

# 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



- 足もとの経済指標がよりポジティブに傾くと同時に、大半の地域でインフレは低下傾向を示し、世界経済の見通しは安定。
- 米国経済は先進国で最も底堅く、欧州経済も底入れした可能性あり。政策支援による中国景気の安定期待から新興国経済の見通しは改善。
- インフレ低下は米連邦準備理事会（FRB）の利下げ転換を後押しする一方、依然底堅い米景気は利下げ開始を遅らせる要因に。欧州中央銀行（ECB）はインフレがピークを過ぎ、脆弱な経済環境において利下げ時期が近づいていることを示唆。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。
- 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

### 重なるFRBとECBの利下げ時期

2024年を迎える時点では、米国FRBが先進国の中で先陣を切って利下げに踏み切り、欧州ECBによる利下げは遅れるとの見方がコンセンサスでした。しかし、米景気が予想外に強く、労働市場は依然好調であると同時にインフレ低下ペースは鈍いため、米国の利下げ観測は後退しています。対照的に、ユーロ圏はインフレ率が米国を下回る水準まで低下し（図表1）、景気が低調なため、ECBの利下げ観測が前倒しになってきました。ただ、ECBはインフレ圧力の低下を確実にするため賃金の伸びや労使交渉の行方を慎重に見守る忍耐強いアプローチを取っています。皮肉なことに、最近では少なくとも利下げのタイミングに関して双方の足並みが揃い、市場は現在、FRBとECBがいずれも6月に利下げを開始することを織り込んでいます。中央銀行の足並みが揃えばボラティリティの低下に一役買う可能性があります。6月までにはまだ不透明な点も多く、両者の利下げ時期が再びズレることも考えられます。

### ブル・スティーブ化はまだ実現せず

米国債券市場ではイールドカーブのブル・スティーブ化（短期債主導の利回り低下）を見込む向きが主流でした。米国のイールドカーブは、これまで記録的な期間にわたって長期金利の方が短期金利よりも低い「逆イールド」状態（通常、景気後退の前兆と考えられます）が続いてきましたが、FRBが近く利下げに踏み切ることで、短期金利が長期金利以上に低下するとのシナリオを思い描く投資家が増えました。しかし、現在のところ、想定通りの展開は訪れていません（図表2）。米景気が思いのほか堅調で、景気後退が回避される確率が高まっているのです。これは経済面では朗報で、FRBも早期に利下げに着手する必要性が低下し、インフレを確実に抑え込むために政策金利を「より高く、より長く」維持する余地を得ることができたといえます。一方でこうした状況は、短期金利が近く低下することに賭けている債券投資家に好ましくない展開となっているばかりか、短期金利の低下によってマネー・マーケット・ファンド（MMF）に積み上がった6兆ドル超の資金がリスク資産に回帰すると予想した株式投資家にとっても期待外れの結果となっています。

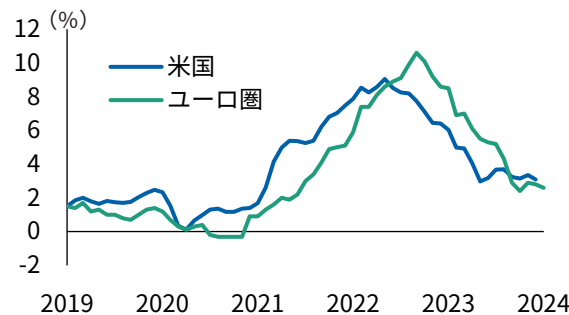
### 実質金利の上昇とバリュー株

「リーマン・ショック」が起きた2008年以降の「ニューノーマル」経済とも呼ばれる期間に、名目金利から物価上昇率を差し引いた米国の実質金利はゼロ近辺へと低下し、それ以前に比べ「アブノーマル」な低水準でした。金融危機後のレバレッジ解消期には低金利が不可欠でしたが、コロナ禍後のインフレ急伸（＝実質金利の大幅マイナス）を経て足元プラス圏に回復した米国の実質金利は、ニューノーマル期間の水準にとどまることなく、今後もさらに上昇する可能性が高いと考えています（図表3）。金利上昇期には、①（コモディティ関連を含む）景気循環株や金融株の上昇につながったり、②将来と足元の利益の差が小さい（デュレーションが短い）、あるいは借入依存度が相対的に低い成熟企業に有利であったりすることから、総じてバリュー株の魅力が高い環境と考えられます。大型グロース株の中でもAIに関連したイノベーションが期待できる銘柄は長期的に引き続き有望視していますが、出遅れていたバリュー株にも大幅上昇の機会が以前より戻ってきたと考えます。

#### 再配布禁止。

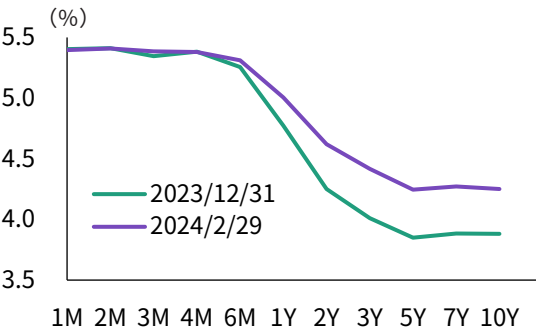
当資料における見解等は資料作成時点のものであり、将来事前の連絡なしに変更されることがあります。過去の実績は将来のパフォーマンスを保証するものではありません。

（図表1）インフレ：ユーロ圏は米国と並ぶ水準まで低下  
期間：2019年2月～2024年2月



出所：ブルームバーグ・ファイナンスL.P.

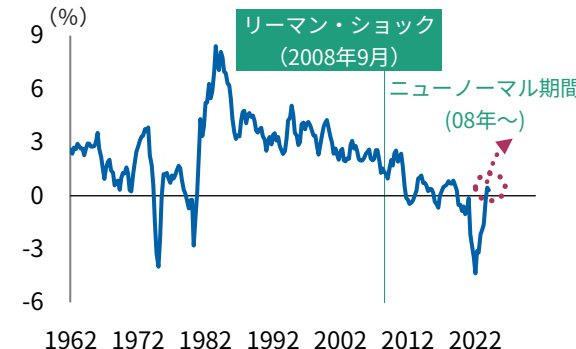
（図表2）イールドカーブ：短期金利は高止まり  
2023年12月31日、2024年2月29日



出所：ブルームバーグ・ファイナンスL.P.

（図表3）米国の実質金利の推移

期間：1962年1月～2024年2月、各四半期平均値



実質金利＝米国10年国債利回り－コアCPI前年比上昇率  
出所：ブルームバーグ・ファイナンスL.P.

### 3 各国・地域の経済環境

#### ポジティブ

##### 米国

- FRBは年内に利下げに動く見通し
- 消費支出は依然底堅い
- 労働市場は極めて底堅い
- 業績予想は改善

#### ネガティブ

- 金融引き締めの影響が遅延して表れる可能性
- 株式のバリュエーションは一段と割高に
- 賃金の伸びが企業の利益率を圧迫する可能性

##### 欧州

- インフレは着実に低下している
- ECBはやがて利下げに動く見通し
- 労働市場は底堅い

- 金融政策は引き締め姿勢を継続
- 景気の足取りは依然弱い
- 地政学的な不透明感の高まり

##### 日本

- 日本は数十年に及ぶデフレからインフレに移行
- 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
- 円安が輸出企業の競争力をさらに高める可能性がある
- 日銀は近くマイナス金利の解除に動く予想されるが、緩和政策を継続する見込み

- 短期的な経済指標はまちまちで、リフレターマ実現に向けた逆風になる可能性も
- 政局混迷で経済政策運営が難しくなる可能性も
- 市場の期待は一段と高まり、アップサイド・サプライズのハードルも上昇

##### 新興国

- 大半の新興国は金融政策の引き締めが峠を越す
- 株式のバリュエーションは米国に比べて魅力的
- 中国経済は徐々に改善している
- 中国政府による財政支援が中国内の景況感を押し上げ、短期投資家に安心感を与える見込み
- センチメントが弱気一色の半面、ファンダメンタルズはそこまで悪くない

- 中国の不動産関連の債務圧縮が引き続き懸念材料
- 中国の家計と企業の景況感は弱い
- デフレの長期化が懸念材料
- 米大統領選挙を控え、米国との地政学的緊張が高まる可能性がある

### 4 ポートフォリオ・ポジショニング



- 株式をオーバーウェイト、債券をアンダーウェイトに変更。その内訳は、マイナス金利解除が予想される中、コア債券である国内国債をアンダーウェイトとする一方、金利高止まりかつソフトランディング、またはインフレ再燃シナリオにおいて優位と見込むバリュー株に資金を振り向け。
- 株式の中で最も大きかった欧州のアンダーウェイト幅を縮小。多くの悪材料が株価に織り込まれ、中国経済の短期的な改善によるドイツ株への恩恵など、今後期待できる材料も。
- 債券内ではキャッシュは投資の待機資金およびリスク抑制手段としての役割をことさら大きく期待する状況でもないため、若干のアンダーウェイトを継続。
- 国内国債をアンダーウェイトとする一方、絶対利回りが依然魅力的でファンダメンタルズがしっかりしているハイイールド債のオーバーウェイトを維持。

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。

## 5 アセット・アロケーション・コミット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ヵ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	▲			景気及びインフレ見通しの安定が企業業績を押し上げる可能性が高いため、センチメントは依然ポジティブ。バリュエーションは割高だが、一部のグロース株以外は妥当な水準に。
	債券 (キャッシュ込)	▼			市場が中央銀行の政策観測や景気及びインフレ見通しを織り込む過程でボラティリティが高止まりする可能性はあるものの、利回りは引き続き魅力的。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。
地域					
株式	米国				景気が依然底堅く、金融環境も改善していることから業績見通しは改善。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の支えが必要。
	欧州	▲			金融政策が景気を抑制しているが、インフレ率は着実に低下しており、近い将来の利下げも期待できるなか、一部の経済指標も改善。株式のバリュエーションも他地域に比べて魅力的なため、UW幅縮小。
	日本				数十年に及ぶデフレからインフレに移行し、経済には追い風が吹く一方、短期的な経済指標はまちまちで、リフレテマ実現に向けた逆風になる可能性も。コーポレートガバナンスの改善は続くものの、アップサイド・サプライズのハードルも上昇。
	新興国				バリュエーションと通貨は魅力的で、金融緩和が下支えとなる可能性があり、中国以外の地域は輸出回復の恩恵を受けている。中国株は不動産不況、雇用、消費者心理から逆風。
スタイル、時価総額					
株式	グローバル・グロース (vs. バリュエ)				足元のバリュエーションは割高なもの、AIによるイノベーションが期待できるグロース株のウェイトを維持した一方、景気見通しや金融環境の改善によりバリュエ株のウェイトを引き上げ、両者の相対ウェイトはニュートラルに。
	米国 中小型 (vs. 大型)				AIの恩恵への期待に支えられた大型グロース株、高金利環境で有利な大型バリュエ株それぞれの有望性は考慮しつつ、主としてバリュエーション面からの前向きな見方から中小型株のOWを維持。
	日本 中小型 (vs. 大型)				外国人投資家による大型株買いが続いたことで、米国ほどではないものの時価総額の集中や中小型株の割安さが目立つが、期はまだ熟さずとみて様子見しながらニュートラル姿勢を維持。
インフレ敏感セクター					
債券 (円ヘッジ付)・キャッシュ	実物資産株式				コモディティ関連の株式は割安で、インフレの高止まりリスクに対する魅力的なヘッジを提供。さらに、原油は中長期的には生産性のピークアウトによって、短期的には地政学リスクの高まりによって、構造的な価格上昇局面に入る可能性がある。
	キャッシュ				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に大きく期待する状況でもないため、若干のアンダーウェイトを維持。
	国内債券	▼			利回りの急上昇は想定しにくいものの、日銀のマイナス金利解除の可能性の高まりと絶対的利回り水準の低さに鑑み、グローバル・バリュエ株、欧州株への配分ウェイトをねん出するため、UWに転換。
	米国長期国債				長期債利回りはなお供給増やインフレ高止まりの悪影響を受けやすい。深刻な景気後退の可能性は低いものの、米国長期国債は潜在的なマクロ環境の悪化リスクに対してポートフォリオの安定をもたらすと期待される。
	先進国投資適格公社債				インフレや景気が引き続き鈍化する中、世界の中銀は慎重に利下げの機会をうかがっているものの、円ヘッジ後の魅力は依然乏しい。
	インフレ連動債				インフレ連動債はサービス価格を中心とする粘着質のインフレや、インフレ再燃の可能性に対するヘッジを提供する。
	グローバルハイイールド社債				絶対的な利回り水準は依然魅力的だが、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。デフォルト率は長期平均に向けて上昇する可能性があるものの、その大半は織り込み済みの感がある。
	変動金利バンクローン				バリュエーションと利回りは依然魅力的。利下げが視野に入らる中で、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。
	米ドル建て新興国ソブリン債				利回りは依然としてやや魅力的。中銀が緩和サイクルに乗り出し、インフレも引き続き鈍化しているため、エマージング債券はデレーションが長い特性から恩恵を受ける可能性がある。
	通貨				
通貨	米ドル (対円)				日銀のマイナス金利解除の時期は近づいているものの、米国の短期的な利下げ観測の後退、中長期的な実質金利上昇見通しの強まりなどのインパクトを踏まえ、米ドル高モメンタム残存と判断してポジションを据え置き。
	ユーロ (対円)	▲			賃金上昇圧力の残存と景況感指数の改善で、ラガルドECB総裁が言及した夏場以前の利下げ観測が後退していることを踏まえ、ユーロのUWを解消。
	豪ドル (対円)				デフレ傾向と、景気刺激策が打たれる際の先行的な資源需要などを勘案すると中国からの影響は足元中立的とみられ、利下げ方向への転換に依然として慎重な豪中銀 (RBA) の姿勢も踏まえ、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。



**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



**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



**Thomas Poullaouec**  
マルチ・アセット・ソリューションズ  
APAC 責任者



**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、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・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

202403-3450857