

# グローバル・アセット・アロケーションの視点と 投資環境

2025年2月号  
作成基準日：2025年2月10日

## 市場見通し

- 世界経済は総じて底堅く、インフレは低下傾向にあるものの、こうした環境が関税など貿易面の脅威を含めた政策的不透明感の高まりによって変化する恐れがあるため、より慎重な見方をしている。
- 貿易紛争が激化した場合、経済の一人勝ちが続く米国は相対的に有利なポジションにあるが、すでに景気が低迷しあげている欧州や中国などの他の主要国は一段と苦しい状況に追い込まれる可能性がある。
- 米国による貿易関連政策が、各国中央銀行の政策に影響を与える可能性がある。米連邦準備制度理事会（FRB）は、様子見姿勢を取る一方、欧州中央銀行（ECB）やカナダ銀行など他の中央銀行は成長鈍化のリスクが高まっているため金融緩和を進めており、各国間で政策乖離が広がる。
- グローバル市場にとって主なリスクには、貿易紛争の脅威の高まりによる景気下押しとインフレ再燃懸念、中銀の政策ミス、地政学的緊張が含まれる。

## 資産別ポジショニング

### 株式



OW: オーバーウェイト  
UW: アンダーウェイト

- 主に米国の政策面における不透明感が高まるものの、好調な景気や企業業績が下支えとなるとして、引き続きオーバーウェイトを継続。
- 物色の広がりが予想されるため、バリュエーションが相対的に魅力的なバリューや景気敏感セクターを選好。
- 地域別では、米国以外の国は景気の足取りが鈍く、関税の潜在的な逆風に関する不透明感があるものの、バリュエーションが魅力的なことから、米国と米国外の株式市場に対してどちらかに偏った見方はせず、バランスを取っている。

### 債券



OW: オーバーウェイト  
UW: アンダーウェイト

- 景気が底堅く、世界的な貿易紛争の影響でインフレ再燃の恐れがあり、債券は利回りが高止まりする可能性があるため、アンダーウェイトを継続。
- バリュエーションは高い一方、ハイイールド債のオールイン利回りは依然競争力があり、利回りが拡大する局面でのバッファーを提供する。ファンダメンタルズは依然魅力的であり、デフォルトの見通しは低位。
- しかし、ハイイールド市場の中では、FRBの利下げ見送りが続く中、短期金利の高止まりが長期化する可能性を考慮し、デュレーションリスク削減のため、資金の一部をハイイールド債からバンクローンにシフト。

### キャッシュ



- キャッシュは引き続き投資の待機資金としてオーバーウェイトを継続。

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。引用されているパフォーマンス・データは過去の実績であり、将来の結果を保証または示唆するものではありません。

## 市場テーマ

### 多額のAI投資の価値とは

デジタル広告、オンラインショッピング、電気自動車、ソフトウェアという異業種の代表企業を集めた「マグニフィセント・セブン」の時価総額は合計20兆米ドルに上ります。世界の株式市場をけん引する同グループの規模は、米国以外の株式市場の何倍になります。桁外れに大きな数字ですが、収益性においても高いバリュエーションを正当化できるほどの高い水準にありました（図表1）。しかし、中国のAIスタートアップ、「DeepSeek」に関するニュースが、異なる企業のグループに共通する一つのテーマを浮き彫りにしました。それは莫大な設備投資の妥当性です。このテーマが出てきたことで、同グループの株式へ多額の投資を行っている投資家は、独占的地位を維持するための巨額のAI投資の価値について、ますます厳しく精査し始めるでしょう。こうした状況を背景に、我々は物色の広がりと収益改善の恩恵を受けるとみられる銘柄にも魅力を見出しています。

### ディールかノーディールか？

トランプ大統領は公約通り就任後すぐに他国を交渉の場に引き出すための道具として関税を使いました。関税は主に、より公正な貿易政策を実践し、国境の安全を確保するという前提に基づいて課されます。たいていの場合、関税導入に対する積極的な姿勢は貿易相手国の速やかな取り引き（ディール）か、少なくとも関税を先送りするための行動を促すことに成功してきました。なぜなら、経済の多くを貿易に依存する標的国にとって関税に関する取り引きは死活問題だからです（図表2）。米国は足元の景気が強く貿易面の脆弱性も低いものの、交渉が長期の貿易戦争に発展した場合は無傷では済まないでしょう。今回のようにインフレ率が高い時は特にそうです。このように不確実性が高まる状況下、現在のバリュエーションではリスクはますますダウンサイドに傾いていると考えており、株式への配分は常に注視しています。

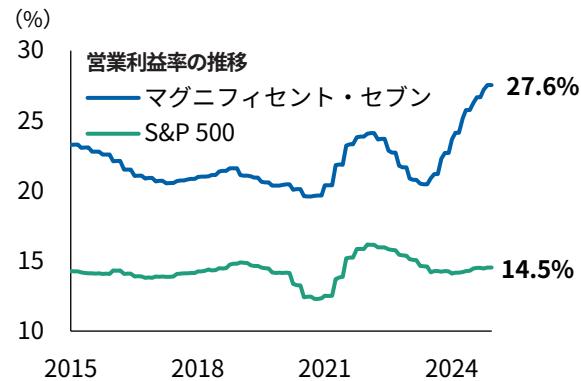
### 逆イールド状態の解消が示すもの

コロナ禍収束後の物価上昇とそれに対応した各国中央銀行の利上げにより、主要国の中で2022年から23年にかけて長短（2年と10年）金利差の逆転（逆イールド）状態が続きましたが、インフレのピークアウトを受け、各国中銀が利下げに転じた24年以降、逆イールド状態は徐々に解消されました（図表3）。今後ですが、米国などは当面の利下げ観測の後退で短期金利が低下しにくくなっているものの、足元の底堅い景気や「しつこいインフレ」にトランプ政権のリフレ的政策の影響と財政悪化への懸念が加わり、長期金利はさらなる上昇圧力にさらされる可能性がある（結果、逆イールドへの復帰は見込みにくい）とみています。加えて、海外諸国との金融政策サイクルの違いからこれまで逆イールドに至ることのなかった日本でも、当面は日銀の利上げ継続観測から長短ともに金利上昇リスクが根強い公算です。こうした中、当面は世界的にデュレーションが短く、相対的に利回りの高い資産の方が魅力的と考えています。

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。引用されているパフォーマンス・データは過去の実績であり、将来の結果を保証または示唆するものではありません。

（図表1）豊富な資金力のもととなる利益率

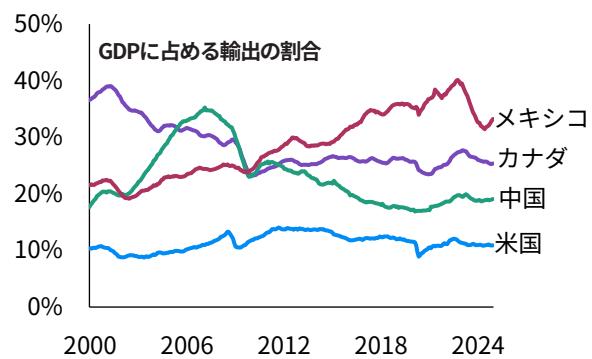
期間：2024年2月末～2025年1月末



出所：S&P、ファクトセット

（図表2）貿易への依存度が低い米国

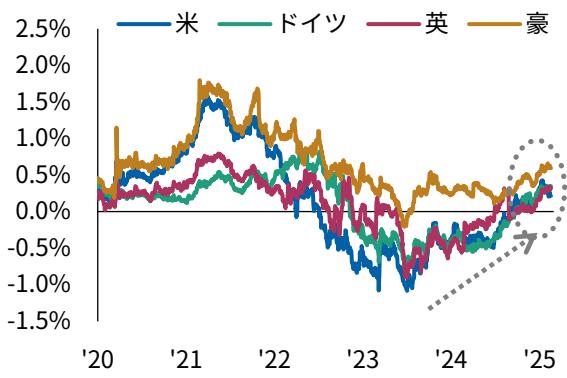
期間：2000年1月末～2024年12月末



出所：ファクトセット

（図表3）主要国の長短金利差の推移

期間：2000年1月末～2024年12月末



出所：ファクトセット

長短金利差は10年債と2年債の金利差を用いています。

## アセットクラス・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)

今月の  
変更

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。

### 国・地域

米国

構造的な利益率上昇と企業寄りの政策は好材料だがバリュエーションが極めて高い。長期的なインフレ懸念とDeepSeek登場によるAIに対する失望が逆風になる可能性がある。

欧州

厳しい経済環境と限定的な財政支援が足かせだが、ハト派的な金融政策とインフレ低下が改善のきっかけとなる可能性も。市場期待の低さを反映してバリュエーションは割安。

日本

小幅なインフレと賃金の伸びは消費に好影響を与えるとの見方から良い変化と捉える。コーポレートガバナンスの改善は引き続き長期の追い風。

新興国

通貨と株式のバリュエーションは魅力的。関税に関する不透明感が顕著な不安要因。中国政府の政策は支援拡大の兆しが見られるものの、依然その範囲は限定的で、過去と比べて小規模。中国株のバリュエーションは魅力的だが、より厳しい経済環境を反映。

### スタイル、時価総額

グロース

AIは引き続き重要なテーマだが、収益化や設備投資に関する不透明感と高いバリュエーションが逆風となる可能性も。新興国における構造的な消費の弱さが逆風になり得る。

バリュー

米国における規制緩和やイールドカーブのステイプル化、名目成長率の上昇は景気敏感セクターの支援材料で、利益成長のすそ野が拡大する可能性がある。

米国 大型

割高なバリュエーションと集中リスクが引き続き懸念材料。しかし、ファンダメンタルズは非常に強く、企業収益は引き続き改善。

米国 中小型

中型株は金利上昇の影響を受けにくく、質の高い利益成長のポテンシャルが大きい。小型株は規制緩和、M&Aの増加、安定的な米国内経済の成長が支援材料。しかし、金利高止まりが長期化する環境が逆風になる可能性も。

日本 大型・中小型

依然として中小型株は割安ではあるものの、人材獲得や政策、AIを含む技術革新などの恩恵で優位なことが大型株の相対的割高さをサポートすると判断。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。生産性向上による恩恵の頭打ちが最終的に原油高につながる可能性も。

### キャッシュ

投資の待機資金ならびにポートフォリオのベータ抑制手段としてOWを維持。金利上昇懸念の残る債券を回避し、キャッシュ代替としての絶対収益型オルタナティブを選好。

### 債券（円ヘッジ付）・キャッシュ

国内債券

足元の物価上昇や堅調な賃上げ見込みを背景に、1月利上げ実施後も日銀の追加利上げ観測は根強く、長短ともに金利上昇が続きやすいとみて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

米国長期金利に上昇圧力がかかり、イールドカーブはステイプル化の公算大。社債はファンダメンタルズが良好だが、バリュエーション面から利回り以外のアップサイドは限定的。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

インフレが相変わらず根強い上振れする場合、インフレ連動債はヘッジを提供するが、市場の期待インフレ率は概ねこうしたリスクを織り込み済み。

グローバルハイイールド社債

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。一方で短期金利の高止まりが長期化する可能性を考慮し、デュレーションリスク削減のためOW幅縮小。

変動金利バンクローン

バリュエーションは依然魅力的で、ファンダメンタルズも健全。インフレリスク、デュレーションリスク削減のため、ハイイールド債からの受け皿としてOWに。

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で利回り水準も良好。しかし、貿易政策により不確実性を増す。

### 通貨

米ドル（対円）

日銀の利上げ継続の可能性は意識しつつも、インフレ下げる渋りやトランプ政権の政策を考慮して米国でも利下げ観測が大幅に後退している状況下、米ドルのOWを継続。

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の利下げ継続観測が有力なユーロのUWを維持。

豪ドル（対円）

経済成長やインフレの鈍化、失業率の上昇などにより、豪州のコロナ禍以降で初の利下げの可能性が高まってきたことを踏まえ、豪ドルをタクティカルにUWに転換。

## 日本アセット・アロケーション・コミッティ メンバー

**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  
インターナショナル小型株式運用戦略  
(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**

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、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。

## 追加ディスクロージャー

S&P500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、遗漏、または中断に対しても一切責任を負いません。

金融データと分析の提供はファクトセット。Copyright 2024 FactSet. すべての権利はファクトセットに帰属します。

## 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はありません。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・保証するものではありません。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/一般社団法人 第二種金融商品取引業協会

202502-4248984