



# 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2月

## 1 市場見通し

2023年1月31日時点

- インフレ鈍化と中央銀行の引き締め減速により、経済のハードランディングを回避するも、タイトな金融環境によって世界経済の景気減速は継続すると予想。
- 米連邦準備制度理事会（FRB）はインフレ圧力の低下によりハト派姿勢を打ち出したものの、インフレ高止まりにより、将来の利上げの程度は経済指標次第であるとの慎重な見方を示唆。
- 欧州中央銀行（ECB）はインフレが目標の2%に低下するまで引き締め路線を継続する方針を改めて強調。予想外にイールドカーブ・コントロール（YCC）を緩和した日本銀行は、インフレが数十年來の高水準に達する中、追加の政策変更の思惑を否定。
- 金利上昇とドル高の圧力の低下は新興国経済に追い風となり、中央銀行の金融引き締めは一段落。中国の厳格なゼロコロナ政策の解除を受け、不確実性は残るも、同国に対するセンチメントが改善し、グローバル経済を押し上げ。
- グローバル市場の主なリスクとしては、中央銀行の政策ミス、インフレの長期化、経済のハードランディングによる景気急減速、地政学的緊張など。

## 2 ポートフォリオ・ポジショニング

2023年1月31日時点

- インフレ鈍化、中央銀行の引き締めペース緩和、中国経済の再開、欧州のエネルギー危機回避などのトレンドや市場見通しが改善し、株式はアンダーウェイト幅縮小。リスクは下がってきたものの、景気減速や利益成長の鈍化が見込まれるため、バリュエーションはなお厳しい。
- 中国経済の再開や欧州が暖冬のおかげでエネルギー価格高騰を回避できるとの見通しを受け、相対バリュエーションが魅力的でセンチメントが改善してきた米国以外の株式のポジションを積み増し。ドル安が見込まれることも米ドルベースの投資家には追い風となる可能性。
- 債券に対してキャッシュをややオーバーウェイト。キャッシュは魅力的な利回りや流動性を提供し、新たな投資機会に即座に対応可能。
- 債券は、ハイイールド債券が足もとアウトパフォームしているものの、リスク対比で魅力的な利回りを提供すると考え、オーバーウェイト継続。変動金利バンクローンは利回りが依然魅力的だが、FRBの引き締め減速で短期金利が低下する可能性があるため、オーバーウェイトを圧縮。

## 3 市場テーマ

2023年1月31日時点

### 2022年に続き、2023年も米国外市場がアウトパフォームか？

米国株は2013年から2021年の9年間で他市場を170%以上もアウトパフォームしましたが、2022年は大きくアンダーパフォームしました（図表1）。昨年は株式が軒並み大幅安となる中、ドル高の逆風下でも、米国以外の株式市場は現地通貨や米ドルベースでアウトパフォームしました。昨年後半のインフレ鈍化を受けて一部中央銀行が利上げペースを緩めるなどの追い風がその背景です。アジアでは中国がゼロコロナ政策を12月初旬に解除する一方、欧州は暖冬や積極的なエネルギー節約策によりエネルギー危機を回避できました。インフレ鈍化による米国債利回り低下もドル安を後押しし、特に新興国市場が恩恵を受けました。2023年の世界経済は多くの不透明感が残りますが、米国以外の市場は相対バリュエーションが魅力的で、配当利回りも高く、中国経済の再開や欧州経済の見通しがやや改善したことで、2年連続でアウトパフォームする可能性もあります。

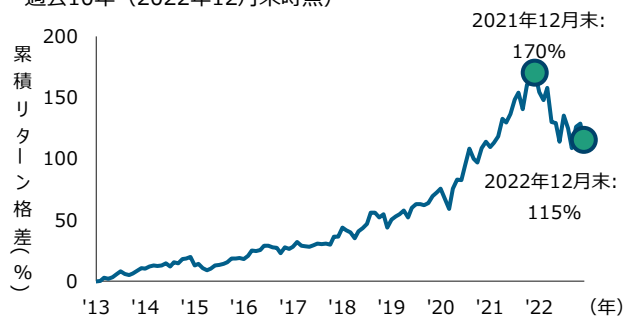
### 60：40ポートフォリオの復活！

2022年は株式と債券が揃って2ケタ下落する異例の年となりました。その中で株式60%：債券40%で投資する米国で伝統的なバランス型ポートフォリオの有効性の喪失や、相関が低いリターン源泉のオルタナティブ資産を組み入れる必要性が盛んに議論されました。昨年は高インフレと金利上昇の影響で株式と債券ともに下落し、債券は特にリスクオフ局面で安定装置の役割を果たせませんでした（図表2）。今年も株式と債券の連動性は高い状況ですが、両資産クラスともに上昇し、60：40ポートフォリオが1月だけで5%超のリターンを記録したため、その有効性の喪失を論じる声は少なくなりました。上昇の主な要因はインフレ鈍化と金利低下です。我々の分析では、インフレが高水準から徐々に穏やかになっている足もとでの状況は株式と債券の連動性が高止まりしやすいことを示しています。まだ分散効果は出ていませんが、デリスインフレ傾向が続けば、両資産クラスが好成績を残し、60：40ポートフォリオは最悪だった2022年から復活する可能性もあります。

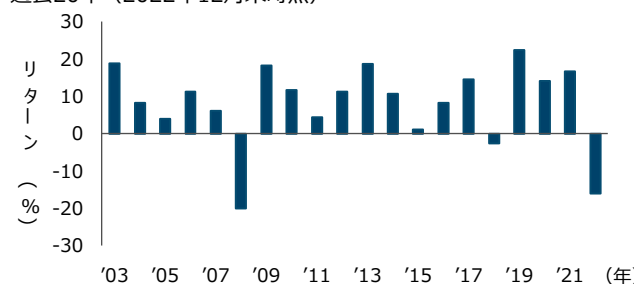
### 金利対比で際立つ米国株の割高さと日本株の相対的魅力

インフレ鎮静化や早期利下げへの期待を背景に、年明け後の米国株は大きく上昇しました。しかし、足元の景気の底堅さを踏まえると、米国の政策金利も長期金利も当面は高水準での推移が予想されます。米国株と日本株について、エクイティ・リスク・プレミアム（ERP、「12ヵ月先予想利益利回り－5年国債利回り」にて算出）の推移をみると（図表3）、足元でリーマンショック前の2007年水準にまで落ち込んでいる米国のERPに比べ、金融緩和が維持されている日本のERPの水準の高さが確認できます。マクロ経済指標においても、先行した回復の反動と大幅な金融引き締めを背景に、足元、失速気味の米国のPMIに比べ、日本のPMIはサービス部門を中心に底堅い推移を見せており、マスク着脱自由化や感染症法上の5類移行、中国からのインバウンド受け入れなど、今後に控えたコロナ禍からの全面再開への期待が景況感を支えているようです。

（図表1）他国と比較した米国株のパフォーマンス<sup>1</sup>  
過去10年（2022年12月末時点）



（図表2）株式60：債券40の米国仮想ポートフォリオのリターン推移<sup>2</sup>  
過去20年（2022年12月末時点）



（図表3）日米のエクイティ・リスク・プレミアムの推移<sup>3</sup>  
2006年1月～2023年1月



1. 出所: Factset 参照: MSCI USA/MSCI All Country World ex U.S. 指数（現地通貨ベース）

2. 出所: Bloomberg 参照: S&P500/Bloomberg U.S. Aggregate Bond 指数（米ドルベース）

3. 出所: Bloomberg 参照: MSCI USA/Japan

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

2023年1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
- 金融引き締めピークは近い

### ネガティブ

- 景気後退リスクは依然高い
- サービス価格が下げ渋り、インフレは高止まり
- 人手不足
- 企業の利益率悪化

#### 欧州

- 異例の暖冬で光熱費が低下
- 財政支出拡大の公算大
- 足もと株価上昇も、バリュエーションは依然魅力的
- ECBはユーロ圏周縁国に支援を提供

- インフレ高止まり
- タカ派的な金融政策
- 地政学的な不透明感の高まり
- エネルギー供給は、なおも構造的な問題を抱える

#### 日本

- 日本株は他市場に比べてバリュエーションが非常に魅力的
- 経済全体にリフレ・ムードが広がっている
- コモディティ価格の下落と円安の修正によりインフレ圧力が低下

- 世界的な景気後退が起きれば、収益回復期待は後退
- 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
- 急激な円高は輸出企業には逆風

#### 新興国

- 中国の経済再開が新興国全体の景気回復を後押し
- 株式のバリュエーションは米国に比べて魅力的
- 各中央銀行の金融引き締めはピークを迎えつつある

- 世界経済が減速し、先進国向けの輸出は弱まっている
- 中国住宅市場への懸念が引き続き構造的な逆風
- 地政学的な不透明感が依然として強い

#### 中国

- ゼロコロナ政策の解除が2023年を通じて景気回復を後押し
- 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
- 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

- 2022年10月以降の急反発の反動で、目先のリスクテイク意欲は弱まる可能性
- 海外投資家は地政学的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

		アンダーウェイト ——— ニュートラル ——— オーバーウェイト					▼ または ▲ 前月からの変化
		変更					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を独自に評価したものです。
資産クラス	株式	▲		■			FRBのインフレ抑制姿勢継続により流動性が絞られる中、株式はなお一段安のリスクがある。しかし、欧州と中国の最近の動向とインフレ鈍化により目先の見通しは改善。
	債券	▼			■		逆イールド下で債券だけでなくキャッシュも選好。世界の中央銀行は総じて引き締めを続けているが、インフレは緩やかになり始めており、ピーク水準に近づいている。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の提供を継続。
株式	地域						
	米国	▼		■			FRBによる引き締めサイクルが終盤に差し掛かり、目先の見通しは改善したが、米国株は他市場に比べてなお割高。また、米国のビッグテック企業は想定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非常に魅力的で、暖冬によりエネルギーコストからのインフレ圧力は弱まったが、景気の足取りはなお鈍く、地政学的リスクも高い。ECBが利上げを継続しているため、ソブリン債の課題は多い。
	日本	▲			■		バリュエーションが相対的にかなりの割安水準にあり、景気への懸念がくすぶるものの、コーポレートがバナンスの改善や経済再開による恩恵を受ける見通し。足もとの金融政策の変更により円相場が安定。
	新興国				■		バリュエーションと通貨は魅力的で、各中央銀行の引き締めはピークを過ぎつつある。一方、世界的なマクロ経済の不透明感が払拭されていないため、先行きは不透明。
	中国	▲			■		中国は経済再開が順調に進む。1月のPMIは急上昇し、消費主導の回復が続き、マクロデータは引き続き改善する見込み。中国株は最近の上昇にもかかわらずなお歴史的に割安な水準にある。
	スタイル、時価総額						
	グローバル・グロース (vs. バリュエ)			■			バリュエ株の相対バリュエーションは依然魅力的。景気の先行きはなお心配だが、中国と欧州の見通しが改善してきたため直近では緩和されている。金融株は今後も金利上昇の恩恵を受ける見通し。
	米国 中小型 (vs. 大型)				■		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。しかし、小型株はこれまでのところ経済的な逆風下でもかなり堅調に推移している。質の高い銘柄重視の姿勢が望ましい。
	日本 中小型 (vs. 大型)	▲			■		国内金利上昇や円高進行など、11月末の中小型株のオーバーウェイト縮小の背景となったリスクの実現に加え、日本の中小型株の大型株に対する劣後が世界的にみても顕著であることを踏まえ、オーバーウェイトを若干拡大。
債券 (円ヘッジ付) ・ キャッシュ	インフレ敏感セクター						
	実物資産株式				■		エネルギーと工業用金属は中国経済の再開が下支えとなる一方、不動産は金利上昇の逆風に直面。最終的に、コモディティ価格は世界の景気減速懸念から下押し圧力を受けるかもしれないが、高インフレが続くと魅力的なヘッジを提供する。
	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。当月は国内債券のアンダーウェイト拡大分をさらにプール。
	国内債券	▼		■			日銀首脳人事にかかわらず、金融政策正常化観測は今後も残存し、春闘や新年度入りに伴う物価引き上げなども債券利回りの上昇圧力につながるとみてアンダーウェイトを拡大。
	米国 投資適格公社債			■			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するも、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って、利回りが大きく上昇するリスクが残る。
	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見通し。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				■		利回りは不安定な展開が続く可能性があるが、インフレのピークアウトや景気の減速が長期債には引き続き追い風。
	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。
	グローバル ハイイールド社債				■		一段と厳しい経済環境下でもクレジットファンダメンタルズは引き続き良好。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、デュ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したことから、オーバーウェイトを縮小。
通貨	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、利回りはピークから下がってきたが、まだ非常に魅力的。中銀の引き締めが峠を越したことやインフレの鈍化もサポート材料。
	米ドル (対円)	▼			■		米国のインフレ鎮静化やFRBの早期利上げ終了から利下げへの転換に対する市場の期待はやや過剰とみるものの、日銀の金融政策正常化の可能性などの新たな円高材料に注目し、オーバーウェイトを解消。
	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が後退し、景況感も改善してきた中、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、ニュートラル姿勢を維持。
	豪ドル (対円)		■				中国の経済再開による資源需要増期待はあるものの、世界的な成長鈍化による資源国通貨の下押し圧力、オーストラリアの住宅市況の落ち着きなどを踏まえ、豪ドルの小幅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。





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



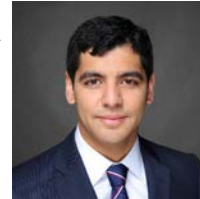
Thomas Poullaouec  
マルチ・アセット・ソリューションズ  
APAC 責任者



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.Rowe Price®

### 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。

MSCI指数：出所 MSCI。MSCIおよびその関連会社、並びに第三者の情報源および提供者（まとめて「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。本資料は、MSCIによって承認、審査、発行されたものではありません。過去のMSCIのデータおよび分析は、将来のパフォーマンスの分析、見直しまたは予測を示唆または保証するものではありません。いずれのMSCIのデータも、投資判断のための投資アドバイスや推奨を目的とするものではなく、投資アドバイスや推奨として依拠してはなりません。

S&P500指数は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。

「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。

### 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

202302-2751811