



# 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6月号

作成基準日：2023年5月31日

## 1 市場見通し

- 金融政策の引き締めが年後半の重しとなる一方、足元の経済指標は上振れしており、マクロ経済見通しは依然としてまちまちな状況。
- インフレ圧力低下を受け、世界の中央銀行は爬行（はこう）性はあるも金融政策引き締めのピークに近づく。米連邦準備制度理事会（FRB）が今後の政策はタカ派寄りでも「経済データ次第」として利上げ停止に近づき、インフレ高止まりに直面する欧州中央銀行（ECB）とイングランド銀行は引き締めを続ける見通し。日本銀行はイールドカーブ・コントロール政策の修正予想が年後半に後ずれ。
- 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

### ジャパン・ストーリーの復活

日本株が30数年ぶりの高値を付け（図表1）、この株高の持続力が問われています。1990年代初頭のバブル崩壊以降、日本は何十年も低成長や低インフレおよびデフレに悩まされてきましたが、今回は状況が異なり、構造変化と景気回復の両方に支えられてインフレがついに顕在化しました。他国と異なり日本にとってインフレは必ずしも悪いことばかりではなく、賃金上昇を通じた消費刺激などが期待されます。アベノミクスの目玉の一つだったコーポレートガバナンス（企業統治）改革に加え、自社株買いや配当を通じた株主価値の向上も伸展しました。円安、コロナ禍からの回復に伴う、それまで繰り延べられた（ペントアップ）需要の発動、記録的な海外資金の流入、相対的に割安なバリュエーションが日本株に強力な追い風となっています。景気循環に左右されやすいこの国の株式市場が世界経済の減速を乗り切れるのか、日本銀行が超緩和政策の修正に動くのか、今後数ヶ月の動向を注意深く見守る必要がありますが、今のところジャパン・ストーリーは順調に復活しているようです。

### バリュー株とグロース株の間で揺れ動く

今年は大手テクノロジー銘柄の株価が突出して上昇し、S&P500時価総額上位5社だけで、同インデックスの年初来リターン約9%の大半を生み出しています（図表2）。背景には、FRBの金融引き締めサイクルの終わりが近づき、利下げに転じるとの思惑があります。予想を上回る企業決算、コスト削減、人口知能（AI）ブームなどが株価上昇を加速させ、バリュエーションの高さから様子見をしていた投資家の購入をも促しました。一部の銘柄に人気集中する状況は、成長や企業業績の悪化に対する市場の不安を覆い隠すため、警戒すべきシグナルですが、これらのテクノロジー大手は長期の成長ドライバーを有するディフェンシブなグロース銘柄とみなされ、景気の先行き警戒感がさらなる人気につながる可能性があるため、バリュエーションが高まった大型グロース株と、先行きの経済成長の鈍化が逆風となる景気敏感のバリュー株との間で投資家は葛藤を迫られています。

### 大型株が牽引する日本株の上昇、バランスにも注意

日本株の比率を徐々に引き上げてきたことが報われる展開となっています。昨年来の円安を背景に底堅い国内企業の利益水準や、賃金上昇、著名投資家の日本への投資拡大や国内半導体工場の建設など、久々の前向きな投資環境に市場がポジティブに反応しているようです。今春以降の日本株の売買動向を投資主体別に確認すると、株価が上昇すると資産別配分の上限維持のために日本株の保有削減（リバランス）を迫られる公的年金の動きを反映して信託銀行は売却が続いているものの、海外投資家は継続的に購入していることが確認できます（図表3）。公的年金はTOPIXに連動して幅広い銘柄を売るため小型株には割安でも売り圧力がかかる一方、海外投資家はMSCI指数に採用された大型銘柄の中から有力銘柄を選好する傾向があるため、こうした投資対象の違いも大型株への追い風となっています。ただし、為替市場が急速に円高に振れた場合は海外展開の進んだ大型株には逆風となるため、内外金融政策もにらみ、企業規模で偏らないリスク管理には留意したいところです。

### 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）日本株が力強く上昇

東証株価指数（TOPIX）

期間：1980年6月末～2023年5月末

（ポイント）

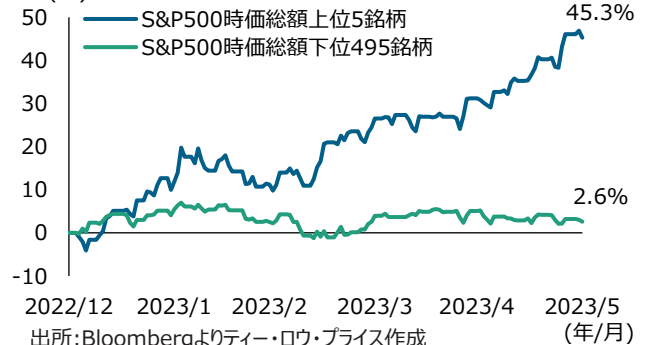


（図表2）今年は大手テクノロジー銘柄の独り勝ち

年初来リターン（米ドルベース）

期間：2022年12月末～2023年5月末

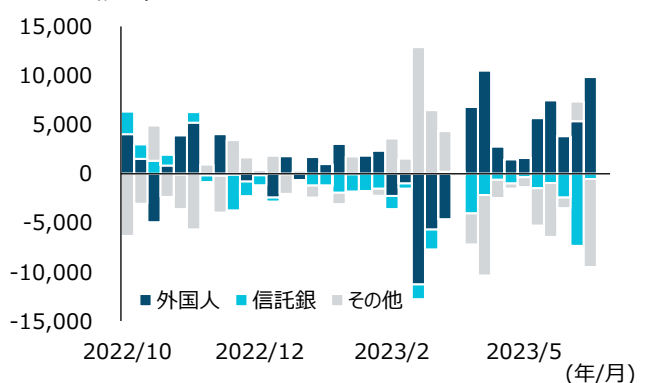
（%）



（図表3）投資主体別の日本株売買状況の推移

2022年10月1週～2023年6月1週（週次）

（億円）



### 3 各国・地域の経済環境

#### ポジティブ

#### ネガティブ

- |  |  |
|--|--|
| <b>米国</b> <ul style="list-style-type: none"><li>■ 消費支出は依然底堅い</li><li>■ 労働市場は極めて底堅い</li><li>■ 製造業は持ち直しの兆しもある</li><li>■ AIがパワフルな追い風となる可能性がある</li></ul>   | <ul style="list-style-type: none"><li>■ 金融政策は引き続き非常にタイト</li><li>■ 銀行セクターへの懸念が資金調達に影響</li><li>■ インフレは予想以上に根強い</li></ul>   |
| <b>欧州</b> <ul style="list-style-type: none"><li>■ インフレは予想より早く鈍化している</li><li>■ 石油・天然ガス価格が大幅に下落</li><li>■ サービス・セクターは非常に底堅い</li></ul>   | <ul style="list-style-type: none"><li>■ 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</li><li>■ 依然として金融政策は引き締め姿勢</li><li>■ 量的引き締めで市場の流動性が低下</li></ul>  |
| <b>日本</b> <ul style="list-style-type: none"><li>■ 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</li><li>■ 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</li><li>■ 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</li></ul>  | <ul style="list-style-type: none"><li>■ 世界的な景気後退が起きれば、収益改善期待は後退</li><li>■ イールドカーブ・コントロール政策の解除の可能性</li><li>■ 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</li></ul>  |
| <b>新興国</b> <ul style="list-style-type: none"><li>■ 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</li><li>■ 中国がさらなる景気刺激策を打ち出す可能性</li><li>■ 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</li><li>■ 大半の新興国は金融政策の引き締めが峠を越す</li><li>■ 株式のバリュエーションは米国に比べて魅力的</li></ul> | <ul style="list-style-type: none"><li>■ 中国の経済指標はまちまちで、特に輸出の回復の持続性が疑問視される</li><li>■ 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</li><li>■ 中国が安全保障を優先すると、ビジネスに悪影響</li><li>■ 金融政策の引き締めにより世界貿易は弱含む可能性</li><li>■ 様々な地域で依然として根強い地政学的リスク</li></ul> |

### 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、中央銀行がインフレ抑制のため積極的な金融引き締めを続けていることが重しに。一方、キャッシュは流動性と安定性を提供。
- 株式では、米国と日本の中小型株、新興国株のオーバーウェイトを縮小しニュートラルに変更。特に、米国の大型株はバリュエーションが高いものの、金利低下や景気減速下でも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。日本株については、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オーバーウェイトを継続するも、外国人投資家による大型株中心の日本株投資と日銀の金融政策修正の後ずれ観測を反映した円安進行が中小型株に当面の逆風となる可能性を考慮。
- 債券では、FRBが近く利上げを停止すると予想されるも、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、キャッシュや変動金利バンクローンのオーバーウェイトを縮小し、米長期国債をニュートラルからオーバーウェイトに。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		■		タイトな金融状況、景気減速、割高なバリュエーションから見通しは依然不透明。しかし、底堅い労働市場、サービス・セクターの強さ、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	▲	■		足元の景気は底堅いものの、FRBの政策に関する不透明感、製造業セクターの弱さ、テクノロジー銘柄への人気集中などから見通しは依然不透明。バリュエーションが上昇した米国株式の魅力は劣るものの、テクノロジー銘柄のUWというアクティブリスクの抑制を目的にUWを縮小。	
	欧州		■		バリュエーションは比較的魅力的で、ユーロは上昇余地がある。しかし、金融政策の引き締めが依然として逆風。	
	日本			■	バリュエーションが相対的にかなりの割安水準にあり、景気への懸念がくすぶるものの、コーポレートガバナンスやコスト転嫁による価格決定力の改善による恩恵を受ける見通し。	
	新興国	▼		■	バリュエーションと通貨は魅力的で、各中央銀行の金融政策の引き締めはピークを過ぎつつある。中南米は選挙サイクルに関連した政治リスクが後退。コモディティ価格が安値から反発すれば、恩恵を受ける可能性。ただし、中国の景気回復が予想より弱く、不動産市況の低迷などからOWを縮小。	
	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。景気後退のリスクや地政学的リスクが依然懸念されるが、金利上昇が金融株の追い風となる可能性も。	
	米国 中小型 (vs. 大型)	▼		■	厳しい経済シナリオを織り込み、相対バリュエーションも歴史的に魅力的な水準にある中小型株だが、AIブームの恩恵がより期待されるIT大手のUWというアクティブリスクの抑制も目的に、OWを解消。	
	日本 中小型 (vs. 大型)	▼		■	バリュエーションは割安ながら、外国人投資家による大型株中心の日本株投資と日銀の金融政策修正の後ずれ観測を反映した円安進行が当面の逆風となる可能性に鑑み、中小型株のOWを解消。	
	インフレ敏感セクター					
実物資産株式			■	高インフレが続く場合、コモディティは魅力的なヘッジを提供する。しかし、REITは金利上昇や商業用不動産の低迷による圧力に直面しており、コモディティ価格は最終的に世界経済への懸念により下押し圧力にさらされる可能性がある。		
債券 (円ヘッジ付) ・ キャッシュ	キャッシュ	▼		■	株式、債券ともに不安定な展開が続く中、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、当月はOWを縮小し、米国長期国債 (ヘッジ付) のOW原資の一部に充当。	
	国内債券		■		日銀の金融政策修正見通しは後ずれしているものの、イールドカーブ・コントロール撤廃観測は今後もくすぶり、折に触れて利回り上昇につながる公算。キャッシュとの相対比較から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		■		ファンダメンタルズは底堅いが、FRBの急激な利上げや貸出基準厳格化の影響が今後表れることを考えると、警戒が必要。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えると、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			■	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。デフォルト率は歴史的低水準から高まっているが、長期平均を大きく上回る水準までは上昇しないと予想される。	
	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、デュレーションの短さや変動金利などの特性は投資妙味が薄れつつある。	
	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。	
通貨	米ドル (対円)		■		FRBの利上げ停止を見据え、米国の高金利という相対的優位性の後退から、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の見方の下、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が大きいに鑑み、ユーロの変動から受けるリスクを縮小する目的でユーロOWに転換。	
	豪ドル (対円)			■	豪中銀の利上げ再開後のタカ派色継続と、最大の貿易相手国である中国の再開後の経済の足踏みの影響をにらんで、豪ドルの中立姿勢を維持。	

(お断り) 投資適格公社債を米欧に限らずグローバルに拡大するなどの資産クラスの変更を当月より適用致します。

### 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。

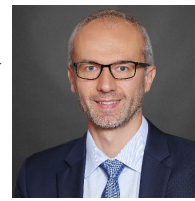
## 6 日本 アセット・アロケーション・コミッティ メンバー



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](http://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。

### 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、組入る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

202306-2963674