



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5月号

作成基準日：2023年4月30日

1 市場見通し

- 景気減速、インフレの高止まり、流動性低下には警戒を要するも、底堅い労働市場、健全な家計や企業のバランスシート、中国経済の再開はネガティブなセンチメントを打ち返すポジティブ材料。
- 米連邦準備制度理事会（FRB）は5月の利上げ後は利上げの一時停止、カナダ銀行も政策金利の据え置きが見込まれる一方、欧州中央銀行（ECB）とイングランド銀行がタカ派姿勢を続けているため、金融政策のギャップが拡大。また、新しく就任した植田総裁のもとで、日本銀行のイールドカーブ・コントロール（長短金利操作）政策に対する評価を巡り、不透明感が強まる。
- グローバル市場の主なリスクとしては、景気の急減速（ハードランディング）、中央銀行の政策ミス、インフレの長期化、金融不安による流動性ショック、地政学的緊張など。

2 市場テーマ

見方が分かれる景気見通し

市場では、特に米国の景気後退は不可避との声が根強いものの、経済指標は強弱まちまちで、景気見通しに対する強気派と弱気派双方を支持する十分な根拠があります。強気派が着目するのは、好調な労働市場、健全な家計と企業のバランスシート、予想を上回る好決算、中央銀行の金融引き締め一時停止を裏付けるインフレ鈍化の兆しなどです。一方、弱気派が深刻な景気後退を想定する理由として挙げるのは、遅れて表れるであろう引き締めの影響、地方銀行の金融不安、製造業データの縮小、インフレ高止まり、逆イールドなどです。データが依然まちまちなのは確かですが、2023年後半の流れは雇用鈍化と景気減速により引き続きネガティブなものとなりそうです（図表1）。しかし、現時点で景気後退の潜在的な深さや長さを推し量るのは難しく、景気がどこに向かっているのかデータを慎重に見極めるべきと考えています。

米国の労働市場によりやく軟化の兆し

米国の労働市場はなお底堅く、特に失業率は3.5%近辺で安定していますが、賃金上昇率のピークアウト、求人数の減少、強弱まちまちの失業保険継続申請などは、FRBの積極的な引き締めの影響がようやく表れ始め、労働市場が軟化してきたことを物語っているようです（図表2）。給料が相対的に低いサービス関連の労働市場は依然としてひっ迫していますが、これはコロナ禍の際に大幅な人員削減が行われたことにより、需要回復後の人手不足が深刻化したためであり、相対的に給料が高く、コロナ禍中も雇用が維持されたテクノロジーや金融業界では、このところレイオフが増加しています。また、人材派遣会社は需要の大幅な減少を伝えており、通常、これは雇用の悪化を示す初期の兆候です。こうした労働市場の軟化がより広範な業種に及ぶことで、賃金上昇圧力はさらに弱まり、最終的にインフレ低下に寄与すると考えられます。これは、①物価の安定と②雇用の最大化という2つの使命のうち、当面は①を優先する姿勢のFRB にとっても歓迎すべき兆候といえます。

経済再開とともに賃金上昇が支える日本株の堅調さ

日本株の堅調さが目立ってきました。日本のコロナ禍後の経済活動再開が本格化し、植田新総裁の下でも日銀の拙速な金融引き締めは回避されるとの信認が高まったことなどにより、マクロ環境や企業業績をめぐるセンチメントが改善しています。物価高で家計も企業も苦しんでいるといった国内メディアの論調に反して、日本の企業景況感指数（PMI）は改善を続けており、企業業績（EPS）も米欧よりも堅調なトレンドで推移しています。加えて、1月の当資料でも指摘した賃上げの効果も見逃せません。今年の春闘では、妥結額、賃上げ率ともに日本のバブル崩壊後間もない1993年以来的水準まで急速な改善を見せ、妥結額は80年代前半の水準を上回りました（図表3）。このように、日本の成長回復を期待させる様々なデータの改善がみられることが、世界の投資家の注目が日本株に集まっている一因だと考えています。

再配布禁止。

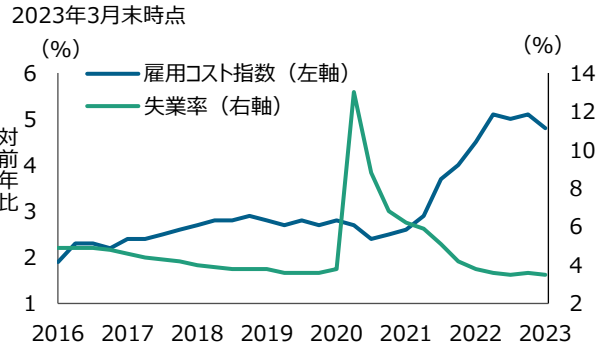
当資料における見解等は資料作成時点のものであり、将来事前の連絡なしに変更されることがあります。過去の実績は将来のパフォーマンスを保証するものではありません。

（図表1）経済成長予測は景気後退を示唆



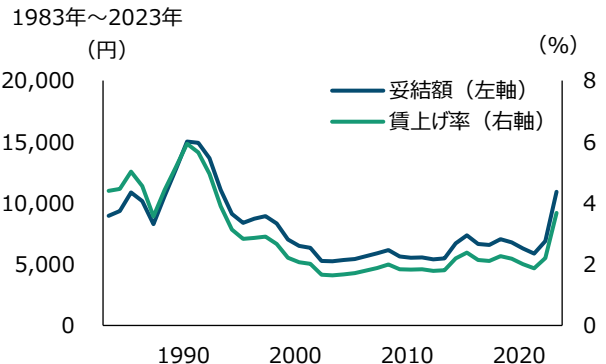
出所: Bloomberg
・ 米国の実質GDPは連鎖方式により算出。

（図表2）賃金の伸びはピークを過ぎたが、失業率は低水準



出所: 米労働省労働統計局, Bloomberg

（図表3）日本の賃上げ率の推移（過去40年）



出所: 厚生労働省, 労働政策研究・研修機構, 連合

3 各国・地域の経済環境

ポジティブ

- 米国**
- 消費支出は依然底堅い
 - 労働市場は極めて底堅い
 - サービス部門は依然好調
 - 政策金利はピークに達した可能性も

ネガティブ

- 銀行セクターへの懸念が信用供与に影響
- インフレは予想以上に根強い
- 労働供給は引き続き逼迫
- 債務上限引き上げを巡る混乱で不透明感が高まる

欧州

- エネルギーコストの低下
- 財政支出拡大の公算大
- 株式のバリュエーションは依然魅力的
- 製造業PMIの改善

- 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引き締め姿勢
- 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依然として魅力的
- 春闘の賃上げ交渉が示すように、リフレ・シナリオは現実味
- 海外投資家が株式市場を支える堅調なフローに注目し始める

- 世界的な景気後退が起きれば、収益改善期待は後退
- 金融政策の正常化が市場参加者にとってサプライズとなる可能性が高い
- 日銀がイールドカーブ・コントロールを修正し、リスク回避が強まると、円は急騰する可能性がある

中国

- サービス・セクターは堅調なデータが続き、回復が継続中
- 政策立案者のトーンは企業や投資家の信頼感回復に寄与
- バリュエーションは高くなく、収益は上振れの可能性がある
- 不動産セクターは底入れしつつあり、消費者信頼感が一段と押し上げられる可能性

- 一部の指標はまちまちで、景気、特に輸出の回復の持続性が疑問視される
- 地方政府や不動産開発業会社の資金繰りはなお厳しく、信用拡大は依然弱い
- 米中対立が続き、海外からの投資が抑制される可能性

新興国

(除く中国)

- 多くの国で経済指標は警戒されたよりも上振れ
- 株式のバリュエーションは米国に比べて魅力的
- 中国の統制姿勢の軟化と経済再開の好影響

- 金融引き締めにより世界貿易が弱含む可能性
- 様々な地域で依然として根強い地政学的リスク
- 企業寄りでなくなりつつあるブラジルの政策

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、中小型株、新興国株式など、バリュエーション面で魅力のある分野のオーバーウェイトを継続。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幅を拡大する一方で、不動産市況への懸念などから実物資産のオーバーウェイトを解消。
- 債券は、不透明なマクロ環境継続と利上げ終了による長期金利低下の可能性に備え、クレジットリスクは考慮しつつも、米欧の投資適格公社債のアンダーウェイト幅を縮小。日本を除き先進国の大半は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	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)				
株式	地域				
	米国				
	欧州				
	日本	▲			
	新興国				
	中国				
	スタイル、時価総額				
	グローバル・グロース (vs. バリューストック)				
	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	▲			
	先進国(除く米国) 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)					

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



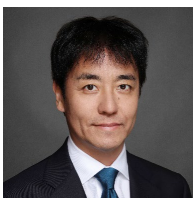
Hajime Takigawa, CFA
ソリューションズ・ストラテジスト/
ポートフォリオ・マネジャー
APAC



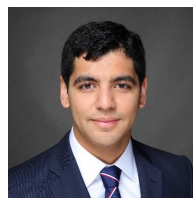
Thomas Poullaouec
マルチ・アセット・ソリューションズ
APAC 責任者



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。

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

202305-2915368