

グローバル投資環境 見通し

2023年中間見通し：全面的に投資すべきとき



はじめに



スティーブン・ドーバー、
CFA
チーフ・マーケット・ストラ
テジスト
フランクリン・テンブルト
ン・インスティテュート

今回の中間展望では、債券、株式、オルタナティブ投資などの、キャッシュを上回る投資の魅力について取り上げます。投資テーマを推進する投資チームとの継続的な対話を基に、2023年下半期に向けた当社の市場展望をお届けします。主な論点は以下の通りです：

- 債券投資は注目に値します。インカム収入の魅力が戻ってきました。
- 分散投資とインカム収入の魅力が米国債券ポートフォリオの一部を長期化する十分な動機となるかもしれません。
- インフレの沈静化と企業収益に対する楽観論が株式投資にとっては追い風となります。
- 米国企業の業績に関しては、ここ数四半期の減益を経て、明るい兆しが見え始めています。
- 米国の景気後退入りは圧倒的なコンセンサスであり、すでにある程度市場価格に織り込まれています。とはいえ、景気後退は先延ばしされ、その程度はこれまでよりも軽微に留まる可能性が高いでしょう。
- 当社がリスクと考えているのは、深刻な景気後退、地政学的緊張、エネルギーショック、投資リターンの低迷などです。

本稿では、今年後半の投資機会について議論する際、当社の投資チームから提供された主要ポイントを示す有益な図表を交え、見通しをご紹介します。

安定化の手がかり

2022年が投資家にとって何もかもうまくいかない年だったとすれば、2023年前半に事態は逆転しました。この6ヶ月間に起きたさまざまな災難（企業収益の減少、米国史上最大規模の銀行破綻、景気後退一色に染まった市場コンセンサスなど）にも関わらず、今年の前半は株式、債券ともに力強い回復を見せました。2022年は悲惨な結果でしたが、60/40に代表される典型的な株式/債券ミックスのポートフォリオは、2023年上半期に+6%のパフォーマンスを記録しました。¹

これは今年後半の低迷の予兆なのでしょうか？お馴染みの格言「5月に売り逃げろ」は、2023年の後半2四半期にも当てはまるのでしょうか？私たちはそうは思いませんし、5月に売ることも、あるいは6月や7月に売ることも賛成しかねます。投資リターンが低迷するとも考えておらず、もちろんこれはリスクの一つではありますが、当社の基本シナリオではありません。

むしろ、2023年後半は様子見から脱却することで、投資家がリターンを得るチャンスではないかと考えています。それには克服すべき課題もあるでしょうし、一直線の強気相場を想定しているわけではありません。しかし、短期的にも長期的にも、好機が提供されており、シンプルな結論に至ります。今こそ全面的に投資するタイミングなのです。

「心配の壁をよじ登る」以上のパフォーマンス

2023年前半のグローバルな株式・債券市場の回復は、米連邦準備制度理事会（FRB）が積極的な引き締めを行い、企業収益が数四半期連続で低下し、米国史上2番目と3番目となる銀行破綻が発生し、米国政府が債務上限問題でデフォルトの一手手前まで行き、リセッションが米国および世界的に予想される只中、まさに逆境の中で起きました。

そんな中、どのようにして株式市場の反発は起きたのでしょうか？「株価は心配の壁をよじ登る」という格言以上のものがあります。今年の株式・債券市場は、高騰したエネルギー価格の呪縛から解放され、賃金インフレがピークアウトしたことによる恩恵を享受しました。地政学的緊張は高まったままですが、前年のショックが繰り返されることもなく、エスカレートすることはありませんでした。FRBをはじめとする連邦政府や外国の政府当局は、銀行危機を速やかかつ効果的に収束させるために介入しました。米国政府のデフォルトは、妥協と超党派主義によって回避されました。こうした要因のすべてがリスクプレミアムの低減につながり、多くの株式と債券の価格を押し上げたのです。

人工知能（AI）の応用技術への関心が高まったことも米国株式が活性化した要因の一つです。AIでもてはやされた銘

2023年後半は様子見から脱却することで、投資家がリターンを得るチャンスではないかと考えています。それには克服すべき課題もあるでしょうし、一直線の強気相場を想定しているわけではありません。しかし、短期的にも長期的にも、好機が提供されており、シンプルな結論に至ります。今こそ全面的に投資するタイミングなのです。

柄は、その一部はすでにS&P500指数銘柄の主要銘柄であるとはいえ、急上昇し、市場平均を押し上げました。実際のところ、S&P500指数の中では、そうした一部の幸運な企業と、それ以外の企業の冴えないパフォーマンスとの乖離が2023年上半期には記録的な大きさに達しました。²

一握りの銘柄が牽引する相場は快方へ向かう予兆

さまざまな立場の市場関係者が、この数ヶ月のグローバル株式市場について一握りの銘柄が牽引する状況は長続きするものではなく、今後問題に直面すると指摘しています。

しかし、私たちの見方は違います。米国企業の利益は、この数四半期は悪化したものの、今後の見通しには明るさが見えてきています。世界的に、中でも欧州（特にドイツ）では業績修正が上向きに転じています。2024年初旬（これはもう十分に市場予測の時間枠に入ります）には、米国企業の利益成長の伸びが加速して2桁台になると予想しています。³

この企業分析にはアナリスト特有のやや楽観的なバイアスがかかっていることは事実ですが、それでもいくつかのポイントが強調されて然るべきだと考えます。

- 第一に、世界的な企業収益の低迷時期は今後来るのではなく、今現在がそれに相当する可能性が高いことです。中国では2022年の第4四半期に落ち込んだ企業収益が、欧州と同様に増加に転じ始めています。
- 第二に、景気後退に伴って起きる業績の悪化が、先行して進んだという点です。つまり、投資家は企業業績の悪化という悪材料をすでに現在の株価に織り込んでいるのです。

- 第三に、今回の景気サイクルが、重要な面において従来とは異なることです。具体的には、新型コロナウイルスの大流行（パンデミック）が引き起こした（そしてその後も解消されていない）労働力供給の崩壊が、労働力に対する持続的な超過需要を生んでいることです。端的に言えば、雇用の伸びはこの景気サイクルの現段階で予想されるものよりもはるかに強いのです。それが結果的に、景気後退の可能性を遅らせ、また低減することにつながっています。というのも、家計所得の増加による影響が、米国の最終需要の3分の2以上を占める個人消費にプラスの効果をもたらすからです。

要するに、仮に米国が景気後退入りするとしても（それは今も圧倒的コンセンサスであり、したがって市場価格もそれをある程度織り込んでいるのですが）、おそらくその時期は遅れ、また以前の景気後退よりも軽微なものになるであろうと考えています。それどころか、現在起きている企業収益の悪化自体が、景気後退が到来する（もし来るとしたらですが）前に終了してしまう事態も想像できないことではありません。

もちろんリスクはある

どの市場予測においてもリスクを正に評価しなければ予測したとは言えません。さまざまなことが起こりえます。しかし、その結果は、少なくともその一部を分散できる場合もあります。また、もちろんより対応に苦慮する事態になることもあるでしょう。

- 深刻な景気後退：インフレが持続し、世界の中央銀行による協調的な引き締め強化に、財政抑制が伴った場合（債務上限の妥協案は歳出削減を伴い実行されました。）、米国および世界の経済は私たちの想定よりも早くかつ深刻な景気後退に陥る可能性があります。しかし、投資家が（当社が選好するように）保有ポートフォリオのデュレーションを長期化していれば、グローバル株式や現地通貨建ての新興国債券市場で生じる損失の少なくとも一部は米国債による利益が相殺してくれるでしょう。
- 地政学的緊張のエスカレート：起こりうるシナリオの中には、ウクライナの反攻が成功し、ロシア軍が無秩序に

撤退するというケースも考えられます。この場合、ロシアのプーチン大統領は、戦術核を含む危険な武力行使に踏み切るかもしれません。そうなればいくら債券がある程度の避難場所を提供するとは言っても、その余波でマーケットには激震が走ることになります。その他、台湾や南シナ海などの紛争を抱える地域も、引火点となって市場のリスク要因となる可能性があります。

- エネルギー供給の世界的な混乱：エネルギー・コストが急騰すると、単に世界の経済成長が懸念される以上の事態になる可能性があります。それはインフレと金融政策対応への不安を再燃させる可能性があります。バランス型のポートフォリオにとって、予期せぬインフレは分散することのできないリスクだということは、2022年に投資家が身をもって痛感したことです。
- リタールの低迷：私たちの予想に反して、企業利益の伸び悩みが続き、世界的に成長が鈍化し、インフレ率が中央銀行の目標水準を上回る状況が根強く続くような場合、株式も債券も（新興国債券市場も）期待するリターンを上げられない可能性があります。その場合、おそらくボラティリティは高止まりしているため、リスク調整後のリターンはさらに期待できないものになります。今後6ヵ月間はその可能性があります。しかし、その現象が長く続くとは考え難いものがあります。このリスクは、言い方を変えれば、間違っているということではなく、早過ぎたことの代償と言えるのかもしれませんが。

投資機会に関わる

その意味するところは、市場を牽引してきた一握りの銘柄がより幅の広い銘柄に取って代わられる可能性が高いということであり、機敏な投資家にとってより多くの投資機会が生まれるということです。収益の足を引っ張っている悪材料が薄れつつあることや、米国と世界の政策金利がピークアウトすること（インフレ率が2023年後半にかけて低下するため）、おそらく米ドル安に向かうこと（FRBが6月にそれまで継続していた利上げを一旦休止したため）などの要因が今後6ヵ月の株式市場、債券市場、それに為替市場において、数少ないどころか、多くの投資機会を提供することになるでしょう。

要するに、仮に米国が景気後退入りするとしても（それは今も圧倒的コンセンサスであり、したがって市場価格もある程度織り込んでいるのですが）、おそらくその時期は遅れ、また以前の景気後退よりも軽微なものになるであろうと考えています。それどころか、現在起きている企業収益の悪化自体が、景気後退が到来する（もし来るとしたらですが）前に終了してしまう事態も想像できないことではありません。

私たちが考える最大の投資機会：

- **今こそ全面的に投資すべきとき** 多くの投資家は利回りが5%を超えるMMFに資金を滞留させていますが、私たちは米国債券ポートフォリオの一部を長期化する好機だと考えています。政策金利のピークアウトの見通しや、米国におけるインフレのさらなる沈静化、成長の一定の鈍化などにより年後半は長期債の利回りが押し下げられることになり、安全性が高くデュレーションの長い債券のリターンは上昇することになるでしょう。後述するように、デュレーションリスクを取ることで、ポートフォリオの分散効果も高まります。
- **投資適格債** 株式の配当利回りと比較すると、投資適格債の利回りは高く、債券市場の中でも最も高品質の債券がより魅力的となっています。
- **一般に高品質でデュレーションの短い債券** 高品質の債券銘柄を広く物色すると、多少の経済の落ち込みがあったとしても、それをカバーするデフォルト・リスク・プレミアムがあり、投資家にとって十分に魅力的です。したがってクレジット市場では、高品質でデュレーションの短い銘柄を広く選好します。
- **厳選されたデュレーションの長い債券** 金利のピークアウトは後ずれではなく、早期に到来する可能性が高いことから、高品質でデュレーションの長い債券のパフォーマンスが改善しています。金利が低下すれば、金利感応度の高い長期米国債や、時価が額面を割れている一部の社債にキャピタルゲインがもたらされそうです。
- **質の高いハイイールド債** とはいえ、高格付けのハイイールド債は、そのファンダメンタルズの良さから、良好なトータルリターンを獲得できるポテンシャルを秘めています。特に株式と比較すると、ハイイールド債は他の債券よりもデュレーションが短く、また同時に株式のようなトータルリターンも期待できます。
- **新興国の債券** 年初に指摘した通り、現地通貨建ての新興国債券にも妙味があります。利回りの高さ（場合によっては2桁のことも）に、米ドル安が加われば、株式のようなリターンを期待することもできますが、米国ハイイールド債にみられるような大幅な格下げやデフォルトリスクの懸念は少ないとみています。
- **米国株式** 水面下では、企業収益の流れが2つに別れ、新たなリターンの分散パターンが生まれているようです。企業業績に対する株価の反応は、セクターやスタイルによって異なっています。業績のばらつきが「勝者と敗者」を見分ける重要なファクターとなる可能性があるため、投資リターンの格差も拡大することになるかもしれません。

- **米国以外の株式** 昨年末に指摘したように、米国以外の株式を新規に組み入れる、またはその比率を引き上げることは検討に値すると思えます。あまり気乗りしないのはわかります。過去10年間、米国株は圧倒的なパフォーマンスを記録（2013年以降では、日本の日経225に対して20%、ドイツDAX40に対して70%、英国のFTSE100対比ではほぼ150%のアウトパフォーマンス）⁴しており、当然ながら米国投資家は海外市場への投資に懐疑的です。しかし、この6か月を見ると、日経平均はS&P500指数の+7%のリターンの倍を叩き出し、ドイツDAXはS&P500を3%ポイント上回っています。これは、バリュエーション的に魅力が高く、業績が好調で上方修正されていることがその理由であり、この傾向は今後も続くともていませう。
- **プライベート・クレジットでは減多にないチャンス** 金利水準が近年になく高いことから、ローン市場において、プライベート・クレジットが地方銀行から大きくシェアを奪う可能性が高くなっています。こうした変化を受けて、プライベート・クレジットを運用しているマネジャーは、価格や条件、コベナンツなどについて有利に交渉を進めやすくなることでしょう。

こうした安定化の手がかりに沿って、今年後半には、オルタナティブも含めて非常に多くの場面で投資機会が訪れることとなります。

こうした安定化の手がかりに沿って、今年後半には、オルタナティブも含めて非常に多くの場面で投資機会が訪れることとなります。

年度中間での投資機会を端的に示す図表

当社の投資チームに課題を与え、2023年下半期の投資機会を端的に示す図表を提出するよう指示しました。その図表が示唆するポイントを正しく評価するには、各エキスパートの視点を理解することが重要です。これらがお客様にとって興味深く、また有益なものであることを願っています。

マルチアセット・インカムの展望

寄稿者

エド・パークス、CFA

最高投資責任者 (CIO)

フランクリン・インカム・インベスターズ

債券利回りはパンデミック時の低水準から大幅に上昇…

図表1：社債利回りの推移：平均最低利回り（YTW）

2020年12月31日から2023年3月31日まで

平均最低利回り（%）



出所：ブルームバーグ、ブルームバーグ・インデックス 注：これはあくまで例示を目的としたものです。米国投資適格社債YTW（最低利回り）はブルームバーグ米国社債インデックスで、米国ハイイールド社債YTW（最低利回り）はブルームバーグ米国社債ハイ・イールド・インデックスで表されています。インデックスは管理されたものではなく、インデックスに直接投資することはできません。インデックスには報酬、経費、販売手数料は含まれていません。過去の運用実績は、将来の運用成果を保証するものではありません。重要なデータ提供者の通知および条件は次のウェブサイトをご覧くださいwww.franklintempletondatasources.com。

- 投資家にとって、今後6か月も利回りがトータルリターンの重要な要素となります。そう考える前提は、FRBが利上げサイクルの一旦停止を選択し、金融政策の緩和に軸足を移すことはないと思われるからです。
- 金利上昇の結果、米国社債の利回りは、投資適格債で平均5%超、米国ハイイールド債で8%超にまで上昇し、その水準を維持しています。インカム投資家にとっては、これは魅力的な投資機会だと捉えています。
- トータルリターン、インカム収入、リスク管理の観点から、投資適格債が、私たちが最も選好する資産クラスです。投資適格債は株式よりも良好なトータルリターンをもたらすと同時に、株式との正の相関関係が崩れつつあるため、株式市場のボラティリティを債券によって相殺することができるからです。
- 米国の景気後退が軽微なものにとどまる可能性が高まったことで、企業収益への悪影響は2023年後半にかけて限定的になるはずですが、その結果、ハイイールド債のパフォーマンスは、多くの投資家が考えるよりも底堅いと思われます。
- 私たちはスプレッドが大幅に拡大するとは考えておらず、現状の歴史的にみて高水準の利回りに非常に満足しています。私たちとしては、ボラティリティの高い株式を保有する代わりに、厳選されたハイイールド債をポートフォリオに組み入れる方が自然な選択ですが、それは景気後退局面では株式は債券をアンダーパフォームするからです。

債券の展望

寄稿者

ウェスタン・アセット

債券利回りとバリュエーションが回復

図表2：債券種類別の最低利回り（過去10年間）

2023年3月31日現在

最低利回り (%)



● 現状 — 10年間の中央値

出所：ブルームバーグ、ファクトセット、JPモルガン・クレジット・リサーチ、JPモルガン・アセット・マネジメント 注：米国債 (UST) はブルームバーグ米国債インデックス、地方債はブルームバーグ地方債インデックス、投資適格債 (IG) はブルームバーグ米国社債インデックス、モーゲージ担保証券 (MBS) はブルームバーグ米国MBSインデックス、資産担保証券 (ABS) はブルームバーグABSインデックス、欧州投資適格債はブルームバーグ・ユーロ・アグリゲート・コーポレート・インデックス、米ドル建て新興国債券 (EMD) はJPモルガンEMIGLOBAL ダイバーシファイド・インデックス、現地通貨建て新興国債券はJPモルガンGBI-EMグローバル・ダイバーシファイド・インデックス、新興国社債はJPモルガン・コーポレート・エマージング・マーケット・ボンド・ブロード・ダイバーシファイド・インデックス (CEMBIブロード・ダイバーシファイド)、米国ハイイールド債 (HY) はブルームバーグ米国コーポレート・ハイイールド・インデックスで表されています。レバレッジド・ローンはJPモルガン・レバレッジド・ローン・インデックス、ノンエージェンシー (NA) 商業用不動産担保証券 (CMBS) はブルームバーグCMBS IGインデックスのNA構成銘柄、NA住宅用不動産担保証券 (RMBS) はJPモルガンNA RMBSクレジット・インデックスで表されます。

最低利回り (YTW) とは、企業がデフォルトに陥らない限り、債券から得られる可能性のある最低利回りのことです。すべてのセクターは最低利回りベースですが、地方債については、最高所得税率37%+メディケア税率3.8%と仮定した場合の税引後利回りを最低利回りとみなしています。

インデックスは管理されたものではなく、インデックスに直接投資することはできません。インデックスには報酬、経費、販売手数料は含まれていません。過去の運用実績は、将来の運用成果を保証するものではありません。重要なデータ提供者の通知および条件は次のウェブサイトをご覧くださいwww.franklintempletondatasources.com。

- 最近の波乱相場を乗り越えて得たメリットの一つは、債券利回りとバリュエーションが回復したおかげで、投資家は利回りを向上させる投資機会を見つけやすくなりました。
- バリュエーションが改善し、インフレが沈静化し、ボラティリティが低下する環境下では、債券への投資妙味は非常に大きいと思われます。
- インフレ率が低下する中で、バリュエーションがより魅力的になり、投資環境がさらに有望になっています。

債券の展望

寄稿者

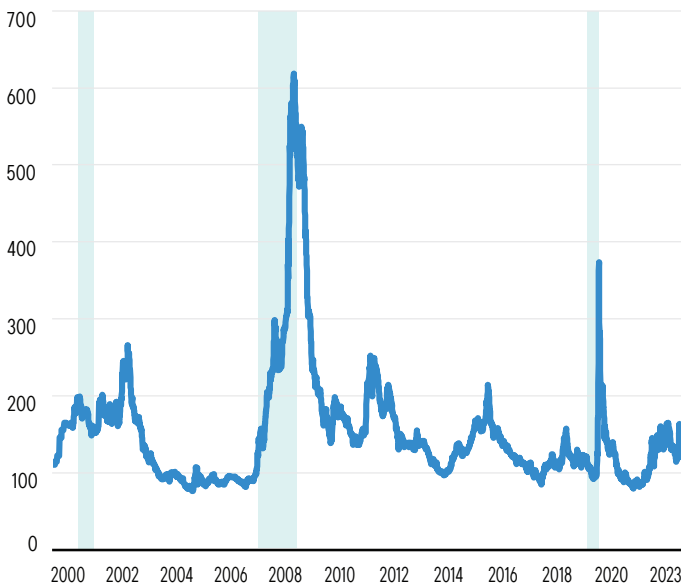
フランクリン・テンプレトン債券グループ

最終利益を守る：社債クレジットにおける銘柄選択の重要性

図表3：投資適格債のスプレッド推移

2023年1月現在

単位：ベース・ポイント



投資適格債のスプレッド 景気後退期

出所：ブルームバーグ 注：投資適格債のスプレッドは、ブルームバーグ米国アグリゲート債券インデックス（米国で取引されている広範な投資適格中期債の市場規模加重平均指数）に基づいています。インデックスは管理されたものではなく、直接インデックスに投資することはできません。インデックスには報酬、経費、販売手数料は含まれていません。過去の運用実績は、将来の運用成果を保証するものではありません。

- 格付けの引き下げが引き上げを上回る状況が続く中、社債マーケットは、景気減速に耐えうる財務体質を持つ企業と、脆弱な企業とに分裂（あるいは二分化）する傾向にあります。ファンダメンタルズに悪化の兆しが見られる社債の発行体は、市場からより強い逆風にさらされており、市場での信用供与が制限され、資本コストが上昇しています。この傾向は、変動金利の銀行ローンやハイイールド債など、とりわけ格付けの低い資産クラスに顕著です。現在の社債スプレッドの水準は、景気減速をまだ織り込んでおらず、過去の景気後退局面の水準を大き

く下回っています。セクター配分と銘柄選択はともにバランスのとれたポートフォリオを構築する際の鍵となりますが、世界経済の減速の影響を受けてアンダーパフォームする可能性のある業種や企業を避け、そうした環境でも魅力的な利回りと収益機会を提供できる銘柄を選ぶことが肝要です。

- ハイイールド債のセクターでは、利益は概ね良好な状態が続いていますが、ビジネスモデルの脆弱な企業の決算には、経済成長の鈍化と信用状況の逼迫の影響が現れ始めています。ハイイールド市場の参加者は、銀行ローン市場と同じく、利益目標未達の企業に対して見切りをつけるのが早く、市場でのクレジット・スプレッドを大幅に拡大させています。そうした中、投資家がコベナンツ・プロテクションの弱い新規発行案件に対して反発し始めたことはいい傾向だと思います。多くの案件で、投資家が発行条件をプラスの方向に大きく変更させています。
- 投資適格債に関しては、経済指標の発表やFRBの金融政策についての思惑が変化するたびに市場が反応し、ボラティリティが高まる可能性があるため、リスク環境的に厳しい状況が続くと思われます。今期の決算シーズンはまだ途中ではありますが、業種によってかなりのばらつきがあるものの、売上は概ね維持されている一方、利益と利ざやが減少しています。全般的に利回りは魅力的な水準にあり（これはテクニカル的にプラス要因で、これが需要を呼んでいます）、引き続き信用力の高い銘柄を選好し選別しています。
- 利ざやに縮小圧力が強まり、業績にもばらつきが見られる環境にありますが、社債セクターへの投資に共通するのは、マクロ経済の逆風を乗り切り、将来のリターンの重要な原動力ともなる、投資対象証券を慎重に選択するという不変の原則であると思います。様々なポートフォリオに組み入れる債券を慎重に厳選する一方で、追加的なリターンを提供しています。

グローバル株式の展望

寄稿者

スコット・グラッサー

最高投資責任者 (CIO) 兼ポートフォリオ・マネージャー

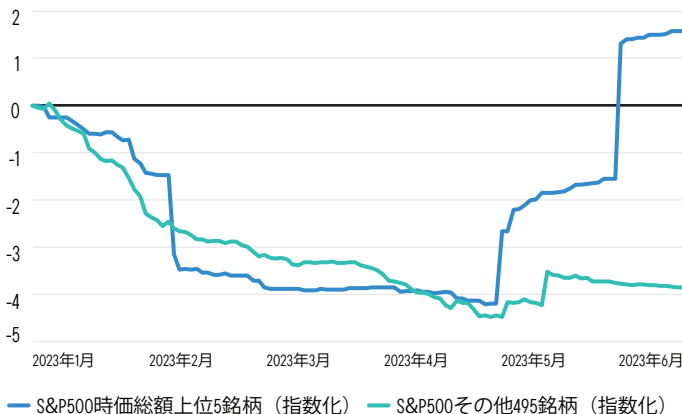
クリアブリッジ・インベストメンツ

メガキャップ企業の収益力が市場の狭さを浮き彫りに

図表4：S&P 500の2023年度収益予測

2023年6月9日現在

単位：変化率 (%)



出所：ファクトセット 注：インデックスは管理されたものではなく、インデックスに直接投資することはできません。インデックスには報酬、経費、販売手数料は含まれていません。過去の運用実績は、将来の運用成果を保証するものではありません。

- 第1四半期のS&P500株価指数全体にわたる業績の下方修正に続き、第2四半期は状況が明らかに反転し、時価総額により明暗が分かれました。S&P500構成銘柄のうち、時価総額上位5社のEPS（1株当たり利益）予想が上方修正された一方で、それ以外の銘柄は下落トレンドに変化はありませんでした。
- S&P500指数の時価総額上位5社については、それぞれの企業の好決算と見通しの引き上げが上方修正の原動力となっており、生成AIに対する楽観論が需要を支えています。
- 5月の米国雇用統計の発表を受けて、市場の物色意欲は足元で改善してきており、景気後退が間近に迫っているのではないかと一部の投資家の懸念は後退しています。今後も物色の幅が引き続き拡大し、より多くの指数構成銘柄のEPSが上方修正されれば、相場がさらに上昇し、見通しが明るくなると見えています。
- S&P500指数の時価総額上位5社への集中度は、過去30年以上で最も極端な水準にあります。⁵

インデックスのパフォーマンスは市場の集中度を示している

図表5：S&P500の上位5社が時価総額に占める割合

2023年6月9日現在

単位：パーセント



出所：ファクトセット 注：インデックスは管理されたものではなく、インデックスに直接投資することはできません。インデックスには報酬、経費、販売手数料は含まれていません。過去の運用実績は、将来の運用成果を保証するものではありません。

- 2023年の今までのS&P500指数の上昇は12%となっていますが、時価総額上位5社が指数リターンの72%を占め、残り495社の寄与度は28%に過ぎません。⁶
- こうした動向により、S&P500指数は時価総額加重平均指数が均等加重平均指数を9.6%上回っています。この差が年末まで続くとするれば、その乖離率は暦年では1998年以来最大となります。⁷
- 1990年代後半以降、現在のように一部の銘柄への集中度が高まり、メガキャップ企業のアウトパフォーマンスが顕著になった時期には、バリュエーションとパフォーマンスが平均に回帰する傾向があり、それまで相場を牽引してきた銘柄が出遅れ、またその逆も起きました。通常、アクティブ・マネージャーは、割高なセクターを回避し、見過ごされているセクターをオーバーウェイトにするなど柔軟に運用することで、こうした回帰が起こる時期にリターンを上げるのです。
- 市場が今後どのような道をたどるかを判断するには時期尚早ですが、一般的に物色の幅が狭まると、強気相場がその最終局面にあるとの連想が働き、その先の相場が上昇するための強固な基盤になるとは考えないものです。

グロース株式の展望

寄稿者

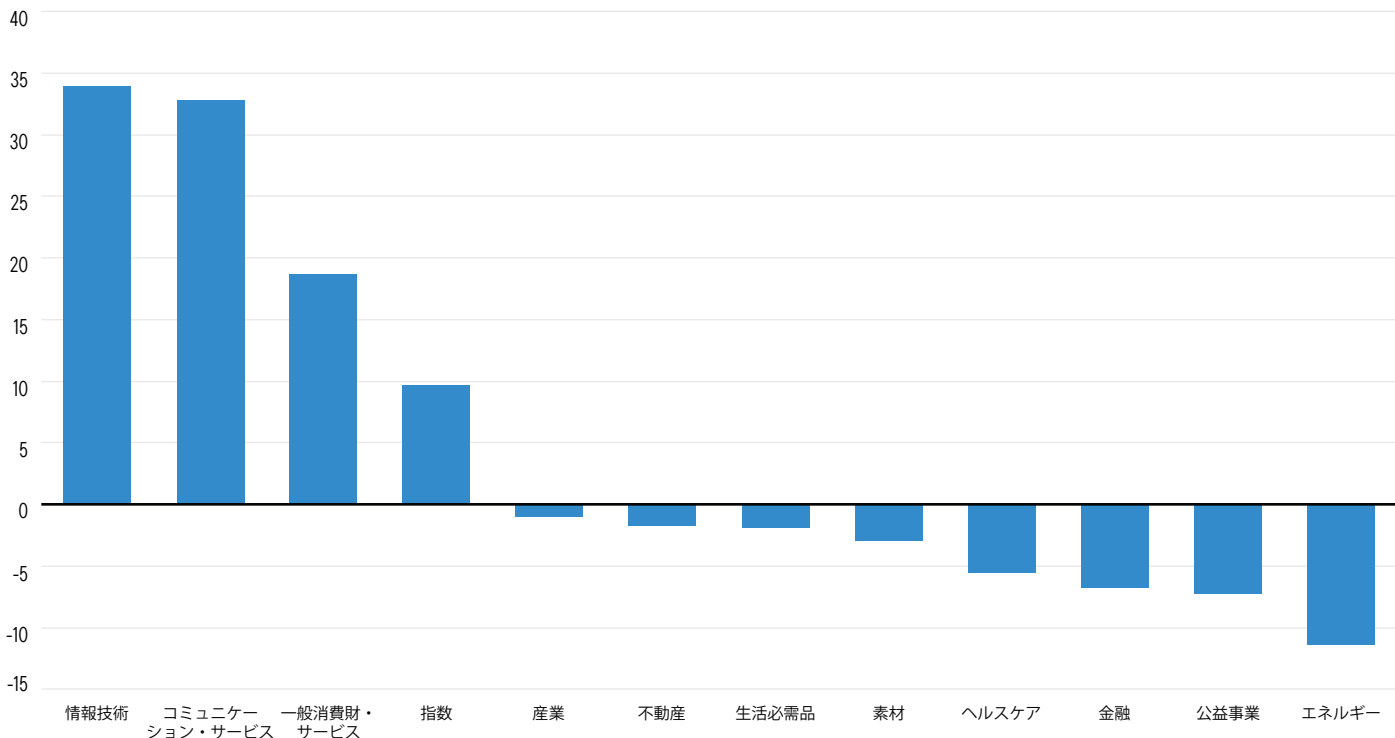
ジョナサン・カーティス
ポートフォリオ・マネージャー
フランクリン株式グループ

米国株式：市場の物色の幅が広がる可能性

図表6：S&P500指数の年初来のセクター別リターン

2023年1月1日から2023年5月31日まで

単位：パーセント



出所：モーニングスター 注：ダイレクトインデックスは管理されたものではなく、インデックスに直接投資することはできません。インデックスには報酬、経費、販売手数料は含まれていません。過去の運用実績は、将来の運用成果を保証するものではありません。

- 2023年5月31日現在、S&P500指数の年初来リターンは、情報技術、コミュニケーション・サービス、一般消費財・サービスのセクターに属する世界最大手7社のリターンに大きく起因しています。
- こうした企業の株価が好調なのは、強固なバランスシート、魅力的な収益性、そのプラットフォーム的な役割、ポストコロナ下の金利上昇、および不透明なマクロ経済環境下での効率性重視の姿勢など、多くの要因に支えられているからだと考えられます。
- 今年後半を展望すると、市場の物色の幅が広がる可能性があると思っています。投資家は、金利引き締めサイクルが終わりに近づいていること、そして経済状況が安定化の兆しを見せれば、根本的な収益リスクは懸念するほどではないかもしれないことに自信を深めているからです。
- このAI（人工知能）と生成AIの時代においては、多くの企業が構造的な長期成長の可能性を見出す機会があると私たちは考えています。

グローバル株式の展望

寄稿者

マンラージ・セクホン

責任者

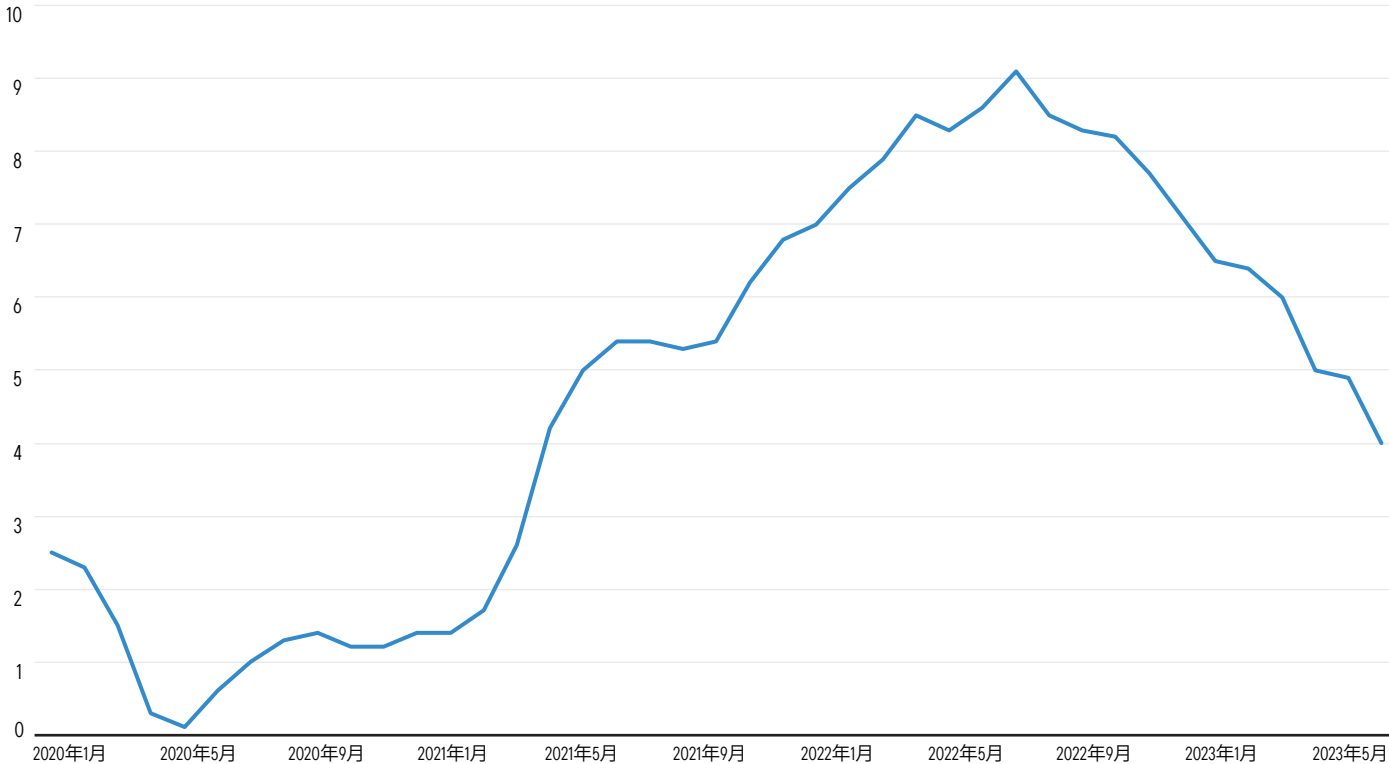
テンプルトン・グローバル・インベストメント

米国のインフレ圧力が明らかに弱まり株式の追い風へ

図表7：米国のインフレ率の推移

2020年1月1日から2023年5月31日まで

単位：前年比上昇率（パーセント）



出所：米国労働省労働統計局

- 米国のインフレ圧力は明らかに弱まりました。金融引き締めが個人消費に一定の減速をもたらし、賃金上昇率の鈍化に見られるように労働市場の逼迫感も一部解消されつつあります。新型コロナウイルス後のサプライチェーン問題の改善もこれに一役買っています。
- これが意味するところは、経済成長が予想より早いペースで減速した場合や、万一経済ショックやシステムック・ショックが起きた場合には、FRBはそれに対応して利下げに舵を切ることができるということです。
- 同時に、米国経済は労働市場の堅調さと個人消費の底堅さによって、力強い成長を続けています。企業収益も予想を上回る好調が続いています。
- このような背景から、米国の景気後退懸念は影を潜め、投資家の注目は米国経済の底力に集まっており、前向きな政策も相まって、株式市場は引き続きしっかりと下支えされると見えています。

プライベート・クレジットの展望

寄稿者

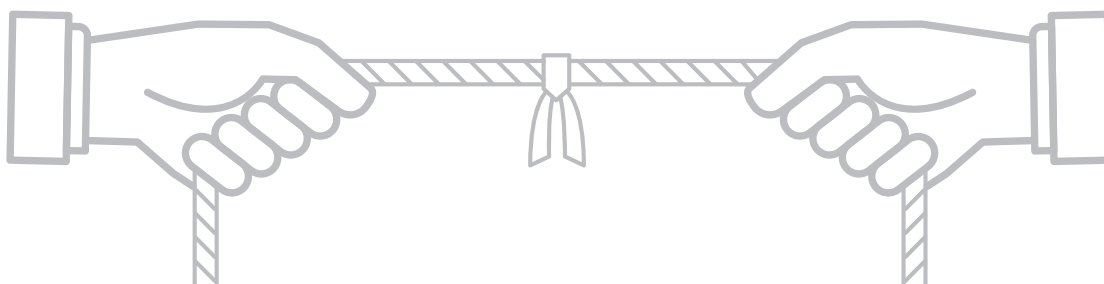
リチャード・バーン

社長

ベネフィット・ストリート・パートナーズ

プライベート・クレジットの綱引き

図表8：経済の逆風対プライベート・クレジットの追い風



- ・ 金利上昇
- ・ インフレ
- ・ 限られたディール案件
- ・ サプライチェーン問題
- ・ 経済の減速
- ・ マージンの侵食

- ・ 利回りとスプレッドの拡大
- ・ レバレッジ水準の低下
- ・ 与信審査の厳格化
- ・ 非流動性プレミアムの強化
- ・ 健全なLTV比率

注：この資料は例示を目的としたものです。ここに記載された見解はBSPのものであり、独自の検証は行っておらず、また事前通知なしに変更される場合があります。

- ・ プライベート・デット市場は、この10年間、投資家が低金利環境下で高い利回りを求め、大挙してこの分野に参入してきたため、劇的な成長を遂げました。
- ・ 金利上昇と市場の資本が限られていることを反映した需給バランスの変化によって、交渉の主導権が貸し手に移行しています。
- ・ 世界経済が減速したとしても、新たな貸し出し資金を持つ貸し手にとっては、非常に強力なリスク調整後リターンを得るチャンスとなっています。
- ・ その反面、発行から時間が経過した発行体は金利上昇の煽りを受け、債務返済能力や満期時の借り換え能力に限界が出てくる場合もあるため、デフォルト率が上昇する可能性は高くなります。
- ・ この資産クラスの一流マネジャーは、堅実で分散されたポートフォリオを構築しているためアウトパフォームする可能性が高く、新たな資金を投下する際には、競合を避けて市場の分散を利用することでしょう。
- ・ 金利とインフレの上昇、景気減速懸念の問題など、プライベート・デットの発行体にとっての逆風の多くは、クレジット・スプレッドの上昇、レバレッジの低下、与信審査の厳格化などの追い風によって相殺されています。

不動産の展望

寄稿者

ティム・ワン

マネージング・ディレクター兼投資調査部門ヘッド

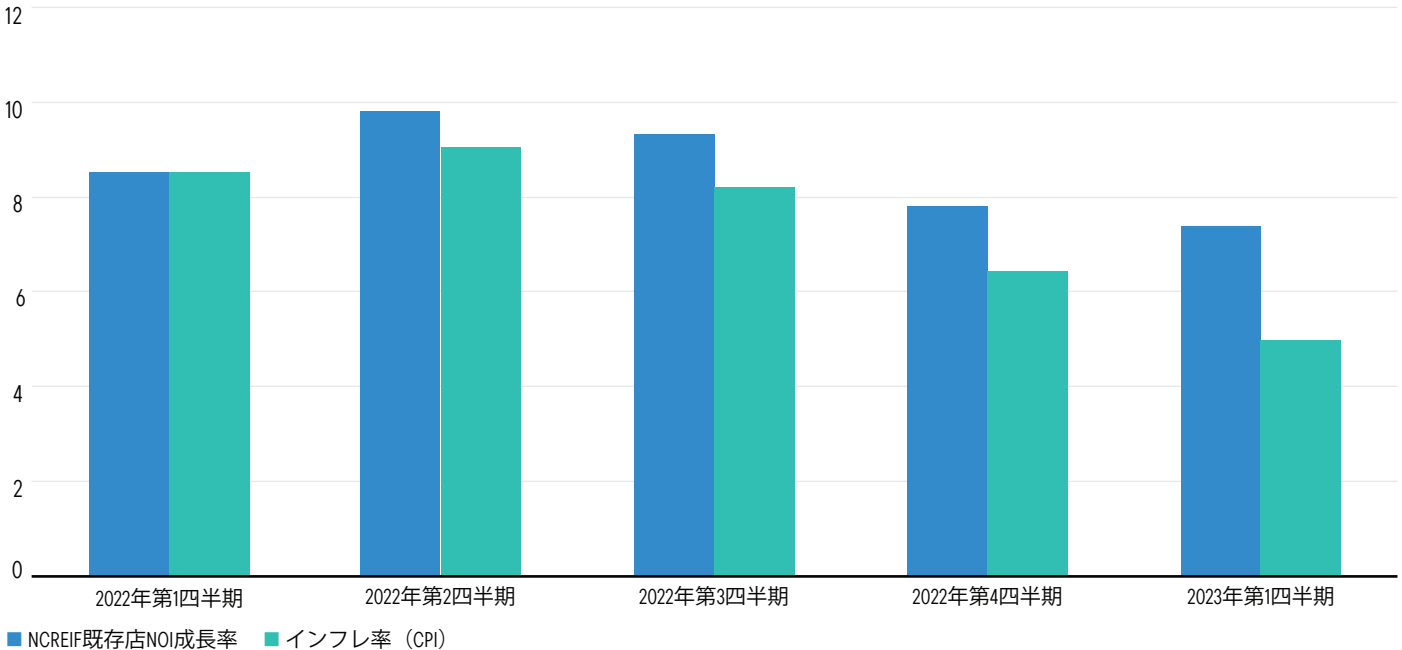
クラリオン・パートナーズ

商業用不動産は依然として魅力的な投資機会を提供する

図表9：対前年比の不動産の成長率と総合インフレ率

2023年第1四半期

単位：パーセント



出所：クラリオン・パートナーズ・インベストメント・リサーチ、米国不動産投資受託者協会（NCREIF）、米国労働省労働統計局、ムーディーズ・アナリティクス
注：NCREIFはコア不動産のパフォーマンスを示すベンチマークです。インフレ率は季節調整前の全都市消費者物価指数（CPI-U）です

- 商業用不動産は、投資ポートフォリオの多様化とインフレヘッジの面において引き続き有益です。
- オフィスセクターには逆風が吹いていますが、NCREIFベンチマークの既存店営業純収益（NOI）は全体として力強い伸びを維持しています。
- これは、NOIが総合インフレ率（消費者物価指数）と同程度か、それを上回っていることを意味し、特に産業用、集合住宅、ライフサイエンス、トランクルームの各不動産分野において顕著です。

巻末脚注

- 出所：ブルームバーグ、S&P ダウ・ジョーンズ・インデックス。注：S&P500指数は株式を代表する指標として使用されています。ブルームバーグ米国アグリゲート債券インデックスは債券を代表する指標として使用されています。インデックスは管理されたものではなく、インデックスに直接投資することはできません。インデックスには報酬、経費、販売手数料は含まれていません。過去の運用実績は、将来の運用成果を保証するものではありません。
- 同上
- これらの予測や、予想、見積もりが実現する保証はありません。
- 出所：ブルームバーグ2013年6月1日から2023年5月31日。インデックスは管理されたものではなく、インデックスに直接投資することはできません。インデックスには報酬、経費、販売手数料は含まれていません。過去の運用実績は、将来の運用成果を保証するものではありません。
- 出所：ファクトセット2023年6月9日現在。インデックスは管理されたものではなく、インデックスに直接投資することはできません。インデックスには報酬、経費、販売手数料は含まれていません。過去の運用実績は、将来の運用成果を保証するものではありません。
- 同上
- 同上

グローバル投資環境見通しについて グローバル投資環境見通しでは、フランクリン・テンプルトン・インスティテュートのストラテジストが市場に関する運用担当者の見解を紹介しています。フランクリン・テンプルトン・インスティテュートの使命は、お客様のニーズと関心に応えるリサーチを提供することです。我々はお客様の声に耳を傾け、理解し、社内のリソースを活用して、お客様の課題にお答えします。我々は、独自の洞察とその実践的な応用の開発を実現するため、探求の分野に注力した組織を編成しています。

Franklin Templeton Thinksには注目すべき2つの関連する出版物があります。フランクリン・テンプルトン・インベストメント・ソリューションズが作成し、マルチアセットポートフォリオの構築に関するベスト・シンキングを提供するAllocation Viewsと、フランクリン・テンプルトン・インスティテュートが作成し、エコノミストが市場を左右する重要なマクロ経済のテーマを分析するMacro Perspectivesです。

寄稿者

ウエスタン・アセット
フランクリン・テンプルトン債券グループ



エド・パークス、CFA
最高投資責任者 (CIO)
フランクリン・インカム・
インベスターズ



スコット・グラッサー
最高投資責任者 (CIO))
兼ポートフォリオ・マネー
ジャー
クリアブリッジ・インベス
トメンツ



ジョナサン・カーティス
ポートフォリオ・マネー
ジャー
フランクリン株式グループ



マンラージ・セクホン
責任者
テンプルトン・グローバ
ル・インベストメント



リチャード・バーン
社長
ベネフィット・ストリー
ト・パートナーズ



ティム・ワン
マネージング・ディレク
ター兼投資調査部門ヘッド
クラリオン・パートナーズ

定義

ブルームバーグ米国債インデックスは、米国財務省が発行する米ドル（USD）建て固定金利名目債務の指標です。

ブルームバーグ地方債インデックスは、米ドル建て長期非課税債券市場をカバーしています。

ブルームバーグ米国社債インデックスは、投資適格、固定金利、課税対象の社債市場の指標です。

ブルームバーグ米国モーゲージ担保証券（MBS）インデックスは、ジニーメイ（GNMA）、ファニーメイ（FNMA）、フレディマック（FHLMC）が保証する固定金利のエージェンシーのモーゲージ・パススルー証券の動きに追従しています。

ブルームバーグABSインデックスは、ブルームバーグ米国総合債券インデックスの資産担保証券（ABS）構成銘柄であり、クレジット・カード債権、チャージ・カード債権、自動車ローン債権、公共料金債権で構成されています。

ブルームバーグ・ユーロ・アグリゲート・コーポレート・インデックスは、ユーロ総合インデックスの社債部分の指標であり、ユーロ圏の投資適格級のユーロ建て固定金利証券が含まれます。

JPモルガンEMBIグローバル・ダイバーシファイド・インデックスは、米ドル建て新興国ソブリン・インデックスを独自に加重平均したものです。このインデックスは、インデックスに含まれる国々のウェイトをより均等に配分するよう明確な分散スキームを有しています。

JPモルガンGBI-EMグローバル・ダイバーシファイド・インデックスは、海外投資家によるアクセスが容易で、常に取引が可能な固定金利の自国通貨建て国債で構成されています。インデックス構成については、ローカル市場への投資が資本規制の対象となる国は除外される一方、規制/税制上の制限は考慮されていません。

JPモルガン・コーポレート・エマージング・マーケット・ボンド・ブロード・ダイバーシファイド・インデックス（CEMBIブロード・ダイバーシファイド）は、CEMBIを独自に加重平均したインデックスです。米ドル建ての新興市場債券のみで構成されています。CEMBIブロード・ダイバーシファイドの対象国は、CEMBIの対象国と同じです。

ブルームバーグ米国コーポレート・ハイ・イールド・ボンド・インデックスは、米ドル建てハイイールド固定利付社債市場の指標です。ムーディーズ、フィッチ、スタンダード&プアーズの中間格付けが Ba1/BB+/BB+ 以下の証券がハイイールドとして分類されません。

JPモルガン・レバレッジド・ローン・インデックスは、機関投資家のレバレッジド・ローンのパフォーマンスを追跡する時価総額加重平均インデックスです。

ブルームバーグ商業用不動産担保証券（CMBS）投資適格指数のノンエージェンシー（NA）コンポーネントは、取引規模が最低3億米ドルの米国のノンエージェンシー・コンデュイット及びフュージョンCMBS取引で構成されています。

JPモルガン・ノンエージェンシー（NA）住宅ローン担保証券（RMBS）クレジット・インデックスは、セクターおよびヴィンテージレベルのジャンボ、CRT（信用リスク移転）およびレガシーRMBSの組み合わせを追従し、市場の既存債務を反映しています。

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。

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。

変動金利ローン/債券は、通常、投資適格未滿の格付けであり、債務不履行のリスクが高く、その結果元本を割りこむ可能性があります。

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。

天然資源セクターへの投資は経済情勢の悪化や規制上の変更など、特有のリスクを伴う場合があります。こうした証券の価格は特に短期的に変動します。

グロース株は、企業が利益や収益の予測を達成できない場合、価格が大幅に下落する可能性があり、特に短期間では他の証券よりも価格が変動しやすい場合があります。

中小型株は大型に比べ、より大きなリスクとボラティリティを伴います。

外国証券への投資には、経済の変動、取引慣行の違い、情報入手の困難さ、取引量、為替レートの変動や各国の通貨政策など特定のリスクが伴います。新興市場への投資は同じ要因に関連するリスクが高まります。国債への投資には、発行体政府が当該債務の利払いや元本の償還を行わないリスクを始めとし、一般的に債券や外国証券への投資に関するリスクを伴います。戦略として特定の国、地域、産業、業種、投資形態を対象とする場合、様々な国、地域、産業、業種、投資形態を対象とする戦略に比べ不利な状況に陥った際のリスクは高くなる可能性があります。中国は経済、政治、社会における不安定要因により影響を受ける場合があります。中国の発行体の証券への投資には、法律、規制、政治、経済に係るリスクなど中国特有のリスクが伴います。

不動産証券には不動産価格の下落や経済情勢の悪化および規制上の変更など、特定のリスクが伴います。

オルタナティブ戦略は、大きな価値変動の影響を被る可能性があります。

上場企業への投資とは対照的に、非上場企業への投資は、企業に関する情報入手が困難、または一般的な流動性が欠如するなど、一定の課題がありリスクも増加します。

デジタル資産は、未成熟で急速に発展するテクノロジー、このテクノロジーのセキュリティの脆弱性、デジタル資産交換所の信用リスク、規制の不確実性、価値/価格の高い変動性、ユーザーやグローバル市場による曖昧な支持、相場操縦または詐欺に関連するリスクの影響を受けます。

当資料で示されている企業やケーススタディは説明目的として使用されています。フランクリン・templton（「FT」）の投資助言を受けるポートフォリオによって現在、株式は保有されているか、もしくは保有されていない場合があります。当資料で提供されている情報は特定の証券、戦略もしくは投資商品の推奨または個別の投資助言を行うものではなく、フランクリン・templtonの運用ポートフォリオの売買意志を示すものではありません。

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・テンプレ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・テンプレ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・テンプレトン（「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・テンプレ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® and Chartered Financial Analyst® は CF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・テンプレトン（フランクリン・リソース・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・テンプレトン・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ものですが、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ンス、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・テンプレトン・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・リソース・インク傘下の資産運用会社です。



FRANKLIN
TEMPLETON

フランクリン・テンプレトン・ジャパン

商号：フランクリン・テンプレトン・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