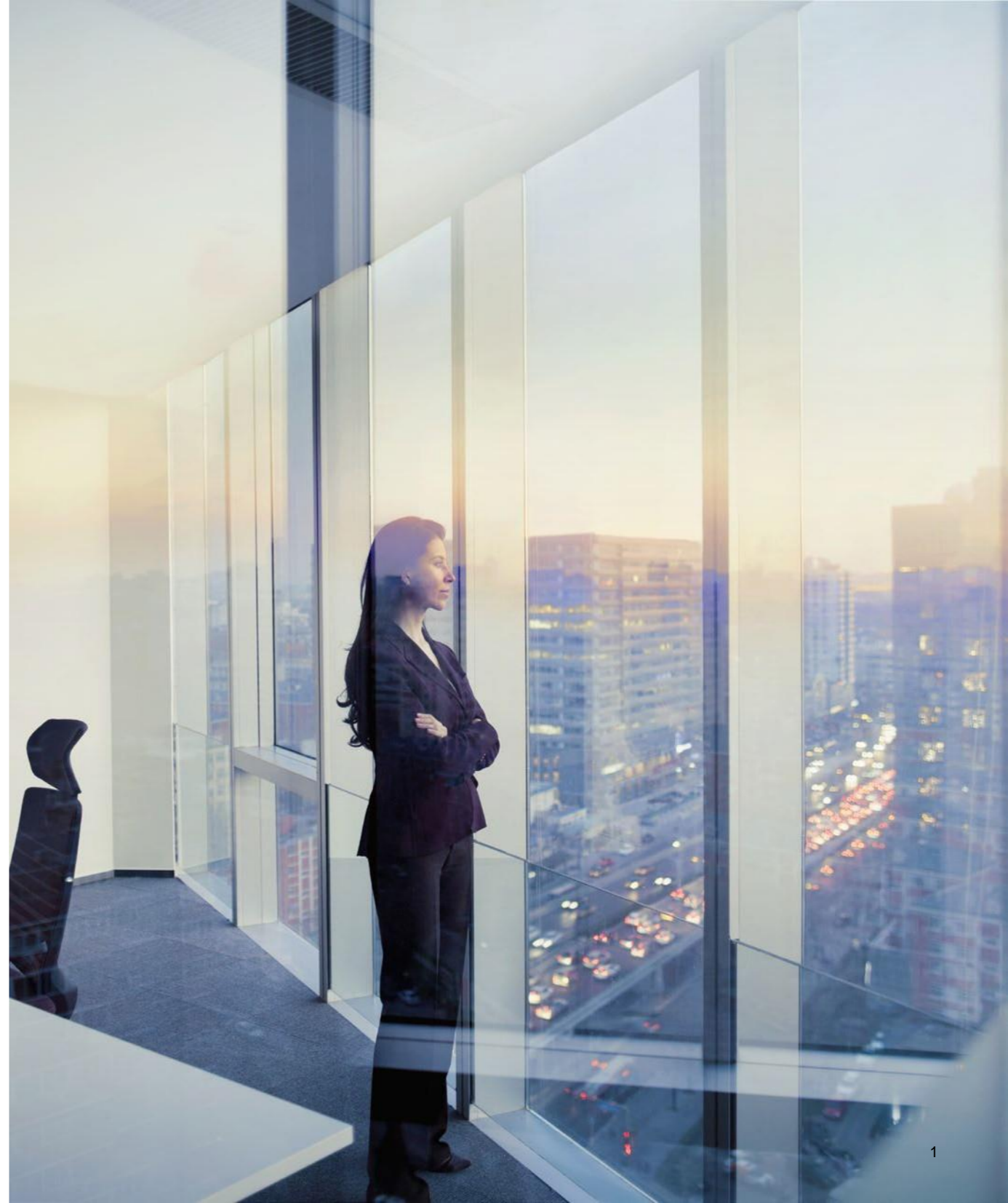


# 2023 Midyear Investment Outlook

2023年後期のグローバル市場見通し





**クリスティーナ・フーパー**  
チーフ・グローバル・  
マーケット・ストラテジスト



**パンデミック期間の政策がグローバル金融市場を高度に同調させる状況は終わりを告げました。現在は、グローバルに同調するサイクルとは程遠い状況にあります。**

## 前書き

ここ数十年で最悪のインフレを抑制するため、欧米先進国の中央銀行は積極的な金融引き締め動いてきました。これによりインフレには下方圧力がかかりましたが、他方でまた、グローバルな成長の相応の鈍化や、米国の地方銀行の破綻などの偶発的な金融サービス企業の破綻ももたらすことになりました。しかしこれらを背景に、多くの国で、特にサービス業を中心とした堅調な動きがみられています。

私たちの基本シナリオでは、インフレが引き続き低下し、金融引き締めが終わりに近づく中での、比較的短期で浅い景気減速が起こり、その後回復に転じると予想しています。このシナリオでは、引き続き一定の経済的なダメージが予想されることから、私たちはこれを「バンピー（でこぼこした）ランディング」と呼んでいます。またこれとは別に2つのシナリオの可能性があると考えています。まず米国で景気後退が起こり、それが他の国にも波及してグローバルな成長がより大きな打撃を受ける「ハードランディング」となる下方シナリオの可能性です。もう一つは、金融政策が成長に与える影響が予想よりも小さくなり、グローバル経済が比較的無傷で進む「スムーズランディング」となる上方シナリオの可能性です。

米国では、利上げが終了しつつあり、インフレは不完全ながらも大幅な低下を続けると考えています。米国では景気後退の議論が一般的になっていますが、私たちは、米国が深く、かつ広範な景気後退を回避する可能性が高いとの見方を維持しています。ただし、政策当局が「バンピーランディング」を達成するにあたり、今年後半はいくぶん弱含みで推移すると予想していますが、それでも経済活動は比較的堅調に推移すると考えています。2024年に入ると、経済の回復につれて、より前向きな成長展望が開けると予想しています。

私たちは、ユーロ圏と英国は、米国と同じようなパターンをたどる可能性が高いものの、それにはラグがあるとみています。2023年においても、欧州経済の勢いはさまざまな要因によって維持されてきましたが、私たちは、金融条件の引き締めが時間とともに与信の伸びを圧迫し、インフレ圧力を抑制する一方で、大幅な景気減速を引き起こすのではないかと予想しています。

中国は、景気循環のサイクルの中で、多くの主要先進国とは著しく異なる位置にあります。新型コロナウイルスに関する規制の緩和は、不均衡ながら大幅な回復を促しました。経済活動の再開は、主にサービス業に寄与していますが、グローバル成長の勢いの鈍化により、製造業の活動は期待より弱含んでいます。しかしながら、中国はインフレが抑制され、成長見通しが堅調であることから、依然として明るい状況にあります。私たちは、中国人民銀行（PBoC）が2023年の残りの期間、緩和策を継続すると予想しています。

要するに、現在政策的にはピークに達し、デスインフレの進行と、比較的短期でのグローバル経済の減速が起きている状況ですが、私たちは、市場はすぐにこの状況を過去のものとし、将来の景気回復を織り込み始めると考えています。

## 寄稿者

**アレッシオ・デ・ロンジス, CFA®**  
インベスコ・インベストメント・ソリューション  
ヘッド・オブ・インベストメント  
シニア・ポートフォリオ・マネジャー

**モウ・ハグピン, CFA®、CAIA®**  
インベスコ・インベストメント・ソリューション  
ヘッド・オブ・ソリューション

**クリスティーナ・フーパー**  
チーフ・グローバル・マーケット・ストラテジスト

**ロブ・ワルドナー, CFA®**  
インベスコ・フィックス・インカム  
チーフ・ストラテジスト  
ヘッド・オブ・マクロ・リサーチ

**ジェフリー・ベネット, CFA®**  
シニア・ポートフォリオ・マネジャー  
ヘッド・オブ・マネジャー・セクション

**アダム・バートン**  
シニア・マクロ・ストラテジー・アナリスト

**デイビッド・チャオ**  
グローバル・マーケット・ストラテジスト

**アーナブ・ダス**  
グローバル・マーケット・ストラテジスト

**デイビッド・グラッチ, CFA®**  
クライアント・ポートフォリオ・マネジャー、GAA

**ポール・ジャクソン**  
グローバル・ヘッド・オブ・アセット・アロケーション・リサーチ

**ベンジャミン・ジョーンズ, CFA®**  
ディレクター、マクロ・リサーチ

**木下智夫**  
グローバル・マーケット・ストラテジスト

**トウルグート・キシンバイ**  
チーフ米国エコノミスト、IFIリサーチ

**ブライアン・レヴィット**  
グローバル・マーケット・ストラテジスト

**アシュレイ・オアース, CFA®**  
シニア・インベストメント・ストラテジー・アナリスト

**ドリュー・ソートン, CFA®**  
ヘッド・オブ・ソートリーダーシップ  
ソリューション

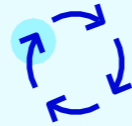
**アンドラス・ヴィグ**  
マルチアセット・ストラテジスト

# マクロ・ビュー

1

## 景気サイクルの段階

- 主要先進国市場は、景気サイクルの後半の段階にある
- 中国は対照的に、景気サイクルの前半の段階にある
- その他の新興国市場の状況はまちまち



2

## 景気方向性

- 主要先進国市場では「バンピーランディング」が起き、その後回復に向かう
- 世界的に厳しい状況の中、新型コロナウイルス後に経済活動を再開した中国は「バンピーテイクオフ」をするだろう



3

## 政策面での示唆

- インフレの低下が続いており、米国の政策金利はピークまたはそれに近い水準にある
- 欧州の政策的引き締めは継続
- 中国の政策は引き続き緩和的となる可能性が高い



4

## 主なリスクとテーマ

- 引き締めにより偶発的な金融サービス企業の破綻が発生する可能性
- 商業用不動産の低迷が波及する可能性
- 地政学的なリスクは引き続き存在



# マーケット・ビュー

## 債券

オールイン利回り\*は魅力的で、マクロ的な背景はますます有利になってきている。米連邦準備理事会（FRB）が利上げを一時停止する中、金融環境は緩和的となり、企業の与信が下支えされるだろう

## 株式

ベア心理が行き過ぎており、バリュエーションはより魅力的となっている。製造業は間もなく底を打つと思われ、歴史的に見ても株価の上昇が予想される

## 米ドル/通貨

FRBが緩和するタイミングで他の主要な中央銀行が利上げを行った場合、米ドルは弱含み。日本円は非常に安く、日本銀行の政策が通常に戻れば恩恵を受ける可能性がある。早期の景気回復があれば、豪ドルカナダドルが有利

## コモディティとオルタナティブ

ベース金利が高くスプレッドが魅力的なことから、私たちは債権者としてプライベートマーケットへのアクセスを選好する。価格トレンドの低下および需要の鈍化により、現在、コモディティをアンダーウェイト

## 新興国市場

新興国市場のバリュエーションは魅力的であり、米ドル安と中国の回復に伴い、通貨や資産が有利となるだろう

\*債券発行時の国債利回り、スプレッド、発行価格のディスカウント、手数料等をすべて勘案した利回り

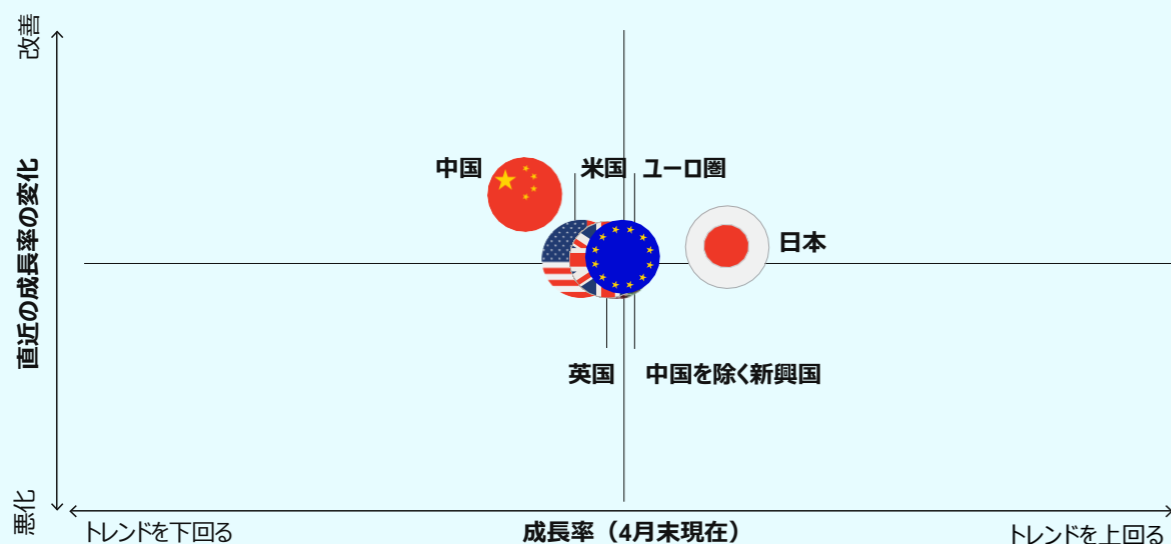
# 1 主要先進国市場は景気サイクルの後半、中国は景気サイクルの前半に位置する

私たちは、世界の成長率はトレンドを下回り、減速していると考えている。広範な景気後退はリスクとしてあるが、それは私たちの基本シナリオではない。

パンデミックブームと金利の急上昇があってから、欧米主要国の経済は減速している。パンデミック後に好調だった財消費は減速しているが、サービス消費は拡大基調が続いている。

サプライチェーンへの圧力の緩和は、財価格への圧力の緩和をもたらし、今後はサービス価格への圧力も緩和されると予想される。デysinフレの傾向により、経済と市場にとって、全体的によりポジティブな状況となるだろう。

## 先行経済指標



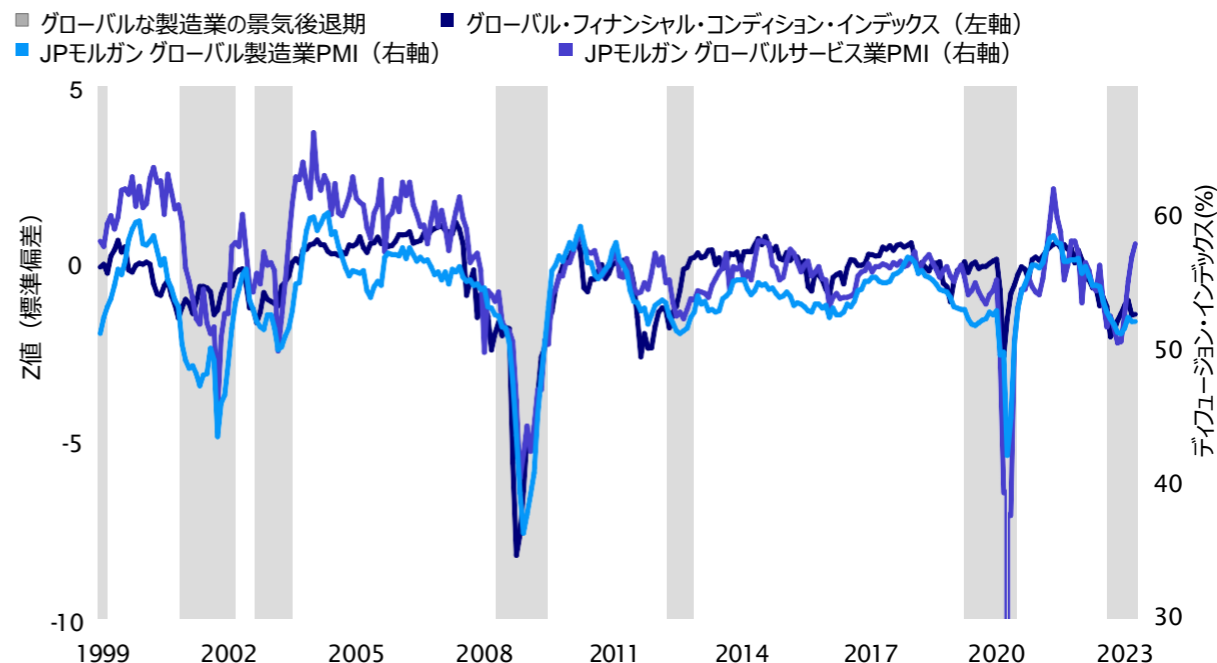
出所：Invesco Investment Solutions、2023年4月30日現在の最新データより。

製造業は、パンデミック後の財消費ブームの後、相対的に弱含んでおり、金融政策が緩和に転じるまで弱含みで推移すると予想される。

サービス需要は、パンデミック後のサービス業の現在も続く回復と、欧米諸国の労働市場の底力を反映して、引き続き堅調に推移している。また、エネルギー価格の緩和も支援材料となった。

中国の経済活動の再開がサービス部門の消費を押し上げたものの、財の消費はそれほどでもなかった。そのため、中国の景気回復の世界への影響は限定的となった。

## 財消費の減速にもかかわらず、サービス活動は堅調



出所：ブルームバーグL.P.、2023年4月30日現在。インデックスに投資することはできません。

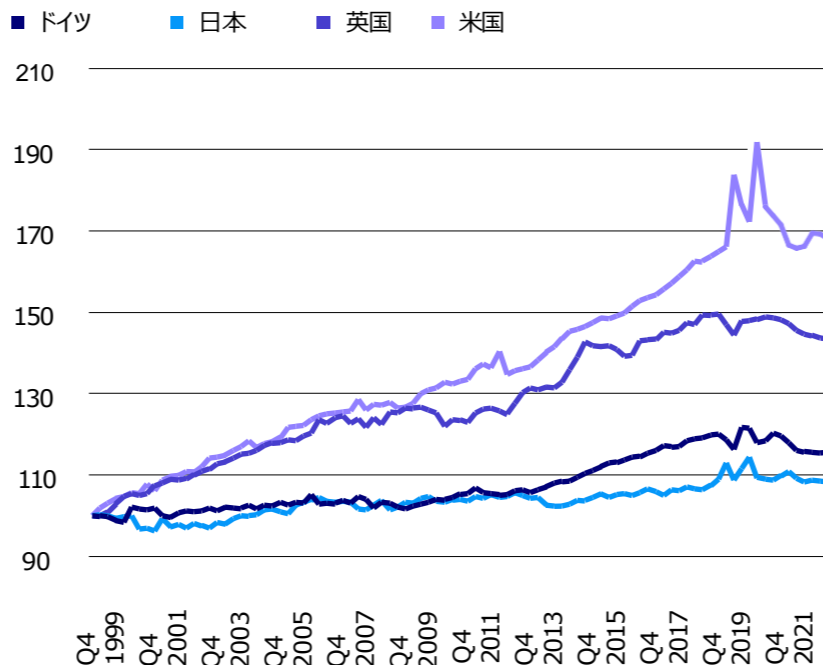
## 2 欧米諸国における「バンピーランディング」

先行指標は、米国ですでに進行しているように、インフレが低下していく可能性を示唆している。

多くの主要国で需要はすでに減速しており、与信条件は厳格化し、米国を始めとするいくつかの国では、インフレはすでに下降トレンドに入っており、デスインフレのプロセスが進行している。

インフレの勢いが弱まる一方で、成長率も低下している。政策当局が「バンピーランディング」を達成するにあたり、今年後半はいくぶん弱含みで推移すると予想されるが、これは2023年後半における若干の景気後退を早める可能性があるかもしれない。与信基準が厳格化し、逆イールドカーブとなって久しいが、経済活動は引き続き堅調で、労働市場は依然としてタイトとなっている。

実質所得は高インフレにより打撃を受け、需要抑制の一因となった  
実質家計可処分所得（1999年第4四半期=100）



- 主要先進国市場の消費者は、インフレ率が賃金の伸びを上回ったあおりを受けており、これが需要サイドのインフレ抑制に一役買っている。インフレが低下している現在、消費者は一定の安堵感を覚えており、これにより成長の下振れリスクが軽減されるだろう。

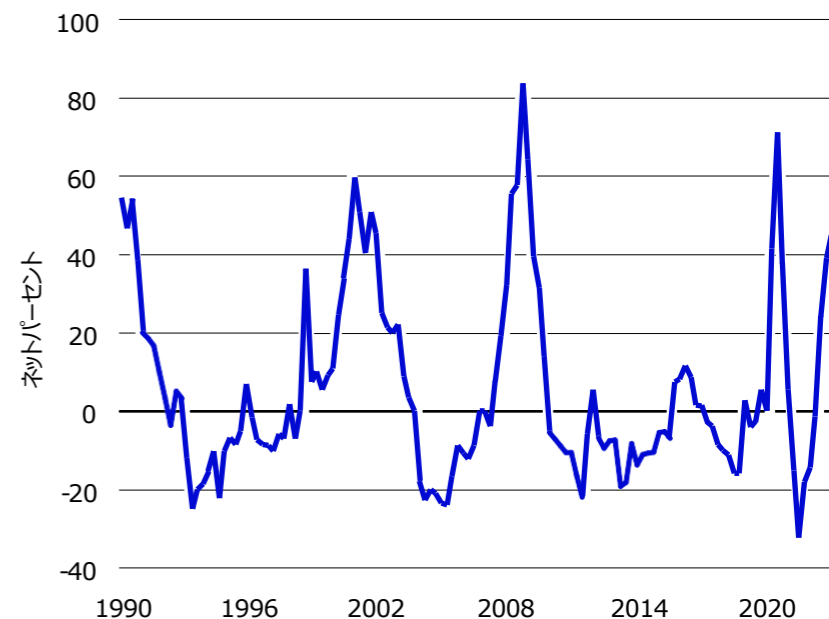
1999年第4四半期から2023年第2四半期までの四半期データ（2023年5月15日現在）。データ（2023年の予測を含む）はOECDより提供。データは、グロスの英国を除くすべての国についてネットの値。

出所：OECD、Refinitiv Datastream、Invesco Global Market Strategy Office。

一方、直近の銀行調査では、与信条件の厳格化が起こっている

商業・産業ローンに対する基準の厳格化

- 米国シニアローンオフィサー意見調査、商業・産業ローンの基準厳格化、大企業・中堅企業向け



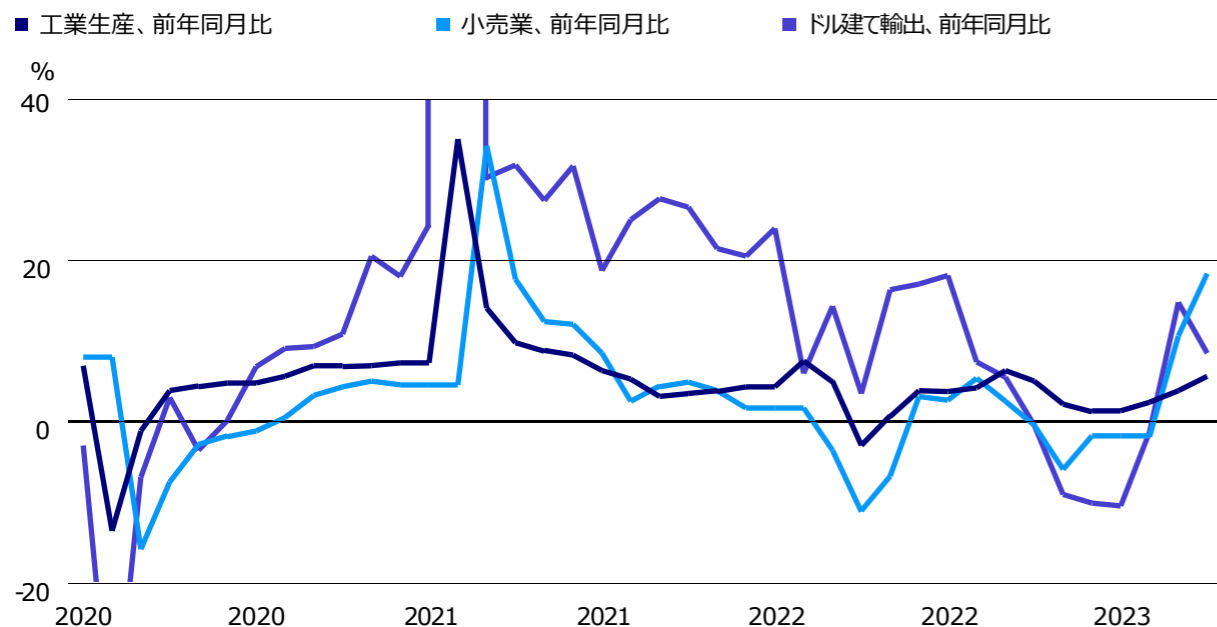
- 最近の銀行融資調査からは、与信基準の厳格化が示唆され、これにより商業用不動産の活動が減少し、需要がある程度弱まると考えられる。

1990年第1四半期から2023年第1四半期までの四半期データ（2023年5月31日現在）。

出所：FRBおよびマクロボンド。

## 2 中国は「バンピーテイクオフ」、他の新興国の状況はまちまち

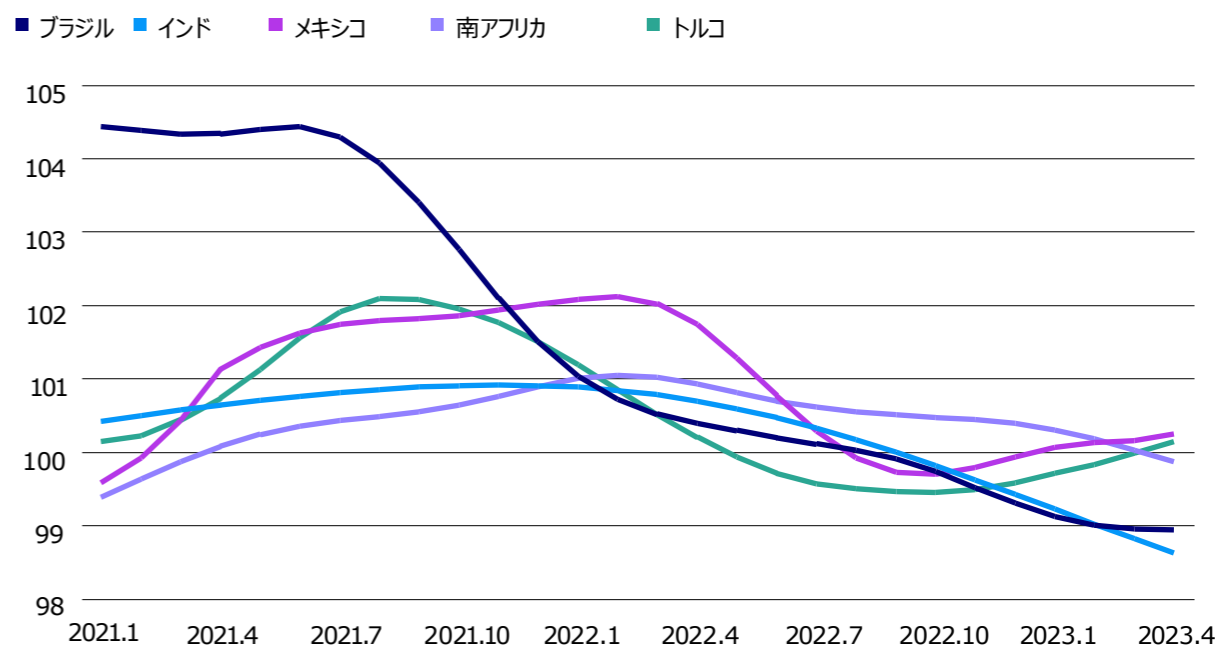
中国の経済活動指標：力強いが不均衡な回復



- 新型コロナウイルス後の規制緩和により、中国の成長は、大幅だが、予想したほど急速ではないペースで回復した。サービス業が最も顕著に回復した一方で、世界的な成長の鈍化により、工業生産と輸出は軟調に推移している。
- しかし、中国の短期的な見通しは依然として良好であり、2023年後半には成長の加速が見込まれる。インフレもよくアンカー（安定的に維持）されており、金融政策も緩和的に維持されている。2023年以降の中国の成長見通しは、それほどはっきりとしていない。政策当局は、不動産市場を活性化させ、人口動態の逆風に対抗する政策を立案する必要があるだろう。

出所：中国国家统计局。2023年4月時点のデータ。なお、2020年2月の輸出データ、2021年2月の数値は不規則な値のため、グラフには表示していない（2020年2月は前年同月比-40.6%、2021年2月は前年同月比+154.3%）。

その他の新興国市場：OECDの先行指標（振幅調整済）



- 先行指標は、他の新興国市場の短期的な見通しがまちまちであることを示唆している。
- メキシコとトルコは、中国と同様に見通しが改善しており、ブラジルは安定しつつあるように見える。
- 南アフリカの状況は悪化し続ける可能性があり、力強いパフォーマンスを見せていたインドは、冷え込む可能性。

注：2021年1月から2023年4月までの月次データ。

出所：OECD、Refinitiv Datastream、Invesco Global Market Strategy office

### 3 米国の政策金利はピークを迎えているが、欧州ではさらなる利上げ

先進国の政策金利はピークを迎えつつあり、私たちがみるところ、米国がリードし、欧州がラグをもってこれに続いている。これに対し、中国の政策は依然として緩和的となっている。



急速な引き締めサイクルを経て、私たちは、FRBがターミナルレート（利上げの終着金利水準）に既に達しているかまたはそれに近づいていると考えている。2023年終り時点のインフレ率は、FRBの目標である2%を上回るか、3%により近い水準となると見込んでいる。今後、わずかな利下げが早ければ2023年末から始まる可能性もあるが、これは2024年に開始する可能性の方がはるかに高いと予想される。しかし、政策金利は依然として高水準にとどまる可能性が高いだろう。



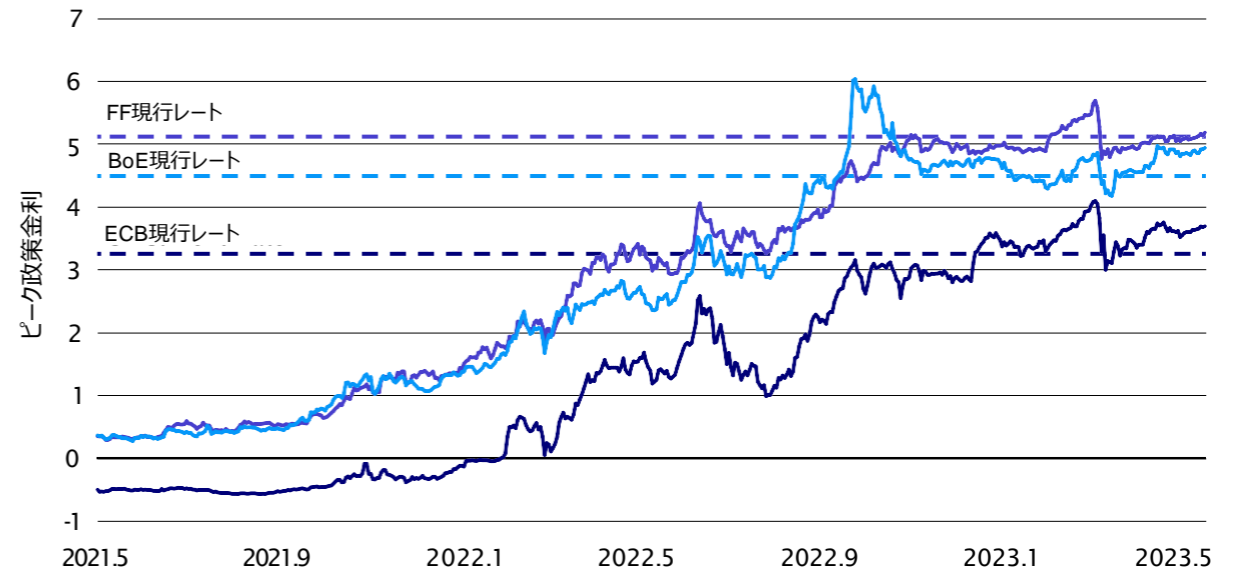
ユーロ圏と英国は、米国と似たパターンを辿る可能性が高いが、それにはラグがあるとみている。私たちは、欧州の成長は短期的には良好だが、2023年後半には、地域特有の課題が再び顕在化するのではないかとみている。金融条件の引き締めが時間とともに与信の伸びを圧迫し、インフレ圧力の抑制に寄与するだろう。イングランド銀行（BOE）と欧州中央銀行（ECB）は利上げを継続する可能性が高いが、ECBのターミナルレートは、米国に比べて低くなると予想される。



中国は、景気サイクルにおいて著しく異なる位置にあり、全体的に、金融政策は与信の伸びを下支えするため、緩和的に維持されると予想される。家計や企業の景況感を押し上げるために、預金準備率の引き下げなど、中国人民銀行（PBoC）による更に積極的な施策が期待できる可能性がある。

今後24カ月のピーク政策金利についての市場予想

■ ECB（ESTR先物） ■ イングランド銀行（SONIA先物） ■ FRB（FF金利先物）



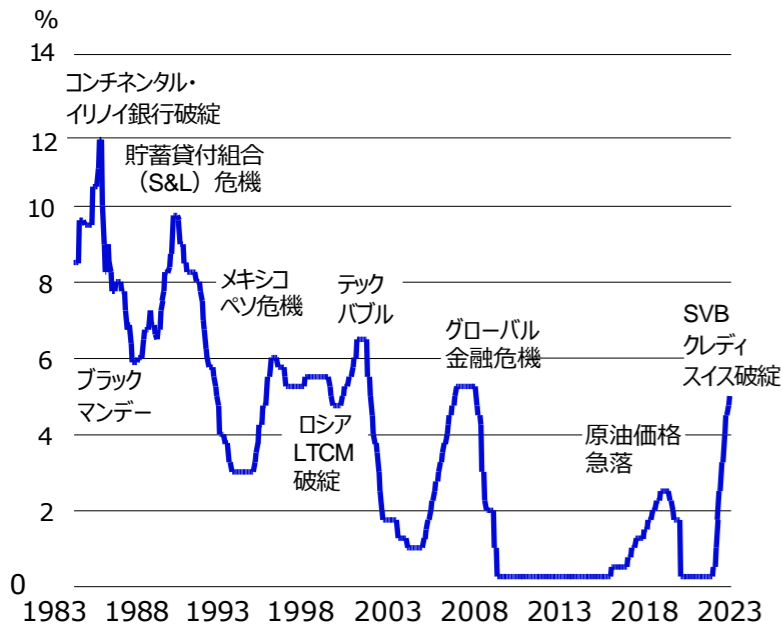
- 最近の銀行ストレスを受けて、米国の政策金利は下方にリプライスされ、現在のレートはターミナルレート（利上げの終着金利水準）に一致している。
- ユーロ圏と英国では、インフレが当初の予想よりも持続的であることを示すデータが出てきたため、予想金利水準はより高くなった。
- 中国の政策金利については、将来の金利水準の予想に関する利用可能なデータがない。私たちの予想では、PBoCが政策金利を変更するとしても、ごくわずかな変更にとどまるのではないかと考えている。

出所：ブルームバーグ L.P.およびマクロボンド、2023年5月22日現在。本チャートのピーク政策金利は、今後24カ月の全満期にわたる30日先物の最高金利。

# 4 潜在的なリスク

## 1. 偶発的な金融サービス企業の破綻リスク

FF金利、上限



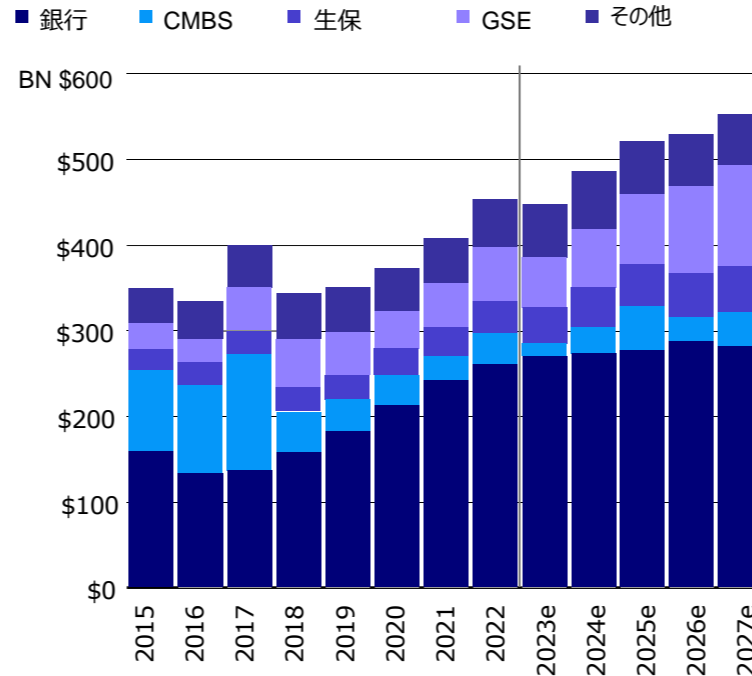
中央銀行の引き締めに伴い、金融危機のリスクは上昇する。実際に今回の引き締めサイクルでは、既にシリコンバレー銀行、シグネチャー銀行、クレディ・スイス、ファースト・リパブリック銀行の破綻があった。

このような金融危機のリスクは、中央銀行がより迅速に緩和局面に転換せねばならない可能性を高め、最終的にこれが回復局面への移行につながりうる。

出所：ブルームバーグL.P.およびマクロポンド、2023年4月30日現在。

## 2. 米国の商業用不動産リスク

満期を迎える商業用不動産ローンの推定額（米ドル）



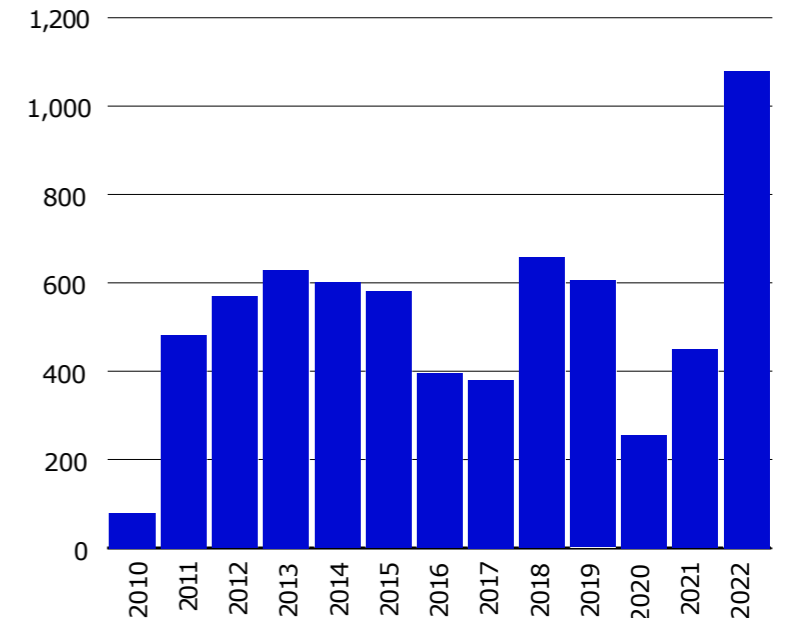
FRBの積極的な利上げにより住宅ローン金利が急上昇し、これが商業用不動産価格への下押し圧力となった。こうした状況は、米国の地方銀行のミニ危機と与信条件のさらなる厳格化によって悪化した。これにより、米国の商業用不動産が今後直面するリスクへの懸念が高まっている。

私たちは、短期的には不動産価格への下落圧力が続く予想している。しかし、商業用不動産ローンの多くが満期を迎え、借り換えが必要となる2024年後半には、商業用不動産ローン金利が実際に低下し、与信条件が改善する可能性がある。私たちは、銀行への継続的なストレスから生じる可能性のある金融ストレスに、引き続き警戒していく。

集合住宅および非住宅用ローンを含む；2022年第3四半期時点の推定値。LTCM=Long-Term Capital Management。  
出所：2023年3月時点のTreppのデータを用いてInvesco Real Estateが作成。

## 3. 地政学リスク

中央銀行による金の純購入量（トン）



地政学リスクは依然として重要な懸念事項となっている。最近の緊張の一つの指標となるのは、2022年に中央銀行による金の購入が急増したことかもしれない（これは、債券利回りの上昇およびドル高における金価格の底堅さの説明になるかもしれない）。

インフレがそうした中央銀行の買い入れを促したのかもしれないが、私たちは、ウクライナ侵攻後のロシアへの制裁により、米ドル保有からの分散を図りたいとの思惑が深まったと考えている。

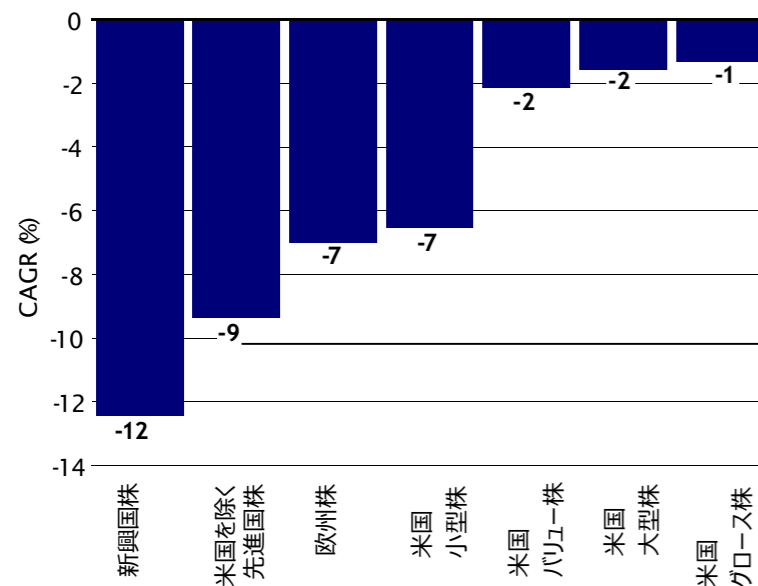
2010年から2022年までの年次データ。  
出所：ワールド・ゴールド・カウンシル、Invesco Global Market Strategy。



# 株式 現在は後退、後に回復

## 1998年以降の世界の製造業活動の低下期間と上昇期間におけるグローバル株式のパフォーマンス

### 製造業活動の低下期間

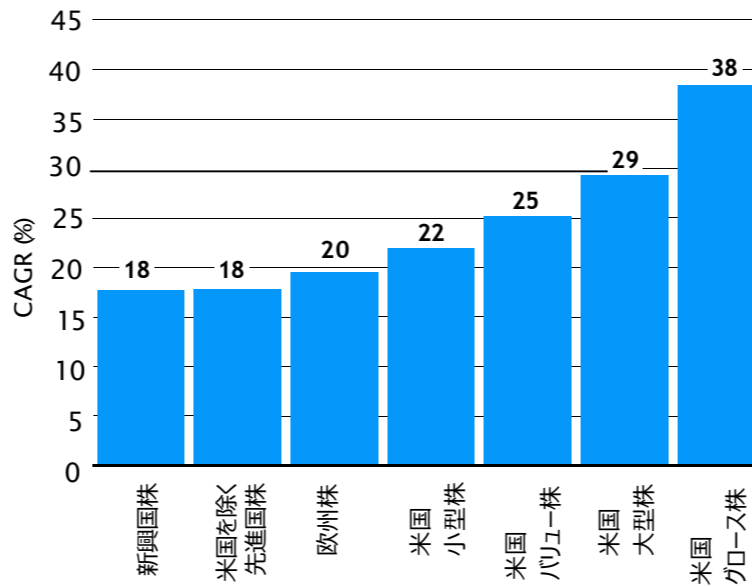


市場が不安定なタイミングでは、投資家は安全な米国のハイクオリティ・大型株へ逃避するのが常だった（左図）が、そうした動きがここ数カ月見られている。

これとは対照的に、グローバルバリューストックが持続的にアウトパフォームする状況がいつまで続くかは、FRBの利上げ終了、米ドル下落、世界的な生産の上昇次第となっている（右図）。

短期のボラティリティに捉われずに見れば、昨年末以降、世界の製造業活動が改善し、米ドルが下落し、金融環境が緩和されたのは、良いニュースであった。

### 製造業活動の上昇期間



FRBは前回会合で利上げを実施したが、私たちは、政策当局による引き締めは終わりに近づいていると考えている。

最終的には、経済活動の環境が改善する中で、グローバルバリュートレードに投資家の関心が回帰すると予想している。

## 投資機会

1. **バリュエーションがより魅力的**：近年、新興国、欧州、小型株を含むグローバルバリューストックがアンダーパフォームしていることにより、魅力的な投資機会がもたらされている。

## 誘因（カタリスト）

1. **FRBによる引き締めの終了**：政策当局は、政策的引き締めの終了に近づいているように見える。

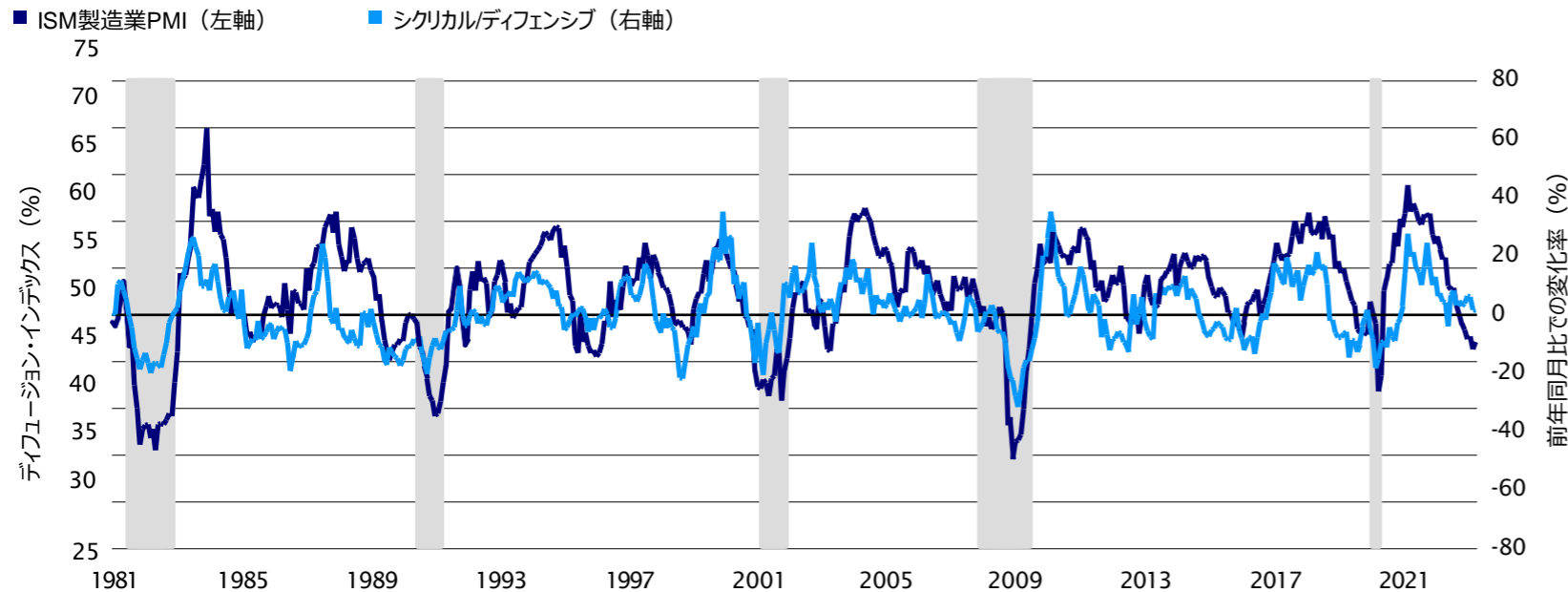
2. **米ドル安**：米ドルインデックス（DXY）は2022年9月にピークを迎えた。

3. **グローバルな景気回復**：売上高の改善は、米国株よりも国際株に好影響を与えており、今後もその傾向が強まる可能性がある。

出所：ブルームバーグL.P.、インベスコ、2023年4月30日現在。注釈）新興国株= MSCI Emerging Markets Index。米国を除く先進国株= MSCI ACWI ex USA Index。欧州株= MSCI Europe Index。米国小型株 = Russell 2000 Index。米国バリューストック = Russell 1000 Value Index。米国大型株 = S&P 500 Index。米国グローバル株 = Russell 1000 Global Index。価格リターンは米ドル建て。インデックスに投資することはできません。過去の実績は将来の結果を保証するものではありません。

# 株式 戦術的な防御、戦略的な攻撃

1981年以降の米国の製造業活動およびシクリカルセクターとディフェンシブセクターの対比



## 投資家は、現在景気サイクルのどのあたりにいるかを、どうすれば判別できるのか？

製造業活動は一つの有用な指標となる。鋳工業生産は2021年3月にピークを迎えたが、これは2年以上にわたり、市場サイクルの緩やかなリスク回避のステージが続いてきたことを意味する。売上高は、底に近づいている可能性があるほど弱含んでいるものの、まだ転換したと確信を持って言える状況ではない。

また市場の観点からは、広範な回復が定着したと発表するのは時期尚早かもしれない。3月以降、株式市場では再び、シクリカルセクターからディフェンシブセクターへのリスクオフ・ローテーションが見られてきた。

では、どのセクターが景気回復を先導するのだろうか？ 消費者物価の変曲点、債券利回りの低下、FRBの反応の落ち着きに関する私たちの見方が正しければ、こうしたダイナミクスが、金利への感応度が高く、アーリーサイクルの一般消費財銘柄に有利となる可能性がある。

出所：ブルームバーグ L.P.、スタンダード&プアーズ、インベスコ、2023年4月30日現在。注釈：米供給管理協会（ISM）製造業購買担当者指数（PMI）は、生産と一般的な経済情勢に関する企業調査から得られた期待値を直接測定するもの。デイフェュージョン・インデックス（DI）は、先行指標としての性質を持ち、変化の方向性や範囲を示すのに便利な指標。シクリカル＝一般消費財、エネルギー、金融、資本財、情報技術、素材。ディフェンシブ＝生活必需品、ヘルスクア、通信サービス、公共事業。NBER＝全米経済研究所。網掛け部分は、NBERの定義による米国の景気後退期。インデックスに投資することはできません。過去の実績は将来の結果を保証するものではありません。

## 投資機会

1. 現在はディフェンシブ、後にシクリカル：投資家は2年以上にわたってリスクを回避してきた。しかし、ベア心理は極端であり、急変する可能性がある。

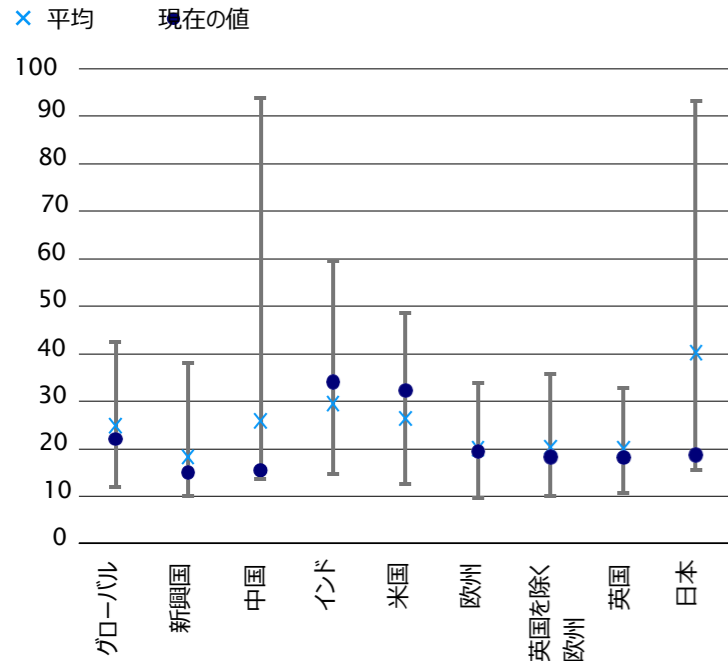
## 誘因（カタリスト）

1. 製造業の活動：鋳工業生産は縮小しているものの、底打ちに近づいている可能性がある。

2. センチメントとポジショニング：短期的には、投資家は株式市場のディフェンシブなセクターを選好している。長期的には、リスク回避志向の高まりと偏ったポジショニングにより、景気への感応度の高い市場セグメントへの回帰が進む可能性がある。

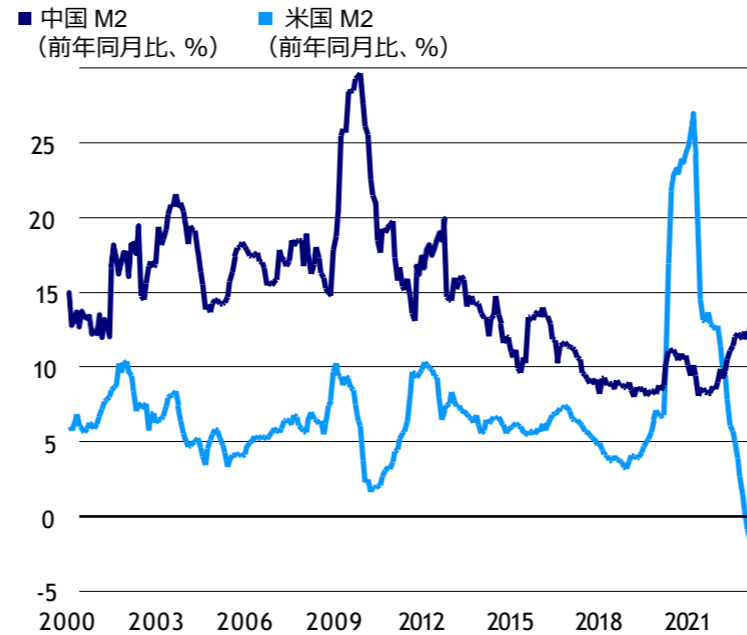
# 新興国市場 中国株

## 株式のCAPEはヒストリカルなレンジ内に収まる



私たちは、バリュエーションは長期的なリターンを決定する重要な要素だと考えており、それに基づくと、特にインドや米国と比較して、中国株が好意的に評価されると考えている。

## マネーサプライの増加は中国にとって好ましい



しかし、短期的には、経済の勢いがより重要かもしれない。FRBが積極的に引き締めを行ってきた一方、PBoCはここ数年緩和を続けてきた。その結果、両国のマネーサプライは異なる増加経路をたどった。私たちは、これが中国の経済（および利益）の勢いの上昇を示唆すると考えている。

## 投資機会

- 景気循環調整後の株価収益率に基づくと、中国株はこれまでとほぼ同じような低い水準にあり、米国市場とは大きなコントラストをなしている。

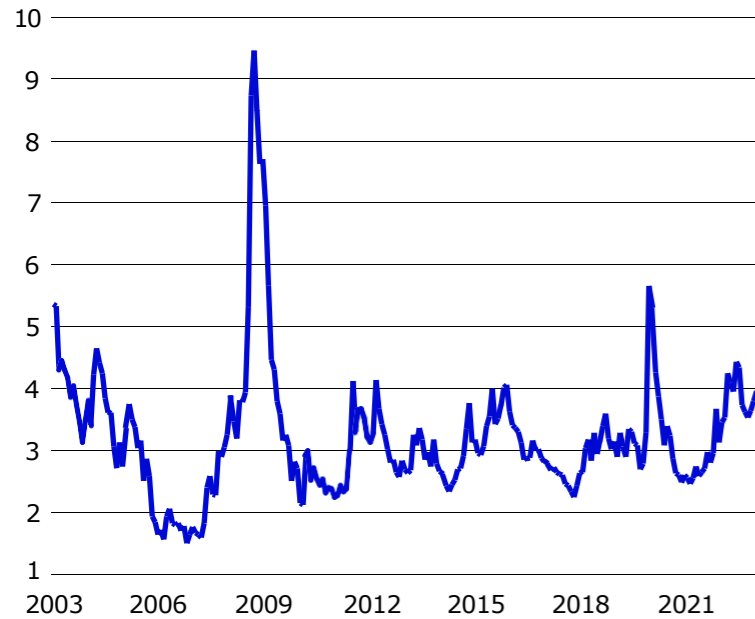
## 誘因（カタリスト）

- 中国経済は、新型コロナウイルス後の規制解除により、2022年の不振から回復しつつある。金融情勢が将来の経済パフォーマンスの指針となるのであれば、中国は良好な状態にあるように見える。これは、今後12カ月間、中国株に有利に働く可能性がある。

注：CAPE = 景気循環調整後の株価収益率で、利益の10年移動平均値を用いている。1983年1月3日からの日次データ（ただし、中国は2004年4月1日から、インドは1999年12月31日から、新興国は2005年1月3日から）に基づき、Datastreamのインデックスを利用している。2023年4月10日現在。出所：Refinitiv Datastreamおよびインベスコ。

# 新興国市場 比較的良好な水準

米ドル建て新興国国債の米国債利回りに対するスプレッド



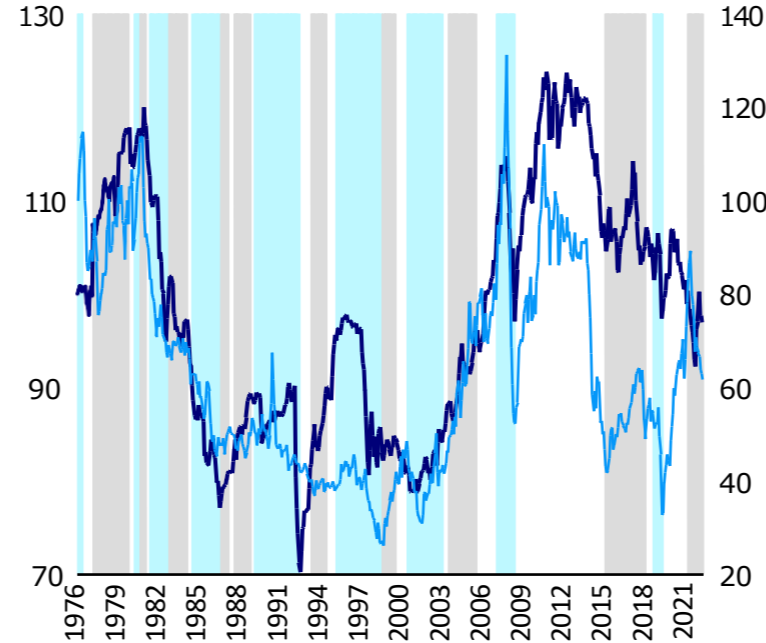
私たちは、新興国市場の資産が、先進国よりも魅力的な水準となっていると考えている。例として、米ドル建て新興国国債の米国債利回りに対するスプレッドは、通常より広がっている。

2003年2月から2023年5月までの月次データ（2023年5月17日現在）。ブルームバーグ米ドル建てエマージング・マーケット7-10年指数の最低利回りと米国10年債利回りの満期までの利回りの差を示すグラフ。

出所：ブルームバーグ L.P.、Refinitiv Datastreamおよびインベスコ。

新興国の通貨、コモディティとFRB

■ 新興国貿易加重為替指数 ■ 実質コモディティ価格（右軸）  
□ FRB利上げ期間 □ FRB利下げ期間



2011年頃のコモディティバブルのピーク以降、新興国通貨は弱含みで推移している。短期的にコモディティ価格がさらに下落する可能性があり、これにより新興国通貨は（平均的に）不利になる可能性があるものの、FRBが金融緩和を開始し、市場が景気回復を見込むようになれば、一般的に新興国の通貨および資産に利益をもたらす可能性がある。

注釈：過去の実績は将来のリターンを保証するものではありません。1976年1月から2023年4月までの月次データ。新興国実質貿易加重為替指数は、各国通貨対米ドルの貿易加重平均（貿易加重は各国の総貿易フローに基づく）。新興国バスケットには、中国、ブラジル、韓国、メキシコ、シンガポール、インド、ロシア、ポーランド、タイ、トルコ、チェコ、マレーシア、インドネシア、ハンガリー、フィリピン、南アフリカ、チリ、ナイジェリアの18通貨が含まれる。実質的な調整は、米国のCPI指数に対して各国のCPI指数を使用している。実質コモディティ価格指数は、S&P GSCI商品スポット価格指数に基づき、米国CPI指数で調整したもの。すべての指数は1976年1月時点をもとに再基準化されている。2023年4月28日現在。

出所：IMF、OECD、オックスフォード・エコノミクス、S&P GSCI、ブルームバーグL.P.、Refinitiv Datastream、インベスコ。

## 投資機会

1. 私たちは、新興国市場の資産は、株式、債券、不動産を問わず、魅力的な水準となっていると考えている。これは、中期的に高いリターンを得る可能性を提供するだろう。

## 誘因（カタリスト）

1. FRBによる金融緩和は、過去には新興国市場の資産のパフォーマンスの低下との相関を示してきた（私たちは、これは世界経済の低迷やコモディティ価格の低下の時期と重なったためと考えている）。

2. しかし新興国市場の資産は、米国債利回りの急上昇とドル高を受け、過去18カ月の間、苦境に立たされた（と私たちは考えている）。私たちは、今回の景気サイクルはイレギュラーなものとなり、FRBによる緩和策とドル安が、新興国市場を含むリスク資産に有利に働くのではないかとみている。

# 債券 最良のタイミングか、最悪のタイミングか？



## グローバル・デフレーション

- 昨年、実質利回りが大幅に高水準にリセットされたことで、債券投資家にとっては魅力的な利回りの水準で資金を投入する機会となった。
- 私たちは、中期的にはデフレーションを選好するが、短期的には債券利回りは予想レンジの下限にある。イールドカーブは大きく反転しており、FRBによる近い将来の利下げは見込まれていない。
- このような状況から、債券利回りはレンジ内に留まることになると見込まれる： 成長およびインフレのファンダメンタルズは債券に有利となっているが、中央銀行はインフレとの闘いに確実に勝利するため、高金利を追求している。



## クレジット資産に関する見解

- クレジット資産のバリュエーションは長期的な中央値に近い水準にあるが、クレジット資産において社債発行体のファンダメンタルズは良好である。FRBによる利上げの一時停止に伴う金融環境の緩和は、社債を下支えするだろう。
- 商業不動産担保証券（CMBS）など一部の証券化商品セクターのファンダメンタルズはまちまちとなっている。
- 私たちは、投資適格社債、地方債、および一部の証券化資産クラスなどのハイクオリティ・クレジット資産を選好する。政策の不確実性が低下し、金利のボラティリティが緩和されれば、エージェンシーMBSは好調に推移するだろう。

## インベスコ・フィックス・インカム の見解



ロブ・ワルドナー  
チーフ・ストラテジスト

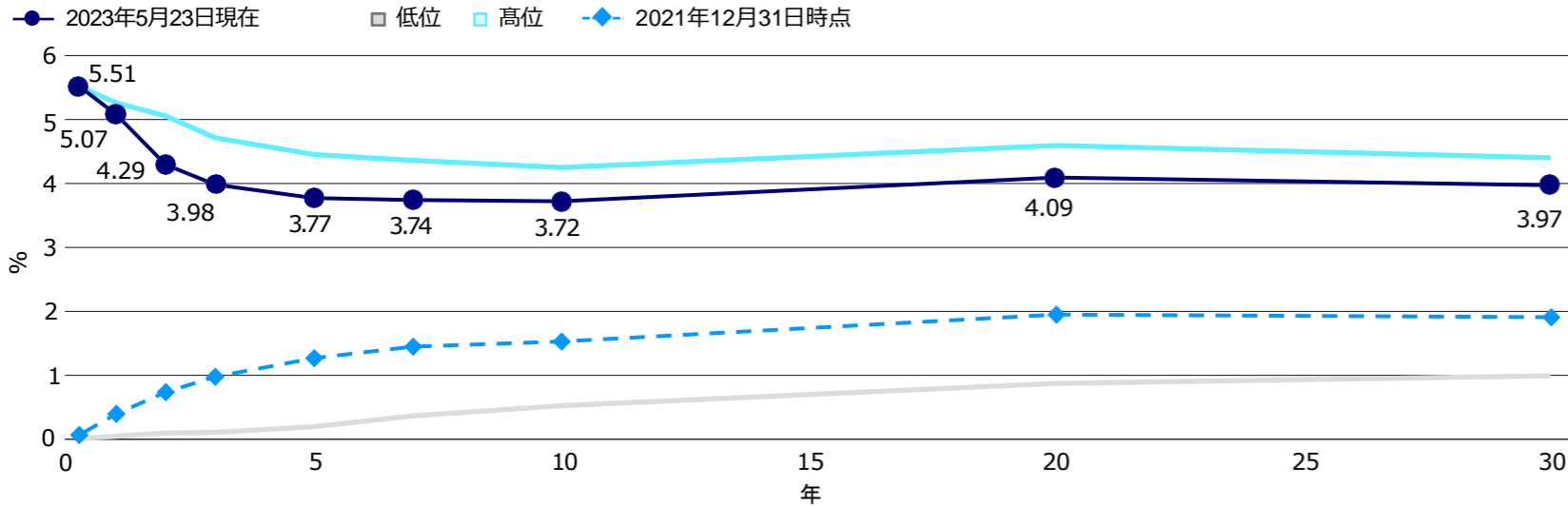


マクロ的な環境はグローバル市場をますます下支えしているが、債券利回りはレンジ内に留まりそうだ。通常、デスインフレで低成長の環境は資産市場にとって良いはずだが、現状では、世界の中央銀行が積極的に金融引き締めを行っており、金融環境がタイトでボラティリティが上昇したままとなっている。こうした金融環境の引き締めにより、金利とスプレッドが、本来の水準よりも高いままとなっている。世界の中央銀行が利上げを一時停止することにより、市場のパフォーマンスは向上するだろう。

# 債券 魅力的な投資機会

## 債券は現在、魅力的な投資機会を提供している

過去10年間の米国債利回りの推移



現在の環境は、投資家にとって不透明である。成長は予想以上に力強く、米国の労働市場は金利が上昇する中でもより堅調に推移している。エネルギー供給に関する懸念が緩和され、欧州や世界経済全体のパフォーマンスが向上した。ブームとまでは言えないものの、世界経済の機運は堅調にプラス圏を維持しており、これまでのところ、主要国は景気後退を免れている。米国のインフレ見通しは、住宅価格の低迷が物価指数に反映され、賃金圧力が緩和の兆しを見せていることから、着実に改善している。

マクロデータは良好であるにもかかわらず、多くの市場予測が、市場に悪影響を及ぼす可能性のある雲が地平線に見えていると指摘している。その2つの雲とは、景気後退とインフレである。市場観測者は、最近の銀行ストレスや預金残高の減少を、信用収縮の兆候、すなわち景気後退の初期兆候として指摘するかもしれない。これから数四半期の間に景気後退が起こるかどうかは、今のところ予測にとどまっている。

現在のデータは顕著な安定性を示しており、米国経済には明らかな不均衡は見受けられない。従って景気後退の可能性は残るものの、確実に起こるとい状況からはほど遠く、私たちは、その確率は50%以下ではないかとみている。インフレが低下し始めたという事実は、こうした懸念をいくらか和らげるだろうが、多くの市場観測者は、労働市場が今後インフレに再び上昇圧力をかけることを懸念している。成長率が低調なまま、今後数ヶ月の間にインフレが再び上昇した場合、スタグフレーションの環境に移行する可能性があるが、これは金融資産全体にとってかなりマイナスとなる。

景気後退やインフレの上昇というネガティブなシナリオは、市場にとってマイナスとなる可能性が高いが、これらは現在出ているデータと整合的とはいえず、単なる予測にすぎない。現在出ているデータの良いところを認識しつつ、ネガティブなシナリオの兆候に注意することが、現時点で最善の方法だと思われる。

出所：マクロボンド、2023年5月22日現在。

## 投資機会

1. 私たちは、ハイクオリティ・クレジットは、魅力的な投資機会を提供すると考えている。

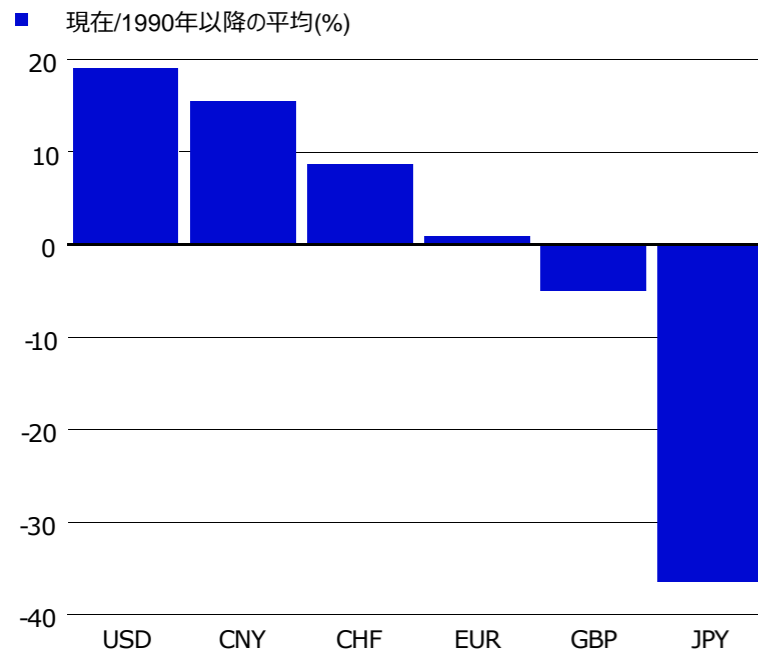
## 誘因 (カタリスト)

1. **インフレ率の低下**—インフレ率はピークに達したとみられる。私たちは、米国および欧州で2023年末にかけてインフレ率が低下すると予想している。
2. **FRBによる金融引き締めを終了**—中央銀行は、インフレ圧力と闘うために積極的に利上げを行ってきた。この闘いにほぼ勝利したことで、中央銀行は利上げの一時停止が可能になるだろう。これらの利上げに伴う高い利回りは、投資機会を提供する。
3. **ソフトランディング**—私たちは、米国経済は減速するものの、労働市場は持ちこたえたと予想している。また、景気後退に見舞われたとしても、投資適格企業の業績は好調に推移すると考えている。企業のファンダメンタルズは概して堅調な足取りとなっている。

# 米ドル

## 米ドルは割高に見えるが、イールドギャップは米ドル安方向に動いている

実質実効為替レートの推移\*

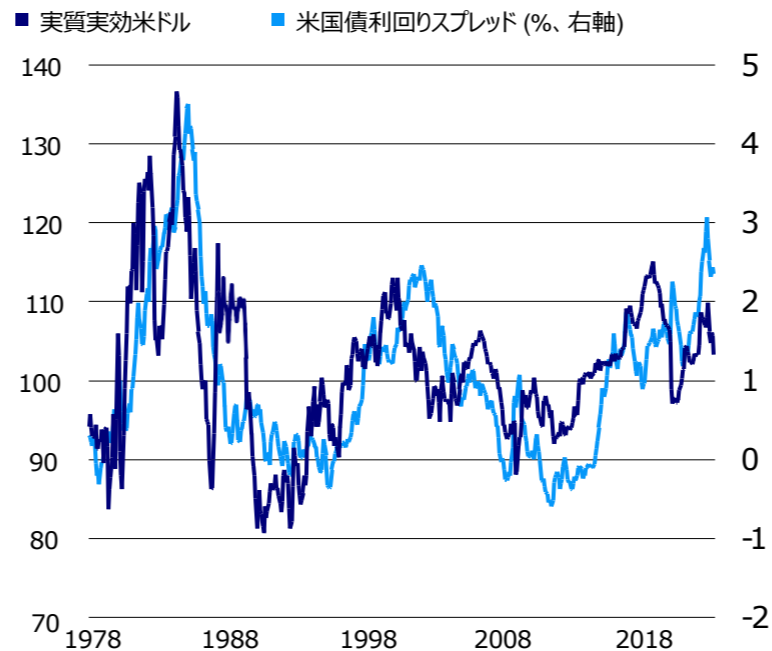


実質実効為替レートは、米ドルが通常より割高であることを示唆しており、日本円はその対極にある（その理由は、日本銀行が過去18ヶ月間引き締めを行わなかった数少ない中央銀行の1つであるから）。米国が多額の経常赤字を計上していることを考えると、これは持続可能ではないように思われる。

\*通貨指数は、貿易加重通貨バスケットに対して測定され、インフレ差分を調整したものの。2023年4月28日現在。

出所：OECD、DatastreamおよびInvesco。

実質実効米ドルとイールドスプレッド



通貨はしばしば、長期的にフェアバリューとされる水準をオーバーシュートし、しばらくフェアバリューから乖離したままとなる。こうしたオーバーシュートは、金融のフローが、財・サービスのフローよりも、新しい状況に迅速に適応するという事実によって説明されることが多い。金融のフローは、しばしば金利差に左右されるが、その金利差は現在米ドル安方向に動いている。

1978年1月から2023年4月までの月次データ。実質実効米ドルとは、OECDが算出した、通貨バスケットに対する米ドルの貿易加重値をCPIインフレ率差で調整した指数。債券利回りスプレッドは、米国10年債利回りから、ドイツ、日本、英国の10年債利回りの平均を差し引いたもの。2023年4月28日現在。

出所：OECD、Refinitiv Datastreamおよびインベスコ。

### 投資機会

- 米ドルは、実質実効為替レートでみると、歴史的な基準を大幅に上回る水準で推移している。このようなバリュエーションが持続する可能性はあるが、それも長期には続かないと私たちはみており、従って米ドルは弱含むと予想している。

### 誘因 (カタリスト)

- 利回り差は、しばしば短期的な為替変動を引き起こす。2022年には、FRBの積極的な引き締め政策により、米国債の利回りスプレッドが他国の国債に対して拡大したことから、米ドルが下支えされた。しかし、市場がFRBによる金融緩和を見据える中、このイールドスプレッドは現在、米ドル安方向に動いている。

# オルタナティブ: プライベート・ マーケットの展望



ジェフリー・ベネット, CFA®  
インベスコ・インベストメント・  
ソリューション  
ヘッド・オブ・マネジャー・セクション

## プライベート・クレジット

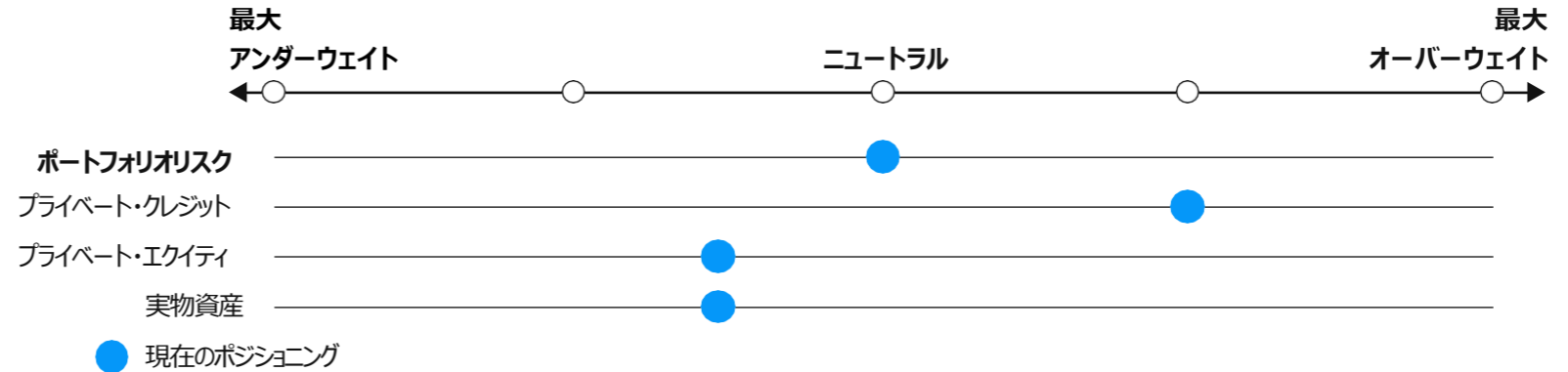
今後のダイレクト・レンディングを考える上で、利回りの上昇、過去最高水準のPEファンドのドライパウダー（待機資金）、強固なバランスシートなどの要因から、投資機会が引き続き堅調で魅力的となると予想している。デフォルトの発生はやや増加すると予想されるものの、この資産クラスへのシニア・プロテクションを考慮すれば、投資家はリスクに対して十分な補償を受けられると考えられる。市場に大きな混乱が生じた際には、ディストレスト証券戦略やスペシャル・シチュエーション戦略がより魅力的に映るようになる。最後に、地方銀行セクターへの圧力が、オルタナティブ融資への道を開くと考えられることから、不動産クレジットが、この資産クラスへのエクスポージャーを得る上で私たちが選好する方法であることに変わりはない。

## プライベート・エクイティ

借入コストが上昇する中、バリュエーションが低下しているため、私たちは、プライベート・エクイティの評価を若干アンダーウェイトに引き下げた。プライベート間の取引に好機があると思われる。大局的に見れば、過去数年間に行われた、一般的にまだ値下がりしていない投資と比較して、ドライパウダーや新規投資に有利な環境と言える。グロース・エクイティ・ファームにとっては、IPO市場への参入を検討していた未公開企業に、資金供給を行う機会もあるだろう。

## 実物資産

キャップレートは現在の調整後、今年後半には安定すると予想される。リプライシングの影響は、地域、市場および不動産セクターによって異なるだろう。バリュエーション上の懸念を考慮し、私たちは、不動産のポジションを若干縮小した。インフラは、最近の法整備によりプロジェクトへの資金供給が十分に見込まれることから、魅力的なファンダメンタルズとなっており、引き続き関心を集める分野である。





# コモディティ



**デビッド・グラッチ, CFA®**  
 インベスコ・グローバル・アセット・  
 アロケーション (GAA)  
 クライアント・ポートフォリオ・マネジャー、

## ファンダメンタルズと長期的なトレンドに基づき、幅広いコモディティのバスケットを全体的にアンダーウェイト

資産クラス	全体	バリュエーション	ファンダメンタルズ	長期的なトレンド
農産物	アンダーウェイト	魅力的ではない	魅力的	魅力的ではない
エネルギー	アンダーウェイト	魅力的	魅力的ではない	魅力的ではない
工業用金属	アンダーウェイト	魅力的	魅力的ではない	魅力的ではない
貴金属	アンダーウェイト	魅力的ではない	魅力的ではない	魅力的

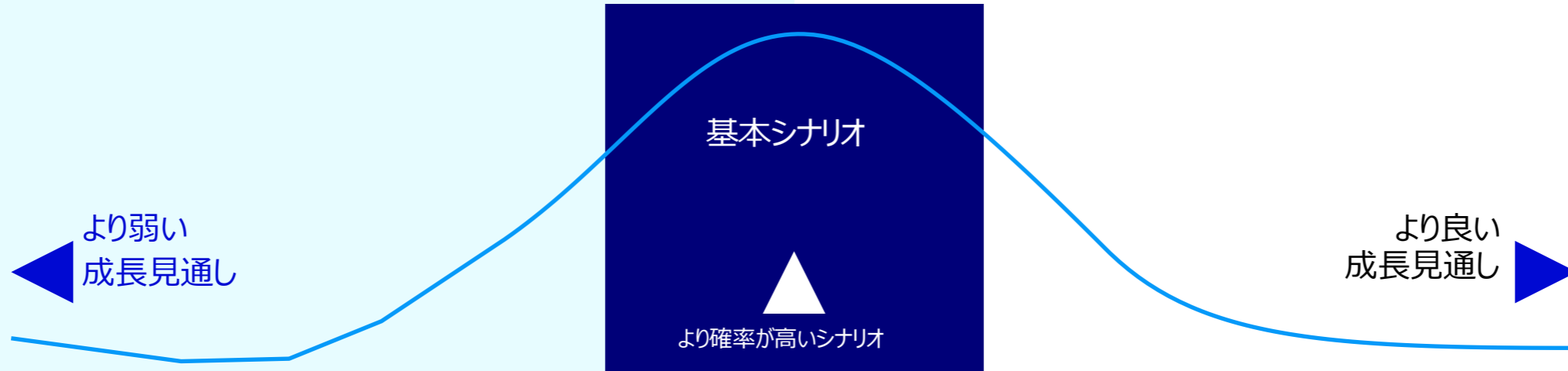
コモディティは、ブルームバーグ・コモディティ・インデックスで見ると、2022年12月から2023年5月まで6ヶ月連続で下落した。中国の新型コロナウイルス後の産業回復の遅れや、金融引き締め政策の影響への懸念など、世界的な景気後退への懸念がこの資産クラスを圧迫している。2022年2月のロシアのウクライナ侵攻以来、ブルームバーグ・コモディティ・インデックスは9%下落し、昨年6月上旬のピークからは29%下落した。クリーンエネルギーへの需要、投資不足による供給障害、ESG規制、地政学的要因など、長期的にポジティブな誘因が残っているものの、コモディティの短期的な見通しは、潜在的なグローバルな景気後退の可能性と規模によって左右される。結果として、貴金属を除いては、魅力的なトレンドとはなっていない（金は、利回りのピークと米ドルの軟化を見込んで昨年11月に上昇し始めた）。

しかし、価格の広範な下落は、主にエネルギーと、（エネルギーほどではないが）工業用金属のバリュエーションの改善に役立っている。バリュエーションについては、スポット価格と指数加重移動平均（5年平均）価格との比較が用いられる。このインデックスでは、下落する化石燃料（石油と天然ガス）が大きなウェイトを占めており、これがバリュエーションの改善のほとんどを牽引している。例えば、2020年半ば以降、天然ガスは2ドル未満から2022年8月には10ドル近くになり、2023年にはまた2ドルに戻った。一方でブレント原油は、新型コロナウイルス期間に20ドル台まで急落し、昨年120ドルに達した後、現在は2019年の水準、70ドル台で取引されている。貴金属と農産物は、ややオーバーバリュエーションとなっている。

年間キャリーによって測定されるファンダメンタルズは、主にブルームバーグ・インデックスにおいて天然ガスが大きなウェイトを占めていることから、ネットでみて魅力的ではない。対照的に、精製製品はかなりタイトな供給バランスとなっているが、インデックスに占めるウェイトは低い。さらに、このインデックスの最大のウェイトを占めるのは金で、金のキャリーは金利に追随するが、イールドカーブが反転していることから、現在は魅力的ではない。

出所：Invesco Investment Solutions、2023年5月31日現在の見解。見解はブルームバーグ・コモディティ・インデックスを反映したものであり、インベスコのコモディティ戦略に直接反映されるものではありません。

# その他のシナリオ



## 1.「ハードランディング」

政策的引き締めや銀行危機による信用収縮の影響がラグをもって表れることにより、経済活動が抑制され、結果として基本シナリオよりも強い打撃を成長率に与える。このシナリオで私たちは、まず米国で景気後退が発生し、欧州の成長にも波及する（政策効果が成長にも影響を及ぼすため）可能性が高いと予想している。物価上昇圧力が弱まり、活動も後退することから、インフレ率は2%台まで大幅に低下するだろう。中国と新興国は、貿易効果により成長率が低下する可能性が高いが、他のすべての条件が同じであれば、景気後退は避けられるだろう。

## 2.「スムーズランディング」

政策的引き締めが、基本シナリオで想定されるよりも成長率に影響を与えず、かつ総需要と供給のより良いバランスが達成される。こうした不均衡が解消されることで、インフレ率は米国で2%台まで低下し、ユーロ圏ではインフレは米国よりも緩やかなペースで低下するだろう。インフレが解決されることで、トレンドを下回る成長ペースではあっても、景気サイクルの継続が可能となる。中国と新興国は、他のすべての条件が同じであれば、わずかながら恩恵を受けるだろう。

# グローバル・マーケット・ストラテジー・オフィス

## 今後、好ましいと考えられる資産

### ハードランディング

成長がより強く打撃を受け、まず米国が景気後退し、欧州に波及する可能性が高くなる。インフレはさらに低下する。中国と新興国は貿易の影響を受けて苦しむが、他のすべての条件が同じであれば、景気後退は免れるだろう。私たちは、よりディフェンシブな銘柄がアウトパフォームするとみている。

#### 私たちが選好する対象...

- 現金
- 債券：ロング・デュレーションのソブリン債
- 株式：生活必需品、ヘルスケアなどのディフェンシブ銘柄
- 通貨：米ドル以外の非コモディティ通貨（スイスフラン、日本円など）
- コモディティ：金

### バンピーランディング

- 成長率はトレンドを下回り、短期的には減速するが、今年後半には回復に転じるだろう。FRBはまもなく引き締めを一時停止し、早ければ今年末には利下げを行う可能性がある。ユーロ圏と英国がこれに続き、似たような見通しとなるが、それにはラグを伴うだろう。ECBとBOEは利上げを継続するだろう。中国は経済活動の再開を続け、サービス業が回復を主導し、製造業は世界的な弱含みの状況により悪化するだろう。私たちは、短期的にはディフェンシブ銘柄のパフォーマンスがより良好となるが、市場が景気回復を織り込み始めると、シクリカル銘柄がより良好なパフォーマンスを示し始めるだろうと予想している。

#### 私たちが選好する対象...

- 債券：ハイクオリティ社債とストラクチャード・クレジット債
- 株式：
  - アジア（特に中国）
  - グロース株とクオリティ株
  - テクノロジー、消費財・サービス
- 通貨：ユーロ、スイスフラン、日本円

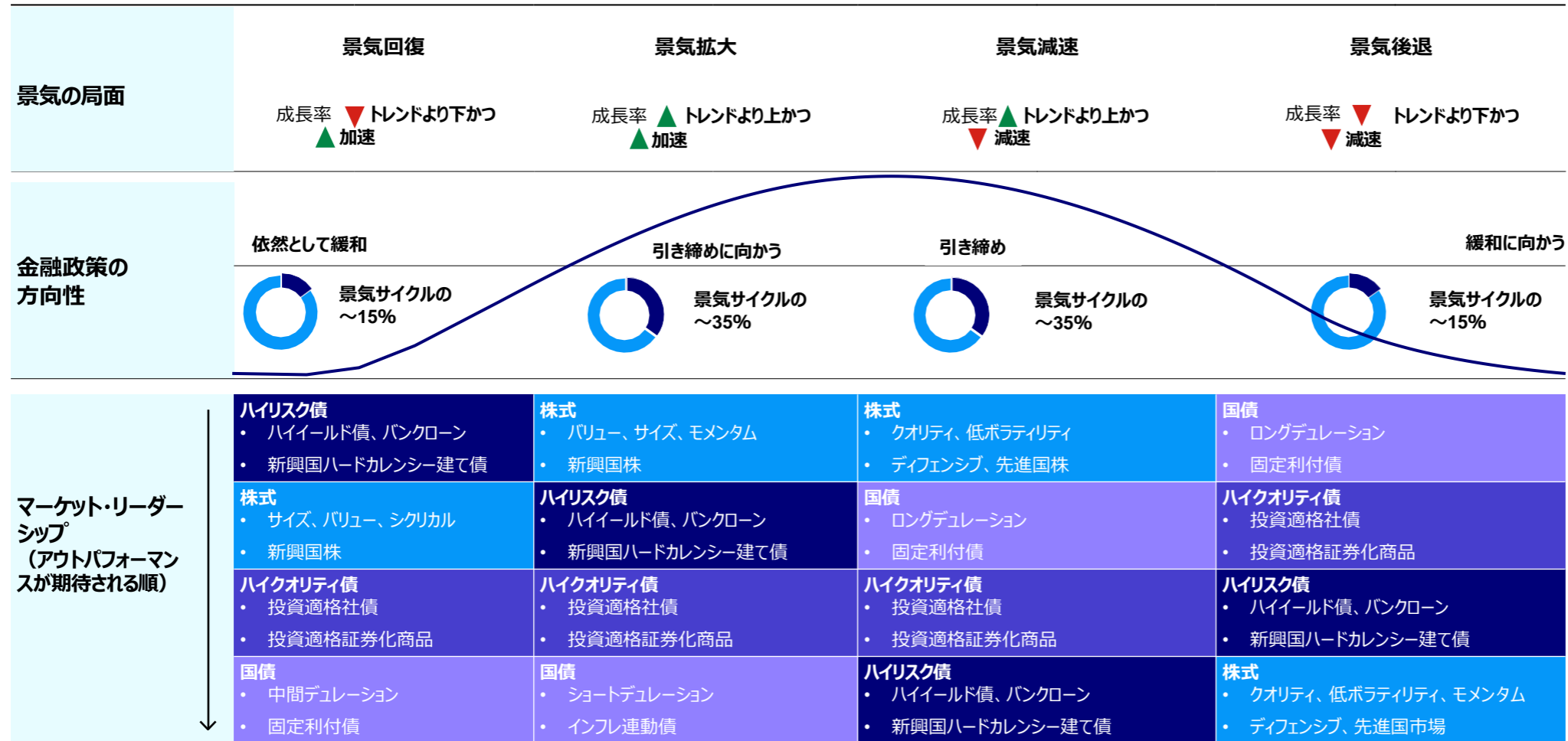
### スムーズランディング

引き締め政策の成長への影響は予想より小さくすみ、インフレ率は基本シナリオと似たパターンをたどる。ユーロ圏のインフレ率は、米国よりも緩やかなペースで低下する。この景気サイクルは、トレンドを下回る成長ペースではあっても、継続するだろう。中国と新興国は、他のすべての条件が同じであれば、わずかながら恩恵を受けるだろう。私たちは、ミッドサイクル銘柄がよりアウトパフォームすると予想している。

#### 私たちが選好する対象...

- 債券：ハイールド債
- 株式：
  - 欧州および新興国市場
  - バリューストックと小型株
  - 素材、資本財
- 通貨：豪ドル、カナダドル
- コモディティ：工業用コモディティ、特に金属

# 戦術的資産配分：マクロフレームワーク



注) このフレームワークでは、経済が後退したり前進したりすることがあります。

例示的目的のみ。政策的緩和を、米連邦準備制度理事会（FRB）が金利を引き下げ、かつ／またはバランスシートを拡大することと定義する。「依然として緩和」は、FRBが低金利政策を維持し、かつまたは債券購入プログラムを継続することを示唆する。「引き締めに向かう」は、FRBが資産購入を徐々に減らす、かつまたは金利の引き上げを開始することを示唆する。「引き締め」政策は、FRBがインフレ懸念を緩和するために利上げを行うことを示唆する。これらの傾向が将来も継続することを保証するものではありません。

## 当資料ご利用上のご注意

当資料は情報提供を目的として、弊社グループのグローバル・マーケット・ストラテジー・チーム、インベスコ・インベストメント・ソリューション、インベスコ・フィックス・インカム運用プロフェッショナル（以下、「作成者」）が作成した英文資料をインベスコ・アセット・マネジメント株式会社（以下、「弊社」）が抄訳し、要旨の追加などを含む編集を行ったものであり、法令に基づく開示書類でも金融商品取引契約の締結の勧誘資料でもありません。抄訳には正確を期していますが、必ずしも完全性を弊社が保証するものではありません。また、抄訳において、原資料の趣旨を必ずしもすべて反映した内容になっていない場合があります。また、当資料は信頼できる情報に基づいて作成されたものですが、その情報の確実性あるいは完結性を表明するものではありません。当資料に記載されている内容は既に変更されている場合があり、また、予告なく変更される場合があります。当資料には将来の市場の見通し等に関する記述が含まれている場合がありますが、それらは資料作成時における作成者の見解であり、将来の動向や成果を保証するものではありません。また、当資料に示す見解は、インベスコの他の運用チームの見解と異なる場合があります。過去のパフォーマンスや動向は将来の収益や成果を保証するものではありません。弊社の事前の承認なく、当資料の一部または全部を使用、複製、転用、配布等することを禁じます。

### インベスコ・アセット・マネジメント株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第306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