



グローバル・アセット・アロケーションの視点と投資環境

2024年1月号

作成基準日：2024年1月5日

1 市場見通し



- 世界の経済成長およびインフレ期待は全般的に低下しており、各国・地域でばらつきが見られる。
- 米国経済は減速するものの底堅さを保つ一方、相互依存が強い欧州と中国の景気はもたつくと予想。
- 米国連邦準備制度理事会（FRB）は2024年の利下げを示唆するも、その道のりは不透明。欧州中央銀行（ECB）は脆弱な経済とインフレのバランスに苦慮。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。中国経済は厳しい状況が続き、年始に新たな景気刺激策を公約。
- 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

パウエル発言で利下げ観測が急加速

パウエルFRB議長が2023年12月の米国連邦公開市場委員会（FOMC）後の記者会見で予想外に事実上の利上げ終結を示唆したことが「180度の方向転換」と受け止められ、株式と債券価格は年末にかけて急騰しました。この発言により、投資家は2024年の金利予想の修正を余儀なくされました（図表1）。議長はインフレに対する勝利宣言こそしなかったものの、積極的な政策が狙い通りにインフレ抑制に効果を発揮する一方で、FRBや市場の予想を裏切って雇用に殆ど悪影響を与えていないとの認識を示しました。市場は景気のソフトランディングを祝うかのように、FRBが想定する2倍の「6回の利下げ」を急速に織り込みました。当局と市場の見通しに大きなズレが生じているため、今後発表される経済指標次第ではボラティリティが高まることが予想されます。米国経済が極めて底堅く、消費や雇用の足取りもしっかりしているため、景気やインフレが上振れした場合、市場の利下げ見通しは一気に巻き戻される可能性もあります。

紅海の商戦襲撃で貿易やインフレ面で波乱も

インフレ鎮静化が視野に入る中で、親イラン武装組織「フーシ派」が紅海で商船を襲撃したことによりサプライチェーンが混乱し、モノの値段や輸送費に影響を及ぼしており、投資家は早期利下げ期待が後退することを警戒しています。ここ数年でも、コロナ禍の港湾閉鎖と海運の遅れでサプライチェーンが混乱してモノの価格が高騰し、2022年にはロシアのウクライナ侵攻を受けてエネルギー価格が高騰しました。パレスチナ自治区ガザ地区でのイスラム組織「ハマス」とイスラエルの戦闘も、世界貿易の大動脈である中東情勢に影響しています。足元のエネルギー価格や輸送費の上昇は数年前と比べると穏やかですが（図表2）、地政学リスクの高まりによりインフレ鎮静化までの道のりにはまだハードルがあります。足元の焦点はモノからサービス関連のインフレに移っていますが、投資家は地政学リスクが世界貿易やインフレに及ぼす様々な影響を引き続き注視しています。

短観想定為替レートの上昇で輸出企業の円安メリット余地狭まる

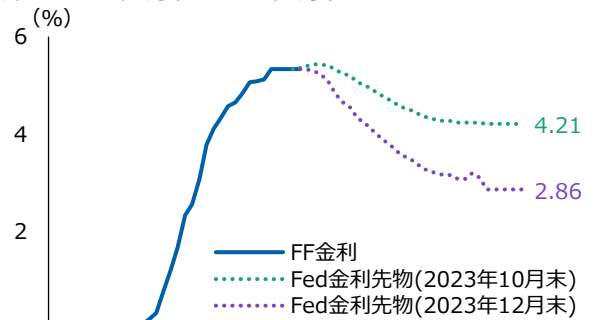
2023年の日本株のリターンは、円ベースでは海外市場と遜色なく、現地通貨ベースでは海外市場を大きく上回りました。今後も、コーポレートガバナンスの改善やROA改革、対中リスクを背景とする先進国企業の生産拠点の日本への移転（フレンドショアリング）の恩恵等により長期的に堅調な展開が見込まれますが、足元の株価上昇には過熱感もあり、加えて円安効果への過剰な期待にも注意が必要です。日銀短観の想定為替レートは、2023年度以降、大きく進行する円安に遅れて上昇し、海外収益の上振れ余地の可能性を示唆して企業業績や株価のプラス要因と考えられてきましたが、2023年12月調査では139円35銭まで上昇しました（全規模・全産業）。一方、過去のデータ分析から直物（スポット）よりも想定為替レートに近い水準と考えられる、企業が為替ヘッジに用いる6カ月の先渡（フォワード）の実勢レートは、米金利高と最近の円高を反映し、23年末には140円を割り込み、想定為替レートとの差はほぼなくなりました（図表3）。今後もこの状態が続く限り、過去数四半期のような「円安による輸出企業の業績押し上げ効果」は消失した可能性があります。

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）市場は積極的な利下げを織り込んでいる

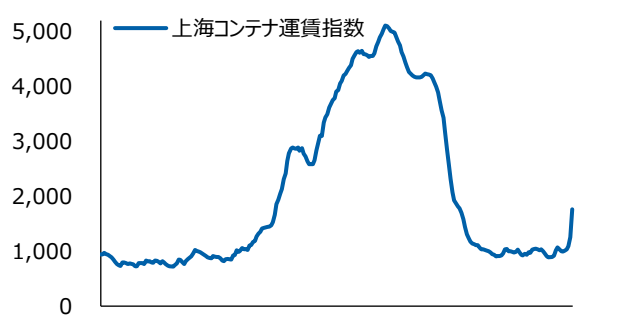
期間：2021年1月末～2026年7月末



出所：ブルームバーグ・ファイナンスL.P.

（図表2）海運コストは上昇するも、コロナ禍の水準を下回る

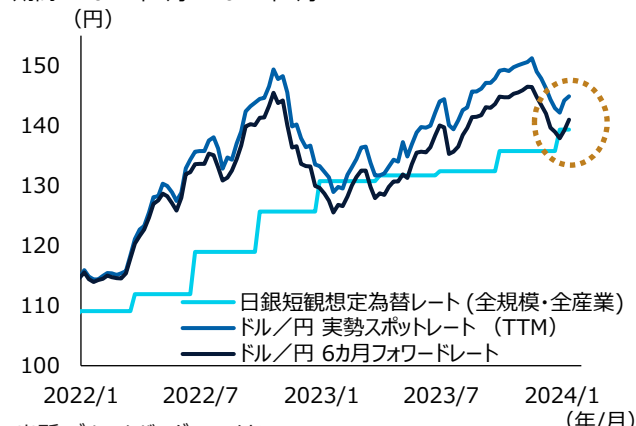
期間：1990年1月～2023年12月末



出所：ブルームバーグ・ファイナンスL.P.

（図表3）短観想定為替レートと実勢レートの推移

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.

※スポットレート、フォワードレートは週次（5営業日のNY終値の平均）。

3 各国・地域の経済環境

ポジティブ

米国

- FRBが緩和姿勢へ転換
- 消費支出は依然底堅い
- 労働市場は底堅い
- 業績予想の引き上げ

ネガティブ

- 遅行して表れる金融引き締めの影響
- 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
- 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

- 日本株をオーバーウェイトにする海外投資家が大きく増えた
- 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
- 中国の財政支援や的を絞った不動産対策が経済活動を下支える見込み
- 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、景気減速懸念やバリュエーションが高まる中で、良好な企業業績や金融環境の緩和が下支えになると考えられる。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おり、FRBの利下げ転換が期待され、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。加えて、出遅れが目立った中小型株も、利下げ期待の高まりも背景にセンチメントに弱気修正の機運がみられるため、オーバーウェイトに転換。日本も、新NISA開始、コーポレートガバナンス改革等が期待され、バリュエーションが魅力的であることから、一部のポジションを利益確定するも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、スプレッドが縮小するも依然として利回りが魅力的な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。加えて、市場の早期かつ大幅な利下げ期待に対し、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、先進国投資適格公社債から米国の短期インフレ連動債にウェイトの一部をシフト。

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
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. バリューストック)		■		
	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。

FRBの方向転換を受け、センチメントが劇的に好転。景気見通しは依然不透明だが、金融環境は改善。業績見通しは支援材料だが、バリュエーションには留意が必要。

中央銀行の利下げが視野に入中、利回りは魅力的。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。クレジット・ファンダメンタルズは依然良好だが、足元の上昇でスプレッドはタイトに。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。

景気が依然底堅く、金利もピークアウトしたと考えられ、業績見通しは改善。生成AI（人工知能）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、バリュエーションは力強い利益成長が発表されることによって支えられる必要。

依然引き締め気味の金融政策と、減速はしたもののこれまでのインフレにより景気低迷が深まっているが、ECBの利下げへの転換も視野に入り始めたことに加え、株価の出遅れ感が大きいことから、日本のウェイトを一部シフトすることでUW幅を縮小。

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の日本への移転（フレンドショアリング）の恩恵、新NISA開始等により長期的に堅調な展開が見込まれOW継続するも、一部のポジションを利益確定。

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。中国株は不動産業界への懸念が広がる中、逆風を反映して軟調だが、他の国・地域は輸出回復の恩恵を受けている。

景気見通しの改善や金融状況の緩和がバリューストックの下支えとなる可能性がある。利下げへの転換はグロース株に恩恵をもたらすと想定され、バリュエーションが拡大しているものの、AIを巡るモメンタムが追い風となる可能性がある。

AIの恩恵への期待に支えられた大型株（とりわけメガテック）に対し、出遅れが目立った中小型株にも、利下げ期待の高まりも背景にセンチメントに弱気修正の機運がみられるため、OWに転換。

米国での中小型優位への転換の影響に加え、円高進行、日本でも中小型株の劣後や割安さが続いたこと、外国人投資家の循環物色の裾野の広がり可能性などを意識しつつ、機はまだ熟さずとみてニュートラル姿勢を維持。

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。

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。

日銀の金融緩和と政策修正の可能性という利回り上昇要因と、海外の利下げ期待の高まりや金利低下圧力が拮抗し、国内債券利回りは一進一退が想定されることから、ニュートラル姿勢を維持。

長期債利回りはピークアウトしたと考えられるが、発行増の悪影響を受けやすく不安定。深刻な景気後退の可能性は低いものの、米国長期国債はマクロ環境が悪化した場合にポートフォリオの安定をもたらすと期待される。

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として乏しいうえ、発行増やインフレ低下渋り、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幅を拡大し、インフレ連動債に割り当て。

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、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短期のインフレ連動債を追加し、OWに転換。

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。

バリュエーションや利回りは依然として魅力的。利下げが視野に入中、デレーションの短さや変動金利などの特性の魅力は低下。

足元の価格上昇を受けても、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ピークを過ぎつつあることやインフレの鈍化もサポート材料。

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みているうえ、依然として大幅ながら、米国の利下げ期待の高まりによって日米の金利差が縮小に向かう公算であることから、米ドルをUWに転換。

ユーロ圏の景気の低迷から、いずれECBは利下げに踏み切る公算だが、インフレ重視の立場から利下げ開始が米国よりも後ずれする可能性も。米国の利下げ観測が高まった分の調整として円に対するUWの一部を米ドルにシフト。

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）は利下げを急いでいないことを踏まえ、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。

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。

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

202401-3343832