

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



- 世界経済が引き続き総じて底堅い一方、インフレ率は低下傾向にあり、各国金融政策による影響が乖離を生むにつれ、先行きは変わる可能性がある。
- 米国の景気見通しは成長志向の政策への期待を背景に明るさを増す一方、インフレ率は依然として目標をやや上回っている。欧州と日本の景気は引き続き低調。中国では成長を下支えする政策が続く見通し。
- 他国より経済成長が堅調な米国は、他の中央銀行と比べて金融緩和に遅れが見られる一方、成長やインフレが鈍化している欧州では、ECBが早めに行動を取る可能性が高い。今後のインフレ指標が利上げを後押しする可能性がある日本では、日本銀行が引き続き他の銀行と異なる道を歩んでいる。
- グローバル市場にとって主なリスクには、地政学的緊張の継続、中銀の政策ミス、貿易政策に関する不透明感がインフレ再加速や景気悪化につながる可能性などが含まれる。

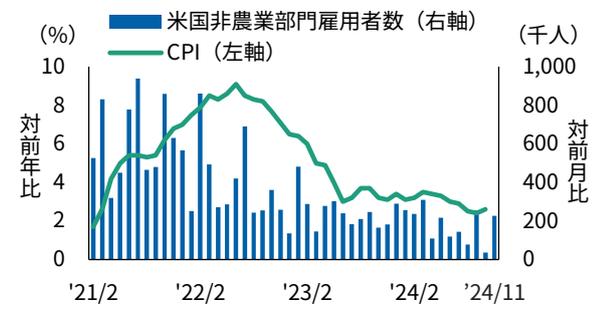
2 市場テーマ

今年FRBサンの利下げプレゼントは届くか？

米国景気の底堅さや成長志向の政策への期待の高まりがFRBの政策に影響を及ぼしている様子です。パウエル議長や他のFOMCメンバーの最近の発言は、以前よりも景気や雇用の強さを強調する楽観的なものになっています（図表1）。インフレ率が目標に近づいていることから、実際あと何回の利下げが必要か疑問視されるようになってきました。当社は12月の追加利下げを予想していますが、インフレを再燃させる可能性もある政策の不透明感が強まる中、2025年はFRBが「様子見」姿勢をとる可能性があります。経済指標がまもなく金融緩和サイクルの見通しが大きく変化した過去数年と同じく、近いうちに見通しがより鮮明になる可能性は低いと考えています。また、年内に利下げというプレゼントが届かなかった場合、一部の投資家は落胆するでしょうが、いずれ利上げが必要になる場合と比べてまだ良いと感じるかもしれません。

（図表1）利下げは必要とされているのか？

期間：2021年2月～2024年11月



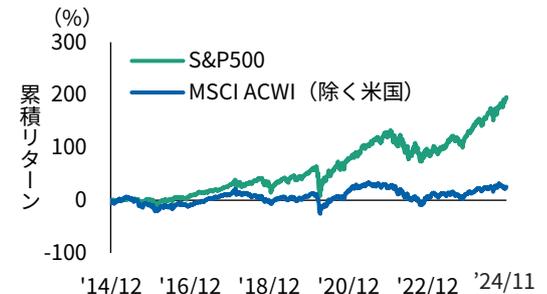
出所：Bloomberg Finance L.P.

喜びを世界に：米国の一人勝ちから世界市場全体の繁栄へ

新年に向かうなかで、米国の経済と市場の圧倒的な一人勝ち（図表2）が今後も続くとの見方がさらに強まっています。米国の大統領選挙の結果、米国外の国々は貿易政策やドル高の逆風に直面する一方、米国では成長志向の政策が国内景気を押し上げるとの見方が支配的になっています。加えて、米国以外の市場には、例えば成長鈍化や政治的不安定、地域紛争、人口動態、財政再建など、市場を抑制してきたいくつかの要因があります。しかし、こうした米国外市場を圧迫している要因が2025年に緩和し始めた場合の想定も重要です。政策に関する現在の不透明感の中ではそのリスクを予測することは困難ですが、相対的なバリュエーションは有利な状況にあり、コンセンサスが極端に弱気すぎるように見えるため、仮に不安要因改善の兆しが見られれば、米国以外の株式市場にも注目が集まることが期待されます。

（図表2）トレンド継続？それとも逆回転に向かう？

期間：2014年12月8日～2024年12月5日



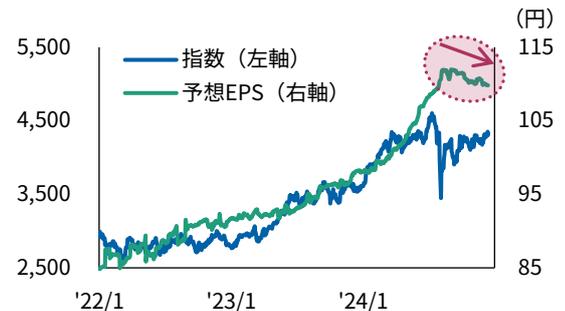
出所：S&P、MSCI

やや不透明さを増す日本株への投資環境

今夏以降、日本株の上値の重さが目立ちます。為替市場で円安の進行が止まったうえ、国内総選挙の与党大敗や米国の政権交代後の関税リスクなどの不透明感など、外部環境が警戒されているのみならず、期待されていた国内主要企業業績が7-9月期は予想外に冴えず、予想利益も8月に屈折して以降、ダウントレンドが続いている（図表3）ことが影響しているとみられます。東証の旗振り下での「資本コストや株価を意識した経営」改革や株主還元の上昇、コーポレートガバナンスの改善の進捗などは引き続き日本株のサポート材料と考えられますが、少数与党の下で現在進む、いわゆる「年収の壁」問題改革は、個人や企業にとっては所得税控除額（103万円）引き上げという「アクセル」と社会保険料徴収の賃金要件（下限の106万円と130万円）の撤廃という「ブレーキ」を「同時に踏む」政策変更等に等しく、中小企業の負担増も予想され、株価への不透明要因と言えそうです。

（図表3）伸び悩みをみせるMSCI Japan指数の予想利益

期間：2022年1月3日～2024年12月13日



出所：Bloomberg、MSCI。

指数は税引前配当込み・円ベース、予想EPSはブルームバーグが集計したアナリスト予想を使用しています。

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。

3 各国・地域の経済環境

ポジティブ

ネガティブ

米国

- 底堅い企業業績
- FRBによる利下げ
- 新政権による規制緩和と法人減税の可能性

- 株式のバリュエーションは割高が目立つ
- 信用のトレンドは弱まっている
- 政治的不透明感が強まっている

欧州

- 金融政策は一段の緩和が見込まれる
- 失業率は引き続き低水準
- 株式のバリュエーションは魅力的

- 景気の足取りは依然弱い
- 依然として続く地政学的な不透明感の高まり
- 利益成長は構造的に弱い

日本

- リフレ的環境が続く
- コーポレートガバナンスは引き続き改善
- バリュエーションには妙味がある

- 政治的不安定さが海外からの資金フローに影響
- 日銀は強い賃金の伸びのためタカ派バイアスを維持する見通し
- 世界需要の低下を受けた製造業指標は軟化

新興国

- 中国は更なる景気刺激策を講じる可能性がある
- 多くの新興国で金融政策は緩和されている
- バリュエーションは魅力的

- 先進国からの外需は引き続き低調
- 米国の関税が世界貿易に影響を与える可能性がある
- 地政学的リスクが高まっている

4 ポートフォリオ・ポジショニング



- 株式はオーバーウェイトを継続。依然バリュエーションが割高な分野も見られるが、利下げ見通しと米国景気の底堅さを評価。
- 米国大統領選挙の結果が確定したことで不確実性は後退したものの、新政権による政策が米国外に与える影響の見通しは不透明。ファンダメンタルズ改善からオーバーウェイトとしていた日本株も、環境面でも企業自身の力においても株価押し上げを期待できる要素がやや後退しているとみてニュートラルに調整。
- 一方で、選挙の終了を受けた政治的不透明さの後退で企業活動の活発化が見込まれるうえ、減税や規制緩和による景気の加速と企業業績のさらなる伸びが期待される米国株式はオーバーウェイト幅を拡大。
- 債券はアンダーウェイトを維持、キャッシュは待機資金として保持し、市場環境の変化に備えた流動性を確保するため引き続きオーバーウェイト。
- 債券資産内の配分ではファンダメンタルズが総じて良好で利回りが魅力的なハイイールド債を引き続き選好。

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	
<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			■	バリュエーションはますます割高になっているが、主要国中銀が利下げを今後も行うにつれ、利益成長のすそ野が広がる可能性がある。AI普及、地政学的リスク、経済成長軌道への取り組みが見通しを複雑化している。	
	債券 (キャッシュ込)		■		景気の底堅さや財政支出拡大見通しから利回りは上昇したが、今後はインフレ鈍化や中銀の追加緩和が利回りを押し下げる可能性がある。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。	
株式	地域					
	米国	▲		■	金融緩和や更なる規制緩和、大統領選による不確実性の消滅により広範な経済活動が活性化することからOW幅を拡大。バリュエーションは依然割高だが、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。	
	欧州		■		ECBは更なる緩和に向かっている。経済成長の足取りは弱いものの、失業率は低位でバリュエーションは魅力的。構造的な収益成長力の弱さと地政学的リスクが懸念材料。	
	日本	▼		■	企業業績の伸びが意外なほどの鈍化を見せているほか、円安進行停止、米国との貿易関係の先行き不透明感の高まり、総合的に決して景気刺激的といえない「年収の壁」問題対策に時間を消費する少数与党政権などの環境を踏まえ、OWからニュートラルに調整。	
	新興国		■		バリュエーションは魅力的で、最終的な影響は依然不透明なもの、中国は更なる大型景気対策を打ち出す意向を示した点は追い風要因に。	
	スタイル、時価総額					
	グローバル・グロース (vs. バリュエーション)			■		グロース株は高い業績期待やバリュエーションから逆風の可能性も。バリュエーション株は割安で、金融状況改善の恩恵を受ける可能性もある。グロース株のバリュエーションは割高で新興国における構造的な消費の弱さが逆風に。
	米国 中小型 (vs. 大型)			■		中小型株は規制緩和、M&Aの活発化、国内経済の成長加速の恩恵を受ける可能性がある。しかし、高い金利が長期化する環境が逆風になる可能性も。
	日本 中小型 (vs. 大型)			■		中小型株の割安さが際立つものの、人材獲得や政策、AIなど技術革新からの恩恵における優位性が大型株の割高さを正当化する状況に変化なしと判断。中立姿勢を維持。
	インフレ敏感セクター					
実物資産株式			■		コモディティ関連株はインフレ再燃に対するヘッジを提供。生産性向上の恩恵が頭打ちになりつつあることが原油高につながる可能性がある一方、一部の工業用金属はAI投資や脱炭素化に起因する電力需要拡大の恩恵を受ける可能性がある。	
債券 (円ヘッジ付)・キャッシュ	キャッシュ			■	投資の待機資金とリスク抑制手段としての位置づけに変化はなく、金利上昇懸念の残る債券と比べても安心感が高い。	
	国内債券		■		賃金上昇、年度下期入り後の相次ぐ値上げ、これまでの円安進行などを受けた物価上昇圧力の残存から、日銀の利上げ観測は残存し、金利も上昇しやすいとみてUWを維持。	
	米国長期国債		■		長期債利回りは依然として景気見通し改善、インフレの根強さ、財政見通しの不透明さの高まりの影響を受けて上昇しやすい。	
	先進国投資適格公社債		■		日銀を除く大半の中銀は利下げサイクルに乗り出している。利回りはヘッジベースではなお魅力的だが、FRBの利下げ継続に伴い、妙味が薄れる可能性もある。	
	インフレ連動債			■	このセクターはインフレが予想外に根強い場合や、地政学的緊張の高まりでエネルギー価格が上昇するリスク、米国の関税や移民問題を含むインフレ的な政策の影響に対してヘッジを提供する。	
	グローバルハイイールド社債			■	スプレッドは過去の水準に比べてタイトだが、ファンダメンタルズは依然良好で、デフォルト率は今後も低位安定が見込まれる。	
	変動金利バンクローン			■	FRBの利下げペースが以前ほど積極的でないことは変動金利バンクローンには追い風。バリュエーションはまだ魅力的で、ファンダメンタルズもなお強固な半面、流動性に関しては警戒を継続。	
	米ドル建て新興国ソブリン債			■	バリュエーションが相対的に魅力的。中銀の金融緩和による同セクターを取り巻く環境は良好なもの、米国の貿易政策や米ドルの行方が不透明感を醸成。	
通貨	米ドル (対円)	▲		■	経済の趨勢を背景とした円の長期下落基調と、日銀の利上げ・FRBの利下げによる当面の日米の金利差縮小傾向が吉抗し、当面は一進一退を想定。	
	ユーロ (対円)	▼	■		域内の低成長に、独仏というユーロ圏における大国の政治の混迷、トランプ関税や貿易戦争の脅威が加わり、ECBの利下げ観測が高まったことを踏まえ、ユーロをUWに転換。	
	豪ドル (対円)	▲		■	中国の景気刺激策が期待未達でコモディティ価格下落も、豪州自身のコアインフレ率の高止まりや失業率の低下を受け、コロナ禍以降で初の利下げが遠のいたことを踏まえ、豪ドルのUWを解消。	

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。



Thomas Poullaouec

マルチ・アセット・ソリューションズ
APAC 責任者



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



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



David Clewell, CFA

アソシエイト・ポートフォリオ・
マネジャー APAC



Hiroshi Watanabe, CFA

日本株式運用戦略ポートフォリオ・マネジャー
国際的小型株式運用戦略
(日本株式部分) 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

国際的・
エコノミスト

INVEST WITH CONFIDENCE®

ティール・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、ティール・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、ティール・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。当資料はティール・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、ティール・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。

ティール・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/一般社団法人 第二種金融商品取引業協会

202412-4033762