



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



- 世界経済はインフレ圧力が低下するなか、成長鈍化の兆しが強まっている。
- 雇用、消費、企業など足元の経済指標は米国景気の減速を示唆。欧州経済はサービス業に支えられる一方、製造業は依然出遅れ。日本経済は1-3月期のマイナス成長から回復が見込まれる。中国は景気安定のため住宅市場と消費の支援策を拡大。
- 景気減速を示す証拠が増える中、米連邦準備制度理事会（FRB）は利下げにおいて後手に回っているとの懸念が強まっている。欧州中央銀行（ECB）はハト派スタンスを維持しており、追加利下げが予想されている。日本銀行は景気が軟調な中でも予想外の利上げを強行し、市場を驚かせた。
- グローバル市場の主なリスクは、経済成長の急減速、金融政策ミスの可能性、世界各国で行われる選挙、地政学的緊張、中国の成長軌道など。

2 市場テーマ

金利か景気か、翻弄される小型株

直近のFRBの会合にかけ、利下げ開始が示唆されるとの期待から米国小型株は、大型株を約10%アウトパフォームしました。ところが、回復を待ち望んできた小型株の投資家には残念なことに、この上昇分はあっという間に消えてしまいました（図表1）。「近く予想される利下げは小型株の支援材料になる」という見方は、その後発表された弱い米雇用統計を受け、「既に悪化している米国景気を下支えするには手遅れ」という見方へ180度変わりました。製造業や家計の弱さを示唆する経済指標も観測され、「金利上昇に脆弱な小型株の特性は利下げにより和らぐ」という見通しよりも、「景気敏感特性から景気後退の影響を受ける」という見方が市場ではより嫌気されているようです。米国景気のソフト・ランディングが疑問視され始めたなか、景気の安定が明確になるまでは、利下げだけでは小型株がアウトパフォームする材料としては不十分となる可能性があります。

（図表1）小型株は景気悪化懸念から一転急落
期間：2023年12月29日～2024年8月7日



・ ラッセル2000指数を使用しています。
出所：ブルームバーグ・ファイナンスL.P.

不幸が重なって暴落した日本株

7月末から8月初めにかけて、日銀が行った予想外の利上げとFRBによる利下げ先送り、その後の米雇用統計の減速が重なり、世界のリスク資産は軒並み急落しました。中でも投資家心理の改善とリフレ期待を背景に昨年から大きく上昇していた日本株は、投資家が金利の低い円で資金を調達し、高金利通貨で運用する「円キャリー取引」の解消を迫られ、円が急騰したこともあり、下げ幅が大きくなりました（図表2）。当面は、レバレッジを利用した投機的なポジション損失を被った投資家から追加的なポジション削減のための売りが発生する可能性があることは懸念材料です。また、市場による米国景気への楽観的な見方が「FRBは後手に回っている」との懸念に変わったことから、FRBと日銀がより難しい舵取りを求められる可能性もあるでしょう。

（図表2）円キャリーの逆流が日本株を直撃
期間：2023年12月29日～2024年7月31日

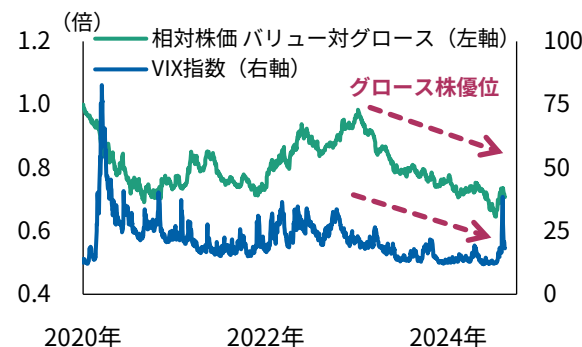


出所：ブルームバーグ・ファイナンスLP.

ローテーションとボラ上昇

2023年初以降、米国株式市場ではボラティリティの低下と少数のグロース株優位（マグニフィセント7への集中）の状況が長期にわたって続き（図表3）、参加者が同じようなポジショニングを強いられてきたことから、小さな外的ショックであっても大きな変動を誘いやすくなっていました。その点では、この7月に発生したマグニフィセント7からバリュー株や中小型株への物色対象の変化（ローテーション）と、それに続く株式市場の動揺は「起こるべくして」起きたと言えなくもありません。ただし、このローテーションは溜まったマグマが噴き出したことによる「一時的なショート・カバー」の側面が強く、人工知能（AI）のような長期的な投資テーマを収益化しやすい大型テクノロジー株をのいでバリュー株や中小型株優位の展開が今後のトレンドとして定着するかどうかは未知数です。一方、ボラティリティについては、米国の景気減速が深刻化する可能性も、米大統領選の行方次第でインフレが再燃する可能性も存在し、中国や地政学リスクなどの外部環境も過去の事例が参考にならない状況下、株価・金利・為替ともに当面は高止まりしやすいと想定されます。

（図表3）米株のバリュー/グロースとボラティリティ
期間：2020年1月1日～2024年8月14日



・ バリュー株指数対グロース株指数はラッセル3000バリュー／グロースを使用して、2020年1月1日を起点に指数化。
出所：ブルームバーグ・ファイナンスLP.

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。

3 各国・地域の経済環境

ポジティブ

米国

- 金融政策の見通しは改善
- 堅調な企業業績
- 賃金の伸びは持続可能な水準に鈍化している
- 最近のインフレ指標は低下傾向

ネガティブ

- 割高な株式のバリュエーションは逆風に
- インフレは引き続き粘着質
- 経済指標が予想外に下振れ
- 政治的な不透明感の高まり

欧州

- ECBは利下げ開始
- インフレは着実に低下している
- 安定しつつある経済見通し

- 景気の足取りは依然弱い
- 地政学的な不透明感の高まりは続く
- 利益成長は依然弱く、革新的テクノロジーからの追い風もほとんどない

日本

- 経済指標はリフレ的環境を示唆
- コーポレートガバナンスの改善を受け、企業ファンダメンタルズが強くなっている

- 政治的な不透明感が高まり、季節性のボラティリティが高まる可能性がある
- 日銀は金融政策を近く引き締める公算大
- 円のボラティリティが不透明感を生んでいる

新興国

- マクロ経済データは徐々に改善
- 輸出関連セクターは世界貿易の回復から恩恵を受けている
- 多くの新興国で金融政策は緩和されている

- 中国の長引くデフレと不動産関連の債務圧縮が引き続き懸念材料
- 中国の家計と企業の景況感は脆弱
- 大規模な景気刺激策が実施される可能性は低い

4 ポートフォリオ・ポジショニング



- 株式は小幅なオーバーウェイトを継続。足元の株価急落によりバリュエーションが幅広く改善した。一部の大型テクノロジー銘柄への人気の偏りが続いているが、同銘柄群以外のバリュエーションは妥当な水準にあり、好業績が下支え。
- 7月には米国中小型株が大きく上昇するも、長期での上昇局面は想定しづらいため、大型株との相対的なポジショニングではニュートラルを維持。
- 債券はアンダーウェイト、キャッシュはニュートラルで維持。キャッシュを待機資金として保持し、市場環境の変化に備えた流動性を確保。
- 債券資産内の配分では、インフレおよび地政学リスクへのヘッジとしてインフレ連動債やファンダメンタルズが総じて良好で利回りが魅力的なハイイールド債を引き続き選好。

5 アセット・アロケーション・コミッ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	変更					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。
株式	株式					FRBの利下げ期待から物色の範囲が広がる可能性もあるが、バリュエーションの高さによって上値が抑制される可能性も。AI投資のピークアウトや景気の不透明感が依然として懸念材料。
	債券 (キャッシュ込)					景気減速やインフレ鈍化を受けて短期債利回りは低下傾向にあり、中銀のハト派観測が広がる。スプレッドは依然タイトなものの、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					
	米国					バリュエーションは巨大テック銘柄を中心に引き続き高い。しかし、金融緩和がより広範な利益成長を刺激する可能性がある。テクノロジーや医薬品分野でのイノベーションが相場を牽引。
	欧州					センチメントは改善しているものの、革新的テクノロジー企業は少なく、経済成長は弱い。インフレ率が着実に低下しているため、ECBは利下げを開始。
	日本					日銀の金融引き締めを実施する可能性と円のボラティリティが懸念されるものの、経済指標はリフレ環境を示しており、コーポレート・ガバナンスの改善により企業のファンダメンタルズ向上。
	新興国					バリュエーションは魅力的で、世界貿易が改善しており、半導体サイクルは依然強く、金融政策は緩和されている。しかし、中国など一部地域では見通しが不透明。
	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)					金融緩和期待が金利敏感セクターを下支える見通し。グロース株は高い業績期待やバリュエーションから逆風の可能性も。
	米国 中小型 (vs. 大型)					中小型株は相対バリュエーションが魅力的だが、経済成長鈍化の逆風が強まっている。FRBの利下げ期待が強まると追い風になる可能性も。
債券 (円ヘッジ付) ・ キャッシュ	日本 中小型 (vs. 大型)					中小型株の割安さが際立つものの、人材獲得や政策、AIなど技術革新からの恩恵における優位性が大型株の割高さを正当化する状況に変化なしと判断。中立姿勢を維持。
	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インフレ高止まりに対する魅力的なヘッジを提供。さらに、原油は生産性の向上トレンドが鈍化する影響で構造的に上昇する可能性があり、一部の工業用金属はAI (人工知能) や脱炭素化に起因する電力需要拡大の恩恵を受ける可能性がある。
	キャッシュ					投資の待機資金とリスク抑制手段の双方の役割で中立姿勢を維持。投資可能であれば、絶対収益型の代替投資に活用したい。
	国内債券					賃金上昇、生鮮食品の値上げ、これまでの円安進行などを受けた物価上昇圧力の残存から、日銀の利上げ継続への警戒が当面続くとしてUWを維持。
	米国長期国債					景気成長とインフレの鈍化が、国債増発の可能性と景気後退リスクの低さと拮抗し、長期債利回りはレンジ内の展開が続いている。
	先進国投資適格公社債					いくつかの先進国中銀は利下げを開始。利回りは景気減速、インフレ鈍化、中銀のハト派姿勢のため一段の低下圧力を受けるかもしれないが、信用スプレッドは引き続きタイト。
	インフレ連動債					特に、サービスやモノの価格上昇圧力を受けて、インフレが今より高い水準で定着するか、それ以上に高くなる場合、および地政学リスクの高まりに対してインフレ連動債はヘッジを提供する。
	グローバルハイイールド社債					全般的な利回り水準は魅力的でファンダメンタルズも依然良好。デフォルト率は上昇する見通しだが過去平均程度の水準。スプレッドの一段の縮小からのキャリーを超えたアップサイドは限定的。
	変動金利バンクローン					全体的な利回りとスプレッド水準は依然魅力的で、潜在的なデフォルトのリスクに対して妥当なリターンを提供するが、この潜在的なプレミアムの一部はFRBの利下げとともに低下する可能性も。
通貨	米ドル建て新興国ソブリン債					利回りはやや魅力的な水準だが、一部の質の高いソブリンのスプレッドはタイト。中銀が緩和サイクルに乗り出し、インフレが持続的に鈍化している国は恩恵を受ける可能性がある。
	米ドル (対円)	▼				米国の利下げ観測の高まりがもたらすこれまでの米ドル高の調整圧力、特に円ショート巻き戻し加速リスクなどを踏まえ、米ドルのOWを解消。
	ユーロ (対円)	▲				ドイツ経済の低迷の一方で、南欧経済の回復の堅調さ、フランスにおける極右の台頭回避などによる不透明感の後退などを踏まえ、ユーロのUWを解消。
通貨	豪ドル (対円)					オーストラリアのコアインフレ率は予想外に鈍化したものの、豪中銀 (RBA) がタカ派姿勢を崩していないことを踏まえ、豪ドルの中立姿勢を維持。

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。



Thomas Poullaouec

マルチ・アセット・ソリューションズ
APAC 責任者



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



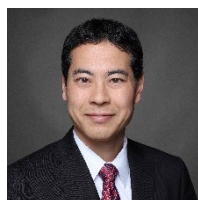
Richard Coghlan, Ph.D

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



David Clewell, CFA

アソシエイト・ポートフォリオ・
マネジャー APAC



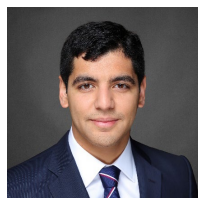
Hiroshi Watanabe, CFA

日本株式運用戦略ポートフォリオ・マネジャー
国際的な小型株式運用戦略
(日本株式部分) 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

国際的な・
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。

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/一般社団法人 第二種金融商品取引業協会

202408-3799449