

グローバル・アセット・アロケーションの視点と投資環境

1 市場見通し



- 多くの国で引き締めから緩和方向に金融政策が転換しつつあることを背景に、当面の世界経済成長に前向きな見通し。
- 先進国では米国経済が最も底堅い一方、欧州や日本は景気後退間際の低成長。多くの新興国はインフレと利下げに支えられて景気見通しが改善しており、中国はリスクが残るものの政策支援により景気安定の兆しも。
- 米連邦準備制度理事会（FRB）は今夏の利下げを視野に入れているが、インフレが下げ渋り、景気が底堅いため、積極的な利下げが始まるとの期待は後退。欧州は景気の足取りは弱いものの、インフレが低下し、欧州中央銀行（ECB）による利下げが近づいている様子。日本銀行は超緩和政策の解除へ第一歩を踏み出したが、先行きは依然不透明。
- グローバル市場の主なリスクは、成長率の鈍化、インフレ長期化、中央銀行の政策乖離をめぐるボラティリティ、地政学的緊張、中国の成長軌道などが挙げられる。

2 市場テーマ

急拡大するプライベート・クレジット市場

2008年の世界金融危機以降、プライベート・クレジット（PC）市場は1.7兆ドル近くまで成長し（図表1）、さらに今後5年で倍増する見通しです。その背景には、同資産クラスに投資した場合の分散効果やインカム向上の潜在的な恩恵を投資家が認識し、資金の提供者として市場に参入し始めたことが挙げられます。一方、資金の調達サイドでは銀行の貸し渋りや金利上昇を理由に、柔軟な資金調達手段を求める借り手の需要がPC市場の成長をけん引しています。規制の厳格化や貸出の焦げ付き、商業用不動産市況の悪化、2023年の地銀破綻などを受け、銀行が貸出を抑制した結果、PCファンドがその空白を埋める形で市場シェアを拡大し、大型案件を増やしています。金利が高止まりする中、変動金利債務や借り換えの必要がある債務者を中心に借り手はストレスを抱えています。特に、ディストレスト債や商業用不動産など、質やタイプがさまざまな融資に精通するPCファンドは、近い将来これらの分野での投資機会を増やし、恩恵を受ける可能性が考えられます。

FRBプットが復活か

S&P500指数は2024年1-3月期に10%を超過上昇となり、最高値を更新しました。この好況は2月までマグニフィセント7とAI関連企業への期待がけん引したものでしたが、3月以降、堅調銘柄のすそ野が広がり始めています。インフレが予想外に根強いことが確認され、FRBの利下げ開始が後ずれするとの見方が強まっても、株高の勢いは衰えていません（図表2）。米国のインフレ率は依然としてFRBの目標を上回っていますが、パウエル議長は年内の利下げ開始を意図しているようです。おそらく議長は、金融引き締めの影響が遅れて現れて労働市場が急激に悪化し始めることを警戒しており、11月の大統領選挙前には利下げを開始したいと考えているのではないかと考えられます。いずれにせよ、株式投資家は、予想以上に堅調な足元の景気や労働市場、企業業績見通しを好感するとともに、ハト派的なパウエル議長の姿勢を踏まえ、「景気が悪化（≒株式相場が下落）した場合、FRBが利下げという保険を行使してくれる（すなわちFRBプット）」と解釈しているからだと思われる。

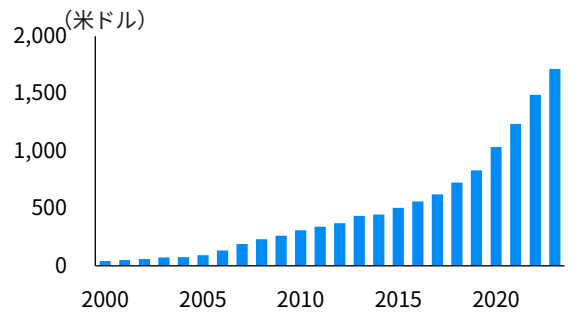
インフレ再加速の可能性とブレークイーブン・インフレ率の上昇

米国ではここに来てインフレの下げ渋り傾向が鮮明となっています。①堅調な雇用環境を背景にサービス価格の上昇が続いているうえ、②2022年半ばのピーク以降、インフレ緩和の主要因だった財価格の下落が（中東情勢なども影響して）止まりつつあり、③算出項目で大きな比重を占める住居費も（持ち家価格を物価に換算する「帰属家賃」についてデータにノイズが含まれている可能性は指摘されるものの）CPIの押し上げにつながっています。実際のインフレ率が2%のインフレ目標を大きく上回っているにもかかわらず、2023年12月のFOMCで2024年に計0.75%の利下げが出席者の主な見通しとなって以降、市場参加者のインフレ期待の水準を示唆するとされる「ブレークイーブン（BE）インフレ率」は上昇が続いています（図表3）。(a) FRBが利下げへの意欲を継続し、(b) 中国の景気が底打ちし、(c) エネルギー需給がひっ迫し、(d) 住居費の上昇が続く、といった要因から複数が重なるようであれば、インフレ率は市場の期待のようには低下せず、逆に強含む可能性もあるとみています。

再配布禁止。

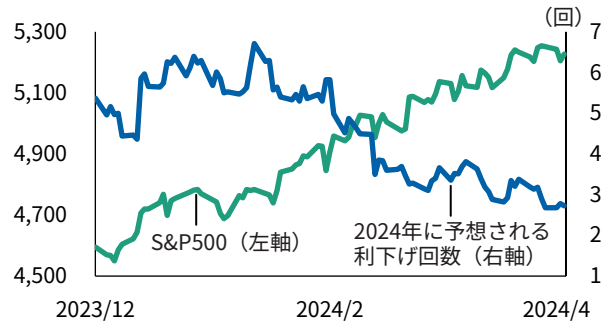
当資料における見解等は資料作成時点のものであり、将来事前の連絡なしに変更されることがあります。過去の実績は将来のパフォーマンスを保証するものではありません。

（図表1）プライベート・クレジット市場規模の推移
期間：2000年～2023年



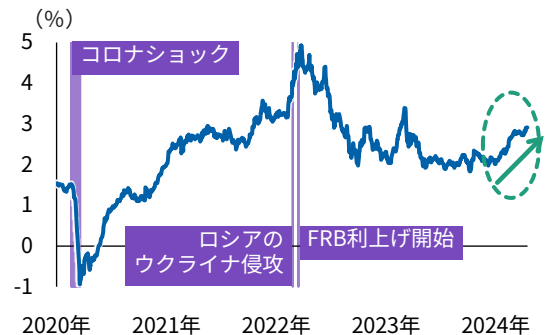
出所：米連邦準備制度理事会

（図表2）利下げ予想回数低下でもくじけない株式市場
2023年12月1日～2024年4月3日



出所：ブルームバーグ・ファイナンスL.P.

（図表3）米国2年債のブレークイーブン・インフレ率
期間：2020年1月2日～2024年4月15日



出所：ブルームバーグ・ファイナンスL.P.

3 各国・地域の経済環境

ポジティブ

ネガティブ

米国

- 堅調な利益成長予想
- 依然底堅い消費支出
- 極めて底堅い労働市場
- FRBは今年利下げに動く見通し

- 割高な株式のバリュエーション
- 遅行して表れる金融引き締めの影響
- 賃金の伸びが企業の利益率を圧迫する可能性
- 政治的な不透明感の高まり

欧州

- インフレは着実に低下
- ECBはまもなく利下げに動く見通し
- 労働市場は底堅い

- 金融政策の引き締め効果が強い
- 景気の足取りは依然弱い
- 地政学的な不透明感の高まり

日本

- 長きにわたるデフレからインフレに移行
- 春闘で数十年ぶりの大幅賃上げが実現
- 日銀はゼロ金利解除後も緩和姿勢を維持
- 円安による競争力確保で、世界経済の再加速の恩恵を大きく享受
- コーポレートガバナンスや資本効率の改善が進捗

- 収益見通しは一段と高まり、アップサイド・サプライズのハードルも上昇
- 円安で日銀への利上げ圧力が高まる可能性も

新興国

- 大半の新興国は金融政策の引き締めが峠を越す
- 株式のバリュエーションは米国に比べて魅力的
- 中国経済は徐々に安定し、5%の成長目標達成も可能な状況に
- 魅力的なバリュエーションに支えられ、中国株式市場への資金フローはプラスに転換

- 中国の不動産関連の債務圧縮が経済活動の重荷に
- 中国の家計と企業の景況感は脆弱だが、大規模な景気刺激策が実施される可能性は低い
- デフレの長期化が懸念材料

4 ポートフォリオ・ポジショニング



- 株式のオーバーウェイト幅、債券のアンダーウェイト幅をそれぞれ拡大。日銀の利上げ観測から影響を受けやすい国内債券のエクスポージャーを削減し、世界的な成長回復、長期金利上昇の環境下で恩恵が見込まれるバリュー株へのエクスポージャーを拡大。
- 米国中小型株は引き続きバリュエーション面では魅力的であるものの、目先のサポート材料の弱さや足元のバリュエーションとの相関の高まりを考慮してニュートラルに転換。
- 債券内では米国長期国債からインフレ連動債に資金を振り向けることでインフレ高止まりリスクへのヘッジ効果を期待。
- 通貨では突出した景気の底堅さと利下げ観測の後退により堅調さが見込まれる米ドルをOW、インフレの急速な落ち着きを受けた6月以降の利下げ観測の高まりで軟調な推移が予想されるユーロをUWに、それぞれ転換。

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。

5 アセット・アロケーション・コミットィのポジショニング

		アンダーウェイト (UW)	ニュートラル	オーバーウェイト (OW)	▼または▲ 前月からの変化
<p>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。</p>					
資産クラス	株式	▲			現在のバリュエーションは逆風で、一段の株高には利益成長が必要となるものの、景気成長及びインフレ見通しは企業業績を押し上げる可能性が高いため、センチメントは依然ポジティブ。
	債券 (キャッシュ込)	▼			利回りは依然魅力的だが、中銀の見通しが成長やインフレ環境にシフトするにつれボラティリティが高まる可能性も。スプレッドは依然タイトだが、クレジットファンダメンタルズが引き続きサポート材料。
地域					
株式	米国	▲			景気が依然底堅く、金融状況も緩和していることから、業績見通しは改善。AIなどのテクノロジーや医薬品分野でのイノベーションが引き続き相場のけん引役。目先のサポート材料が乏しい米国中小型のOW幅を削減し、幅広い投資機会やクオリティ特性を有する米国株のOW幅を引き上げ。
	欧州		▼		インフレは着実に低下しており、ECBによる利上げも近く予想される。労働市場は相対的に堅調だが金融政策によるサポートは限定的で景気成長は依然弱い。地政学的リスクの高まりも逆風に。
	日本			▲	インフレ環境は日本経済に追い風。日銀は利上げ開始するも依然緩和的だが、足元の円安が再度利上げへの圧力となる。業績見通しは既に高く、アップサイド・サプライズのハードルも上昇。
	新興国			▼	バリュエーション、通貨は魅力的で、金融緩和がサポート材料。中国は不動産危機の影響が長引き、大規模な景気刺激策は期待できず。中国株は短期的に反発するも、センチメントは依然として慎重。しかし、台湾や韓国など他の地域の見通しは改善している。
	グローバル・グロース (vs. バリュエー)			▼	景気通しの改善や株高のさらなる広がり、金利高止まりやエネルギー需要見通しの改善がバリュエー銘柄にポジティブに働く見込みであることから、グロース株とバリュエー株の配分をニュートラルに調整。
	米国 中小型 (vs. 大型)	▼			中小型株は大型株と比較してバリュエーションは魅力的だが、金利高止まりの悪影響を受けやすく、利益率やレバレッジも懸念される。目先のサポート材料の弱さや足元のバリュエー株との相関の高まりを考慮してニュートラルに。
	日本 中小型 (vs. 大型)			▼	中小型株に比べ大型株には割高感もみられるが、米国同様に人材獲得や政策、AIなどの技術革新からの恩恵における優位性が大型株のバリュエーション・プレミアムを正当化すると判断。ニュートラル姿勢を維持。
インフレ敏感セクター					
	実物資産株式			▲	コモディティ関連の株式は、割安でインフレ長期化に対する魅力的なヘッジを提供。さらに、原油は中長期的には生産性のピークアウトによって、短期的には地政学リスクの高まりによって、構造的な価格上昇局面に入る可能性がある。
債券 (円ヘッジ付)・キャッシュ	キャッシュ		▼		若干のアンダーウェイトを継続。債券との中立から株式のOWに転じたものの、投資の待機資金およびリスク抑制手段としてのキャッシュの役割にことさらに大きく依存する状況でもない判断。
	国内債券	▼			日銀の利上げ観測や米国をはじめとする「しつこいインフレ」圧力の残存、世界的な製造業PMIの改善が示す景気の底堅さが金利上昇圧力につながる可能性に鑑み、UWを拡大してバリュエー株にシフト。
	米国長期国債	▼			長期債利回りは発行増、底堅い景気、根強いインフレなどから上昇（価格は下落）する傾向にあるためUWとし、インフレ連動債に資金を振り向け。
	先進国投資適格公社債	▼			インフレや景気が引き続き鈍化する中、世界の中央銀行は慎重に利下げ機会を伺っているものの、円ヘッジ後の魅力は依然乏しい。
	インフレ連動債	▲			インフレ、特にサービス部門のインフレが現在の水準かそれ以上になる場合のリスクに対するヘッジ効果が期待されることから、OW幅を拡大。
	グローバルハイイールド社債			▲	経済の先行きへの楽観的な見方を反映してスプレッドの縮小が進んだものの、絶対利回り水準の高さは依然魅力的。デフォルト率は長期平均に向けて上昇する可能性があるものの、概ね織り込み済み。
	変動金利バンクローン			▼	FRBの利下げ期待が後退し、利回りは高止まりする可能性がある。デフォルト率は上昇する見込みだが、それは一部の銘柄に限定されるだろう。
	米ドル建て新興国ソブリン債			▼	利回りは依然としてやや魅力的。中銀が緩和サイクルに乗り出し、インフレも引き続き鈍化しているため、エマージング債券は恩恵を受ける可能性がある。
通貨	米ドル (対円)	▲			日銀がマイナス金利解除に踏み切ったものの、そのインパクトを米国の短期的な利下げ観測の後退、中長期的な実質金利上昇見通しによる米ドル高圧力が凌駕。ユーロなど他通貨との相対観も踏まえ、米ドルOWに転換。
	ユーロ (対円)	▼			インフレの落ち着いた受けを受けたECBの金融政策運営スタンスのハト派化、6月利下げの可能性の高まり、市場が累次利下げを織り込む可能性などに鑑み、ユーロのUWを再開。
	豪ドル (対円)			▲	域内景気は持ち直しつつあると見ており、また影響の大きい中国の資源需要では、同国の景気刺激策は見送られているものの景気低迷は落ち着いた様子。豪中銀 (RBA) の利下げ後ずれ姿勢も踏まえ、豪ドルのOWを維持。

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。



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



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



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



Aadish Kumar, CFA
インターナショナル・
エコノミスト

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

S&P500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&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。

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
202404-3511643