



T.RowePrice



2024年
グローバル市場
環境見通し
構造変化が新たな
投資機会を創出



Arif Husain, CFA[®]
インターナショナル債
券部門責任者及びCIO



Sébastien Page, CFA[®]
グローバル・マルチ・アセット
部門責任者及びCIO



Justin Thomson
インターナショナル株式
部門責任者及びCIO



不透明なマクロ経済環境を乗り切る | 3ページ

世界の主要国、特に米国の経済は、金利上昇に対して驚くべき底堅さを示してきたが、2024年には逆風が強まる可能性が高い。



債券投資の再考 | 6ページ

FRBは2024年に市場予想より遅く利下げを行うと考えられる。
ハイイールド債と短期投資適格社債に投資機会があると期待される。



株式投資対象の拡大 | 9ページ

株式投資家は2024年に投資対象を広げる必要がある。日本、新興国、ヘルスケア、人工知能（AI）に投資機会があると期待される。



2024年戦術的資産配分 | 13ページ

今後6～18ヵ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。

はじめに：世界経済の構造変化

ここ数年にわたって蓄積された経済の歪みが、世界の投資環境に構造変化をもたらしました。パンデミックで見られた大規模な財政刺激策とゼロ金利政策は、金融引き締め政策と債券利回りの急上昇に取って代わられています。

米連邦準備制度理事会（FRB）をはじめとする主要な中央銀行はインフレ抑止策を進めており、各国の政策金利はピークに近づきつつあると見られる（図表1）ものの、FRBは2024年に金利を据え置く可能性が高いと当社は見えています。

金融政策の効果は通常、遅れて現れるため、世界の経済成長は依然としてリスクに晒されています。ユーロ圏は既に景気後退に陥っており、中国のパンデミック後の回復は期待外れでした。しかし、米国は企業と消費者がともに他の主要経済よりも金利上昇に対する感応度が低いことは、米国経済の見通しにとっては明るい材料です。パンデミック下での財政刺激策による消費下支え効果も依然残っています。

長期債のボラティリティが上昇

2024年も債券のボラティリティは不確実性から高止まりすると見込まれます。しかし、主要中央銀行が金利を据え置きにすれば、中央銀行の引き締めによる短期債の急激な変動とは対照的に、長期債のボラティリティが高まると見込まれます。米国債の増発も長期債利回りに上昇圧力がかかる可能性があります。

魅力的な利回りが投資適格未満のハイイールド債を下支えし、信用力の改善がデフォルトの発生を比較的強く抑えるでしょう。短期投資適格社債も投資機会をもたらすと考えられます。一方で、発行体のファンダメンタルズには細心の注意を払うことが重要です。

大手テクノロジー企業以外の投資機会

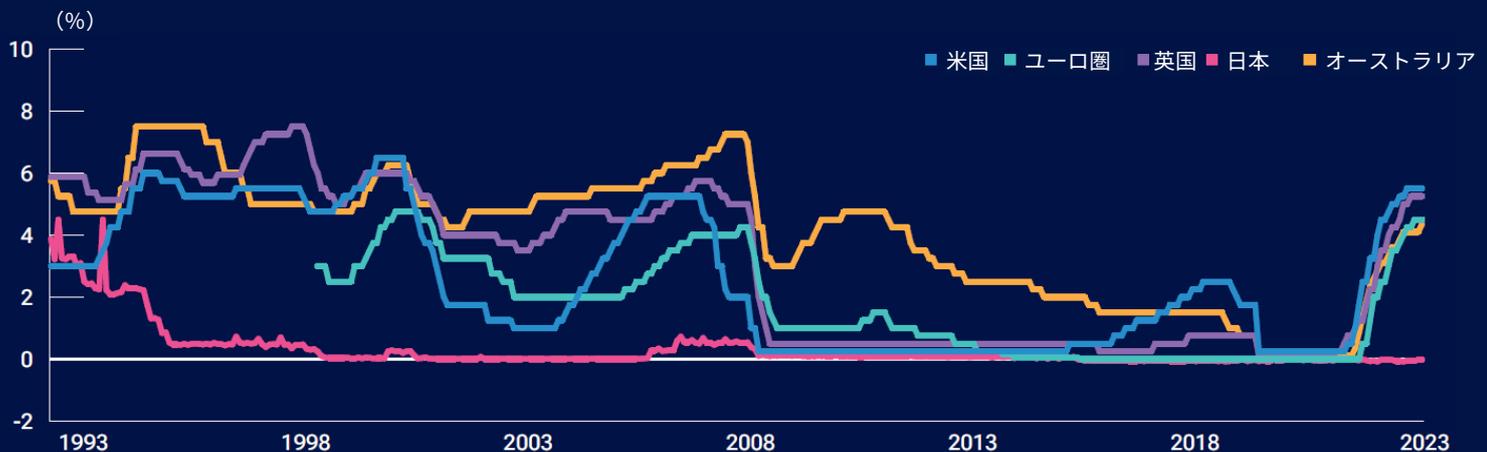
グローバル株式の2023年の回復は、一部の超大型テクノロジー株によってけん引されました。しかし、2024年は、いくつかの国・地域市場における良好なファンダメンタルズや他の主要セクターにおけるイノベーションが投資機会の拡大をもたらすと考えられます。

ヘルスケア・セクターにおけるイノベーションや、エネルギー・セクターにおける伝統エネルギーと再生可能エネルギー双方への設備投資により、投資機会がもたらされると期待されます。コモディティ関連セクターは底入れしたと見られ、インフレが予想以上に高止まりすれば、魅力的なヘッジ手段となり得ます。

新興国株式は先進国株式より割安です。中国は、経済成長が停滞しているものの、選別的な投資機会を見出しています。先進国市場の中では、構造的要因と景気循環的要因が日本株式を下支えすると見えています。

金利サイクルはピークに近づきつつある

（図表1）中央銀行の政策金利*



* 米国=フェデラル・ファンド・レートの上限、ユーロ圏=欧州中央銀行の主要リファイナンス金利、英国=イングランド銀行のオフィシャル・バンク・レート、日本=日本銀行の無担保コールレート（オーバーナイト物）、オーストラリア=オフィシャル・キャッシュ・レート。

出所：FRB、欧州中央銀行、イングランド銀行、日本銀行、オーストラリア準備銀行、ヘイバー・アナリティクス。ファクトセットのデータをもとにティー・ロウ・プライスが作成。全ての権利はファクトセットに帰属します。

不透明なマクロ経済環境を乗り切る



コロナ禍とその後の回復が経済指標を歪めており、伝統的な景気後退シグナルに頼っていたエコノミストは、絶えずその前提の修正を余儀なくされています。その結果、世界的な景気後退が予想されているにもかかわらず、歴史的に見てもその発生が遅々として進まない状況です。

確かに、世界経済の見通しに慎重な見方をする理由があります。欧州は2024年初まで経済停滞が続き、年後半に回復すると見られています。アジアでは、中国の経済見通しは依然として暗く、不動産市場に改善の兆しはほとんど見られていません。他のいくつかの国・地域の商業用不動産セクターも、依然として脆弱です。

一方、米国、日本、欧州は経済成長とインフレのバランスが異なるステージにいます。つまり、FRB、欧州中央銀行（ECB）、日本銀行（日銀）の金融政策は、2024年にますます非同期性を高めて乖離し、市場ボラティリティがさらに高まる要因となります。

地政学的な不確実性も、特に中東やウクライナにおける紛争がエネルギー価格の高騰を再び引き起こすならば、ボラティリティをさらに高める可能性があります。アルゼンチンの大統領選挙とオランダの総選挙において極右ポピュリストの候補が勝利したことで、その他の国でもポピュリスト政党が勝利するのではないかと懸念が生じています。特に米国では、2024年11月の大統領選挙が控えており、最も注目される政治イベントです。

2023年11月末時点において、世界経済は金利上昇に対して驚くべきほどの底堅さを示しており（図表2）、米国経済は予想以上に堅調でした。コロナ対策や他の財政刺激措置によって生み出された前例のない水準のキャッシュは、米国の家計および企業のバランスシートを下支えしてきました。消費者の余剰貯蓄が今後も米国経済の成長を支えると考えられます（図表3）。

“...世界的な景気後退が予想されているにもかかわらず、歴史的に見てもその発生が遅々として進まない状況です。”

世界の主要経済は底堅さを示す

（図表2）実質GDP成長率（2010年基準）



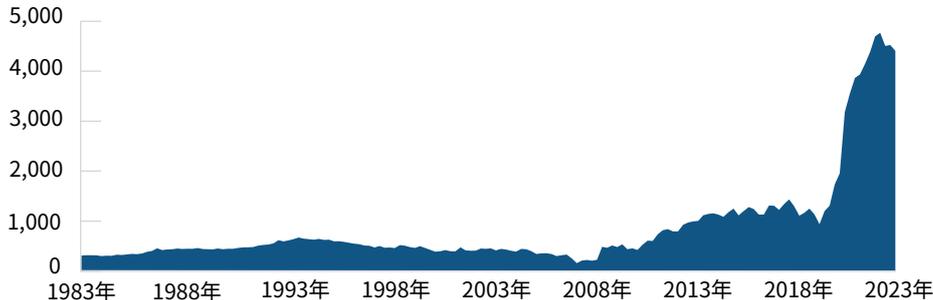
2023年9月30日時点。

出所：米国経済分析局、欧州連合統計局、日本内閣府、ヘイバー・アナリティクス。ファクトセットのデータをもとにティー・ロウ・プライスが作成。全ての権利はファクトセットに帰属します。

米国の消費者は潤沢なキャッシュを保持

(図表3) 米国家計の現預金

(10億米ドル)



2023年6月30日時点。

出所：米連邦準備制度理事会。

個人消費は、強固な米国労働市場を背景に、最も底堅い経済成長の原動力となってきました。2023年9月末時点で、米国労働市場において640万人の失業者に対して960万人の求人がありました。

環境変化への対応

米国経済が2024年に底堅さを維持しても、投資家は新たな市場環境に適応する必要があると考えています。この変化の影響を理解するためには、第二次世界大戦と朝鮮戦争による歪みが解消した1955年以降、米国が経験した4つの環境変化を検証することが有効です。

パンデミック後の環境はこれら過去の局面のどれとも完全に一致するわけではないものの、それらの局面で優勢だったいくつかの特徴を含みます。2008年の世界金融危機後の物価の伸びが縮小するデスインフレと金利低下を下支えした構造的要因から足もと転換していることを踏まえると、世界金融危機後の「ニュー・ノーマル」への回帰は、今後起こる可能性が最も低いと思われます。

2024年に向けて、インフレ・リスクは高まっています。エネルギー価格は供給サイドからの圧力を背景に懸念材料です。2023年第3四半期時点で、米国の賃金は年率約4%のペースで上昇しています。

過去の市場環境とその特徴

好況

1950年代／1960年代



- 高成長
- 低い失業率
- 低インフレ

スタグフレーション

1970年代



- 低い／不安定な経済成長
- 低い株価リターン
- 物価の高騰

オールド・ノーマル

1982年以降



- 持続的な金利の低下

ニュー・ノーマル

2008年の世界金融危機後



- 低成長
- 低金利
- 低インフレ

上記は例示のみを目的としています。

米国の経済成長が停滞したまま、消費者物価が一転して再加速するならば、スタグフレーションのリスクが著しく高まります。

2024年はどの環境が優勢となる可能性が高いでしょうか？最近のフェデラル・ファンド（FF）レートとインフレ率は、世界金融危機前の「オールド・ノーマル」に近いものの、次に近い環境はスタグフレーションではなく、戦後の好況です。

2%超の（インフレ調整後の）実質金利が市場にどのような影響を与えるかはまだ分かりませんが、高金利が米国経済を破綻させるとは考えていません。金利は世界金融危機後の環境を上回るものの、資本市場の歴史の中で高い方ではありません。FFレートが数十年にわたり5%を超えても、株式市場は堅調でした。インフレの高止まりは、歴史的に見て、企業利益に有利に働いてきました。

リスク資産に対してニュートラル

不透明なマクロ経済環境にもかかわらず、投資家が過度に悲観的となる理由はありません。中小型株や実物資産株式など割安なバリュエーションで取引されている市場セグメントは、相対的に魅力があります。

ボラティリティが高騰し、市場が下落するならば、株式投資の好機となる可能性があります。

しかし、今は戦術的配分を大きく取るのに適切な時期とも考えていません。米国イールドカーブの最近の「逆イールドの縮小」は、今後数カ月にわたり株式と債券のボラティリティ上昇の前兆となる可能性があります。2024年に向けて最善のアプローチは、株式を含むリスク資産に対して広くニュートラルを維持することだと考えています。

米国の金利が過去平均に近づく中で、債券が今や株式より高いインカムと安定性を提供することから、バランスのとれたポートフォリオは分散効果をもたらします。しかし、金利は2024年も引き続き大きく変動する可能性があるため、キャッシュや短期債へのオーバーウェイトを維持する方が賢明でしょう。これらの資産は足もと、デュレーションを最小限に抑えながら魅力的な利回りを提供しており、市場機会が生じた場合には流動性も提供します。

株式と債券の割合を60対40とする伝統的ポートフォリオより高いリスクを負担する意欲がある投資家向けには、伝統資産と相関が低く、市場の混乱や高利回りから恩恵を受け得るプライベート・クレジットなどのオルタナティブ資産を選好します。

“ ...投資家が過度に悲観的となる理由はありません。

不透明なマクロ経済環境を乗り切る

投資アイデア	根拠	例
魅力的なインカムを追求。	世界経済は金利上昇にもかかわらず底堅いものの、2024年に高い経済成長は見込まれない。このため資産価格の上昇余地は抑えられ、高い利回りを有するインカム資産が重要なリターン源泉となる可能性がある。	— 短期債券
バリュエーションが割安な資産クラスに配分。	小型株は、経済成長に対する懸念と金利上昇の影響を反映して、歴史的に見て割安な株価水準で取引されている。経済が底堅さを維持すれば、小型株は大きな上昇余地を提供する可能性がある。	— 米国小型株 — インターナショナル（除く米国）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。



2021年後半以降の大幅な金融引き締めにより、債券市場はパンデミック局面やその後の景気刺激策による緩和環境とは大きく異なるものとなりました。このような変化から生まれる逆流が、2024年に再び投資家に試練としてのしかかるでしょう。

2024年のマクロ経済環境は、インフレ、流動性、財政支援、中国の経済成長、住宅、信用供与、労働市場の健全性などのすべてがピークに達した、またはピークを過ぎた状態だと言えるでしょう。言い換えると、パンデミック後の環境を決めた一過性の追い風のほとんどが消えつつあります。

世界経済、特に米国経済は、これまでのところ比較的よく持ちこたえて来たものの、債券利回りの急上昇を受けて、経済のハードランディングはあり得ない話ではなくなって来ています。2024年に景気後退が回避されるとしても、経済成長に対する懸念は断続的に高まると予想しています。

高金利環境の長期化

11月末時点で、先物市場は、米国経済が景気後退に陥るならばFRBが救済に乗り出すと予想し、2024年に4回の利下げを織り込んでいました。しかし、FRBや他の先進国の中央銀行が、パンデミック後のインフレを抑えきることができなかったことから、2024年の大半を通じて政策金利は高水準で維持される可能性が高いと考えています。

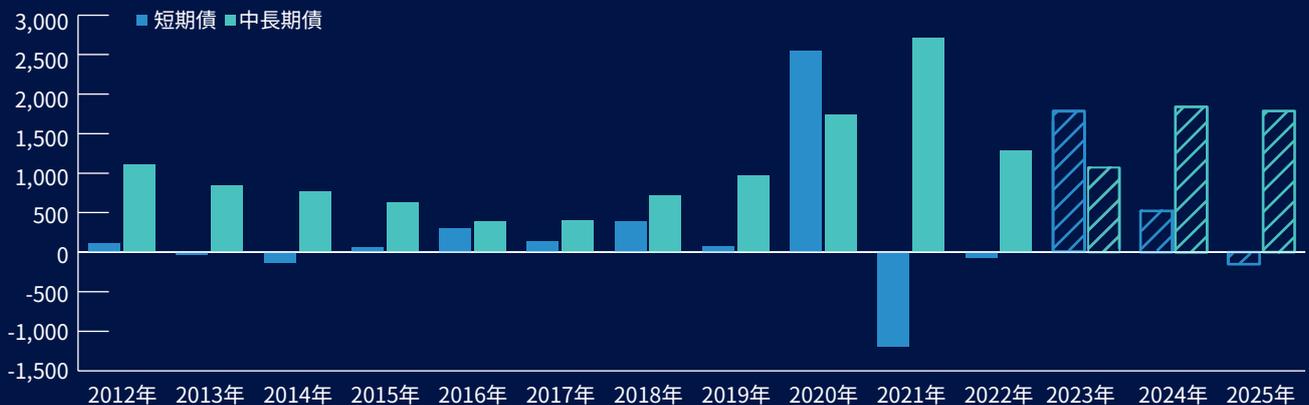
脱グローバル化、労働参加率の低下、エネルギー価格上昇圧力などの構造的要因も、過去の景気減速局面より高インフレを長期化させ、中央銀行の金融緩和意欲を削ぐ可能性があります。

もちろん、金融市場を変動させる重大なイベントが発生すれば、金融政策当局者は、インフレが高止まりする中でも利下げや量的引き締め（パンデミックで購入した債券が償還されることによる流動性の縮小）の停止に踏み切る可能性があります。

米国債の発行は長期債にシフト

(図表4) 米国債の新規発行（ネット）

(10億米ドル)



2023年11月18日時点。2023年～2025年は推定値。

出所：米財務省、米国証券業金融市場協会、モルガン・スタンレー。モルガン・スタンレーによる推定値。実際の結果は予想とは大きく異なる場合があります。

そうした調整を警告する「探鉱のカナリア」として、より深刻な銀行危機、商業用不動産の破綻、2023年に米国株式市場の上昇をけん引した超大型テクノロジー株の暴落、プライベート・エクイティ市場の調達環境の悪化などが挙げられます。

しかし、当社の基本シナリオでは、中央銀行は2024年にわたり金利を据え置くと予想しています。このスタンスは、FRBによる2022年と2023年初頭の金融引き締めにより見られた短期金利の大幅な上昇とは異なり、イールドカーブの長期ゾーンのボラティリティが高まると考えられます。

ソブリン債発行の急増

財政赤字が膨らむ中で、政府は引き続き市場に大量の新発ソブリン債を発行すると予想しています。これは特に米国で顕著で、米財務省は大量の新規発行を短期債から中長期債にシフトしています（図表4）。

この発行年限のシフトは、イールドカーブが2024年にステープ化するという当社が最も確信度が高いと考える見通しの根拠の一つです。高格付けソブリン債の利回りは2023年終盤にピークをつけたと思われるものの、まだ上昇する余地はあります。そのため、イールドカーブのステープ化は金利水準の見通しよりも重要なファクターになると考えています。

国債発行急増の別の影響として、企業を資金調達市場から締め出す、あるいは少なくとも資金調達コストを上昇させる可能性があります。そうなれば、企業が設備投資や雇用を抑制し、世界経済の下支えが弱まる可能性があります。

ハイイールド債の信用力が改善

社債市場に目を転じると、クレジット・スプレッド（クレジット・リスクを伴う債券と満期が同等の高格付け国債との利回り格差）は、11月下旬時点で過去平均に近い水準で推移しており魅力は若干劣ってきているものの、高い利回り水準が引き続きハイイールド債に対する需要を下支えすると考えられます。

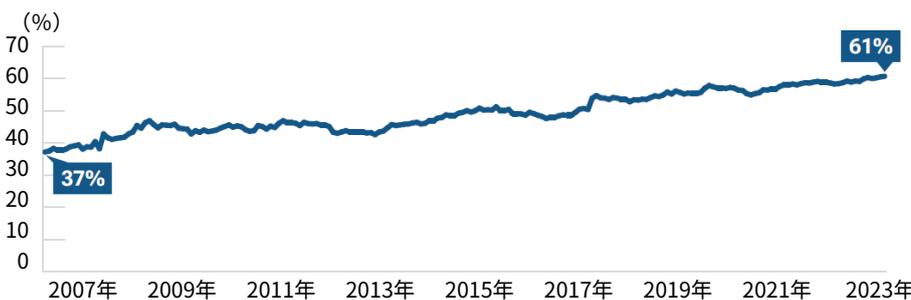
ハイイールド債ユニバース全体の信用力が改善している（図表5）ため、投資家は過去ほどクレジット・リスクをとらなくても、魅力的な利回りを得ることができます。

短期社債においても魅力的な投資機会を見出しています。短期社債はある程度のクレジット・リスクを伴うものの、満期が短いため景気後退の影響を軽減します。11月下旬時点で、短期社債はマネーマーケット・ファンドや銀行預金を上回るイールド・プレミアムを提供しており、短期金利が2024年に低下した場合、投資家は有利なポジションを確保できます。

“投資家は過去ほどクレジット・リスクをとらなくても、魅力的な利回りを得ることができます。”

ハイイールド債の格付けは上昇

（図表5）クレディ・スイス・ハイイールド指数に占めるBB格銘柄の割合



2023年10月31日時点。
出所：クレディ・スイス。

2024年に向けて、長期投資適格社債のクレジット・スプレッドは、デフレーションの長期化による追加リスクに見合うほど十分に拡大していないと見ています。しかし、年が進むにつれて、スプレッドの拡大がこれらの債券に魅力的な投資機会を生み出す可能性があります。

高格付けソブリン債と株式や社債などリスク資産とのパフォーマンスの相関は、市場が高金利環境に適応し、世界の経済成長が減速する中で、引き続き変動すると予想しています。しかし、株式やクレジットが大きく下落する場合、デフレーションが投資家に利益をもたらすと考えています。

ハイイールド債や新興国債券などコア債券以外の資産も、株式が堅調または横這いで推移しても、分散されたリターン源泉として機能すると考えられます。

2023年に、多くの投資家は利回りが明確なピークをつけるまで、債券への配分引き上げを控える傾向があったようです。2024年は、多くの債券セクターにおいて過去20年間で最高レベルの利回りを享受することが、より魅力的な選択肢であると考えています。これまでと同様に、投資適格社債とハイイールド債の双方の発行体に関するアクティブな信用ファンダメンタルズの詳細な分析が肝要です。

債券の再考

投資アイデア	根拠	例
金利はピークをつけた可能性が高いものの、イールドカーブのスティープ化に伴いボラティリティは持続する可能性がある。	インフレの緩和と中央銀行の金融政策の乖離が金利ボラティリティを高止まりさせる。イールドカーブのスティープ化が予想される。この環境は、短中期債および金利ボラティリティを乗り切る柔軟性を備えた戦略に有利となる可能性がある。	— ダイナミックかつ柔軟な債券戦略
高利回りと良好なファンダメンタルズを活用。	景気後退リスクがあるものの、デフォルト率はわずかな上昇に留まると予想。ハイイールド債は信用力の改善により魅力的なリスク・リターン特性を提供。高利回り環境と銀行融資の抑制はプライベート・クレジットにとってポジティブ。	— ハイイールド債 — プライベート・クレジット

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。

株式投資対象の拡大



世界が高インフレと高金利が続く環境に移行することから、グローバル株式市場は2024年も引き続き厳しい環境に直面すると見込まれます。この移行は、利益の成長期待を変化させ、ボラティリティを高める可能性があることから、リスク管理に細心の注意を払うことが必要となります。

市場のけん引役が一部の分野に集中していた環境から遷り変わることで、バリュエーションやファンダメンタルズを重視する投資家に対して、多様なリターンの源泉を得る投資機会を提供するでしょう。

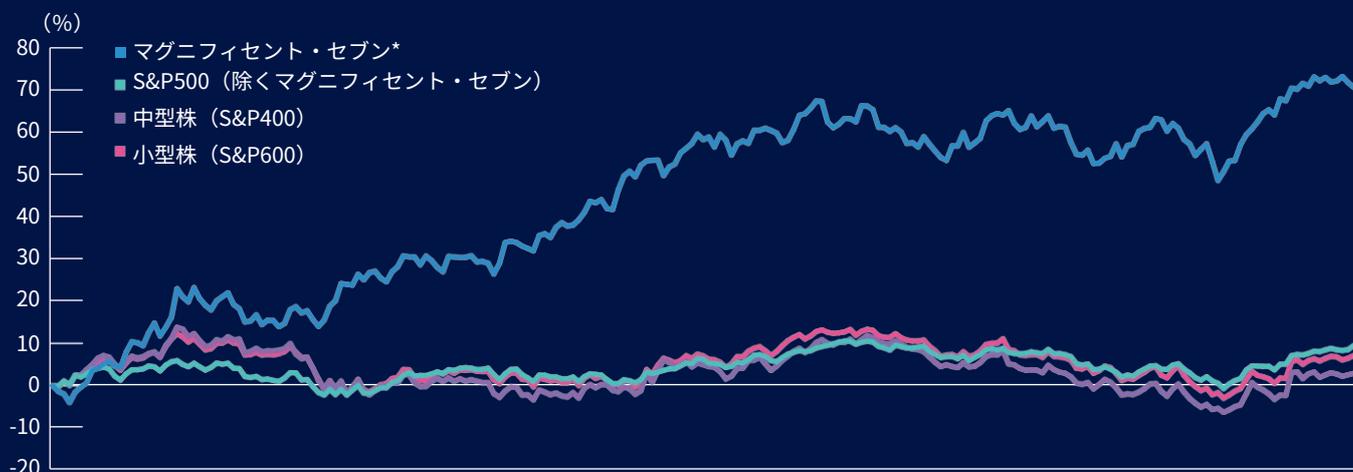
米国株式のバリュエーションは妥当な水準にまで調整して来ているものの、利回りが魅力的なマネーマーケット・ファンドや短期債券との競争に晒されています。これは魅力的な相対バリュエーションを探る必要性を示唆します。

グローバル株式の2023年のパフォーマンスは、主に「マグニフィセント・セブン」と呼ばれる超大型米国

テクノロジー株にけん引され（図表6）、これらの企業の予想を上回る業績と人工知能（AI）応用への期待の高まりによって押し上げられました。マグニフィセント・セブン株全体の11月末までの年初来のリターンは、時価総額加重ベースで70%を超えました。一方、S&P500指数の残り493銘柄のリターンは、9.5%弱の上昇にとどまりました（図表6）。このように特定分野の集中度の高い市場は、特にベンチマーク対比で評価され、これらに巨大なポジションを維持する必要がある投資戦略のリスクを高めます。

堅調なパフォーマンスによりバリュエーションが相対的に高まっている米国の大手テクノロジー株は、平均を上回った後のパフォーマンスは振るわないという平均回帰のリスクに晒されます。そのため、2024年に投資機会が他の分野にも拡大する中で、超大型テクノロジー株はけん引役から外れる可能性が高いと考えています。

米国株式のパフォーマンスは上位銘柄の寄与度が大きいものの、2024年のけん引役は変わる可能性がある（図表6） 2023年初来の累積リターン



2023年11月30日時点。

* マグニフィセント・セブンは、アップル、アルファベット、アマゾン、メタ、マイクロソフト、エヌビディア、テスラを指します。パフォーマンス結果は時価総額加重平均です。記載された特定の証券は情報提供のみを目的として示しており、これらを推奨するものではありません。

出所：スタンダード・アンド・プアーズ。ファクトセットのデータをもとにティール・ロウ・プライスが作成。全ての権利はファクトセットに帰属します。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。

2024年の世界の株式市場

米国株式

超大型株の追い風は弱まると予想されるものの、ヘルスケアとエネルギーは明るい材料

欧州株式

経済不安が少なくとも上半期に市場を圧迫

新興国株式

魅力的なバリュエーションと財政・金融刺激策が追い風に

日本株式

規制改革、ガバナンス、バリュエーション、マクロ経済トレンドがいずれも支援材料

中国株式

経済回復の遅れは問題だが、ハイテク産業に選別的な投資機会



地域別投資機会

相対的に魅力的なバリュエーション（図表7）、業績向上期待、追加財政・金融刺激策の可能性が総じて新興国を下支えすることから、先進国株式よりも新興国株式を選好しています。集中度の高いグローバルなサプライチェーンからの転換も新興国に有利に働く可能性があります。

恩恵を受ける可能性がある国として、マレーシア、インドネシア、ブラジル、チリが挙げられます。

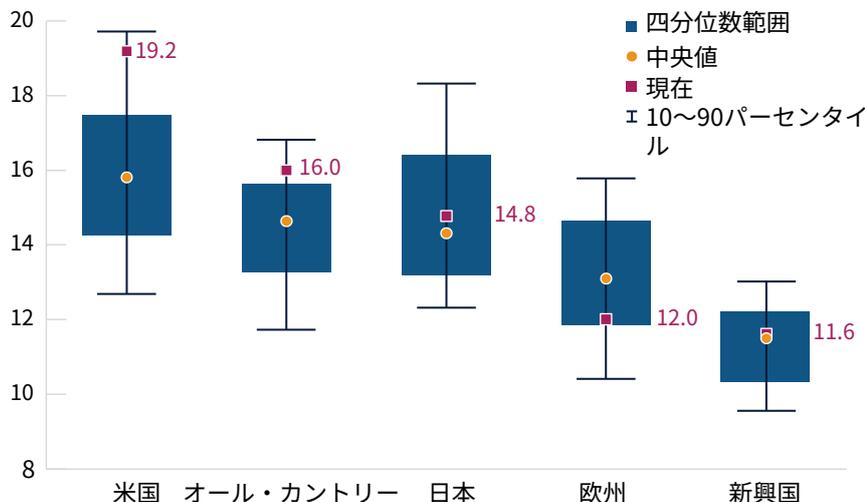
先進国の中では、欧州株式の目先の見通しは、他の先進国や新興国と比べて魅力が劣ります。景気減速に応じて、需要は弱まる可能性が高く、利益率は圧力を受ける可能性があります。

利益率が高い企業は、この環境をより効果的に乗り切る可能性が高いばかりでなく、より高いバリュエーションで取引されるでしょう。

欧州が2024年後半に予想される景気回復に近づく過程で、バリュエーションも妥当な水準にあることから、さらなる投資機会が生まれると考えられます。

新興国株式のバリュエーションは相対的に割安

（図表7）12ヵ月先予想株価収益率（PER）*



2023年11月20日時点。

*コンセンサス業績予想に基づきます。範囲と中央値は、2023年11月までの20年間における月次PERを使用しています。米国 = MSCI USAインデックス、オール・カントリー = MSCIオール・カントリー・ワールド・インデックス、日本 = MSCI日本インデックス、欧州 = MSCI欧州インデックス、新興国 = MSCIエマージング・マーケット・インデックス。出所：ゴールドマン・サックス・インベストメント・リサーチ。

2024年の注目セクター



テクノロジー

先進技術を備えた半導体やAIの発展を支える企業



ヘルスケア

バイオ・医療機器や肥満治療薬等が食品、小売り、ホスピタリティに波及効果



エネルギー

エネルギー価格の上昇や脱炭素化の取り組みが新旧エネルギーを支え

日本株式は引き続き相対的に魅力があります。日本円は割安に評価されているものの、日銀が金融政策を変更すれば、円は上昇すると見込まれます。円高は歴史的に見て輸出主導型の日本経済にとってマイナスに評価されてきたものの、ポジティブな経済のモメンタムおよび国内投資家の資金が国内に回帰する可能性を考慮すると、今後の潜在的な影響は不透明です。しかし、海外投資家にとって、日本には妥当なバリュエーション、割安な通貨、構造改革といった3つの利点があります。

中国経済の成長見通しは、これまでの需要刺激策の効果が薄く、あまりポジティブではありません。2024年予算でGDPの3%を超える赤字を認めた当局の決定は、変化への正しい方

向への一歩でしたが、政策当局がさらに踏み込むか否かは不明確です。この不確実性は、中国の株式市場の相対的に低いバリュエーションに反映されています。

中国経済全体の成長の方向性は不透明ですが、過度にネガティブなセンチメントは、電気自動車、半導体、高付加価値工業製品など、中国の産業基盤の技術的な向上から恩恵を受けるセクターにおいて、2024年に選別的な投資機会を生み出す可能性があります。

主なセクター・テーマ

テクノロジー／AI：米国の大手テクノロジー企業は、新たな能力の獲得と既存の能力の改良にしのぎを削っており、2024年にどの程度の圧力にさらされるかは、AIからの収益性をどの程度示せるかに左右されるかもしれません。しかし、相対的に少数の企業が多く恩恵を受けた1990年代のインターネット・ブームとは対照的に、AIは様々なセクターや企業の生産性を向上させる可能性を秘めていると考えます。

魅力的な投資機会として、先進半導体を開発している半導体企業、企業の規模拡大を支援し、それらのAI能力を強化するテクノロジー・サービス企業、需要の増大から恩恵を受けるデータ・センターなどが挙げられます。

“

... AIは広範囲にわたるセクターや企業の生産性を向上させる可能性を秘めていると考えています。

ヘルスケア：バイオプロセッシングから医療機器、新たな肥満治療法に至るイノベーションも2024年に多大な投資機会を生み出す可能性があります。米国食品医薬品局（FDA）が体重管理薬として一定の糖尿病治療薬の使用を承認したことは、患者の治療成績を変化させるばかりでなく、肥満がその他多くの症状の要因であることから、ヘルスケア経済を作り直す可能性すらあります。これらの進歩は、食品、小売り、ホスピタリティなどのセクターに長期的な影響を及ぼす可能性があります。

エネルギーおよびコモディティ：エネルギーやその他のコモディティ関連株は、インフレが予想より高止まりしたり、地政学的要因が別のエネルギー価格ショックの引き金となった場合に、2024年に魅力的なヘッジ手段となり得ます。国や企業が脱炭素化を推進する中で、投資家にとって大きな焦点となる可能性があります。

多くの新興国は、エネルギーやコモディティ関連セクターへの集中度が高いため、再生可能エネルギー・プロジェクトによって設備投資が大幅に上昇すれば、これらの市場は恩恵を受けると考えられます。

コモディティ生産者の長期見通しは、生産性がピークをつけ、生産コストが上昇することによって価格が上方修正される中で、改善する可能性があります。地政学的リスクも、供給が拡大したとしてもエネルギー価格を高止まりさせる要因となり、業界の収益性にプラスの影響を与えます。

これらの要因は、必ずしもグローバル・コモディティが新たな強気相場に入っていることを意味しませんが、長期サイクルの底入れの可能性を示唆します。

株式投資対象の拡大

投資アイデア	根拠	例
市場のけん引役の拡大とリターン源泉の多様化。	目先の不透明な経済状況にもかかわらず、一部のセクターはイノベーションや再生可能エネルギーへの移行から恩恵を受ける可能性がある。	<ul style="list-style-type: none"> — テクノロジー株 — ヘルスケア株 — エネルギー株
構造的な追い風を受け、バリュエーションの魅力的な地域を重視。	規制改革、コーポレート・ガバナンスの改善、資本効率の改善、株主還元への配慮など、日本市場回復の主な原動力は依然としてポジティブ。新興国は財政・金融刺激策から恩恵を受ける可能性がある。	<ul style="list-style-type: none"> — 日本株式 — 新興国株式

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。

2024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、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。

資産クラス

株式	■ バリュエーションは全般にニュートラルだが、選別的な投資機会あり。短期的に底堅い業績を維持すると予想するが、金融引き締め政策の効果は遅れて現れるため、世界経済の成長は依然として不透明。
債券	■ 利回り水準は近年では魅力的だが、発行量の増加とインフレの高止まりが、特に長期債に対して逆風となり得る。クレジット・ファンダメンタルズは引き続きサポート材料。
キャッシュ	■ 多くの中央銀行が政策金利を据え置きにしている中、キャッシュは流動性を提供。しかし、金融緩和に転じれば、2024年下半年に短期金利を低下させる可能性がある。

地域

米国	■ 米国の経済活動がこれまで底堅さを発揮してきたことから、2024年の利益成長率は2桁に近づく予想される。バリュエーションは適正。金利上昇は支払利息の多い企業に圧力を加える。
グローバル (除く米国)	■ バリュエーションは相対的に割安だが、一部の主要地域、特に欧州と中国の経済成長見通しは依然として厳しい。利下げに転じれば、金利感応度の高い経済を下支えする可能性がある。
新興国	■ バリュエーションと通貨は魅力的。金融緩和が経済成長を下支えする可能性がある。中国は住宅部門に対する懸念により逆風だが、その他の地域は輸出の回復から恩恵を受ける可能性がある。

スタイル・時価総額

株式

米国グロース (対バリュー)	■ 経済成長の鈍化がシクリカル・セクターに対して逆風となる可能性がある。AIや肥満症治療薬を巡るモメンタムがグロースに対する構造的な追い風となるが、バリュエーションには留意が必要。
グローバル (除く米国) グロース (対バリュー)	■ バリュー株の株価水準は魅力的で、コモディティ関連や金融関連はインフレの高止まりから恩恵を受ける可能性がある。グロース株は相対的に割高で、中国における需要の鈍化が逆風となる可能性がある。
米国中小型株 (対大型株)	■ 小型株は、大幅な景気後退を既に織り込んでいることからバリュエーションが魅力的。しかし、高レバレッジ、低利益率、目先のリファイナンス・ニーズを背景に、金利上昇が依然としてリスク。
グローバル (除く米国) 中小型株 (対大型株)	■ 小型株のバリュエーションは相対的に割安。経済成長安定化の兆しと中央銀行の金融緩和政策が投資を再開する契機となり得る。

インフレ敏感セクター

実物資産株式	■ コモディティ関連株は割安で、インフレの高止まりやエネルギー価格ショックに対するヘッジ手段を提供する。原油価格は、生産性がピークアウトしているため、構造的に上昇する可能性がある。
--------	--

債券

米国投資適格公社債	■ 利回りは全般に魅力的。長期債はインフレや大量の新規供給に対して依然として脆弱であるため、コア債券と短期債券を選好。クレジット・ファンダメンタルズは引き続き良好。
先進国 (除く米国) 投資適格公社債	■ 世界各地の中央銀行は、インフレ鈍化の兆しを受けて、引き締めのピークに近づいている模様。利回りは米ドル・ヘッジ・ベースで魅力的。
米国長期国債	■ 長期債利回りはピークに近いと思われるが、発行量の増加およびインフレの高止まりに対して依然として脆弱。米国債は、リスク資産との相関が低下すると予想されるため、リスク資産に対して安定性をもたらす可能性がある。
インフレ連動債	■ ブレークイーブン利回りはインフレの継続的な減速を反映。インフレ再加速の兆候が再投資の好機となり得る。
グローバルハイイールド社債	■ 魅力的な利回りは、スプレッドが拡大した場合のクッションを提供。信用ファンダメンタルズは依然として良好で、デフォルト率が上昇する可能性はあるものの、過去平均を上回ることはない予想される。
変動金利バンクローン	■ バリュエーションと利回りは依然として魅力的だが、ローンの変動金利特性とデュレーションの短さは、金利がピークに近づくなかで魅力を低下させる。
米ドル建て新興国ソブリン債	■ 利回りは依然として魅力的で、インフレ圧力の緩和と中央銀行の引き締めサイクルのピークはともに下支えとなる。米ドル安は新興国経済にとってポジティブ。
現地通貨建て新興国ソブリン債	■ 現地通貨建て新興国債券と新興国通貨はともに割安。中央銀行の金融緩和期待、インフレ圧力の低下、経済成長の上振れの可能性が同セクターを下支え。

- ・ 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。
- ・ 上記の戦術的資産配分は、海外投資家向けの資産クラス・ポジショニングを掲載しています。日本の投資家向けの資産クラスやポジショニングについては、弊社営業担当者にご照会いただくか、または毎月発行する「グローバル・アセット・アロケーションの視点と投資環境」をご覧ください。

INVEST WITH CONFIDENCE®

ティー・ロウ・プライスは、進化する世界で投資機会を見極め、アクティブ運用をもってお客様の成功を支えます。

追加ディスクロージャー

- ・ 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。
- ・ クレディ・スイスの出所：著作権はCREDIT SUISSE GROUP AG/その関連会社に帰属します。無断複写・転載を禁じます。
- ・ S&Pの出所：S&Pが算出するインデックスはS&P Dow Jones Indices LLCまたはその関連会社（「SPDJ」）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、SPDJ、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&Pが算出する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。
- ・ CFA®はChartered Financial Analyst®の略で米国の証券アナリスト資格です。CFA®およびChartered Financial Analyst®は、CFA Instituteの登録商標です。

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

202312-3280902