

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



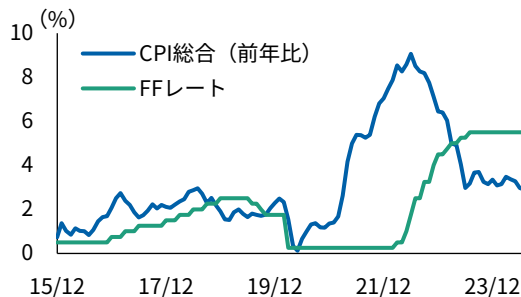
- 経済指標は景気の底堅さやインフレが鈍化傾向にあることを引き続き示しており、一段の緩和余地が生まれている。
- 米国はインフレが米連邦準備制度理事会（FRB）の目標に近づく中、景気が底堅く推移し、ソフトランディングに向かっていることを裏付けている。欧州経済は低位横ばいが続いており、製造業が不振な半面、サービス業が下支えしている。日本経済は製造業生産の鈍化に伴い緩やかに減速している。中国では刺激策が引き続き景気を支えると期待されるが、その効果はこれまでのところ限定的。
- FRBの利下げペースは今後の指標に大きく左右される一方、欧州中央銀行（ECB）はインフレ低下を受けて追加利下げに踏み切る見通し。日本銀行は欧米と一線を画し利上げ路線へのコミットメントを示している。
- グローバル市場の主なリスクには、地政学的緊張の継続、中央銀行の政策ミス、中国経済の先行きが挙げられる。

2 市場テーマ

チェック・アンド・バランス（抑制と均衡）

米国大統領選でのトランプ氏勝利を株式市場は好意的に受け止めたようです。しかし、トランプ氏が初めて大統領に就任した2016年（インフレ率は低く、政策金利もゼロ%付近に据え置かれていました）当時と比べ、現在は、インフレは鈍化してはいるものの依然として金融政策上の目標水準を上回り（図表1）、関税引き上げや規制緩和といったトランプ氏の公約の多くが実行に移された場合にインフレが加速するリスクは格段に高まっています。今回、議会上下両院も共和党が押さえる見込みとなったことで米国政治の「チェック・アンド・バランス」（国家統治における権力分立）機能は低下したといえますが、代わりにインフレ加速と財政赤字の拡大を受けた金利上昇が、政府議会に政策規律を強いる圧力を加える（チェック・アンド・バランスが働く）ことになるかもしれません。

（図表1）インフレと金利は過去と異なる高水準に
期間：2015年12月～2024年9月

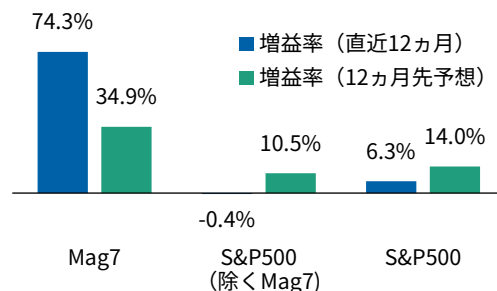


出所：Bloomberg Finance L.P.

収益成長も市場ウェイトも（493社の復権）

高い収益成長により、これまでS&P500指数の上昇をけん引してきた超大型テクノロジー7銘柄（いわゆる「マグニフィセント・セブン」、以下「M7」）ですが、人工知能（AI）投資に対する高い期待が後退し、M7の増益率鈍化が予想され始めたことで、逆に増益率の改善を見せ始めている「その他493社」（図表2）への投資家の注目が高まっています。こうした物色対象の広がりは4-6月期に始まり、経済成長や金融緩和を背景に7-9月期も続いています。M7の増益率は依然としてその他493社を大きく上回っていますが、米景気が底堅く推移し、金融政策が緩和に向かい、新政権下で財政政策や規制環境も変化する可能性がある中、その他493社にも追い風が吹き、収益の伸びに弾みが付き、市場におけるウェイトも増やす可能性があります。

（図表2）収縮に向かい始めた収益成長の格差
2024年10月31日時点



出所：Bloomberg Finance L.P.

日本の課題は需要不足よりも供給制約

毎月勤労統計調査（速報）の所定内給与（残業代やボーナスなどを含めない「毎月定額の給料」）であり、概ね基本給に相当する安定した給与指標は2024年9月に前年同月比2.6%増と、バブル崩壊後ながらデフレには至っていなかった1993年1月以来、約31年半ぶりの高い伸びとなりました（図表3）。一見、所得改善を示す歓迎すべき指標のようですが、その実、企業が限られた労働者の奪い合いや困り込みを進めた結果であることも示しています。政治の世界では「デフレ脱却を完全なものに…」と、需要刺激をめぐる議論が今でも続いています。今後の日本のマクロ面の課題はむしろ供給制約です。①少子高齢化に伴う労働人口の減少、②その結果としてのサービス提供体制や農業・食料供給体制の弱体化により、日本は、企業（特に中小）の人手不足倒産に加え、食料を含む国内供給財やサービスの(a)価格上昇、(b)質の低下、(c)（最悪の場合）供給途絶といった事態に直面する可能性があります。また、そうした環境変化は、株式や債券、通貨をめぐる資産配分にも中長期的に影響を与えらるることも考えられます。

（図表3）日本の所定内給与の伸び
期間：1992年1月～2024年9月



出所：Bloomberg Finance L.P.、厚生労働省。

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

- FRBは利下げ開始
- 堅調な企業業績
- 最近のインフレ指標は低下傾向
- 企業業績はAIインフラ投資によって押し上げられている

- 割高な株式のバリュエーションが続く
- 消費トレンドが弱まっている

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
- 革新的テクノロジーからの追い風がほとんどないため、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
- 円安が利益見通しを押し上げている

- 政治の不安定さが海外からの資金流入に影響
- 日銀は継続的な賃金上昇のためタカ派姿勢を維持する見通し
- 製造業指標は世界需要低下のため弱い

新興国

- 中国は協調的な景気刺激策に踏み切ったことで、弱気な投資家心理と割安なバリュエーションから短期的な上昇機会が訪れている
- 個人投資家が中国株の上昇に乗じることで、上昇局面が持続する可能性も
- 多くの新興国で金融政策は緩和されている

- 中国の不動産関連の債務圧縮が引き続き懸念材料
- 中国の景気刺激策の効果が現れるまで時間を要する可能性があるため、中国株の上昇にとって逆風となるリスクも
- 先進国からの外需は引き続き低調
- 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。
- 各国中央銀行が金融緩和に転じたなかで、これまでのテクノロジー銘柄への一極集中から、より広範な銘柄への裾野拡大が期待される。特にファンダメンタルズや為替の恩恵が期待される日本株のオーバーウェイト。
- 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。
- インフレ率が中銀目標に向かうなか、インフレ連動債はそのヘッジ面からの魅力が薄れたため、ニュートラルに引き下げ。
- 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
					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。
資産クラス	株式				バリュエーションは依然高いが、先進国中銀の利下げを受けて、利益成長のすそ野が広がる可能性がある。AI投資のモメンタム、経済成長、地政学的緊張は引き続き注視。
	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				金融緩和がより広範な経済活動と利益成長を刺激する可能性。バリュエーションは高いものの、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。
	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				グローバルでの需要が落ち込み製造業の景況感は弱いものの、円安が業績見通しを下支え。日銀は着実な賃金上昇を見てタカ派姿勢を継続する見込み。政治面での不安定さが海外投資家の投資意欲に影響する可能性も。
	新興国				バリュエーションは魅力的で、緩和的な金融政策状況の中、中国も金融・財政面からの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)				金融緩和期待が金利敏感セクターを下支えし、利益成長の裾野が広がる見通し。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。バリュエー株は割安で、金融状況改善の恩恵を受ける可能性もある。
	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で、FRBに関する見通しがハト派に傾けば恩恵を受ける可能性がある。しかし、力強い経済成長を見込みづらいたこと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 ▲				インフレ連動債のウェイト引き下げ分を移管。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、財政支出拡大見通しに基づく国債増発など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 ▼				根強いインフレシナリオや地政学リスクが高まる場合のヘッジとしての役割は魅力的なものの、インフレ率が中銀目標に向かって低下する環境から、OW幅を段階的に縮小し、ニュートラルに。
	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、デフォルト率は引き続き低位安定が見込まれる。バリュエーションは依然割高だが、利回り水準はなお魅力的で、スプレッド拡大を相殺する可能性がある。
	変動金利バンクローン				FRBの利下げペースが緩やかなケースの場合、利回り水準が依然魅力的でファンダメンタルズがなお強固な変動金利バンクローンは下値が堅いと見られる一方、流動性を引き続き警戒。
	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。中銀の金融緩和やドル安の可能性など、同セクターを取り巻く環境は良好。
通貨	米ドル (対円)				ともに緊急時の避難先通貨として選好されやすいこともあり、当面は米国の大幅利下げ観測と日銀の追加利上げ観測の消長により一進一退と見込み、中立姿勢を維持。
	ユーロ (対円)				インフレ鈍化やドイツ経済の低迷、ECBの利下げ継続が続く一方、南欧景気の底堅さ、フランスなどでの政治リスクの一旦の落ち着きなどを踏まえ、中立姿勢を維持。
	豪ドル (対円)				いまだ利下げに踏み切っていない数少ない先進国として早期利下げ観測が根強いうえ、中国の景気刺激策の戻す歩みと景気低迷、コモディティ価格の反落などを踏まえ、豪ドルのUW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。



Thomas Poullaouec

マルチ・アセット・ソリューションズ
APAC 責任者



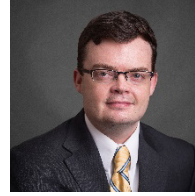
Hajime Takigawa, CFA

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



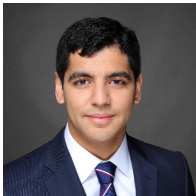
Hiroshi Watanabe, CFA

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

202411-4033762