

# 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



- 世界経済の成長見通しは昨年並みの水準で安定、デフレーション傾向の強まりは世界的なソフトランディングを示唆。
- 米国経済は先進国で最も底堅い一方、欧州経済は引き続き低迷。政策支援による中国景気の安定期待から新興国経済の見通しは改善。
- インフレの落ち着きと景気安定は、米連邦準備制度理事会（FRB）をはじめとする先進国中銀の利下げを後押し。欧州中央銀行（ECB）は脆弱な経済とインフレのバランスを取りながらも利下げ時期が近づいていることを示唆。日本銀行は今年前半にも予想されるマイナス金利政策解除のタイミングを慎重に見計らう。
- グローバル市場のリスクは、地政学的緊張、各中央銀行の金融政策の乖離、予想を上回る景気減速、インフレ再加速、中国経済の政策や成長見通しなど。

## 2 市場テーマ

### 早急な解決策はない

中国政府は2023年後半から景気刺激策を打ち出してきましたが、経済活動や株式市場が大きく反転するには至っておらず、中国経済は厳しい状況が続いています。政府高官は一段の積極的サポートを公約していますが、消費者心理が落ち込み、株価が5年来の安値に沈む中（図表1）、投資家は懸念を深めています。問題の根幹である不動産不況に加えて、20%を超える若年層失業率、人口減少、内需と外需の弱さに起因するデフレ圧力など逆風が一段と強まっています。足元の指標では刺激策に反応して住宅価格に一部下げ止まりの兆しも見られますが、小売売上は依然弱く、不動産大手Evergrandeの清算命令に関するニュースが低迷する不動産市場に追い打ちをかけました。政府は世界第2位の経済大国の土台を懸命に支えようとしていますが、急場しのぎの策では不十分であり、投資家は中国経済を持続的な成長軌道に戻すための大規模なさらなる政策出動を期待しています。

### 株高は当面続く見通し

年初は予想より強い経済指標を受けて利下げ期待が後退したため、投資家は少し動揺しましたが、それ以降S&P500は反発し、再び最高値を更新しました（図表2）。FRBが数ヵ月以内の金融緩和開始を示唆し始めたなか、企業も堅調さを見せ、今年は業績見通しの改善とコスト低下により利益率の拡大が見込まれることから、投資家は米国経済の「ソフトランディング」観測を高めています。巨大テクノロジー企業の好決算やAI（人工知能）への熱狂も株価を支えています。過度なバリュエーション上昇や投資家の楽観を受けて市場が調整局面を迎える可能性、FRBの緩和観測が今後の経済指標次第で波乱に見舞われる可能性、地政学的なイベントで世界的に混乱が広がる可能性は残っており、米国ではこれから本格化する大統領選挙も波乱要因となり得ます。しかし、経済と業績の両面からポジティブな材料が期待できる株式市場は、当面こうしたリスクを乗り越えて上昇が続くとみえています。

### 日本株の相対優位は一服の可能性も、長期的には堅調な見通し

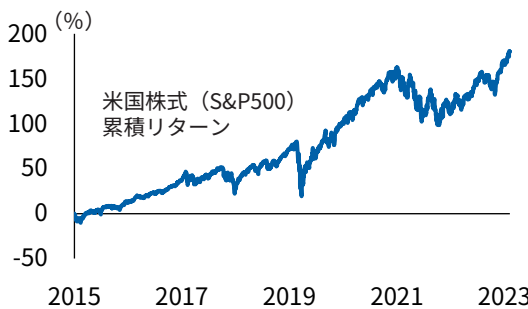
日本株が堅調です。昨年末に高まった米国の早期かつ大幅な利下げ期待が後退し、為替市場で円安米ドル高が進んだという環境面の追い風の他に、①低迷する中国株からのシフトとも噂される海外投資家の資金流入、②年初から始まった新NISA（少額投資非課税制度）による個人の株式投資の増加といった需給面の追い風が指摘されています。ただし、投資部門別株式売買状況統計によると、1月は①海外投資家は大幅な買い越しとなっているものの、②個人は大幅な売り越しで、新NISAによる日本株買いは不発に終わったようです（図表3）。相場の過熱への警戒感もある中で中国の春節休暇入りで同国からの資金シフトが途絶える可能性を踏まえると、際立っていた年初来の日本株の上昇ペースは、他国並みかそれ以下まで一旦減速する可能性が見込まれます。しかし、コーポレートガバナンスの改善やROA改革、対中リスクを背景とする先進国企業の生産拠点を日本への移転（フレンドショアリング）の恩恵などにより、長期的には日本株の堅調な展開を見込んでいます。

（図表1）政策の不透明感が強い中、中国株は低迷  
期間：2019年12月31日～2024年2月6日



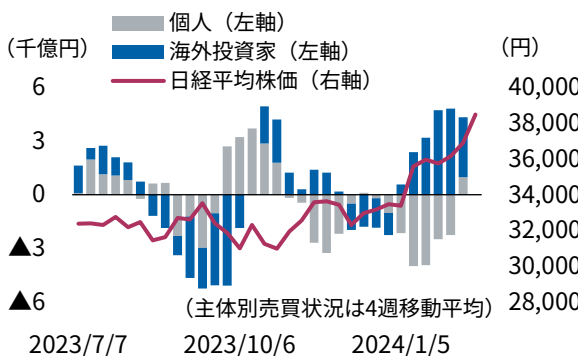
出所：ブルームバーグ・ファイナンスL.P.

（図表2）S&P500は2024年に最高値を更新  
期間：2015年12月31日～2024年2月6日



出所：ブルームバーグ・ファイナンスL.P.

（図表3）日経平均株価と投資家別売買状況  
期間：2022年1月～2024年1月



出所：ブルームバーグ・ファイナンスL.P.

### 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

#### ネガティブ

- 米国**
    - FRBは近く利下げに動く見通し
    - 消費支出は依然底堅い
    - 労働市場は極めて底堅い
    - 業績予想の改善
  - 欧州**
    - インフレは落ち着きつつある
    - 欧州中央銀行（ECB）による利上げ打ち止めの可能性も
    - 底堅い労働市場
  - 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改善により優位性を高める
    - 日本経済はインフレの恩恵を受けている
    - 株式のバリュエーションは依然魅力的
    - 日銀が長期緩和姿勢を維持する可能性も
  - 新興国**
    - 大半の新興国は金融政策の引き締めがピークを越しつつある
    - 中国の景気刺激策は継続、短期目線の投資家には追い風に
    - 業績成長見通しから、株式のバリュエーションは米国に比べて魅力的
    - 中国の市場心理は弱気一色で逆張り投資家には投資機会を提供
- 遅行して表れる金融引き締めの影響
  - 一段と割高な株式のバリュエーション
  - 賃金の伸びが企業の利益率を圧迫する可能性
  - コア・インフレ率はやや高止まり
  - 金融政策は引き締め姿勢
  - 経済成長の減速
  - 円安から恩恵を受けた企業業績が円高に転じた際に見通しが下方修正される可能性
  - 短期的な経済指標はまちまちで、リフレテーマ実現に向けた逆風になる可能性も
  - 政治的混乱が今後の景気対策に立ちほだかる
  - 中国の不動産関連の債務圧縮やデフレが懸念材料
  - 不動産危機の影響で国内消費が低迷し、中国の家計と企業の景況感は脆弱
  - 米大統領選挙を控える米国との地政学的緊張が高まる可能性

### 4 ポートフォリオ・ポジショニング



- 株式と債券のニュートラルを維持。株式はバリュエーションが高まる中で、良好な企業業績や金融状況の緩和が下支えになると考えられる。債券は、利回り水準が魅力的でファンダメンタルズが底堅いクレジット・セクターに投資妙味を見出している状況。
- 株式では、AI進化などのグロース株の追い風は健在ながら、循環的に成長率とインフレ率双方の安定が進めばバリュエーションに有利な環境が想定される。
- 日本株は年初来で急騰し、直近では中国株からの資金シフトや、新NISA開始報道などを受けた過熱感も見られることから、一部利益確定の為、オーバーウェイト幅を縮小。長期的には前向きな見通しを継続しているため、魅力的なエントリーポイントを注視。
- 債券内ではキャッシュは投資の待機資金およびリスク抑制手段としての役割をことさら大きく期待する状況でもないため、若干のアンダーウェイトを継続。
- 絶対利回り水準が依然として魅力的で金利リスクが相対的に低く、ファンダメンタルズも底堅いグローバル・ハイイールド社債を引き続きオーバーウェイト。また、市場の利下げ期待に対し、実際のインフレ減速が想定通りに進まないリスクが残存することに鑑み、米国の短期インフレ連動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		■		FRBの方向転換を受け、センチメントは依然ポジティブ。景気見通しと金融状況は改善しており、業績見通しは支援材料。バリュエーションはなお割高だが、一部は妥当な水準に。
	債券 (キャッシュ込)		■		中央銀行の利下げが視野に入中、利回りは依然魅力的。但し、国債供給が増える中、ボラティリティは高止まる可能性がある。スプレッドはタイトなものの、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					
株式	米国			■	景気が依然底堅く、FRBもハト派に転換、業績見通しは改善。生成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相場を牽引。しかし、高止まりしたバリュエーションは力強い利益成長の発表によって裏付けされる必要がある。
	欧州	■			コアインフレ率は高止まりが続くものの、インフレは落ち着きつつあり、ECBの利下げへの転換も視野に入り始めている。労働市場は堅調な一方で経済成長は減速。
	日本 ▼			■	年初来での急騰、中国人投資家の大量購入、新NISA開始報道などを受けた過熱感などを考慮し、一部利益確定の為、OW幅縮小。構造変化による長期的なファンダメンタルズの見通しは依然前向きに見ている。
	新興国		■		中国株は不動産不況、雇用、消費者心理から逆風。しかし、バリュエーションと通貨は魅力的で、金融緩和が下支えとなる可能性があり、他の地域は輸出回復の恩恵を受けている。市場心理が極端に弱気の為、逆張り投資家には投資機会も。
スタイル、時価総額					
株式	グローバル・グロース (vs. バリュエ)		■		AI進化などのグロース株の追い風は健在ながら、循環的に成長率とインフレ率双方の安定が進めばバリュエ株に有利な環境が想定されることから、実物資産株式に振り分けていたポジションを使用しバリュエ株のUWを縮小。
	米国 中小型 (vs. 大型) ▼			■	中小型株に対する前向きな見方に変化はない。ただし、AIの恩恵への期待に支えられたメガテックのみならず、大型バリュエ株も含めた米国株全体へのより強気の見方を反映し、大型株のUWを解消。
	日本 中小型 (vs. 大型)		■		外国人投資家による大型株買いが続いたことで、米国ほどではないものの時価総額の集中や中小型株の割安さが指摘できるものの、期はまだ熟さずとみて様子見しながらニュートラル姿勢を維持。
インフレ敏感セクター					
債券 (円ヘッジ付)・キャッシュ	実物資産株式 ▼			■	コモディティ関連の株式は依然として割安で、インフレの高止まりリスクに対する魅力的なヘッジを提供するとみているものの、長期金利が高止まった場合に不動産部分に及ぼす影響の抑制も目的に、実物資産株式のOWを縮小してバリュエ株のUW縮小の原資に充当。
	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、若干のアンダーウェイトを維持。
債券 (円ヘッジ付)・キャッシュ	国内債券		■		日銀のマイナス金利解除の可能性の高まり (利回り上昇要因) と、解除後も拙速な引き締めには転じない植田総裁の意向 (利回り抑制要因) の拮抗で利回りの一進一退を想定し、ニュートラル姿勢を維持。
	米国長期国債		■		長期債利回りはなお供給増やインフレ再加速の悪影響を受けやすい。深刻な景気後退の可能性は低いものの、米国長期国債は潜在的なマクロ環境の悪化リスクに対してポートフォリオの安定をもたらすと期待される。
	先進国投資適格公社債	■			2024年の各国の利下げ期待が支援材料だが、円ヘッジ後の魅力は依然乏しい。発行増やインフレ下がり、市場の早期利下げへの楽観論の反転リスクも想定されることから、UW継続。
	インフレ連動債			■	インフレは鎮静化の兆しを織り込んでいるが、再加速のリスクは残る。市場の早期利下げへの楽観論の反転による恩恵を企図してOW継続。
	グローバルハイイールド社債			■	利回りの高さは依然魅力的だが、スプレッド水準は経済の先行きへの楽観的な見方を反映して低下。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、その大半は織り込み済みの感がある。
	変動金利バンクローン		■		バリュエーションと利回りは依然魅力的。利下げが視野に入中、デレージョンの短さや変動金利などの特性の魅力は低下。
	米ドル建て新興国ソブリン債		■		利回りは依然魅力的。中銀による緩和サイクル開始期待、インフレ鈍化の兆候を背景に、デレージョンが長い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) ▲		■		日銀のマイナス金利解除の時期は遠くないとみているものの、一旦高まった米国の大幅利下げ期待の後退による金利差拡大観測から再び米ドル高のモメンタムが増しているため、米ドルのUWを解消。
	ユーロ (対円)	■			夏場の利下げ開始の可能性を認めたラガルドECB総裁の発言を受け、それより早期の利下げへの市場の期待は持続する公算。景気後退は回避したものの、ユーロ圏の大幅な成長回復も見込みにくいことから、ユーロのUWを維持。
	豪ドル (対円)			■	デフレ傾向と、景気刺激策が打たれる際の先行的な資源需要とを勘案すると中国からの影響は足元中立的とみられ、利下げ方向への転換に慎重な豪中銀 (RBA) の姿勢も踏まえ、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。

### 当資料で使用している指数・データについて

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、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

202402-3400325