



# 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10月号

作成基準日：2023年9月30日

## 1 市場見通し

- 世界の経済成長とインフレ見通しは低下をたどると予想されるが、減速の程度やペースは国・地域によって異なる。米国と日本の景気は比較的底堅いものの、米国では消費に冷え込みの兆しも。欧州の景気は弱く、和らぎつつも依然として高いインフレなど、全域でせい弱な状態。中国は不動産セクターをめぐる懸念が高まる中、景気減速に対応する刺激策を小出しに打ち出すなど材料は強弱入り混じる。
- 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に債券利回り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、金利急上昇の影響、予想を上回る景気減速、中央銀行の政策ミス、インフレ再加速、中国経済の見通し、地政学的緊張など。

## 2 市場テーマ

### 高まる調達コスト

米国10年国債利回りが約4.8%と16年ぶりの高水準となったように（図表1）、世界的に長期債利回りが急上昇しています。これは、インフレ鈍化の兆しが見られる状況でもFRBが政策金利を「より高く、より長く」維持することにコミットしていることが主因です。金利上昇に拍車をかけているのが、最近のエネルギー価格上昇、財政赤字拡大に伴う米国債増発、FRBの量的引き締めに伴う国債保有量減少、米国債への海外需要の減少懸念などです。世界の国債利回りのボラティリティ高まりによって、市場では調達コストの大幅上昇や債券保有者の損失拡大の影響が懸念されています。脱グローバル化、高齢化、財政赤字拡大などを踏まえると、市場がより高いインフレ環境に適應する過程で、金利が上昇するのはある程度やむを得ないかもしれませんが、こうした突然の変化が誰かしらにとつての大きな負担となる可能性には注意が必要です。

### 備蓄激減などから原油価格上昇

原油価格は直近ピークからは下がっていますが、石油輸出国機構（OPEC）プラス<sup>1</sup>の減産発表、中国の需要増加見通し、米国の戦略石油備蓄（SPR<sup>2</sup>）の激減などから供給がひっ迫し、6月の安値を20%以上も上回っています（図表2）。原油価格が2022年6月から1年近くにわたり下落したことが今年前半のインフレ圧力低下を支えましたが、足もとの急激な原油高により、中央銀行の利上げ見送りに対する市場の期待を危くしています。足もとの原油高は目先の需給動向が一因ですが、エネルギー価格低下に寄与した過去10年の生産性向上はピークを過ぎつつあり、今後は価格上昇要因につながると市場は認識し始めています。景気後退が需要を抑制し、短期的にエネルギー価格が下落することも考えられますが、生産性の伸びが頭打ちになったことが今後のインフレ水準の上昇要因となる可能性がある点には注意が必要です。

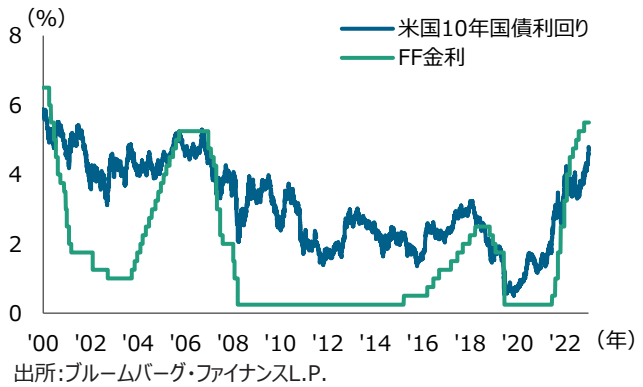
### 企業の慎重な想定為替レートが示すもの

9月の半ば以降、日本株は上値重く推移していますが、年初来でみれば、現地通貨ベースの比較では日本株のリターンは米国を含めた海外諸国を大きく凌駕しています。円安を加味した円ベースの比較では日本株の優位性が低下しますが、それでもMSCI全世界株価指数（ACWI）を上回っていますし、7-9月期のようなごく直近では、円ベースでも国別上位に食い込む堅調さです。この日本株の好調を支える一要因の円安ですが、10月2日に発表された日銀短観（9月調査）の大企業・製造業の想定為替レートは1米ドル = 133.95円と、足元150円前後まで進んだ実勢レートを大きく下回っています（図表3）。提示する業績予想が市場に「達成目標」と受け取られやすい企業としては、業績の下方修正要因となる円高進行時（例えば2016年）には想定為替レートを俊敏に引き下げますが、円安時の引き上げには慎重な傾向があります。企業が今回の円安を業績予想にそれほど織り込んでいない現在の状況は、今後の業績に相当な上振れ余地が存在する可能性が秘められているとも考えられます。

### 再配布禁止。

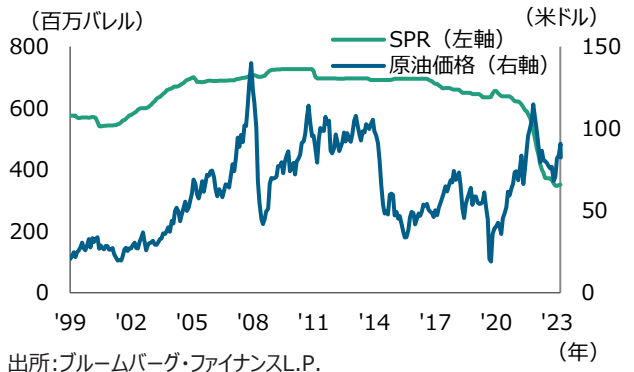
当資料における見解等は資料作成時点のものであり、将来事前の連絡なしに変更されることがあります。過去の実績は将来のパフォーマンスを保証するものではありません。

（図表1）FF金利と米国債利回りは一緒にピークアウトする傾向  
期間：2000年10月初～2023年9月末



（図表2）SPR<sup>2</sup>の激減に伴い、原油価格が上昇

期間：1999年7月末～2023年9月末



1 OPECプラスはOPEC加盟国とロシアなどの非加盟国で構成される。  
2 SPRは米国の戦略石油備蓄。

（図表3）実勢レートよりも低水準にとどまる想定為替レート

期間：2016年1月4日～2023年10月17日



### 3 各国・地域の経済環境

#### ポジティブ

#### ネガティブ

#### 米国

- 消費支出は依然底堅い
- 労働市場は底堅い
- 製造業は持ち直しの兆しもある
- 財政支出が設備投資を下支え

- 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

- インフレに鎮静化の兆し
- 欧州中央銀行（ECB）は引き締めめのピークに近づきつつある
- 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
- 円安は世界経済の減速に直面する輸出セクターを下支え
- 来年の新NISA開始に伴い、株式市場への個人投資家のすそ野拡大が期待される

- 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、円安頼みで、円安阻止の日銀介入が水を差す可能性も
- 企業や消費者はインフレとの向き合い方を学び、予想以上に慎重姿勢

#### 新興国

- 中国の経済活動は、わずかながらも上振れ
- 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
- 様々な地域で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

- 株式の小幅アンダーウェイトを維持し、債券の枠内でキャッシュの一部を債券にシフト。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なものとなっているものの、インフレ鈍化の兆しが見られる状況でもFRBが政策金利を「より高く、より長く」維持する方針を示しているため、リスクに対するバランスを考慮。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・セクターや国内債券に投資妙味を見出している状況。
- 株式では、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拡大。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拡大。それらの原資として、欧州株式やその他先進国のアンダーウェイトを拡大。
- 債券では、日本を除く先進国の大半で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ものの、長期金利の上昇やボラティリティの高止まりが想定されることから、デフレ・リスクを抑制するべく円建て国内債券代替としての米国長期国債（円ヘッジ付）のオーバーウェイトをニュートラルに解消し、日銀のYCC修正を受けて利回り水準が改善した国内債券のオーバーウェイトを拡大。加えて、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、キャッシュ・ポジションの一部を割り当て、先進国投資適格公社債のアンダーウェイトを縮小。

#### 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
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		■		
	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	▲		■	
	米国長期国債	▼		■	
	先進国投資適格公社債	▲	■		
	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

202310-3186154