



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8月号

作成基準日：2023年7月31日

1 市場見通し

- 世界経済は全体として年後半の景気減速が見込まれるものの、家計や企業のバランスシートの強さに支えられ、金融政策の引き締めを受けても予想以上に底堅い国・地域もある。米国は予想以上に底堅い一方、欧州はドイツがマイルドリセッションで乗り切り、インフレ退治に引き続き注力。中国経済の再開は期待外れも、日本は内需回復の恩恵を受ける。
- 世界の中央銀行は金融政策引き締めのピークに近づきつつあるも、欧州や英国など一部地域では物価が下げ渋っているため、インフレに対する警戒姿勢は崩さず。一部の国・地域ではインフレが高止まりしており、経済指標次第では追加利上げに動く可能性も。
- グローバル市場のリスクは、予想を上回る景気減速、中央銀行の政策ミス、インフレ再加速、信用状況タイト化、地政学的緊張など。

2 市場テーマ

金利上昇に鈍感

FF金利が約20年ぶりの高水準に上昇しても、米国経済は予想以上に底堅く、金利上昇に対する反応の鈍さが目立ちます（図表1）。通常であれば、金利が上昇すると、景気減速とそれに伴う雇用悪化が消費に波及するはずですが、今回はインフレが鎮静化する中で労働市場のひっ迫が実質所得の伸びを支え、余剰貯蓄により家計のバランスシートの強さが維持されたことで、経済全体の底堅さが保たれています。しかも、米国は固定金利が住宅ローンの大半を占めるため、金利上昇は変動金利が主流の他の国・地域ほど悪影響を及ぼしていません。企業も金利が低い時に借り換えたところが多く、設備投資も高い金利での借り入れではなく、政府の景気刺激策が補完していることから金利上昇の影響をそれほど受けていないようです。米国経済はこれまでのところ以前のサイクルほど金利上昇に敏感ではないかもしれませんが、金融引き締めが狙い通りの効果を及ぼすには、もう少し時間と様子を見る必要があるようです。

住居費一服でも油断は禁物

住宅の家賃と帰属家賃（持家を借家とみなした場合の家賃）で構成される住居費は、米国消費者物価指数（CPI）の3分の1を占めます。帰属家賃は住宅価格との連動性が高く、住宅価格の変動による影響が遅れてCPIにあらわれる傾向があります。直近では、住宅価格が前年比で下落に転じたことから、住居費もピークから低下して全体のインフレ率を押し下げることが期待されています（図表2）。これは米連邦準備制度理事会（FRB）にとって歓迎すべき兆候ですが、米国経済の底堅さを示す最近の経済指標を受け、インフレがこのまま落ち着くのか、それとも再び上昇するか、不透明さはむしろ増えています。タイトな労働市場、好調なサービス業、家計の余剰貯蓄、エネルギー・食品価格の高騰など、他のCPI項目の上振れにつながる要因はたくさんあります。住居費の上昇一服ばかりに目を奪われないようにしたいところです。

日銀のYCC修正を受けた日本国債の売りは長続きせず

日本銀行は7月28日の金融政策決定会合で、長期金利を操作するイールドカーブコントロール（YCC）政策の運用について、指し値オペの水準を従来の0.5%から1.0%に引き上げる「柔軟化」措置を決めました。日本の物価をめぐっては、円安の再燃や燃料費への補助金の段階的縮小による上昇圧力が残り、来年にかけての金融政策には引き続き注意が必要とみっていますが、今回の日銀の決定に関しては、「0%程度の誘導水準」や「上下0.5%程度を『めど』とする許容変動幅」などの金融緩和の枠組みが維持されたことにより、大方の想定外だったにしては市場の反応は比較的落ち着いていたようです。今回の決定後、日本国債の利回りは10年債で最大0.2%程度、20年債や30年債では同0.3%弱上昇しましたが、この水準は、ヘッジコストの拡大により米国債などにヘッジ付きで投資した場合の採算の悪化（図表3）に苦しんできた本邦投資家にとって絶好の代替投資手段確保の機会となりました。

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）金利が上昇しても米国景気は底堅さを保つ

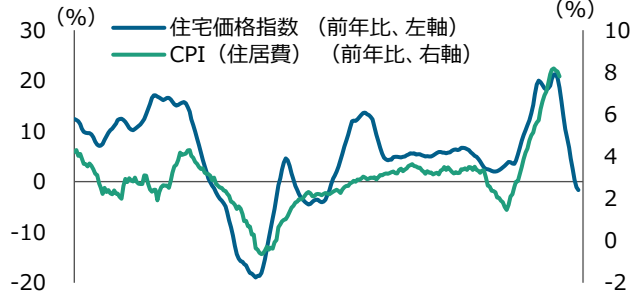
期間：2019年1月～2023年7月末（週次）



・ GDP成長率バロメーターはニューヨーク連銀週次経済活動指数（前年比）を12か月前にずらして表示。
出所：ブルームバーグ・ファイナンスL.P.

（図表2）住居費の上昇率は低下が予想される

期間：2001年1月～2023年4月

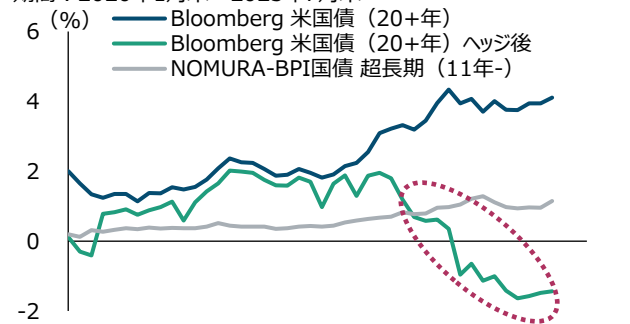


2001 2004 2007 2010 2013 2016 2019 2022 (年)

・ 住宅価格指数：S&P/ケース・シラー20都市圏住宅価格指数。
・ CPI（住居費）は12か月前にずらして表示。
出所：ブルームバーグ・ファイナンスL.P.

（図表3）ヘッジ後利回りがマイナスの米国債と利回り水準改善中の日本国債

期間：2020年1月末～2023年7月末



2020/1 2021/1 2022/1 2023/1 (年/月)

・ ヘッジ後利回りの算出には「Bloomberg USDJPY 1 Month Hedging Cost」を使用。
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 <ul style="list-style-type: none">■ 消費支出は依然底堅い■ 労働市場は極めて底堅い■ 業績見通しは底入れの可能性ある■ AIがパワフルな追い風となる可能性がある | <ul style="list-style-type: none">■ 金融政策は引き続き非常にタイト■ 銀行セクターへの懸念が資金調達に影響■ 株式のバリュエーションの高止まり |
| 欧州 <ul style="list-style-type: none">■ インフレに鎮静化の兆し■ 欧州中央銀行（ECB）は引き締めピークに近づきつつある■ 株式のバリュエーションは依然魅力的 | <ul style="list-style-type: none">■ 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■ 経済成長の減速■ 地政学的な不透明感が依然として懸念材料 |
| 日本 <ul style="list-style-type: none">■ 日本株はリフレ・シナリオとコーポレートガバナンスの改善により優位性を高める■ 国内投資家の出遅れにより、ポジションの積み上がりは依然として軽め■ 日本銀行はハト派姿勢を継続 | <ul style="list-style-type: none">■ 世界的な景気後退が起きれば、収益改善期待は後退■ 円が極端な割安水準から上昇し、大手輸出企業に逆風となる可能性も■ 政権の支持率低下で政局が不安定に |
| 新興国 <ul style="list-style-type: none">■ 中国がさらなる景気刺激策を打ち出す可能性■ 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魅力的 | <ul style="list-style-type: none">■ 中国の経済再開は期待外れで、経済成長率が年間目標を下回る可能性■ 中国の不動産関連の債務圧縮が引き続き重要目標であり、国内景気を圧迫■ 中国の家計と企業の景況感脆弱で、支出より貯蓄が優先■ 世界貿易は世界経済の減速で弱含む可能性■ 様々な地域で依然として根強い地政学的リスク |

4 ポートフォリオ・ポジショニング

- 株式を小幅アンダーウェイトとし、キャッシュを選好。株式はバリュエーションが高止まりし、年後半の景気減速や収益環境の悪化が懸念され、債券は根強いインフレに対する中央銀行の追加的な金融引き締め姿勢を警戒。一方、キャッシュは流動性と安定性を提供。
- 株式では、経済再開によるインバウンドや旅行需要回復などが期待される日本株、各中央銀行の引き締めピークが過ぎつつある新興国株式について、バリュエーションが魅力的としてオーバーウェイト継続。その他、エネルギー高騰リスクや、インフレが米連邦準備制度理事会（FRB）目標の2%を引き続き上回る場合に対するヘッジとして、実物資産株式のオーバーウェイトを継続。
- 債券では、グローバル・ハイイールド社債のオーバーウェイト継続によりインカムを追求しつつも、不透明なマクロ環境継続によるリスクヘッジの観点から、米長期国債のオーバーウェイトを継続。日本を除き先進国の大半は金融引き締めサイクルが終わりに近づいている可能性が高いが、金利のボラティリティは高止まりを想定。国内債券では、日銀のYCC修正を受けた利回り水準の改善を踏まえ、ヘッジコスト上昇で採算が悪化したヘッジ付き外債からの乗り換え需要なども見込み、キャッシュを原資にアンダーウェイトを解消。

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・コミテ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	
資産クラス	株式	■				
	債券 (キャッシュ込)			■		
株式	地域					
	米国		■			
	欧州	■				
	日本			■		
	新興国			■		
	スタイル、時価総額					
	グローバル・グロース (vs. バリュエーション)		■			
	米国 中小型 (vs. 大型)		■			
	日本 中小型 (vs. 大型)		■			
	インフレ敏感セクター					
実物資産株式			■			
債券 (円ヘッジ付)・キャッシュ	キャッシュ ▼	■				
	国内債券 ▲		■			
	米国長期国債			■		
	先進国投資適格公社債	■				
	インフレ連動債		■			
	グローバルハイイールド社債			■		
	変動金利バンクローン		■			
	米ドル建て新興国ソブリン債		■			
	通貨	米ドル (対円)	■			
		ユーロ (対円)			■	
豪ドル (対円)			■			

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。

バリュエーションの高止まりや金融引き締め政策などから、見通しは改善傾向にあるも依然不透明。しかし、底堅い労働市場、財政面の景気刺激策、AIを取り巻くポジティブなセンチメントなどが支援材料。

中央銀行が根強いインフレと景気減速を両にらみしているため、金利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合理的なバリュエーションの提供を継続。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。

バリュエーションの高止まりにもかかわらず、業績見通しは改善しつつある様子で、経済活動は安定、市場の物色範囲も広がりが見られる。生成AIなどテクノロジー分野のイノベーションが引き続き重要な差別化要因。

インフレは鎮静化の兆しも見られるが、コアインフレは依然高止まり。ECBは金融引き締めのピークに近づいており、株式のバリュエーションも魅力的。しかし、経済成長は減速しており、地政学的な不透明感が依然として懸念材料。

インフレ率の上昇が賃金上昇の起爆剤となっている。インバウンドも含めた海外からの資金フローの継続も追い風。一方、為替が円高に振れと輸出企業の重しとなる可能性があり、その場合は業績予想の下方修正のリスクがある。

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、中国は先行きの経済成長が不透明なことから、政府の追加的な景気刺激策が期待される。中南米はエネルギー価格底入れの恩恵を受ける可能性があり、インドやインドネシアなどアジアの主要市場は構造的な成長が期待される。

マクロ環境が悪化しているためハイクオリティ銘柄重視の姿勢が肝要。グロース株はAI関連の構造的な追い風が吹く可能性がある半面、バリュエーションはやや割高。バリュー株には出遅れリスクがある。

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魅力的な水準にあるため、上振れ余地が大きい。景気の不透明感が強いため、質の高い銘柄を重視する姿勢が望ましい。

大型株は米国のソフトランディング期待の恩恵を受けやすい一方、中小型株はこれまでの劣後と相対的割安さを背景に日本株投資のすそ野の広がりの効果が期待されるため、ニュートラル姿勢を維持。

コモディティは割安で、インフレが高止まりする場合やエネルギー価格高騰に対する魅力的なヘッジを提供。REITは引き続き金利上昇や商業用不動産低迷による下押し圧力を受けているが、こうした懸念はほぼ織り込み済み。

世界的な利上げサイクルの成熟と投資機会の増加を反映し、待機資金およびリスク抑制手段としてのOWが漸減してきたが、今回、YCC修正を受けた国内債券に一部配分をシフトすることで小幅なUWに転換。

日銀のYCC修正を受けた上昇による利回り水準の改善を踏まえ、ヘッジコスト上昇で採算が悪化したヘッジ付き外債からの乗り換え需要なども見込み、UWを解消（ニュートラルポジションに変更）。

利回りに関してはボラティリティが高い環境が当面続く可能性があるものの、マクロ環境が悪化する中で長期国債がポートフォリオに安定をもたらす可能性がある。

インフレがFRBの目標2%を依然上回るため、FRBの追加利上げを警戒する必要があり、スプレッドやデレージョンを踏まえる魅力が乏しい。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。

インフレは鎮静化の兆しが見られる。しかし、インフレ低下は現在のブレークイーブン水準に織り込み済み。

デフォルト率は歴史的な低水準から高まりつつあるも、急上昇の可能性は低く、クレジットファンダメンタルズや利回りの高さが引き続きサポート材料。

バリュエーションや利回りは依然として魅力的であるも、FRBによる金融政策の引き締めが緩やかになれば、デレージョンの短さや変動金利などの特性は投資味が薄れていく。

利回りは依然として魅力的。中央銀行による金融政策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。中国経済の再開に対する期待は薄れているが、何らかの景気刺激策が期待される。

FRBの利上げ終了時期接近により、米国の高金利という相対的優位性の後退から、これまで10年以上続いた米ドル高の調整が今後数年かけて起こりやすいとの見方下、米ドルのUWを継続。

ユーロ圏の利上げ局面が米国よりは先まで続く見込みでユーロ高リスクが残る中、欧州株のUWによるユーロUWを抑制する目的もあり、ユーロのOWを継続。

豪中銀の利上げ再開後のタカ派色継続という豪ドル高材料、最大の貿易相手国である中国の景気低迷の影響という豪ドル安材料、資源価格動向などをにらみ、ニュートラル姿勢を維持。

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。

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
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、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

「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。

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（「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。

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）の遞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

202308-3073409