

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12月号

作成基準日：2023年11月30日

1 市場見通し



- 景気やインフレ環境が一様ではなくなっており、2024年の各国・地域の金融政策や市場動向は多様な展開を想定。
- 欧州は景気が減速するもインフレは低下傾向にあり、欧州中央銀行（ECB）に金融政策の柔軟性の余地を与える。一方、日本銀行は2024年前半に金融政策を正常化し、引き締めへ転換する見通し。米国もインフレ低下を示す材料が増えるも、米国連邦準備制度理事会（FRB）のパウエル議長は、政策金利を高く維持すると市場をけん制。中国経済は景気刺激策により徐々に改善傾向。
- グローバル市場のリスクは、中央銀行の金融政策運営の誤り、予想を上回る景気減速、インフレ再加速、中国経済の成長見通し、地政学的緊張など。

2 市場テーマ

11月は株価と債券価格が共に大きく上昇

2023年11月は、S&P500が約9%上昇し、米10年国債利回りは0.50%以上低下（図表1）するなど、株価と債券価格が共に大きく上昇しました。個人消費の鈍化や労働市場の軟化など、金融引き締めがようやく効いてきたことを裏付ける指標が続き、米国のインフレ鈍化がさらに進んで、FRBが予想より早く利下げに動くとの見方が強まりました。こうした楽観ムードに対し、パウエルFRB議長は12月初めの講演で、金利を高く維持する姿勢を堅持し、まだインフレに対する勝利宣言を出す状況にはないと市場をけん制しました。FRBは、インフレを一時的なものと考えて引き締めが後手に回ったコロナショック時の失敗を繰り返したくないと考えているようです。一方で、その代償として利下げ転換のタイミングが遅れ、それまでの利上げの影響が遅れて現れて景気後退に陥る恐れもあります。来年は大統領選挙があることも、FRBの判断を一層難しくするかもしれません。

遠く新居の夢

年末のホリデーシーズンを新居で迎えたい人にとって、住宅価格が9月に最高値を更新したことは悪いニュースでした。多くの住宅所有者が住宅ローンをわざわざ高金利に借り換えてまで住宅を買い替えようとはしないため、相対的に低価格の中古住宅の供給が不足し、住宅の平均価格を押し上げています。30年固定住宅ローン金利は10月のピークから低下したとは言え、なお7.5%近くと過去の平均金利の3.7%を大きく上回っています（図表2）。FRBが来年、市場の予想通りに利下げを開始して住宅ローン金利も低下するようであれば、買い替えによる中古住宅の供給が促され、住宅市場全体の需給は改善するでしょう。しかし、ローン金利の低下は通常、住宅の購入意欲を高め、価格上昇につながります。従って、住宅価格が来年の今頃どのくらいにあるかは定かではなく、購入希望者は来年も新居を夢見ているだけになってしまう可能性もあります。

煉獄（れんごく）へようこそ：2024年の投資環境認識

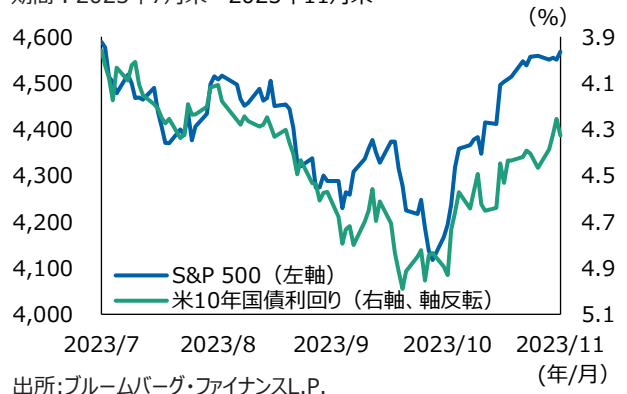
米国では、2024年の利下げ期待の高まり（金利スワップ市場は3～5月の利下げ開始、同年中に計1.25～1.50%の利下げを織り込む状況）から、株式相場が年末にかけて上値追いの展開となっています。しかし、沈静化の兆候が顕著とはいえ、インフレがFRBの目標である2%を依然として上回っており、景況感指数や企業の業績動向などからも深刻な景気後退は避けられそうな見通し（図表3）である2024年は、パウエルFRB議長は慎重に利下げ開始の時期を見極めようとする（利下げ開始は年後半となる）可能性が高く、リスク資産のオーバーウェイト（OW）には慎重に臨む方が得策と私たちはみています。株式市場の先高観が強まる中でも揺り戻しの可能性を信じて好機の到来をじっと待つことになる2024年前半は、ともすれば煉獄（ローマ・カトリックの教えで、死者が天国に上がる前に小さな罪の浄化のために火であぶられる場所）にも似た苦行の場ともいえそうですが、私たちは株式や債券全般をニュートラルとし、バリュエーション面で魅力が高いとみるハイイールド債券とインフレ再加速に備えた実物資産株式の限定的なOWというポジショニングで同年を迎えようとしています。

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。

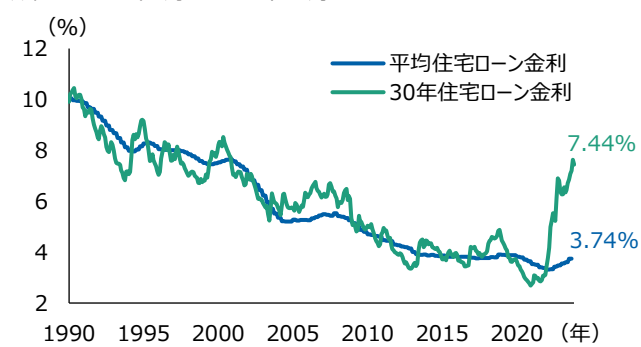
（図表1）11月は株価急反発、債券利回り急低下

期間：2023年7月末～2023年11月末



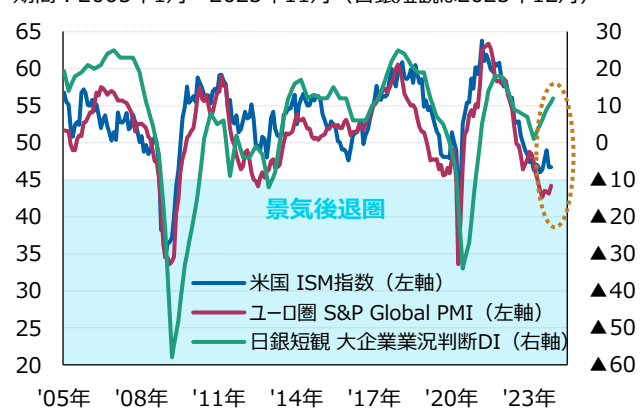
（図表2）住宅ローンの平均金利は依然として低い

期間：1990年1月～2023年11月



（図表3）日米欧3極の製造業景況感指数

期間：2005年1月～2023年11月（日銀短観は2023年12月）



※ 2020年以前のユーロ圏のPMIは、サーベイ中央値。

3 各国・地域の経済環境

ポジティブ

米国

- 消費支出は依然底堅い
- 労働市場は底堅い
- 財政支出が設備投資を下支え
- 業績予想の引き上げ

ネガティブ

- 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
- 経済指標が予想外に下振れ

欧州

- インフレは予想より早く沈静化
- 欧州中央銀行（ECB）は利上げ打ち止めの可能性も
- 労働市場は底堅い

- コア・インフレ率はやや高止まり
- 経済成長の減速
- 金融政策は引き締め姿勢

日本

- 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
- 来年の新NISA開始に伴う個人投資家のすそ野拡大による上値余地
- 業績とバリュエーションは依然魅力的

- 日本企業の業績は、減速傾向にある世界経済との連動性が高い
- 円高が進めば、業績への期待は裏切られやすい
- 日銀が2024年前半に金融政策の正常化に動く可能性

新興国

- 中国の経済活動は徐々に改善
- 中国政府は経済成長の水準を以前より気にしており、今後も支援的な政策が続く見通し
- 大半の新興国は金融政策の引き締めがピークを過ぎつつある
- 株式のバリュエーションは魅力的。特に中国の市場心理は弱気一色で、逆張り投資家にはチャンスとなる可能性がある

- 中国における輸出セクターの先行指標は引き続き軟調
- 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は脆弱で、支出より貯蓄が優先
- 世界貿易は金融引き締めによる世界経済の減速で弱含む

4 ポートフォリオ・ポジショニング



- 債券と株式のニュートラルを維持。株式は、世界経済の成長鈍化によって、多くの市場でバリュエーションは妥当となっている中で、米国経済や日本経済の底堅さを評価。債券は、米国の長期債の発行量増加やインフレの高止まりにより、特に長期ゾーンのボラティリティを警戒するも、クレジット・セクターに投資妙味を見出している状況。
- 株式では、米国株式のオーバーウェイトを継続。景気が底堅い一方でインフレ圧力が低下しているため、FRBの利上げ打ち止めに期待され、超大型銘柄への物色の偏りはあるものの、バリュエーション面の懸念は薄いと判断。日本も、来年の新NISA開始、経済再開後のインバウンドや繰延需要発動継続の効果などが期待され、バリュエーションが魅力的であることからオーバーウェイトを継続。また、インフレが中央銀行の目標を今後も上回ることや、設備投資の減少や生産性トレンドの鈍化を反映して中期的にコモディティ価格が上昇する可能性があることから、ヘッジ手段として実物資産関連株式へのオーバーウェイトを維持。
- 債券では、クレジット・ファンダメンタルズが悪くないにもかかわらず、利回りが魅力的な高水準とみるグローバルハイイールド社債のオーバーウェイトを継続。

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	
<p>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。</p>						
資産クラス	株式		■		世界経済減速と金利上昇を受けても投資機会がある分野は残るものの、バリュエーションは概ねニュートラル。業績改善が下支えだが、景気見通しは依然不透明。	
	債券 (キャッシュ込)		■		金利は足もと大きく低下したものの、各中央銀行の引き締めは峠を越しつつあり、利回り水準は依然魅力的。しかし、国債増発とインフレ高止まりによりボラティリティは高まる可能性がある。スプレッドは縮小するも、クレジット・ファンダメンタルズは依然良好。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。	
株式	地域					
	米国			■	業績期待の改善、生成AIなどのテクノロジー分野でのイノベーションが差別化要因となり、経済活動は底堅さを維持。一方で、金利上昇が、金利負担が大きく借り換えが迫っている企業の業績を圧迫している点には留意が必要。	
	欧州	■			マクロ経済は、金融政策が依然引き締めである一方、景気減速懸念が残る。労働市場は底堅いものの、インフレによる経済の冷え込みが予想以上に速いため、ECBは利上げを終了する可能性がある。	
	日本			■	企業業績見通しの下方修正を警戒し、企業や家計は慎重姿勢だが、日本株のバリュエーションは引き続き魅力的。加えて、インフレ率の上昇が賃金上昇の起爆剤となっていることや、来年の新NISA開始に伴う投資家層のすそ野拡大への期待等からOWを継続	
	新興国		■		バリュエーションと通貨は魅力的で、金融緩和が景気を下支える可能性がある。しかし、中国は住宅不況や消費者心理低迷に加え、経済対策も今のところ効果が不十分で懸念が強い。中南米はリスクオフ環境では不人気だが、ポジティブな経済ファンダメンタルズや投資家センチメントは支援材料。	
	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。景気循環や地政学的リスクが依然懸念されるが、原油高が追い風となる可能性も。	
	米国 中小型 (vs. 大型)		■		年初来の大型株の上昇に対して中小型株は出遅れが目立ったが、反発も予想される。ただし、大型株の上昇はAIの恩恵が意識されたもので、自己資本利益率 (ROE) の高さ等を考慮すれば割高感もさほどみられない。中小型株買戻しの機会を窺いつつニュートラル姿勢を維持。	
	日本 中小型 (vs. 大型)		■		11月に若干円が反発したとはいえ、それまでの円安による収益高上げ効果は大型株により多く及ぶ公算。一方で中小型株のこれまでの劣後や相対的割安さ、大型株から中小型株への銘柄柄色のすそ野の広がり可能性などを踏まえ、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手段となると考えられる。さらに、原油は生産性トレンドの鈍化等を反映して中期的にコモディティ価格が上昇する可能性があるため、実物資産株式のOWを維持。		
債券 (円ヘッジ付) ・ キャッシュ	キャッシュ	■			株式・債券ともにベンチマークにニュートラルの配分としている中、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をことさら大きく期待する状況でもないため、若干のUWを維持。	
	国内債券		■		日銀の金融緩和と政策修正という段階的利回り上昇要因と、海外発の金利低下圧力が拮抗し、国内債券利回りは一進一退が予想されることを踏まえ、ニュートラル姿勢を維持。	
	米国長期国債		■		長期債利回りはピーク近辺にある可能性が高いが、発行増やインフレ高止まりの悪影響を受けやすく不安定。米国長期国債は伝統的にマクロ環境が悪化した場合はポートフォリオに安定をもたらすと期待されるも、このシナリオは遠のいた可能性がある。	
	先進国投資適格公社債	■			世界の中央銀行は、インフレが鈍化の兆しを受けて、引き締めがピークに近づきつつある。長期ゾーンは発行増やインフレにより不安定のため短期ゾーンを選択するも、円ヘッジベースでの魅力は乏しくUW継続。	
	インフレ連動債		■		インフレは鎮静化の兆しが見られ、現在のブレークイーブン水準に織り込み済みだが、インフレが再加速するリスクは残る。	
	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や利回りの高さは依然魅力的。スプレッド水準は以前よりも低下しており、デフォルト率も上昇傾向にあるが、利回りの高さはスプレッドが拡大した場合のクッションとなることや、デフォルト率も中期平均を超えて急上昇する可能性は低いことからOW継続。	
	変動金利バンクローン		■		バリュエーションや利回りは依然として魅力的。金利がピークに近づくにつれ、デュレーションの短さや変動金利などの特性の魅力は低下している。	
通貨	米ドル (対円)		■		長期的には、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みているものの、日米の大幅な金利差が当面は米ドルの下支えにもなりやすいとみてニュートラルを維持。	
	ユーロ (対円)	▼	■		ユーロ圏の景気の低迷はいずれECBの利下げ観測を高め、ユーロの下押し圧力となる公算。米国の大幅利下げを織り込んで進行した対米ドルでの上昇の反動安も警戒されるため、ユーロをUWに引き下げ。	
	豪ドル (対円)	▲		■	中国の成長見通しからの影響は足元中立的とみており、市場の利下げ期待が高まる米国と対照的に、豪中銀 (RBA) には利上げの可能性が残存することが下支え要因と見込んで豪ドルを若干のOWに転換。	

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。

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®

ティール・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&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ル・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。ティール・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、ティール・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、ティール・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。当資料はティール・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、ティール・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。ティール・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

202312-3292798