

# 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



- 多くの国でインフレ圧力が緩和しつつあることを背景に、世界経済成長は依然前向きな見通し。
- 底堅さを保つ米国景気は、一部で鈍化の気配が見られている。欧州経済はサービス業を中心に安定してきたが、製造業は依然低迷している。日本経済は停滞が続いている一方、中国経済は最近の景気刺激策を受けて改善の兆しが見られる。
- 米国は景気とインフレが鈍化する兆しが見られる中、米連邦準備制度理事会（FRB）は依然として年内に利下げをすると予想されている。欧州中央銀行（ECB）は主要国中央銀行の中では最も早く利下げに踏み切った。日本銀行は3月の利上げに続き、引き締め方向へさらに舵を取ると予想されている。
- グローバル市場の主なリスクは、成長率の急減速、インフレ長期化、各国中央銀行の金融政策乖離、世界各国で行われる選挙、地政学的緊張、中国の成長軌道など。

## 2 市場テーマ

### 中国の住宅市場テコ入れ策

中国政府は景気安定策として苦境にあえぐ住宅セクターのセンチメント改善を目指した追加措置を実施しました。これらの措置には、頭金割合の緩和、住宅ローン金利下限引き下げ、国有企業による売れ残り住宅購入を支援する低利融資の提供などが含まれます。こうした措置により、大幅な供給過剰の中で価格下落が続く住宅市場の信頼感の回復が期待されています（図表1）。ポジティブ面では、1-3月期の経済成長率が前年同期比5.3%と上振れました。しかし、その大半が輸出やインフラ投資によるもので、個人消費や設備投資の回復期待は長らく住宅不況の影響で引き続き抑制されています。電気自動車（EV）や半導体など高付加価値セクターへの最近の支援策は長期的に経済の多様化を促す一方、不動産セクターが好転するにはより大規模な刷新が必要になりそうです。

（図表1）中国住宅市場の信頼感回復が期待される  
期間：2015年1月～2024年4月



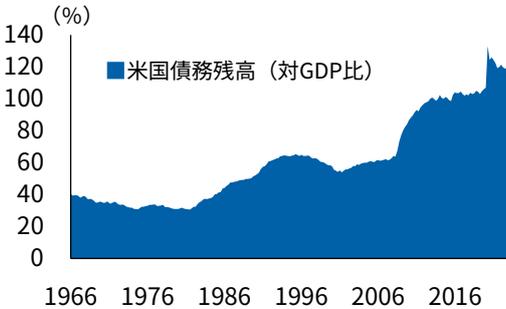
出所：ブルームバーグ・ファイナンスL.P.

### 米国債増発は要注意

FRBのインフレとの戦いが米国債利回りの方向を左右する最大の要因ですが、ここ数週間の金利上昇は投資家が国債の増発を警戒する中で入札の需要が弱かったことが原因です。米大統領選挙を11月に控え、どちらかの政党が歳出抑制や債務問題に取り組むと予想する向きはほとんどなく、米債務残高は現在GDP比120%を上回っています（図表2）。格付機関は歯止めのかからない支出に警鐘を鳴らし、投資家、特に海外投資家は増発リスクを穴埋めするためにより高い利回りを要求するようになっています。米政府の巨額支出は景気を下支えするため心配不要との声も聞かれますが、民間部門の資金需要を圧迫するクラウドファンディングアウト効果により借入れコストが全般に上昇する可能性があります。FRBが最終的にインフレ抑制に成功し、金利が低下すると予想する向きが増えていますが、米政府の巨額支出により金利がかなりの期間、高止まりする可能性もあります。

（図表2）先消費、後払い？

期間：1996年1月～2023年10月



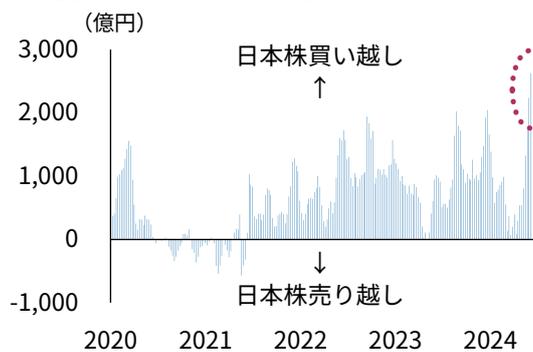
出所：セントルイス連邦準備銀行

### 日本企業が買い支える日本株

新年度入り後の日本株は、他地域と比べて出遅れのスタートとなっています。背景には、①「期初見通しの慎重さ」に不慣れな海外投資家の失望感、②米ドル建てパフォーマンス不芳、③利上げや円高反転への警戒、④主要自動車メーカーの操業停止、⑤海外投資家の日本から中国への再シフト、⑥損保などの政策保有解消売り、⑦政治の低迷・混乱への警戒などが挙げられそうです。一方で一般企業による日本株の買い越し額が過去最高を記録（図表3）するなど、⑧企業の自社株買いが日本株相場を下支えしています。（a）⑥や⑧など企業統治の改善やROA改革、（b）生産拠点の日本への移転（フレンドショアリング）、（c）「しつこいインフレ」や金利高止まりに有利なバリュー株の比率の高さも日本株の好材料と考えられます。賃上げを伴う業績拡大の第一段階を実現した日本企業に、今後さらに前向きな投資姿勢などが確認され、自動車メーカーの操業再開も進めば、慎重な期初見通しからの上方修正と合わせて、株価は直近の出遅れを埋める余地が期待できます。

（図表3）事業法人の日本株売買状況

期間：2020年1月～2024年6月



出所：日本取引所グループ。東証・名証合算の週次売買代金の4週移動平均。直近は2024年6月第1週（3～7日）まで。

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

- 労働市場は底堅い
- AI投資に牽引された好調な企業業績
- 賃金の伸びが持続可能な水準に鈍化しつつある

- 一段と割高な株式のバリュエーション
- 依然根強いインフレ
- 経済指標が予想外に下振れ
- 政治的な不透明感の高まり

#### 欧州

- 金融政策は緩和が見込まれる
- インフレは着実に低下している
- 景況感は改善している

- 景気の足取りは依然弱い
- 地政学的な不透明感の高まり
- 革新的テクノロジーによる追い風が小さい

#### 日本

- 景気が急速に改善に向かっている
- コーポレートガバナンス改善により優位性を高める
- 引き締め動くものの依然緩和的な水準にある金融政策
- 円安が輸出企業には追い風

- センチメントはピークアウトした可能性がある
- 日銀はインフレ上昇を示す統計を受けてタカ派姿勢を一層強めるかもしれない
- 円安は内需関連企業にとって追い風になる一方で、ボラティリティや不透明感を高める

#### 新興国

- マクロ指標やセンチメントはやや改善している
- 株式のバリュエーションは米国に比べて魅力的
- 規制的な懸念は弱まりつつある

- 中国の不動産関連の債務圧縮が引き続き懸念材料
- 中国の家計と企業の景況感は脆弱
- 大規模な景気刺激策が実施される可能性は低い

### 4 ポートフォリオ・ポジショニング



- 底堅い景気、良好な業績動向、バリュエーション面でより魅力的な分野があることから、株式はオーバーウェイトとする一方で、債券はアンダーウェイトを継続。
- 特に株式では世界的な成長回復、長期金利上昇の環境下で恩恵が見込まれるバリュー株や、インフレが景気の追い風となる日本株、インフレ高止まりシナリオでヘッジの役割を果たす実物資産株式をオーバーウェイト。
- また、インフレ率は着実に低下しており、地政学的な不確実性は残るものの、経済と企業業績に改善も見られることから、欧州株式をニュートラルに引上げ。
- 債券では日銀の利上げ観測から影響を受けやすい国内債券を引き続きアンダーウェイトとする一方、インフレヘッジとしてのインフレ連動債や魅力的な利回りを有するハイイールド社債を引き続きオーバーウェイト。

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。</p>					
資産クラス	株式	▲			AI投資に牽引されて企業業績は引き続き堅調だが、高い期待や成長鈍化に直面。経済状況が引き続き好調なら、より幅広い市場参加が期待できる。
	債券 (キャッシュ込)	▼			依然魅力的な利回りも見受けられるが、景気、インフレ、金融政策の見通しが世界的に乖離しているため、ボラティリティの高い状況が続く可能性も。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				経済活動はまだ広がる余地があり、利益成長期待はAIブームの継続に依存。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。しかし、バリュエーションが上値を抑える可能性も。
	欧州	▲			インフレ率は着実に低下しており、金融政策は緩和に向かう見通し。地政学的な不確実性は残るものの、経済と企業業績に改善も見られることから、ニュートラルに引上げ。
	日本				センチメントはピークに達した感があるものの、経済成長は急速に改善。インフレ率上昇により、日銀がよりタカ派に傾く可能性がある。円安は市場のボラティリティや不透明感を強めるものの、内需関連企業にとって追い風。
	新興国				今後の企業収益には疑問が残るものの、バリュエーションは魅力的で、金融緩和が更なるサポート材料となる可能性も。中国株は足場が固まってきたが、他の新興国の選挙結果が市場に好感されていないため不安定な展開も。
	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)				循環的な景気の強さやエネルギー需要見通しの改善、物色の裾野の拡大がバリュエーション関連セクターにはポジティブとなる見込み。
	米国 中小型 (vs. 大型)				中小型株は相対バリュエーションが魅力的だが、金利高止まりの悪影響を受けやすい。利益率やレバレッジも懸念され、優良株重視の姿勢が望ましい。
	日本 中小型 (vs. 大型)				中小型株に比べて大型株には割高感もみられるが、円安の恩恵に加えて米国同様に人材獲得や政策、AIなどの技術革新からの恩恵における優位性が大型株のバリュエーション・プレミアムを正当化すると判断。中立姿勢を維持。
	インフレ敏感セクター				
実物資産株式				コモディティ関連の株式は割安で、インフレ高止まりに対する魅力的なヘッジを提供。さらに、原油は生産性の向上トレンドが鈍化する影響で構造的に上昇する可能性があり、一部の工業用金属はAI (人工知能) 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				若干のアンダーウェイトを継続。投資の待機資金およびリスク抑制手段としてのキャッシュの役割にことさらに大きく依存する状況でもないと判断している。
	国内債券				米国ははじめ世界的な「しつこいインフレ」圧力や、円安進行による国内の物価上昇圧力の残存などから、市場では日銀の次回利上げへの警戒が続くとみてUWを維持。
	米国長期国債				長期債利回りは発行増、底堅い景気、根強いインフレなどから上昇 (価格は下落) する傾向にあるためUW。
	先進国投資適格社債				根強いインフレやFRBの利下げ期待後退で利回りは上昇する可能性がある。スプレッドはタイトなもの、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。インフレや景気が引き続き減速し、各国中銀は利下げを視野に入れているが、日銀の引き締めが予想される日本は例外。
	インフレ連動債	▼			特に、コモディティ価格や住宅・サービス部門からの上昇圧力を受けて、インフレが今より高い水準で定着するか、それ以上に高くなる場合、インフレ連動債はヘッジを提供する。欧州株式への資金捻出のためOW幅を縮小。
	グローバルハイイールド社債	▼			魅力的な絶対利回りは引き続きサポート材料だが、ここからのスプレッド縮小は限定的。デフォルト率は長期平均に向けて上昇する可能性があるものの、その大半は織り込み済みの感がある。欧州株式への資金捻出のためOW幅を縮小。
	変動金利バンクローン				FRBの積極利下げ観測の後退で、利回りの高止まりが長期化する可能性も。デフォルト率の上昇が見込まれるものの、信用スプレッドは依然魅力的。
	米ドル建て新興国ソブリン債				利回りは依然としてやや魅力的な水準。中銀が緩和サイクルに乗り出し、インフレも引き続き鈍化しているため、エマージング債券は恩恵を受ける可能性がある。
通貨	米ドル (対円)				米国の短期的な利下げ観測の後退、中長期的な実質金利上昇見通しによる米ドル高圧力の残存、ユーロなど他通貨が米国よりも早期の利下げで弱含む可能性に鑑み、米ドルのOWを維持。
	ユーロ (対円)				ECBの (米国に先駆けた) 6月利下げの可能性の高まり、市場が累次利下げを織り込んでユーロが弱含む可能性などに鑑み、ユーロのUWを維持。
	豪ドル (対円)				雇用の悪化とCPI上昇率の上振れなど、オーストラリアの経済指標はまぢまぢではあるものの、豪中銀 (RBA) のタカ派姿勢の後退などを踏まえ、中立姿勢を維持。

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。



**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



**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



**Thomas Poullaouec**  
マルチ・アセット・ソリューションズ  
APAC 責任者



**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。

### 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  
202406-3658695