

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



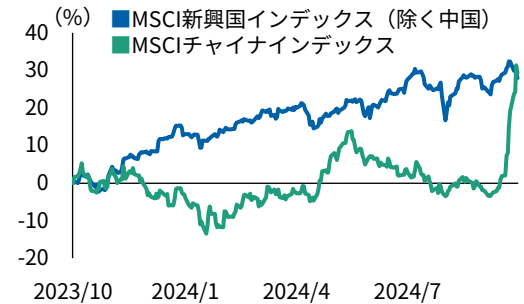
- インフレ率が各国の中銀目標に近づく中、経済指標は底堅さを見せており、一段の緩和余地がある。
- 米国はインフレ率が低下する中、経済指標は底堅く推移し、景気のソフトランディングを裏付けている。欧州経済は低位横ばいが続き、製造業が不振な半面、サービス業が下支えしている。日本経済は輸出にけん引されて年初のマイナス成長から回復。中国政府は景気のコト入れのために積極的な行動に踏み切る。
- 米連邦準備制度理事会（FRB）の利下げ軌道は今後のデータ次第で、欧州中央銀行（ECB）はインフレ指標を手掛かりに緩和を進める公算。日本銀行は他の中銀とは対照的に利上げ路線を歩む姿勢を示している。中国は景気を下支える広範な刺激措置の一環として利下げを実施した。
- グローバル市場の主なリスクは、高まる地政学的緊張、迫る米国大統領選挙、金融政策ミスの可能性、中国の成長軌道などが挙げられる。

2 市場テーマ

中国は困難を乗り越えたか

中国政府が景気悪化に歯止めをかけ、低迷する不動産市場に対する懸念を鎮めるために、予想以上に大規模な景気刺激策を発表して以来、中国株市場は30%近く急騰しています（図表1）。中国人民銀行と金融規制当局の協調行動は、住宅市場下支えのための利下げや自社株買い促進のための融資など金融、財政の垣根を越えて幅広い分野に及びます。今年は景気失速に歯止めがかからず、成長率が政府目標である5%を大きく下回り、中国株は他の市場に大きく後れを取ってきました。米国の政策転換のリスクもあるなか、輸出依存度の高い同国経済はより一段と下押し圧力を受ける可能性があります。従って、広範囲に及ぶ今回の措置は正しい方向への第一歩であり、新興国市場への投資家に歓迎されましたが、中国が直面する構造的な逆風は極めて強く、窮地を脱したと言えるにはまだ早いかもしれません。

(図表1) 中国株式は出遅れからけん引役に
期間：2023年10月～2024年9月

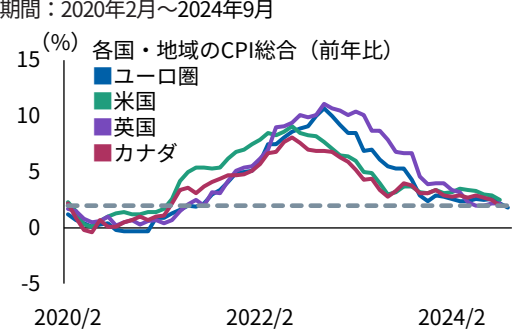


出所：MSCI

ソフトランディング実現に影を落とす再インフレ懸念

2022年9月のピークに11%まで上昇していたユーロ圏のインフレ率は、ECBが目標とする2%を下回り、利下げ余地が広がりました（図表2）。これはインフレが同様に目標に向かって低下する他の中銀にとっても朗報です。世界経済が底堅く推移し、一部の地域は驚異の粘り腰を見せている状況でこうした進展が見られたのは特筆すべきことです。新型コロナウイルスによるサプライチェーンの遮断、家計支出を支えてきた過剰貯蓄、サービス・インフレを押し上げた繰延需要など物価を押し上げた要因は下火になってきました。あらゆる指標から見て、以前は考えられなかった「ソフトランディング」の実現に中銀は成功したように思われます。しかし、残念ながら、地政学的緊張と米国の政策転換が景気に影響を及ぼし、場合によっては再びインフレ懸念を呼び起こす恐れがあるため、引き続き注意が必要です。

(図表2) インフレ目標が目前に迫る
期間：2020年2月～2024年9月

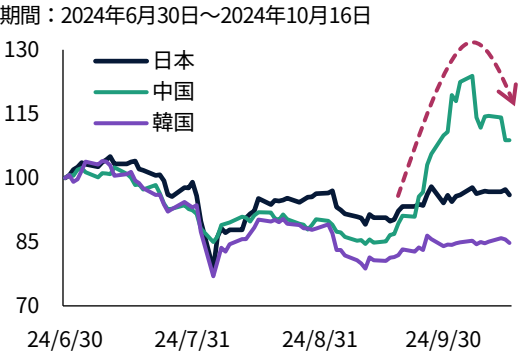


出所：Bloomberg Finance L.P.

日本株を取り巻く環境は悪くない？

日本株については、ガバナンスや資本効率の改善が日本企業の利益率向上に結び付くとの長期的な見方から、もともと有望視していました。さらに、7月以降米国の超大型テクノロジー銘柄以外へのリターンの分散が続く中、世界的に景気循環型バリュー株への資金回帰の兆しが見え、8月初めの急落後の戻りの鈍さから他国市場との比較で割安感が高まっていた日本株にもその流れが波及する可能性があるかとみています。また、①国内では岸田政権末期の行き詰まり感や日銀の追加利上げへの警戒感が日本株の逆風となっていました。自民党首脳人事と衆院解散・総選挙を経て、結果はどうか決着するであろうこと、②ひと頃の円高進行から足元再び円安傾向に回帰したことによる為替リスクの減退、③中国株が、景気刺激策の発表を受けた期待先行の急騰から足元は急反落に転じており（図表3）、同地域における流出資金の受け皿としても日本株が有望視されること、などが当面の日本株のポジティブ材料だと考えています。

(図表3) 日中韓の株価推移
期間：2024年6月30日～2024年10月16日



・ MSCIの各国指数（税引前配当再投資、円ベース）を2024年6月末基準で指数化。
出所：Bloomberg Finance L.P.

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
- 賃金の伸びは持続可能な水準に鈍化している
- 最近のインフレ指標は低下傾向

- 割高な株式のバリュエーションが続く
- 経済成長は小幅に
- 消費トレンドが弱まっている
- 政治的な不透明感の高まり

欧州

- 金融政策は一段の緩和が見込まれる
- インフレは着実に低下している
- 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
- 7-9月期の低迷後、バリュエーションは再び下支え要因に

- インフレを背景に日銀はタカ派姿勢を継続する公算
- 株式は円高の逆風に直面する可能性がある

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
- 米ドル安が追い風となる

- 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



- 株式は小幅な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るなかで、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幅を拡大。
- 債券はアンダーウェイトを維持、キャッシュは若干のオーバーウェイトに引き上げ。キャッシュを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。米国利下げに備えて、金利敏感なアセットクラスは注視。
- 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。
- 一方、主要国のインフレ鈍化を受けてインフレ連動債のオーバーウェイト幅を縮小し、日本株とキャッシュに振り向け。

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
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)	▼			FRBの利下げに伴って利益成長のすそ野が広がる可能性はあるが、AI投資のピークアウト、低位の経済成長、地政学的緊張の高まりなどが引き続き懸念材料。
株式	地域				
	米国				バリュエーションは巨大テック銘柄を中心に引き続き高い。しかし、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も。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は着実なインフレ鈍化を受けて利下げ開始。経済成長の足取りは弱く、テクノロジー分野でのイノベーションの追い風も少ない。地政学的リスクも懸念だがバリュエーションは魅力的。
	日本	▲			経済指標はリフレ環境を示唆。コーポレートガバナンスの向上が続き、企業ファンダメンタルズに追い風となることからオーバーウェイト幅を拡大。
	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. バリュエーション)				金融緩和期待が金利敏感セクターを下支える見通し。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。バリュエーション株は割安で、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)				中小型株は魅力的な相対バリュエーションとともに、FRBのハト派姿勢から引き続き恩恵を受ける可能性もある。景気後退に陥ると逆風になる点は注意、クオリティ重視が望ましい。
	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	▲			インフレ連動債のウェイト引き下げ分を移して若干のOWに転換。投資の待機資金とリスク抑制手段としての位置づけには変化なし。
	国内債券				日銀の早期利上げ観測はやや後退したものの、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、利上げ観測は残存するとみてUWを維持。
	米国長期国債				景気成長とインフレの鈍化が、国債増発の可能性およびリセッション入りリスクが低いケースと拮抗し、長期債利回りはレンジ内の展開が続いている。
	先進国投資適格公社債				景気減速、インフレ鈍化、中銀のハト派姿勢を背景に、利回りは下押し圧力に直面し、イールドカーブはスティープ化の可能性も。しかし多くは既に織り込み済みの感がある。一方、信用スプレッドは依然タイト。
	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なか、OW幅を縮小。
	グローバルハイイールド社債				全般的な利回り水準は魅力的でファンダメンタルズも依然良好。デフォルト率は上昇する見通しだが長期平均程度水準。スプレッドの一段の縮小からのキャリーを超えたアップサイドは限定的。
	変動金利バンクローン				全体的な利回りとスプレッド水準は依然魅力的で、潜在的なデフォルトのリスクに対して妥当なリターンを提供するが、このFRBの利下げとともにクーポンが低下する可能性も。
	米ドル建て新興国ソブリン債				利回りはやや魅力的な水準だが、一部の質の高いソブリンのスプレッドはタイト。中銀による緩和サイクルとインフレの鈍化が引き続きサポート材料。
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)	▼			緩やかな成長持続との見方は変わらずも、中国の経済活動の低迷とコモディティ価格下落のリスク、豪中銀 (RBA) の利下げ見通しなどを踏まえ、豪ドルをUWに転換。

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



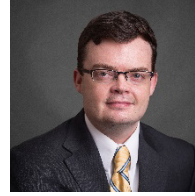
Hajime Takigawa, CFA

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



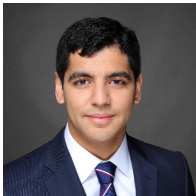
Hiroshi Watanabe, CFA

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

202410-3952836