

フランクリン・テンプレトン債券グループ

# Fixed Income Views

Volume 16—ソフトランディング?各国中央銀行は難しい  
政策運営を迫られている



## 目次

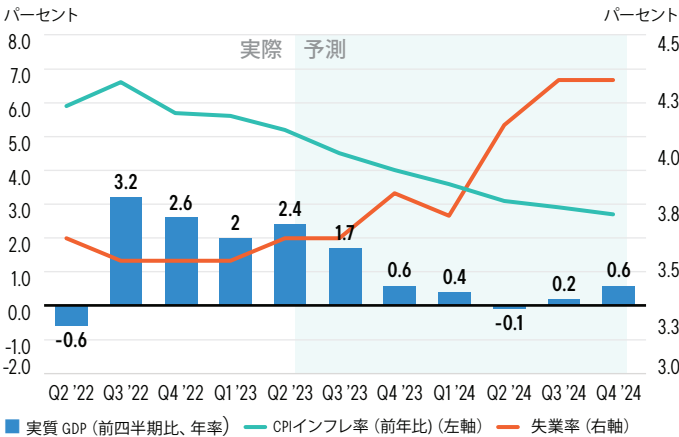
- |               |              |                               |               |
|---------------|--------------|-------------------------------|---------------|
| 2 エグゼクティブサマリー | 4 ポートフォリオテーマ | 7 特集：<br>社債アクティブ運用の<br>有効性の検証 | 8 セクター状況      |
| 3 マクロ経済テーマ    | 5 米国経済レビュー   |                               | 9 全体的なリスク見通し  |
|               | 6 ユーロ圏経済レビュー |                               | 10 主要セクター別見通し |

# エグゼクティブサマリー

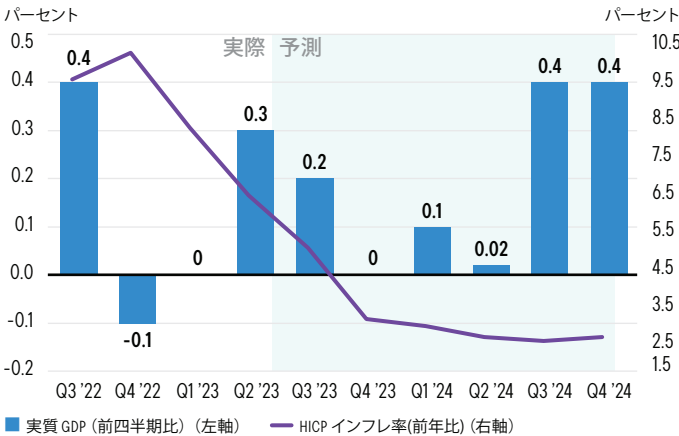
前回のレポート以降、米国およびユーロ圏の経済に対する見直しを引き上げました。米国については、もはや「テクニカル・リセッション」を予想していません。米国連邦準備制度理事会（FRB）の金融政策正常化に向けた道筋に対する我々の見方は、市場コンセンサスとは異なっています。市場では、FRBが「ソフトランディング」を実現し、これにより来年を通してFRBが利下げを行うことが可能になると考えられているように思われます。一方、我々は米国およびユーロ圏の両方において物価が高止まりすることで、両中央銀行は長期にわたり高い政策金利を維持する可能性が高いと考えています。

債券セクターのスプレッドは、非常に楽観的な環境を織り込みつつあり、スプレッド水準は長期平均に傾き、前回のストレスが高まった時期よりもはるかに縮小した水準にあります。我々は、こうした環境を踏まえ、アクティブ運用と卓越した銘柄選択こそが、主な収益の源泉であると変わらず考えています。

## 米国経済予測



## 欧州経済予測



出所：米国内閣勢調査、NAR、マクロボンド2023年6月30日現在。いかなる予測、予想、見積もりも実現する保証はありません。

## 債券個別セクターの見直し

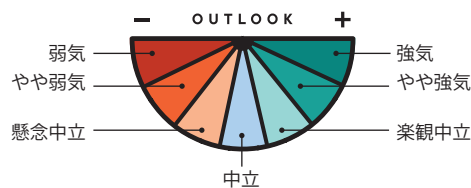
債券セクターの見直しはマクロ経済的なテーマと各資産クラステクニカルな分析に基づいています。各セクターの今後6~12ヵ月の見直しにつき、弱気から強気まで格付けを行っています。

### 6~12ヵ月の見直し/セクター

### 前四半期の見方

セクター	6~12ヵ月の見直し	前四半期の見方
<b>やや強気</b>		
米国地方債 (非課税債)	↑ 楽観中立	楽観中立
米国物価連動国債 (TIPS)	やや強気	楽観中立
<b>楽観中立</b>		
新興国市場 (EM) 国債	楽観中立	楽観中立
欧州投資適格債	楽観中立	楽観中立
<b>中立</b>		
資産担保証券 (ABS)	中立	中立
ローン担保証券 (CLO)	中立	中立
新興国市場社債	中立	中立
ユーロ圏ハイイールド社債	中立	中立
ユーロ圏国債	↑ やや弱気	楽観中立
変動金利ローン	↑ 懸念中立	楽観中立
モーゲージ担保証券 (MBS)	中立	楽観中立
ノンエージェンシー住宅用MBS (RMBS)	中立	楽観中立
米国ハイイールド社債	↑ 懸念中立	楽観中立
<b>懸念中立</b>		
商業用モーゲージ担保証券 (CMBS)	懸念中立	楽観中立
米国国債	↑ やや弱気	楽観中立
<b>やや弱気</b>		
グローバルスクーク	やや弱気	楽観中立
米国投資適格社債	やや弱気	楽観中立
<b>弱気</b>		
日本国債	↓ 懸念中立	楽観中立

## 振り子グラフの見方



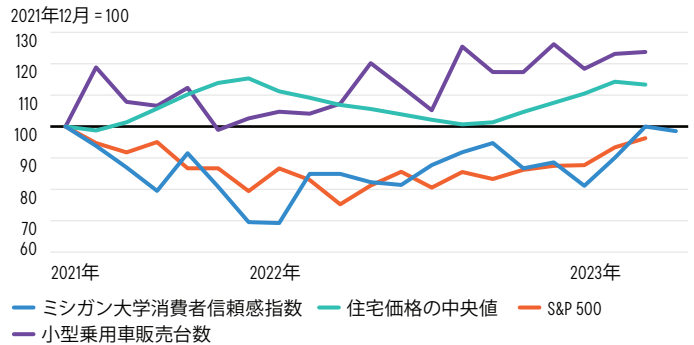
# マクロ経済テーマ

## 経済状況は底堅く推移している

米国の国内総生産（GDP）成長率は2023年第2四半期に前四半期比年率2.4%増となり、堅調に推移しました<sup>1)</sup>。消費者センチメントは回復しつつあり、住宅価格や株式市場は引き続き上昇し、従業員の一時解雇（レイオフ）は1月にピークを付けた後、大幅に減少しています。センチメントの回復により、FRBは難しい政策判断を迫られています。FRBの政策が現在、十分に景気抑制的なものなのか、あるいはFRBがさらに利上げを行い、長期にわたり高金利を維持する必要があるのか、判断が分かれています。ユーロ圏のその他では、経済成長は引き続き底堅さを示していますが、センチメント指標は下降傾向にあり、米国とは異なる動きとなっています。

## 経済全体は底堅く推移している

2021年12月31日～2023年6月30日



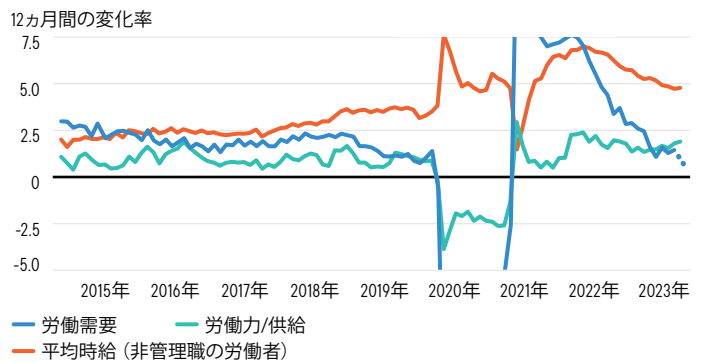
出所：フランクリン・テンプレトン債券グループリサーチ、TCB、ミシガン大学、S&P グローバル、米国内務調査局FHFA、NAR、BEA、マクロボンド。重要なデータ・プロバイダーの通知および条件はwww.franklintempletondatasources.comで入手可能です。

## 賃金が依然としてインフレ動向を左右する要因である

米国の総合消費者物価指数（CPI）が今年、さらに鈍化すると予想されている中で、実質賃金や実質可処分所得は引き続き上昇すると見込まれます。また、日本でも賃金上昇が力強く進行しています。しかし、米国では労働市場の不均衡が徐々に弱まる中で、名目賃金の上昇圧力が弱まる可能性もあるため、総合CPIの伸びが鈍化しているにもかかわらず、実質賃金の上昇幅は限定的になると考えられます。個人消費支出は年内に鈍化すると予想されていますが、実質賃金や実質可処分所得の伸びにより、消費セクターが支えられることから、米国経済が今年下半期に景気後退に陥る可能性は低いと我々は考えています。

## 米国の労働市場の不均衡および賃金調整はまだ当面続く

2014年9月30日～2023年6月30日



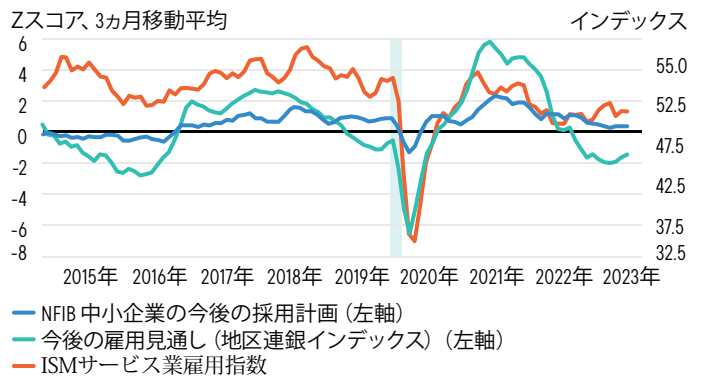
出所：フランクリン・テンプレトン債券グループリサーチ、BLS、マクロボンド。重要なデータ・プロバイダーの通知および条件はwww.franklintempletondatasources.comで入手可能です。

## 上向きの雇用見通し

銀行セクターの混乱時には雇用不安が高まりましたが、こうした状況が緩和される中で、ニューヨーク連銀の消費者調査によると、消費者は現在の職を維持できると確信しています。中小企業は、欠員を埋めることが非常に難しいと報告しており、採用見通しは過去の水準近辺で推移しています。全体としてみると、依然として堅調な雇用見通しや、インフレ率の鈍化により、消費者信頼感も回復しています。労働市場が逼迫し、賃金上昇が依然として高い一方で、総合CPIが低下していることから、時間当たり実質賃金の上昇が加速している状況です。2022年2月以降、インフレ率の伸びは鈍化していることから、購買力は全体的に高まっています。

## サービス業および中小企業の雇用は底堅く推移している

2014年9月30日～2023年6月30日



出所：フランクリン・テンプレトン債券グループリサーチ、ISM、ダラス連邦準備銀行、カンザスシティ連邦準備銀行、ニューヨーク連邦準備銀行、フィラデルフィア連邦準備銀行、リッチモンド連邦準備銀行、NFIB、MRA、ミシガン大学、マクロボンド。重要なデータ・プロバイダーの通知および条件はwww.franklintempletondatasources.comで入手可能です。

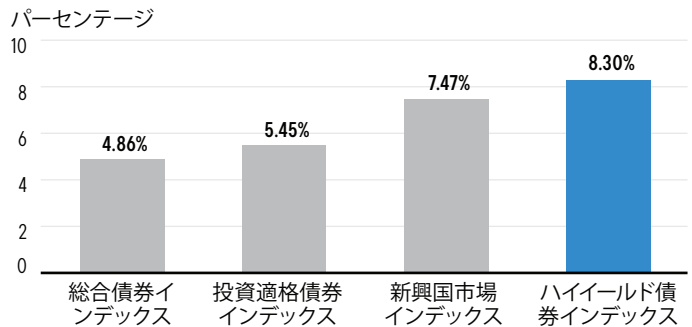
# ポートフォリオテーマ

## 金利のキャリーにより、パフォーマンスを上積み

- 全体として見ると、債券利回りはここ1年間で上昇し、10年物米国国債指標銘柄の利回りは150ベース・ポイント (bps) 上昇しました<sup>2</sup>。直利は、世界金融危機が始まって以降で最も高い水準にあり、債券投資家にとって絶好のインカム獲得機会の可能性を提供しています。
- セクターおよび銘柄の慎重な選択が、一貫して追加的なリターンを寄与できる可能性があります。高リスクセクターのスプレッドは、広範な債券市場に対して、月次の追加的なリターン (金利のキャリー) を提供することができます。当社の専任クレジット・リサーチ・チームは、追加のインカムを月次で提供し、当社ファンドのパフォーマンスの向上に寄与する可能性のある、堅固なリスクリターン特性を有する銘柄を特定することを目指します。

## インデックスの最低利回り

2023年7月31日現在



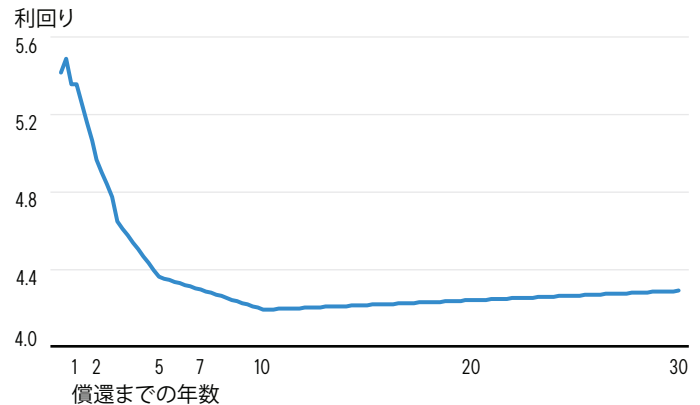
出所: ブルームバーグ。総合債券インデックスは、ブルームバーグ米国総合債券インデックスに基づいています。総合債券インデックスは、ブルームバーグ米国社債インデックスに基づいています。投資適格債券インデックスは、ブルームバーグ米国社債インデックスに基づいています。ハイイールド債券インデックスは、ブルームバーグ・ハイイールド米国社債インデックスに基づいています。最低利回りは、早期償還オプションのある債券で入手可能な最低利回りです。インデックスは運用されておらず、直接投資することはできません。インデックスには手数料、経費、販売手数料は含まれていません。過去の成績は、将来の成績を予測あるいは保証するものではありません。

## イールドカーブのポジショニングに留意

- 米国経済が厳しい状態にない兆候を示しているにもかかわらず、米国国債のイールドカーブは依然として大きく逆転しています。「ソフトランディング」が予想されているにもかかわらず、過去1年の直利を見る限り、経済活動の縮小を抑えるためにFRBが急速なペースでフェデラルファンド金利の誘導目標の引き下げを強いられる可能性があることを示唆しています。
- FRBが長期にわたり高い水準で政策金利を維持するとの見方を踏まえ、我々はイールドカーブの短期ゾーンにおいてデュレーション・エクスポージャーを構築し、高い利回りを効果的に活用する方針です。また、長期の米国国債利回りは上昇すると考えているため、ポートフォリオについては、中期的にイールドカーブがスティープ化 (逆イールドの解消) することで収益が得られるようなポジションを構築しています。

## 米国国債の利回り

2023年8月14日現在



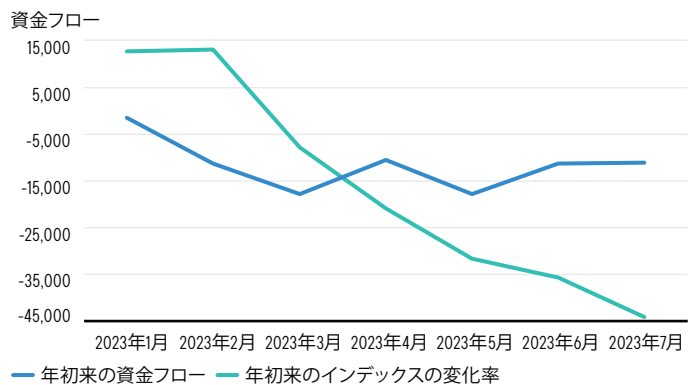
出所: ブルームバーグ。

## 市場の状況は好転している

- 世界経済が景気後退入りする可能性があるとの懸念が高まったことにより、多くの投資家が警戒心を強めている中で、ほぼすべての債券スプレッドセクターで幅広い売りが見られました。その後、利回りが上昇したことや、各国中央銀行が「ソフトランディング」を実現するとの信頼が高まったことにより、この資産クラスに投資資金が戻ってきています。
- 発行体が資金調達コストの上昇に直面している中、年初来の債券発行額はネットベースでは限定的です。
- 右のグラフは、米国ハイイールド債券の資金フローが安定している一方で、発行額の減少により、市場全体の規模が縮小していることを示しています。

## ハイイールド債券の資金フローおよびインデックスの動き

2023年1月1日~2023年6月30日



出所: パークレイズ。ブルームバーグ・ハイイールド米国社債インデックス。最低利回りは、早期償還オプションのある債券で入手可能な最低利回りです。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、将来の成績を予測あるいは保証するものではありません。

# 米国経済レビュー

## 答えよりも疑問の方が多い

- 6月に利上げが一時停止された後、7月に25bpsの利上げが行われ、FRBは米国のインフレ率を2%の目標に引き下げることに對して確固たる姿勢を維持しています。FRBは経済指標次第の政策運営を引き続き行っており、今後の判断の指針として米国の経済状況を注視しています。
- 総合CPIに急速な低下が見られるものの、FRBは「スーパーコア」インフレをより重視しており、この指標では食品価格、エネルギー価格および住居費が除かれています。このインフレ指標では、コア個人消費支出（PCE）バスケットに用いられている品目の半分以上を対象としており、まだ4%以下には低下していません<sup>3</sup>。住宅関連以外のコアサービス企業にとって、最大のコストである賃金を理解するための鍵は労働市場にあり、スーパーコア指標の今後の見通しは依然として不透明であると言えます。
- 労働市場をより均衡した状態に戻すという点ではある程度の進展が見られますが、この調整プロセスはまだ道半ばです。雇用者数の増加はここ3ヵ月間で平均150,000人となっており、FRBが想定している自然増の100,000人を依然として上回っています。労働市場の調整ペースは、前年比の賃金

の伸びを2.5%~3.0%（ジェローム・パウエルFRB議長が想定している水準）に近づくには十分とは言えません。離職率は小幅に低下したものの、消費者は現在の職を維持できると確信しています。

- インフレ水準の低下や、好調な雇用市場により、実質賃金の伸びが加速しており、個人消費は堅調に推移しています。実質PCEは過去23年間に見られなかったような速さで引き続き上昇しています。家計のバランスシート全体を見ると、やりくりが窮しているようには見えません。したがって、政策金利の上昇に応じて個人消費の鈍化が予想されたとしても（特に高額商品の購入）、家計が苦しいことを理由に、急激かつ突然に個人消費が落ち込む可能性は低いと思われます。
- 全体として、総合CPIには大きな進展が見られる一方で、総合CPIをFRBの2%の目標まで低下させるには大きな課題が残っています。FRBは9月または11月に25bpsの利上げを行い、実質政策金利を年末までに1.9%、2024年末までに2.2%に引き上げることを想定している可能性があると考えられます。

## スーパーコアPCEおよび消費者物価指数（CPI）は、2012~2019年の平均を依然として上回っている

2019年1月1日~2023年6月30日

6ヵ月間の変化率（%）



出所：マクロボンド、フランクリン・templton債券グループリサーチ。重要なデータ・プロバイダーの通知および条件はwww.franklintempletondatasources.comで入手可能です。

# ユーロ圏経済レビュー

## 労働市場に依然として注目が集まっている

- ユーロ圏経済は引き続き底堅さを示しており、2023年第2四半期の実質GDP成長率は前期比0.3%増となり、予想を上回りました。とは言うものの、内需は全体として弱いように見えます。一方、サービス支出は堅調に推移しています。
- 今後について、サービス消費が2023年第3四半期のユーロ圏経済を支え、夏場の数ヶ月における観光支出の増加が経済成長に貢献すると考えられます。ただし、センチメント指標は下降傾向を辿っており、経済成長の鈍化を示唆しています。例えば、ユーロ圏のHCOB総合購買担当者景気指数（PMI）は8月に46.7となり、33ヶ月ぶりの低水準に落ち込みました<sup>4</sup>。したがって、我々は第3四半期の成長率は小幅なものにとどまり、その後の数四半期も概ね横ばいで推移すると予想しています。
- 食品価格やエネルギー価格が大幅に下落している中で、総合CPIは引き続き低下しています。一方、コアCPIは高止まりしています。実際に、コアCPIは2023年1月以降、年率で0.2パーセント・ポイント上昇し、7月には5.5%に達しました<sup>5</sup>。コアサービスCPIも上昇が続いていますが、観光シーズンが終わる8月にはピークを付け、その後は年内に低下に向かうと考えられます。
- 過去の基準からすると、労働市場は依然として逼迫しており、インフレ圧力の要因となっています。ここ1年半に見られた実質所得の減少を取り戻すために、賃金は引き続き上昇しています。単位労働コスト（ULC）の上昇と相まって、賃金

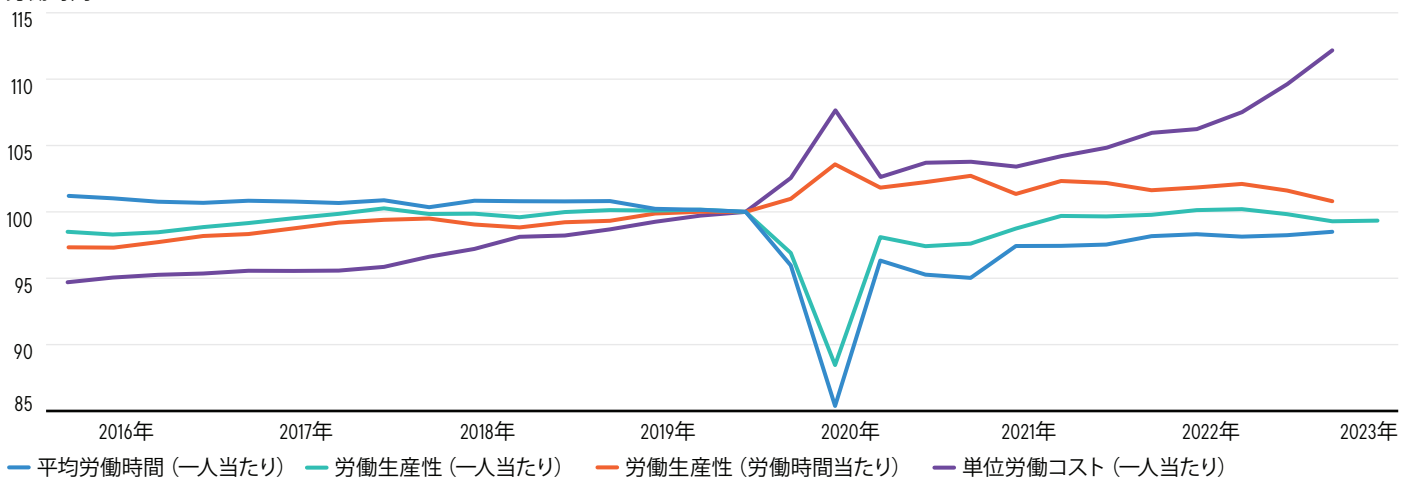
の上昇は、インフレを目標水準に戻すことに取り組んでいる中央銀行にとって、当面の懸念材料となっています。

- 労働参加率は、コロナ禍前の水準に戻っている一方で、失業率は6月と7月に過去最低の6.4%に低下しました<sup>6</sup>。しかし、明るい材料としては、求人倍率は2022年にピークアウトし、人手不足の解消と相まって、現在では緩やかに低下しています。これにより、労働市場の逼迫が緩和し、賃金上昇圧力が弱まると見込まれます。
- 我々は、労働生産性を注視する方針です。労働生産性は、雇用市場におけるレイバー・ホーディング（企業が人材不足を理由に従業員が辞めないように囲い込む現象）や配置換えの両方の理由により、コロナ禍以降低迷しています。生産性は向上しているものの、（それ以上に）賃金が上昇しているため、中期的にはインフレ・リスクが高まる可能性があります。ただし、我々は2024年末までに欧州中央銀行（ECB）の2%のインフレ目標に沿った水準で賃金が安定すると依然として予想しています。
- 単位労働コスト（ULC）の動向を考慮し、金融政策の波及メカニズムを念頭に置くと、ECBは慎重な姿勢を維持し、できるだけ長期にわたり政策金利を高水準に据え置く可能性が高いと考えられます。ECBが最近、経済指標次第で政策を判断すると発表したことを踏まえると、ECBは9月に利上げの一時停止を選択する可能性があります。しかしながら、特に労働市場が底堅い動きを示した場合、9月以降に利上げを行う可能性があります。

## コロナ禍以降、雇用の伸びは実質GDPの伸びを上回っている

2016年1月1日～2023年6月30日

労働時間



出所：ユーロスタット、ECB、マクロポンド、フランクリン・テンプレトン債券グループリサーチ。重要なデータ・プロバイダーの通知および条件はwww.franklintempletondatasources.comで入手可能です。

# 特集：社債アクティブ運用の有効性の検証

スキルの高い社債アクティブ運用を行うことにより、長期にわたりパフォーマンスを高める可能性があり、上場投信(ETF)を含むパッシブ運用商品に関連するリスクおよびリターンのボラティリティを相殺することができると考えられます。

- 社債のアクティブ運用では、ポートフォリオマネージャーがセクターや格付けのエクスポージャー、デュレーションのポジショニング、銘柄選択などのリスク配分を調整することができます。それにより、リスク管理が可能になり、パッシブ運用のインデックス・ファンドやETFと比較して、中長期にわたりパフォーマンスを高めることが可能となります。
- 当社の社債運用全体にわたり共通するテーマは、格付け水準を維持しながらも、困難な状況に直面していると考えられる発行体のリスク回避を嗜好することです。アクティブ運用のマネージャーとして我々は、多くの負債を抱える企業、または見通しが魅力的ではないと見なされる業種を除外、あるいはアンダーウェイトとする裁量を有しています。一方、パッシブファンドはインデックスに連動する必要があるため、このような銘柄でも保有せざるを得ません。FRBによる金融政策の変更は、リスク選好度の変化と潜在的な市場ボラティリティの上昇を継続的にもたらしています。アクティブ運用のマネージャーは、過小評価されている資産に厳選して投資することより、市場の混乱を最大限利用することができる一方で、パッシブ運用のマネージャーはこのような投資行動を行うことはできません。
- 投資適格社債市場では、クレジットのファンダメンタルズは総じて堅調に推移していると考えられます。リスク選好度が明らかに強気に振れていることから、年末までにスプレッドが拡大する局面が訪れると考えられ、これによりバリュエーションが低下する恐れがあります。現在のスプレッド水準が長期平均よりも小さいことを踏まえると、スプレッドがさらに縮小するサプライズの余地はほとんどありません。クレジット・カーブ全体にわたり利回りは総じて魅力的な水準で推移しているものの、我々は一般に高格付けの債券への投資を嗜好する一方で、新規発行市場や市場の混乱を上手く利用し、エクスポージャーを増やすこともあります。パッシブ運用のマネージャーはこのような柔軟性を利用することができないことから、厳格なパッシブ運用では、投資家は不必要なリスクにさらされる可能性があります。
- ハイイールド社債セクターのファンダメンタルズも健全な状態で推移しており、信用指標は過去の水準と比較して良好なように見える一方で、世界経済の減速に伴って利益率の縮小が予想されます。人件費などのコストは上昇を続けています。企業が、こうしたコストの上昇に歩調を合わせて、値上げに踏み切るとはますます困難になると考えられます。当社は、足元の高金利環境の中で、綿密なリサーチにより、短期金利に連動する多額の銀行借入を抱える発行体を見極め、それらを避けることができます。このような企業は今後も金利費用の上昇に見舞われ、特に金利エクスポージャーをヘッジしていない企業は収益性に大きな打撃を受けると考えられます。
- シニア担保付変動金利/バンクローン市場においては、インデックスの中に、キャッシュバターン・レートが持続不可能な水準にあり、間もなく償還を迎える多額の債務を抱えている問題のある発行体が多数含まれていると考えられます。これらの発行体は、借り換えの選択肢において制約を受け、デフォルトの可能性が高まるかもしれません。当社のアクティブ運用のアプローチでは、高格付けのローンに重点を置き、特に需要鈍化の影響を受けやすい景気敏感セクターで格付けの低い発行体をポートフォリオから除外することにより、リスクを回避しています。
- 社債アクティブ運用における当社のアプローチにおいて、主要なアルファの源泉は最も確信度の高いリサーチ・アイデアによるものです。デュレーション、セクターおよび銘柄集中を管理する能力と、長期的な観点での投資スタンスにより、ボラティリティの高い局面でも逆張りの姿勢を維持することができます。

# セクター状況



## やや強気

### 米国地方債

利回りの上昇と、このセクターの比較的高い信用格付けも相まって、今後も地方債に対する投資家の需要は下支えされると見込まれます。一方、新規発行は年間を通して限定的なものにとどまる可能性が高く、このこともさらなるプラス要因になると見込まれます。

### 米国物価連動国債 (TIPS)

ブレイクイーブン・インフレ率は低く、米国のインフレ率が再加速した場合、TIPSが魅力的なヘッジ手段になると考えます。



## 楽観中立

### 新興国市場 (EM) 国債

新興国債券のスプレッドが3月以降縮小しているものの、多国籍機関とのソブリン債務再編合意への進展や経済の正常化に向けた政策調整を踏まえ、新興国市場で高利回り銘柄を引き続き 선호します。ディスインフレの中で、新興国市場の中央銀行が金融緩和へ転換することが、現地通貨建て債券を引き続き下支えすると見込まれますが、投資する国の選択が重要な差別化要因になると考えます。

### 欧州投資適格 (IG) 社債

現在の金利環境下で、ユーロ圏の投資適格社債は魅力的なキャリーを提供すると考えますが、スプレッドは依然としてタイトな水準にあります。ファンダメンタルズは引き続き良好ですが、欧州経済が減速する中で悪化する恐れもあります。



## 中立

### 資産担保証券 (ABS)

年内の信用指標の悪化ペースはより緩やかになると予想します。最近のインフレの緩和と貸出基準の厳格化は、短期的なパフォーマンスの下支え要因になると見込まれます。

### ローン担保証券 (CLO)

CLOの担保となっているローンのファンダメンタルズは悪化し始めていますが、そうした懸念の一部はすでに現在のバリュエーションに反映されていると考えます。マクロ経済に対するネガティブな見方が後退するにしたがって、米国CLOのスプレッドには縮小バイアスがかかるものの、当面はレンジ内にとどまると予想します。

### 新興国市場社債

新興国ソブリン債や米国社債と比較して新興国市場社債には魅力的な相対価値が引き続き見られ、ユニバースの中でも特にBBB格とBB格の相対価値が最も顕著になっています。利益率が縮小している中で、特定のセクターではクレジットのファンダメンタルズがピークに達している可能性があるものの、バランスシートは保守的な状態にあり、この資産クラスの基本的な信用力を支えると見込まれます。

### ユーロ圏ハイイールド社債

この資産クラスに対して中立のスタンスを維持しており、現在の高い利回りは、潜在的なデフォルト率の上昇を補うのに十分魅力的であると考えます。

### ユーロ圏国債

ECBの利上げサイクルは最終局面に達しているように思われますが、底堅い労働市場により、中央銀行は当面、タカ派的な姿勢を維持する可能性が高いと思われま

### 変動金利ローン

需給状況は依然として良好であり、ファンダメンタルズも概して予想を上回る状況で推移しています。マクロ経済見通しがより楽観的となる中で、我々は前向きな見方を強めています。ただし、このような環境では慎重な銘柄選択が重要です。

### モーゲージ担保証券 (MBS)

住宅を取り巻くファンダメンタルズは引き続き悪化すると見込みますが、引き続き支援材料は存在し、期限前償還リスクはごくわずかで、マクロ経済(特に低い失業率)が引き続き比較的健全であることから、MBSインデックスの残存期間は延長されると予想されます。

### ノンエージェンシー住宅用モーゲージ担保証券

住宅価格の下落は続く予想される一方で、良好な需給動向が下支え要因となっています。米国の住宅価格の上昇は鈍化している一方で、在庫不足と世帯数の着実な増加が、住宅需給にミスマッチをもたらし、結果として住宅価格を支えています。

### 米国ハイイールド社債

米国国債利回りが長期にわたり高止まりする可能性がある中で、デフォルト率は歴史的な低水準から上昇すると予想されます。発行体は金利の下落を見越して借り換えを控えていましたが、今後は借り換えが増加し、信用指標は歴史的に強固な水準から徐々に悪化すると見込みます。これらはスプレッドをやや拡大させる可能性がある一方で、長期投資家にとって、8.5%前後の利回りは依然として魅力的なリスク調整後パフォーマンスを提供すると考えられます。



## セクター状況(続き)

 <b>懸念中立</b>	<b>商業用モーゲージ担保証券 (CMBS)</b>	商業用不動産価格は、金利の上昇、信用状況の逼迫、キャッシュフローの伸び率の保守的な想定などにより、来年も全般的に下落傾向が続くと予想されています。ファンダメンタルズをめぐる懸念から、スプレッドのボラティリティは引き続き上昇すると考えます。
	<b>米国国債 (USTs)</b>	米国国債のイールドカーブの短期ゾーンに対して前向きの見方を維持していますが、FRBの政策の今後の軌道を踏まえると、イールドカーブの逆転幅は依然として過度に大きいと思います。そのため、イールドカーブのスティープ化を予想したポジションを維持しています。
 <b>やや弱気</b>	<b>グローバルスクーク</b>	エネルギー価格の下落や金利上昇の影響など、スクーク市場には依然として大きなリスクがあると見ています。今後、スプレッドが拡大する可能性が懸念されるため、経済活動の鈍化に対応できる財務バッファがあると考えられる高格付け銘柄に投資しています。
	<b>米国投資適格 (IG) 債</b>	米国投資適格債市場のバリュエーションは割高であるように思われ、スプレッドは潜在的な市場悪化に対して十分ではありません。我々の基本シナリオは、中期的にスプレッドが小幅に拡大することです。ただし、利回りは高止まりしており、ファンダメンタルズも堅調であると見ています。
 <b>弱気</b>	<b>日本国債 (JGBs)</b>	日本銀行は、インフレ上昇に対処するための実質的な動きを見せていません。中期的に利回りは上昇する可能性が高く、日本国債には投資妙味がないと判断しています。

## 全体的なリスクの見通し



懸念中立

市場ではここに至るまでにいくつかの波乱がありました。債券のスプレッドセクターは、ほぼ例外なくリスク選好度の改善による恩恵を受け、このセクターは年初来で好調な超過リターンを記録しました。スプレッドのボラティリティが上昇する局面も見られましたが、年初来スプレッドは縮小傾向を辿っています。予想を上回る好調な世界経済の状況により、社債、新興国市場、または米国住宅セクターのいずれにおいても、景気減速がこれらのファンダメンタルズに与える影響をめぐる懸念が緩和されています。市場は多くのセクターでかなり先を織り込んだ観があり、発行体のファンダメンタルズに特に不安が生じることなく、ほぼ完璧に景気がソフトランディングすることを織り込んでいると考えられます。これにより、リスク・プロファイルが非対称となっており、スプレッドにはさらに縮小余地があるように見える一方、不利な材料が生じると、スプレッドが大幅に拡大する恐れも残っています。しかし、当社の専任クレジット・アナリストが選択した強固なリスク・リターン特性を有する新興国市場債券やハイイールド社債における特定の銘柄には投資価値が見られます。過去1年間に見られたように、投資家は悪材料が出れば、自らが最後の一人になることを恐れ、債券セクターから資金を引き揚げられることを厭わないように思われます。ほとんどの債券スプレッドセクターは適正に評価されているように見えますが、いくつかの投資機会も確かに存在します。高格付けかつデュレーションの短い資産に注目することにより、ポートフォリオを不要なスプレッド拡大リスクにさらすことなく、高いキャリーを獲得し、パフォーマンスを向上させる機会を捉えることができる可能性があります。また、デュレーションのポジションを構築することで、スプレッドの拡大に対するヘッジとしてこれを活用することも検討しています。外国為替に関しては、米国の金融政策サイクルの成熟度を反映し、米ドルのポジションを相対的に中立に維持しています。ECBが金融引き締めを継続していることを踏まえると、ユーロは中期的に上昇する可能性があります。一方、日本では持続的なインフレに対する日銀の対応が遅れていることから、円安傾向が続く可能性があります。経済およびFRBの政策の今後の動向を見極めながら、一部のセクターにはリスクを積み増す適切なエントリーポイントが訪れると考え、全体的なリスクの見通しとして懸念中立を維持します。

# 主要セクター別見通し



やや強気

## 米国地方債

非課税の米国地方債の年初来のパフォーマンスは好調でしたが、期待外れの投資家の需要が引き続き課題となっています。2022年に記録的な資金流出が発生しましたが、その後、流出した資金はまだこの資産クラスに完全には戻っていません。個別の事例に基づくものですが、アセットアロケーション担当者は高水準の現金および現金同等物の残高を維持しており、こうした中で、投資家は、特に米国国債のイールドカーブがフラット化した場合、非課税の米国地方債セクターに資金を振り向けたいと考えている可能性があります。また、米国の高格付け債券を求める世界中の投資家からの需要と限定的な新規発行の状況に直面しており、需給面から米国地方債の非課税債への支援材料となっています。特に米ドルが安定し、ヘッジコストが低下した場合、利回りの上昇が引き続き投資家の関心を惹き付ける可能性があります。より一般的に言えば、米国地方債発行体のファンダメンタルズは安定して推移しており、地方自治体のバランスシートは健全であり、大規模な「緊急対策」資金に支えられています。これは連邦政府の新型コロナウイルス対策によって強化され、コロナ禍の回復時にも増額され、保守的な予算編成や財政規律により維持されています。インフレの緩和により、歳入の伸びが鈍化する可能性があるものの、我々は楽観的な見方を維持しており、ほとんどの州や地方政府は経済成長がトレンドを下回る時期を乗り切るための十分な態勢を整えていると考えています。したがって、当債券セクターについては、見通しを（楽観中立から）やや強気に引き上げ、すべての信用格付けの債券に投資価値を見出す機会が存在していると考えています。



楽観中立

## 新興国市場 (EM) 債券

低格付けの銘柄が主導し、バリュエーションや、中国と多国間の債務再編に向けた道筋の確保、および多国間支援の拡大に対する全体的な意欲の高まりにより、新興国市場債券のスプレッドは3月以降縮小しています。新興国市場の投資適格債内におけるスプレッドの縮小余地が限定的であることから、新興国市場のハイイールド債券を選好する方針に変更はありません。ソブリン債務再編の進展が支援材料となっており、また特定の国では経済の正常化に向けた政策調整が投資家の信頼感を高めています。デysinフレの中で新興国の中央銀行が金融緩和へ転換することで、現地通貨建て債券は引き続き下支えされると見込まれます。ただし、先進国の中央銀行による利上げがピークに達するにしたがって、先進国と新興国間の金利差はより微妙なものになる可能性があり、投資する国の選択が重要な差別化要因になると思われます。この見通しに対するリスクとしては、年末にかけて実施される予定のアルゼンチンやパキスタンの選挙結果や、中国の経済成長および不動産セクターの悪影響の波及をめぐる懸念などが挙げられます。中国の政策対応は今のところ精彩を欠いていますが、状況が大幅に悪化した場合、追加支援策が実施されると予想されます。今年に入ってから新興国市場債券全体にわたり資金フローが低調であり、真夏には回復を示す初期兆候が見られましたが、短命に終わりました。供給水準は季節要因により回復し始め、これにより需給の均衡が回復すると見込まれます。



懸念中立

### 米国国債 (USTs)

前回のレポート以降、米国国債利回りは着実に上昇しており、ベンチマークの米国10年国債利回りは日中の最高値である4.35%まで上昇し、2007年11月以来の高水準となりました<sup>7</sup>。これらの利回りは前回の我々の予想水準に近づいていますが、予想を上回る経済成長、持続的なインフレ、市場における不利な需給環境など、様々な要因により利回り予想を上方修正しました。米国国債の供給は高水準の財政赤字により支えられており、債券に対する市場の選好度が試される展開になると考えられます。米国議会予算局によると、米国の財政赤字は対GDP比で2023年に5.4%に達し、翌年には5.8%に拡大すると予想されています<sup>8</sup>。この支出水準を維持するには、米国政府は大量の国債を発行する必要があります。米国国債の30%が今後12か月以内に償還を迎え、全債務の66%が2027年末までに償還を迎えるため、足元でも厳しいロールオーバーに必要な額にこれらを上乗せする必要があります<sup>9</sup>。市場はこの追加供給を吸収する必要があります。欧州や、特に日本と比較して米国の利回りが相対的に高いことから、外国人投資家は米国国債の購入にかなり積極的でしたが、フェデラルファンド金利がターミナルレート（利上げの最終着地点）に達しつつある中で、欧州や日本などの中央銀行が政策金利を引き上げると、金利差が縮小するため、米国国債に対する海外からの需要は弱まると考えられます。我々の見通しでは、現在の米国国債におけるイールドカーブの逆転は、経済成長の減速に伴う金融政策の大幅な緩和を織り込んでいます。FRBが追加利上げを行う可能性があり、少なくとも来年第3四半期まで利下げ行わないとする我々の現在の見方とは一致しないものです。FRBはインフレ圧力の再燃を防ぐために、慎重な姿勢を維持し、長期にわたり政策金利を高水準に据え置くと繰り返し述べています。しかし、米国国債利回りは現在の水準で、特にイールドカーブの短期ゾーンにおいて相対的に魅力的なように見えることから、見通しを懸念中立に引き上げました。この懸念は長期債利回りに起因するものであり、長期債利回りは依然として低すぎる水準であると判断しています。デュレーションがベンチマークと同程度であることややや安心感を抱いていますが、米国国債イールドカーブの長期ゾーンで利回りが上昇すると予想しているため、イールドカーブのスティープ化を予想したポジションを維持しています。



やや弱気

### 米国投資適格 (IG) 社債

投資家が、底堅い経済成長、インフレ率の低下、引き続き堅調な労働市場、およびタカ派的なFRBの政策動向に反応する中で、米国投資適格社債のリターンはダイナミックな市場リスク環境によって形成されてきました。ソフトランディングの可能性や金融セクターの安定性の改善に対する投資家の楽観的な見方により、ここ数ヶ月間にわたり、信用スプレッドの縮小が見られました。社債利回りは依然として魅力的であり、このことがこの資産クラスにより多くの投資家を呼び込み、市場の需給環境を支えています。また、企業のファンダメンタルズも概ね堅調であり、ほとんどの米国投資適格社債の発行体は低成長期間を乗り切る上で十分な柔軟性を有しています。ただし、現在のスプレッド水準は長期平均に近い水準にあり、スプレッドが予想を超えてさらに縮小する余地はほとんどないため、米国投資適格社債に対しては慎重なアプローチを維持する必要があります。市場環境は依然として不透明であると予想されるため、我々の基本シナリオでは、今後数ヶ月間にスプレッドが拡大すると予想していますが、その程度は世界経済が金融引き締めに応じてどのように反応するか、また中央銀行が今後の経済指標に基づいてどのように政策調整を進めるかによって左右されると考えられます。



弱気

### 日本国債(JGBs)

日本国債の見通しを大幅に引き下げ、弱気（最低水準）としました。日銀が金融緩和政策を継続する中で、日本の現在の国内インフレ状況や他の先進国市場の利回りを踏まえると、市場は不安定な均衡状態にあると見受けられます。インフレ率は15ヵ月連続で日銀の目標である年率2.0%を上回っており、国内市場の大部分でインフレ圧力が広まり、賃金上昇も加速し始めています。日銀は今年7月の金融政策決定会合で、日本10年国債の利回りの変動許容上限を1.0%とし、利回り抑制を緩和しました。このことは、イールドカーブ・コントロール・プログラム終了に向けた最初の一步と見なされる可能性があります。我々は日銀にとってこれが当面の目標であるとは考えていません。市場が日本10年国債利回りに圧力をかけることで日銀を動かす、これが円相場に悪影響を与える可能性があります。その結果、日銀が昨年夏と同様に為替市場に介入する可能性があると考えています。それにより、日銀の対応次第で市場では二者択一的な結果が生じると考えられます。つまり、日銀は、方針を緩和し金利上昇を許容するか、あるいは利回りをコントロールすることに固執するかのいずれかの選択を迫られています。後者を選択した場合、日本円の価値は他の先進国との金利差によって決定されることになり、為替レートの低下を招き、これはさらなるインフレを輸入するという副産物をもたらすこととなります。これまでの日銀の慎重な政策スタンスを踏まえると、金融政策正常化への移行は緩やかなものになると考えられます。不透明感が増す中で、日本国債利回りは上昇する可能性が高いと我々は考えます。したがって、現在の市場環境下では、弱気の見通しは妥当であると判断しています。

「Fixed Income Views」について: フランクリン・テンプルトン債券グループは、チーム全体で四半期ごとにリサーチ&戦略フォーラムを開催し、独立したマクロ経済リサーチ、ファンダメンタルズリサーチ、及び定量的リサーチにより、経済および投資の見通しについて共同で分析を行っています。「Fixed Income Views」は、この投資フォーラムの結果を反映したものです。財政・金融政策、市場リスクプレミアム、相対的バリュエーションの潜在的变化を見極め、世界の各地域のマクロ経済状況や経済成長に対する評価を実行しており、当社の投資プロセスのバックグラウンドとなっています。また、ボトムアップの視点から各セクターに関する当社の見解を要約して提供しています。これらのマクロ経済およびセクターの推奨は、各資産クラスに対する確信とポートフォリオ構築のための指針として活用されます。

## 当レポートの主な担当者



ソナル・デサイ、Ph.D.  
最高投資責任者(CIO)、  
ポートフォリオマネジャー



ニキル・モハン  
エコノミスト、  
リサーチアナリスト



アンジェロ・フォルミッジーニ  
エコノミスト、  
リサーチアナリスト



パトリック・クライン、Ph.D.  
マルチセクター戦略ディレクター、  
ポートフォリオマネジャー



ジョン・ベック  
グローバル債券ディレクター、  
ポートフォリオマネジャー



デビッド・ザーン、CFA、FRM  
欧州債券ヘッド、  
ポートフォリオマネジャー

## フランクリン・テンプルトン債券グループについて

フランクリン・テンプルトンは債券市場の様々なセクターにアクティブ投資を行うパイオニアとして進化を遂げ、1970年代以降は社債、モーゲージ証券、資産担保証券、地方債に、1980年代以降は海外債券に、2000年代初頭以降はバンクローン、2010年代にはデジタル資産に投資範囲を広げてきました。全世界で145名を超える投資のプロフェッショナルが1,350億米ドルを超える資産を運用するポートフォリオマネジャーを支えています。ポートフォリオマネジャーは、フランクリン・テンプルトンの運用グループの一員として債券市場の様々な分野の専門家を活用することで、マルチセクターにおける投資機会とリスクの分散を行っています。

フランクリン・テンプルトンのグローバルなネットワークを通じて、多様なリサーチやトレーディング、リスクマネジメントの専門家へのアクセスが可能です。ポートフォリオマネジャーは、他の運用グループと知見を交換する機会や、ポートフォリオでリスク過剰となっている分野を特定し対応するためのリスク分析を定期的に行っている独立したリスクチームと協働する機会を活用しています。

1. 出所：「Gross Domestic Product, Second Quarter 2023 (Second Estimate) and Corporate Profits (Preliminary)」、米国商務省経済分析局、2023年8月30日
2. 1ベース・ポイント (bp) は、1%の100分の1 (1/100% or 0.01%) です。
3. スーパーコアPCEの6か月間の変化率に基づいています。
4. 出所：S&P グローバル、HCOB ユーロ圏 PMI サーベイ・データ
5. 出所：ユーロスタット、Harmonized Index of Consumer Prices (HICP)、速報値、2023年7月31日
6. 出所：ユーロスタット、季節調整済み失業率、2023年6月現在のデータ
7. 出所：ブルームバーグ。
8. 出所：米国議会予算局
9. 出所：「Assessing the Costs of Rolling Over Government Debt.」、セントルイス連邦準備銀行、2023年6月2日

## 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。

資産担保証券やモーゲージ担保証券、モーゲージ関連証券には期限前償還リスクと返済期間延長リスクがあります。

グローバル投資は、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。

テクノロジー関連産業への投資は、様々な産業に投資する場合に比べて、その産業における不利な展開や価格の変動のリスクが大きくなります。

債券発行体の財務内容や債券格付けに変動があった場合、その債券の価値に影響を及ぼす可能性があります。高い利回りは、ポートフォリオが保有する一部の低格付け証券に関連する高い信用リスクを反映しています。変動金利ローンやハイイールド社債は投資適格未満の格付けであり、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、景気後退局面ではこのリスクが高まる可能性があります。

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。



## 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・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・templtonの機関投資家向け窓口にご相談ください。

**Issued in the U.S.** by Franklin Distributors, LLC, One Franklin Parkway, San Mateo, California 94403-1906, (800) DIAL BEN/342-5236, franklintempleton.com - Franklin Distributors, LLC, member FINRA/SIPC, is the principal distributor of Franklin Templeton U.S. registered products, which are not FDIC insured; may lose value; and are not bank guaranteed and are available only in jurisdictions where an offer or solicitation of such products is permitted under applicable laws and regulation.

**Canada:** Issued by Franklin Templeton Investments Corp., 200 King Street West, Suite 1500 Toronto, ON, M5H3T4, Fax:(416) 364-1163, (800) 387-0830, www.franklintempleton.ca.

**Offshore Americas:** In the U.S., this publication is made available only to financial intermediaries by Franklin Distributors, LLC, member FINRA/SIPC, 100 Fountain Parkway, St. Petersburg, Florida 33716. Tel:(800) 239-3894 (USA Toll-Free), (877) 389-0076 (Canada Toll-Free), and Fax:(727) 299-8736. Investments are not FDIC insured; may lose value; and are not bank guaranteed. Distribution outside the U.S. may be made by Franklin Templeton International Services, S.à r.l.(FTIS) or other sub-distributors, intermediaries, dealers or professional investors that have been engaged by FTIS to distribute shares of Franklin Templeton funds in certain jurisdictions. This is not an offer to sell or a solicitation of an offer to purchase securities in any jurisdiction where it would be illegal to do so.

**Issued in Europe by:** Franklin Templeton International Services S.à r.l. – Supervised by the Commission de Surveillance du Secteur Financier - 8A, rue Albert Borschette, L-1246 Luxembourg.Tel: +352-46 66 67-1 Fax: +352-46 66 76. **Issued by Templeton Asset Management (Poland) TFI S.A.; Rondo ONZ 1; 00-124 Warsaw.** **South Africa:** Issued by Franklin Templeton Investments SA (PTY) Ltd, which is an authorised Financial Services Provider. Tel: +27 (21) 831 7400 Fax: +27 (21) 831 7422. **Switzerland:** Issued by Franklin Templeton Switzerland Ltd, Stockerstrasse 38, CH-8002 Zurich. **United Arab Emirates:** Issued by Franklin Templeton Investments (ME) Limited, authorized and regulated by the Dubai Financial Services Authority. **Dubai office:** Franklin Templeton, The Gate, East Wing, Level 2, Dubai International Financial Centre, P.O. Box 506613, Dubai, U.A.E. Tel: +9714-4284100 Fax: +9714-4284140. **UK:** Issued by Franklin Templeton Investment Management Limited (FTIML), registered office:Cannon Place, 78 Cannon Street, London EC4N 6HL.Tel: +44 (0)20 7073 8500. Authorized and regulated in the United Kingdom by the Financial Conduct Authority.

**Australia:** Issued by Franklin Templeton Australia Limited (ABN 76 004 835 849) (Australian Financial Services License Holder No. 240827), Level 47, 120 Collins Street, Melbourne, Victoria 3000.

**Hong Kong:** Issued by Franklin Templeton Investments (Asia) Limited, 17/F, Chater House, 8 Connaught Road Central, Hong Kong. **Japan:** Issued by Franklin Templeton Investments Japan Limited. **Korea:** Issued by Franklin Templeton Investment Trust Management Co., Ltd., 3rd fl., CCMM Building, 12 Youido-Dong, Youngdungpo-Gu, Seoul, Korea 150-968. **Malaysia:** Issued by Franklin Templeton Asset Management (Malaysia) Sdn.Bhd. & Franklin Templeton GSC Asset Management Sdn.Bhd.This document has not been reviewed by Securities Commission Malaysia.

**Singapore:** Issued by Templeton Asset Management Ltd. Registration No.(UEN) 199205211E, 7 Temasek Boulevard, #38-03 Suntec Tower One, 038987, Singapore.

詳細につきましてはwww.franklinresources.comをご覧ください。

CFA®及びChartered Financial Analyst®はCFA協会の米国における登録商標です。

CFA®及びChartered Financial Analyst®はCFA協会の米国における登録商標です。

