

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。
- 米国景気が好調な消費に支えられて依然底堅い一方、欧州景気は楽観的な見方が台頭。日本景気は引き続き力強さに欠け、中国はまだリスクがあるものの政策支援が景気を安定させている兆しが見られる。
- 米連邦準備制度理事会（FRB）は今のところ年内の利下げを視野に入れているが、インフレが下げ渋り、景気が底堅いため、利下げ期待は後退。一方、欧州中央銀行（ECB）はインフレ低下を受けて利下げに近づきつつある様子。日本銀行は3月の利上げ後、追加利上げのタイミングを見極めている。
- グローバル市場の主なリスクは、成長率の鈍化、インフレ長期化、中央銀行の政策乖離をめぐるボラティリティ、地政学的緊張、中国の成長軌道など。

2 市場テーマ

欧州経済に復活の兆し

欧州経済は景気後退間際の水準が数年続いていましたが、2024年1-3月期のGDP成長率はサービス部門に牽引されて、復活の兆しが見られます（図表1）。ここ数年は中国などからの外需低迷、天然ガス不足への懸念、数十年ぶりの高インフレがいずれも欧州の景況感を圧迫してきました。しかし、予想以上の暖冬、インフレ率の低下、ECBによる6月の利下げが濃厚になってきたことなどを背景に、潮目が変わりつつあるようです。その結果、個人消費が上向き、スペイン、ポルトガル、ギリシャなど南欧諸国を中心に旅行・観光セクターが賑わっています。一方、欧州製造業の中心であるドイツは、中国向け輸出やロシア産エネルギー輸入への依存度の高さから苦戦が続いています。欧州全域については当面、予想以上の経済成長やインフレ低下、目先の利下げ期待を受けたポジティブなセンチメントが投資家から注目される可能性もありますが、こうした明るい兆しよりも広範かつ持続可能な回復につながるかどうかは注視が必要です。

米ドル独歩高

ここ数年、米ドルの圧倒的強さの終焉が何度も叫ばれていますが、引き続き高値圏で推移しており、今年は世界の主要通貨に対して上昇しています（図表2）。足元の米ドル高は景気がなお底堅く、財政支出の高止まりや粘着質のインフレもあってFRBの積極利下げ観測が後退したことに起因しています。一方で、他の多くの国ではインフレ低下が加速しており、各国中央銀行が利下げに動くとの観測から対米ドルへの下落圧力を受けています。こうした背景から多くの通貨が対米ドルで数十年ぶりの安値に沈んでおり、日本のように為替介入も検討されています。通貨安は輸出企業に恩恵をもたらす半面、米国など高金利国との資本獲得競争、輸入インフレ、米ドルで資金調達する国にとっては米ドル建ての借り入れコストの上昇などの弊害も伴います。FRBによる利下げ観測が後退し、依然底堅い米景気、世界的に相次ぐ選挙、なお不安定な地政学的環境を考えると、米ドル高に歯止めをかける材料は当面見つけづらい状況です。

バリュー株の復権が期待されるも、大型グロース株の長期的な優位性も残存

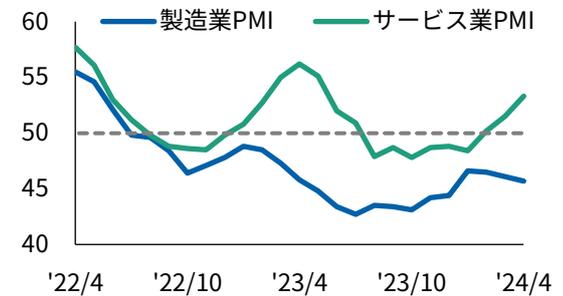
一握りの大型グロース株（マグニフィセント7）が市場をけん引する状況は大きく変わっていませんが、マクロ経済環境や個別企業のファンダメンタルズ、市場のセンチメントからは、出遅れたバリュー株の投資機会が拡大しつつあると考えています。資源価格の上昇や米国の底堅い経済成長を背景に、景気循環的であるバリュー株の増益率がグロース株を上回るシナリオも想定されています。予想利益に基づく益利回り（＝株当たり予想利益／株価）を比較すると、2000年のITバブル崩壊後ほどではないにせよ、バリュー株には利回りの優位性が表れつつあります（図表3）。ただし、大型グロース株は依然として強力なキャッシュフローを生み出しており、人工知能（AI）という長期的なカタリストも存在するうえ、リスクオフ局面では景気感応度の低さが優位に働く可能性もあります。バリュー株のはっきりとした復権には、バリュエーション格差に加えて市場のセンチメントにおいてもバリュー株選好のモメンタムの必要があると考えています。

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。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）欧州はサービス業がけん引

期間：2022年4月～2024年4月



出所：ブルームバーグ・ファイナンスL.P.

（図表2）米ドルは高値圏を維持

2019年4月～2024年4月



出所：ブルームバーグ・ファイナンスL.P.

（図表3）予想益利回り比較（バリュー株指数／グロース株指数）

期間：1996年1月～2024年4月の毎月末値



出所：ブルームバーグ・ファイナンスL.P.。予想益利回りはラッセル1000グロース指数、ラッセル1000バリュー指数のBloombergのBest PEを使用。

3 各国・地域の経済環境

ポジティブ

ネガティブ

米国

- 業績予想は改善傾向
- 消費支出は依然底堅い
- 労働市場は非常に底堅い

- インフレ低下が足踏み
- 株式の割高なバリュエーションが逆風に
- 遅行して表れる金融引き締めの影響
- 政治的な不透明感の高まり

欧州

- インフレは着実に低下している
- ECBはやがて利下げに動く見通し
- 景気は徐々に改善

- 金融政策は引き締め姿勢
- 経済成長は依然弱い
- 地政学的な不透明感の高まり

日本

- 長きにわたるデフレからインフレに移行
- 日銀はゼロ金利解除後も緩和姿勢を維持
- 円安は輸出企業に追い風で、世界経済の再加速の恩恵を大きく享受
- コーポレートガバナンスや資本効率の改善が進捗

- 収益見通しは一段と高まり、アップサイド・サプライズのハードルも上昇
- 円安で日銀への利上げ圧力が高まる可能性も

新興国

- 株式のバリュエーションは米国に比べて魅力的
- 中国経済は徐々に改善、5%の成長目標達成も追加的な政策支援次第では可能な状況に
- 魅力的なバリュエーションに支えられ、中国株式市場への資金フローはプラスに転換
- 中国の投資家保護規制で投資家心理を下支え

- 中国の不動産関連の債務圧縮が経済活動の重荷に
- 中国の家計と企業の景況感は脆弱だが、大規模な景気刺激策が実施される可能性は低い
- デフレの長期化が懸念材料

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。
- 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オーバーウェイト。
- 通貨では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、米ドルのオーバーウェイト幅を拡大。

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・コミット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				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。
	債券 (キャッシュ込)				業績は引き続き好調だが、期待の高さが懸念。景気が改善し、コモディティ価格が上昇、消費支出も依然底堅いことから、市場での物色の裾野が広がる可能性がある。
株式	地域				
	米国				景気が依然底堅く、金融状況も緩和したことから、業績見通しは改善。生成AI（人工知能）などの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ここからの上値を抑える可能性も。
	欧州				インフレは着実に低下しており、ECBによる利下げも近く予想される。景気は弱いものの、徐々に改善傾向。地政学的不確実性は高まっている。
	日本				インフレは日本経済に追い風。日銀は利上げ開始するも依然緩和姿勢だが、円安が日銀に再度の利上げ圧力となる。業績見通しは高く、アップサイド・サプライズのハードルも上がっている。
	新興国				バリュエーションは魅力的で、金融緩和がサポート材料。中国株は下げ一服となったが、構造的に厳しい状況が続く。しかし、台湾や韓国など他の地域の見通しは改善している。
	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)				経済見通しの改善、株式市場の物色の裾野の拡大、循環的な景気の強さやエネルギー需要見通しの改善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より懸念され、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。ニュートラル姿勢を維持。
	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とし、インフレ連動債に資金を振り向け。
	先進国投資適格公社債				利回りは依然総じて魅力的で、信用ファンダメンタルズや需給環境も引き続き良好。しかし、利回りはまだ上振れリスクがあり、信用スプレッドはタイト。インフレや景気が引き続き減速するにつれ、世界の中銀は慎重に利下げの機会をうかがう。
	インフレ連動債				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。特に、コモディティ価格の上昇や、住宅・サービス部門からのインフレ上昇圧力が継続的に高まる場合は、その可能性が高い。
	グローバルハイイールド社債				利回りの高さは依然投資妙味があるが、スプレッド水準は経済の先行きへの楽観的な見方を反映して低下。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。
	変動金利バンクローン				FRBの積極利下げ観測の後退で、利回りは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を拡大。
	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を拡大。
	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ちなちではあるものの、豪中銀（RBA）のタカ派姿勢の後退などを踏まえ、豪ドルのOW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。



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。

追加ディスクロージャー

ロンドン証券取引所グループ・ピーエルシー及びそのグループ企業（以下「ロンドン証券取引所グループ」または「LSE Group」）。©LSE Group 2024. Russell Indexは、ロンドン証券取引所グループのメンバー企業の登録商標であり、使用許諾ライセンスのもと使用を許諾された者が使用しています。Russell Indexに関するすべての権利は、Russell Indexを保有するロンドン証券取引所グループのメンバー企業に帰属します。ロンドン証券取引所グループ及びその使用許諾者のいずれも、Russell Indexの誤記・脱漏について一切責任を負わず、いかなる当事者も当資料に含まれるRussell Indexに依拠することはできません。Russell Indexを保有するロンドン証券取引所グループのメンバー企業の書面による同意なく、ロンドン証券取引所グループから得られたデータの再配布は認められません。ロンドン証券取引所グループは、当資料の内容を宣伝、後援または推奨するものではありません。

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
202405-3593996