



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11月号

作成基準日：2023年10月31日

1 市場見通し

- 世界の経済成長とインフレが低下傾向をたどっていることから、各国中央銀行は経済の安定を重視。ユーロ圏と英国は景気がリセッション水準に近づき、中央銀行が利上げをいったん停止する一方、米国景気は旺盛な個人消費に支えられて依然堅調。中国は政策支援の拡大により弱含む経済を再び安定軌道に乗せようと努める。
- 中央銀行の金融引き締めは世界的にピークに達しつつも、米連邦準備制度理事会（FRB）の政策金利を「より高く、より長く」維持する方針が世界的な長期金利の上昇を招いており、金融システムは脆弱性をはらむ可能性。
- グローバル市場のリスクは、急激な金利上昇の影響、予想を上回る景気減速、難易度の高い中央銀行のさじ加減、インフレ再加速、中国経済の成長見通し、地政学的緊張など。

2 市場テーマ

ゴールドロックス（適温）相場

年初はポジティブな経済指標のニュースが、米国景気のハードランディングを回避できる好材料と歓迎されました。足もとは一転、同様に明るいニュースも市場にとっては過熱気味と捉えられ、FRBの引き締めが長期化すると懸念が強まりました。約5%と驚くほど好調な7-9月期のGDP成長率、依然タイトな労働市場、堅調な個人消費が、FRBの引き締め長期化観測に拍車をかけました。それを受け、米国10年国債利回りは16年ぶりの高水準まで急騰し、金融環境が引き締まると同時に、ある意味でFRBの仕事に肩代わりしています。7月末以降、株式市場は金利の急騰や高止まりの影響を嫌気して10%以上下落しました（図表1）。景気過熱気味のデータは悪材料視されると共に、冷え込み気味のデータはハードランディング懸念を再燃させる恐れがあります。足もとの環境では、インフレ低下と失速しない程度の成長という「加熱し過ぎず冷まし過ぎない」絶妙な適温加減が期待されています。

米国金利高の世界的な影響

米国経済は金利上昇を受けても底堅い一方、多くの国・地域では景気が弱含んでいます。ユーロ圏は景気後退入りした模様であり、英国も雲行きがあやしく、中国は期待外れの成長が続いています（図表2）。中央銀行はインフレ退治に重点を置いてきましたが、少なくとも米国以外の国では下降する景気を安定させる必要が出てきました。FRBの金融政策は世界的な長期金利の急上昇を招くなど広範囲に影響を及ぼしています。多くの国・地域で景気が弱含んでいる中で金融緩和を縮小し始めていることから、長期金利の上昇は歓迎すべきことではないかもしれません。また、米金利上昇はドル高を加速させる要因でもあり、特に多くの新興国の経済、通貨、ドル建て債券市場にとって痛手となっています。FRBが高金利を維持し、他国の経済が減速するようだと、景気安定、通貨防衛、外資獲得の必要がある脆弱な国への深刻な影響が懸念されます。

海外に半周遅れの国内インフレ

インフレ圧力が緩和し、利上げが最終局面に近づきつつある海外主要国と異なり、日銀は金融緩和政策の修正のまだ早い段階にあります。日本の物価動向（図表3）は、企業物価指数（CGPI）は先行して前年比0.8%まで上昇率が低下し、総合CPI上昇率もエネルギー価格の下落などから鈍化トレンドに入っていますが、生鮮食品やエネルギーを除いた（いわゆる「コアコア」）物価は高止まりが続いています。とりわけサービス分野では、人手不足や政府の後押しもあって各種指標で見た人件費の伸びが続き、物流2024年問題、円安、光熱費上昇の影響が遅れて価格転嫁される中、サービス価格の上昇率が高止まりしており、今後も当面は下げ渋りが予想されます。このように日本のインフレ動向にも構造的な高止まりの要素がうかがえるなか、金融緩和の追加的な修正は時間の問題ではないかと考えられます。その場合、1%を上回るような長期～超長期金利は生保など本邦投資家の旺盛な運用需要を集めるでしょうが、中短期債利回りの上昇を押しとどめる要因は乏しいことから、外国債券と比較した場合に日本国債全般の相対的な見通しは慎重にみた方がよいと考えています。

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。

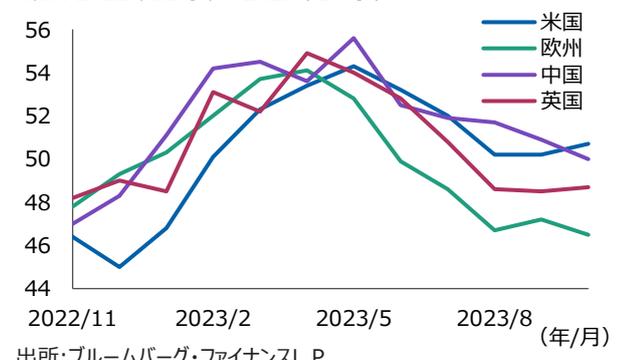
（図表1）米国10年国債利回りの急上昇が株式を直撃

期間：2023年3月末～2023年10月末



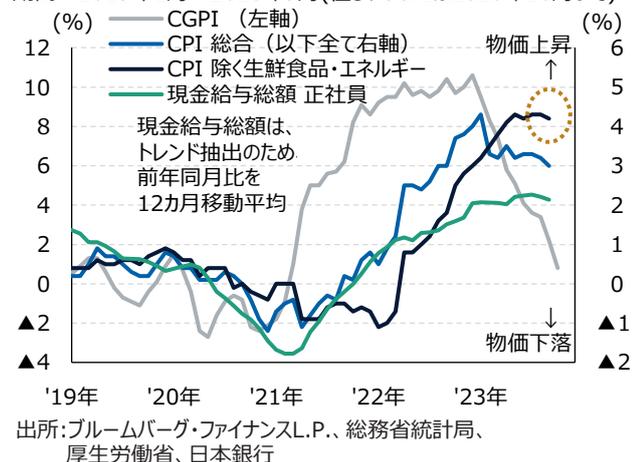
（図表2）世界経済減速するも、購買担当者景気指数は乖離

期間：2022年11月末～2023年10月末



（図表3）日本の主要価格指標（前年比）の推移

期間：2019年1月～2023年9月（但し、CGPIは2023年10月まで）



出所：ブルームバーグ・ファイナンスL.P.、総務省統計局、厚生労働省、日本銀行

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
- 労働市場は底堅い
- 財政支出が設備投資を下支え
- 業績予想の引き上げ

ネガティブ

- 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
- 金利は高止まりが予想される

欧州

- インフレは予想より早く鎮静化
- 欧州中央銀行（ECB）は利上げ打ち止めの可能性も
- 労働市場は底堅い

- 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
- 経済成長の減速
- 金融政策は引き締め姿勢

日本

- 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
- 来年の新NISA開始に伴う個人投資家のすそ野拡大や、堅調な自社株買いによる上値余地
- 企業の景況感が上振れ

- 日本企業の業績は世界経済との連動性が高い
- 業績期待は高いが、円安頼み
- 日銀は円安阻止を狙い金融政策をタカ派方向に修正

新興国

- 中国の経済活動は次第に改善
- 中国は景気刺激策を加速させており、特に不動産セクターに重点
- 大半の新興国は金融政策の引き締めはピークを過ぎつつある
- 株式のバリュエーションは魅力的。特に中国の市場心理は弱気一色で、逆張り投資家にはチャンスとなる可能性がある

- 中国における内外の環境は、旧来型の成長モデルには逆風
- 中国の不動産関連の債務圧縮が引き続き重要目標であり、国内景気を圧迫
- 中国の家計と企業の景況感は脆弱で、支出より貯蓄が優先
- 世界貿易は世界経済の減速で弱含む可能性
- 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

- 債券のオーバーウェイトを解消し、株式のアンダーウェイトをニュートラルに変更。株式は、世界経済の成長鈍化によって、多くの市場でバリュエーションは妥当となっている中で、米国経済や日本経済の底堅さを評価。債券は金利上昇とボラティリティの高止まりを警戒するも、クレジット・セクターに投資妙味を見出している状況。
- 株式では、米国株式について、景気は底堅くインフレが低下しているため、FRBの利上げ打ち止めに期待され、AI等の物色の偏りがあるもののバリュエーションは魅力的として、金利上昇に伴う株安に乗り、ニュートラルからオーバーウェイトに転換。日本株について、来年の新NISA開始、経済再開によるインバウンドや旅行需要回復などが期待され、バリュエーションが魅力的としてオーバーウェイトを継続。また、インフレが中央銀行の目標を今後も上回ることや、設備投資の減少や生産性トレンドの鈍化を反映して中期的にコモディティ価格が上昇する可能性があることから、それらに対するヘッジとして実物資産関連株式へのオーバーウェイトを維持。
- 債券では、外国債券と比較した場合に日本国債全般に対して慎重な見直しにより、国内債券のオーバーウェイトを解消し、キャッシュ代替の絶対リターン追求戦略や米国株式のウェイトを引き上げ。

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
資産クラス	株式	▲	■		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。 世界経済の成長鈍化と金利上昇によって、多くの市場でバリエーションは妥当なものとなっている。底堅い労働市場、業績予想引き上げ、過度に弱気な市場センチメント、財政刺激政策などが支援材料。
	債券 (キャッシュ込)	▼	■		
株式	地域				
	米国	▲		■	業績期待の改善、生成AIなどのテクノロジー分野でのイノベーションが差別化要因となり、経済活動は底堅さを維持しており、金利上昇による株安に乗じてOWに転換。一方で、金利上昇が、金利負担が大きく借り換えが迫っている企業の業績を圧迫している点には留意が必要。
	欧州		■		インフレ（特にコア・インフレ率）は依然高水準にあるが、予想よりも早く鎮静化しつつある。経済成長が減速し、金融政策が引き締めの方向にあるため、ECBは利上げ打ち止めの可能性も。
	日本			■	インフレの再燃や企業業績の見通し下方修正を警戒し、企業や家計は慎重姿勢だが、日本株のバリエーションは引き続き魅力的。加えて、インフレ率の上昇が賃金上昇の起爆剤となっていることや、来年の新NISA開始に伴う投資家層のすそ野拡大への期待等からOWを継続
	新興国		■		バリ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。しかし、中国は住宅不況や消費者心理低迷に加え、経済対策も今のところ効果が不十分で懸念が強い。中南米はリスクオフ環境では不人気だが、ポジティブな経済ファンダメンタルズや投資家センチメントは支援材料。
	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)		■		バリューストックの相対バリエーションは依然魅力的。景気循環や地政学的リスクが依然懸念されるが、原油高が追い風となる可能性も。
	米国 中小型 (vs. 大型)		■		年初来の大型株の堅調さ、中小型株の劣後の反動が期待されるものの、当面はAIブームの恩恵がよりメガテックに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)		■		円安による収益高上げ効果は大型株により多く及ぶ公算だが、中小型株のこれまでの劣後や相対的割安さ、日本株投資のすそ野の広がりへ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			■	コモディティ関連の株式は割安で、インフレが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手段となると考えられる。さらに、原油は生産性トレンドの鈍化等を反映して中期的にコモディティ価格が上昇する可能性があるため、実物資産株式のOWを拡大。	
債券 (円ヘッジ付) ・ キャッシュ	キャッシュ	▲	■		投資の待機資金およびリスク抑制手段としての役割を重視。見通しをやや慎重化させた国内債券の受け皿として、キャッシュ代替の絶対リターン追求戦略のウェイトを引き上げ、UWを縮小。
	国内債券	▼	■		日銀が10年国債利回りのさらなる上昇を要因とする金融政策の微調整を決定したこともあり、利回り水準は改善したものの、構造的なインフレ要因などから金融政策が引き続き緩和解除の方向にあると想定される中、OWを解消し、キャッシュと米国株のウェイト引き上げに充当。
	米国長期国債		■		良好な経済環境と根強いインフレが引き続き長期債利回りに上昇圧力となる。米国長期国債は伝統的にマクロ環境が悪化した場合はポートフォリオに安定をもたらすと期待されるも、このシナリオは遠のいた可能性がある。但し、急激なリスクオフ環境におけるヘッジ機能が期待される。
	先進国投資適格公社債		■		インフレが鈍化の兆しを見せる中、世界の中央銀行の引き締めがピークに近づきつつある。世界的な利上げサイクルの成熟や利回り面の魅力向上などを踏まえ、UW継続。
	インフレ連動債		■		インフレは鎮静化の兆しが見られ、現在のブレークイーブン水準に織り込み済みだが、インフレが再加速するリスクは残る。
	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材料。スプレッド水準は以前よりも魅力が低下しており、デフォルト率も上昇傾向にあるが、中期平均を超えてデフォルト率が急上昇する可能性は低い。
	変動金利バンクローン		■		バリエーションや利回りは依然として魅力的。金利上昇が続く場合、デュレーションの短さや変動金利などの特性も魅力的。
	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ピークを過ぎつつある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薄れているが、追加的な景気刺激策が期待される。
通貨	米ドル (対円)		■		長期的には、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みているものの、当面はまだ日米の金利差が意識され、米ドルの支援材料となりやすいとみてニュートラルを維持。
	ユーロ (対円)		■		ECBが利上げを終了したと見込まれ、域内の景気は低迷しているものの、市場が織り込むほどの利下げには至らず、ECB自身も利下げ期待をけん制すると予想されることからニュートラルを維持。
	豪ドル (対円)		■		中央銀行 (RBA) は予想外に利上げを再開したものの、引き締め継続のメッセージは出さず、オポチュニスティックな政策調整の意向を示唆。中国の成長見通しも若干ながら改善していることから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

S&Pが算出するインデックスは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）の遞減的報酬率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

202311-3241757