



2023年 グローバル市場 環境見通し

変化に対する柔軟な
対応力





テーマ1 綱渡りの経済環境

中央銀行のインフレ抑制策は重要な岐路にある。2023年に投資家は金利のピークを探るだろう。

2ページ



テーマ2 逆風の中で模索

米国の収益成長予測は楽観的すぎるかもしれない。しかし、一部のセクターや非米国市場には相対的なバリュエーションの優位性がある。

4ページ



テーマ3 利回りの追求

過去最悪の債券の弱気相場は、利回りをリーマンショック以降で最も魅力的な水準に押し上げた。投資家もそれを認識し始めている。

6ページ



テーマ4 脱グローバル化

世界経済のデカップリングの脅威は誇張されているが、大きな構造変化は進行中である。その混乱の中に投資機会を見出す。

8ページ



Andrew McCormick
グローバル債券部門
CIO



Sébastien Page, CFA
グローバル・マルチ・アセット部門
CIO



Justin Thomson
インターナショナル株式部門
CIO

2023年戦術的資産配分

今後6～18ヵ月における資産クラスとサブ資産クラスの相対的な魅力度を独自に評価し見通しを提示。

11ページ

はじめに

選別的な逆張りの時

“アクティブの運用力は、こうした環境下で極めて重要になる。”

— Sébastien Page
グローバル・マルチ・アセット部門
統括責任者

2023年を迎えるにあたり、資本市場は世界経済の相当程度の減速を織り込んでいます。問題は、この景気減速が、プラス成長で終わる「ソフトランディング」なのか、企業業績を悪化させる本格的な景気後退を示唆するのかです。

そのカギは、米連邦準備理事会（FRB）や世界の主要中央銀行が握っています。なぜなら、中央銀行は、政策金利を引き上げ、流動性を引き締めることで、インフレ抑制に努めているからです。

「歴史は私たちの味方ではない。FRBの利上げサイクルは通常、インフレが高止まりしている時は特に、望ましい結果をもたらさない。」（グローバル・マルチ・アセット部門統括責任者：Sébastien Page）。

しかし、投資家は深刻な景気後退が避けられないと結論づけるべきではないとPageは付け加えます。一部の景気先行指標は悪化していますが（図表1）、米国の雇用は2022年後半も拡大しました。企業と家計のバランスシートは健全な状況にあります。また、新型コロナウイルスの感染拡大によって被った経済的ダメージからの回復が続いてきたと国際ナショナル株式部門CIOのJustin Thomsonは指摘します。

地政学リスクは、引き続き2023年に市場の下落の引き金となり得ます。市場の流動

性に影響を与える銀行の自己資本規制などの構造的要因が、株価の変動を上昇と下落の両面で増幅する可能性があります。

ほとんどの中央銀行が金融引き締めに動いている中で、投資家は市場が下落する場面で中央銀行の介入を当てにすることはできないとグローバル債券部門CIOのAndrew McCormickは警告します。

「中央銀行がボラティリティを抑制する強い動機を有していた時代は過ぎた。中央銀行の足もとの政策は金融引き締めを目指しており、市場の混乱時に最後の拠り所となる買い手にはならない」（McCormick）。

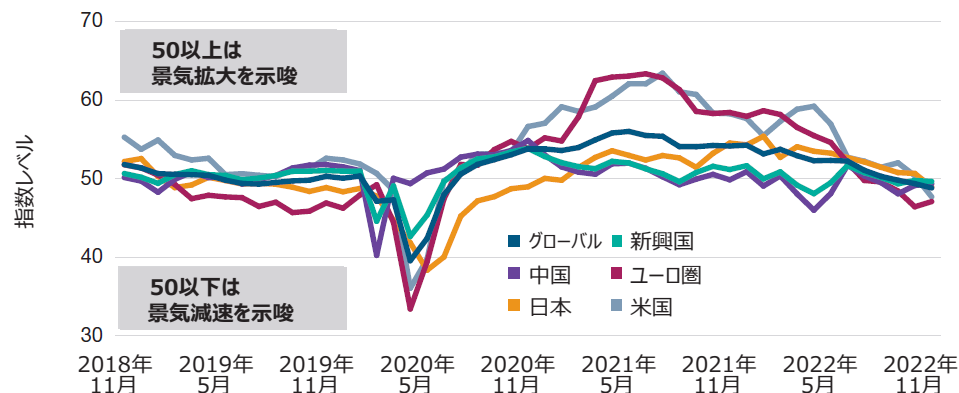
しかし、過度な悲観主義やボラティリティは、変化に柔軟な投資家に投資機会をもたらすとCIOらは指摘します。Pageは、株式などのリスク資産への配分を引き上げる好機が2023年に訪れると予測します。しかし、そのタイミングはまだ来ていません。

それまでは、資産クラス内で、大型株より小型株、投資適格債よりハイイールド債など、特定のセクターを選好する「選別的な逆張り」アプローチを推奨しています。

「困難な市場では銘柄選別が重要である。アクティブの運用力は、こうした環境下で極めて重要になる」（Page）。

経済成長の先行指標は低下している

（図表1）製造業購買担当者景気指数の水準



2022年11月時点。

出所：全米供給管理協会／ヘイバー・アナリティクス、J.P.モルガン／IHSマークイット、ブルームバーグ・ファイナ
ンシャル・エルピー（追加ディスクローチャーをご参照ください）。ティー・ロウ・プライスによるデータ分析。

テーマ1

綱渡りの経済環境

2023年もインフレや政策金利の見通しは重要です（図表2）。投資家は、これらのピークやFRBが再び金融緩和に「転換」する時期を見極めようとしています。

米国の消費者物価は、年初に高騰した原油価格などのコモディティ価格が反落に転じたことで、年末にかけて伸びが鈍化しました。しかし、サービス部門のインフレは、逼迫した労働市場が賃金コストを速いペースで押し上げたため、高止まりました。

「米国のインフレ率はピークを付けた可能性が高い。問題は、それが最終的にどこに着地するかであり、2%と推定されるFRBの目標水準に収まる可能性は低いだろう。インフレのショックが落ち着くまでには数ヵ月単位ではなく、数年を要する可能性がある」（Thomson）。

インフレの高止まりにより、足もとのFRBの引き締めサイクルにおいて、金利がいつピークをつけるのか不透明となっています。

McCormickは、今の金利が「景気を抑制する」水準にあり、FRBは利上げペースを緩める可能性があると言います。しかし、先物市場は、FRBが政策金利の目標水準を5%前後に引き上げるとの予想を示唆して

います。また、FRBは、これまでに実施した利上げの影響が経済全体に波及することで、ある時点で利上げを停止できると考えていますが、利上げ停止後にハト派に転ずるのか、再び追加利上げが必要となるかは、インフレ圧力と景気後退リスクの兼ね合い次第だとMcCormickは言います。しかし、2023年に急激に緩和に転じる可能性は低いと思われます。

すなわち、FRBが利下げに転換するとの見通しを抱く投資家は、予想外に長く待たされる可能性があります。「多くの投資家はFRBの転換点を探っているが、米国の雇用統計が堅調な限り、その可能性は低いだろう」とPageは言います。

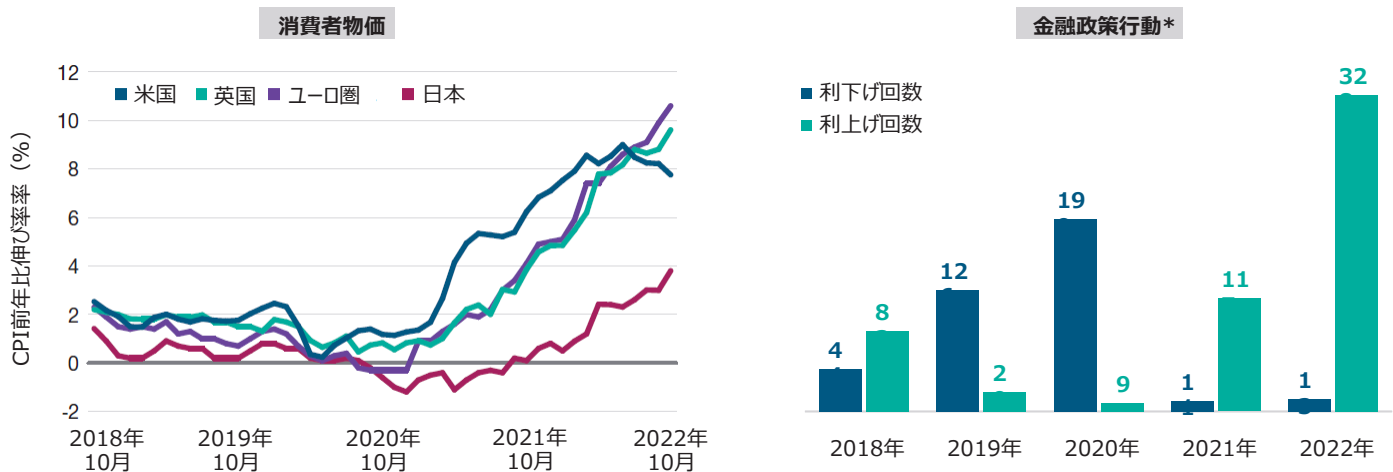
強弱交錯する金融状況

他の主要先進国のインフレ状況はまちまちで、金融政策の先行きも同様です。

■ 欧州では、高いエネルギー価格によってインフレ水準が米国より高止まりする可能性があると言います。そのため、欧州中央銀行（ECB）は難しい立場に置かれているとMcCormickは付け加えます。

世界の中央銀行は景気後退に陥ることなくインフレを抑制しようと苦慮

（図表2）消費者物価の前年比伸び率と世界の金融政策行動



2022年10月31日時点のCPI。2022年11月30日時点の金融政策行動。

*世界の中央銀行が発動した利下げ回数と利上げ回数。

出所：ブルームバーグ・ファイナンシャル・エルピー、ブルームバーグ・インデックス・サービス・リミテッド、CBRates.com（追加ディスクロージャーをご参照ください）。

長期的に見れば、多くの構造的要因が米国や主要先進国のインフレ率を押し上げる可能性が高い。

— Justin Thomson
株式部門CIO

「ECBにとって、インフレ圧力や景気後退リスクが試練となる」（McCormick）。

- 日本の政策当局は、賃金上昇につながることを期待して、消費者物価の上昇を歓迎するだろうとThomsonは言います。日銀には、日本国債のイールドカーブ・コントロールの量的緩和を中止する兆しはありません。
- 長期的に見れば、多くの構造的要因が米国や主要先進国のインフレ率を押し上げる可能性が高いとThomsonは言います。そうした構造要因には以下が挙げられます。
- 多くの先進国では人口の成長が減速または減少しており、労働参加率の低下がインフレ圧力を助長している。
- 世界的なサプライチェーンの「国内回帰」が、生産性を低下させる可能性がある。
- 持続可能なエネルギー資源への転換に向けた多額の資本支出が需要を圧迫している。
- 多くの先進国で赤字国債による政府支出を強めている。

米ドル高が課題となる可能性

FRBの利上げは、2022年に米ドル高をもたらし、米ドルによる資金調達に依存している米国外の公的部門や民間部門双方の借り手の財政を圧迫しているが、2023年もこれが続くかどうかは不透明だとThomsonは言います。

「米ドルはこれまでリスクオフ資産として取引されてきた。今回が異例なのは、他の主要先進国通貨に対して米ドル高が持続したことだ」（Thomson）。

米ドルは2022年10-12月期に幾分か弱含んだものの、11月後半時点で、ユーロ、円、英ポンドに対して購買力平価ベースで35%～50%割高な水準を維持しているとThomsonは推定します。

為替レートは長きにわたりファンダメンタルズから乖離する可能性があると言います。一方、米ドルの割高な水準を踏まえると、予想より早くFRBがハト派に政策転換するなどのサプライズが起これば、2023年に米ドルは容易に下落する可能性があり、米ドル安を排除しないポートフォリオを構築しなければならないとThomsonは言います。

網渡りの経済環境

投資アイデア	根拠	例
景気減速を踏まえ長期デューレーションを偏好	FRBの利上げサイクルは完了していないが、その影響は概ね経済に波及している。経験則では、長期デューレーションの米国債は景気後退時に堅調に推移しており、経済が悪化する中で分散効果をもたらす可能性がある。	■ 米長期国債
選別的な強気姿勢	小型株は景気後退を織り込んでおり、インフレや経済成長の見通しが改善すれば上昇余地がある。ハイイールド債の利回りはヒストリカルで見ても魅力的で、堅調なファンダメンタルズに支えられている。	■ 小型株 ■ ハイイールド債

上記は例示のみを目的としています。当資料は特定の投資行動の助言または推奨を目的とするものではありません。

テーマ2

逆風の中で 模索

債券利回りの高騰が、バリュエーションを押し下げること、2022年は株式の弱気相場をもたらしましたが、2023年は企業の利益成長が最大の懸念事項となる可能性があります。

12か月後の1株当たり利益（EPS）成長率のコンセンサス予想は（11月末時点）、米国や日本で1桁台半ば、欧州や新興国ではさらに低い水準と想定されます（図表3、右図）。

これらの予想は楽観的過ぎるとPageは警告します。米国の過去の景気後退局面で、S&P500指数構成企業の利益は15%～20%減少したとPageは指摘します。

Thomsonは、米企業の収益状況について3つのシナリオとして、第1にソフトランディング、第2に「通常」の景気後退、第3に景気後退に加えて25年間に及んだ米国企業の利益率上昇トレンドの暗転を挙げます。

- ソフトランディングでは、S&P500指数構成企業に対する足もとのEPS成長率予想は妥当と思われる。
- 過去4回の米国の景気後退（2008～2009年のリーマンショックを除く）に基づく「通常」の景気後退シナリオでは、

EPSは今後18か月で19%減少する可能性がある。

- 利益率上昇のトレンド転換を伴う景気後退は、「通常」の景気後退よりEPSをさらに減少させる可能性がある。

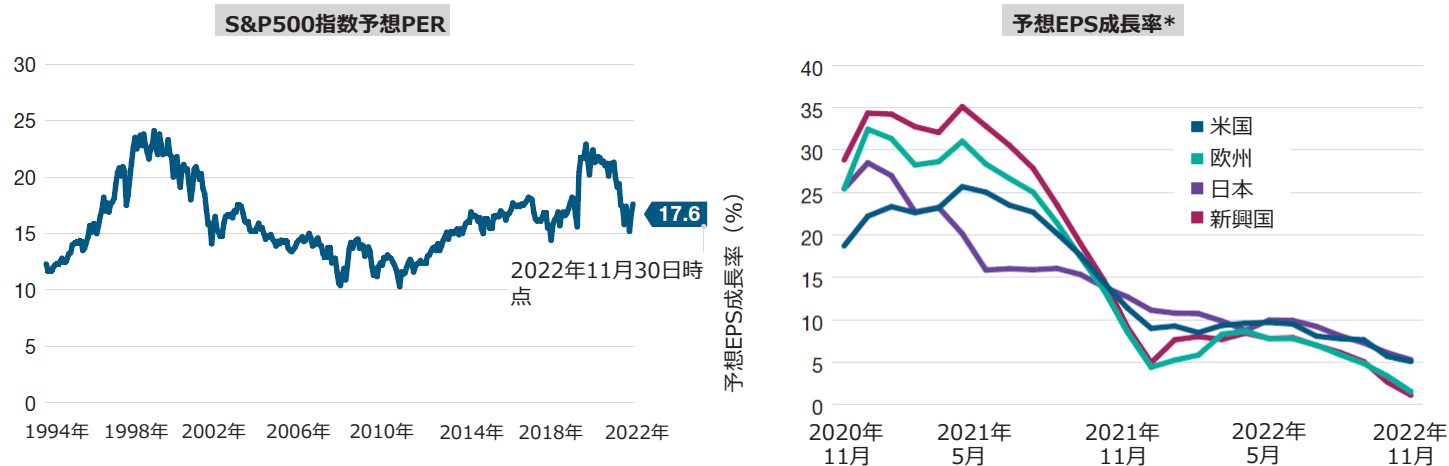
米国株式のバリュエーションは2022年に急落しましたが、S&P500指数の株価収益率（PER）は、11月末時点で歴史的に見ても依然として高い水準とPageは指摘します（図表3、左図）。過剰流動性とパッシブ投資家からの需要が指数のPERを押し上げていた可能性があり、利益が予想を下回る場合には、PERはさらに低下する恐れがあると言います。

構造変化は新たなけん引役をもたらす

2022年のグロース銘柄に対する成長懸念は、歴史的に市場変動の影響を受けにくい銘柄や、「持続的な成長企業」、すなわち安定して増収・増益を達成してきた実績のある銘柄の人気を高めたThomsonは指摘します。しかし、両者には今や割高感が見られます。昨今のインフレ率や金利の上昇は、「構造変化」を示唆しており、この変化が相対パフォーマンスに重大な影響を与えるとThomsonは言います。

株式のバリュエーションは低下したが、予想利益成長率はさらに減速傾向

（図表3）S&P500指数構成企業の12か月先予想PERと予想EPS成長率



2022年11月30日時点。

過去の実績は将来の成果を保証するものではありません。実際の結果は予想とは大きく異なる可能性があります。

*米国 = S&P500指数、欧州 = MSCI欧州指数、日本 = MSCI日本指数、新興国 = MSCI新興国指数。

出所：スタンダード・アンド・プアーズ、MSCi（追加ディスクロージャーをご参照ください）。ファクトセットのデータをもとにティール・ロウ・プライスが算出。全ての権利はファクトセットに帰属します。

歴史的に見ると、 構造変化では常に 市場のけん引役の 交代を伴う。

— Justin Thomson
株式部門CIO

「歴史的に見ると、構造変化では常に市場のけん引役の交代を伴う」（Thomson）。バリュー・スタイルはこの市場ローテーションから長期的な恩恵を受けるとThomsonは予測します。「このバリュー・サイクルはおそらくまだ初期段階にある」（Thomson）。

バリュー株は全体として、歴史的に高インフレ局面でグロース株をアウトパフォームしてきたとPageは指摘します。理由の一つには、インフレ率の上昇は金利を押し上げるため、バリュー株ユニバースに占める割合が大きい銀行の利ザヤを改善させることが挙げられます。

また、米国のバリュー株インデックスは2022年にグロース株インデックスを大幅にアウトパフォームしたものの、バリュー株は歴史的に見てグロース株より依然として割安であるとPageは付け加えます。

米国経済が2023年に深刻な景気後退に陥らなければ、米国小型株もアウトパフォームする可能性があります。過去の景気回復局面で、小型株企業の業績は、大型株企業の業績に先行して急速に回復して来たとPageは指摘します。米国小型株のバリュエーションは、大型株と比較しても、歴史的に割安感があるとPageは付け加えます。

一方、Thomsonは、小型株ユニバースを一括りに捉えることに警告を発しています。「小型株は様々な銘柄が含まれる」とThomsonは指摘します。「景気に敏感な銘柄は景気後退から回復する際、堅調に

推移すると考えられるが、小型グロース株は劣後する可能性が高い」（Thomson）。

非米国市場に追い風

Thomsonは経済面の構造変化で、2023年に米国外の市場の魅力が高まる可能性があるとし、以下のように指摘します。

- バリュー株、とりわけ銀行関連が主要な米国株式インデックスに占める割合は、米国外のそれに占める割合を下回るため、高金利とバリュー株優位は、米国外の市場に有利に働くと考えられる。
- エネルギーや素材など歴史的にインフレ耐性を示してきたセクターは、多くの米国外の株式市場、特に新興国市場において高い比率を占めている。
- 大手テクノロジー・プラットフォーム企業の「バリュエーションの調整」は始まったばかりであり、大手テクノロジー企業が米国外の株式市場に占める割合は小さい。
- 米ドルを基準通貨とする投資家にとって、米ドル高の反転下落は、米国外の市場における現地通貨建てリターンに追い風となる。

日本がこうしたトレンドから恩恵を受けるかは明確ではないとThomsonは言います。消費者物価の上昇が賃金上昇につながれば、経済を刺激して内需を喚起し、日本株式に有利に働くと思われます。

逆風の中で模索

投資アイデア	根拠	例
株式に対して慎重な見直し	株式のバリュエーションは妥当な水準にあるが、業績予想は過度に楽観的と思われる。FRBのインフレ対応の先行き、景気減速の潜在的な深刻度や持続期間を理解するには時間が必要	<ul style="list-style-type: none"> ■ 株式をアンダーウェイト ■ 将来の投資機会に備えてキャッシュを保有
バリュエーションやクオリティを重視	グロース株やバリュー株のカテゴリーに厳密に当てはまらない銘柄がやや見過ごされている。この中間に分類される多くの銘柄は、バリュー株やグロース株といったスタイルの評価軸ではなく、合理的なバリュエーション有する魅力的な成長銘柄の性格を有する	<ul style="list-style-type: none"> ■ コア株式 ■ ハイクオリティな小型株

上記は例示のみを目的としています。当資料は特定の投資行動の助言または推奨を目的とするものではありません。

テーマ3

利回りの追求

2022年は、債券市場にとって厳しい年でしたが、明るい兆しを残して年末を迎えました。債券利回りはリーマンショック以降で最も魅力的な水準に上昇しました。

多くのセクターが11月後半時点で過去15年の中央値またはそれを下回る水準にまで売られ（図表4、右図）、利回りが上昇し（図表4、左図）、国債と社債の双方でバリュエーションは大幅に改善しました。

格付けの高いモーゲージ担保証券や資産担保証券も、手元キャッシュの有効活用やデュレーション（金利感応度を示す指標）の長期化を図る投資家からの投資資金を引き付けているとMcCormickは言います。

「これは10年強ぶりに1桁台後半の利回りを確定させようとするものである。FRBが利上げペースを落とす姿勢やインフレ率のピークアウトを示唆する兆しが僅かでも見られれば、資金が投じられる」（McCormick）。

ハイイールド債は、2023年に特に魅力的なリターンを獲得する機会を提供する可能性があるとMcCormickとPageは言います。

さらに、Pageは明るい材料として次の3点

を挙げます。

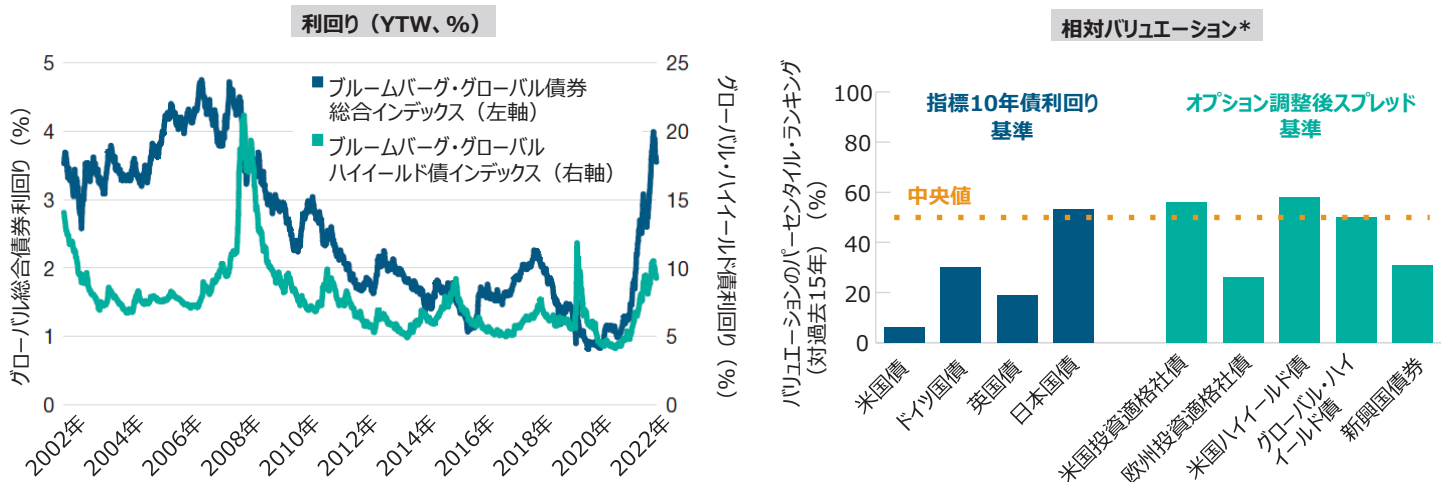
- クレジット・スプレッド、すなわち社債と満期が同等の米国債との利回り格差が拡大している一方で、デフォルト率は低水準を維持している。
- 企業の財務内容は総じて健全である。
- エネルギーセクターが米国ハイイールド債に占める割合はかつてよりも小さく、デフォルトの影響を受けにくい。

米国経済が景気後退に陥れば、デフォルト率はほぼ確実に上昇するとPageは言います。しかし、現在のスプレッドに織り込まれているリターンの優位性を打ち消すためには、デフォルト率が大幅に上昇する必要があります。「深刻な景気後退を回避できれば、米国ハイイールド債のバリュエーションは極めて魅力的」とPageは言います。

11月後半時点で、ティー・ロウ・プライスのクレジット・アナリストの推定によれば、2023年に米国ハイイールド債のデフォルト率は3%弱の水準まで上昇し、変動金利バンクロンのデフォルト率は3%強の水準まで上昇すると見ていますが、スプレッドは足元より

弱気相場によって利回りと相対バリュエーションの魅力が高まっている

（図表4）グローバル債券総合インデックスとハイイールド債インデックスの利回り、過去平均と比較した債券のバリュエーション



過去の実績は将来の成果を保証するものではありません。

2022年11月25日時点の利回り。2022年11月30日時点のバリュエーション。上記の情報は変更される場合があります。

*米国債 = 米国10年国債、ドイツ国債 = ドイツ10年国債、英国債 = 英国10年国債、日本国債 = 日本10年国債、米国投資適格社債 = ブルームバーグ米国投資適格社債指数、欧州投資適格社債 = ブルームバーグ・ユーロ総合クレジット指数、米国ハイイールド債 = ブルームバーグ米国総合クレジット・ハイイールド社債指数、グローバル・ハイイールド債 = ブルームバーグ・グローバル・ハイイールド指数、新興国債券 = ブルームバーグ・エマージング・マーケットズ米ドル総合指数。

出所：ブルームバーグ・ファイナンシャル・エルピー、ブルームバーグ・インデックス・サービス・リミテッド（追加ディスクロージャーをご参照ください）。ファクトセットのデータをもとにティー・ロウ・プライスが分析。全ての権利はファクトセットに帰属します。

“一部の高格付け債券は流動性が既に不足し、更なる悪化のリスクが高まっている。”

— Andrew McCormick
グローバル債券部門 CIO

大幅に縮小すると見込んでいます。これは、米国経済は穏やかな景気後退で乗り切ると仮定しているとMcCormickは言います。

但し、欧州ハイイールド債には慎重な見方をしています。利回りは上昇していますが、経済環境を踏まえるとバリュエーションの魅力は低いと言います。

低流動性がボラティリティを高める

2022年は金融引き締めが加速し、市場の流動性が悪化したとMcCormickは言います。2023年は、中央銀行がバランスシートを縮小するため、新たな買い手が必要となります。しかし、リーマンショック後に厳格化された自己資本規制のため、債券ディーラーが流動性を供給するのは困難です。

「英国債や米国債など一部の高格付け債券は流動性が既に不足し、更なる悪化のリスクが高まっている」（McCormick）。

しかし、流動性不足とボラティリティの高まりは、長期投資家に投資機会をもたらす可能性もあるとMcCormickは言います。例えば、2022年後半に投資家が税務上の損失を計上し、金利上昇に備えてポジションを再構築したため、米国地方債市場は、数ヵ月にわたり資金流出が起きました。

米国地方債市場の信用状況は健全だとMcCormickは言います。州や市の政府は、コロナ対策としてのロックダウン期間中に連邦政府から支援を受け、企業が経済活動を再開した際に税収の増加をもたらしました。これらのファンダメンタルズを踏まえ、地方債の利回りやスプレッドは、11月下旬時点で

ヒストリカルで見ても魅力的な水準を維持し、買い手を市場に呼び戻しました。

インフレ環境下での分散

ボラティリティの上昇もポートフォリオ構築に大きな示唆があるとPageは言います。しかし、問題はそのボラティリティの源泉とそれが資産の相関に与える影響です。

歴史的に見ると、株式および米国債のリターンは、2022年のようにインフレや金利に対する懸念が高まった際に、同一方向に動く傾向があるとPageは言います。これは米国債の分散効果を阻みます。しかし、経済成長に対する懸念が最大の時には、リターンが逆方向に動き、米国債の分散効果を高めます。

2023年に経済成長に対する懸念が高まれば、米国債がポートフォリオに分散効果をもたらす従来の役割を取り戻すとPageは予測します。しかし、長期で有効な分散投資のために、次のような異なる投資対象や手段が必要になると言います。

- 長期国債に加えて、ハイイールド債、変動利付債、新興国債券などの分散効果をもたらす債券にも配分を行う「バーベル」型投資
- 絶対リターンを追求するオルタナティブ投資戦略
- エネルギー、不動産、金属・鉱業関連などのリアルアセット株式
- 米国債が機能しないインフレ環境下でも、ダウンスайдリスクを軽減する株式戦略

利回りの追求

投資アイデア	根拠	例
債券利回りの魅力が高まっている	金利上昇とクレジット・スプレッドの拡大は、多くの債券セクターで利回りを押し上げている。経済成長の鈍化はスプレッドをさらに拡大させる可能性があるものの、足もとの利回り水準はデフォルト率の上昇に対するバッファーとして役立つ。	<ul style="list-style-type: none">■ 米国ハイイールド債■ 米国地方債

上記は例示のみを目的としています。当資料は特定の投資行動の助言または推奨を目的とするものではありません。

テーマ4

脱グローバル化

地政学的緊張やサプライチェーンの混乱により、アナリストの中には、世界経済が一体として繋がる時代が終わり、生産性や経済成長の見通しを悪化させていると考える者もいます。しかし、そのリスクは誇張し過ぎているとThomsonは言います。

「グローバル化は死んでいない。死にかけてさえいない。経済面のグローバル化は、国際貿易が世界のGDPに占める割合が1950年代初頭から5倍に増加したことから明確である。この比率は上昇していないが、低下もしていない」とThomsonは指摘します。

しかし、最近の出来事はグローバル化の流れが変化していることを示しており、多くの国が特定の国・地域からの輸入に頼らざるを得なくなって来たとThomsonは言います。例えば、欧州のロシア産天然ガスに対する高い依存度は、ウクライナ戦争によってガス価格が高騰したことでエネルギー安全保障をリスクにさらしています。

市場には時間を与えさえすれば、この不均衡を是正する力があるとThomsonは言います。2022年下半年に、需要予測が下方修正され、新たな供給経路が設定され、その後、欧州ガス価格が大幅に下落したこ

とがそれを証明しています（図表5、左図）。

長期的には、化石燃料から再生可能エネルギーへ転換するための資本支出の大幅な増加が予想されるとThomsonは言います。「それは100兆米ドルという巨額な規模に達すると推定されている」（Thomson）。

この大規模な資本支出は、テクノロジー、素材、資本財セクターにとどまらず、代替エネルギー生産企業や効率性を高める革新的な技術開発企業などへの投資機会を生み出すであろうとThomsonは予測します。

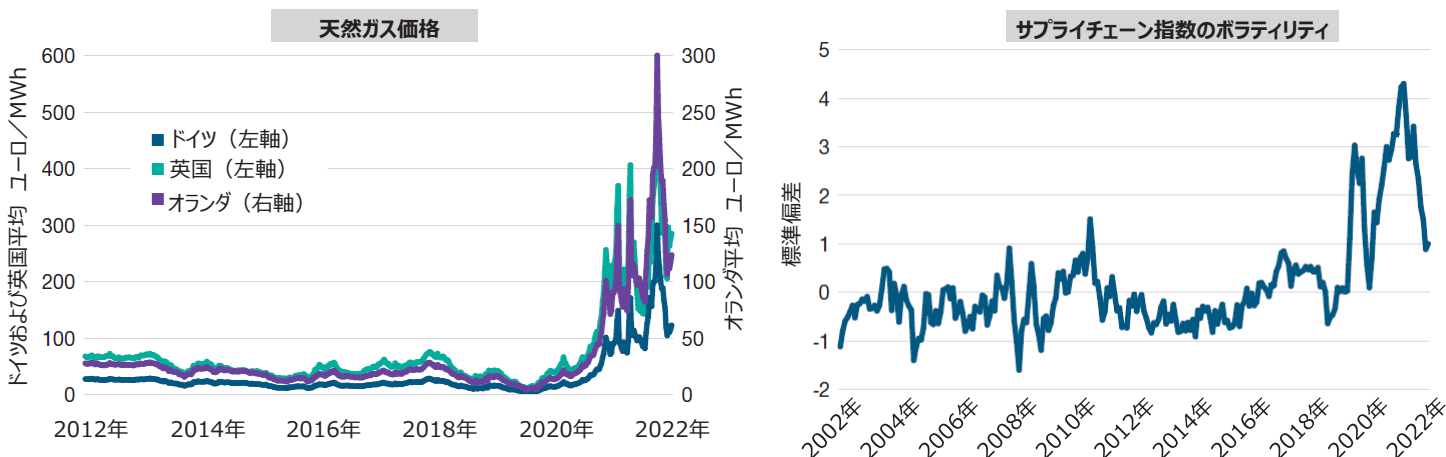
世界的なサプライチェーンの回復

コロナ関連の供給不足が長期化し、世界経済の成長を抑制するとの懸念が広がったことも、市場は悲観的に考え過ぎているとThomsonは指摘します。むしろ、サプライチェーンの信頼性は、2022年を通じて着実に改善しました（図表5、右図）。

2023年以降、一部の産業のサプライチェーンは再構築され、将来の混乱は抑制されていくとMcCormickは言います。しかしこれは摩擦コストも発生させます。

サプライチェーンの混乱は収まってきたが、地政学的リスクは高止まり

（図表5） 欧州天然ガス価格とニューヨーク連銀グローバル・サプライチェーン圧力指数のボラティリティ



過去の実績は将来の成果を保証するものではありません。

2022年11月25日時点の天然ガス価格。2022年10月31日時点のサプライチェーン指数のボラティリティ。

出所：インターコンチネンタル取引所／ヘイバー・アナリティクス、ニューヨーク連邦準備銀行、リバティ・ストリート・エコノミクス／ヘイバー・アナリティクス。

新たなサプライチェーンで重要な役割を果たすことができる企業は勝ち組と見做される。

— Andrew McCormick グローバル債券部門CIO

「これは、今後インフレ率が高止まりし、ボラティリティが上昇するとのThomsonの主張を裏付ける」とMcCormickは述べています。しかし、これをうまく適応することで投資家には潜在的な投資機会にもなりうるとMcCormickとThomsonは言います。「新たなサプライチェーンで重要な役割を果たすことができる企業は勝ち組と見做される」とMcCormickは予測します。「それは今後10年とは言わないまでも、5年にわたる長期の投資テーマになり得る」(McCormick)。

「潜在的な投資機会を捉えるためには優れたアクティブ運用が不可欠であり、個別銘柄選択力が問われる。運用チームの質が極めて重要になる」(McCormick)。

中国に対する逆張りの発想

世界第2位の経済大国である中国の今後の政治や経済に対する投資家の懸念が、2022年の中国市場に重しとなりました。バイデン政権が先進半導体技術に対する中国のアクセス制限を目的とする新たな輸出規制を明らかにしたことから、貿易やテクノロジー紛争が投資家の不安心理を高めました。

「中国に対するセンチメントが今日ほど悪化したことはない」とThomsonは言います。

しかし、悲観論は行き過ぎと見ており、Thomsonは以下のように述べています。

- 中国はゼロコロナ政策を解除すれば、経済や企業収益の成長が再び加速すると考えられる。
- 市場の規制強化に動いた一方で、習近平国家主席を含む中国の政治指導部は、経済成長に対しては強いコミットメントを維持している。
- 過去30年にわたる中国の経済成長の多くは、不動産開発によりもたらされてきた。その時代は終わりつつあるが、他のセクターが経済成長をけん引すると考えられる。
- 米国と中国政府はともに、重大な断絶を回避することに関心がある。米中間の大規模な分断は、相互に間違いなく深刻な経済的ダメージを与える。それは恐ろしい見方だが、その可能性は極めて低いと見る。

「これら米中間の交易問題は引き続きバリュエーションの重しとなり、企業の資本コストを押し上げるだろう。しかし、先入観に支配されず、先見的、客観的な見方を維持し、今後の交渉や経済指標を注視していきたい」(Thomson)。

脱グローバル化

投資アイデア	根拠	例
エネルギー安全保障 および「国内回帰」	地政学的緊張、脱炭素化、世界のサプライチェーンの再構築は、様々な産業や国の資本支出を促す可能性が高い。これが原材料とインフラに対する需要を喚起すると考えられる。	<ul style="list-style-type: none">■ リアルアセット■ 資本財セクター■ サステナブル投資

上記は例示のみを目的としています。当資料は特定の投資行動の助言または推奨を目的とするものではありません。

まとめ

足もとの最大のリスクは流動性である。

— Sébastien Page
グローバル・マルチ・アセット
部門統括責任者

2023年、投資家は資本市場の歴史の中で重要な岐路に立つことになるでしょう。世界経済は数十年続いた金利低下環境から持続的なインフレ圧力と金利上昇を特徴とする新たな局面にシフトしています。

「潤沢な市場流動性、拡大する株価バリュエーション、高い投資リターンといった時代は終わりを告げた」とThomsonは警告します。構造変化は明らかにリスクをもたらします。しかし、2022年において市場はこれらのリスクを織り込み始めています。一方で一部過剰反応も見られ、選別的な逆張りを行おうとする投資家には、次のような魅力的な投資機会をもたらすと考えています。

- 米国株式は過去と比べて割高感があるものの、世界の株式市場のバリュエーションは著しく改善している。
- 一部で格下げやデフォルトが起きても市場は吸収可能と見られ、一方で債券利回りは魅力的な水準に達している。
- 課題解決に向けて、サプライチェーンや再生可能エネルギーへの投資が拡大する可能性があり、投資家は新たな勝ち組企業を模索することが可能である。

「こうした環境下、投資家はトップダウンのマクロ経済に対する知見と緻密なボトムアップのファンダメンタル・リサーチを組み合わせられるかが問われる。マクロ環境の大きな変化が市場にどのような影響を与えるのか判断できなければならない」（McCormick）。

最後に、「一部の投資家は、リスク許容度を調整する必要があるだろう。2023年に想定される問題の多くは正確に予測することが難しく、投資家はポートフォリオがボラティリティを伴うことを想定しなければならない」（McCormick）。

過熱ではなく流動性不足

「FRBや他の中央銀行が金利を引き上げ、量的引き締めを進めることから、市場ボラティリティは高まると見る。足もとの最大のリスクは流動性である」（Page）。2022年の弱気相場は2段階で進行したとPageは

指摘します。最初は、FRBが金利を9ヵ月間でゼロから4%に引き上げたことによる金利ショックでした。2段階目は、投資家が業績悪化のリスクを織り込んだ成長ショックでした。

2023年に、投資家は弱気相場の3段階目に直面する可能性があると言います。それは、レバレッジの解消により市場が幅広く下落する流動性ショックです。これは痛みを伴うものの、大きな投資機会を生み出す可能性もあると言います。

「流動性不足による市場下落は、一般的に弱気相場の底入れを示現する可能性がある。それは歴史的に非常に強い買いシグナルである」（Page）。

一般的に、市場の底入れのタイミングを捉えることは難しいです。しかし、歴史が示るように、投資家は一時的に落ち込んだ株式のバリュエーションから恩恵を受けるためにタイミングを正確に捉える必要はありません。

Pageによれば、過去17回の米国の主な弱気相場（S&P500指数の15%以上の下落と定義）において、投資家がポートフォリオの配分を債券から株式に10%だけ変更するタイミングが、底入れから3ヵ月早いか、3ヵ月遅いか、またはその中間かのタイミングを問わず、その後12ヵ月でポートフォリオのリターンを大幅に改善する結果となりました¹。

しかし、投資家は慎重になるべきとPageは指摘します。歴史的に見ると、インフレ率が高く、金利上昇が続く局面では、市場の底値近辺で投資できるチャンスは著しく低くなります。

これが2023年に選別的な逆張りアプローチを取るべき一つの理由であるとPageは言います。FRBはもはや、市場の変動を抑制する「FRBプット²」として知られる政策で投資家を下支えしていません。

「FRBプットがない時に、政策による下支えにあまり依存するべきではない」（Page）。

¹ 追加情報については、ティー・ロウ・プライスのインサイト「市場下落時の逆張り投資：2022年版」をご参照ください。

² 株式市場が危険に見舞われればFRBが支援に乗り出し、市場で「プット」オプションが果たしているような保険を提供するとの考え方のことを言います。

2023年戦術的資産配分

■ アンダーウェイト ■ ニュートラル ■ オーバーウェイト

これらの見解は、今後6～18か月間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。

資産クラス

株式	■	株式は依然として流動性の逼迫、経済成長の鈍化、金利上昇の影響を受けやすいが、これらの逆風はピークをつけ、その後2023年下半年に和らぎ、株式の組み入れを増やす機会を提供する可能性がある。
債券	■	中央銀行の引き締め、高インフレ、経済成長の鈍化のバランスによって、ボラティリティが高まる可能性がある。高利回りの債券、特にハイイールド債は強固なファンダメンタルズに支えられており、信用力の悪化に対するバッファとなる。
地域		

株式

米国	■	米国株式は依然として相対的に割高だが、米国は他の国より経済基盤が強固と考えられ、景気循環からの影響が相対的に低く、世界経済の成長が鈍化する中で下支えとなる可能性がある。
グローバル（除く米国）	■	割安なバリュエーションは、欧州における高インフレ、景気後退リスク、エネルギー危機による足もとの課題を反映している。これら逆風の緩和と継続的な財政支援が2023年を通じて上昇余地をもたらす可能性がある。
欧州	■	バリュエーションは魅力的だが、高いエネルギー・コストと製造業の低迷は欧州が景気後退に陥る可能性を高める。ECBのインフレ対応で、2023年中に経済成長率が鈍化しインフレは緩和の方向を予想する。
日本	■	日本は、株式のバリュエーションが歴史的に見て割安で、インフレ率も低く、金融・財政政策は緩和的。円安と2023年後半の世界貿易の改善を想定すれば、輸出依存度の高い日本経済の下支えとなる可能性がある。
新興国	■	バリュエーションと通貨は多くの市場で魅力的。中央銀行の引き締めはピークをつけた模様。2023年の経済状況は国によってまちまちになると予想されるが、中国のゼロコロナ政策の緩和が強い追い風となる可能性がある。
スタイル・時価総額		
米国グロース（対バリュエ）	■	相対バリュエーションは引き続きバリュエ株に有利、金融とエネルギー・セクターの業績が下支えとなる。グロース株は依然として金利上昇の影響を受けやすいが、米国経済がさらに悪化すれば潜在的な安全逃避先とみなされる可能性がある。
グローバル（除く米国）グロース（対バリュエ）	■	2022年後半時点で米国以外のバリュエ株は、金融引き締め政策、政府債務に対する懸念、欧州エネルギー危機を受け魅力的なバリュエーション水準まで低下した。これらのリスクが2023年に軽減されれば、バリュエ株は強い上昇余地あり。
米国小型株（対大型株）	■	米国小型株は、景気後退懸念や資金調達コストの上昇を反映して、歴史的に見て割安な水準にある。クオリティの選好が妥当だが、小型株には経済見通しが改善すれば顕著な上昇余地がある。
グローバル（除く米国）小型株（対大型株）	■	小型株のバリュエーションは多くの地域で魅力的だが、弱い経済成長見通し、インフレ、借入れコストの上昇が課題。経済とインフレのファンダメンタルズが改善すればよい風となる可能性がある。
インフレ敏感セクター		

債券

実物資産株式	■	実物資産（リアルアセット）はインフレが長期化すれば依然として魅力的なヘッジ手段となり得る。しかし、コモディティおよび天然資源関連株は、世界経済の悪化、とりわけ継続するコロナウイルスや中国の不動産市場に対する懸念の影響を受けやすい。
米国投資適格公社債	■	インフレが収まればFRBは再び緩和に転じることができ、利回りは2023年前半にピークを付ける可能性がある。経済成長の鈍化とインフレ率の低下は長期債を下支えする可能性がある。クレジットは強固なファンダメンタルズの恩恵から底堅さを発揮する可能性がある。
先進国（除く米国）投資適格公社債（ヘッジ後）	■	米国を除く先進国の金利は、中央銀行がインフレ懸念と経済成長に対するリスクをバランスさせる中で引き続きボラティリティが高まる可能性が高い。FRBの利上げペースが鈍化すれば、金利差が縮小し、米ドル高が和らぐ。
米国長期国債	■	利回りのボラティリティは持続する可能性がある一方、インフレ率の低下と中央銀行の緩和政策が長期債に追い風となる可能性がある。
インフレ連動債	■	2023年にインフレ率が低下し、インフレ連動債に逆風となる可能性が高い。しかし、同セクターはインフレ率の予想外の上昇に対するヘッジとなる。
グローバル・ハイイールド債	■	強固な信用ファンダメンタルズは、2023年に経済成長の悪化に直面しても引き続き下支えとなる。債券の弱気相場を受けた利回りの上昇は、魅力的なインカムをもたらす可能性があり、クレジット・スプレッドが拡大した場合のバッファとなり得る。
変動金利バンクローン	■	高い利回りと相対的に短めのデュレーションは、金利上昇環境下で変動金利ローンの魅力を高める。しかし、中央銀行の引き締めペースの鈍化と短期金利の低下は、2023年に逆風となる可能性がある。
米ドル建て新興国ソブリン債	■	利回りは先進国と比べて魅力的だが、世界経済の成長に対する懸念の高まりを反映している。ハト派的な中央銀行の政策転換や世界貿易の改善の兆しは、同セクターを下支える可能性がある。
現地通貨建て新興国債券	■	新興国通貨と現地通貨建て債券の利回りは、投資家の慎重な心理を反映して魅力的な水準となっている。FRBが利上げペースを引き下げれば、新興国通貨は恩恵を受ける可能性がある。

株式・債券市場の資産クラスは、マルチ・アセット・ポートフォリオの対象資産を示しています。一定のスタイル・時価総額の資産クラスは、戦術的資産配分枠組みの一環としての相対判断を表しています。

当資料は情報提供のみを目的としており、特定の投資行動に関する投資助言や推奨を意図したものではありません。将来の見通しに関する記述を含む情報と意見は、信頼できるとみなされるものの正確性について保証されない独自および非独自の情報源から得たものです。

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

T.RowePrice®

追加ディスクロージャー

情報は信頼できると考える情報源から取得していますが、JPモルガンはその完全性または正確性を保証しません。インデックスは許可を得て使用しています。JPモルガンの事前の書面による承認を得ることなく、インデックスの複製、使用または配布を禁じます。Copyright © 2022, J.P. Morgan Chase & Co.すべての権利はJPモルガン・チェースに帰属します。

Copyright © 2022, Markit Economics Limited すべての権利はマークイット・エコノミクス・リミテッドに帰属します。

「Bloomberg®」及びブルームバーグ・インデックスは、ブルームバーグ・ファイナンスL.P.及びインデックスの管理者であるブルームバーグ・インデックス・サービス・リミテッド（「BISL」）を含む関連会社（総称して「ブルームバーグ」）のサービスマークであり、特定目的での利用のためティー・ロウ・プライスにライセンス供与されています。ブルームバーグはティー・ロウ・プライスの関連会社ではなく、ティー・ロウ・プライスの戦略を承認、支持、レビューまたは推奨するものではありません。ブルームバーグは本戦略に関連するデータまたは情報の適時性、正確性または網羅性を保証するものではありません。

S&P500インデックスはS&P Dow Jones Indices LLCまたはその関連会社（「SPDJI」）の商品であり、これを利用するライセンスがティー・ロウ・プライスに付与されています。Standard & Poor's®およびS&P®は、Standard & Poor's Financial Services LLC（「S&P」）の登録商標で、Dow Jones®は、Dow Jones Trademark Holdings LLC（「Dow Jones」）の登録商標です。ティー・ロウ・プライスの商品は、SPDJI、Dow Jones、S&P、それらの各関連会社によってスポンサー、保証、販売、または販売促進されているものではなく、これらのいずれの関係者も、かかる商品への投資の妥当性に関するいかなる表明も行わず、S&P500インデックスのいかなる過誤、遺漏、または中断に対しても一切責任を負いません。

MSCI及びその関連会社ならびに第三者の情報源及びプロバイダー（総称して「MSCI」）は、当資料に含まれるいかなるMSCIのデータに関しても、明示的もしくは黙示的な保証または表明を行わず、一切の責任を負わないものとします。MSCIのデータは、その他のインデックスまたは証券もしくは金融商品の基礎として転載または転用することができません。当資料はMSCIが承認、確認または作成したものではありません。過去のMSCIのデータ及び分析は、将来のパフォーマンスの分析、予想または予測を示唆または保証するものではありません。いかなるMSCIのデータも、何らかの投資判断を行う（または行わない）ように投資助言または推奨を行うことを意図したのではなく、投資助言または推奨として依拠することはできません。

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み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）の逓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