



# 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3月

## 1 市場見通し 2023年2月28日時点

- 世界経済は金融引き締め下でも底堅く推移しているが、引き締めの影響が2023年後半の世界経済や企業業績の見通しの重しとなると予想。
- モノのインフレは落ち着いて来たものの、サービスのインフレは賃金上昇を背景に高止まりしているため、米連邦準備制度理事会（FRB）や他の中央銀行はタカ派姿勢を継続。
- 不透明感は依然強いものの、中国の経済再開や、エネルギー・コストの低下によって欧州経済は底堅く推移するといった楽観の見通しも浮上。
- グローバル市場の主なリスクとしては、中央銀行の政策ミス、インフレの長期化、景気の急減速（ハードランディング）、地政学的緊張など。

## 2 ポートフォリオ・ポジショニング 2023年2月28日時点

- 引き続きキャッシュを選好し、株式をアンダーウェイト。流動性縮小や景気減速という環境下では株式のバリュエーションはなお割高と判断。強弱まちまちの経済指標や中央銀行の政策転換が見込まれる中、債券利回りは不安定な展開が続く可能性が高い半面、キャッシュは流動性と安定性を提供。
- 株式では、中小型株、日本、新興国株式など、バリュエーション面で魅力のある分野でオーバーウェイトを継続。一方で、景気減速や利益成長の鈍化懸念などから米国や欧州のアンダーウェイトを維持。
- 債券では、市場のボラティリティが高止まりする中で、信用リスクを注視しつつ、リスク対比で魅力的な利回りを提供するグローバルハイイールド社債、変動金利バンクロン、米ドル建て新興国ソブリン債を引き続きオーバーウェイト。

## 3 市場テーマ 2023年2月28日時点

### 景気は底堅く、FRBは難しいカジ取りを迫られる

個人消費、景況感、雇用の強さを示す指標が相次ぎ、積極的な利上げが狙い通りに景気やインフレを抑制する程の効果を得られていないため、FRBは難しい政策運営を迫られています。今年には中央銀行の引き締めがピークアウトする兆しが見られ、マーケットは好スタートを切りましたが、好調な指標が相次いだ結果、米政策金利に関する市場予想が跳ね上がったことで、良好なセンチメントは影を潜めました。FF金利先物による市場予想の2月中の動きを見ると、月初は政策金利が6月に4.90%でピークアウトすることを織り込んでいましたが、月末には10月に5.41%でピークアウトするとの予想に上振れています（図表1）。FRBは過去1年で政策金利をすでに4.50%引き上げ、利上げの効果が遅れてあらわれインフレ率が目標の2%に近づくことを期待していますが、経済指標が今後も好調な場合、景気の勢いが依然として強すぎるため、再び引き締めを強める必要があると判断するかもしれません。今後数か月は、投資家がすべての経済指標を吟味し、FRBが満足する程度に経済指標が悪化しつつも、ハードランディングを示唆するほど悪い状況ではないと見極めようとするため、不安定な相場展開が続くそうです。

### 緩和を続ける孤高の日銀の行方

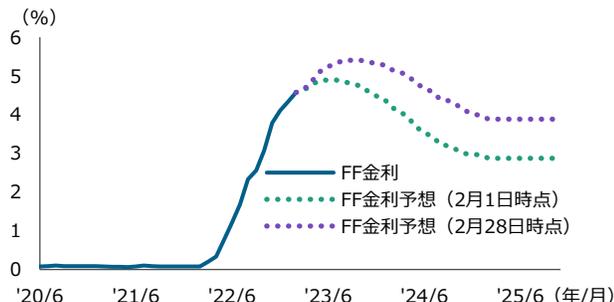
超低金利政策を10年にわたり続けた日本銀行の黒田総裁が4月初めに退任するのに伴い、市場では異次元緩和に終止符が打たれるとの観測が広がっています。日銀は昨年末にイールドカーブ・コントロールにおける上限を緩和して10年債利回りの上昇を容認し、市場を驚かせました。インフレ率が4.3%と40年ぶりの高水準（図表2）にある日本で、日銀は先進国で唯一緩和を維持する一方、他の中央銀行は高インフレに対処するため積極的な引き締めを行っています。ただ、高インフレ下で就任する植田和男氏は超緩和政策を解除するさらなる措置を講じる可能性が高そうです。インフレや金利上昇を受けて株式と債券は幅広く下落しましたが、利回り上昇によって日本の資産に海外から資金が回帰することで、日本市場は恩恵を受けるかもしれません。日本国外の投資家にとっては、利回り上昇に伴う円高が日本市場のリターンをさらに押し上げる可能性があります。インフレはどの国の投資家にとっても歓迎されるものではありませんが、日本市場は例外的な地域となる可能性があります。

### 第3次米ドル高局面は終えんを迎えたか？

2010年代前半から続いた米ドル高が勢いを失いつつあります。2月の底堅い米経済指標を受けてFRBの早期ハト派転換への期待が一時は一掃されるなど、市場参加者の見方の集約化が進んでいるうえ、米国外でのドルの需給にも緩みがみられます。また、あと数回の利上げが予想されているとはいえ、他の主要中央銀行に先んじた米国の利上げ局面の終了も見込まれることから、今後は金利差面からの優位性が徐々に失われるであろうことは米ドル安要因と考えられます。一方、有事や景気低迷時の避難先通貨の性格も持ち合わせる米ドルが一本調子で下落に向かうかどうか、現時点では判断が難しいところですが、長期の視点では、米ドルインデックス（DXY：米インターコンチネンタル取引所（ICE）が算出する主要6通貨に対する米ドルの加重平均為替レート、図表3）で10年間アウトパフォームが続いていることもあり、米ドルに割高感が生じているほか、過去の経験則によれば、一旦トレンド転換となると、5～10年は米ドル安局面が続いたことも指摘できます。

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。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。

（図表1）米政策金利の市場予想が上振れ  
2023年2月末時点



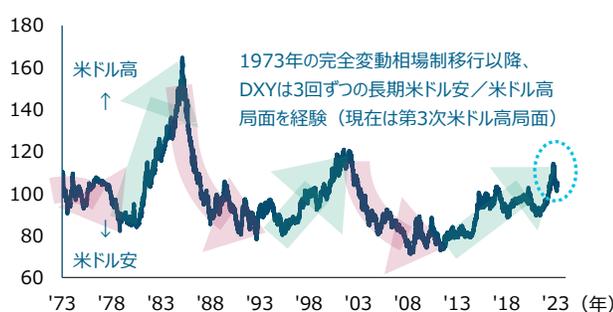
出所: Bloomberg

（図表2）日本のインフレ（CPI）は40年ぶりの高水準  
過去40年（2023年1月末時点）



出所: Bloomberg

（図表3）米ドルインデックス（DXY）の推移  
1973年1月～2023年2月



出所: Bloomberg, ICE

## ポジティブ

## 米国

- 企業と家計のバランスシートは依然として強固
- 労働市場は極めて底堅い
- サービス部門は極めて好調

## ネガティブ

- 景気後退リスクは依然高い
- インフレは予想以上に根強い
- 労働供給は引き続き逼迫

## 欧州

- 異例の暖冬でエネルギーコストが低下
- 財政支出拡大の公算大
- 足もと株価上昇も、バリュエーションは依然魅力的

- 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
- 金融政策は引き続き抑制的
- ウクライナ戦争による地政学的な不透明感の高まり

## 日本

- 日本株は他市場に比べてバリュエーションが非常に魅力的
- 急進的な金融政策正常化のリスクは低い
- コモディティ価格の下落と円安の修正によりインフレ圧力が低下

- 世界的な景気後退が起きれば、収益改善期待は後退
- 賃金の伸び加速で金融政策正常化が加速するリスク
- 急激な円高は輸出企業には逆風

## 新興国

- 中国経済の再開が、想定より早いスピードで進捗
- 株式のバリュエーションは米国に比べて魅力的
- 企業の利益成長への期待が改善

- 経済再開に伴う景気の強さを踏まえると、中国政府による政策支援期待は後退
- 地政学的リスクは依然として強い

## 中国

- 経済再開が予想以上のスピードで進んでいるため、今後の経済指標は上振れの可能性
- 企業利益は今後12か月で堅調な伸びが見込まれ、バリュエーションは依然割高ではない
- 中国資産に対するポジション修正は落ち着いてきたことから、逆張りの投資機会を探る動きも
- 不動産セクターは底入れしつつある様子で、消費者信頼感が一段と押し上げられる可能性

- 景気回復の度合い、スピードがともに行き過ぎと疑問視する見方も
- 経済再開に伴う景気の強さを踏まえると、政策スタンスはこの先、ニュートラルになる見通し
- 米中の緊張の高まりなど、地政学リスクが引き続き主なリスク

		アンダーウェイト	ニュートラル	オーバーウェイト	▼ 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)			■	
地域					
株式	米国	■			
	欧州	■			
	日本			■	
	新興国			■	
	中国			■	
スタイル、時価総額					
株式	グローバル・グロース (vs. バリュエ)		■		
	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 投資適格公社債	■			
	グローバル 投資適格公社債	■			
	米国長期国債			■	
	インフレ連動債		■		
	グローバル ハイールド社債			■	
	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を独自に評価したものです。

労働市場の底堅さや欧州、中国の良好な景気動向を踏まえると、目先の見通しは改善。しかし、FRBのタカ派姿勢により流動性が絞られる中、中期的には株式はなお一段安のリスクがある。

インフレ高止まりにより、世界の中央銀行は引き締め継続を余儀なくされる見通し。ハイールド債などのクレジット・セクターは、信用リスクを注視しつつも、魅力的な利回りと良好なファンダメンタルズに支えられた適正なスプレッドの提供を継続。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。

個人消費の強さと労働市場の底堅さを踏まえると、目先の見通しは改善。しかし、米国株は他の国に比べて依然割高。米国のビッグテック企業は想定より景気変動の影響を受けやすい可能性がある。

バリュエーションは非常に魅力的で、暖冬によりエネルギーコストからのインフレ圧力は弱まったが、景気の足取りはなお鈍く、地政学的リスクも高い。ECBが利上げを継続しているため、ソブリン債の課題は多い。

リフレ期待、魅力的なバリュエーション、増益見通し、中国経済の再開はいずれも上振れポテンシャルを示唆。

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。また、ゼロコロナ政策の解除や景気刺激策の拡大に伴い、中国の中期見通しは改善。

市場テーマは潜在的上昇の原動力として利益成長を伴う回復ヘシフトの見通し。3月と4月のマクロ指標が今年の成長軌道を方向付けるだろう。

バリュエーションの相対バリュエーションは依然魅力的。景気の先行きはなお心配だが、中国と欧州の見通しが改善してきたため直近では緩和されている。金融株は今後も金利上昇の恩恵を受ける見通し。

小型株は経済的な逆風下でも業績が底堅く、相対バリュエーションも歴史的に見て魅力的な水準にある。質の高い銘柄重視の姿勢が望ましい。

国内金利や為替動向が不透明な中、日本の中小型株の大型株に対する劣後が世界的にも際立っていることを踏まえ、中小型株のオーバーウェイトを維持。

エネルギーや工業用金属の価格は中国経済の再開に支えられているが、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。高インフレが続くと、コモディティは魅力的なヘッジを提供する。

株式、債券ともに世界的に不安定な展開が続く中、次の投資機会を探る待機資金およびリスク抑制手段として大幅なオーバーウェイトを維持。

日銀の金融政策正常化観測は今後も残存し、春闘や新年度入りに伴う物価引き上げなども債券利回りの上昇圧力につながるとみて、キャッシュとの相対比較からアンダーウェイトを継続。

魅力的な利回りと健全なファンダメンタルズを提供するも、インフレ高止まりや良好な最近の経済指標を受けて目先の金利上昇圧力が続く可能性がある。

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。

中央銀行が高止まりするインフレを抑えるため利上げを継続し、利回りは今後も乱高下する可能性があるが、中期的にはマクロ経済の悪化が予想され、長期債に追い風が吹く可能性がある。

インフレは予想以上に高止まっているが、足もとのブレイクイーブンインフレ率に織り込まれており、インフレ連動債は一段の上値余地は限定的。

クレジットファンダメンタルズは依然魅力的だが、厳しい経済環境を踏まえると、デフォルト率は歴史的な低水準から上昇する可能性がある。信用リスクを注視しつつも、利回り上昇による魅力的なインカムと、信用スプレッド拡大によるバッファーを提供。

FRBの利上げ継続が予想される中、信用リスクを注視しつつも、デレージョンの短さや変動金利などの特性を持つバンクローンは魅力的。

中国経済の再開が新興国の景気やセンチメントを downside、利回りは依然として魅力的。中央銀行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。

インフレ抑制を最重要視するFRBの姿勢が市場で十分に織り込まれたと考えられる中、金利差面からの米ドル買いは限界に達したと判断し、米ドルのアンダーウェイトに転換。

例外的な暖冬でロシア産途絶によるエネルギー危機への懸念が後退し、欧州の景況感が改善してきた中、利上げ継続による景気の下振れリスクの一段落を待ちつつ、ニュートラル姿勢を維持。

中国の経済再開を受けた資源需要回復による豪ドル押し上げ効果、オーストラリアのインフレ低下ペース鈍化を受けた豪中銀のハト派姿勢の弱まりなどを踏まえ、豪ドルのアンダーウェイトを解消。

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・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間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®

### 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

202303-2801154