

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



- 世界経済が引き続き総じて底堅い一方、インフレ率は低下傾向にあり、各国の不確実な金融政策による影響が乖離を生むにつれ、先行きは変わる可能性がある。
- トランプ次期政権の政策がインフレを再燃させる懸念はあるものの、成長促進的な政策を背景に米国経済に対する期待は一段と高まっている。欧州と日本の景気は引き続き低調。中国当局は新年に経済を下支えるための追加的な景気刺激策と改革を掲げる。
- 米国では、FRB（米連邦準備制度理事会）が利下げを行いながらも、インフレ懸念を再度表明するなどタカ派的姿勢を示す一方、成長やインフレが鈍化している欧州では、ECBが早めに行動を取る可能性が高い。今後のインフレ指標が利上げを後押しする可能性がある日本では、日本銀行が引き続き他国と異なる方向性の金融政策を進める。
- グローバル市場にとっての主なリスクには、金融政策における高まる不確実性、中銀の政策ミス、地政学的緊張、インフレの再加速などが含まれる。

2 市場テーマ

中型株式に投資妙味

2024年は中小型株式がアウトパフォームする局面が断続的に訪れました（図表1）。7月にはFRBが非常にハト派的な行動を取ると見込まれたことで中小型株式が大きく上昇したものの、そうしたポジションはすぐに手仕舞われました。米大統領選後は規制緩和や法人減税など成長促進的な政策への期待を背景に中小型株式に注目が集まったものの、またしてもその流れは途切れ、年末にかけて再び大型株式優位の展開となりました。しかし、ここきて、政策変更、インフレ、金利、それらに対するFRBの対応に関する不透明感が強まるなか、中型株式の投資妙味が際立っています。中型株式はバリュエーションが大型株式に比べて魅力的で、小型株式ほどは金利上昇の悪影響を受けにくく、収益性も高い上、一部のセクターへの偏りも大きくはありません。物色のすそ野が広がった場合に、中型株式はその恩恵を受ける好位置にあると考えられます。

FRBの心変わり

金融政策におけるFRBの重要項目が、減速傾向をたどっているインフレから雇用安定にシフトし始めていたのはわずか数カ月前のことでした。ところが、12月の米連邦公開市場委員会（FOMC）では、FRBは一転してインフレに一段とタカ派的なトーンを見せるようになりました。「データ次第の政策運営をする」とはいえ、FRBが今回のように方向転換をするにはより顕著なトレンド反転が必要と考えていた市場参加者は、突然の変化に驚かされましたが、おそらくは、11月の米国大統領選挙の結果に市場が即座に反応したように、FRBもトランプ次期政権による政策変更の将来的な影響とリスクを考慮し始めたということでしょう。ただし、これにより金利の先行きが一段と不透明になる可能性が考えられます（図表2）。

米国株に以前より慎重になる理由はここにも

米国株は2025年も世界の株式市場の牽引役を期待され、新政権による政策がマクロ経済成長率の加速と企業業績の押し上げにつながると期待されます。一方で、株価が既にそうした好材料を織り込んでいる可能性があるほか、成長加速の裏返しとして、また関税引き上げや移民の制限による労働力不足が影響してインフレが再燃し、利下げ見通しの後退や財政懸念も手伝って長期金利を上昇させ、株価の圧迫要因となるリスクも考えられます。アナリストの利益予想に基づいた米国大型株（MSCI USA）の加重平均益利回り（＝12ヵ月先予想EPS／株価）は12月末に米10年国債利回りと同水準になるまで低下が進みました（図表3）。これは、過去20年余りでも初めてのことで、「悪い利回り上昇」とも解釈できる米国債が魅力的とはいいがたい状況ですが、米国債に対するリスクプレミアムが消失した株式の足元の水準については、従来よりも慎重にとらえる必要もありそうです。

（図表1） 小型株式の断続的な上昇

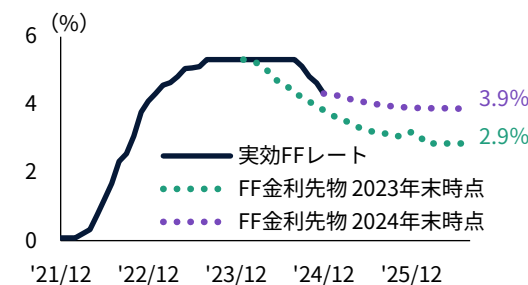
期間：2024年1月10日～2025年1月8日



出所：S&P, Russell
米国小型はラッセル2000、米国大型はS&P500を仕様しています。

（図表2） 先行き不透明な政策金利

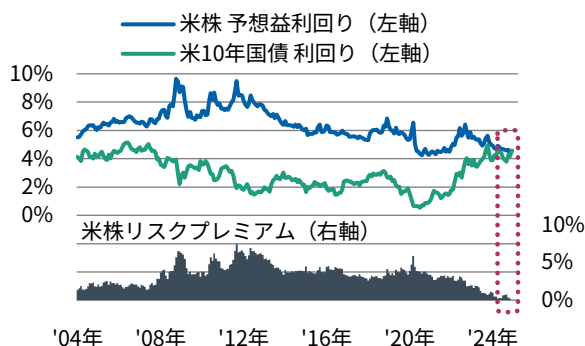
期間：2021年12月～2026年8月



出所：Bloomberg Finance L.P.,

（図表3） 米株の益利回りと米国債利回り

期間：2004年1月～2024年12月



出所：Bloomberg, MSCI.
米国株式はMSCI米国インデックスを使用しています。

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。

3 各国・地域の経済環境

ポジティブ

ネガティブ

米国

- 底堅い企業業績
- 現時点では利下げ軌道にあるFRBによる金融政策
- 新政権による規制緩和と法人減税の可能性

- 一段と割高な株式のバリュエーション
- 信用のトレンドは弱まっている
- 政治的な不透明感の高まり

欧州

- 金融政策は一段の緩和が見込まれる
- 失業率は引き続き低水準
- 株式のバリュエーションは魅力的

- 景気の足取りは依然弱い
- 依然として続く地政学的な不透明感の高まり
- 利益成長は構造的に弱い

日本

- リフレ的環境が続く
- コーポレートガバナンスは引き続き改善
- バリュエーションには妙味がある

- 政治的不安定さが海外からの資金フローに影響
- 日銀は強い賃金の伸びのためタカ派バイアスを維持する見通し
- 世界需要の低下を受けた製造業指標は軟化

新興国

- 中国は更なる景気刺激策を講じる可能性がある
- 多くの新興国で金融政策は緩和されている
- バリュエーションは魅力的

- 米国の関税が世界貿易に影響を与える可能性がある
- 中国の不動産関連の債務圧縮が引き続き懸念材料
- 地政学的リスクが高まっている

4 ポートフォリオ・ポジショニング



- バリュエーションは懸念材料であるものの、株式は若干のオーバーウェイトを継続。
- 米国における足元の景気の底堅さ、当面の利下げ見通しとトランプ次期政権の規制緩和や法人減税への期待などが株価の支援材料。ただし、先行きの不透明感が依然として高いことを踏まえ、米国株式のオーバーウェイト幅を縮小してポートフォリオのベータリスクを抑制。
- 債券はアンダーウェイトを維持。新政権の政策を含めた米国のリフレや財政悪化への警戒からデュレーションには慎重なスタンスを維持。一方、代替としての絶対収益型オルタナティブを含め、待機資金、あるいは市場環境の変化に備えた流動性確保の手段としてキャッシュを引き続きオーバーウェイト。
- 債券資産内の配分では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。

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	▼			収益期待は既にかかなり高く、バリュエーションも割高だが、中銀の利下げの影響が世界経済全体に広がるにつれ、利益成長のすそ野が広がる可能性がある。米国株式のOW幅を縮小（以下コメントご参照）。	
	債券 (キャッシュ込)	▲			景気の底堅さ、インフレ再加速や利下げサイクルが緩やかになる懸念から利回りは高止まりする可能性がある。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。キャッシュのOW幅を拡大（以下コメントご参照）。	
株式	地域					
	米国	▼			規制緩和や減税延長など成長促進的な政策が幅広い経済活動を刺激する見込み。バリュエーションは依然割高だが、イノベーションが引き続きポジティブな変化をもたらす主な差別化要因。新政権による政策の先行き不透明感や地政学的懸念を考慮し、OW幅を縮小。	
	欧州			■	ECBによる更なる緩和が予想される。経済成長の足取りは弱いものの、失業率は低位でバリュエーションは妥当な水準。構造的な収益成長力の弱さと地政学的リスクの高まりが懸念材料。	
	日本			■	不安定な政治を嫌気した海外投資家からの資金流入が細り、短期的なパフォーマンスに影響する可能性がある。しかし、中長期的な投資テーマであるガバナンス改善や企業業績改善は引き続き健全。	
	新興国			■	バリュエーションは魅力的で、米国を除いた先進国よりも景気成長見通しは堅調な点がサポート材料に。中国の更なる景気刺激策が予想されるものの、時期と最終的な効果は依然不透明。	
	スタイル、時価総額					
	グローバル・グロース (vs. バリュエー)			■	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。バリュエー株は割安で、金融状況改善の恩恵を受ける可能性もある。グロース株のバリュエーションは割高で新興国における構造的な消費の弱さが逆風に。	
	米国 中小型 (vs. 大型)			■	中小型株は規制緩和、M&Aの活発化、米国経済の成長加速の恩恵を受ける可能性がある。しかし、金利高止まりが長期化する環境が逆風になる可能性も。	
	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			■	コモディティ関連株はインフレ再燃に対するヘッジを提供。生産性向上の恩恵が頭打ちになりつつあることが原油高につながる可能性がある一方、一部の工業用金属はAI投資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。		
債券 (円ヘッジ付)・キャッシュ	キャッシュ	▲			ベータ抑制のための米株ウェイト削減の受け皿としてOWを拡大し、投資の待機資金に。金利上昇懸念の残る債券を回避し、キャッシュ代替としての絶対収益型オルタナティブを選好。	
	国内債券		■		賃金上昇、年度下期入り後の相次ぐ値上げ、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、日銀の利上げ観測は残存し、金利も上昇しやすいとみてUWを維持。	
	米国長期国債		■		長期債利回りは依然として景気見通し改善、根強いインフレ、財政見通しの不透明さの高まりの影響を受けて上昇しやすい。	
	先進国投資適格公社債		■		世界各国の中銀による金融政策は、地域による乖離が予想される。FRBの利下げ継続に伴い、妙味が薄れる可能性もある。	
	インフレ連動債			■	このセクターはインフレが予想外に根強い場合や、地政学的緊張の高まりでエネルギー価格が上昇するリスク、米国の政策によるインフレ再加速の可能性に対してヘッジを提供する。	
	グローバルハイイールド社債			■	スプレッドは過去の水準に比べてタイトだが、ファンダメンタルズは依然良好で、デフォルト率は今後も低位安定が見込まれる。	
	変動金利バンクローン			■	FRBの利下げペースが以前ほど積極的でないことは変動金利バンクローンには追い風。バリュエーションは依然魅力的で、ファンダメンタルズもなお強固な半面、流動性は注視が必要。	
	米ドル建て新興国ソブリン債			■	バリュエーションが相対的に魅力的で利回り水準も良好。しかし、貿易政策と米ドルの先行きが不確実性を増す。	
通貨	米ドル (対円)			■	日銀の早期利上げの可能性と影響は意識しつつも、経済の趨勢を背景とした円の長期下落基調、米国の景気の底堅さや利下げペース鈍化の可能性を考慮して米ドルのOWを継続。	
	ユーロ (対円)		■		域内の低成長に、独仏というユーロ圏における大国の政治の混迷、トランプ関税や貿易戦争の脅威が加わり、ECBの利下げ継続観測が有力なユーロのUWを維持。	
	豪ドル (対円)			■	中国の景気刺激策が期待未達でコモディティ価格下落も、豪州のコロナ禍以降で初の利下げの可能性がはっきりしないことを踏まえ、豪ドルについて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。



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

出所MSCI。MSCIおよびその関連会社、並びに第三者の情報源および提供者（まとめて「MSCI」）は、本稿に記載されるMSCIのデータに関して、明示的または暗黙的に関わらず、いかなる保証や表明は行わず、一切の責任を負いません。MSCIのデータは、その他の指数や証券、金融商品の基準としての更なる再配布や使用が禁止されています。本資料は、MSCIによって承認、審査、発行されたものではありません。過去のMSCIのデータおよび分析は、将来のパフォーマンスの分析、見通しまたは予測を示唆または保証するものではありません。いずれのMSCIのデータも、投資判断のための投資アドバイスや推奨を目的とするものではなく、投資アドバイスや推奨として依拠してはなりません。

S&P500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。

ロンドン証券取引所グループおよびそのグループ事業（総称して「LSEグループ」）。著作権はLSEグループに帰属します。FTSEラッセルは、特定のLSEグループ企業の商号です。「Russell®」は関連するLSEグループ企業の商標であり、他のLSEグループ企業はライセンスを得て使用しています。FTSEラッセル・インデックスまたはデータの著作権は、インデックスまたはデータを保有する関連するLSEグループ企業に帰属します。LSEグループおよびそのライセンサーは、インデックスまたはデータの誤りや不備の責任を負わず、いずれの当事者も本書に記載のインデックスまたはデータに依拠することは禁止されます。関連するLSEグループ企業の書面による明示的同意なしにLSEグループから得たデータを再配布することは認められません。本書の内容は、LSEグループによる販売促進、出資および承認は受けておりません。

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/一般社団法人 第二種金融商品取引業協会
202501-4172839