

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

アロケーション・ビュー

ゴルディロックスから地政学へー

エネルギー・ショックを見据えたポジションの見直し



概要と テーマ

中東情勢の緊張が引き続き市場を左右していることから、リスクに対する当社のアプローチは、4月を迎えてもなお極めて戦術的なスタンスを維持しています。

足元の金融市場における緊張の主因は、エネルギー供給を巡る混乱にあります。イランは、米国が軍事的に優位な状況にあったとしても、エネルギーの生産や輸送を阻害し得る能力を保持しています。

脆弱な停戦合意が成立しているものの、敵対行為が完全に収束する可能性は低いと見ています。その結果、エネルギー価格は高止まりし、インフレ期待を押し上げるとともに民間部門のセンチメントを損ない、経済成長を鈍化させると考えています。

インフレ率の上昇は、景気が低迷する中で、中央銀行による景気刺激策を一段と難しくし、スタグフレーション¹というシナリオを意識させるとともに、資産配分におけるディフェンシブな姿勢を後押しします。

こうした環境を踏まえ、当社は資産クラス横断のポジションを中立化する一方、各資産クラス内の配分においては引き続き一定のリスクを維持しています。

主要なマクロテーマ

成長は底堅いが、鈍化の兆し

- 景気先行指標はやや弱含んでおり、投入コストの上昇や信頼感の低下が企業活動を圧迫しています。
- 一方で、2026年の業績予想の上方修正や前向きなガイダンスに示されているように、企業センチメントは堅調に見受けられます。
- 米国経済は相対的に底堅さを示しており、労働市場のデータはまちまちですが、依然として安定しています。

根強いインフレ圧力

- エネルギー価格ショック以前からインフレ圧力は高まりつつあり、多くの指標が中央銀行の目標を上回っていました。
- 高水準のエネルギー価格は実質所得を押し下げ、需要を抑制することで、主要国においてスタグフレーション的な状況をもたらす可能性があります。
- 関税の影響は、米国の消費者物価および企業の利益率の双方に吸収されています。その結果、コア財インフレは依然としてトレンドを上回っているものの、インフレ圧力はピークアウトした可能性があります。

政策の二極化

- 市場がエネルギー価格ショックを織り込む中で、景気を下支えする財政政策と引き締めの金融政策の二極化が一段と進んでいます。
- 中東紛争を受けて政策見通しの見直しが進み、多くの地域で複数回の利上げが市場に織り込まれています。
- 主要国の財政政策は総じて成長を下支えしています。米国の税還付は関税による逆風を相殺する可能性が高く、エネルギー支援策も一定の影響力を発揮す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

戦術的には中立

- 地政学の先行きを見通すことは本質的に困難であり、常に一定の謙虚な姿勢が求められます。そのため、当社はより明確に状況が把握できるまで、ポートフォリオのトラッキング・エラーを意図的に抑え、株式リスクを引き下げます。
- インフレが金融緩和への期待を抑制していることから、マクロ環境はより厳しさを増しています。
- 一方で、センチメントとポジショニングはより魅力的な水準まで後退しており、リスク資産の支援材料となっています。また、企業ファンダメンタルズも相対的に良好な状況にあります。

コア資産への回帰

- マクロ環境の魅力が低下し、市場の広がり弱まる中、米国株式のポジショニングを見直し、コア株式への配分を引き上げました。
- 中東紛争によるエネルギー供給制約への感応度が高いことから、日本株および新興国市場株式のオーバーウェイト配分を引き下げました。
- これらの変更とあわせて、欧州株および英国株のアンダーウェイトも縮小し、ポートフォリオ全体のトラッキング・エラーの低減を図っています。

国債の中立化

- 当社は、金融政策の判断においては、インフレよりも需要の減退がより大きな役割を果たすと見ています。
- 米国経済の底堅い成長と粘着的なインフレを背景に、米連邦準備制度理事会（FRB）による金融緩和の可能性は低いと当社は見ています。そのため、米国のデュレーションはアンダーウェイトを維持しています。
- 不確実性の継続と米ドル高を背景に、この地域の債務に対してより慎重な見方を強めており、新興国市場の現地通貨建て債券へのエクスポージャーを引き下げました。

1. スタグフレーション：高インフレ、高失業、低成長が同時に生じる状態。

中東情勢の緊張が引き続き市場を左右していることから、リスクに対する当社のアプローチは、4月を迎えてもなお極めて戦術的なスタンスを維持しています。

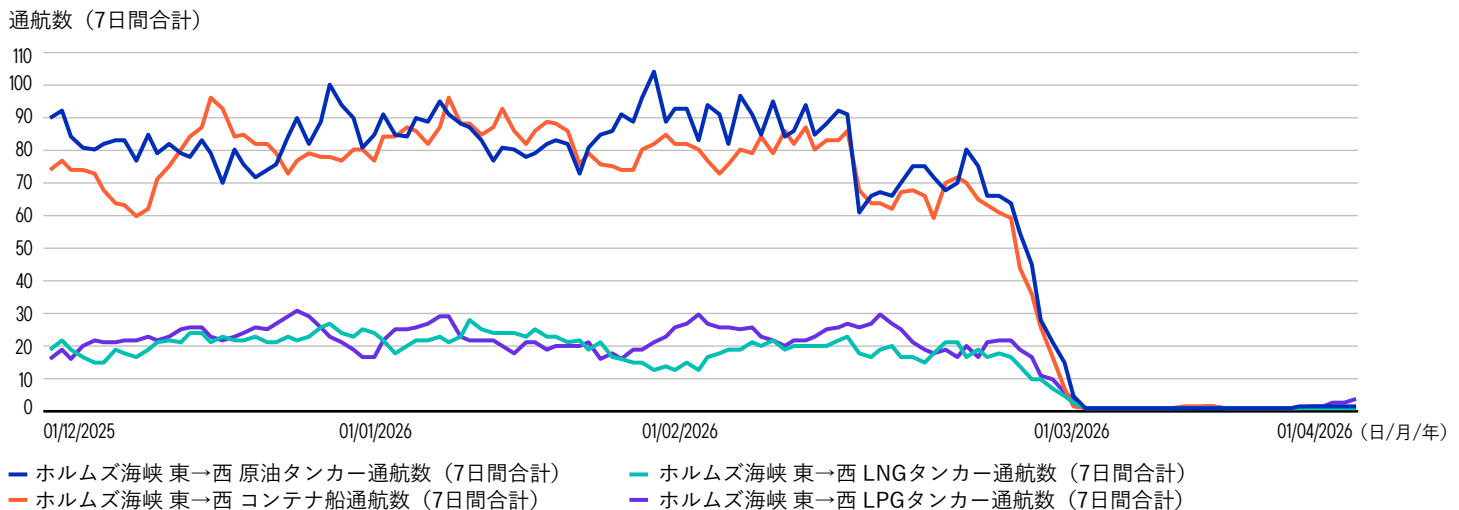
足元の金融市場における緊張の主因は、エネルギー供給を巡る混乱にあります。イランは、米国が軍事的に優位な状況にあったとしても、エネルギーの生産や輸送を阻害し得る能力を保持しています。

脆弱な停戦合意が成立しているものの、敵対行為が完全に収束する可能性は低いと見ています。全面的な緊張緩和を実現するための交渉は長期化する可能性があり、供給制約も続く可能性が高いと見ています。その結果、エネルギー価格は高止まりが続き、インフレ期待を押し上げるとともに民間部門のセンチメントを損ない、経済成長を鈍化させると考えています。

ホルムズ海峡は事実上、閉鎖状態

船舶の通航は急減し、現在も極めて限定的

図表1：ホルムズ海峡を通過する船舶数の週間推移



出所：Macrobond。2026年4月1日現在。

マクロの脆弱性の兆候

地政学的緊張を別にすれば、マクロ指標は依然として底堅いものの、足元では一部に弱含みが見られ、当社のリスクに対する中立的な見方を裏付けています。景気先行指標や購買担当者景気指数（PMI）は成長鈍化を示唆しており、エネルギー価格ショック以上に、コア・インフレの高止まりがより重要な懸念材料となる可能性があります。

アトランタ連銀のナウキャスト・データは弱含んでおり、直近の推計では米国経済成長率は1.3%と予測されています（2026年4月7日時点）²。

インフレ率の上昇は、景気が低迷する中で、中央銀行による景気刺激策を一段と難しくし、スタグフレーションというシナリオを意識させるとともに、資産配分におけるディフェンシブな姿勢を後押しします。

こうした環境を踏まえ、当社は資産クラス横断のポジションを中立化する一方、各資産クラス内の配分においては引き続き一定のリスクを維持しています。これらのポジションの多くは、エネルギー供給ショックが一過性にとどまることを前提としており、緊張緩和に向けた具体的な証拠が確認されれば恩恵を受けると見られます。逆に、紛争の長期化を示す兆候があれば、これらのエクスポージャーを見直す必要が生じる可能性があります。

米国および欧州の企業活動は、PMIデータによれば3月に大きく減速しており、投入コストの上昇と企業信頼感の低下が影響しています³。

一方、連邦公開市場委員会（FOMC）は、コア個人消費支出（PCE）インフレ率の2026年末の見通しを、2025年第4四半期時点の2.5%から、2.7%へと上方修正しました⁴。コアPCEインフレ率は12月と1月にいずれも前月比0.40%上昇し、前年同月比で3.0%を上回る水準となりました。

2. 出所：GDPNow Estimate。アトランタ連銀。2026年4月7日。

3. 出所：US Flash PMI。S&P Global。2026年3月。

4. 出所：Summary of Economic Projections（FOMC中央値）。米連邦準備制度。2026年3月。

エネルギー価格の上昇は、現時点では消費者行動や支出に大きな影響を及ぼしてはいません。小口配送など、エネルギーとの関連が深い支出項目については価格調整が見られるものの、全体として需要はなお堅調です。

一方で、金融政策に対する市場の期待は、エネルギー価格ショックを受けて大きく転換しており、主要国の多くで利上げが見込まれるようになりました。

こうした動きは、借入コストの上昇や企業・消費者センチメントへの影響を通じて、経済成長に悪影響を及ぼす可能性があります。特に低所得層への影響がより大きく、K字型経済における格差を一段と拡大させる可能性があります。

底堅い利益とバリュエーションの改善

中東紛争は、エネルギー価格の上昇がまだ利益率や支出に影響していないことから、企業利益に対する前向きな見通しを損なっていません。

IBES⁵のコンセンサス予想によれば、世界の企業収益は今後12カ月で約18%の成長が見込まれており、この予想に対する修正も加速しており、12カ月前と比べて20%上昇しています。加えて、業績予想修正の広がりも改善しており、経済の底堅さがより広範に及んでいることを示唆しています。当社独自の米国収益モデルは市場コンセンサスよりやや慎重ですが、今後1年間の米国の企業収益は13.1%の成長を見込んでおり、市場コンセンサスの17.6%を下回っています。

前述のとおり、これらの数値はエネルギー価格ショックが一過性にとどまることを前提としており、これが当社の基本シナリオです。クレジットカード支出、失業保険申請件数、小売売上高、消費動向といった変化の速い

経済指標を分析しても、今回の危機による顕著な影響は見られません。ただし、住宅ローン申請件数や消費者センチメントなど、一部の分野に見られる弱さについては、引き続き注視が必要です。

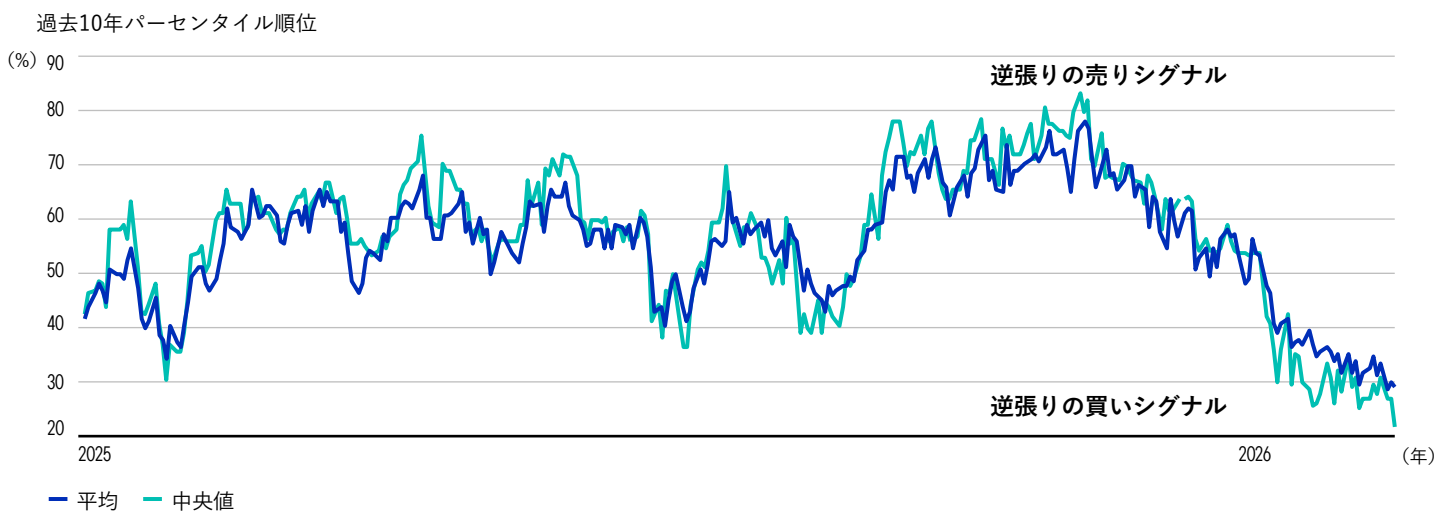
センチメントとポジショニングの変化も、これまで過熱感が指摘されていた指標が大きく後退したことで、株式の支援材料となっています。こうしたテクニカル指標を横断的に見ると、2月末時点では売りシグナルが点灯していたものの、足元では急速に低下し、逆張りの買いシグナルに近づいていることが示唆されています。

さらに、最近の調整局面により市場モメンタムは抑制され、株式のバリュエーションも改善しました。ただし、マクロ環境の不安定さ、成長鈍化、粘着的なインフレを踏まえると、株式はなお割高に見えます。当社モデルでも、米国株は他地域と比べて割高であることが示唆されています。

良好なテクニカル環境

複数のセンチメントおよびポジショニング指標が、足元で逆張りの強気シグナルを示しています

図表2：テクニカル指標の横断比較（過去10年平均との差）



出所：CBOE、CFTC、NAAIM、AAII、サンフランシスコ連銀、ミシガン大学、ZEW、Macrobond。2026年3月31日現在。

5. Institutional Brokers' Estimate System (IBES).

米国コア株のディフェンシブ性

中東紛争前、市場では、底堅い成長、継続的なディスインフレーション、そして景気刺激的な財政・金融政策が続く「ゴールドロックス」シナリオの継続が織り込まれていました。

こうした環境を踏まえ、当社のポートフォリオでは、超大型グロース株の割高なバリュエーションに加え、設備投資の不透明感や人工知能（AI）による代替リスクを勘案し、米国バリュー株への比重を高めていました。

企業ファンダメンタルズは引き続き堅調で、バリュー株を選好する姿勢を引き続き後押ししていますが、経済情勢の変化を受け、他の要因も含めた投資環境の前提が変わりつつあることから、当社は投資判断を見直し、スタイル面での偏りを解消しました。

労働関連指標はやや軟化する一方、コア・インフレーションは上昇し始めており、FRBの対応を一段と難しくしています。

加えて、成長鈍化を背景に、企業収益のモメンタムも弱まっています。

原油価格ショックに伴うインフレリスクの高まりにより、たとえ個人消費や労働市場データがさらに悪化したとしても、FRBが複数回の利下げを実施できる可能性は低下しています。また、原油価格が小幅に上昇するだけでも低所得層向けの税還付効果を相殺し得ることから、エネルギー価格の上昇は製造コストを押し上げ、財政刺激策の効果を打ち消す可能性もあります。

こうした状況を踏まえ、当社は、よりディフェンシブで、幅広い景気後退の影響を受けにくい大型コア株に、相対的な安全性があると見ています。

戦術的なポジショニング

4月に入るにあたり、当社は新興国市場および日本に対するオーバーウェイト配分を引き下げました。これらの市場は、経済を支える天然ガスや原油、その他の原材料について中東地域への依存度が高いことから、足元の中東情勢の影響を受けやすくなっています。ただし、エクスポージャーを引き下げた後も、これらの地域に対する前向きな見方を支える要因はいくつかあります。

日本では、高市早苗首相が、景気押し上げを目的として、21兆円規模の野心的な財政刺激策に着手しています。政府資金は、製造業活動の活性化を目的に、半導体、レアアースの生産、ロボティクス、防衛分野などに重点的に振り向けられる可能性が高いと思われます。

また、インフレーションの上昇に伴い企業収益も増加しており、日本企業は消費者価格を引き上げることが可能となりました。足元ではインフレーションが安定し、落ち着きを見せる中、企業はより健全な利益率を確立し、それを維持しています。実績ベースの利益成長率は11.4%まで上昇しており、業績予想修正の広がりも最近では他地域を上回っており、より健全な経済状況を反映しています。

新興国市場では、コーポレートガバナンスの改善、政策支援の強化、そしてAIハードウェア生産においてアジアが果たす重要な役割を背景に、利益見通しの改善が引き続き加速しています。

こうしたプラス材料がある一方で、中東からのエネルギー輸入への依存度が高いことから、エネルギー価格ショックに対する脆弱性も存在します。日本は原油輸入の93%をホルムズ海峡経由に依存しており、台湾、インド、韓国も同じルートを通じて、それぞれ67%、42%、36%を輸入しています。日本と韓国は供給制約を補うために200日分を超える石油在庫を保有しており、少なくとも6か月間は供給減少の影響を比較的受けにくいと見られます。一方で、石油在庫が30日分にとどまるインドでは、影響がより深刻になる可能性があります。

台湾は世界の半導体産業にとって特に重要な存在であり、工場の稼働にあたって天然ガスへの依存度が高い国です。天然ガスの28%を中東から輸入していますが、在庫はわずか10日分しかなく、供給制約が続けば喫緊の問題となります。

6. 出所：IBES estimates。2026年3月24日現在。いかなる見積もり、予測、または見通しが実現する保証はありません。

7. 出所：Statistical Review of World Energy, Energy Institute；India Ministry of Power；International Energy Agency（IEA）。いかなる見積もり、予測、または見通しが実現する保証はありません。

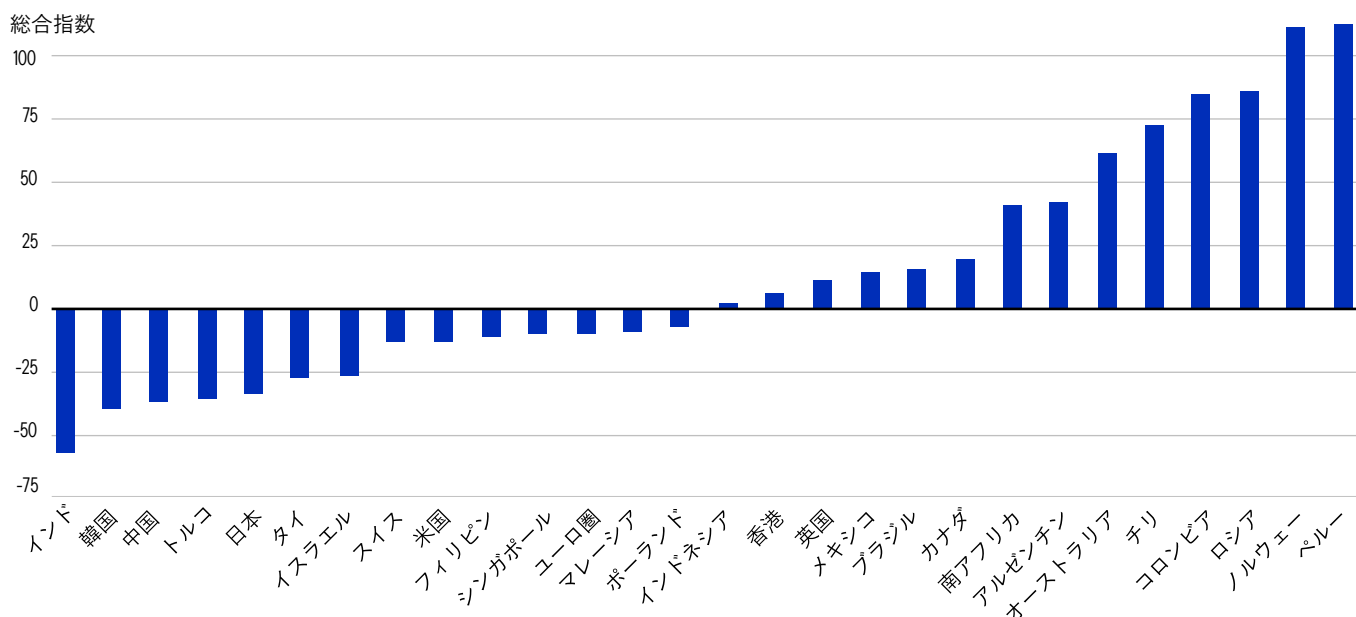
当社の日本および新興国市場に対する前向きな見方は、エネルギー供給ショックが一過性にとどまるとの評価に基づいています。一方で、エクスポージャーを引き下げることによって、仮にエネルギー不足がより深刻化した場合にも、ポートフォリオに一定の防御力を持たせています。

また、米ドル高の進行とマクロ環境の不透明感の高まりを踏まえ、当社は4月に入るにあたり、新興国債券へのエクスポージャーも引き下げました。

エネルギー脆弱性

高コストなエネルギー輸入がアジア諸国の重しとなっています

図表3：各国・地域のコモディティ取引条件指数



出所：Citi、Macrobond。2026年4月1日現在。

インフレ動向を注視

中東紛争によって、金融政策を巡る期待は大きく変化しました。金融市場では現在、高インフレに対処するため、主要中央銀行の大半が今年、2回または3回の利上げを行うと見込まれています。これは、わずか数週間前まで多くの国で利下げが予想されていた状況からの大きな転換です。

エネルギー価格ショックがインフレに重大な影響を及ぼす可能性はありますが、それは、実体経済に定着し、コア・インフレ指標に影響し始めた場合に限られます。そのためには、賃金やインフレ期待、幅広いコア価格に波及する必要がありますが、現時点ではそうした兆候は確認されていません。

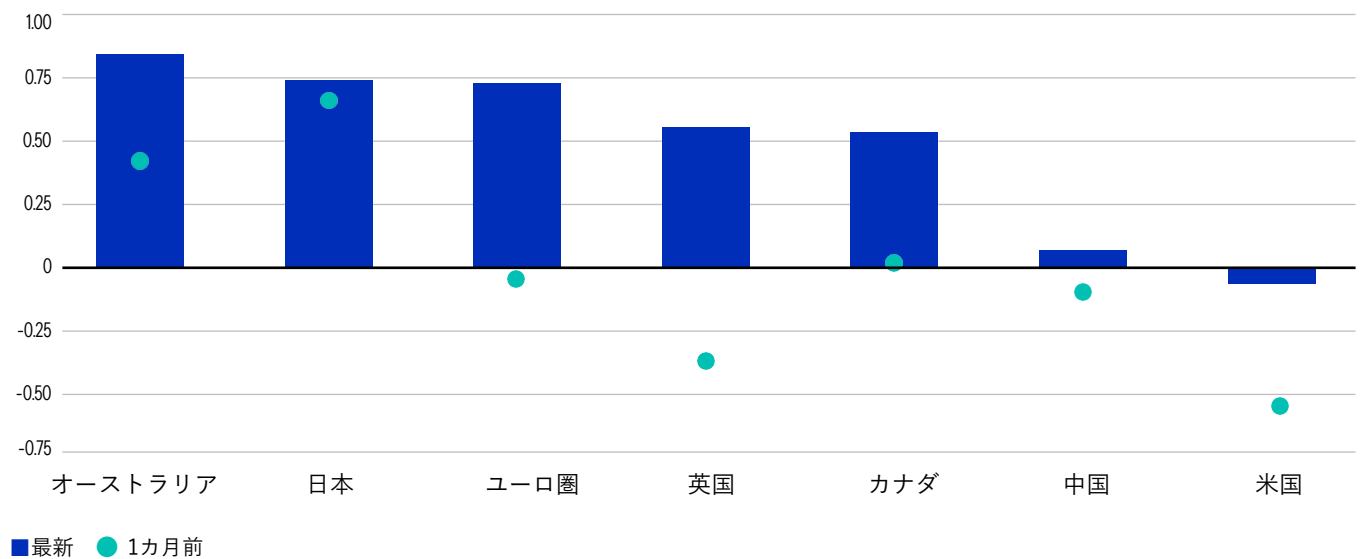
当社はむしろ、エネルギーの高価格が需要を圧迫し、実質所得や利益率を低下させることで、結果としてインフレ圧力を和らげる可能性が高いと見ています。エネルギー供給ショックの最中に利上げを行えば、世界経済の成長の減速を一段と深め、特に紛争が緊張緩和に向かいエネルギー供給が正常化し始めた場合、政策緩和の転換を迫られる可能性があります。

こうした見通しを踏まえ、当社は、政策支援が必要となる可能性のあるカナダや英国など、相対的に弱い経済圏において、デュレーション⁸をオーバーウェイトしています。一方、成長がより底堅く、コア・インフレが高水準にある米国では、FRBの政策対応が難しくなると見られることから、米国債をアンダーウェイトとしています。

世界の金融政策はタカ派へと急転換

現在では、ほとんどの中央銀行で利上げが予想されています

図表4：今後12カ月の中央銀行政策金利の予想変化（最新値と1カ月前の比較）



出所：Bloomberg、Macrobond。2026年4月現在。

8. デュレーション：金利の変化に対して、債券価格がどの程度変動するかを示す指標。デュレーション戦略は、金利変動に対する感応度を持ちます。

アロケーション・ビュー：2026年4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

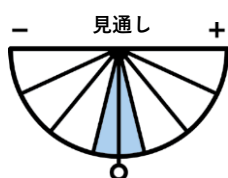
上位のアロケーション階層

資産クラス

確信度

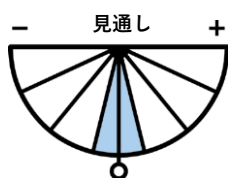
当社の見解

株式



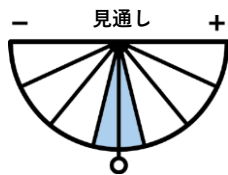
- 中東情勢の緊張が引き続き市場を左右していることから、当社のリスクに対するアプローチは、4月を迎えてもなお極めて戦術的なスタンスを維持しています。
- 当社の見方では、敵対行為が完全に解決する可能性は低く、現在よりリスク水準が低下する可能性はあるものの、引き続きリスクは残ると考えられます。成長指標の弱まりや、インフレが金融緩和への期待を抑制していることを受け、マクロ環境は一段と厳しさを増しています。
- 一方で、センチメントやポジショニングは、より魅力的な水準まで調整が進んでおり、リスク資産を下支えしています。

債券



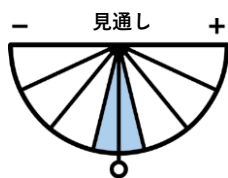
- 当社は、金融政策の判断において、インフレよりも需要の減退がより大きな役割を果たすと見ています。
- インフレを背景とした最近の利回り上昇は、マクロ環境が弱含むなかで、デレレーションを選別的に積み増す機会となる可能性があります。
- 一方で、インフレ率の上昇は、中央銀行による停滞気味の経済への景気刺激を難しくし、スタグフレーション観測を強めるとともに、資産配分におけるディフェンシブなアプローチを後押しします。

オルタナティブ
資産



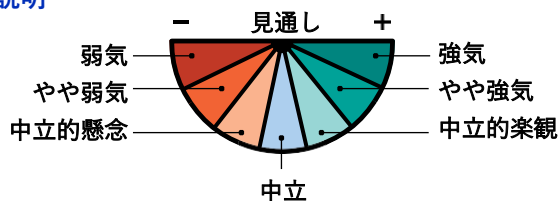
- 最近のエネルギー価格上昇を受け、「エピック・フューリー作戦」に伴うリスクは、足元では市場に十分織り込まれているように見えます。
- 中東の紛争要因に加え、AIを背景とした需要の拡大が、エネルギーや産業用金属を長期的に下支えすると見込まれます。
- その他、プライベートアセットなど、本質的に分散効果のあるオルタナティブ資産には構造的な魅力があると考えています。

キャッシュ



- 高水準にある短期利回りは、足元では魅力的な無リスクリターンを提供していると当社は考えています。
- ただし、利回りが前月比で上昇していることから、ポートフォリオの金利感応度を引き上げる必要性は和らいでいます。
- 不確実性の高まりを受けて、当該期間中にキャッシュをやや積み増しました。

振り子図の説明



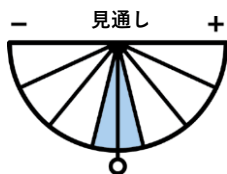
矢印があるものは、前月末からの変化を示しています。

いかなる見積みり、予測、または見通しが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

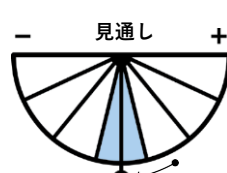
米国



- マクロ・リスクが高まる局面では、クオリティの高い株がアウトパフォームする傾向があり、経済見通しが悪化した局面では、歴史的に市場はグロース銘柄を選好してきました。
- スタグフレーション・リスクは、通常、实体经济に影響を及ぼし、消費や製造業を圧迫するため、スタイル間のローテーションのモメンタムは弱まっています。
- 当社は、AI設備投資の持続可能性について引き続き懸念を抱いていますが、より差し迫ったマクロ上の懸念を踏まえ、ディフェンシブな対応として米国のコア株式を選好しています。

バリュー株

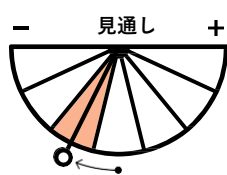
米国



- 企業ファンダメンタルズは引き続き堅調ですが、経済情勢の変化により判断の前提が変わりつつあることから、当社はスタイル要因に関する選好を中立化しました。
- 成長は鈍化傾向にあり、労働関連指標もやや軟化する一方で、コア・インフレは上昇し始めており、FRBの対応を一段と難しくしています。
- 通常、成長鈍化局面では、景気敏感セクターの収益モメンタムが弱まりやすく、投資機会の裾野拡大を狙った取引には逆風となります。

小型株

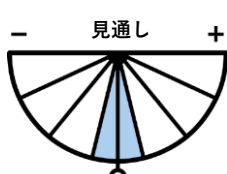
米国



- 米国のマクロ環境の弱含みは小型株にとってマイナスであり、インフレに対処するため、よりタカ派的な金融政策が見込まれていることも逆風となっています。
- 小型株は、価格転嫁力が比較的低く、営業レバレッジも高いことから、一般的にエネルギー・コストのショックは不利に働きます。
- ラッセル2000指数は、金融、資本財、一般消費財・サービスの比率が相対的に高く、エネルギー価格の変動による影響を受けやすいと見られます。

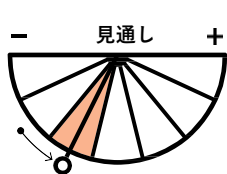
海外（米国以外）

カナダ



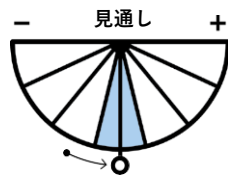
- カナダのマクロ指標は2月にまちまちの内容となりました。製造業PMIが改善した一方で、サービス業PMIは低調にとどまり、実績ベースの企業収益成長率も低下しました。
- 一方で、カナダ銀行（BoC）は一部で依然として高いインフレを重視しており、景気刺激よりもエネルギー・インフレに対応するために、利上げを行う必要に迫られる可能性があります。
- また、素材市場に過熱感が見られる中で、カナダ経済がコモディティに過度に依存している点は、当社では構造的な弱みであると考えています。

欧州（英国を除く）



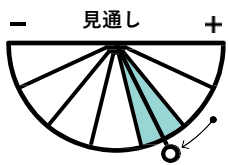
- ドイツでは、高水準のエネルギーコスト、労働力不足、規制負担といった構造的な弱点を背景に、製造業活動の軟化が続いています。
- マクロ環境の低調さ、エネルギー価格の上昇、内需の弱さが、ユーロ圏株式の重しとなり始める可能性があります。その兆候は、利益率の低下や、相場を牽引する銘柄の広がりに限定的である点に表れています。
- それでも、ユーロ圏市場はアジア市場に比べて中東エネルギーへの直接的なエクスポージャーが小さいことから、当社はユーロ圏株式のアンダーウェイト幅を縮小しました。

英国



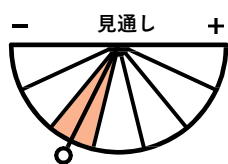
- 英国では、労働市場の弱含みを背景に可処分所得の伸びが急速にマイナス圏に落ち込む一方で、消費者は貯蓄を増やしています。
- 英国経済は、成長減速や雇用のマイナス成長など、顕著なマクロの逆風に直面しています。さらに、エネルギー価格の上昇が、これらの要因を一段と悪化させつつあります。
- もっとも、英国市場はグローバルなエネルギー大手の存在に支えられたディフェンシブな市場であり、足元のボラティリティの高い環境下では相対的に良好なパフォーマンスが期待されます。そのため、当社は見方を引き上げ、ポジションを中立化しました。

日本



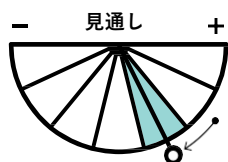
- 日本は中東産原油への依存度が高く、エネルギー価格ショックに対して特に脆弱です。
- ただし、十分なエネルギー備蓄を有しており、向こう数カ月は供給面の懸念はないと見られます。
- 日本の新たな連立政権は財政面での景気刺激策を推進しており、利益成長と業績予想修正も堅調です。

オーストラリア



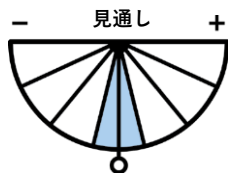
- 予想を上回るインフレを受け、オーストラリア準備銀行（RBA）は2月の利上げに続き、3月にも追加利上げを行いました。こうした背景から、成長は鈍化し始めています。
- 中国における需要の弱さは、今後数カ月にわたりオーストラリアの鉱工業生産モメンタムの上値を抑える可能性があります。
- 企業業績予想の修正は他地域と比べて相対的に弱く、実績ベースの収益成長率も依然としてマイナスです。生産性の低迷が続くなか、株式市場の裾野も狭まっています。

新興国市場
(中国を除く)



- 台湾や韓国を含むアジアの主要な新興国市場は、ホルムズ海峡の閉鎖に伴うエネルギー価格ショックに対して脆弱です。
- 台湾の半導体産業は天然ガスへの依存度が高く、利用可能な在庫も減少しています。
- もっとも、中国を除く新興国市場では利益見通しが急速に高まっていることから、当社は前向きな見方を維持しています。ハイパースケーラーによる大規模なAI関連の設備投資が、アジアのハードウェア部品メーカーを押し上げています。

中国



- 中国では、マクロ経済および企業ファンダメンタルズの弱さが引き続き目立っており、財政・金融の両面で講じられてきた刺激策の効果も限定的にとどまっています。不動産セクターの悪化や労働市場の低迷を背景に、国内需要はなお停滞が続いています。
- 消費者センチメントは過去最低水準にあり、こうした内需の弱さは、激しい価格競争の環境下で、テクノロジー企業の収益にも波及しています。
- 一方で、満期を迎える定期預金からの国内資金流入が増加しているほか、足元の紛争下で安定した市場を求める海外からの資金流入も増加しています。

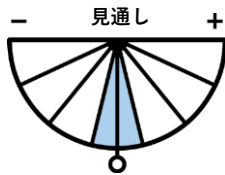
債券セクター：振り子の位置は債券市場全体の中での相対的な見通しを示しています。

米国国債



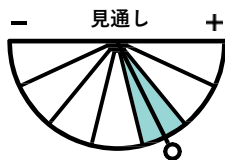
- 労働市場の小幅な悪化や成長鈍化の兆しがあるにもかかわらず、市場ではFRBによる利下げはもはや織り込まれていません。
- 粘着性の高いコア・インフレとエネルギー価格を巡る懸念により、FRBによる金融緩和は難しくなる可能性が高いと見ています。
- 財政赤字の拡大と減税が利回りに上昇圧力を加えており、当社は米国のデフレーションをアンダーウェイトとしています。

ユーロ圏国債



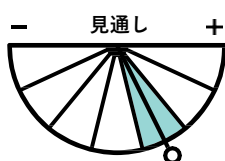
- 欧州では、当社の見方では、インフレよりも需要の減退が、金融政策決定においてより重要な役割を果たすと見込んでいます。
- 欧州はアジア経済と比べて中東エネルギーへの依存度が低く、そのためエネルギー価格ショックによるインフレ急騰に対する脆弱性も相対的に小さいと見られます。もっとも、価格高騰は、規制負担、労働力不足、中国との競争によってすでに弱体化している経済に、さらなる圧力を加える可能性があります。
- 一方、ドイツにおける財政拡張は国債発行の増加につながり、ユーロ圏国債の利回りに上方圧力をもたらす可能性があります。

英国国債



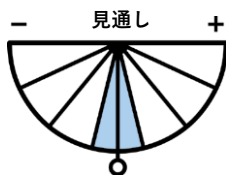
- 当社は、金融政策の判断においてインフレよりも需要の減退がより大きな役割を果たすと見ています。
- 賃金の伸び悩み、労働市場のモメンタムの弱さ、そして財政引き締めを背景に、英国国債（ギルト）の相対的な魅力は高まりつつあると考えています。
- 英国政府は財政赤字を縮小するために増税を実施しました。こうした後ずれして効いてくる増税の影響が本格的に表れるにつれ、経済成長を鈍化させ、インフレ率を押し下げ、労働市場の弱さをさらに悪化させる可能性があります。政策金利は依然として中立水準を上回っていることから、成長が鈍化する局面において、イングランド銀行（BoE）には追加的な金融緩和を行う余地があると考えられます。

カナダ国債



- BoCは3月に政策金利を据え置きましたが、市場では粘着性の高いインフレ指標を背景に利上げが織り込まれています。当社ではこの見方は楽観的すぎると考えており、成長見通しが下振れすれば利回りは低下する可能性があると考えています。
- カナダ経済は景気敏感セクターへの依存度が高く、一定のリスクを抱えています。米国による貿易制限や不透明感が、成長および輸出の重石となり続けています。
- 労働市場データは一見堅調に見えますが、当社の分析ではパートタイム労働者による影響が大きく、実態をやや歪めている可能性があると考えています。

日本国債



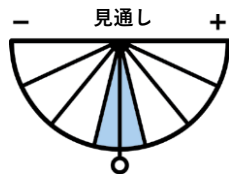
- 最近の利上げを受けて、日本国債利回りは均衡水準により近づいていると当社では考えています。
- 一方で、実質政策金利は依然としてマイナス圏にあり、デフレ的な環境と整合的であることから、日本銀行（BoJ）の金融政策はなお景気刺激的です。
- こうした状況から、追加的な景気刺激策が講じられている局面において、BoJはエネルギー関連インフレへの対応や円相場の下支えのための利上げの余地を残しています。

資産クラス

確信度

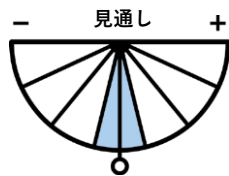
当社の見解

オーストラリア国債



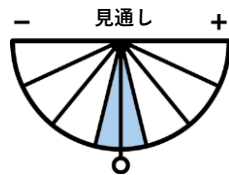
- RBAは、インフレの強まりと労働市場の逼迫を背景に、3月会合で利上げを実施しました。
- RBAはデータ依存の姿勢を維持しており、労働市場の逼迫、粘着性のあるインフレ、安定したマクロ環境を、より制約的な姿勢へと傾く理由として挙げています。
- ただし、相対的に弱い経済成長や、実績ベースの利益成長がマイナスであることが、その判断に変化をもたらす可能性があります。

投資適格社債



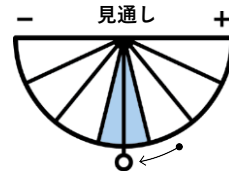
- 堅調な企業のファンダメンタルズと業績見通しの改善の恩恵を受けてきましたが、マクロ見通しの小幅な悪化が懸念材料となっています。
- 信用スプレッドは拡大したものの、なお相対的にタイトであり、「リスクオフ」環境下ではリスク・リターンの魅力は低いと考えています。
- このような背景から、当社は高格付けクレジットについては中立のスタンスを維持しつつ、国債が持つ潜在的なディフェンシブ特性をより重視しています。

ハイイールド社債/
ローン



- スプレッドは拡大しましたが、依然として相対的にタイトな水準にとどまっています。当社の見方では、イラン紛争に起因するリスクや金融環境の引き締まりを十分には織り込んでいません。
- 加えて、スプレッドは株式市場の下落に見合うほどには拡大していません。今回の局面では、投資家は通常見られるような金利低下によるクッション効果を享受できていない状況です。
- リスクとリターンのバランスを踏まえると、中立スタンスが適切であると考えます。

新興国債券



- 米ドル高とアジアにおけるマクロ安定性へのリスクの高まりを背景に、新興国市場の現地通貨建て債券へのエクスポージャーを引き下げました。
- 新興国市場の現地通貨建て債券は、財政・金融政策の安定性の高まりとコーポレートガバナンスの改善が相まって、海外からの資本流入を後押しすると見込まれるため、引き続き魅力的な投資機会を提供すると考えています。
- ただし、中東紛争に関連するリスクを踏まえ、ポートフォリオのトラッキング・エラー管理の観点から、当社はポジションを中立化しました。

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・サンブソン,
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。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

本資料は一般的な情報提供のみを目的として作成されたものであり、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。本資料の利用により生じたいかなる損失についても、フランクリン・templtonは一切の責任を負いません。

本資料のなかで示された見解は、作成時点における運用マネジャーの見解であり、事前通知なしに変更される可能性があります。本資料で示された意見および分析は、市場環境などの一定の前提条件に基づいており、今後変更される可能性があります。また、他の運用マネジャーによる見解や当社全体としての見解と異なる場合があります。

本資料は、特定の国、地域または市場に関するすべての重要な事実を網羅的に分析することを目的としたものではありません。また、経済または金融市場に関する予測、見通し、予想が実現する保証はありません。特定の有価証券に関する記載は、あくまで説明目的のものであり、当該有価証券の購入、売却または保有を推奨または勧誘するものではありません。

本資料に含まれる調査・分析はフランクリン・templtonが自らの目的のために作成したものであり、参考情報として提供されています。記載された情報は信頼できると考えられる情報源に基づいていますが、その正確性および完全性を保証するものではなく、事前通知なしに変更される場合があります。

過去の運用実績は将来の運用成果、利益または収益を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伴います。

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、すべての投資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。

投資戦略およびサービスは、すべての法域で入手可能とは限らず、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の担当者にご相談ください。

【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：一般社団法人資産運用業協会、一般社団法人第二種金融商品取引業協会

