

# 2023 midyear outlook

新たなレジーム、新たな投資機会  
マクロおよびポートフォリオ全体の見通し

**BlackRock**

BlackRock  
**Investment**  
Institute

当レポートの記載内容は、ブラックロック・グループ（以下、ブラックロック）が作成した英語版レポートを、ブラックロック・ジャパン株式会社（以下、弊社）が翻訳・編集したものです。また当資料でご紹介する各資産の見通し（米ドル建て）は、米国人投資家などおもに米ドル建てで投資を行う投資家のための見通しとしてブラックロック・グループが作成したものであり、本邦投資家など日本円建てで投資を行う投資家の皆様を対象とした見通しではありません。

記載内容は、米ドル建て投資家を対象とした市場見通しの一例として、あくまでご参考情報としてご紹介することを目的とするものであり、特定の金融商品取引の勧誘を目的とするものではなく、また本邦投資家の皆様の知識、経験、リスク許容度、財産の状況及び金融商品取引契約を締結する目的等を勘案したものではありません。記載内容はブラックロック及び弊社が信頼できると判断した資料・データ等により作成しましたが、その正確性および完全性について保証するものではありません。各種情報は過去のもの又は見通しであり、今後の運用成果を保証するものではなく、本情報を利用したことによって生じた損失等についてブラックロック及び弊社はその責任を負うものではありません。記載内容の市況や見通しは作成日現在のブラックロックの見解であり、今後の経済動向や市場環境の変化、あるいは金融取引手法の多様化に伴う変化に対応し予告なく変更される可能性があります。また、ブラックロックの見解、あるいはブラックロックが設定・運用するファンドにおける投資判断と必ずしも一致するものではありません。

**Philipp Hildebrand**Vice Chairman –  
BlackRock**Jean Boivin**Head – BlackRock  
Investment Institute**Wei Li**Global Chief Investment Strategist –  
BlackRock Investment Institute**Alex Brazier**Deputy Head – BlackRock Investment  
Institute**Christopher Kaminker**Head of Sustainable  
Investment Research and Analytics –  
BlackRock Investment Institute**Vivek Paul**Head of Portfolio Research –  
BlackRock Investment Institute

## 目次

概要	2	<b>投資見通し</b>	<b>7-8</b>
新たなレジームのアップデート	3	短期的アプローチ	7
		長期的アプローチ	8
<b>テーマ</b>	<b>4-6</b>		
引き締め政策の維持	4	<b>メガフォース</b>	<b>9-13</b>
新たな投資機会に注目	5	デジタルによる創造的破壊	9
メガフォースを捉える	6	地政学情勢	10
		低炭素移行	11
		人口の高齢化	12
		金融業界の今後	13
		資産クラス全般の見通し	14-15

私たちは、様々な投資機会が豊富に存在する新たなレジーム（局面）にいます。供給制約が持続し、主要国の中央銀行は金融引き締め政策の継続を余儀なくされており、マクロと市場のボラティリティは高まっています。ブラックロックでは、各資産クラスの中でより緻密な選択をし、メガフォース（巨大で構造的な力）、たとえば台頭する人口知能（AI）やグローバル化の再構築など現在そして将来のリターンをけん引する構造的シフトを捉えることで投資機会を見出せると考えます。

ブラックロックは、現在の経済環境における投資機会は過去とは様相が異なると考えているため、投資テーマを更新し「引き締め政策の維持」を新たに取り入れました。供給制約のある世界で（特に米国での労働者不足）、中央銀行が金融緩和を迅速に進めることはないというのが市場の見方です。中央銀行はインフレ圧力に対応するため、金融引き締め政策を維持せざるを得ない状況にあるようです。こうした状況がグレート・モデレーションとして知られる40年にも及ぶ安定的な成長とインフレ局面からの脱却時期にある広範な資産クラスにとって、リターンにプラスに影響することはないでしょう。

2つ目のテーマとしてブラックロックでは「新たな投資機会に注目」を掲げています。ボラティリティ（価格変動）の高まりは、より広範な市場で個別銘柄のパフォーマンスにさらなるばらつきをもたらすようになりました。この恩恵を受けるには、より一層緻密に、つまりブラックロックの戦術的（短期的）アプローチよりもさらに短期的な視点で投資機会に目を向けることが必要です。ブラックロックの慎重なマクロ見通しが織り込まれていると考える分野に着目し、緻密な投資見通しを立てていきます。

そしてこれは3つ目のテーマである「メガフォースを捉える」につながります。メガフォースとは、各国経済やセクター全体にわたって収益性に大きな変化をもたらすとブラックロックが考える構造的な変化のことです。こうしたメガフォースは遠い将来に起こることではなく、現在すでに展開されています。重要なのはこの変化を加速させる促進要因とその恩恵を受けるであろう分野を特定すること、そしてその織り込み度合いを確認することです。

メガフォースには、人工知能（AI）などのデジタルによる創造的破壊、地政学要因によるグローバル化の再構築、低炭素経済への移行、人口の高齢化、急速に進化する金融システムが挙げられます。こうしたメガフォースの恩恵を受ける位置にあるセクターや企業を見出すには、より緻密な分析が鍵となるでしょう。

ブラックロックでは投資のプレイブック（指針）を修正し、マクロの見通しのコアに、メガフォースに関連する緻密な投資機会やエクスポージャーを統合しました。主要経済国での成長鈍化とインフレの高止まりは、ブラックロックが新興国市場（EM）とインカムを 선호する背景にある理由の一つです。

ブラックロックの見通しでは、先進国（DM）株式を僅かにアンダーウェイトとしていますが、先進国株式、なかでも特に米国株はポートフォリオで引き続き主要な構成要素となるでしょう。メガフォースとしてAI関連をオーバーウェイトとしていますが、クオリティ株への傾斜においてAIの恩恵を受ける銘柄が既に含まれています。また、先進国株式では日本株を嗜好、新興国市場の債券および株式を好み、インカム面では米国短期国債、米国MBSや高格付け社債を嗜好し、ポートフォリオが機動的に対応できるような緻密さを追求します。

5年以上の戦略的（長期的）視点では、伝統的な銀行への圧力と信用収縮による恩恵を受けることが期待されるプライベート・クレジットを嗜好します。

# 新たなレジームの展開が進む

この6カ月で、私たちがマクロ経済と市場のボラティリティが高まる新たなレジームにいることが改めて確認されました。そしてこの新たなレジームは、一連の供給制約がもたらしたもので、先進国ではインフレ高進を加速することなくこれまで通りの生産を維持することは不可能であることを意味します。メガフォースが将来の見通しを形成するとみていますが、その中で供給制約は主な特徴となるでしょう。

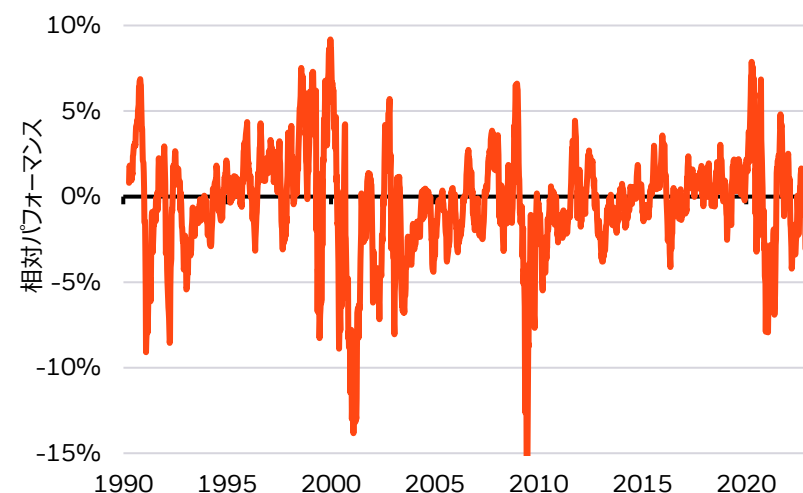
**地政学的分断**と世界的なサプライチェーンの再構築は生産コストの上昇要因となるでしょう。今後10年間では**低炭素経済への移行**に関する政策は概ねエネルギーコストの上昇要因となるとみています。**人口の高齢化**は、退職年齢を超える人口の割合がかつてない程に拡大することを意味します。この労働人口の制約は、労働市場の逼迫により、賃金上昇率が高水準で推移している米国でインフレを加速させる主因となっています。**人工知能 (AI)** の進展で生産性が改善することは、こうした供給制約を一部解消する一助となるかもしれません。しかし、こうした影響がやっと感じられるようになるのは恐らく数十年後であり、数年後ではないでしょう。

新たなレジームでは中央銀行の果たす役割も重くなります。中央銀行には供給制約を解決する手段はありません。成長とインフレの間で厳しいトレードオフを迫られるとみられます。私たちは、中央銀行がインフレ抑制のために、この数十年で最速のペースで利上げを行う姿を見てきました。しかし、根強いインフレは持続しています。欧州は景気後退入りし、米国でも一部その傾向が見られているのにもかかわらずです。これが現在展開されている新たなレジームです。

株式は、テクノロジー株にけん引されて2023年に入ってから反発しています。この上昇の裏にはパフォーマンスの大きなばらつきがあり、多くの銘柄はより広範な指数を下回っています。グラフを参照してください。新たなレジームで緻密なポートフォリオを構築することは、資産クラスの広範なリターンを当てにするよりも恐らく重要であることが示されています。これはまず、市場においてマクロ見通しの織り込み度合いが高いセグメントの選択が重要であることを意味します。次に、テクノロジーやAI銘柄に見られるように、マクロ見通しに影響を与えるだけでなく、世界各地の企業やセクターの成長を推進/混乱させ得るメガフォースをうまく活用する投資機会を追求することも必要です。

## 例外的な株式市場

S&Pの時価総額 対 均等加重指数の相対パフォーマンス、1990～2023年



**グラフからの結論：** S&P500のリターンは少数のテクノロジー銘柄に集中する傾向が高まり、この傾向は2000年代のテクノロジーブームで見られた水準を上回っています。ブラックロックはこうした例外的な株式市場は、不芳なマクロ環境下でもAIなどのメガフォースが大幅なリターンのけん引要因になり得ることを示していると考えます。

過去のパフォーマンスは現在または将来の成果を示唆する信頼できる指標ではなく、**指数のリターンは手数料を考慮していません。指数に直接投資することはできません。** 出所：BlackRock Investment Institute、Refinitiv Datastreamのデータを使用、2023年6月。注記：グラフは構成銘柄の時価総額でパフォーマンスが決まるS&P500総合指数と各構成銘柄のパフォーマンスを均等に扱うS&P500均等加重指数の3カ月の価格指数変動率の違いを1990年以降のローリング・ベースで表したものです。

**持続する供給制約によって形成される新たなレジームは、過去と比較して豊富かつ異なる投資機会を提供します。**

# 引き締め政策の維持

マクロ環境は、需要ショックに支配されていたレジームから、供給制約に支配される環境へと変化しました。前項で述べた通り、こうした供給制約がインフレ圧力に拍車をかける形となっています。

これが意味するところは2つあります。第一に、中央銀行はこうした価格圧力を抑えるために金融引き締め政策を維持するだろうということです。広範なデイスインフレが中央銀行の緩和的金融政策の維持をもたらした過去30年とは極めて対照的です。これまでは、利上げが金融破綻を招いたり（米国の地方銀行数行が年初に破綻したように）、経済活動が悪化するようなことがあれば、中央銀行は刺激策として利下げを行い、迅速に支援措置を講じたでしょう。（グラフを参照）

しかし現在は状況が異なります。パンデミック前に低金利が通常状態であった状況からは大きく様変わりしています。主要経済国では政策金利はより長期にわたり高止まりしています。

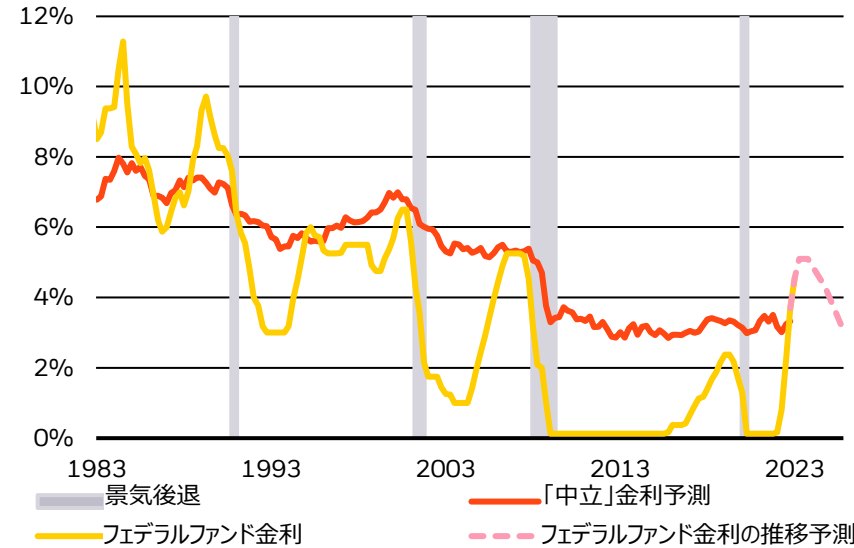
こうした状況が投資にもたらす影響は何でしょうか？ インカムの回復です。ブラックロックが米国短期国債をオーバーウェイトする理由でもあります。

第二の影響は、これまで投資家が頼ってきた経済との関連性が新たなレジームでは崩れる可能性があることです。複数の主要経済国で高齢化により減少する労働者供給が低失業率を招いている状況は、もはやこれまでのような景気循環から見られる良好な経済状況を示しているものではないでしょう。広範な労働力不足は、再雇用できなくなることを懸念する企業にとって、売上げが減少していても労働者を保持しようとする動機となり得ます。これは米国と欧州で「景気後退局面における完全雇用」という珍しい事態が起きる可能性があります。企業が雇用を維持するなか、これまでよりも利益率に大幅な悪影響を及ぼす可能性があり、先進国株式にとっては厳しい見通しとなっています。

ブラックロックは新たなレジームには多大な投資機会が存在すると考えています。各資産クラスの中でより緻密に投資機会を見出し、マクロ環境に依存しないことが求められるでしょう。

## 景気抑制的な水準を維持

米FRBの政策金利とその見通し 対 中立金利予測、1983～2025年



**グラフからの結論：**FRBは1990年代初め以降、緩和的な金融政策を維持してきました。最近の急速な利上げにより、金融政策は今では抑制的な領域に入っています。ブラックロックは、FRBが計画通りに利下げを行うのは現実的ではないと考えています。

**将来の予想は実現しない場合があります。** 出所：BlackRock Investment Institute、ニューヨーク連邦準備銀行、米国労働統計局、Haver Analyticsのデータを使用、2023年5月。注記：グラフは、フェデラルファンド金利、フェデラルファンド金利の推移予測および名目「中立」金利の予測を表します。名目中立金利とは、経済成長に対して刺激も抑制もしない中央銀行の政策金利の仮説的予測です。中立金利の予測はHolston Laubach Williams (2017)の（実質）中立金利予想とD'Amico, Kim and Wei (2018)のモデルの期待インフレ予想から得ています。

**持続するインフレ圧力により、中央銀行は長期にわたり金融引き締め政策を維持せざるを得なくなるだろうというのがブラックロックの見解です。パンデミック前に低金利が通常状態であった状況からは大きく様変わりしています。**

# 新たな投資機会に注目

新たなレジームで目の当たりにしているマクロ経済のボラティリティの高まりは、市場のボラティリティ上昇につながります。これをもって、資産クラスの広範なエクスポージャーは好ましくないとブラックロックは考えますが、投資先や見直し精緻にすることでリターンを創出する機会が得られるでしょう。

その投資機会を発見するためのアプローチは、マクロに基づく資産クラス別の見通しに、さらに精緻な分析を取り入れることです。相反する様々な傾向が存在する新たなレジームでは、資産クラス内および資産クラス別のリターンのばらつき、すなわち価格の指数からの乖離幅が拡大すると考えられるため、精緻さが注目されるのです。

右のグラフは新たなレジームが展開されるなか、広範な米国株式指数でリターンのばらつきが拡大していることを示します。ブラックロックは、このばらつきが相関関係にないエクスポージャーを通じてポートフォリオに「幅」を持たせる手段を増やすと考えます。

また、この状況はベンチマークを上回るリターンを達成するために銘柄選択、専門性、スキルの重要性がこれまで以上に高まることを意味するでしょう。短期的には、マクロ見通しが既に織り込まれている銘柄を探すことが投資機会をもたらすとブラックロックは考えます。

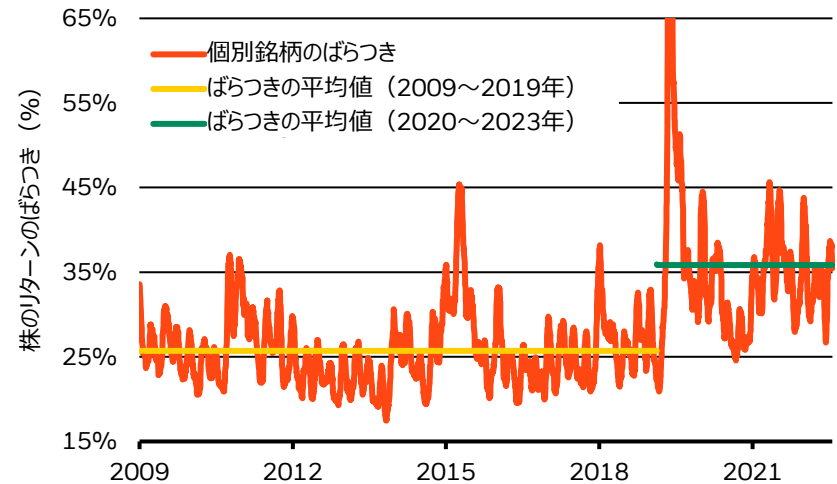
市場でのミスプライシング（誤って評価されること）の可能性から生じるレタティブバリュエーション（相対的価値）の投資機会もさらに増えることが予想されます。例えば、欧州中央銀行は利上げに対してより積極的であることを考慮すると、ユーロ圏のインフレ予想が米国のインフレ予想を上回る現在の評価が良い結果をもたらす可能性は少ないでしょう。

ブラックロックは、新たなレジームでは市場環境がより迅速に変化することも認識しています。市場での価格決定がどのように変化していくかを理解し、ミスプライシングの発生を確認した場合はその機会を活用するよう努めます。（14ページ参照）

この新たなレジームでリターンの可能性を操作することは、ブラックロックの6-12カ月という戦術的アプローチよりも短い期間で投資機会に注目することを意味します。

## 拡大するリターンのばらつき

多様な個別銘柄のリターン 対 ラッセル1000指数、2009～2023年



**グラフからの結論：**パンデミック後、ラッセル1000構成銘柄のパフォーマンスは指数と比較してばらつきが大きくなっています。ブラックロックは、この状況は投資機会を生み出す一助になると考えます。

過去のパフォーマンスは現在または将来の成果を示唆する信頼できる指標ではなく、指数のリターンは手数料を考慮していません。指数に直接投資することはできません。出所：BlackRock Investment Institute、Refinitiv Datastreamのデータを使用、2023年6月。注記：グラフはラッセル1000構成銘柄の21日間移動平均に基づくリターンのばらつき（濃いオレンジ線）、世界金融危機後の2009年7月から2019年までのばらつきの平均（黄色線）、2020年から2023年6月までのばらつきの平均（緑線）を表します。

**資産クラスの広範なエクスポージャーを持つことでは過去のリターンは得られないでしょう。投資家はさらに緻密さを持つことで投資機会を見出せると考えます。**

# メガフォースを捉える

新たなマクロのレジームと資産のリターンは、メガフォース（巨大な構造的な力）により形作られているようです。投資機会について情報収集するための鍵は、こうした力を加速させる要因と、それがどのように相互に作用するかを特定することだと考えます。ブラックロックではその後に、恩恵を受けるセクターや企業を見出し、市場がそれを価格に織り込んでいるかの確認に努めます。

ChatGPTの登場などの消費者が手軽に使えるツールにより、AIは一気に浸透しました。AIアプリケーションは、すべての業界に混乱をもたらす可能性があるため、市場はAIの影響については依然として評価段階であるとブラックロックはみています。その影響はセクターの範囲を超える可能性があります。デジタル化の拡大はあらゆる面でサイバーセキュリティ・リスクを高めることになるでしょう。

ブラックロックは、米中間の戦略的競争などの**地政学的分断**は、世界のサプライチェーンの再構築を引き起こすことになるとみています。各国政府は同盟国と生産面で提携し、より緊密に貿易を行うため、業務拠点のリショアリングを行っています。この動きは数十年に及ぶグローバル化に破壊的分断をもたらす可能性があります。

また**低炭素移行**では、政策、テクノロジー革新、消費者や投資家の選好のシフトにより、各国経済の脱炭素化の足並みに乱れが生じています。歴史的にみて、こうしたシフトが市場で価格に十分に織り込まれるには時間がかかります。ブラックロックは、低炭素移行による膨大な資本の再配分に関連した投資機会が存在すると考えます。

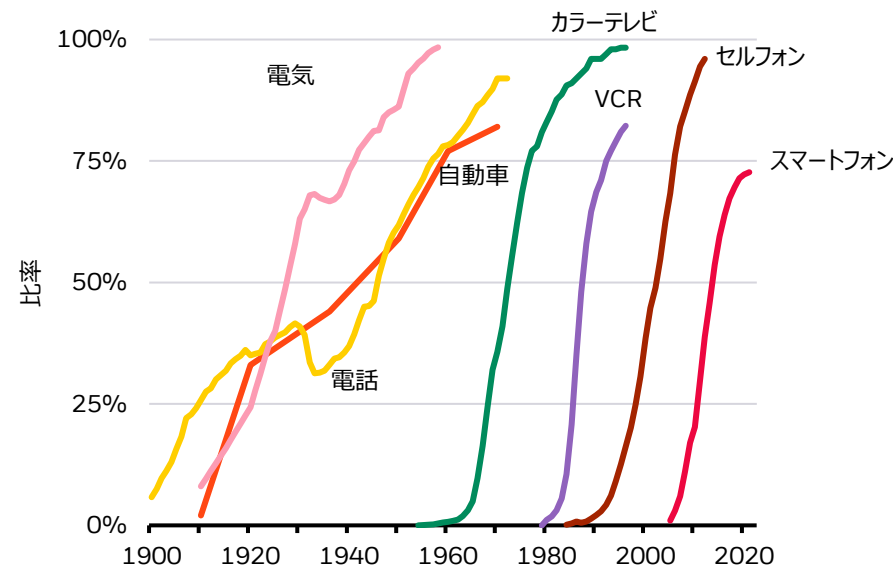
先進国経済の**人口高齢化**と労働力の減少も、新たなレジームを構造的にけん引する要因となるでしょう。

金融システムでは大規模な変化が起きています。金利上昇により、銀行などの信用供与者の役割の変化が加速しており、**金融業界の今後**が示唆されています。

こうしたメガフォースとそれらを結びつける上で基盤となるのがイノベーションです。過去にもみられた通り、新たな技術の採用は急速に進み、経済を一変させる可能性があります。グラフを参照してください。市場は、こうした採用の速度を基にした予想に加熱的に反応する場合があります。メガフォースは公開市場や非公開市場、資産クラスや地域横断的に波及するでしょう。

## 急速な移行

米国のテクノロジー採用率、1901～2021年



**グラフからの結論**：移行はテクノロジーの迅速な採用により形成されていくでしょう。市場は移行の波及を十分に評価していない可能性があり、投資機会が生まれています。反対に可能性に対して加熱的である場合は一時的な価格急騰が生じる場合があります。

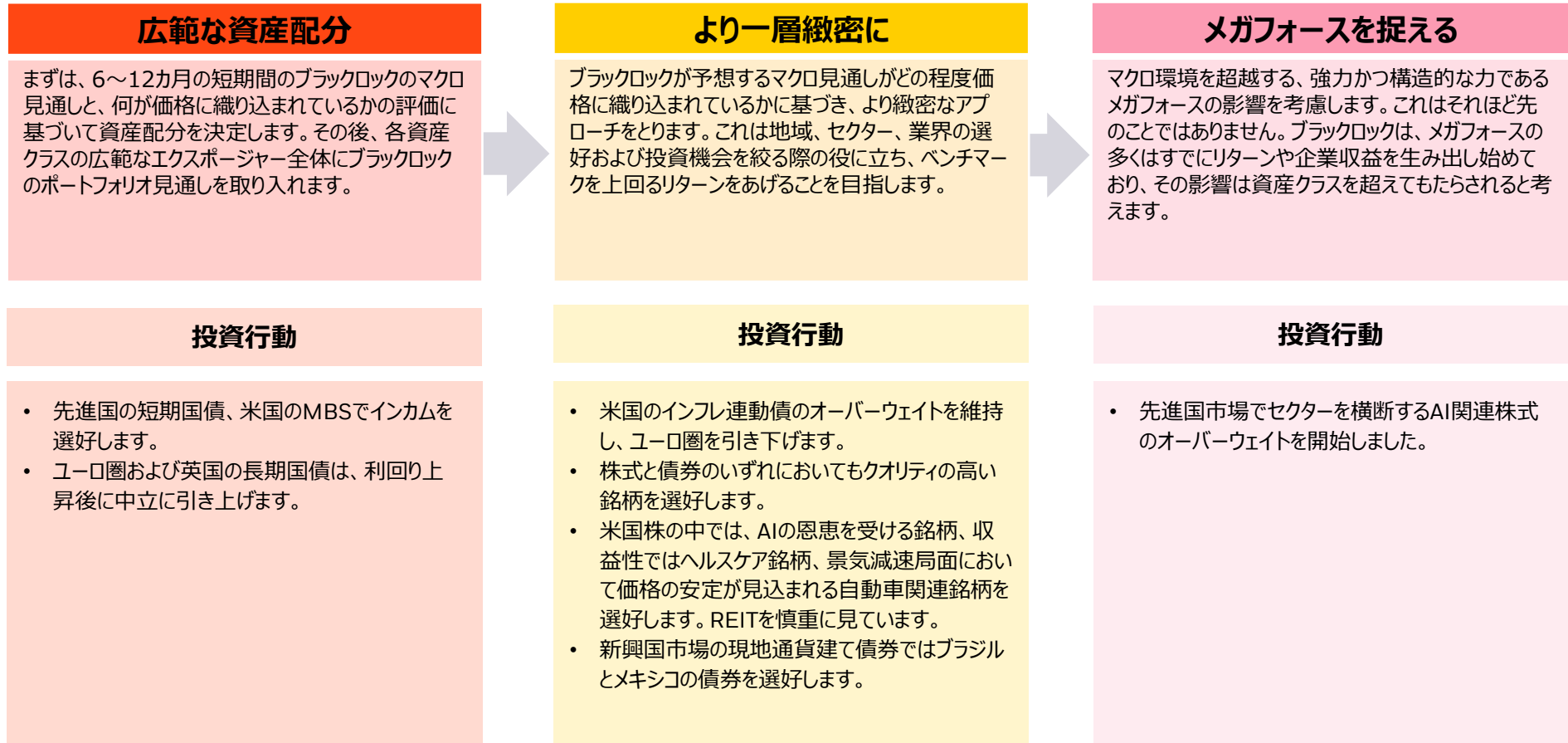
出所：BlackRock Investment Institute、連邦通信委員会、米国国勢調査局、世界銀行および Statistaの2021年時点のデータを使用、2023年6月。注記：グラフは家庭での所有に基づく様々な技術革新の採用率を表します。セルフォンとスマートフォンのデータは例外で、1人当たりの所有率に基づきます。

**メガフォースはマクロのレジームおよび投資機会を形成しています。メガフォースを捉えるには、市場で価格に何が織り込まれているのかを継続して評価する必要があります。**

# プレイブックの進化

## 短期的資本配分へのアプローチを拡大

新たなレジームにおいて広範で静的な投資ソリューションでは過去と同様の結果は得られないでしょう。代わりに必要とされるのが緻密さと機敏さであるとブラックロックは考えます。ブラックロックでは投資のプレイブック（指針）を拡充し、何が価格に織り込まれているのかに基づいて対象となり得る様々な投資機会を拡大していきます。



当資料は特定の時点における市場環境の評価を示すものであり、将来の成果の予想あるいは保証を意図したものではありません。当資料中の情報は、特定のファンド、戦略あるいは証券に関する投資アドバイスまたはリサーチとして依拠すべきものではありません。出所：BlackRock Investment Institute、2023年6月。

# ダイナミックかつ機動的に

新たな局面において市場リターンを上回るには、これまで以上にダイナミックで機動的な戦略的ポートフォリオを築くことが求められます。グレート・モデレーションの時代には安定したインフレや経済成長のお陰で、一旦決めたらそのまま変えない（セット・アンド・フォーゲット）手法で公開株式や債券を組み込んでおけば十分でした。しかし、今日のような高いボラティリティと金融引き締め政策のもとでは、動きの小さい投資アプローチではうまく行きません。

こうした新しい状況下では、かつてのように債券が急落する株式からのリスクの受け皿になることはないでしょう。むしろ、今では債券はインカムゲインを提供しています。中央銀行の利上げによって、短期債券利回りは急上昇しています。ポートフォリオの中ではインフレを上回る実質インカム商品としてその魅力が高まっています。

新たな局面においても、投資戦略を固定したままでは、ボラティリティが上昇しマーケットが大きく変わる場合、チャンスを逃してしまうリスクがあると考えています。そのため、投資戦略も頻繁に変えてきています。チャートをご覧ください。

例えば、2020年には、新型コロナの感染急拡大に対し、中央銀行の対応で市場利回りが急落した際、国債に対しては最大限オーバーウェイトからアンダーウェイトに切り替えました。それ以降もインフレによるリスクを考慮しアンダーウェイトを維持しています。

過去1年間、グローバルな投資適格クレジットについては投資ウェイトを引き下げ、銀行懸念による信用収縮を踏まえて中立の判断に変更しました。その一方で、プライベート・クレジットをオーバーウェイトに引き上げました。銀行が融資を抑制することで生じる空白をプライベート・クレジットが埋める可能性があると考えたからです。13ページをご覧ください。

先進国株式は、長期的な観点から累積リターンが債券よりも大きいと見て、オーバーウェイトにしています。



**資産配分について、より多くのお客様がこれまで以上にダイナミックなアプローチをとるようになっていきます。”**

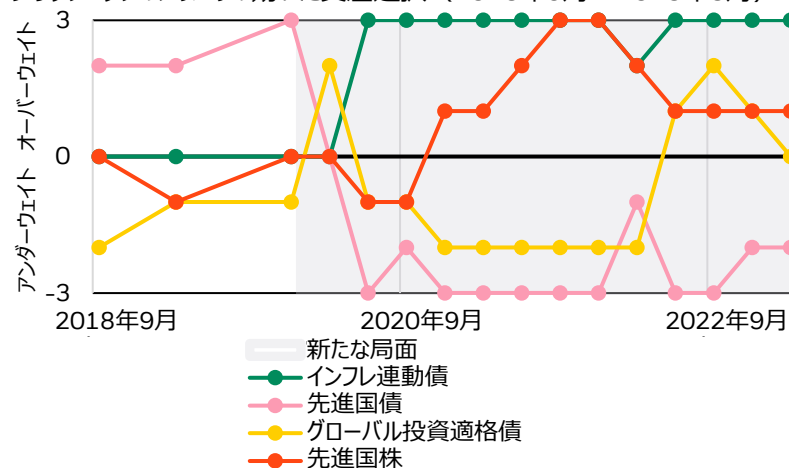


**Ursula Marchioni**

Head of EMEA Markets and Portfolio Solutions, BlackRock

## 機動的な運用

ブラックロックのメリハリの効いた資産選択（2018年9月～2023年3月）



**グラフからの結論：新しく、より不安定な経済環境に対応するためには、戦略的な視点を従来にも増して頻繁に変更する必要があります。**これまで投資家は、一旦戦略的アロケーションを決めたらそのまま変えない（セット・アンド・フォーゲット）手法で十分でした。しかし、固定的なアロケーションでは、せっかくのチャンスを逃すおそれがあるでしょう。

この情報は、特定の資産クラスや戦略への投資を推奨するものでも、将来のパフォーマンスを約束したり予測したりするものでもありません。出所：BlackRock Investment Institute、データは2023年3月31日現在。注記：グラフは選択した資産クラスに対するブラックロックの戦略的見通しが時間の経過とともにどう変化したかを示しています。投資アロケーションはあくまで仮定のものであり、国・地域によって異なる可能性があり、実際のポートフォリオを示すものではありません。あくまで情報提供のみを目的としており、投資助言ではありません。指数指標：Bloomberg Barclays US Government Inflation-Linked Bond Index、MSCI World US\$、Bloomberg Barclays Global Credit Index、Bloomberg Barclays U.S. Credit index、Bloomberg Barclays Global Aggregate Treasury index。十分なデータがないため、一部のプライベート市場についてはブラックロックの指標を使用しています。これらの指標は、特定の資産クラスが有する経済への感応度を示すリスク要因の組み合わせを示しています。

**リターンを実現するためには、ボラティリティの上昇を利用し、機動的な投資戦略が求められるでしょう。じっくり動かないアプローチではリターンを取りこぼすリスクがあります。**



# デジタルによる創造的破壊とAI

人工知能（AI）と、既成分野や経済に対するデジタルによる創造的破壊が大きな流れとなりつつあります。計算能力とデータの爆発的な増大により、AIの台頭が加速しています。機械学習の進歩により、新しいAIツールに注目が集まっています。これらのツールは、人間が行ってきた仕事の一部を遂行し、膨大なデータセットの分析能力を持つことで、重大な影響をもたらしており、市場には高揚感が生まれています。各企業はこれまで以上にAIに注目し、機械学習やAIの専門知識を有した高度なスキル人材を求めようになっています。チャートをご覧ください。

現在、自動化できる業務の範囲が拡大しており、こうした新機軸を導入することで生産性が大幅に向上する可能性があります。これまでも増して、ホワイトカラーの仕事には自動化によるリスクが迫りつつあります。結果としてもたらされるコスト削減は、利益率を押し上げることになるでしょう。人件費の高い企業や自動化が可能な仕事の割合が多い企業は、最大の恩恵を受けることになるでしょう。しかし、適応しなければ取り残される可能性もあります。

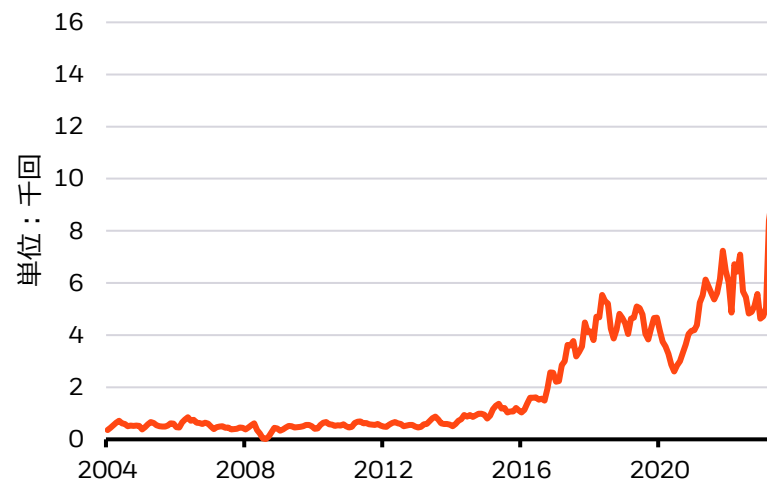
半導体はAIツールやモデルの主要部品となるため、AIのポテンシャルに対する市場の熱狂がセクターの上昇を引き起こしています。特に米国をはじめ各国が国内生産を強める政策インセンティブを提供していることで、半導体の生産にはこれまで以上に資本が流入する可能性があります。

AIや潜在的な勝ち組にとってのデータの重要性はまだ過小評価されていると思われる。自社で膨大なデータセットを持っている企業は、他よりも迅速かつ容易に大量のデータを活用することができるため、革新的なモデルを生み出す力を持っています。新しいAIツールを活用することで、まだ価値が見出されずに企業に眠っているデータという金鉱が見つかり、その価値が日の目を見る可能性を秘めています。

今年に入り、市場はAIによる破壊がもたらす影響を見極めようとしてきました。そのためには、AIをメガフォースとして捉え、具体的な要素や詳細な視点を取り入れることがまさに鍵となるでしょう。そうしたメガフォースは、従来のポートフォリオ分類では適切に捉えることは難しく、しばしば特定のセクターや地域を超えて現れてくるでしょう。

## AIの注目度

企業決算説明会でAIが言及される頻度推移（2004年～2023年）



**グラフからの結論：**AIが注目の的となっています。2023年には、企業の決算説明会などでAIに関する言及が急速に増加しています。ChatGPTや他の大規模言語モデルの人気が高まったことで、企業や投資家はますますAIの可能性に期待を寄せています。

出所：BlackRock Investment Institute、ブルームバーグデータ、2023年6月現在。注記：グラフは上場企業の決算発表またはアナリスト向け決算説明会で「人工知能（AI）」という表現が言及された回数の3か月間移動累計値を示しています。

**AIによる生産性の向上により、特に人件費の高い企業や自動化できる業務の割合が大きい企業では、利益率の向上につながる可能性があります。**

# 分断化する世界

ウクライナ戦争や米中関係の緊張が、新たな時代のグローバルな分断と防衛・経済ブロックの競争をもたらしていると考えています。これは、冷戦終結後に生まれたグローバル化や地政学的な緩和とは大きく異なる展開です。今、私たちは効率性よりも国家の安全保障と耐久力が優先される世界を目の当たりにしています。テクノロジーによる生産性の大幅な向上がなければ、成長率の低下とインフレ率の上昇を招くことになるでしょう。

産業政策や保護主義的政策がインフラやロボットへの投資を加速化させる可能性もあります。

競争するブロックが形成されるにつれて、多角的な連携をとる国々の力と影響力が増していくと考えられます。湾岸の石油輸出国やインド、ブラジル、ベトナム、メキシコなどの国々は、貴重なリソースやサプライチェーンの要素を備えています。

これらの国々は国益に基づいて共同歩調をとるものと考えています。それにより、サプライチェーンや産業政策がさらに再構築される可能性があります。それによって、地上や宇宙、あるいはサイバー空間での地政学的な対立リスクを高める可能性もありますが、他方で防衛、航空宇宙、サイバーセキュリティ産業の成長を促すことにも繋がります。

テクノロジー、クリーンエネルギー、インフラ、防衛などの分野への投資が増えれば、新たな機会が生まれるかもしれません。しかし新興国では、経済的な負担増が長く続く可能性があります。

経済成長は一段と不安定なものになり、ショックに対してはますます脆弱になるでしょう。こうしたトレンドの恩恵を受けたテーマに絞ろうとする場合、投資家は今まで以上に慎重さが求められることになるでしょう。

“

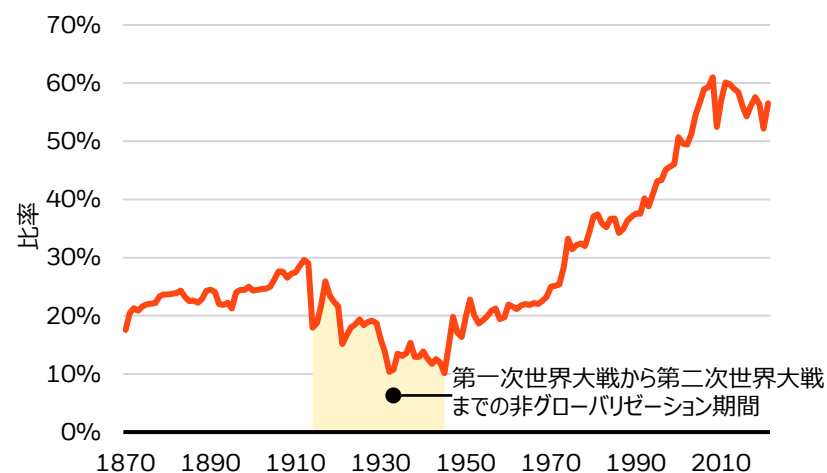
今日の世界は、国家の安全保障や耐久力が効率性よりも優先されています。”



**Tom Donilon**  
Chairman, BlackRock  
Investment Institute

## グローバル化に再評価の機運

GDPに占める世界貿易の割合（1870年～2021年）



**グラフからの結論：**特に第二次世界大戦後、グローバル化によって各国間の貿易は急増しました。しかし、グローバルなGDPに占める貿易比率の上昇は、世界が分断化しつつある中でグローバルな金融危機を境に、頭打ちになっています。

出所：BlackRock Investment Institute, Klasing and Milionis (2014)、Penn World tables、世界銀行、2023年6月現在。注記：グラフは世界の輸出入合計額を世界のGDPで割ったものであり、黄色の網掛け部分は、国際貿易が著しく低迷した第一次世界大戦から第二次世界大戦までの期間をハイライトしています。

**欧米がハイテクやエネルギーなどの分野で自給率を高める動きがあります。そこに投資機会を見出すことができるでしょう。**

# 低炭素への移行の追跡

ブラックロックは、低炭素への移行について、確度の高い経路およびそのポートフォリオへの影響を見極めるため、BlackRock Investment Institute Transition Scenario (BIITS) を構築しています。他のメガフォースについて計画しているのと同様に、その進化を長期的に追跡することを目標としています。

脱炭素経済への移行は、エネルギー・システムとして大規模な資本配分の転換を伴うと考えています。こうした変化の背景には、政策、テクノロジー、消費者や投資家の選好の影響を受ける、様々な相反する経済の促進要因や障壁があり、それが低炭素テクノロジー導入の時期と導入方法を決定づけています。

低炭素テクノロジーの相対的コストが既存のソースのコストを下回り、導入の障壁が低くなる転換点の到来が予想されます。こうした転換点に達する時期は地域やセクターによって異なるため、移行は不均一で、移行のペースもまちまちになると考えています。

先進国は資本コストが比較的安く、脱炭素が比較的容易なセクターが多く、エネルギー総需要が安定していることから、移行は新興国よりも先進国でより速く進むとみています。

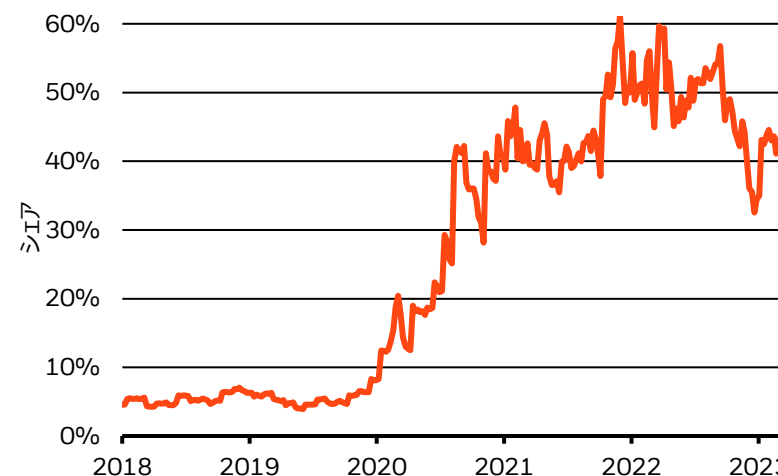
経済と投資への影響が予想されます。エネルギー価格が上昇する中で設備投資が増加していることから、今後数年間はインフレ圧力が続く予想ですが、低炭素技術のコスト低下に伴い、こうしたインフレ要因は時間とともに解消されるかもしれません。物理的な気象災害は圧倒的に甚大な経済成長の阻害要因となりますが、一方で気象への耐久力が重要な投資テーマになることも予想されます。

ポートフォリオへの影響は、こうした移行の時期や規模だけでなく、市場がその変化をいつ織り込むかにも左右されます。右のグラフに示すように、電気自動車格を示す格好の例です。高炭素か低炭素かを問わず、変化を前にして市場ではエネルギー・システム全体に機会が生じることが予想されます。

BIITSは投資家に移行リスクと機会に対応する上で一助となる道標を提供しています。投資プロセスにおいて使うかどうかはおお客様が選択することです。移行がに対する見方が異なっていることは認識しています。

## 構造的変化を織り込む

電気自動車（EV）会社の時価総額シェア、2018～2023年



**グラフからの結論：**電気自動車会社のバリュエーションは上昇していましたが、IEAの最新の推計によると、自動車販売台数全体に占めるシェアは拡大が続いたにもかかわらず、昨年は低下しました。

上記の情報は特定の資産クラスや戦略への投資の推奨を意図するものではありません。出所：BlackRock Investment Institute。Refinitiv Datastream、MSCI、IEAのデータを使用、2023年7月時点。注記：上記のグラフはMSCI All-Country World Automobiles Indexに含まれる電気自動車（EV）のみを生産するEV特化企業の合計時価総額を示しています。

**極めて不透明な移行について見通しを立てるには、政策、テクノロジー、消費者と投資家の選好が今後数十年間にどう進化するかを大胆に推測する必要があります。**

# 人口の高齢化

ユーロ圏や中国を含め、多くの先進国では今後数年間に生産年齢人口の減少に直面します（右のグラフを参照）。世界の労働力人口の増加率は第二次大戦後よりも鈍化しています。労働力の供給が減少すると、経済生産と成長が制約され、これまでよりも少ない労働者が、増加する非生産年齢人口を支えることとなります。それは政府支出と債務に影響をおよぼします。年金など、退職給付関連の支出と医療費が増加する一方で、1人当たりの所得税からの歳入額は減少します。そのため、利上げによってすでに債務負担が増している中で、政府の借入が増加する可能性があります。

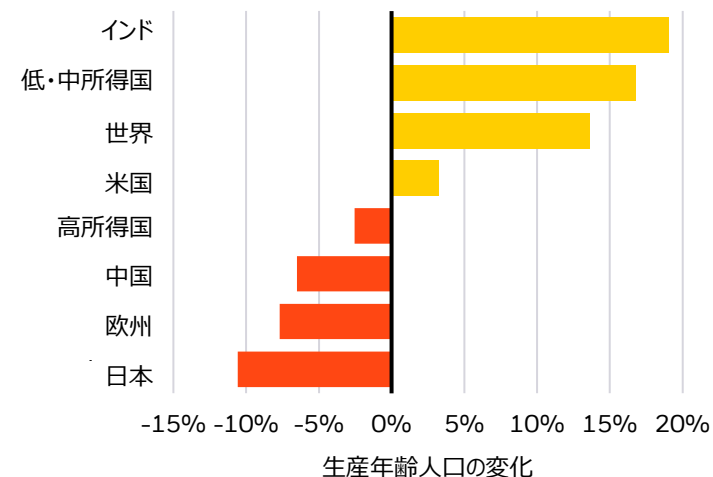
人口高齢化はインフレ要因にもなりうると思います。高齢化により消費額が減少することはなく、むしろ需要構成が変化すると思われます。ヘルスケアをより重視するようになります。そのため、生産能力の低下に伴って全般的な支出が自動的に減少するわけではありません。こうした理由から、人口高齢化は新たな環境を生み出すことにつながり、中央銀行はより難しい政策判断が求められることとなります。

日本がそれを示す良い事例です。日本の生産年齢人口は1994年以降、減少しています。しかし、1990年代初めの資産価格のバブルの崩壊で経済活動が低迷したことから、インフレは発生しませんでした。しかし、わずかながら成長の兆候がみられます。政府のデータによると、生産年齢人口がピークに達して減少し始めた1990年を境に日本の労働時間は減少に転じました。日本は生産年齢人口の減少を女性労働者の割合を高めることで一部相殺していますが、他の先進国はすでに女性の労働参加率が高いため、同様の対応は難しいと思われれます。他の選択肢として、移民の拡大や、退職年齢の引き上げが考えられますが、いずれも政治的な判断が必要です。あるいは、AIの活用による生産性の向上で一部相殺することが可能かもしれません。

人口高齢化はすでに米国の労働力供給の制約要因となっています。ブラックロックは、ヘルスケア、不動産、レジャー、高齢者向け商品・サービスを提供する企業に投資機会があるとみています。投資家は国や企業によって適応方法がどのように異なるかについても検討する余地があるでしょう。

## 人口高齢化は先進国のジレンマ

予想される生産年齢人口の変化、2020～2035年



**グラフからの結論：**一般的に人口高齢化は新興国よりも先進国にとってより重大な課題となっています。高所得国の生産年齢人口は今後数年間、減少が見込まれる一方、低所得国では大幅に増加するとみられます。

将来予測は実現しない場合があります。出所：BlackRock Investment Institute。国際連合のデータを使用、2023年6月時点。注記：上記のグラフは、237の国や地域を網羅するUNのデータに基づいて、特定の国・地域の20～64歳の人口が全人口に占める割合の2035年から2050年までの変化を示しています。低、中、高所得国の分類は国内総生産（GNP）を使用した世界銀行の分類に基づいています。

**人口高齢化は所得を減少させる要因となり、消費支出と国や地方自治体の財政に影響を与えます。**

# 金融業界の今後

2008年の世界金融危機以降、新たな規制、テクノロジーの台頭、競合の出現といった中で銀行は次第に支配的地位を失い、金融セクターに構造的変化が生じています。今年の銀行セクターの混乱を契機に、ノンバンクの貸し手に機会が生じる可能性があります。

今回の混乱で、米国の地方銀行の預金をはじめ、預金保険の保護上限額を超える預金のリスクに注目が集まり、銀行預金からマネー・マーケット・ファンドへの資金のシフトに拍車がかかりました。米国の銀行預金は15カ月間で全体の6%に相当する約1兆ドルが流出しました（グラフを参照）。その理由、マネー・マーケット・ファンドは米連邦準備理事会（FRB）の急速な利上げを受けて、比較的迅速に金利を引き上げています。規制の改正を背景に、こうしたファンドは銀行に対する競争力を強化しています。またデジタル決済によって、資金を瞬時に移転できるようになりました。資金供給の流れが変化し、ファンドはもはや現金を預金に戻すことはありません。その結果、いくつか重要な変化が生じています。小規模な銀行の統合が増加し、銀行は貸出を縮小しており、その空白を埋めるためにノンバンクの貸出やプライベート・クレジットの需要が増大しています。

こうした状況を背景に、ダイレクト・レンディングや、ノンバンクの貸し手と借り手が直接交渉を行うファイナンスなど、プライベート市場に投資機会が生じています。プライベート市場の貸し手は確実な融資実行と長期的なパートナーシップが期待できることから、価格がより魅力的な水準になるのに伴い、プライベート・クレジットに注目する借り手が増えることが予想されます。プライベート市場は全般的に複雑で、リスクやボラティリティが高く、すべての投資家に適しているわけではありません。資産配分にも時間がかかります。そのため、足元でのプライベート・クレジットのリプライシングは機敏に戦略的配分を行う好機であると考えます。

長期的には既存の銀行にリスクがあるとみています。規制、さらなる集中化、預金をめぐる競争、決済における銀行離れはいずれも、銀行と金融の未来を刷新する要因となる可能性があります。

“

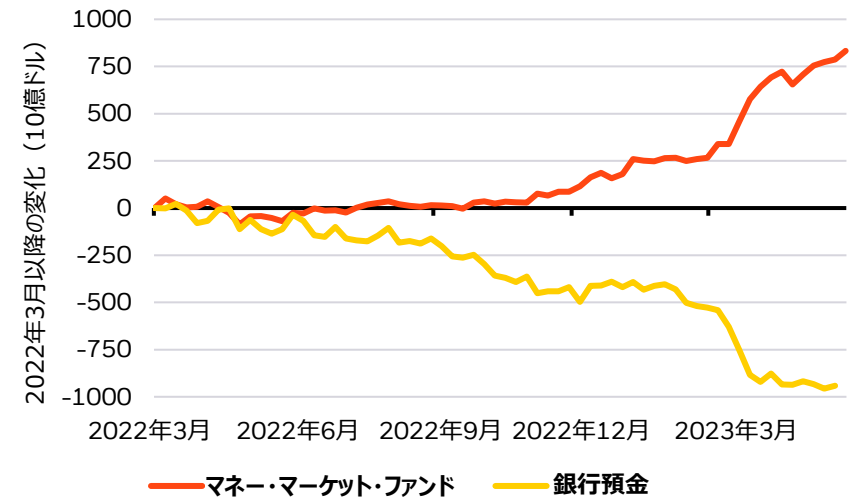
プライベート・クレジットによって、資本構造のシニア部分へのエクスポージャーを高めることが可能です。”



**Amanda Lynam**  
Head of Macro Credit  
Research, BlackRock  
Alternatives

## 利回り追求

米国のマネー・マーケット・ファンドと銀行預金の残高の変化、2022年3月～2023年3月



**グラフからの結論：**今年初めの銀行破綻の混乱に巻き込まれた投資家が銀行預金から引き出した資金は数十億ドルに上ります。その恩恵を受けたのは米国のマネー・マーケット・ファンドです。金利上昇により、これらのファンドは重要な代替手段とみなされています。

出所：BlackRock Investment Institute, ICI, 米連邦準備制度理事会。Refinitiv Datastreamのデータを使用。2023年6月時点。注記：オレンジ色の線は米国マネー・マーケット・ファンドの総資産残高を表しています。黄色の線は米国内商業銀行の預金残高を表しています。

**金融の構造の変化が加速しています。銀行は金融サービスをめぐる競争の激化に直面し、ノンバンクの貸し手が参入しています。**

# 投資の指針

市場環境が急速に変化する中で投資期間は極めて重要です。ブラックロックの短期的見通しと長期的見通しは、短期、長期の両面から機会をとらえることを目指しています。

株式では、来年以降の景気減速の可能性を想定し、短期的に先進国の株式を若干のアンダーウェイトとします。一方で新興国を選好し、先進国の中ではクオリティの高い優良銘柄を選好します。長期的見通しでは先進国株式をオーバーウェイトとします。それは、長期的な投資家が足元の下落をある程度受け入れることができるためです。

国債では、インカムのリターンが長短両期間の見通しの中核的な判断材料となります。政策金利は比較的高水準で長期にわたって維持されることが、短期および長期的視点からポートフォリオの短期国債を選好する根拠となっています。投資家はより高いタームプレミアムを要求することが予想されるため、長短両期間で長期国債のアンダーウェイトを維持します。短期的見通しでは、ブラックロックの見通しが比較的大きく織り込まれている欧州と英国の長期国債を中立にします。インフレ高止まりの長期化が見込まれることから、長期的見通しで物価連動債を最大限のオーバーウェイトとします。一方、欧州における足元の市場価格を背景に短期的見通しでは中立とします。

クレジットでは、投資適格社債を中立としますが、長短両期間でポートフォリオのインカムに関して重要な役割を果たすとみています。プライベート市場のインカムを長期的見通しでオーバーウェイトに引き上げます。銀行が撤退した後の空白をプライベート市場の貸し手が埋めることから、長期的投資家はプライベート・クレジットに機会を見出すことができると考えられます。プライベート市場のグロースはアンダーウェイトとしますが、インフラストラクチャー・エクイティなどの分野の見通しは比較的明るいとみています。

## 長期的見通しと短期的見通し

幅広い資産クラスに関する戦略的（長期）、戦術的（短期6～12カ月）見通し：2023年6月

資産		長期的見通し	短期的見通し
株式	先進国	+1	-1
	新興国	中立	+1
先進国の国債	名目国債	-2	-1
	物価連動債	+3	中立
パブリック（公開）クレジットと新興国債券	投資適格債	中立	中立
	ハイイールド債	中立	-1
	新興国債券	中立	+1
プライベート市場	インカム	+1	-
	グロース	-1	-

アンダーウェイト
中立
オーバーウェイト
● 前回の見通し（変更があった場合のみ）

注記：上記の見通しは米ドルベースです。2023年6月時点。当資料は特定の時点における市場環境の評価を示すものであり、将来の出来事の予想または将来の成果の保証を意図したものではありません。読者は当資料中の情報に、特定のファンド、戦略あるいは証券に関するリサーチまたは投資アドバイスとして依拠すべきではありません。プライベート市場は複雑な資産クラスであり、すべての投資家にとって適したものではありません。

以下の「各資産の見通し（米ドル建て）」は、米国の投資家などおもに米ドル建てで投資を行う投資家のための見通しとしてブラックロック・グループが作成したものであり、本邦投資家など日本円建てで投資を行う投資家の皆様を対象とした見通しではありません。当該見通しは米ドル建て投資家による各資産の見通しの一例として、あくまでご参考情報としてご紹介することを目的とするものであり、特定の金融商品取引の勧誘を目的とするものではなく、また本邦投資家の皆様の知識、経験、リスク許容度、財産の状況及び金融商品取引契約を締結する目的等を勘案したものではありません。記載内容はブラックロック及び弊社が信頼できると判断した資料・データ等により作成しましたが、その正確性および完全性について保証するものではありません。各種情報は過去のもの又は見通しであり、今後の運用成果を保証するものではなく、本情報を利用したことによって生じた損失等についてはブラックロック及び弊社はその責任を負うものではありません。記載内容の市況や見通しは作成日現在のブラックロックの見解であり、今後の経済動向や市場環境の変化、あるいは金融取引手法の多様化に伴う変化に対応し予告なく変更される可能性があります。またブラックロックの見解、あるいはブラックロックが設定・運用するファンドにおける投資判断と必ずしも一致するものではありません。

## 各資産の短期的見通し

各資産クラスの6～12カ月の短期的見通しと確信の度合いに基づく世界の資産クラス全体に対する見方：2023年6月

株式	見通し	コメント	債券	見通し	コメント
<b>先進国</b>					
米国		幅広い市場をアンダーウェイトとしますが、引き続きポートフォリオの最大の構成要素です。企業の業績予想は今後予想されるマクロ面の打撃を十分に織り込んでいないと考えています。	米国短期国債		オーバーウェイトとします。金利はより長期にわたって高水準にとどまり、インカムが見込まれることから、短期国債を愛好します。
欧州		アンダーウェイトとします。ECBは景気が減速する中で金融引き締めを継続しており、エネルギー価格の下落による成長下支え効果は弱まっていると思われます。	米国物価連動債		オーバーウェイトとし、欧州物価連動債よりも米国物価連動債を愛好します。市場価格は根強いインフレを過小評価した水準だと考えています。
英国		アンダーウェイトとします。英中銀は根強いインフレに対抗するため急激に利上げしています。株式は下落リスクを織り込んだ状態であるとみていますが、政策面の不透明感が後退するのを待ちたいと考えます。	欧州物価連動債		ユーロ圏よりも米国を愛好します。欧州中央銀行（ECB）は今後の追加利上げを示唆しているにもかかわらず、市場は米国を上回るインフレ率の上昇を織り込んでいないとみています。
日本		中立とします。日本銀行の金融政策は依然として緩和的で、株主に有利な改革は定着しつつあり、実質マイナス金利が株価を下支えしているとみています。	欧州の国債		中立とします。市場価格は政策金利がより長期にわたって高水準に維持されることを比較的大きく織り込んでいると思われます。金融環境のタイト化により、周辺国債券のスプレッドが拡大するリスクがあるとみています。
太平洋地域 （日本を除く）		中立とします。中国は経済活動を再開したものの勢いを失いつつあり、バリュエーションはオーバーウェイトに引き上げるほど魅力的な水準ではないと考えます。	英国債		中立とします。英国債利回りは、マクロ経済見通しとイングランド銀行の政策に対するブラックロックの予想を比較的大きく織り込んでいないとみています。
先進国のAI メガフォース		オーバーウェイトとします。複数の国と複数のセクターのAI中心の投資サイクルの展開が収益とマージンを下支えするとみられます。	日本国債		アンダーウェイトとします。日本銀行の超緩和政策の段階的縮小による利回りの上振れリスクが見込まれます。
<b>新興国</b>			中国国債		中立とします。債券は緩和策に下支えされています。しかし、先進国の短期債利回りの方が魅力的だと思われます。
中国		中国の経済活動再開の勢いは減速しつつあるものの、インフレ率は低く、追加的金融緩和の余地がみられます。現在のバリュエーションを考慮すると、上振れサプライズに対する期待値は低いでしょう。地政学的リスク等の構造的な課題は残っていると考えます。	グローバル投資適格社債		信用条件と金融環境がタイト化していることから中立とします。米国よりもバリュエーションが魅力的な水準にあるとみており欧州を愛好します。
			米国エージェンシーMBS		オーバーウェイトとします。分散された債券配分の中でエージェンシーMBSを質の高いエクスポージャーとみています。
			グローバル・ハイイールド債		アンダーウェイトとします。スプレッドは、ブラックロックが予想する景気減速と信用条件のタイト化に十分に合っていないと考えています。
			アジア・クレジット		中立とします。バリュエーションは強気に転じるのに十分な割安水準にはないと思われます。
			新興国債券（米ドル建て）		中立とします。ファンダメンタルズの向上と適度な水準にあるバリュエーションは米国の利回り上昇のリスクによって相殺されるでしょう。
			新興国債券（現地通貨建て）		オーバーウェイトとします。新興国の中央銀行は先進各国中央銀行よりも利下げ局面に近づいているとみています。

アンダーウェイト
中立
オーバーウェイト
● 前回の見通し（変更があった場合のみ）

過去のパフォーマンスは現在または将来の成果を示唆する信頼できる指標ではありません。指数に直接投資することはできません。注記：見通しは米ドルベースです。当資料は特定の時点における市場環境の評価を示すものであり、将来の成果の予想あるいは保証を意図したものではありません。当資料中の情報は、特定のファンド、戦略あるいは証券に関する投資アドバイスとして依拠すべきものではありません。

## 重要事項

当レポートの記載内容は、ブラックロック・グループ（以下、ブラックロック）が作成した英語版レポートを、ブラックロック・ジャパン株式会社（以下、弊社）が翻訳・編集したものです。また当資料でご紹介する各資産の見通し（米ドル建て）は、米国人投資家などおもに米ドル建てで投資を行う投資家のための見通しとしてブラックロック・グループが作成したものであり、本邦投資家など日本円建てで投資を行う投資家の皆様を対象とした見通しではありません。

記載内容は、米ドル建て投資家を対象とした市場見通しの一例として、あくまでご参考情報としてご紹介することを目的とするものであり、特定の金融商品取引の勧誘を目的とするものではなく、また本邦投資家の皆様の知識、経験、リスク許容度、財産の状況及び金融商品取引契約を締結する目的等を勘案したものではありません。記載内容はブラックロック及び弊社が信頼できると判断した資料・データ等により作成しましたが、その正確性および完全性について保証するものではありません。各種情報は過去のもの又は見通しであり、今後の運用成果を保証するものではなく、本情報を利用したことによって生じた損失等についてブラックロック及び弊社はその責任を負うものではありません。記載内容の市況や見通しは作成日現在のブラックロックの見解であり、今後の経済動向や市場環境の変化、あるいは金融取引手法の多様化に伴う変化に対応し予告なく変更される可能性があります。またブラックロックの見解、あるいはブラックロックが設定・運用するファンドにおける投資判断と必ずしも一致するものではありません。

## 投資リスク・手数料について

### ・投資信託に係るリスクについて

投資信託の基準価額は、組入れられている有価証券の値動きの他、為替変動による影響を受けます。これらの信託財産の運用により生じた損益はすべて投資者の皆様へ帰属します。したがって、投資信託は元金および元金からの収益の確保が保証されているものではなく、基準価額の下落により投資者は損失を被り、元金を割り込むことがあります。また、投資信託は預貯金と異なります。また、投資信託は、個別の投資信託毎に投資対象資産の種類や投資制限、取引市場、投資対象国等が異なることから、リスクの内容や性質が異なりますので、ご投資に当たっては各投資信託の投資信託説明書（交付目論見書）をご覧ください。

### ・手数料について

弊社が運用する公募投資信託については、ご投資いただくお客さまに以下の費用をご負担いただきます。

#### ■ 直接ご負担いただく費用

お申込み手数料： 上限4.40%（税抜 4.0%）

解約手数料： ありません。

信託財産留保額： ファンドによっては、信託財産留保額がかかる場合もあります。

投資信託説明書（交付目論見書）および目論見書補完書面の内容をご確認ください。

#### ■ 投資信託の保有期間中に間接的にご負担いただく費用

信託報酬： 上限2.2933%（税抜 2.228%）程度

#### ■ その他の費用

上記以外に保有期間等に応じてご負担いただく費用があります。（その他の費用については、運用状況等により変動するものであり、事前に料率、上限額等を示すことができません。）

※リスク及び手数料の詳細につきましては、投資信託説明書（交付目論見書）等でご確認ください。

## お問い合わせ先

### ブラックロック・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375号

加入協会／一般社団法人 日本投資顧問業協会、一般社団法人 投資信託協会、日本証券業協会、一般社団法人 第二種金融商品取引業協会

ホームページ <http://www.blackrock.com/jp/>

〒100-8217 東京都千代田区丸の内一丁目8番3号 丸の内トラストタワー本館

**BlackRock**