設的に見えています。
- 一方、米国を除く先進国市場株式に対しては、利益成長見通しの弱さとマクロ環境の悪化を踏まえ、より慎重な見方へと修正しました。

国債をアンダーウェイト

- FRBの金融緩和に対する市場の長期的な期待は、楽観的すぎると見えています。一方、他の地域の中央銀行は、最近タカ派的な姿勢を強めています。
- 主要国では、政府が成長刺激のために歳出拡大や減税を行っており、財政赤字が拡大しています。これに伴う利回りへの影響を踏まえ、デュレーションについては選別的な姿勢をとっています。
- スプレッドの縮小により、クレジットから得られるリスク調整後リターンの魅力は低下しています。利益成長を背景に、株式を愛好します。

最近の市場変動にもかかわらず、強固なマクロ経済および企業のファンダメンタルズを背景に、12月に向けた株式市場の見通しについては、慎重ながらも楽観的な見方を維持しています。

そのため、労働市場の軟化、関税の不確実性、バリュエーションといった変動要因を堅調な基礎データと比較し、2025年最後のアロケーション・ビューはポジティブな姿勢に基づいています。

景気先行指標がプラス圏を維持しており、世界経済の成長は総じて健全に見え、経済活動も堅調に推移しています。サービス業と製造業のPMIデータは、サービス部門主導でプラスかつ上昇傾向にあります。北米と新興国市場が米国を除く先進国経済よりも強く、地域ごとにばらつきは見られますが、データは概ねリスク資産にとって支援的な内容となっています。一方で、インフレは目標水準に向けた最後の一步（ラストワンマイル）に苦戦しているものの、ディスインフレの傾向は維持されています。

足元の「トレンドを上回る成長と根強いインフレ」という局面を受け、中央銀行のコミュニケーションにはタカ派的な表現が増えています。しかし、後述するように、労働市場データはインフレ圧力に対する反証材料を提供しています。‘

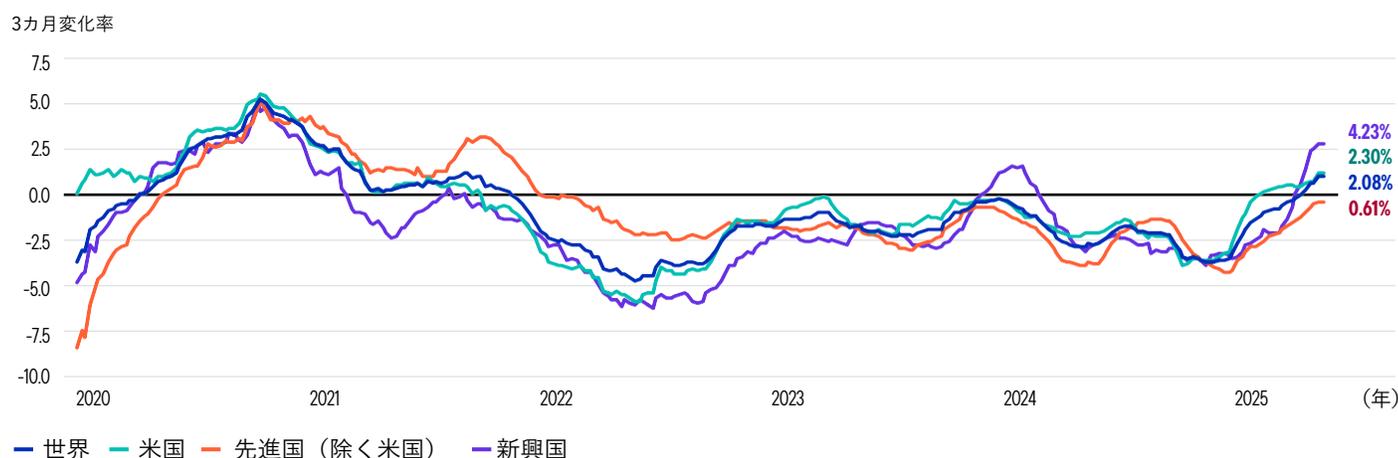
米国がこの動きを最もよく表しています。アトランタ連銀のGDPNowモデルは、経済が年率4.20%で成長していることを示唆しています¹。この数字は各地区連銀の予測の中では突出していますが、経済が全体としてポジティブな傾向にあることを示しています。11月の政府機関の閉鎖の影響で、最新のインフレデータは入手が限られています。もっとも、9月の米国コア消費者物価指数（CPI）（食品・エネルギーを除く）は前年比3%増となり²、2%目標への低下は容易ではないことを示唆しています。

インフレ懸念を除けば、マクロ環境は概ね良好であり、企業のファンダメンタルズは好調な第3四半期決算シーズンを経て盤石です。関税の不確実性にもかかわらず、売上高と利益率が堅調に推移しているため、世界株式の過去12ヵ月間の利益および予想利益成長率はプラスとなっています。米国企業がこれを牽引しており、決算結果は歴史的に高い割合で予想を上回りました。また、企業からのフォワードガイダンスも引き続きポジティブなモメンタムを示しています。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）の算出モデルでは、12ヵ月間の米国企業の1株当たり利益（EPS）成長率を9.8%と予測しています³。

利益の上振れ

世界の企業のファンダメンタルズは健全

図表1：12ヵ月のEPS成長率予想の修正



出所：Macrobond、2025年11月28日現在。

1. 出所：アトランタ連銀「GDPNow」（2025年11月21日）
2. 出所：米労働統計局「9月消費者物価指数（CPI）統計」（2025年10月24日発表）
3. 出所：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（2025年11月18日現在）

関税と労働市場の軟化

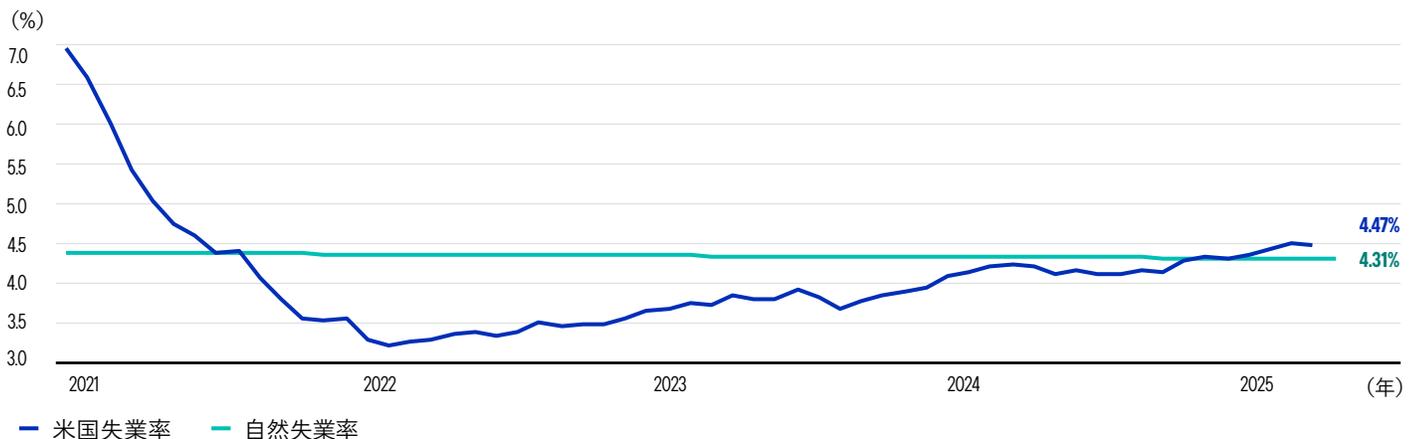
当社の株式に対するポジティブな見方に対し、議論すべきリスクがいくつかあります。まずは労働市場の軟化です。雇用は、ほとんどの経済圏の中央銀行にとって重要な考慮事項であり、インフレと同じ程度、政策に影響を与えます。米国の労働データの弱さの兆候は、当初、FRBの利下げに対する市場の期待を高めましたが、ここ数週間でそうした懸念は後退しました。シカゴ連銀は、失業率が政府機関閉鎖前の水準を上回る4.44%となり、緩やかな減速となると予測しています⁴。

労働市場の軟化は通常、経済の減速を示唆しますが、これは堅調な成長データと矛盾しており、より複雑な状況を暗示しています。当社は、成長と市場センチメントを押し上げ続ける一方で、雇用に悪影響が出始めているK字型の成長ダイナミクスを背景に、労働市場は冷え込んでいるものの、崩壊に至っているわけではないと判断しています。

崩壊の兆しなし

米国労働データは軟化も、失業率は自然失業率をわずかに上回る水準

図表2：シカゴ連銀による米国失業率予測と自然失業率の比較



出所：シカゴ連銀、議会予算局（CBO）、Macrobond、2025年11月1日。失業率：シカゴ連銀モデルによるフロー整合的失業率。自然失業率：潜在GDPおよび基礎的入力データに基づくCBOの推計値。

投資資産を多く持つ高所得層の消費者は、市場の上昇の恩恵を受け、インフレの悪影響を相殺しています。対照的に、労働供給の減少、政府支出の削減、関税の不確実性、AIによる生産性効果が重なり、雇用データを弱めています。資産配分の観点からは、富裕層の投資家が価格を押し上げる一方で、失業率の上昇が金融政策による支援の可能性を高めるため、これはリスク資産にとって好ましい環境を生み出しています。

もう一つのリスクは関税の不確実性にあり、経済成長と労働市場の動きに影響を与える可能性があります。貿易協定、回避策、免除措置によって実効税率が低下しており、関税が米国経済に与える影響は限定的でした。

しかし、コストの50%がまだ米国の消費者に転嫁されていないと推定しており、関税の転嫁が価格上昇、ひいては成長鈍化につながることで、インフレに持続的な上昇圧力がかかる可能性があります。

これに対する反論材料として、価格圧力は一時的であるように見え、来年の減税や政府支出により、その影響が相殺される可能性があります。さらに、賃金上昇の鈍化や住居費の低下によるサービスインフレの緩和が、コア財価格への圧力をさらに相殺する可能性があります。関税の合法性に関する判決も未解決であり、実施の規模と範囲が縮小されることで、その影響がさらに減少する可能性があります。

4. 出所：シカゴ連銀「労働市場指標」（2025年11月15日）

AIバブルに関する考察

ここ数四半期の間、株式を論じる上での主要な懸念材料は、割高なバリュエーションでした。今月に入り、その懸念は投資家の間でAIバブルとして意識されるようになりました。明確にしておきたいのは、当社は、こうした懸念は時期尚早であり、2000年代初頭のドットコム・バブルとの誤った比較によるものであると考えています。

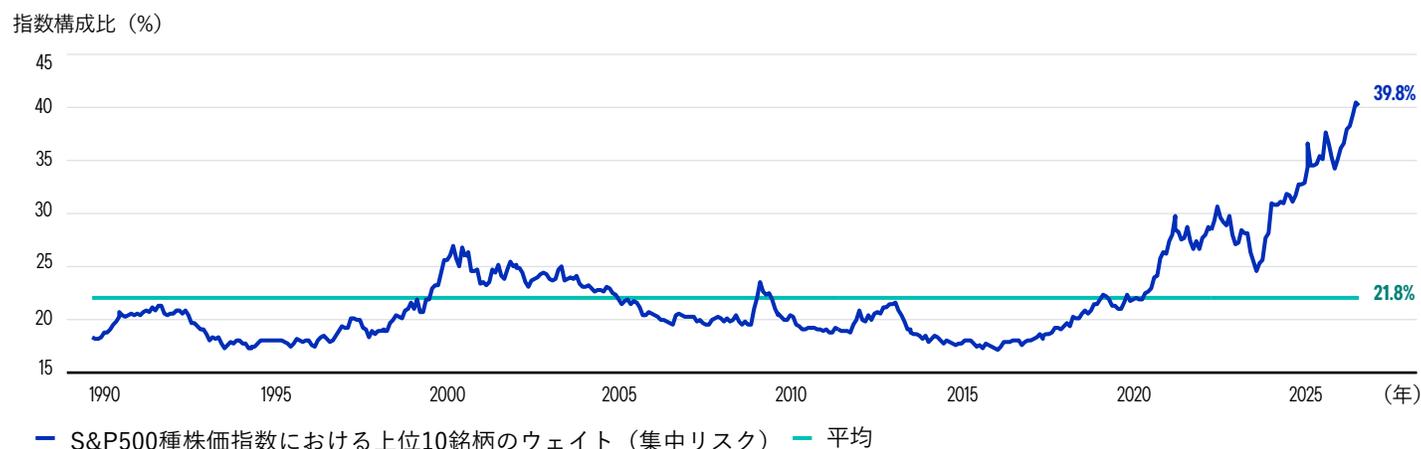
AIへの設備投資は現在、米国の国内総生産（GDP）の1%未満であり、過去のバブル時よりも低い割合です。

企業のバランスシートも以前よりはるかに健全であり、利益率、自己資本利益率（ROE）、レバレッジの状況も良好です。重要なのは、依然として利益がバリュエーションを牽引しているということであり、AI関連の最大手5社の予想株価収益率（PER）が29倍前後であることは妥当と見ています。比較すると、ドットコム・バブルのリーダー企業は利益の52倍で評価されており⁵、そのバリュエーションの多くは将来の利益成長期待に基づいていました。

AIバブル・リスクの評価

大型ハイテク株の高バリュエーションは利益が主導

図表3：S&P500種株価指数における上位10銘柄のウェイト



出所：Bloomberg、Macrobond、2025年12月現在。

クロスアセットの結論

上記で述べたリスク要因は、堅固なマクロおよび企業のファンダメンタルズという土台にしっかりと支えられた当社の「リスクオン」の確信を揺るがすには不十分であると結論付けます。しかし、リスクは現実のものであり、データが悪化すれば、より説得力を持つ可能性があります。

このような背景から、当社の基本ポートフォリオでは株式のオーバーウェイトを維持し、債券のアンダーウェイトでバランスを取っています。

前述の根強いインフレと財政赤字の拡大は、長期国債利回りに上昇圧力を加え、集中的なデレレーション・エクスポージャーに対する魅力を低下させています。また、コモディティに対しても楽観的な見方を維持しており、金（ゴールド）が有用なインフレヘッジとして機能する可能性がある点に注目しています。

5. 出所：フランクリン・テンブルトン・インベストメント・ソリューションズの算出モデル

地域別に見た株式動向の違い

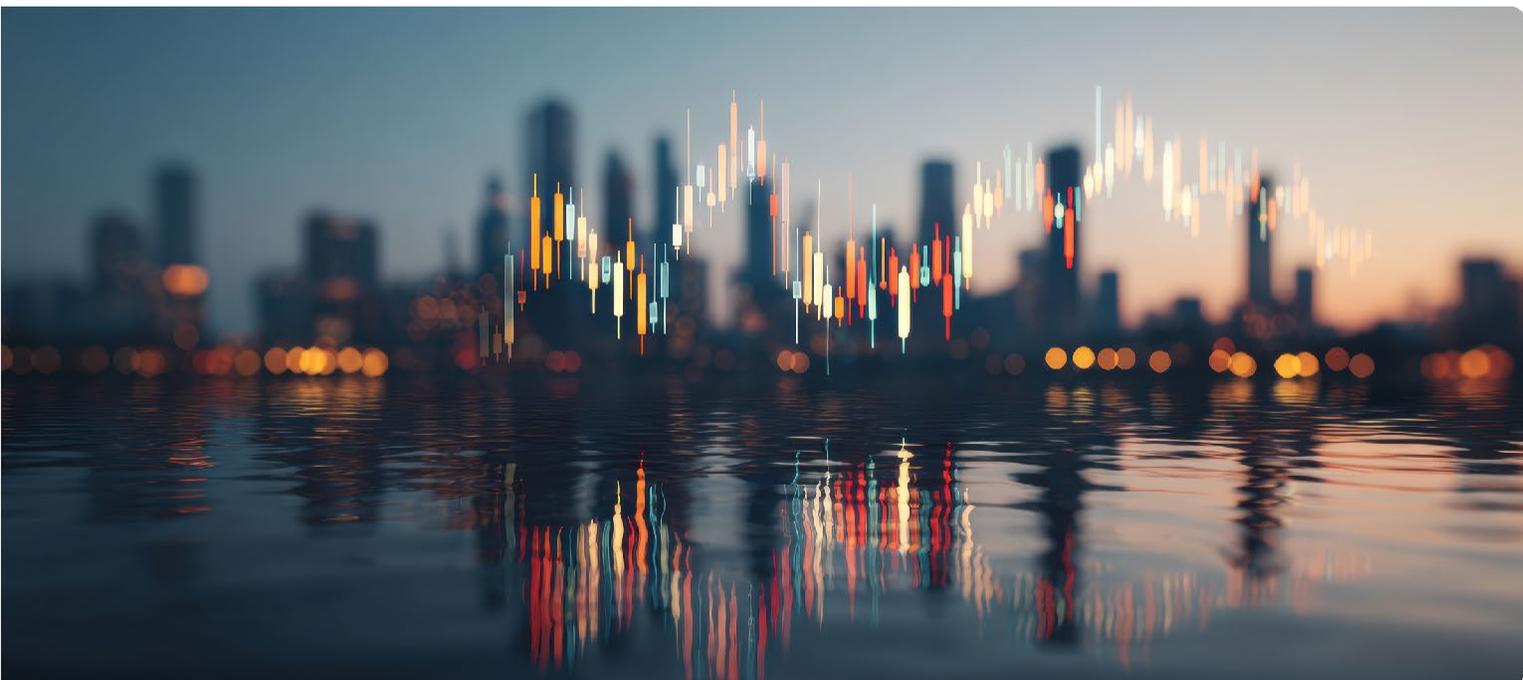
すでに議論したように、テクノロジーと人工知能への強い期待に牽引され、米国株は引き続き世界市場の上昇を主導しています。健全な企業のファンダメンタルズ、特に高い利益率と高水準のキャッシュ創出能力は、バリュエーションが割高であるにもかかわらず、グロース株に対する投資家の信頼を後押ししています。また、強い市場モメンタムと良好な企業ガイダンスを受けて、米国バリュー株に対しても楽観的な見方を維持しています。

強固な貿易関係と米国・メキシコ・カナダ協定（USMCA）⁶ 関連の関税免除を踏まえると、米国景気の底堅さはカナダ株式にとって支援材料となる見込みです。さらに、カナダの株式指数は材料セクターの上昇など商品高の恩恵を受け、業績見通しの改善を牽引しています。支援的な財政・金融政策は経済の安定化に寄与しており、その効果は金融環境の緩和やPMIデータの改善に反映されています。

他の地域では、新興国株式に対する見方を引き上げました。同地域では予想利益成長率が大幅に改善しており、市場モメンタムは投資可能な全地域の中で最も強力です。インフレ率の低下と支援的な政策が同地域の製造業活動を後押ししており、特に韓国と台湾では、半導体への新たな需要が利益予想修正の上昇を牽引しています。

対照的に、利益成長予測の弱さとマクロ環境の悪化を踏まえ、米国を除く先進国市場株式（特にオーストラリアとユーロ圏）に対する見方を引き下げました。オーストラリア株式市場はコモディティ、特に鉄鉱石への依存度が高く、中国からの需要減退の影響を受けています。この背景から、オーストラリア準備銀行（RBA）は成長見通しを引き下げ、PMIは縮小圏に逆戻りしました。さらに、失業率の上昇と持続的なインフレが入り混じり、政策対応を混乱させている一方で、米国の貿易協定の進展を受け、関税面でのオーストラリアの優位性は低下しています。

ユーロ圏株式は、ドイツの構造的な弱さと減速する中国需要への過度な依存が重荷となり、根強い逆風に直面しています。ユーロ高が輸出企業の収益の重石となり、利益成長率の大幅な下方修正につながっています。欧州のPMIは世界の他の地域と乖離し、縮小圏に落ち込んでいます。



6. 米国・メキシコ・カナダ協定（USMCA）は、2020年7月1日に北米自由貿易協定（NAFTA）に代わって発効されました。

デュレーションには慎重

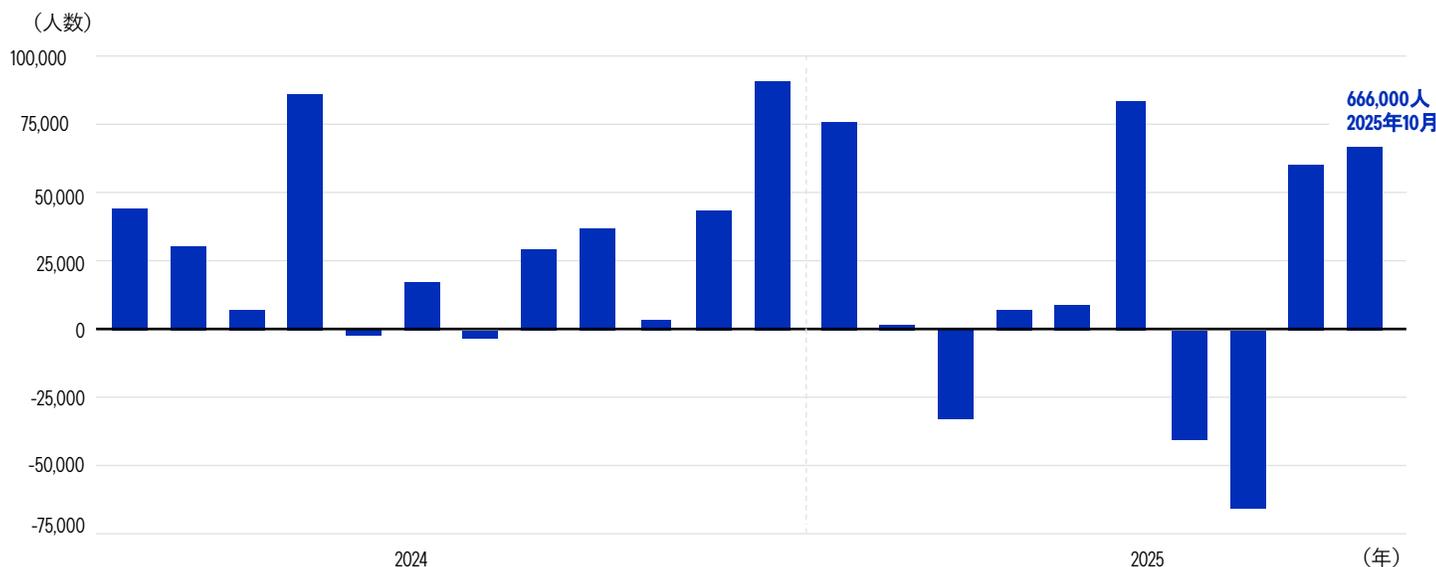
12月に向けてデュレーションのポジションをやや縮小し、カナダ国債へのエクスポージャーを中立化し、欧州へのエクスポージャーをアンダーウェイトとする一方で、米国債に対する悲観的な見方を維持しています。トレンドを上回る成長、持続的なインフレ、よりタカ派的な金融政策など、世界的なマクロ環境は概ね債券相場に対して弱気です。緩い財政規律と脱米ドル化も不確実性を高めており、長期米国債利回りに対するタームプレミアムの影響を増大させています。

カナダでは、労働市場の安定化と財政刺激策の効果発現を受けてセンチメントの軟化が相殺されつつあり、支援的な金融政策の必要性も低下していることから、マクロ・リスクはよりバランスが取れているように見えます。欧州では、防衛支出に関連する財政パッケージが赤字を拡大させ、利回りに上昇圧力をかけています。

改善に向かうカナダ

マクロ環境の改善に伴い、カナダの労働市場データは安定

図表4：カナダの雇用者数の伸び（前月比）



出所：カナダ統計局（StatCan）、Macrobond。2025年10月現在。

対照的に、現在の利回り水準にある英国債には価値を見出しています。労働市場のモメンタムの弱さと賃金の伸びの鈍化はインフレ圧力の抑制につながる見込みであり、イングランド銀行（BoE）が成長下支えを優先して利下げに踏み切る余地を広げる可能性があります。11月の予算で発表された増税パッケージは、成長をさらに鈍化させ、英国債への需要を支える可能性が高いと考えています。

一方、当社の債券ポートフォリオでは、堅調なマクロ経済データが引き続きクレジット、特にハイイールド債を支えています。しかし、健全な利益成長が見込まれることから、株式が提供できる上昇余地を選好しています。

最近のスプレッド拡大は、関税に起因するインフレや資金調達コストの上昇の中で収益性が悪化した場合の、ハイイールド債の脆弱性を浮き彫りにしています。

新興国の現地通貨建て債券に対しては、楽観的な見方を維持しています。米ドル安は潜在的な通貨パフォーマンスの追い風となります。これは、トランプ政権が低金利を選好していることを考えると、次期FRB議長は緩和的である可能性が高いためです。財政への懸念も、先進国国債への投資におけるリスク・リターンを判断を変化させています。

アロケーション・ビュー：2025年12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

資産クラス

確信度

当社の見解

株式



- 景気先行指標は、AI関連の設備投資や富裕層による消費に支えられ、底堅く推移しています。
- 世界のPMIは、サービス業が牽引する形で上昇基調を維持しています。また、好調な第3四半期決算と強気な業績見通しは、米国企業の強固なファンダメンタルズを反映しており、株式市場の上昇基調を後押ししています。
- AIバブルへの懸念を背景に、最近の株式市場ではボラティリティが高まりましたが、センチメントの悪化がバリュエーションへの懸念を相殺しています。

債券



- 今後12カ月間のFRBの金融緩和に対する市場の期待は過度に楽観的だと考えます。これにより、当社の見解では、長期金利への上昇圧力が維持され、米国デューレーションへの選好は限定的となります。
- 多くの先進国でインフレ率は依然として中央銀行の目標を上回っています。サービスインフレの伸びは鈍化していますが、関税の影響でコア財インフレは年末まで高止まりすると予想しています。
- 減税や関税調整に伴う財政規律の緩みは、財政赤字を拡大させ、利回りにさらなる上昇圧力をかける可能性があります。

オルタナティブ資産



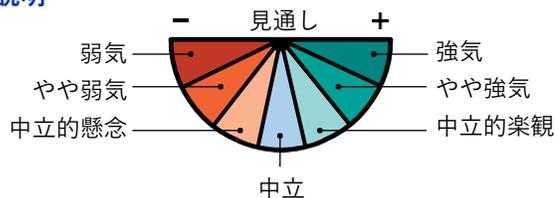
- 米ドル安と根強いインフレが分散投資先としての金の魅力を高めており、コモディティへの見方を引き上げました。
- 底堅い成長見通しとAIからの需要増加が、エネルギーや産業用金属を支えています。地政学的リスクに関連した供給制約も一因となっています。
- その他、プライベートアセットなど、本質的に分散効果のあるオルタナティブ資産には構造的な魅力があると考えています。

キャッシュ



- 現在のマクロ環境は、キャッシュのディフェンシブな特性を際立たせています。
- キャッシュや短期米国債は、財政政策が不透明な時期において、ポートフォリオのデューレーションを低減する機会を提供します。
- 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。

いかなる見積もり、予測、または見通しを実現するという保証はありません。

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



- 労働市場に一部弱さが見られるものの、米国経済の成長は底堅く推移しています。また、相対的に高い収益性と健全なキャッシュフローが、大型AI関連銘柄を支えています。
- 米国の第3四半期決算は好調で、企業の業績見通しも改善しています。
- 通商政策は依然として主要なリスクです。企業の利幅（マージン）が縮小し、利益への期待が高まる中で、投入コストの上昇分が消費者へ転嫁される可能性が高まっているためです。

バリュー株

米国



- 米国株式は、マクロ経済の不確実性が高まる局面において、歴史的に底堅さを発揮してきました。加えて、市場の広がりも健全な状態を維持しています。
- ポジショニングとセンチメントの指標は、裁量的な買い手が依然として米国のバリュー株をアンダーウェイトしていることを示唆しています。
- 過去の利益成長率および先行きの利益予想は、いずれも堅調に推移しています。FRBによる金融緩和も、株式相場をさらに下支えすると見られます。

小型株

米国



- 大型株と比較して、業績修正は鈍化しつつあり、一方で将来の利益成長期待はやや過剰で楽観的すぎるように見えます。
- 小型株は、大企業に比べて財務の質や関税関連の課題に直面しています。全体として、黒字企業の割合および収益性は低く、負債も多い傾向にあります。
- その結果、小型株は一般的に金利感応度が高く、投入コストの上昇を吸収する利益マージンの余地が限られています。最近の信用市場の懸念は小型株に集中しています。

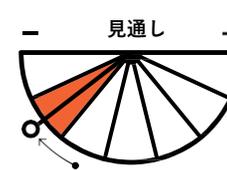
海外（米国以外）

カナダ



- 利益成長への期待は、安定的かつ良好な水準を維持しています。FRBの緩和的な姿勢に支えられた米国の底堅い成長は、カナダ株式にとっても追い風となるでしょう。
- コモディティ価格の上昇は、指数におけるエネルギー・鉱業セクターの影響力の大きさを踏まえると、カナダ株をさらに押し上げる要因となります。
- 継続的な金融・財政刺激策に加え、米国による関税適用除外も、さらなる成長を後押しすると見込まれます。ただし、成長環境の弱含みについては注視しています。

欧州（英国を除く）



- 製造業活動は縮小しており、ドイツでは高いエネルギーコスト、労働力不足、規制負担といった構造的な弱点が影響しています。フランスの政治的不安定も逆風となっています。
- 脆弱な国内マクロ環境が欧州株式の重荷となる可能性があります。これは既に、過去の利益成長率や今後12ヶ月間の利益成長見通しの修正に反映されています。
- 欧州は中国との結びつきが強く、中国の需要鈍化に対して脆弱です。また、ユーロ高が輸出企業の収益をさらに圧迫しています。

資産クラス

確信度

当社の見解

英国



- 英国は当社が考える最もディフェンシブな株式市場です。ただし、現在のリスク資産環境、特に世界株式市場はディフェンシブな局面にはありません。
- 英国は、成長鈍化や労働市場の軟調さなど、マクロ経済面での強い逆風に直面しています。11月の予算案に含まれる財政引き締めは、こうした状況をさらに悪化させる可能性があります。
- 国内外に事業を展開する企業の利益予想修正は大幅に低下しています。

日本



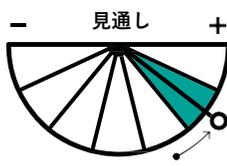
- 日本の新たな連立政権は、インフレが高止まりしているにもかかわらず、財政刺激策を推進しています。企業統治改革もまた、株式相場の支援材料となるでしょう。
- 日銀は依然として金融政策の正常化を進めています。これが円高進行につながれば、輸出企業には悪影響が及ぶことになります。
- 関税が利益と成長を圧迫しているため、先行きの利益予想は急激に低下しています。

オーストラリア



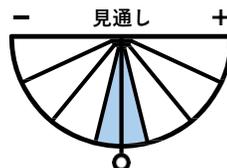
- オーストラリア経済は、米国の関税政策への感応度が最も低い地域の一つとして際立っています。しかし、いくつかの主要な米国貿易協定が締結されたことで、関税からの緩衝材としての同国の優位性は低下しています。
- 予想を上回るインフレにより、豪州準備銀行（RBA）による追加利下げへの期待は打ち消されました。製造業PMIは縮小圏での低下が続いており、鉱工業生産の伸びも2025年を通じてマイナス成長となっています。
- 企業の業績予想修正は改善しているものの、過去の実績利益は低調です。また、生産性の低迷が長引く中、株式市場の裾野は狭まっています。

新興国市場
(中国を除く)



- 中国を除く新興国全体で、利益予想が急速に上昇しており、その多くはアジアの主要経済によって牽引されています。
- 利益予想の上方修正に伴い、株式市場のモメンタムと裾野が急拡大しており、特に韓国と台湾で顕著です。
- 新興国（中国を除く）におけるトランプ政権による短期的な関税引き上げリスクは後退しました。一方、新興国の中央銀行には、景気を下支えするための金融緩和余地が依然として残されています。

中国



- 潤沢な家計貯蓄を背景に、個人投資家が中国株式市場を支え続けていますが、こうした多額の資金流入はボラティリティを高める要因にもなっています。
- 最近の株式市場の調整は、AI分野での進展を背景とした中国大手ハイテク企業の魅力を、大きく損なうものではありません。
- 中国のマクロ経済および企業のファンダメンタルズは依然として弱く、財政・金融刺激策の効果も限定的です。不動産セクターの悪化、労働市場の軟調さ、消費者心理の冷え込みにより、内需は停滞を続けています。

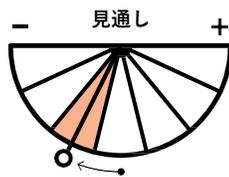
債券セクター：振り子の位置は債券市場全体の中での相対的な見通しを示しています。

米国国債



- FRBは労働市場の軟化を理由に、10月に利下げを行いました。しかし、実効関税率の上昇がコア財インフレに波及すると予想されるため、将来の追加利下げに対する市場の期待は過度に楽観的である可能性があります。
- 市場が想定するFRBの中立金利 (r^*) は、過小評価されていると考えています。
- 関税収入が減少したり、あるいは違法と判断された場合、財政赤字は拡大する可能性があります。加えて、脱ドル化の流れの中で海外投資家による米国債の保有が減少すれば、価格に敏感な買い手への依存度が高まることになります。

ユーロ圏国債



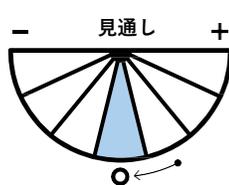
- ユーロ圏ではディスインフレが鈍化する一方で、景気先行指標は改善しており、欧州中央銀行（ECB）による追加緩和は難しい状況です。
- ドイツの財政拡大は、ユーロ圏の利回りにさらなる上昇圧力を加え、金融政策による景気刺激策の妨げとなる可能性があります。
- 米国債からの資金シフトは、ユーロ圏のデュレーション（債券）への需要を高める可能性がありますが、投資資金を賄うための国債増発の可能性を踏まえると、そのモメンタムは停滞しています。

英国国債



- 賃金の伸び悩み、労働市場のモメンタムの弱さ、そして目前に迫った財政引き締めが、英国債の魅力を高めています。
- 英国政府は財政赤字縮小のため、増税を余儀なくされる可能性があり、これは経済成長を鈍化させ、労働市場の弱さをさらに悪化させるリスクがあります。
- 脆弱なマクロ環境を踏まえると、市場の利下げ期待は保守的すぎると考えていますが、根強いインフレがイングランド銀行を慎重にさせる可能性があります。

カナダ国債



- カナダのマクロ環境は、貿易関連セクターが下げ止まり、労働市場の軟調さも落ち着きを見せるなど、安定化しつつあります。
- インフレの正常化が進み、リスクのバランスがとれてきたことを受け、カナダ銀行（BoC）は緩和サイクルの休止を示唆しました。
- 前倒しの予算措置は成長を後押しし、低調な消費者心理を相殺すると見込まれます。

日本国債



- 根強いインフレ圧力、高水準のタームプレミアム、そして長期債への需要が限定的であることを踏まえると、リスク・リターンは依然として不利だと考えています。
- 日銀が高止まりするインフレを抑制するために金融政策の正常化を継続すれば、債券価格に悪影響を及ぼす可能性があります。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。
- 経済成長の弱さが日銀の金融引き締め目標と相反する可能性がありますが、財政政策への緩和期待が景気を刺激し、インフレを助長する可能性もあります。

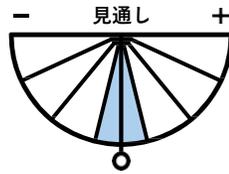
アロケーション階層

資産クラス

確信度

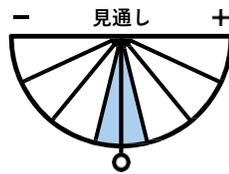
当社の見解

オーストラリア国債



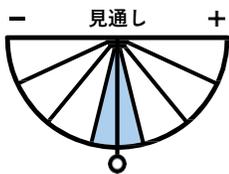
- 第3四半期の消費者物価指数（CPI）の前年比上昇率が強含んだことを受け、RBAは11月の会合で政策金利を据え置きました。
- RBAは依然としてデータ次第の姿勢を維持しており、労働市場の逼迫と相対的に健全なマクロ環境を、追加的な景気刺激策を見送る理由としています。
- しかし、経済活動の減速と雇用の伸びの鈍化が、そうした判断を変える可能性があります。

投資適格社債



- 投資適格債セクターは、底堅い企業ファンダメンタルズと業績見通しの改善の恩恵を受けてきましたが、マクロ経済予測の悪化が懸念材料となります。
- 信用スプレッドは依然としてタイトであり、緩和的な金融環境にもかかわらず、リスク・リターンの魅力は限定的です。
- このような背景から、高格付けのクレジットに対して中立の姿勢を維持し、国債の潜在的なディフェンシブ特性を好みます。

ハイイールド社債/ローン



- スプレッド縮小のモメンタムや株式市場の裾野の広がりといったテクニカル指標は足元で弱含んでおり、雇用の冷え込みと根強いインフレが逆風となっています。
- 利益率が低下する中で金利が高止まりすれば、クレジット・スプレッドの分散（銘柄間のばらつき）が拡大し、リスクが顕在化する可能性があります。直近のクレジット不安での資金流出は、リスク選好の不確実さを浮き彫りにしました。
- バリュエーションの割高感が、キャリーによるクッション効果を限定的にしています。安定したマクロ環境によりスプレッドはタイトな水準を維持すると見込まれますが、リスク・リターンのバランスを踏まえると、中立スタンスが妥当です。

新興国債券



- 現地通貨建て新興国債は、魅力的な投資機会となっています。先進国市場の不安定化、FRBによる金融緩和、そして米ドル安観測が、新興国通貨建て資産への強力な追い風となり得るためです。
- 先進国の財政の脆弱性は、新興国へのエクスポージャーを持つことの正当性を強めると当社では考えており、リスク調整後リターンの向上に寄与する可能性があります。
- 新興国のリスクプレミアム縮小は正当化されるものであり、海外からの資金流入を後押しするでしょう。

アロケーション・ビュー

フランクリン・テンプレトン・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・テンプレ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見解を策定する中心的な会議体である「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・テンプレ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を用いて、当社全体の統一見解を精緻化します。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連携し、お客様固有のニーズを理解した上で、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、複数のシナリオと市場局面において、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



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・サン普森,
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、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国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・templton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、元本割れ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・templton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・templton（「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・templton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・templton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・templton（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・templton・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ものです、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・templton・ジャパン

商号：フランクリン・templton・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

