



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7月号

作成基準日：2023年6月30日

1 市場見通し

- 世界経済は全体として年後半の景気減速が見込まれるものの、金融政策の引き締めを受けても予想以上に底堅い国・地域もあり、マクロ経済見通しはまちまちな状況。米国は予想以上に底堅く、欧州はインフレが高止まりする中で緩やかな景気後退（マイルドリセッション）に陥り、欧州中央銀行（ECB）は難局に直面。中国経済の再開は期待外れで、新たな政策支援を期待。
- 世界の中央銀行は金融政策引き締めのピークに近づきつつあるも、インフレに対する警戒姿勢は崩さず。一部の国・地域ではインフレが高止まりしており、経済指標次第では追加利上げに動く可能性も。
- グローバル市場の主なリスクとしては、予想を上回る景気減速、中央銀行の政策ミス、インフレの長期化、地政学的緊張など。

2 市場テーマ

息切れする米国以外の株式市場

今年初めの時点では米国以外の市場がアウトパフォームすると思われていました。ゼロコロナ政策終了による中国経済の再開、暖冬による欧州のエネルギー危機回避、インフレ圧力の緩和、ドル安見通し、魅力的なバリュエーションなどの材料に欠きませんでした。しかし、中国経済の再開は期待外れで、欧州のインフレが予想以上に高止まりし、前半は米国以外の市場が7%以上アンダーパフォームしました（図表1）。対照的に、米国は労働市場、消費、住宅市場が力強さを示せるなど、多くの点で予想を上回る内容となりました。仮に年後半に世界経済が失速する場合でも、生成AI（人工知能）に対する投資家の熱狂を筆頭に支援材料が多く、景気循環に左右されにくいディフェンシブ・グロースの傾向がある米国株は、引き続きアウトパフォームする可能性が高いと思われます。今のところ米国以外の市場は息切れ状態にあり、この流れを反転させるきっかけを見つけるのは難しくそうです。

低金利時代に組んだローンは手放せない

旺盛な消費需要、サプライチェーンの改善、そして何より中古住宅の在庫不足を背景に、米国の戸建て新築住宅販売の景況感は急回復しています。足元の30年固定住宅ローン金利は7%前後で、既存住宅ローンの平均金利の3%を大きく上回るため、低金利下で組んだローンを手放してまであえて新築に買い替えるインセンティブはありません（図表2）。その結果、住宅市場の大半を占める中古住宅物件が出回らず、在庫が大きく減少したことで、皮肉にも新築需要が高まっています。一方、英国やカナダなどでは住宅ローンは変動や短期固定金利が主流であるため、金利上昇は住宅所有者にはローン返済額の増加、新規購入者には借入金利の上昇につながり、インフレ圧力に直結して家計に重くのしかかります。これらの国は住宅が経済のけん引役であり、住宅ローン返済が家計支出の大きな割合を占めるため、金利が低下しない限り消費者のひもが緩くなるのは難しい状況です。

日本の期待インフレ率の上昇はYCC修正を催促しているのか？

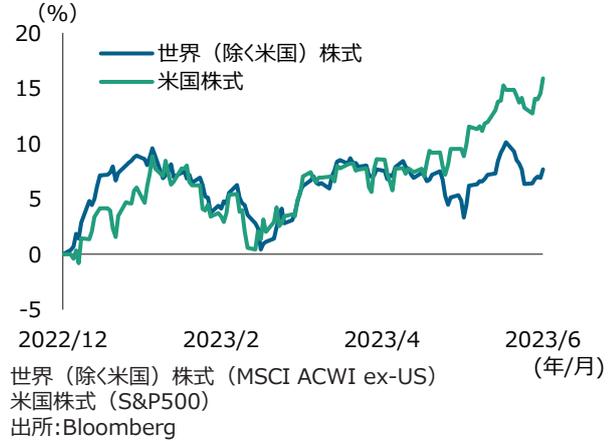
植田日銀総裁が就任して3カ月、当初はすぐにでもイールドカーブ・コントロール（YCC）政策の修正に動くとの市場の思惑に対し、金融緩和の継続姿勢を維持しています。しかし、5月の日本の基本給が1995年2月以来、約28年ぶりの伸びとなるなど、物価と賃金がともに上昇する「前向きな循環」が生まれていることも背景に、日本の期待インフレ率（利付国債と物価連動債の利回りの差である「ブレイクイーブン（BE）レート」）は2014年の水準まで上昇しています（図表3）。加えて、エネルギー価格の激変緩和措置が9月末までに終了することも、さらなる物価上昇懸念をもたらしています。こうした環境はYCC政策の修正・撤廃を行う上での大義名分ともなりやすく、早晚実施されるリスクをヘッジしておくに越したことはありません。なお、YCCの修正・撤廃が月内にも行われるとの思惑から、7月に入ってからの円の反発が進んでいます。その影響で株価停滞を懸念する声もありますが、円ベースでみた場合、日本株が一人負けしているわけではないこともグローバル・アセット・アロケーションを考える上では重要な視点です。

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）上期は最終的に米国株に軍配

期間：2022年12月末～2023年6月末



（図表2）金利上昇が皮肉にも新築住宅販売に追い風

期間：2021年12月末～2023年6月末



（図表3）日本の10年BELレートは2014年水準まで上昇

期間：2014年1月～2023年6月末



3 各国・地域の経済環境

ポジティブ

ネガティブ

米国

- 消費支出は依然底堅い
- 労働市場は極めて底堅い
- 製造業は持ち直しの兆しもある
- AIがパワフルな追い風となる可能性がある

- 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
- インフレは予想以上に根強い
- 量的引き締めと、短期国債の大量発行による政府預金口座（TGA）の復元が流動性に影響を与える可能性

欧州

- インフレに鈍化の兆し
- 石油・天然ガス価格が大幅に下落
- ECBは引き締めのピークに近い

- インフレは高止まりしており、特にコア・インフレ率の高さが目立つ
- 依然として金融政策は引き締め姿勢
- 地政学的な不透明感が依然として懸念材料

日本

- 日本株は他国市場に比べてバリュエーションが依然として魅力的
- リフレ・シナリオとコーポレートガバナンスの改善が足もとの景気サイクルにおける日本独自の優位性を高める
- 国内投資家の出遅れにより、ポジションの積み上がりは依然として軽め

- 世界的な景気後退が起きれば、収益改善期待は後退
- イールドカーブ・コントロール政策の解除の可能性
- 円が極端な割安水準から上昇し、大手輸出企業に逆風となる可能性も

新興国

- 中国の景気回復は消費やサービス支出が主導で、経済再開で民間投資も回復する見通し
- 中国がさらなる景気刺激策を打ち出す可能性
- 中国はまだ景気サイクルの序盤にあるため、企業収益は拡大する可能性
- 大半の新興国は金融政策の引き締めが峠を越す

- 中国の経済再開は期待外れで、経済指標はまちまち。特に、輸出の回復の持続性が疑問視される
- 中国の地方政府は信用力が懸念され、不動産関連の債務圧縮が引き続き懸念材料
- 中国が安全保障を優先すると、ビジネスに悪影響
- 世界貿易は世界経済の減速で弱含む可能性
- 様々な地域で依然として根強い地政学的リスク

4 ポートフォリオ・ポジショニング

- 株式を小幅アンダーウェイトとし、キャッシュを選好。株式は景気や収益環境の悪化が懸念され、債券はインフレの高止まりによる中央銀行の追加的な金融引き締めが逆風に。一方、キャッシュは流動性と安定性を提供。
- 株式では、日本のオーバーウェイト縮小、欧州のアンダーウェイト拡大によりねん出したポジションを、米国のアンダーウェイト解消に割り当て。米国の大型株はバリュエーションが高いものの、景気減速下でもAIなど長期成長テーマを求める投資家に支えられる可能性がある。欧州株は景気回復のモメンタムが弱まっていること、日本株は（経済再開によるインバウンドや旅行需要回復などへの期待からオーバーウェイトを継続するものの）最近の株価上昇を受けて、それぞれポジションを一部削減。その他、エネルギー高騰リスクや、インフレが米連邦準備制度理事会（FRB）目標の2%を引き続き上回る場合に対するヘッジとして、グローバル・バリュー株式のポジションの一部を実物資産株式に割り当て、実物資産のポジションをニュートラルからオーバーウェイトに転換。
- 債券では、グローバル・ハイイールド社債のオーバーウェイト継続によりインカムを追求しつつも、不透明なマクロ環境継続によるリスクヘッジの観点から、米長期国債のオーバーウェイトを継続。日本を除き先進国の大半は金融引き締めサイクルが終わりに近づいている可能性が高いが、金利のボラティリティは高止まりを想定。

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		■		景気減速、タイトな金融状況、割高なバリュエーションから、見通しは改善傾向にあるも依然不透明。しかし、底堅い労働市場、AIを取り巻くポジティブなセンチメントが支援材料。	
	債券 (キャッシュ込)			■	中央銀行がなお高インフレと景気悪化を両にらみしているため、金利のボラティリティは高止まりする可能性がある。クレジット・セクターは、良好なファンダメンタルズに支えられた魅力的なバリュエーションの提供を継続。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	▲		■	FRBの金融政策や割高なバリュエーションがなお懸念されるが、業績は底入れしつつある様子で、経済活動は安定。生成AIなどテクノロジー分野のイノベーションが引き続き重要な差別化要因であるも、市場の物色範囲がやや拡大していることからポジションをニュートラルに引き上げ。	
	欧州	▼	■		インフレ（特にコアインフレ）は高止まりしているが、ECBは金融引き締めピークに近づいている模様。石油・天然ガス価格が大幅に下落するも、地政学的な不透明感が依然として懸念材料。景気の先行き見通しへの懸念からUW幅を拡大。	
	日本	▼		■	インフレ率の上昇が賃金上昇の起爆剤となっている。日銀が金融政策の正常化に動く円高が進み、輸出企業の重しとなる可能性。経済再開によるインバウンドや旅行需要などへの期待からOWを継続するも、足もとの株価の上昇を受けてポジションを一部削減。	
	新興国			■	バリュエーションと通貨は魅力的で、各中央銀行の引き締めはピークを過ぎつつある。一方、世界的なマクロ経済の不透明感が払拭されていないため、先行きは不透明。しかし、中国の需要回復が想定より弱く、コモディティ関連国の経済を大きく押し上げる程のドライバーにはなっていない。中国における悪材料はほぼ織り込み済みで、一段安のリスクは限定的と思われる。	
	スタイル、時価総額					
	グローバル・グロース (vs. バリュエ)			■	マクロ環境が悪化しているためハイクオリティ銘柄重視の姿勢が肝要。グロース株はAI関連の構造的な追い風が吹く可能性がある半面、バリュエーションはやや割高。バリュエ株には出遅れリスクがある。	
	米国 中小型 (vs. 大型)			■	大型株は年初来の堅調さ、中小型株は劣後、それぞれの反動がいずれ期待されるが、当面はAIブームの恩恵がメガテックにより多く及ぶ公算であることなどを踏まえ、ニュートラル姿勢を維持。	
	日本 中小型 (vs. 大型)			■	外国人投資家による大型株中心の資金フローが日本株上昇のけん引役である点は変わらないものの、中小型株のこれまでの劣後と相対的割安さ、日本株投資のすそ野の広がりの期待などから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	▲		■	コモディティは割安となり、インフレが今後も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を提供するため、グローバル・バリュエ株のポジションの一部を実物資産株式に割り当て、ニュートラルからOWに転換。REITは引き続き金利上昇や商業用不動産低迷による下押し圧力を受けているが、こうした懸念はほぼ織り込み済み。		
債券 (円ヘッジ付) ・ キャッシュ	キャッシュ			■	株式、債券ともに不安定さが残ることから、待機資金およびリスク抑制手段として引き続きOW。ただし、米国の利上げ局面の進展に伴い、他の資産に適宜シフトした結果、かつてに比べOW幅は低下。	
	国内債券		■		日銀の金融政策修正見通しは後ずれしてきたものの、イールドカーブ・コントロール (YCC) 撤廃により利回りが上昇するリスクは残存する見込みで、UWを継続。	
	米国長期国債			■	利回りに関してはボラティリティが当面続く可能性があるものの、長期国債では峠を越した感があり、マクロ環境が悪化する中で長期国債がポートフォリオに安定をもたらす可能性がある。	
	先進国投資適格公社債		■		インフレが依然懸念され、FRBの追加利上げを警戒する必要があり、スプレッドやデレージョンを踏まえると魅力が乏しい。世界の中央銀行がインフレ高止まりと景気減速のバランスを考へる中、利回りは不安定な状態が続く見通し。	
	インフレ連動債			■	インフレは予想より下げ渋っているが、低下する見込み。しかし、インフレ低下は現在のブレイクイーブン水準に織り込み済み。	
	グローバルハイイールド社債			■	デフォルト率は歴史的な低水準から高まりつつあるも、クレジットファンダメンタルズや利回りの高さが引き続きサポート材料。	
	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であるも、FRBによる金融政策の引き締めが緩やかになれば、デレージョンの短さや変動金利などの特性は投資魅力が薄れていく。	
	米ドル建て新興国ソブリン債			■	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峠を越したことやインフレの鈍化もサポート材料。中国経済の再開に対する期待は外れたが、何らかの景気刺激策が期待される。	
通貨	米ドル (対円)		■		FRBの利上げ終了時期接近により、米国の高金利という相対的優位性の後退から、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の見方下、米ドルのUWを継続。	
	ユーロ (対円)			■	ECBのタカ派姿勢が続く見込みの中、欧州株のUWも含めたユーロのUWが大きいことに鑑み、ユーロ高リスクを縮小する目的でユーロのOWを継続。	
	豪ドル (対円)			■	豪中銀の利上げ再開後のタカ派色継続という豪ドル高材料、最大の貿易相手国である中国の景気低迷の影響という豪ドル安材料、資源価格動向などをにらみ、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。

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
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、お客様に信頼していただける優れた運用商品とサービスを長期にわたってご提供することに注力しています。

troweprice.co.jp

T.RowePrice®

追加ディスクロージャー

「Bloomberg®」及びブルームバーグ・インデックスは、ブルームバーグ・ファイナンスL.P.及びインデックスの管理者であるブルームバーグ・インデックス・サービス・リミテッド（「BISL」）を含む関連会社（総称して「ブルームバーグ」）のサービスマークであり、特定目的での利用のためティー・ロウ・プライスにライセンス供与されています。ブルームバーグはティー・ロウ・プライスの関連会社ではなく、ティー・ロウ・プライスの戦略を承認、支持、レビューまたは推奨するものではありません。ブルームバーグは本戦略に関連するデータまたは情報の適時性、正確性または網羅性を保証するものではありません。

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、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。

MSCI指数：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も行わず、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。

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）の遞減的報酬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

202307-3016938