



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4月

1 市場見通し 2023年3月31日時点

- 年後半には中央銀行の引き締めの影響が表れ、景気及び企業業績見通しを圧迫する見込み。インフレ圧力はやわらぐものの、中央銀行のインフレ・ターゲットを上回ると予想。
- 銀行危機と予想外の原油減産は中央銀行にインフレ抑制と金融システム安定の両立という難題を突き付け、金利ボラティリティが高止まる懸念。
- 景気減速がコンセンサスとなる一方、中国の経済再開や欧州経済の底堅さはそうしたマイナスのセンチメントを相殺すると思われる。
- 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、景気の急減速（ハードランディング）、銀行危機の広がり、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3月31日時点

- 引き続きキャッシュを选好し、株式をアンダーウェイト。株式は景気や収益環境の悪化が懸念され、債券は中央銀行がインフレ抑制のため積極的な引き締めを続けていることが重しに。一方、キャッシュは流動性と安定性を提供。
- 株式では、中小型株、日本、新興国株式など、バリュエーション面で魅力のある分野でオーバーウェイトを継続。
- 債券は、金利のボラティリティ高止まりを想定するも、金利水準自体はピークアウトした可能性が高い。しかし、年後半に景気減速を見込み、デフレリスクをとることで、マルチアセット・ポートフォリオにリターンとボラティリティ抑制の両面から寄与することが期待される。また、新興国債は利回り水準等で魅力を有するも、ポートフォリオ全体のスプレッドリスクを軽減する観点から、米ドル建て新興国ソブリン債は一旦ニュートラルにポジション引き下げ。

3 市場テーマ 2023年3月31日時点

複雑化するFRBの使命

銀行不安が最近高まったことで、これまでインフレとの戦いに専念してきた世界の中央銀行は金融システムの安定という新たな課題に直面し、より複雑な政策運営を余儀なくされています。物価の安定を取り戻す一方で、銀行システムに対する信頼を強化する難題に対処するため、FRBは3月に0.25%の利上げを実施しました。同時にFRBは、銀行チーム・ファンディング・プログラム（BTFP）と呼ばれる新たな緊急貸出措置も速やかに導入しました。こうした動きはイングランド銀行が引き締め路線を維持しつつ10月に急遽導入した英国債一時買入れによる救済とは一線を画すものです。今回の救済措置により混乱の拡大はひとまず回避されたようですが、銀行の与信環境は一段と厳しくなるかもしれません。なお、銀行の貸し出し基準の厳格化は危機の前から既に起きていること（図表1）。遅れて表れる引き締めの影響が見極めづらいだけに、こうした新たな難局は中央銀行の使命をさらに複雑にしました。

新興国に明るい兆し

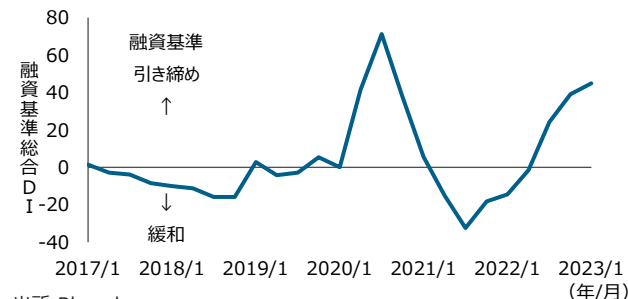
金融状況のタイト化が定着するにつれ、年後半の景気減速を予想する声が支配的になっており、先行きが不安視される中、楽観できる材料を見つけるのがますます難しくなっています。しかし、このところ新興国株式は堅調で、昨年10月のボトムから17%超上昇しており、今後も逆風の弱まりによって恩恵を受ける可能性があります（図表2）。パフォーマンスが好調な背景に、中国が昨秋にゼロコロナ政策を突然解除し、経済活動を再開したことがあげられます。最近では陶酔感もやや薄れてきましたが、経済指標のモメンタムは良好で、中国の政策当局は安定成長の実現にコミットしており、さらなる刺激策の投入も考えられます。世界経済は成長の鈍化が予想されますが、インフレ圧力や金利の低下、ドルの一段安が見込まれ、新興国にはプラス材料です。このため、世界経済が大きく下振れしない限り、新興国は成長の足取りこそ鈍るものの、「成長軌道を外れない」スイートスポットとなる可能性があります。

下値懸念は強いものの、流動性の底打ちは今秋以降の株式リターン改善を示唆

年初め以降はコロナ禍を受けた各国の金融緩和や財政出動から急増し、指標として利用されることの多い「ワールドダラー」*も、2021年2月には前年比30%増加しました。しかし、その後はインフレ加速を受けた金融引き締めにより急速に減少し、似たような推移を辿る世界株式市場（MSCI ACWI）の過去1年間の変化率ともども、足元では前年比で大幅なマイナス圏にあります（図表3）。当面の株式市場は業績悪化や銀行の融資姿勢の厳格化などにより下値を模索する展開が想定されますが、一方で、流動性の各種指標には幅広く底打ちの兆しもみられるため、そうした流動性の回復がある程度の時間差（ラグ）を伴いながらも好影響をもたらすことにより、株式市場も来年にかけての上昇が期待されることです。弊社では、実際には様々なデータを用いてグローバルの流動性とそれが金融・資本市場に与えるインパクトをウォッチしており、流動性をめぐる環境の改善が市場のリスクオンにつながるタイミングを逃さず、乗り遅れないようにしたいと考えています。

* ワールドダラーは、米国のマネタリーベース（米国内で供給される米ドル）と、ニューヨーク連銀のカストディ口座（米国以外の国が外貨準備として保有する米ドル）残高の合計で、世界中に流通する米ドルの総量を把握するための一指標。

（図表1）銀行は危機前から貸出基準をすでに引き締めている
2023年1月末時点



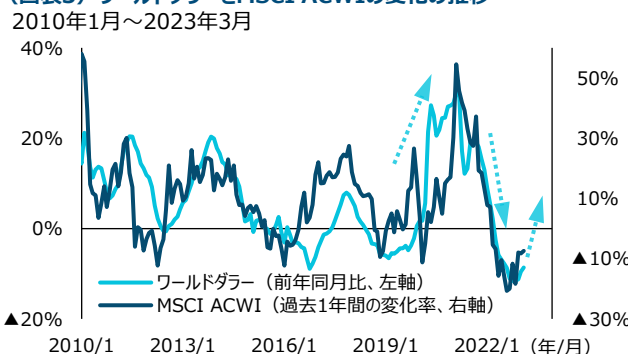
出所: Bloomberg
・ 融資基準総合DIは、FRBが銀行へヒアリング調査を行い、大中企業向け商工業融資基準を引き締めているとの回答から緩和しているとの回答の比率を差し引き算出。

（図表2）新興国全般に明るい兆し



出所: Bloomberg, MSCI

（図表3）ワールドダラーとMSCI ACWIの変化の推移



出所: Bloomberg, FRB, MSCI
・ ワールドダラー、MSCI ACWI（税引後配当再投資）ともに米ドルベース。

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。

ポジティブ

米国

- 消費支出は依然底堅い
- 労働市場は極めて底堅い
- サービス部門は極めて好調

ネガティブ

- 景気後退リスクは依然高い
- インフレは予想以上に根強い
- 労働供給は引き続き逼迫

欧州

- 異例の暖冬でエネルギーコストが低下
- 財政支出拡大の公算大
- 株式のバリュエーションは依然魅力的

- インフレは高止まりしており、特にコア・インフレ率の高さが目立つ
- 金融政策は引き続き引き締め姿勢
- ウクライナ戦争による地政学的な不透明感の高まり

日本

- 日本株の相対バリュエーションは引き続き非常に魅力的
- 春闘の賃上げ交渉が示すように、リフレ・シナリオは現実味
- コーポレートガバナンスが引き続き改善し、株主に恩恵

- 世界的な景気後退が起きれば、収益改善期待は後退
- 金融政策の正常化が市場参加者にとってサプライズとなる可能性が高い
- リスクオフ環境下での急激な円高の進行は、輸出セクターにとって重し

新興国

- 中国経済の再開は緩やかだが、支援材料
- 経済指標は上振れている
- 株式のバリュエーションは米国に比べて魅力的

- 世界貿易には金融引き締めは逆風
- 地政学的リスクは依然として強い
- 中国における信用拡大は依然弱い

中国

- 経済指標は上振れしており、特にサービス部門が好調
- 政策立案者のトーンは企業や投資家の信頼感回復に寄与
- 企業業績は予想を上回る上方修正により、将来のリターン見通しも明るい
- 不動産セクターは底入れしつつある様子で、消費者信頼感が一段と押し上げられる可能性

- 一部の指標はまちまちで、景気回復、特に輸出回復の持続性が疑問視される
- 地方政府や不動産開発会社の資金繰りはなお厳しく、信用拡大は依然弱い
- 米中対立が最大の懸念材料で、地政学的リスクは残る

		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
資産クラス	株式				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。
	債券 (キャッシュ込)				労働市場の底堅さや欧州、中国の良好な景気動向は支援材料ながら、株価は依然として脆弱、バリュエーションも割高で、金融セクターへの懸念も見通しを不透明なものとしている。
株式	地域				
	米国				景気は底堅いものの、FRBのさらなる引き締め、金融セクターへの懸念、製造業の景況感悪化などにより、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は魅力に乏しい。
	欧州				財政支出の拡大や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は低下。インフレ圧力は、特にコアインフレが高止まりしており、金融政策は依然として引き締めモード。
	日本				リフレ期待、他の先進国対比で魅力的なバリュエーションは、引き続き支援材料。
	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。また、ゼロコロナ政策の解除や景気刺激策の拡大に伴い、中国の中期見通しは改善。
	中国				市場テーマは潜在的な上昇の原動力として利益成長を伴う回復の持続性へシフトする見通し。3月と4月のマクロ指標が今年の成長軌道を方向付けるだろう。
	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。
	米国 中小型 (vs. 大型)				小型株は経済的な逆風下でも業績が底堅く、相対バリュエーションも歴史的に見て魅力的な水準にある。米国地方銀行に対しては、質の高い銘柄重視の姿勢が望ましい。
	日本 中小型 (vs. 大型)				国内金利や為替動向が不透明な中、日本の中小型株が引き続き大型株に対して世界的にも際立った劣後状態にあることを踏まえ、中小型株のオーバーウェイトを維持。
インフレ敏感セクター					
実物資産株式				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おり、コモディティ価格は最終的に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。しかし、高インフレが続くと、コモディティは魅力的なヘッジを提供。	
債券 (円ヘッジ付) ・ キャッシュ	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大幅なオーバーウェイトを維持しているものの、当月は米国他の投資適格公社債に一部をシフト。
	国内債券				日銀の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ため、キャッシュとの相対比較からアンダーウェイトを継続。
	米国投資適格公社債 ▲				インフレ高止まりや最近の経済指標を受けて目先は金融引き締めモードが続く可能性があるも、魅力的な利回りと健全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案中、利回りは不安定な状態が続く見通し。
	米国長期国債 ▲				利回りは短期的に乱高下する可能性があるが、不透明なマクロ環境や金利上昇がピークに達した可能性があることから、長期債に追い風が吹く可能性がある。
	インフレ連動債				インフレは予想以上に高止まっているが、足もとのブレークイーブンインフレ率に織り込まれており、インフレ連動債は一段の上値余地は限定的。
	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は依然魅力的だが、厳しい経済環境を踏まえると、デフォルト率は歴史的な水準から上昇する可能性がある。信用リスクを注視しつつも、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。
	変動金利バンクローン				FRBの引き締めが緩やかになれば、デレート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。
通貨	米ドル建て新興国ソブリン債 ▼				新興国債は利回り水準や中国経済の再開などの面で引き続き魅力的ではあるが、ポートフォリオ全体のスプレッドリスクを軽減する観点から、米ドル建て新興国ソブリン債は一旦ニュートラルにポジション引き下げ。
	米ドル (対円)				安全通貨としての米ドル選好はあるものの、「有事の円買い」も考えられる中、FRBの利上げが最終局面に差し掛かっていることによる押し上げ効果の後退を見込んで米ドルのアンダーウェイトを維持。
	ユーロ (対円)				ロシア産途絶によるエネルギー危機への懸念が暖冬で後退し、欧州の景況感が改善してきた中、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、ユーロのニュートラル姿勢を維持。
	豪ドル (対円)				最大の貿易相手国である中国の経済再開による豪ドル押し上げ効果、一方で、豪中銀の1年ぶりの利上げ休止などの豪ドル下押し効果を勘案し、豪ドルのニュートラル姿勢を維持。

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
国際ナショナル・
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

T.RowePrice®

追加ディスクロージャー

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。

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

202304-2860356