



# グローバル・アセット・アロケーションの視点と投資環境

2023年1月

## 1 市場見通し 2022年12月31日時点

- 景気減速とインフレ鈍化の兆しが強まる中、中央銀行の政策見直しに対する見方が分かれることで、今年もボラティリティの高止まりを予想。
- 米連邦準備制度理事会（FRB）は引き締めペースを緩める一方、景気や雇用面に悪影響が出ても政策金利を長期で高めに保つ必要性を示唆するなど、インフレ抑制姿勢を改めて強調。
- 欧州中央銀行（ECB）は目先の景気後退リスクを認識しつつ、インフレ抑制のため更なるタカ派ヘシフト。日本銀行は金融政策正常化に向けて、10年国債利回りの変動幅拡大による予想外のイールドカーブ・コントロール（YCC）政策の修正実施。
- 米金利上昇やドル高圧力の緩和は新興国経済に追い風となり、新興国中央銀行には安心材料。中国は不確実性が残るものの、ゼロコロナ政策の転換に続いて一段の景気刺激策を示唆することでセンチメントが改善する可能性も。
- グローバル市場のリスクとして、中央銀行の政策ミス、インフレの長期化、世界経済失速、中国のコロナ政策と経済成長のバランス、地政学リスクなどが存在。

## 3 市場テーマ 2022年12月31日時点

### 中国経済再開の行方

12月初め、中国政府は厳格なゼロコロナ政策の解除を発表し、市場を驚かせました。同措置は感染拡大地域に絞ったロックダウン、検査、隔離によって感染拡大の封じ込めにおいて効果を発揮しましたが、大きな経済的・社会的コストを強いものでした。今回の発表により、検査義務、国内旅行制限、工場の生産停止が部分的にせよ、解除されました。解除後に中国国内で感染が急速に拡大したため、国民の多くが外出や旅行に慎重になった面はあるものの、このニュースはゼロコロナ政策の影響を受けてきた中国の人々のみならず、世界経済浮揚のために中国経済の再開を待ち望んでいた市場にも歓迎されました。職場復帰する人が増えると、繰越需要やロックダウン期間中に積み上がった貯蓄に支えられて国内景気の成長に弾みがつくでしょう。また、中国経済に活気が戻れば、景気や貿易が持ち直し、新興国全般やコモディティ価格にとってプラスとなるでしょう。中国が経済再開、経済成長の安定化、不動産セクターのリスクへの対処に成功すれば、2023年の市場のセンチメントを好転させるきっかけとなる可能性があります。

### 人手不足の早期解決は難しい

コロナ禍で機能不全に陥ったグローバル生産のサプライチェーンが改善する中、モノ（財）の価格がピークアウトしていることは歓迎すべき兆候ですが、労働市場の逼迫や賃金上昇が続く中、サービス価格を落ち着かせるには時間がかかりそうです。テクノロジーや金融セクターを中心に一時解雇や雇用凍結がここ数か月増えているとはいえ、米国の失業率はなお過去最低水準に近く、求人数は数百万件にのぼります。特に運輸やレジャーなど、コロナ禍中に全面閉鎖に追い込まれ、離職者が増加したサービス業界では、旺盛な需要に労働供給が全く追いついておらず、企業は人材の確保や維持のため、賃上げの必要に迫られています。また、より高い給料やリモートワークなど有利な待遇を求めた転職も増える中、残念ながら、FRBに労働のサプライチェーン問題をすぐに解決できる特効薬はなく、求人需要が落ち着くまで引き締め政策を続けざるをえないと考えられます。

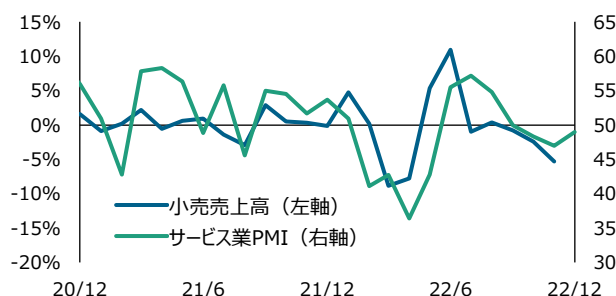
### 実質賃金の減少で春闘への注目高まる

日本では、物価上昇率は米欧に比べれば低いものの、もともと名目賃金の伸びが小さいため、実質所得は大幅な落ち込み（2022年11月時点で前年比▲3.8%）となっており、今年の春闘への注目は例年に増して高まっています。本邦企業の経営陣からも（これまでの製品・サービスの値上げがそれなりに受け入れられていることもあり）今年は賃上げに前向きなコメントが増えているようです。インフレの影響を吸収して余りある大幅な賃上げの妥結となれば、今後の消費動向などへのプラスの効果が期待されます。また、今年3-4月の正副総裁の交代が予定される日本銀行では、何より所得環境の改善を金融緩和の見直し条件としてきただけに、昨年12月の事実上の政策修正に続き金融政策の正常化を一層進める動機付けになるだろうとみえています。

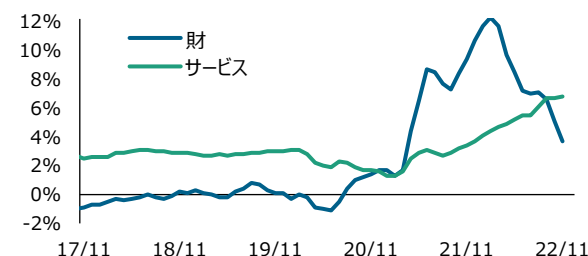
## 2 ポートフォリオ・ポジショニング 2022年12月31日時点

- 株式はアンダーウェイトを継続。米国ではインフレのピークの兆候が見られるものの、賃金上昇圧力は続いており、FRBによる引き締め長期化の可能性も考慮。
- 景気後退は、景気敏感株に逆風となる一方、金利上昇はグロース株の重しになるため、バリュー株とグロース株の比率をほぼ均等に。
- 利回り水準が魅力的なキャッシュを引き続きオーバーウェイトにすることで、デフレ・リスクを抑制しながら、投資機会が浮上した際に、即座に流動性を提供する役割として活用。
- 債券では、リスク対比のバリュエーションが妥当な水準と判断されるハイイールド債券をオーバーウェイト。ただし、ファンダメンタルズは全般的に良好ながら、デフォルト率は足もとの歴史的な低水準から中長期的な平均に向けて上昇する見込み。
- また、株式等のリスク資産が売られるリスクオフ局面への備えとして、米国長期国債のオーバーウェイトを継続。

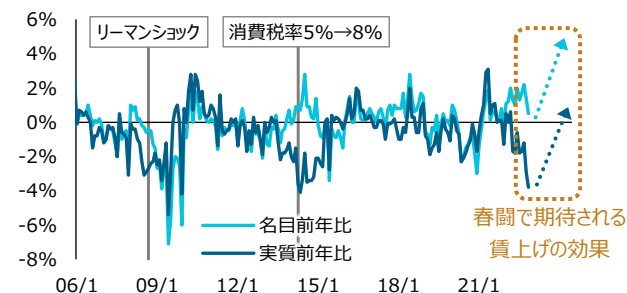
（図表1）中国：国内景気の後退を待つ  
2020年12月31日～2022年12月31日



（図表2）米国：財とサービスのインフレ  
2017年11月末～2022年11月末



（図表3）日本：現金給与総額の伸び率の推移  
2006年1月～2022年11月



出所：ヘイバー・アナリティクス、S&Pグローバル、厚生労働省「毎月勤労統計」、ブルームバーグ・ファイナンスL.P.

過去の実績は将来のパフォーマンスを保証するものではありません。再配布禁止。

当資料における見解等は資料作成時点のものであり、将来事前の連絡なしに変更されることがあります。

## 4 各国・地域の経済環境

2022年12月31日時点

### ポジティブ

#### 米国

- 企業と家計の強固なバランスシート
- 底堅い労働市場
- 急速に改善しつつあるサプライチェーン問題
- サービスに対する根強い需要

### ネガティブ

- インフレ高止まり
- タカ派的な金融政策
- 人手不足
- 企業の利益率悪化

#### 欧州

- 財政支出拡大の公算大
- 非常に魅力的な株式バリュエーション
- 欧州中央銀行（ECB）による国債買い支え
- 歴史的な暖冬でエネルギーコスト低下

- 非常に高い景気後退リスク
- エネルギー不足による鉱工業生産への悪影響
- ECBは引き締め姿勢を維持
- ソブリン債務リスクの高まり
- 利益成長を牽引する長期のカタリストが乏しい

#### 日本

- 他の国・地域に比べて業績見通しは引き続き健全
- リフレ論議が国内で広がっている
- コモディティ価格の下落や円安修正でインフレ圧力が低下しつつある

- 世界的な景気後退が起きると、収益期待は下振れしやすい
- 日銀がイールドカーブ・コントロール（YCC）政策から円滑に脱却できなければ、金融市場のボラティリティが高まる
- 円の急上昇で輸出企業には逆風が吹く

#### 新興国

- 中国当局は金融政策と信用状況を緩和し、住宅市場に支援的
- 株式のバリュエーションは米国に比べて魅力的
- コロナ関連の規制は緩和されつつある

- 中国では短期的にコロナ関連の混乱が発生する可能性が高い
- 世界の貿易量が鈍化
- 中国住宅市場への不安が工業生産にも影響
- 地政学的リスクの高まり

#### 中国

- ゼロコロナ政策の解除が2023年を通じて経済活動を後押しする見通し
- 政策当局が経済成長をより重視するようになり、必要なら一段の経済対策が講じられる可能性がある
- 収益は今後12ヵ月で堅調な伸びが見込まれ、バリュエーションは依然割高ではない

- 短期的にはゼロコロナ政策の影響からの回復は困難で、景気回復の足取りは鈍い
- 海外投資家は地政学リスクのため中国資産に対して引き続き慎重
- 考えられるテールリスク・イベントは習政権の「共同富裕」政策の下での新たな産業に対する規制強化

当資料における見解等は資料作成時点のものであり、将来事前の連絡なしに変更されることがあります。

		▼ または ▲ 前月からの変化				
		アンダーウェイト      ニュートラル      オーバーウェイト				
		変更				
資産クラス	株式	これらの見解は、向こう6～18ヵ月における資産クラスとそのサブクラスの相対的な魅力度を独自に評価したものです。				
		株式	■			流動性低下とタカ派的なFRBにより株式はなお一段安のリスクがある。収益期待は低下し始めたが景気後退の可能性が高まっていることに対して、依然楽観的な面も。
		債券			■	中央銀行の引き締め、高インフレ、景気悪化のバランスにより金利のボラティリティは高止まりしている。ハイイールド債などのクレジット・セクターは魅力的な利回りと良好なファンダメンタルズに支えられた適正なスプレッドを提供する。
	地域	米国	■			米国株は引き続き相対的に割高。米経済は他の国より底堅い様子であるものの、巨大テクノロジー企業は予想より景気変動の影響を受けやすい可能性がある。
		欧州	■			バリュエーションは魅力的だが、エネルギーコストの高止まりや製造業の活動鈍化により景気後退リスクが高まっている。また、ECBが利上げを継続する中、ユーロ圏周縁国ではソブリン債務の問題が大きくなっている。
		日本			■	景気悪化懸念はあるものの、日本は割安なバリュエーション、緩和的な財政政策、コーポレートガバナンスの改善を提供。円安は企業の輸出競争力を高める一方、足元の金融政策の転換により円相場は安定的に。
		新興国			■	バリュエーションや通貨は魅力的。中央銀行の金融引き締めはピークを迎えつつある。一方、ゼロコロナ政策の緩和と経済対策の公約により中国の中期見通しは改善してきた。
		中国		■		コロナ感染者急増で短期的に厳しい状況であるものの、回復者が増え、状況は急速に改善に向かっている。バリュエーションが魅力的で、包括的な政策対応を打ち出しているため、2023年の明るい材料。
		スタイル、時価総額		■		バリュエーションの相対バリュエーションは依然魅力的。しかし、金融引き締め、政府債務懸念、欧州エネルギー危機などにより、バリュエーションは景気循環的特性の強さからより大きな売り圧力にさらされる可能性も。
		グローバル・グロース (vs. バリュー)		■		小型株の相対バリュエーションは景気後退懸念と金融コスト上昇の影響を反映して歴史的に見ても魅力的。また、小型株の業績は経済的な逆風下でもかなり底堅く推移している。質の高い銘柄重視の姿勢が望ましい。
		米国 中小型 (vs. 大型)			■	海外主要国の景気減速が国内に波及するリスク、国内でもインフレが加速、金利が上昇するリスクはあるものの、一方で円高進行リスクも踏まえ、中小型株の若干のオーバーウェイトを継続。
		日本 中小型 (vs. 大型)			■	
債券 (円ヘッジ付) ・ キャッシュ	債券	インフレ敏感セクター			■	世界経済への懸念からコモディティ価格は一段と下押し圧力を受ける可能性がある。しかし、高インフレが続くと、実物資産は魅力的なヘッジを提供する。
		実物資産株式			■	
		キャッシュ			■	株式、債券ともに世界的に不安定な展開が続く中、次の投資機会を探る待機資金およびリスク抑制手段として引き続きオーバーウェイト。
		国内債券	■			12月の日銀の金融政策修正を受けて10年ゾーンを中心に利回りが上昇し、アンダーウェイトが奏功。金融政策正常化観測は今後も強まり、利回りの上昇圧力は継続とみてアンダーウェイトを維持。
		米国 投資適格公社債	■			インフレのピークアウトやFRBの引き締めペース減速により金利上昇リスクは下がる一方、社債や証券化商品は魅力的なバリュエーションと良好なファンダメンタルズを提供。
		グローバル 投資適格公社債	■			世界の中央銀行がインフレ高止まりと景気減速のバランスを考へる中、米国以外の先進国の利回りは不安定な状態が続く可能性。FRBによる利上げペース鈍化により、金利差縮小、ドル高も和らぐと思われる。
		米国長期国債			■	ボラティリティの高止まりが続く可能性があるものの、景気減速やインフレ低下がデレーションの長い債券には追い風となる可能性も。
		インフレ連動債		■		インフレ鈍化の兆しがさらに増えると、インフレ連動債には逆風となる可能性。しかし、インフレが根強い場合、インフレに対するヘッジ機能を提供する。
		グローバル ハイイールド社債			■	経済環境は厳しさを増しているが、信用ファンダメンタルズは依然として良好。利回り上昇による魅力的なインカムと、信用スプレッド拡大によるバッファーを提供。デフォルト率は歴史的な低水準から中長期的な平均水準に上昇する可能性が高い。
		変動金利 バンクローン			■	FRBの利上げペース減速と景気減速が予想される中、デレーションの短さや変動金利などのバンクローンの魅力は低下。バリュエーションは依然魅力的だが、このセクターは流動性に留意が必要。
通貨	通貨	米ドル建て 新興国ソブリン債			■	新興国の成長見通しは中国の経済再開の恩恵を受けるため、利回り水準は魅力的に映る。中央銀行の引き締めがピークを過ぎたことやインフレの鈍化がサポート材料となる見込み。
		米ドル (対円)			■	昨年終盤の米ドル急落は米国物価情勢や利上げペース減速を受けたFRBの早期利下げへの期待過剰と見てオーバーウェイト継続だが、日銀の金融政策正常化の可能性など新たな円高材料に注目している。
		ユーロ (対円)		■		例外的な暖冬で、ロシア産途絶によるエネルギー危機への懸念は後退してきた中で、利上げ継続による景気の下振れリスクの一段落を待ちつつニュートラルを維持。
		豪ドル (対円)	■			世界的な成長鈍化による資源国通貨の下押し圧力に加え、豪中銀の漸進的利上げ姿勢への転換や同国住宅市場の落ち着きなどを踏まえ、豪ドルのアンダーウェイトを維持。

当資料における見解等は資料作成時点のものであり、将来事前の連絡なしに変更されることがあります。



## 6 日本 アセット・アロケーション・コミッティ メンバー



Richard Coghlan, Ph.D.  
グローバル・ソリューションズ・  
ポートフォリオ・マネジャー



Hajime Takigawa, CFA  
ソリューションズ・ストラテジスト/  
ポートフォリオ・マネジャー  
APAC



Thomas Poullaouec  
マルチ・アセット・ソリューションズ  
APAC 責任者



Archibald Ciganer, CFA  
日本株式運用戦略  
ポートフォリオ・マネジャー



Takeshi Nakamitsu, CMA  
外国株式運用戦略  
ポートフォリオ・スペシャリスト



Aadish Kumar, CFA  
国際・  
エコノミスト

### INVEST WITH CONFIDENCE®

ティー・ロウ・プライスは、お客様に信頼していただける優れた運用商品とサービスを長期にわたってご提供することに注力しています。

[troweprice.co.jp](http://troweprice.co.jp)

## T.RowePrice®

### 追加ディスクロージャー

当資料の数字は四捨五入のため合計が一致しない場合があります。

出所: 特に断りのない限り、すべての市場データはファクトセットの提供です。金融データと分析の提供はファクトセット。Copyright 2023 FactSet. すべての権利はファクトセットに帰属します。

著作権はS&Pグローバル・マーケット・インテリジェンス（及び適宜その関連会社）に帰属します。関係者による書面による事前承諾がない限り、いかなる形式においても、信用格付けを含むいずれの情報、データまたは資料（「情報」）の複製は禁じられます。S&P、その関連会社およびサプライヤー（「情報提供者」）は、情報の正確性、適切性、完全性、適時性または可用性の保証はせず、原因の如何に関わらず誤りや不備（過失その他の如何を問わず）に対する責任を負わず、また情報の利用から生じた結果に対して責任を負いません。情報提供者は、いかなる場合も、情報の利用に関連するいかなる損害、経費、費用、弁護士費用または損失（損失利益や機会費用を含む）に対して責任を負いません。情報の一部として特定の投資運用や証券、信用格付け、または投資運用に関する所見を参照している場合、それは当該投資運用や証券の売買または保有を推奨するものではなく、投資運用または証券の適合性について述べてはならず、投資アドバイスとして依拠されるべきではありません。

### 重要情報

当資料は、ティー・ロウ・プライス・アソシエイツ、インクおよびその関係会社が情報提供等の目的で作成したものを、ティー・ロウ・プライス・ジャパン株式会社が翻訳・補記したものであり、特定の運用商品を勧誘するものではありません。また、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。当資料における見解等は資料作成時点のものであり、将来事前の連絡なしに変更されることがあります。当資料はティー・ロウ・プライスの書面による同意のない限り他に転載することはできません。

資料内に記載されている個別銘柄につき、売買を推奨するものでも、将来の価格の上昇または下落を示唆するものでもありません。また、当社ファンド等における保有・非保有および将来の組入れまたは売却を示唆・保証するものでもありません。投資一任契約は、値動きのある有価証券等（外貨建て資産には為替変動リスクもあります）を投資対象としているため、お客様の資産が当初の投資元本を割り込み損失が生じることがあります。

当社の運用戦略では時価資産残高に対し、一定の金額までを区切りとして最高1.265%（消費税10%込み）の逡減的報酬料率を適用いたします。また、運用報酬の他に、組入る有価証券の売買委託手数料等の費用も発生しますが、運用内容等によって変動しますので、事前に上限額または合計額を表示できません。詳しくは契約締結前交付書面をご覧ください。

「T. ROWE PRICE, INVEST WITH CONFIDENCE」および大角羊のデザインは、ティー・ロウ・プライス・グループ、インクの商標または登録商標です。

ティー・ロウ・プライス・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3043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

202301-2694146