



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9月号

作成基準日：2023年8月31日

1 市場見通し

- インフレ圧力や中央銀行の金融政策が国・地域によって乖離し始めており、世界経済の成長見通しは強弱まちまち。米国と日本の景気は比較的底堅いものの、米国では雇用に冷え込みの兆しも。欧州は、緩やかな景気後退と、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。中国は景気刺激策を打ち出すも、不動産セクターをめぐる懸念の高まりなどにより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を向かえつつあるも、インフレ鎮静化の軌道や程度は国・地域によって異なるため、今後の金融政策の足並みは揃わない可能性。
- グローバル市場のリスクは、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

労働需要の軟化を受けソフトランディングの観測強まる

米国の7月の求人労働移動調査（JOLT）では、求人件数が大幅に低下し、2021年3月以来の低水準となりました（図表1）。また、退職も減少し、レイオフ（一時解雇）も概ね横ばいにとどまりました。これは、労働需要が落ち着き始めたうえ、失業率が顕著に上昇することなく労働市場の均衡と賃金上昇圧力の鎮静化が実現できる可能性を示しており、米連邦準備制度理事会（FRB）には歓迎すべき兆候で、景気のソフトランディング期待を高めるものでもあります。但し、その後発表された8月の雇用統計では、賃金上昇率は高水準ながらも鈍化したものの、失業者1人当たりの求人数は依然として高く、失業率も3.8%と、労働市場は過去に比べれば依然としてひっ迫しています。労働市場や賃金のさらなる落ち着きにより、インフレがFRBの目標とする2%まで低下するには道半ばです。

明暗分かれるエマージング市場

年初のエマージング株式は好調なスタートを切りましたが、足もとは低調なパフォーマンスとなっています（図表2）。南米がインフレ抑制に成功し、メキシコは米国による中国からのニアショアリング（近隣国への事業拠点の移転）の恩恵を受け、インドも成長率が上振れるなどの明るい兆候が見られるものの、新興国全体では中国の経済成長への懸念が重くのしかかっているからです。中国では、債務問題が厳しさを増す不動産セクターへの懸念が再燃し、家計の信頼感や消費意欲を損なっています。同時に、失業率は上昇し、同国を輸出主導型から持続可能な消費・内需主導型の経済へと転換するための中国政府の取り組みを難しいものとしています。政策当局は不動産バブルの再来を避けつつ、こうした問題に対処するため、不動産開発会社への流動性供給、住宅規制の一部緩和、政策金利の段階的引き下げといった小刻みな対策を実施しています。エマージング市場には投資機会もありますが、全体の行方は中国の回復力が国内及び世界で信頼を取り戻せるかに大きく左右されそうです。

インフレ再燃への備えはなお必要

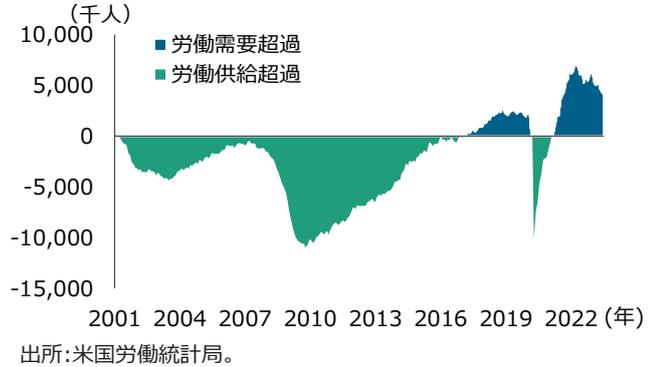
予想外の暖冬や世界的な景気後退への警戒感、中国の不動産市況の悪化などによる需要低迷を背景に、一次産品主導のインフレ圧力が緩和し、コモディティ関連の株価も足元はこの18年半で最も低迷した水準にあります（図表3）。しかし、米国の底堅い景気や中国の景気下支策（需要増要因）、ロシアの穀物輸出停止やOPECプラスの原油減産継続（供給減要因）はコモディティ価格を再び上昇させ、インフレの持続的低下を妨げる可能性があります。中長期的にも、エネルギーや鉱物などの天然資源は脱炭素化要請も影響しての投資減退や生産性低下、住宅等の施設・不動産は供給不足など、構造的にインフレが高止まりしやすい要因が存在します。市場ではインフレへの警戒心が薄れているとみられる中で、インフレ再燃のリスクや実物資産関連株式のアウトパフォームの可能性に備えておく意義は高いと考えられます。

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）求人件数と求職者数のバランス

期間：2001年1月～2023年7月



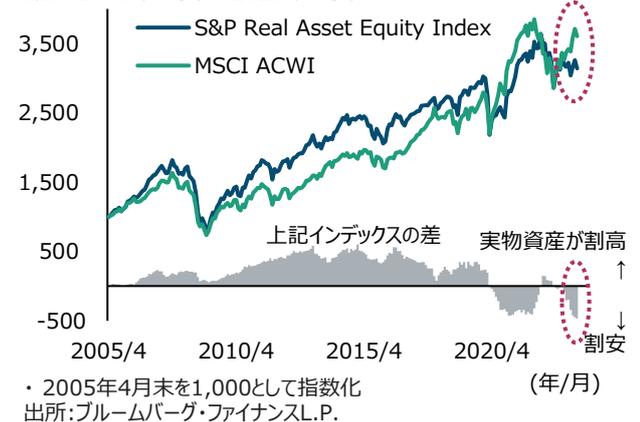
（図表2）中国は他のエマージング株式市場をアンダーパフォーム

期間：2022年12月末～2023年8月末



（図表3）実物資産関連株式は全世界株価指数に対し割安

期間：2005年4月末～2023年8月末



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
- AI（人工知能）関連支出が強力な追い風に

- 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
- 株式のバリュエーションの高止まり

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
- 上昇して来た石油・天然ガス価格は、過去1年で下落

- 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
- 日本銀行はハト派姿勢を継続

- 世界的な景気後退が起きれば、収益改善期待は後退
- 円が極端な割安水準から上昇し、大手輸出企業に逆風となる可能性も
- 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、一部の先行指標が上振れていることから、年後半に盛り返す可能性
- 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が峠を越す
- 株式のバリュエーションは魅力的

- 中国の景気の足取りは鈍く、経済成長率が年間目標を下回る可能性
- 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

- 株式を小幅アンダーウェイトとし、キャッシュを選好。株式は成長見通しがそれほど悲観的でなく、中央銀行の金融引き締め政策のピークアウトが期待される中、バリュエーションは高止まりしているため、リスクに対するバランスを考慮。債券は根強いインフレに対する中央銀行の追加的な金融引き締め姿勢を警戒。一方、キャッシュは流動性と安定性を提供。
- 株式では、リスク調整の観点から香港やオーストラリアの中国経済に対するエクスポージャーを抑制するため、欧州株式のアンダーウェイトの一部を、その他先進国のアンダーウェイトに振り替え。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配分を拡大。その原資として、新興国株式のオーバーウェイトを解消。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る日本株については、バリュエーションが魅力的としてオーバーウェイト継続。
- 債券では、グローバル・ハイイールド社債のオーバーウェイト継続によりインカムを追求しつつ、不透明なマクロ環境継続によるリスクヘッジの観点から、米国長期国債のオーバーウェイトを継続。但し、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、長期金利のボラティリティは高止まりが想定されることから、米国長期国債（円ヘッジ付）の一部を、日銀のYCC修正を受けて利回り水準が改善した国内債券に移すことでデュレーション・リスクを分散化。

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)			■			

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。米国は、バリュエーション面での魅力は低いが、底堅い労働市場、財政刺激政策、AIに関するポジティブなセンチメントなどが支援材料。

中央銀行が根強いインフレと景気減速を両にらみしているため、金利ボラティリティは高止まりする可能性がある。債券全般の利回りは魅力的で、クレジット・セクターのファンダメンタルズも良好。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。

バリュエーションの高止まりにもかかわらず、業績見通しは改善しつつある様子で、経済活動は安定、市場の物色範囲も広がりが見られる。生成AIなどテクノロジー分野のイノベーションが引き続き重要な差別化要因。

ECBは金融引き締めピークに近づいており、株式のバリュエーションも魅力的。しかし、経済成長は減速しており、コアインフレの高止まりは依然として懸念材料。リスク調整の観点から香港やオーストラリアの中国経済に対するエクスポージャーを抑制するため、欧州株式のUWの一部を、その他先進国のUWに振り替え。

インフレ率の上昇が賃金上昇の起爆剤となっている。インバウンドも含めた海外からの資金フローの継続も追い風。一方、為替が円高に振れると輸出企業の重しとなる可能性があり、その場合は業績予想の下方修正のリスクがある。

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。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。中南米はエネルギー価格底入れの恩恵を受ける可能性があり、インドやインドネシアなどアジアの主要市場は構造的な成長が期待される。

マクロ環境が悪化しているためハイクオリティ銘柄重視の姿勢が肝要。グロース株はAI関連の構造的な追い風が吹く可能性がある半面、バリュエーションはやや割高。バリューストックには出遅れリスクがある。

大型株は年初来の堅調さ、中小型株は大幅な劣後、それぞれの反動がいずれ期待されるが、当面はAIブームの恩恵がメガテックにより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。

円安進行と外国人投資家の資金流入から、大型株主導で堅調さを維持してきた日本株において、中小型株のこれまでの劣後と相対的割安さ、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。

コモディティは割安で、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を提供。さらに、原油は生産性がピークアウトしているため、構造的な価格上昇局面に入る可能性があるため、新興国のOWをニュートラルに削減し、実物資産株式のOW幅を拡大。

投資の待機資金およびリスク抑制手段としての役割は重要視しているものの、世界的な利上げサイクルの成熟と投資機会の増加を反映し、小幅なUWを維持。

日銀のYCC修正を受けた利回り水準の改善も背景に、ポートフォリオ全体のデレレーション・リスク分散化のため、ソブリン債の中で米国長期国債から配分の一部をシフトし、OWに転換。

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効果が期待できるものの、利回りのボラティリティが高い環境が当面続くリスクに鑑み、OWを削減してデレレーション・リスクを分散化。

インフレがFRBの目標2%を依然上回るため、FRBの追加利上げを警戒する必要があり、スプレッドやデレレーションを踏まえると魅力が乏しい。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案中、利回りは不安定な状態が続く見通し。

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。

デフォルト率は歴史的な低水準から高まりつつあるも、急上昇の可能性は低く、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。

バリュエーションや利回りは依然として魅力的であるも、FRBによる金融政策の引き締めが緩やかになれば、デレレーションの短さや変動金利などの特性は投資魅力が薄れていく。

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峠を越した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。

金利差に基づく米ドル高圧力は根強いものの、FRBの利上げ終了時期接近により、米国の高金利という相対的優位性の後退から、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の見方から米ドルのUWを継続。

ECBのタカ派姿勢が続く見込みの中、欧州株のUWも含めたユーロのUWが依然として大きいことから、ユーロが上昇した場合の影響抑制を目的にユーロのOWを継続。

再び中立姿勢に戻った豪中銀、最大の貿易相手国である中国の景気低迷の影響という豪ドル安材料の一方、中国の景気下支え策実行開始などにも鑑み、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

「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。

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（「SPDJI」）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、SPDJI、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。

MSCI指数：出所 MSCI。MSCIおよびその関連会社、並びに第三者の情報源および提供者（まとめて「MSCI」）は、本稿に記載されるMSCIのデータに関して、明示的または暗黙的に関わらず、いかなる保証や表明も行わず、一切の責任を負いません。MSCIのデータは、その他の指数や証券、金融商品の基準としての更なる再配布や使用が禁止されています。本資料は、MSCIによって承認、審査、発行されたものではありません。過去のMSCIのデータおよび分析は、将来のパフォーマンスの分析、見通しまたは予測を示唆または保証するものではありません。いずれのMSCIのデータも、投資判断のための投資アドバイスや推奨を目的とするものではなく、そのような目的で依拠されるべきではありません。

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

202309-3121706