



# 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3月号

作成基準日：2025年3月14日

## 市場見通し

- 米国と他国間での貿易戦争激化懸念に代表される政治的な不透明性の拡大によって、経済成長に対する堅調な見通しとインフレ鈍化のトレンドが変化する可能性があり、幅広い資産クラスを注視している。
- 米国景気にやや陰りが見られる一方、関税の影響があるものの欧州や中国に対するセンチメントは財政支出期待を背景に改善している。メキシコやカナダなど米国の政策の影響をより直接的に受ける国は相対的にリスクが高い。
- 金融政策は緩和的な一方、混乱を引き起こしている米国の貿易政策は、現時点でインフレへの影響が不透明なものの景気下支えを目的とした中央銀行による更なる緩和行動を迫る可能性がある。
- グローバル市場にとって主なリスクには、貿易戦争激化による景気やインフレ再燃への影響、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

- 貿易面の目先の不透明感はあるものの、企業業績の底堅い成長と景気刺激的な財政政策の可能性を背景に、小幅なオーバーウェイトを継続。
- 個別では、政治的な不透明性と設備投資がピークにある可能性がある一方、市場期待がすでにバリュエーションに反映され、割高と見て、米国株式をニュートラルに引き下げ。
- 米国以外の市場では各国中央銀行の緩和姿勢や、財政支出と防衛費拡大、景気刺激策の可能性に支えられてセンチメントが改善しているものの、米国政策による影響の不確実性が高いことから様子見。

### 債券



OW ポジション UW

- 景気やインフレ指標がまちまちで政策の不透明感が強い中、金利のボラティリティが続くと予想されるため、債券は小幅なアンダーウェイトを継続。
- 金利変動に強い変動金利バンクローンのオーバーウェイトを継続。ファンダメンタルズは依然良好だが、貿易政策に伴う不透明感の影響を引き続き注視。
- 米国株式のオーバーウェイト削減の受け皿として、債券内で最大のアンダーウェイトとしていた先進国投資適格社債のアンダーウェイト幅を縮小。

### キャッシュ



OW ポジション UW

- 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

### 米国の王座陥落か

米国株式市場は過去2年にわたり好調な環境が続いてきましたが、2025年に入り、欧州株式や中国株式が、米国株式を上回る展開となっています（図表1）。欧州においてはロシア・ウクライナ戦争の解決が近いとの楽観論、国防支出拡大の論議、米国の関税が予想より軽微であるとの期待を背景に市場心理が改善しています。一方、中国株式は中国のAI新興企業DeepSeekの台頭をきっかけに、それまで低迷していたテクノロジー銘柄を中心に上昇が加速しています。長期の構造的問題は依然存在し、欧州、中国市場も関税による下振れリスクがあるものの、バリュエーションは米国株に比べてなお割安で、米国内外の成長格差が縮小している点もそうした見通しを支えています。こうした状況を背景に、**米国以外の市場に対するエクスポージャーを高めることが有効だと考えています。**

### 目的達成のための手段とは

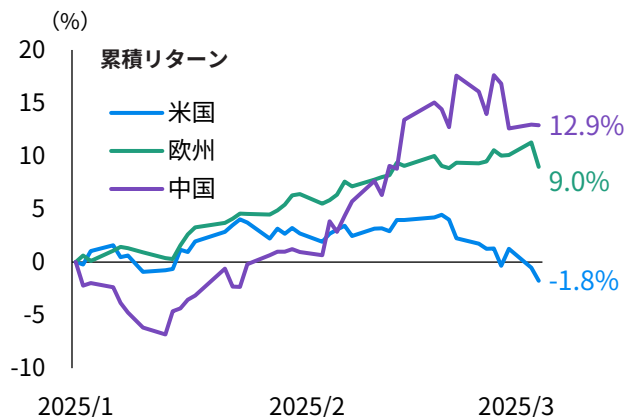
規制緩和や減税といった成長促進的な政策の潜在的インパクトを織り込んだ、米大統領選後の「トランプ・ラリー」から一転して、足元では貿易や地政学的政策のマイナス面が懸念される展開となっています。関税の発動と撤回を繰り返す米国政府の対応が市場の混乱を招き、投資家は景気やインフレへの影響を測りかねています。抑制されたインフレ環境と堅調な米国景気の両立に対する実現見通しは変化し、最近の米国の経済指標は政策関連の懸念の高まりを反映して軟調な数字が続いています（図表2）。意図的であるか否かに関わらず不透明な状況が長引くと政策当局、企業、消費者の行動に実際に影響を及ぼし始めるでしょう。そのため、**目先的には一段と慎重姿勢を維持しつつ、ボラティリティの高まりが予想される中で投資機会を伺うことが重要だと考えています。**

### 不確実な投資環境を生き延びる方法

トランプ政権の政策をめぐる楽観と悲観の交錯のせいからか、このところ、日米の株価が月替わり、あるいは月の途中でも方向が急遽正反対に変わるような相場が続いてきました（図表3）。特に2月後半以降は、企業の景況感や消費者の信頼感とともに市場のセンチメントが急速に冷え込んでいます。ただし、これが本格的な弱気相場への転換の始まりなのか、長期上昇相場の一時的な調整局面に過ぎないのか、判断するには時期尚早であり、そうであるが故に、債券も含めて極めて不確実性の高い、確信をもってポジションを傾けにくい相場環境だといえます。この不確実性は日銀や米連邦準備制度理事会（FRB）などの中央銀行の金融政策にも制約を与えているといえそうです。こうした状況下のポートフォリオ運用においては「得点を稼ぐ」よりは「失点避ける」ことが肝要と考えられるため、不要なリスクを極力抑制することに意を注いでいます。

（図表1） 遷り変わるけん引役

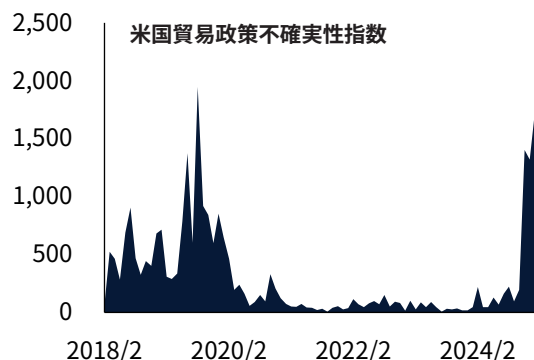
期間：2025年1月1日～2025年3月4日



出所：ブルームバーグ・ファイナンスLP

（図表2） 米国政策に対する不透明感が急上昇

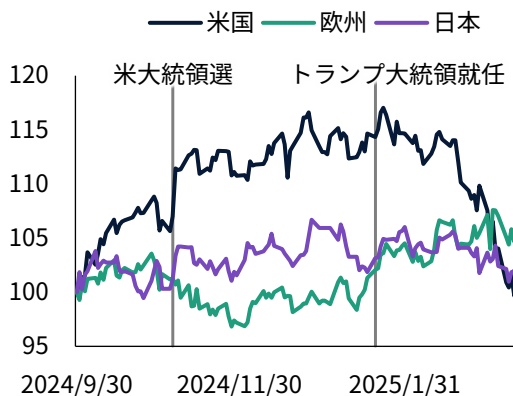
期間：2018年2月末～2025年2月末



出所：ブルームバーグ・ファイナンスLP

（図表3） 円建てで見たMSCI各国・地域指数の推移

期間：2024年9月30日～2025年3月14日



出所：MSCI、ブルームバーグ・ファイナンスLP。  
2024年9月末を100として指数化。

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。
株式	国・地域					
	米国 ▼					政治的不透明感の高まり、設備投資頭打ちの可能性、依然割高なバリュエーションなどを背景に、米国一強の環境に不透明感が見られるため、ニュートラルに引下げ。更なる引き下げも視野に入れながら状況を注視。
	欧州					景気上振れ、財政支出拡大の可能性、妥当なバリュエーションが短期的にアップサイドを提供する可能性がある。一方、貿易戦争長期化の可能性が逆風になる可能性も。
	日本					適度なインフレと賃金上昇は消費へのポジティブな影響を考えると歓迎すべき変化。コーポレートガバナンスの改善が引き続き中期の追い風。
	新興国					株式のバリュエーションは魅力的。中国の信用状況は底入れし、住宅セクターは安定しており、さらなる政策面のサポートが予想されるが、構造的課題が依然残り、関税が逆風となる可能性がある。
	スタイル、時価総額					
	グロース					AIの収益化と設備投資に対する市場の目が厳しくなることが予想される。足元の調整後もバリュエーションは依然割高で、高い市場期待が壁になり得る。グローバルでもバリュエーションは割高で、新興国における継続的な消費の弱さが逆風になる可能性も。
	バリュー					米国における規制緩和や製造業の回復、名目成長率の上昇が支援材料。グローバルでは財政支出拡大の可能性、ハト派的な金融政策、センチメントの底入れ、魅力的なバリュエーションの組み合わせが改善をもたらす見通し。
	米国 大型					依然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だが、ファンダメンタルズや業績は引き続き底堅い。
	米国 中小型					中型株は小型に比べて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。小型株は規制緩和とM&A活動の活発化が支援材料。しかし、経済成長の不確実性と金利高止まりが長期化する環境が逆風になる可能性も。
債券 (円ヘッジ付)・キャッシュ	日本 大型・中小型					米国で超大型株から資金が流出しているものの、日本においては人材獲得や政策、AIを含む技術革新の恩恵など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					当セクターはインフレ上振れに対するプロテクションを提供。最近のエネルギー価格下落にもかかわらず、生産性のピークアウトが最終的に原油高につながる可能性がある。
	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选好。
	国内債券					米国で長期金利が低下する中でも、賃上げ持続を背景に年内の追加利上げ観測は根強く、欧州の長期金利上昇も影響して長短ともに金利上昇が続くとの見方からUWを維持。
	米国長期国債					成長期待の低下が利回りに下押し圧力をかけているが、根強いインフレへの懸念や財政的不確実性の高まりが残る。
	先進国 投資適格公社債 ▲					長期金利が米国で急低下、欧州で急上昇するなど、トランプ政権の政策を受けて債券市場に生じている分断などの不透明感が強いことから、UW幅を一旦縮小。
	インフレ連動債					インフレが相変わらず根強いか上振れる場合、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					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依然魅力的で、ファンダメンタルズも健全。
通貨	米ドル建て 新興国ソブリン債					当セクターは魅力的な利回りに下支えられているが、リスクにはドル高や米金利上昇による金融状況のタイト化が含まれる。
	米ドル (対円) ▼					短期的な景気悪化をいわず、米国内外の政治経済のレジームチェンジを優先するトランプ政権の政策や利下げ再開の可能性が当面は米ドルの圧迫要因とみて米ドルのOWを解消。
	ユーロ (対円) ▲					米国からの関税の脅威や防衛をめぐる自助努力への圧力を受けて却って欧州各国の政治的まとまりは強まっており、防衛支出増加や利下げ減速などの観測も支援材料となるユーロのUWを解消。
	豪ドル (対円)					コロナ禍以降で初の利下げ後の中銀の姿勢はタカ派維持だったものの、世界的にセンチメントが悪化する中、リスクオン通貨の豪ドルにも下押し圧力が加わる可能性を踏まえ、豪ドルのUW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。



## 日本 アセット・アロケーション・コミッティ メンバー



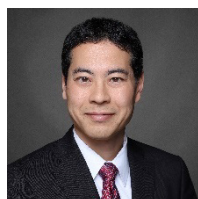
**Thomas Poullaouec**

マルチ・アセット・ソリューションズ  
APAC 責任者



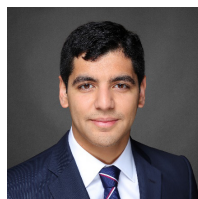
**Richard Coghlan, Ph.D**

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



**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



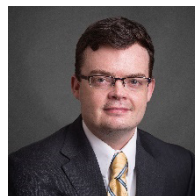
**Aadish Kumar, CFA**

国際ナショナル・  
エコノミスト



**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



**David Clewell, CFA**

アソシエイト・ポートフォリオ・  
マネジャー APAC



**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

### 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。

## 追加ディスクロージャー

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は行わず、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、投資アドバイスや推奨として依拠してはなりません。

## 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）の逓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

202503-4328946