



2023年央 グローバル 市場環境見通し

ノイズに惑わされず
シグナルを見極める



2023年央 グローバル 市場環境見通し

試される経済の底堅さ



世界経済は2023年上半期での景気後退突入を回避した。しかし、金利上昇と流動性縮小の影響が現れているなかで、下半期はさらなる試練が予想される。

3ページ

債券投資の復活か？



長期米国債への投資前に、逆イールド環境であることを投資家は考慮して判断する必要がある。クレジット・セクターと米国を除くグローバル市場にリターンの獲得機会が存在すると期待される。

6ページ

利益成長率に注目



予想利益成長率は低下してきたものの、下半期にさらに低下する可能性がある。ただし、米国小型株、超大型テクノロジー株、グローバル（除く米国）市場に投資機会があると期待される。

9ページ

戦術的資産配分

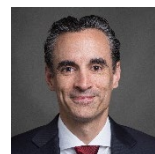


今後6～18か月間における各アセットクラスやサブアセットクラスの相対的な魅力度を独自に評価し見通しを提示。

13ページ



Arif Husain, CFA
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
株式部門CIO

はじめに

弱気ながらも 乗らざるを得ない

卓越した

アクティブ運用は、
よりリスクの高い
エクスポージャーの
回避に貢献する。

— Sébastien Page
グローバル・マルチ・アセット部門CIO

2023年下半期に向かうなか、依然として経済環境は、グローバル資本市場にとって悪材料が勝っているようです。インフレの高止まり、中央銀行の引き締め、金融不安が、いずれもリスクであることは明らかです。

しかし、5月下旬までの経済と市場はともに驚くべき底堅さを示しました。主要国の経済成長はプラスを維持し（図表1）、企業業績は予想より堅調だったことから、主要な株式市場は上昇しました。

このような市場動向は、いわゆる「弱気ながらも乗らざるを得ない」状態を証明しました。リスクが大きいことから投資家は弱気であるものの、極端な悲観論から投資機会を見逃し、上昇相場に乗り遅れる可能性を懸念していることから、乗らざるを得ない状態です。

「経済と市場が、下半期も引き続き悲観論者に逆らうことができるか否かはまだ分からない」とグローバル・マルチ・アセット部門CIOのSébastien Pageは言います。

多くの経済指標は警鐘を鳴らしています。しかし、コロナ禍から長引く歪みがノイズ（無意味なデータ）とシグナル（有益な情報）の見極めを困難にしています。

最も説得力のある弱気論は、米連邦準備制度理事会（FRB）による5%の利上げの経済的影響がまだ十分に実感されていないというものです。

「過去にFRBが急速な引き締めを行った際には、必ず何かしらの悪影響が出ていた。今回はすでに一部の銀行の破綻という形で現れた」とPageは警告します。

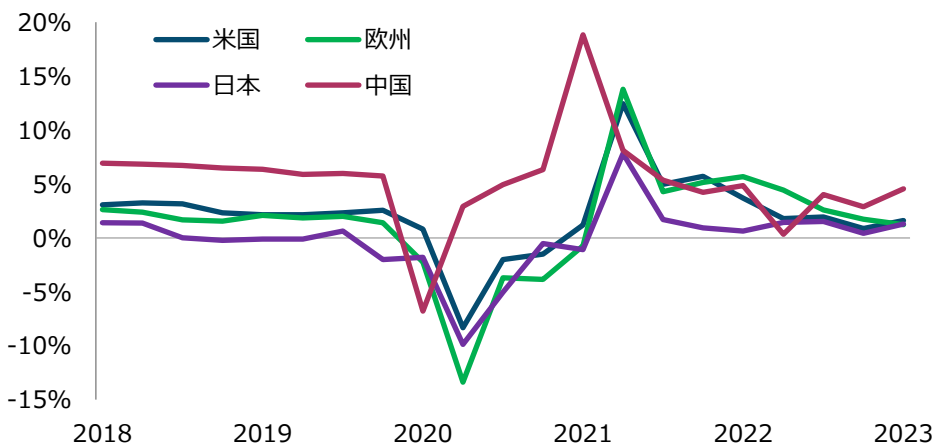
債券部門CIOのArif Husainは、「銀行危機は収束したように見えるものの、信用状況への影響は遅れて実感される」と指摘します。米国の債務上限問題における合意も、米財務省による減少していた手元資金拡充を目的とした債券の大量発行に繋がることから、下半期に市場の流動性を収縮させる可能性がある」とHusainは言います。

「しかし、小型株やハイイールド債など特定のセクターに投資機会を見出すことができる。より割安なバリュエーションと米ドル安も、米国を除いたグローバル株式市場の魅力が高める可能性がある」と株式部門CIOのJustin Thomsonは言います。同様に、順イールドカーブも米国を除いたグローバル債券市場の魅力を高める可能性があります。

不透明な環境下、慎重な銘柄選択が重要です。「卓越したアクティブ運用は、よりリスクの高いエクスポージャーの回避に貢献する」とPageは主張します。

経済成長は減速してきたが、主要国はまだ景気後退に陥っていない

（図表1）実質国内総生産（GDP）前年比成長率



2023年3月31日時点。

出所：ヘイバー・アナリティクス／米経済分析局、欧州連合統計局、日本内閣府、日本総務省、国際通貨基金。

テーマ1

試される

経済の底堅さ

2023年上半期の経済指標は、米国で過去の景気後退期に向かう環境で示した内容と同様に、総じて暗い見通しを示しました。

米国債の短期利回りが長期利回りを上回る逆イールドカーブは、景気後退を示唆する歴史的な警告サインのひとつであるとPageは指摘します。5月末時点で、3ヵ月物米国財務省短期証券の利回りは、米10年国債利回りを188bps上回り、過去最大水準の格差を記録しました。

しかし、こうした景気後退の警告サインは、誤解を招くか、少なくとも不完全である可能性があるというPageは主張します。多くの場合、購買担当者（PMI）景気指数、消費者信頼感、米国のマネーサプライなどの急落は、新型コロナウイルスのパンデミックや収束後の上昇した水準からの低下によるものです。「コロナ禍による歪みからの回復途上にあるため、これらの指標が警鐘を鳴らしているように見える」とPageは言います。

パンデミック発生時、米国では景気刺激策として支出を上回るペースで現金給付が実施されたため、家計貯蓄は急増しました。足元では家計の預金残高は減少しつつあるものの、過去の水準と比べると依然として極めて高く、デット・サービス・レシオはまだ低水準です。

FRBによる直近の銀行貸出態度調査では、融資担当者の半数近くが銀行破綻をきっかけに貸出基準を厳格化したと回答しました。これは過去の景気後退期に見られたものと同様の水準です。しかし、消費者や企業の財務内容が健全であれば、信用収縮による経済的影響が軽減される可能性があります。「過去と異なる最も重要な点は、バランスシートがより健全な状態にあることだ」とPageは言います。

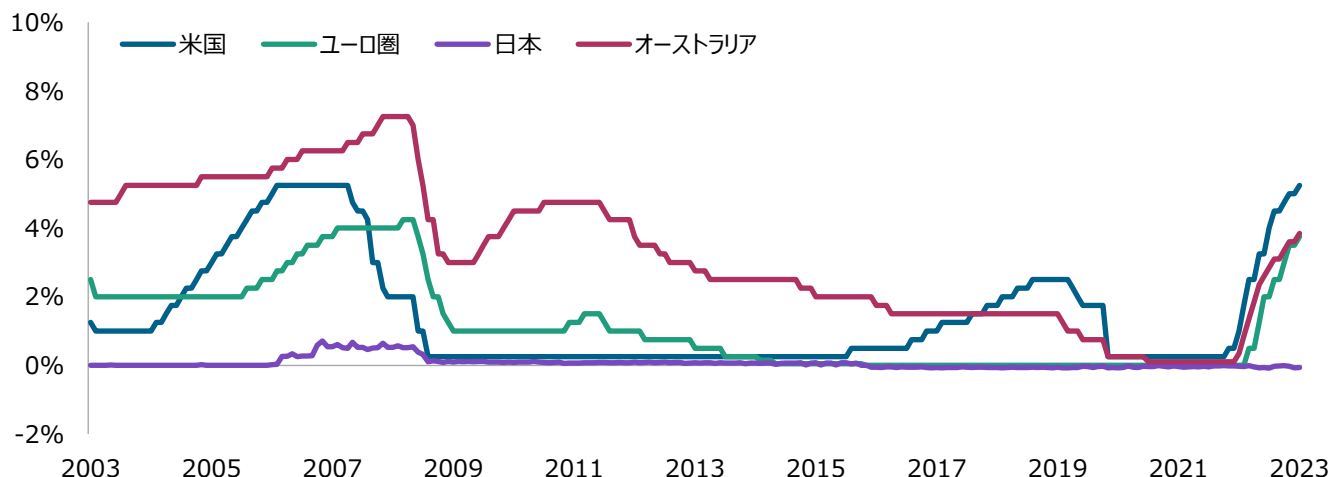
一部の金融指標も中央銀行の政策金利の短期的な方向性について、ミスリードなシグナルを発している可能性があるというHusainは推察しています（図表2）。

5月下旬、金利先物市場は、2023年末までにFRBによる複数回の利下げを予想していました。しかし、大規模な流動性危機や米国の急激な景気後退入りがない限り、その可能性は低いとHusainは見えています。

「市場は2つの非常に異なるシナリオを調整しようとしている。一つは、米国経済が引き続き極めて堅調で利下げが見送られるシナリオ、もう一つは景気が急速に悪化し、数百bpsの利下げを余儀なくされるというシナリオである。両者が平均化されて市場に織り込まれている」とHusainは説明します。

金利が長期にわたり高水準に留まる可能性

（図表2）中央銀行の政策金利



2023年5月31日時点。

米国 = FRBのフェデラル・ファンド（FF）レート上限。ユーロ圏 = 欧州中央銀行の主要リファイナンス金利。日本 = 日本銀行の翌日物コール・レート。オーストラリア = オーストラリア準備銀行のオフィシャル・キャッシュ・レート。

出所：米FRB、欧州連合統計局、日本内閣府、オーストラリア準備銀行。

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。

FRBとその他の
中央銀行は、いずれは
利下げを行うものの、
タイミングの予想は
難しい。

— Arif Husain
債券部門CIO

欧州における目先の利下げは、さらに可能性が低いでしょう。事実、欧州中央銀行（ECB）とイングランド銀行はともに、経済的リスクにもかかわらず、さらに数回の利上げが予想されています。「FRBとその他の中央銀行は、いずれは利下げを行うものの、タイミングの予想は難しい。金利は長期で高止まりする可能性がある」とHusainは予測します。

日本銀行（日銀）は、他国の金融政策状況とは大きく異なり、10年国債利回りに変動幅の上限を設け、量的緩和姿勢を維持しています。しかし、状況が急遽変わる可能性がある」とHusainは警告します。

日銀がイールドカーブ・コントロール政策を解除すれば、FRBが次の政策決定会で金利を引き上げるか引き下げるかよりも、市場にとって遥かに重要となる可能性があります。

高止まりするインフ

「持続的なインフレ圧力は、引き続き世界的に金融緩和への道を妨げる主要因である」とPageとHusainはともに言います。

変動が大きい食品とエネルギーを除いたコア・インフレ率は、高止まりしています（図表3）。実際にサービス・セクターのインフレは上昇傾向にあり、特に欧州においてはエネルギー価格ショックも依然としてリスクです。

「米国のインフレ率は、おそらく3%前後、あるいはFRBの目標の2倍に相当する4%前後でしばらく推移する可能性もある。」とPageは懸念しています。

しかし、様々な要因を集約すると、米国金融市場の流動性は下半期に縮小し、それがFRBによる政策方針の転換につながる可能性があります。

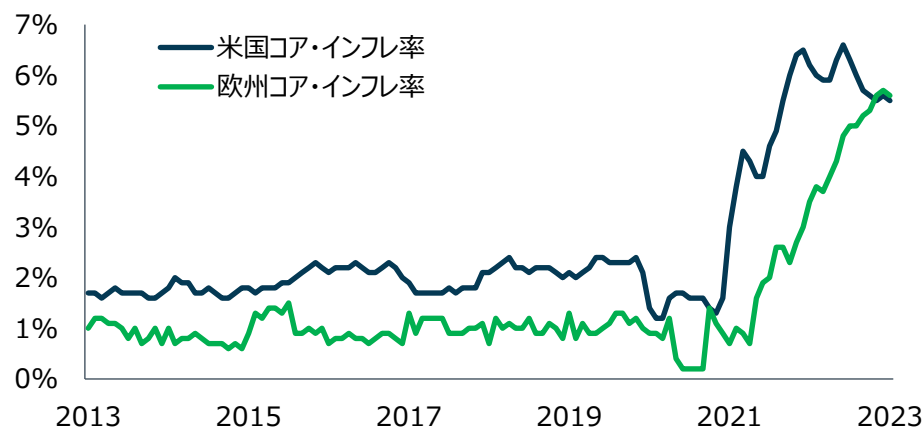
FRBの利上げがまだ十分に経済に浸透していないように、銀行破綻が信用供与に与える影響も、おそらく2~3四半期遅れて現れ始めるとHusainは主張します。

一方、米財務省は保有現金残高の正常化を図るためには、下半期に推定1.4兆米ドルの国債を発行する必要があります。これらの準備金は、FRBの特別口座で保有されており、当該口座への資金移転は、FRBの他の資産で穴埋めされなければならない、実質的に米国のマネーサプライを縮小させます。

大量の米国債発行、マネーサプライの縮小、信用引き締めの一連の効果は、下半期に流動性に深刻な打撃を与える可能性があり、市場を不安定にさせ、実体経済にも波及する可能性がある」とHusainは警告します。

コア・インフレ率は高止まり

（図表3）食品とエネルギーを除く消費者物価の前年比変化率



2023年4月30日時点。
出所：ブルームバーグ・ファイナンスL.P.

中国の勢いが衰える一方で、 日本は加速

上半期に世界全体の経済成長は、米国以外の主要国によって押し上げられました。エネルギー価格の下落がユーロ圏経済の景気後退回避に寄与し、中国は予想より早くゼロ・コロナ政策を解除しました。また、円安は日本の輸出セクターの押し上げに寄与しました。

しかし、その勢いはほとんど失われつつあります。「中国経済は、消費者需要の回復の遅れと不動産セクターの超過供給を反映して、回復のスピードは鈍い。中国は新たな成長モデルが必要である」とThomsonは主張します。

一方で、日本の経済見通しは相対的に明るいが見られ、「日本企業は健闘しており、価格決定力を取り戻している」とThomsonは言います。

米ドルは万能ではない

近年の米ドル高によって、米国投資家は米国外のグローバル市場における逆風を受けています。しかし、「景気循環的・構造的な要因は、ともに中期的に米ドル高を抑制する可能性が高いと思われる」とThomsonは主張します。

景気循環的な要因として、金利差縮小と緩やかな世界経済成長は、他の通貨、特に新興国通貨にとって追い風になると考えられます。「歴史的に見て、米ドルはリスクオフ環境下や米国の経済成長が非常に力強い局面で上昇する傾向がある。より強弱が交錯したシナリオにおいては、ドル安が予想される」とThomsonと主張します。

構造的な観点から見ても、相対バリュエーションは他の通貨に有利に働くでしょう。「5月末時点で、米ドルは主要先進国通貨に対する過去15年のバリュエーション・レンジの中で、96パーセンタイルの位置にある¹」とThomsonは指摘します。

試される経済の底堅さ

投資アイデア	根拠	例
柔軟性を維持し、「ドライパウダー（待機資金）」を保持	2023年の世界経済は、これまでのところ驚くほど底堅いが、まだ停滞から抜け出していない。短期利回りが魅力的な水準にあり、経済の不確実性が高い中で、健全なキャッシュ残高と超短期デューレーション債への配分の維持を検討することが合理的。	<ul style="list-style-type: none">■ キャッシュ■ 超短期デューレーション債■ ダイナミックなグローバル債券戦略

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。

1 ユーロ、日本円、カナダ・ドル、英ポンド、スイス・フラン、スウェーデン・クローナの主要6通貨のバスケットに対して米ドルの価値を測定する米ドル指数に基づきます。2023年5月31日までの15年間にわたる月次ベース。

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。

テーマ2

債券投資の復活か？

2022年初以降の債券利回りの高騰によって、多くの債券セクターの期待リターンが改善しました。しかし、ポートフォリオにおける積極的な長期債へのシフトは、まだ時期尚早と考えられます。

債券投資が復活したという考え方は、やや楽観的過ぎるかもしれません。実際に一部の債券セクターは復活し、その他のセクターも近い将来に復活する可能性もありますが、「安易に、債券に投資すべしといった考え方は単純化しすぎている」とHusainは言います。

多くのソブリン債と投資適格債の利回りは、まだインフレ調整後の実質ベースではプラス域ではありません。また、米国債イールドカーブが5月終盤において記録的な逆イールドに近い（図表4）中で、保有する短期金融商品を長期債と入れ替える投資家は、リターンを大幅に失う可能性があります。

「逆イールドカーブは、デュレーション²の長期化、特に投資家が短期資金を借りて長期債を保有する場合のコストを高めるため、日々の利回りを犠牲にすることになる」とHusainは指摘します。

こうした状況下において、米国債券市場における積極的なデュレーションの長期化は、景気後退が近いという見通しに賭けることと同じ意味を持つでしょう。

「デュレーションの長期化は、FRBが間もなく迅速な利下げを行うということに等しい。私にはそのように言える確信は、少なくとも現時点ではない」とHusainは言います。

一方で、デュレーションの適度な引上げは、米国が突然リセッションに突入し、FRBが即座に利下げを行うというシナリオに対して、ヘッジを求めている投資家にとって、賢明な手段であるとPageは考えています。

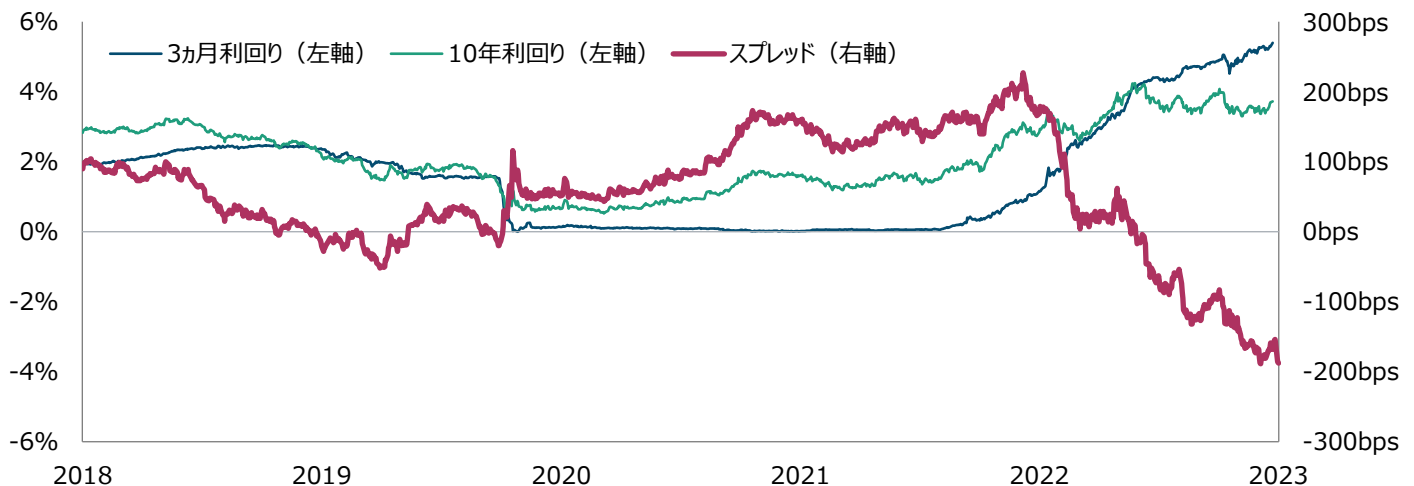
ティール・ロウ・プライスのアセット・アロケーション・コミティは、マルチ・アセット・ポートフォリオにおいて、経済成長の急減速に対するヘッジと同時に、利回りが急低下（債券価格は上昇）した場合の潜在的なリターンを向上させるため、デュレーションを適度に長期化しています。「戦術的ポジションを見ると、ディフェンシブとオフェンシブの両方のポジションをとっている」とPageは言います。

ハイイールド債を選好

利回りの上昇は、社債へのより大きな投資機会を生み出している可能性があります。8%～10%のレンジの利回りと過去10年の平均に近い信用スプレッド（図表5）は、世界的に深刻な景気後退入りを除くシナリオにおいて、グローバル・ハイイールド債市場は魅力的に映ります。

逆イールドカーブのため長期債は割高

（図表4）米国債の利回り推移およびスプレッド（10年物利回り－3ヵ月物利回り）



2023年5月31日時点。出所：セントリス連銀。

2 デュレーションは、債券にかかる金利リスクの尺度です。一般的に、満期が長い債券は、デュレーションも長くなります。
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。

経済成長の鈍化と金利の上昇は、2023年後半から2024年にかけてデフォルト率を徐々に押し上げる可能性があります。しかし、企業のバランスシートをみると、平均的に借り入れも少なく、十分な債務返済能力も備えているため、デフォルト・リスクの上昇も緩やかになるとHusainは主張します。

ティー・ロウ・プライスのアナリストは、5月下旬時点で、米国ハイイールド債の今後12か月にわたるデフォルト率をクレジット・リサーチに基づいて過去の長期平均と同程度の約3%と予想しました。

「現時点で、ハイイールド債券のデフォルト率が、投資適格債に比べたイールド・プレミアムの低下を招くほど上昇するとは考えていない」とHusainは言います。

デフォルト・リスクの管理において、ボトムアップ・リサーチと優れた銘柄選択は不可欠です。「卓越したアクティブ運用マネジャーは、健全な企業と健全ではない企業の財務を区別する方法を知っている」とPageは言います。これは、投資家にとって表面的には事業を続けていても、ほぼ確実に破産に向かっている「ゾンビ企業」を回避するために重要なことです。

グローバル市場への投資機会

米国のような逆イールドカーブの市場の投資家にとって、その他のグローバル債券市場は、魅力的な分散効果とリターン獲得機会をもたらす可能性があります。「世界のなかで、実際にスティープかつ順イールドの市場も見られる。投資家は、そうした市場で債券に投資することでリターンを得ることができる」とHusainは提言します。

「特に新興国など一部の中央銀行の中には、政策金利の引き下げに踏み切る国もあり、そのような市場ではキャピタルゲイン獲得の可能性もある。しかし、新興国債券市場も厳選したうえで魅力的な市場かを見極める必要がある」とHusainは付け加えます。

また、「グローバル投資家は、複数の「ブラック・スワン」に注意する必要がある。その中でも特に重要なものとして、日銀による金融政策変更の可能性が挙げられる」とHusainは言います。

日銀は、長期国債利回りに上限を設けるといった量的緩和を、FRBやその他の主要中央銀行が金融引き締めシフトしている環境下でも続けてきました。「日本は量的緩和の最後の砦と言える」とHusainは言います。

グローバル・クレジット・セクターは投資機会を提供

(図表5) 投資適格社債とハイイールド債の спреッド (bps)



2023年05月31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。

グローバル・ハイイールド債 = JPモルガン・グローバル・ハイイールド・インデックス。

グローバル投資適格社債 = ブルームバーグ・グローバル総合コーポレート・インデックス。

спреッドは、デュレーションが同等のソブリン債に対する спреッドです。

出所：JPモルガン・チェース（追加ディスクロージャーを参照）、ブルームバーグ・ファイナンスL.P.、ファクトセットのデータをもとにティー・ロウ・プライスが算出。全ての権利はファクトセットに帰属します。

日本の金融政策が、世界の金融市場に影響を与える震源地となり得る。

— Arif Husain
債券部門CIO

しかし、この若も失われようとしている可能性があり、そうなれば、世界の債券市場に重大な影響を及ぼす可能性があります。

日本の投資家は、世界でも最大の金融資産を保有しています。しかし、国内債券の長年にわたる僅少なリターンを背景に、その資産の多くは、日本国外に投資されてきました。しかし、日銀が利回りの上昇を容認する時が来れば、日本の投資家は、その資産を国内に回帰させ、国外の市場に重大なショックをもたらす可能性があります。

「日本の金融政策は、世界の金融市場に影響を与える震源地となり得る。日銀は、グローバル市場に与え得る影響を意識しているが、これは現実で差し迫ったリスクであり、投資家として注視しなければならないと確信している」とHusainは言います。

米国の流動性危機によって引き起こされる可能性がある、より幅広いシステミックな市場イベントも劇的ながら定量化しにくいリスクのひとつです。

3月に複数の米国の地方銀行で預金取り付け騒ぎが発生したものの、世界の銀行システムでそのような事態に陥る可能性は高くはないでしょう。「米国の商業用不動産セクターの落ち込みもリスクの一つではあるものの、同セクターにおける銀行貸出が次の危機の震源地となる可能性も低い」とHusainは付け加えます。

「当局は、銀行危機への対応策を既に用意しており、どのように対処すべきか熟知している」とHusainは主張します。

一方で、商業銀行より規制が緩く、流動性が低い、不透明な貸し手である、いわゆるシャドー・バンキング・システム（影の銀行）が火種になる可能性があります。これらの貸し手の多くと、それらが生み出してきた複雑な金融商品は、まだ一連の景気サイクルを経験したことがありません。「潜在的なリスクを見出すとすれば、そこにあるのではないかと考えられる」とHusainは指摘します。

債券投資の復活か？

投資アイデア	根拠	例
魅力的な利回りを選好	2023年、債券投資においてはキャピタルゲイン獲得の可能性よりも、高い利回りが魅力的。株式は、不透明な経済環境のため上昇余地が限られる可能性があるため、ハイイールド債は、より高いリターン獲得機会をもたらす可能性がある。	<ul style="list-style-type: none">■ グローバル・ハイイールド債■ 現地通貨建て新興国債券

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。

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。

テーマ3

利益成長率に 注目

株式のリターンは、年初来5か月に概ねプラスとなりました。問題は、前半に低下して足もとは落ち着いている予想利益成長率（図表6）が再び低下するかです。

Pageは再び低下すると予想しています。5月終盤において、S&P500インデックス構成銘柄の2024年の予想利益成長率は、2桁であったとPageは指摘します。「ウォール・ストリートのアナリストは、楽観的に見る傾向があるが、その期待値を下げざるを得ないだろう」とThomsonは言います。

世界経済がマイルドな景気後退に入ると想定すると、2024年の企業利益は、世界全体で横這いから5%減となる可能性があるとしてThomsonは予想しています³。「過去の利益サイクルと比較すると、それでも強気と言えるものの、現時点では妥当な見方だと私たちは考えている」とThomsonは説明します。

小幅な減益であっても、米国大型株の割高なバリュエーションにさらに圧力が加わると思われます。FRBが金利をゼロ近くに維持していた時期を振り返ると、ウォール・ストリートではTINA（There Is No Alternative、代替手段がない）という略語が使われていたとPageは振り返ります。「もはやTINAは当てはまらない。今は代替手段がある」とPageは言います。

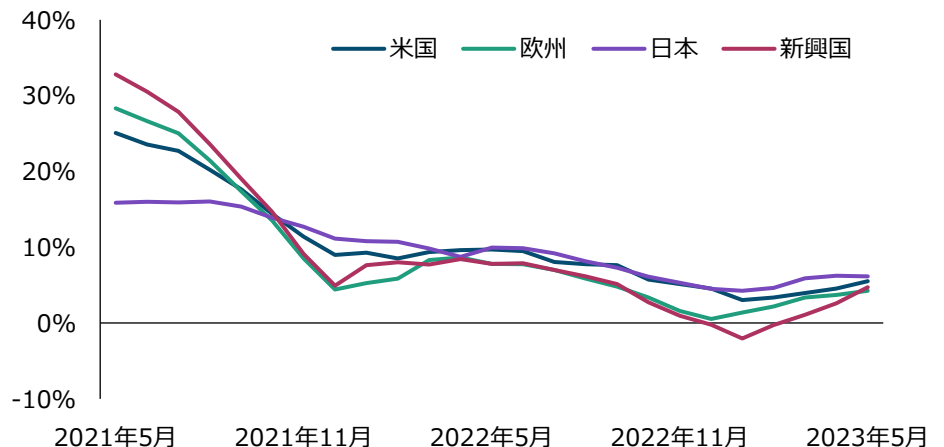
実際、S&P500インデックスで見た米国大型株の株価収益率（PER）は低下しているものの、その他の指標で見れば、昨年の弱気相場以前よりも割高となっているとPageは指摘します。

バリュエーション指標として注目すべきは、株式リスクプレミアムです。これは、株式投資家が、無リスクのベンチマークである米国債を上回る追加報酬を効果的に測定するものです。具体的には、S&P500インデックスの益利回り（PERの逆数）から米国10年債利回りを差し引き比較します。2022年初、S&P500インデックスの益利回りは4.3%（PERは23倍）、米国10年債利回りは1.5%でした。そのため、株式のリスク・プレミアムは2.8%ありました。

一方で、今年の5月下旬までに、S&P500インデックスのPERは18.4倍にまで低下、逆数の益利回りは5.4%にまで上昇しました。しかし、米国10年債利回りの方が大きく上昇し3.7%となったため、株式リスク・プレミアムは1.7%と、2022年の下落相場の時よりも寧ろ低下しました。

予想利益成長率は低下したが、依然として高過ぎる可能性

（図表6）12か月先の予想1株当たり利益（EPS）成長率



2023年5月31日時点。

米国=S&P500インデックス。欧州=MSCI欧州インデックス。日本=MSCI日本インデックス。新興国=MSCIエマージング・マーケット・インデックス。実際の結果は予想とは大きく異なる可能性があります。

出所：S&P、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。

³ 将来の結果は大きく異なる可能性があります。将来の予測については追加ディスクロージャーをご参照ください。

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。

AI競争の進行は、 大手企業がさらに 競争力を高めること を意味する。

— Justin Thomson
株式部門CIO

同様に、株式リスク・プレミアムを米国株式全体で計測すると、そのバリュエーションは過去10年で最も魅力が低い、下位5パーセントに位置づけられるとPageは付け加えます⁴。

米国中小型株は割安

しかし、米国市場には割安な分野もあとPageは付け加えます。ハイクオリティな中小型株の多くは、過去平均から大幅にディスカウントされた価格で取引されています。S&P500インデックスのPERは過去10年レンジの上限に近い一方で、米国小型株の主要ベンチマークであるS&P小型株600インデックスのPERは、逆に下限に近いとPageは指摘します。「米国中小型株は、2008年のような割安な株価水準にある」とPageは言います。

もちろん、中小型株のバリュエーションが低い一因は、多くの投資家が景気後退リスクを懸念しており、中小企業が歴史的に景気後退の影響を受けやすいことにあります。しかし、ハイイールド債と同様に、優れた銘柄選択は、バランスシートが脆弱で、収益が景気の影響を受けやすい企業を、アクティブ運用マネジャーが回避することに寄与します。

割高なバリュエーションを一因として、2022年の下落相場場で打撃を受けた超大型テクノロジー企業など、時価総額の大きい銘柄にも投資機会があります。

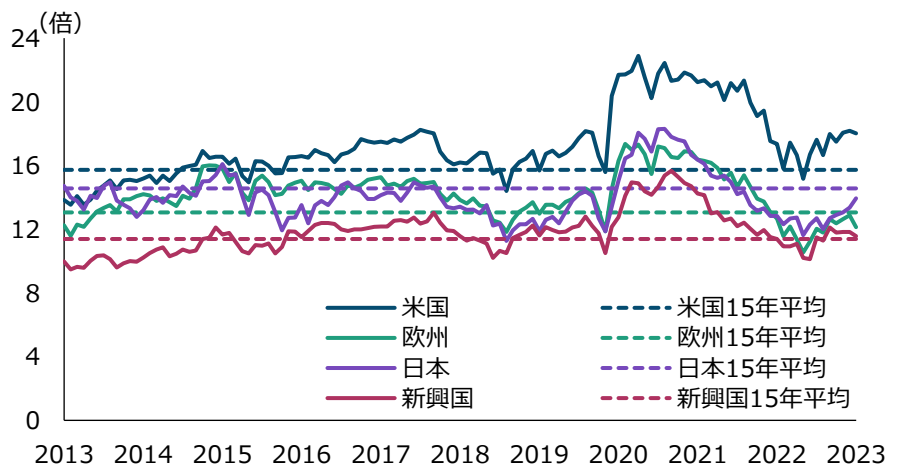
大手テクノロジー企業は、昨年11月に発表されて広く知られるようになった対話型チャットボット「ChatGPT」など、人工知能（AI）アプリケーションに対して高まる投資家の関心などにより、2023年上半期に力強く回復しました。

AIは引き続き半導体、メモリー、クラウド・ストレージなど幅広いテクノロジー・セクターへの投資を促進するとThomsonは予想しています。また、AIプログラムは、高額なトレーニングが必要であるとも指摘します。このため、新しいAIアプリケーションを開発したり、既存のアプリケーションを改良するためのリソースを有する最大手のテクノロジー・プラットフォーム企業の強みが発揮されることになります。

「AI競争の進行は、大手企業がさらに競争力を高めることを意味する」とThomsonは主張します。

株式のバリュエーションは米国外で魅力が高い

(図表7) 主要株式市場における12ヵ月先予想PER



2023年5月31日時点。

米国=S&P500インデックス。欧州=MSCI欧州インデックス。日本=MSCI日本インデックス。新興国=MSCIエマージング・マーケット・インデックス。実際の結果は予想とは大きく異なる可能性があります。

出所：S&P、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・ブライスが算出。全ての権利はファクトセットに帰属します。

4 2023年5月23日までの10年間の月次データに基づき、ラッセル3000インデックスの利益回りを米10年国債利回りと比較しています。

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。

米国優位の状況は持続するか？

下半期のグローバルの株式市場全体を見渡した際の問題は、過去最長となる米国株式市場のアウトパフォーマンスが持続するかです。

S&P500インデックスは、2022年末まで53四半期連続で、米国とカナダを除く先進国市場のベンチマークであるMSCI EAFE（欧州、オーストララシア、極東）インデックスを上回った（3年ローリング、四半期ベース）とThomsonは指摘します。しかし、以下の要因が米国市場の優位性を引き下げる可能性があります。

- 米国を除くグローバル市場の大半は、米国株式や各市場の15年平均と比較して、大幅に低いバリュエーションを維持している（図表7）。
- 最近の予想利益成長率は、S&P500インデックスと比べると、日本が高く、欧州先進国は同程度。
- 米ドル安は、米ドル・ベース（為替ヘッジなし）のグローバル投資家の期待リターンを高める可能性がある。

日本の株式市場は、今後注目される可能性があるとThomsonは主張します。3月の直近決算年度において、日本企業の利益は5%増加し、1株当たり利益は、大規模な自社株買いによって12%増と大幅に上昇しました。

コーポレート・ガバナンスや資本配分の改善など長期的な要因も、日本株への投資妙味を高めると同時に、日本の年金基金が25年間にわたる日本株売り越しのパターンを転換する可能性を高めるとThomsonは主張します。

Thomsonはまた、中国経済の構造的な問題にもかかわらず、中国株に関して明るい見通しを維持しています。現在、中国におけるマネーサプライの伸びは、実体経済の成長率を上回っているとThomsonは指摘します。「通常であれば、それは金融資産の価格を押し上げる」とThomsonは言います。

しかし、投資家は、地政学リスク、とりわけ台湾を巡る紛争の可能性に留意する必要があります。「台湾に関するテールリスクを排除することはできない。大げさかもしれないが、リスクは確かにある」とThomsonは言います。

利益成長率に注目

投資アイデア	根拠	例
ユニークな特徴を有する株式市場	米国中小型株は、魅力的なバリュエーションを提供。日本株は、企業の構造的変化などによって長期的な追い風となり得る。超大型テクノロジー企業は、AIから恩恵を受ける優位な立場にある。	<ul style="list-style-type: none">■ 米国中小型株■ 日本株■ 超大型テクノロジー株

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。

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。

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。

まとめ

結論は、
投資を継続し、
分散を維持せよ。

— Sébastien Page
グローバル・マルチ・アセット部門CIO

2023年に入り、ティール・ロウ・プライスの運用部門責任者達は、世界経済の深刻な景気後退の恐れは過剰であると主張しました。また、悲観論は、コントラリアン（逆張り）の投資機会を生み出す可能性があるとし唆しました。5月下旬時点において、いずれの見方も、以下のとおり正しいと思われる。

- 年初に予想された米国と欧州の景気後退は、まだ現実のものとなっていない。
- 米国、ユーロ圏、日本の主要株式市場は、年初来でプラスのリターン。
- デフォルト率は低水準を維持し、ハイイールド債の魅力的なリターンを下支え。

「今年に入ってから、良いニュースが悪いニュースを概ね上回っている。市場コンセンサスは、世界的な景気後退が今年後半から2024年前半に始まるとの見方が依然として強いようだが、足もとはそれが穏やかなものになると予想している」とThomsonは言います。しかし、「最大のテール・リスクは、信用危機によって深刻な景気後退につながることであることも市場は理解している」とThomsonは考えています。

経済と金融市場の一連のパラドクス（逆説）が、そのリスクの推定を難しくしているとHusainは指摘します。米国の債務上限問題が解決したことで、潜在的な危機は回避されましたが、下半期に流動性を収縮させる可能性があります。

失業率が低いことは消費者需要を下支えることになり、企業収益にはプラス材料ですが、インフレや金利を上昇させる可能性があります。日本のリフレは好材料ですが、日銀のイールドカーブ・コントロール政策が解除される可能性があり、そうなれば世界の他の市場には悪材料です。

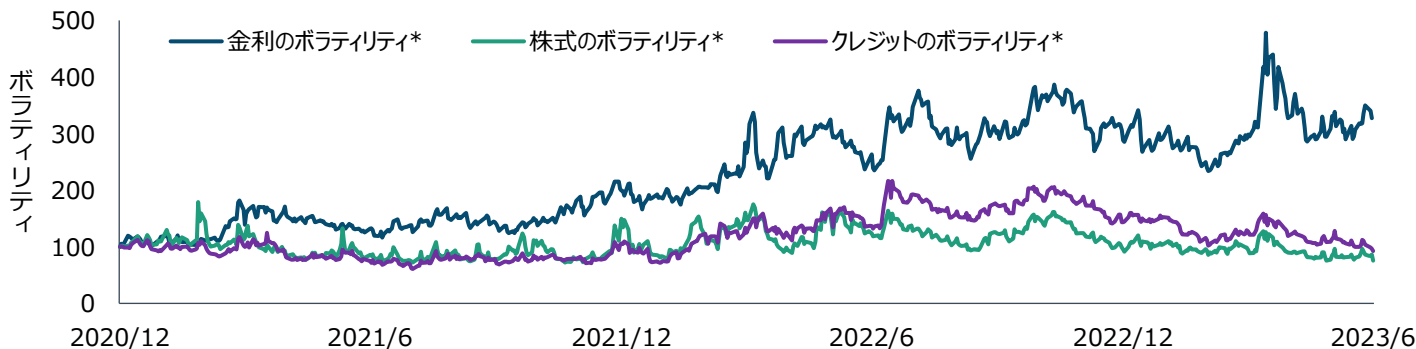
こうした不確実性と経済指標もまちまちでリスクオンのシグナルよりもノイズが多い状況を考慮すると、金利のボラティリティが高まっていることは当然です（図表8）。「今後もこの傾向は続くであろう」とHusainは言います。

しかし、「資産配分の観点から見ると、投資家は、より長期的な視野で過去の記録を思い起こすべきである」とPageは言います。「米国株式は、過去80年超のデータ期間のうち、67%の期間において米国債券を平均7%アウトパフォームしている（12か月ローリング、月次ベース）⁵。」とPageは指摘します。

このような過去の実績は、高バリュエーションで業績見通しも明るくないにもかかわらず、Pageが米国株式に関して自身を「弱気ながらも乗らざるを得ない」と説明する一つの理由です。それは、Pageの市場全体の見通しを形成しています。「結論は、投資を継続し、分散を維持せよ」とPageは言います。

市場のボラティリティは持続する見込み

（図表8） 予想ボラティリティ指標



2023年06月01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。

金利のボラティリティ = 1か月物米財務省証券オプションに内在するボラティリティを示すMOVEインデックス。株式のボラティリティ = S&P500インデックスの予想ボラティリティを示すVIXインデックス。クレジットのボラティリティ = iShares iBoxxハイイールド社債ETFの予想ボラティリティを示すハイイールド3か月インプライド・ボラティリティ。この上場ファンドは、ハイイールド債のボラティリティを示すため、例示のみを目的として示されています。*2020年12月1日 = 100として調整。

出所：ブルームバーグ・ファイナンスL.P.、すべてティール・ロウ・プライスによるデータ分析。

5 株式は、1926年～1939年はIbbotson® SBBI® 米国大型株、1940年以降はS&P500インデックスに基づきます。債券は、1926年～1975年はIbbotson® SBBI® 米国中期国債インデックス、1976年以降はブルームバーグ米国総合債券インデックスに基づきます。1926年1月～2023年4月のローリング月次ベース。

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。

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。

2023年中央戦術的資産配分

■ 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、向こう6~18か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。

資産クラス

株式	■	金融引き締め、景気減速、バリュエーションの高まりにより、見通しは依然として不透明だが、底堅い労働市場、堅調なサービス部門、AIを巡るポジティブなセンチメントが下支え。
債券	■	中央銀行がなお高インフレと景気悪化を両にらみしているため、金利のボラティリティは高止まりする可能性がある。クレジット・セクターは、良好なファンダメンタルズに支えられた魅力的なバリュエーションの提供を継続。
キャッシュ	■	キャッシュは、安定性を提供し、市場機会が訪れた場合の流動性も提供。

地域

米国	■	足元の景気は底堅いものの、FRBの政策に関する不透明感、製造業セクターの弱さ、テクノロジー銘柄への人気集中などから見通しは依然不透明。このような背景から、バリュエーションが上昇した米国株式の魅力は劣る。
グローバル (除く米国)	■	相対バリュエーションは魅力的で、現地通貨には上昇余地がある。しかし、中国の経済再開の影響は今のところ期待外れ。引き締めの世界的な金融政策は依然として逆風。
欧州	■	相対バリュエーションは魅力的で、ユーロには上昇余地があるが、引き締めの金融政策は依然として逆風。
日本	■	バリュエーションが相対的にかなり割安な水準にあり、景気への懸念がくすぶるものの、コーポレートガバナンスやコスト転嫁による価格決定力の改善による恩恵を受ける見通し。
新興国	■	バリュエーションと通貨は魅力的。中央銀行の引き締めは峠を越えた模様。一方で、中国の経済成長は追加刺激策が見送られ、勢いが止まっている。

株式

スタイル・時価総額

米国グロース (対バリュー)	■	バリュー株の相対バリュエーションは依然として魅力的だが、マクロ経済環境の悪化を考慮すると、ハイ・クオリティの企業を 선호することが重要。AIを巡るセンチメントもグロースセクターに構造的な追い風をもたらす可能性がある。
グローバル (除く米国) グロース (対バリュー)	■	バリュー株の相対バリュエーションは依然魅力的。景気や地政学リスクは依然として懸念材料だが、持続的な高金利環境は金融銘柄に恩恵をもたらす可能性がある。
米国中小型株 (対大型株)	■	中小型株は厳しい経済シナリオを織り込み、相対バリュエーションが歴史的に魅力的な水準にあるため、上振れ余地が大きい。ただし、地方銀行については質を重視した銘柄選択が望ましい。
グローバル (除く米国) 中小型株 (対大型株)	■	中小型株は魅力的なバリュエーションを提供し、米ドル安から恩恵を受ける可能性がある。しかし、大型株を嗜好する質への逃避の可能性に留意する必要がある。

インフレ敏感セクター

実物資産株式	■	高インフレが続く場合、コモディティは魅力的なヘッジを提供する。しかし、コモディティ価格は世界経済への懸念により下押し圧力にさらされる可能性がある。REITは金利上昇や商業用不動産の低迷による圧力に直面している。
--------	---	---

債券

米国投資適格公社債	■	ファンダメンタルズは底堅いが、FRBの急速な利上げと貸出基準の厳格化の運行効果に注意を要する。
先進国 (除く米国) 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案中、利回りは不安定な状態が続く見通し。
米国長期国債	■	金利のボラティリティは短期的に高止まりする可能性がある一方、デフレ化が長い米国債金利はピークをつけた可能性があり、マクロ経済環境が悪化する中で安定剤となる可能性がある。
インフレ連動債	■	コア・インフレ率は高止まりしているが、物価上昇圧力は緩和している。しかし、インフレ率の鈍化は既に現在のブレイクイーブン利回りに織り込まれている。
グローバルハイイールド社債	■	クレジット・ファンダメンタルズと魅力的な利回りは依然としてサポート材料。デフォルト率は過去最低水準から上昇しているが、長期平均を大幅に上回って上昇することは想定されていない。
変動金利バンクローン	■	FRBの引き締めが緩やかになれば、デフレ化の短さや変動金利などの特性は投資妙味が薄れつつあるも、バリュエーションは依然として魅力的。
米ドル建て新興国ソブリン債	■	中国経済の再開が新興国の景気やセンチメントを下支え、利回りは依然として魅力的。中央銀行の金融引き締めが峠を越えたことやインフレの鈍化もサポート材料。
現地通貨建て新興国ソブリン債	■	新興国通貨と現地通貨建て債券の利回りは、魅力的な水準を維持しているが、投資家の慎重なセンチメントを反映している。さらなる米ドル安は、新興国通貨のサポート材料となる。

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わしています。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。

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。

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。指数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、指数の複製、使用または配布を禁じます。Copyright © 2023, J.P. Morgan Chase & Co. 全ての権利はJPモルガンに帰属します。

MSCIおよびその関連会社、並びに第三者の情報源およびプロバイダー（総称して「MSCI」）は、本稿に記載されるMSCIのデータに関して、明示的または暗黙的に関わらず、いかなる保証や表明は行わず、一切の責任を負いません。MSCIのデータは、その他の指数や証券、金融商品の基準としての更なる再配布や使用が禁止されています。本報告書は、MSCIによって承認、審査、発行されたものではありません。MSCIの過去のデータや分析は、将来のパフォーマンスの分析や予測を示唆または保証するものとして捉えられるべきではありません。いずれのMSCIデータも、投資判断のため（または投資判断を控えるため）の投資アドバイスや推奨を目的としたものではなく、そのような目的で依拠されるべきではありません。

S&Pの出所：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おらず、投資アドバイスとして依拠されるべきではありません。信用レーティングとは意見を表明するものであり、事実を表明するものではありません。

ロンドン証券取引所グループ・ピーエルシー及びそのグループ企業（以下「ロンドン証券取引所グループ」または「LSE Group」）。©LSE Group 2023. FTSE Russellのインデックスまたはデータに関するすべての権利は、インデックスまたはデータを保有するロンドン証券取引所グループの関連企業に帰属します。ロンドン証券取引所グループ及びその使用許諾者のいずれも、インデックスまたはデータの誤記・脱漏について一切責任を負わず、いかなる当事者も当資料に含まれるインデックスまたはデータに依拠することはできません。ロンドン証券取引所グループの関連企業の書面による同意なく、ロンドン証券取引所グループから得られたデータの再配布は認められません。ロンドン証券取引所グループは、当資料の内容を宣伝、後援または推奨するものではありません。

「CFA®」および「Chartered Financial Analyst®」は、CFA Instituteの登録商標です。

ティー・ロウ・プライスは、経済的な見積もりや将来の見通しに関する記述は、多くの仮定、リスク、および不確実性を含んでおり、それらは時間とともに変化するものであることに注意してください。実際の結果は、見積もりや将来の見通しに関する記述で予想されたものと大きく異なる可能性があり、将来の結果は過去の業績と大きく異なる可能性があります。ここに記載されている情報は、例示であり、情報提供のみを目的としています。全ての予想は市場環境に関する主観的な推測に基づくもので、そうした市場環境は実現しない可能性もあります。この分析の基礎となる過去のデータは、ティー・ロウ・プライスが収集した情報および第三者の情報源に基づくものであり、独自に検証されたものではありません。また、ティー・ロウ・プライスは、将来予想に関する記述を更新する義務を負わず、その義務を負うものでもありません。

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）の逓減的報酬率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