

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



- 足元で景気の成長減速とインフレ圧力低下をより決定的に示唆する指標が見られ、中央銀行が緩和に転じる中、景気のソフトランディングはまだ視野に入っている。
- 米国は労働市場などの落ち込みが見え始めた。欧州経済は製造業を中心に依然として低迷しているものの、サービス業が景気を下支え。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。中国経済は不振が続いており、政策当局の対応は相変わらず慎重な景気刺激策にとどまっている。
- 米連邦準備制度理事会（FRB）の関心がインフレから雇用に移り、9月の利下げが確実視されている。欧州中央銀行（ECB）はインフレ指標が落ち着いていることもあり緩和をさらに進める見通し。日本銀行は為替市場への影響を注視しつつ、先進国で唯一利上げ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は、経済成長の急減速、金融政策ミスの可能性、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

米経済の水面下の動きは？

8月の米消費者信頼感指数は景気の底堅さやインフレ圧力低下に関する楽観を背景に持ち直しましたが、失業率上昇と雇用の伸びの鈍化などから、労働市場の悪化懸念は強まっています（図表1）。調査データからも消費者が依然として家計を案じていることが示唆されており、雇用がさらに悪化すれば、消費が一気に冷え込みかねません。これは特に、物価上昇に直面し、コロナ禍での余剰貯蓄が底をついたことでクレジットカードの利用が増えている低所得層の消費者に重くのしかかっています。高所得世帯は金融資産の増加や住宅価格の上昇が信頼感を下支えしていますが、レイオフが広がる場合、彼らの消費性向も急激に悪化する恐れがあります。今後については、利下げが手遅れにならず、労働市場が落ち着くことが期待されます。

待機資金が急増

積み上がった膨大な待機資金がリスク資産に流入すると市場の期待とは裏腹に、MMF（マネー・マーケット・ファンド）への資金流入は続き、8月の残高は過去最高の6.6兆米ドルに達しました（図表2）。その原因が株式のバリュエーションの割高さにあるのか、債券市場のボラティリティへの懸念なのか、MMFを通じて5%という魅力的な利回りが得られるせいなのかはともかく、慎重姿勢を維持する投資家の多さが示されています。MMFに資金を滞留させていた投資家は、S&P500が過去1年で20%以上も上昇する機会や長期債の最近の急激な利回り低下の機会を逃してしまいました。利下げが始まれば、様子見していた投資家が動き始める可能性があります。その動きは緩やかで、大きなインパクトは想定し辛い状況です。最近までMMFの利回りがほぼ0%だった時期が長かったことを踏まえれば、4%の利回りはMMFに留まる強力な理由となるでしょう。

ファンダメンタルズは堅調だが円高で下押し圧力を受ける日本株

8月初めの市場の急変時には、円が先行する形で急騰し、その後は日本株が海外の主要市場を上回る下落率となりました。その後一旦は反発した日本株ですが、円高圧力が続いていることもあり上値の重い推移が続いています。足元の米ドル円の実勢レートは、直物（スポット）、実際に為替ヘッジに使われることの多い6カ月先渡（フォワード）ともに、6月の日銀短観の想定為替レート（全規模全産業）の144円77銭を割り込み（図表3）、輸出企業の業績への為替の影響がプラスからマイナスに転じたことを示しています。ただし、中小企業にとっては、足元の円高は原材料や部品など外貨建ての輸入コストを押し下げる一方で国内大手企業への円建ての納入価格は維持できることから、短期的な利幅改善効果も考えられます。また、GDPや賃金上昇といった日本のマクロ環境の改善に加え、本邦企業の業績やコーポレートガバナンス、資本効率の改善も続いています。さらに自民党の総裁選やその後予想される衆議院の解散・総選挙といった政治面の不透明要因が解消に向かう可能性も考慮すると、日本株の先行きをいわずに悲観視する必要はないと考えています。

（図表1）米国の失業率は上昇

期間：2022年9月～2024年8月



出所：ブルームバーグ・ファイナンスL.P.

（図表2）MMF残高は過去最高に

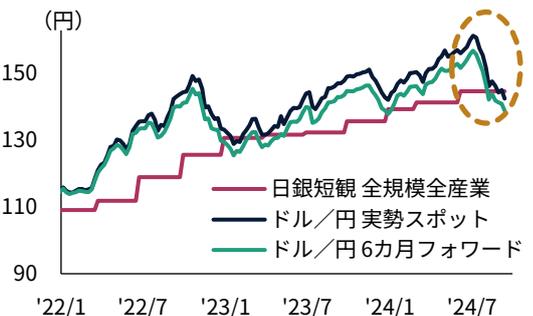
期間：2024年1月3日～2024年9月4日



出所：ICI Money Market Funds Assets

（図表3）短観想定為替レートと実勢レートの推移

期間：2020年1月1日～2024年8月14日



・スポットレート、フォワードレートは週次（当該週の全5営業日のNY終値の平均値）。
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

- 金融政策の見通しは改善
- 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
- 足元のインフレ指標は好感される水準に

- 割高な株式のバリュエーションは逆風に
- 消費トレンドが弱まっている
- 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

- 景気の足取りは依然弱い
- 地政学的な不透明感の高まりは続く
- 利益成長は依然弱く、革新的テクノロジーからの追い風も少ない

日本

- 経済指標はリフレ的環境を示唆
- コーポレートガバナンスの向上を受け、企業ファンダメンタルズが改善
- 株式のバリュエーションは魅力的

- 株式市場のボラティリティ上昇が投資家のリスク選好を削ぐ可能性
- インフレを背景に日銀はタカ派姿勢を継続する公算
- 円のボラティリティが不透明感を生んでいる

新興国

- 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
- マクロデータでは輸出主導セクターなど一部に底堅さが見られる
- センチメントが弱気に傾いているため、業績が期待を上回る可能性がある

- 中国でのデフレの長期化と、不動産関連の債務圧縮が引き続き懸念材料
- 大規模な景気刺激策が実施される可能性は低い
- 先進国からの輸出需要は鈍化

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。
- 債券はアンダーウェイト、キャッシュはニュートラルで維持。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、インフレおよび地政学リスクへのヘッジとしてインフレ連動債や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 | |
|--|---------------------------|---------------|--------|--|--|--|
| <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 | | | | FRBの利下げ期待から物色の範囲が広がる可能性もあるが、バリュエーションの高さによって上値が抑制される可能性も。AI投資のピークアウトや景気の不透明感が依然として懸念材料。 | |
| | 債券 (キャッシュ込) | | | | 市場はインフレ鈍化と景気減速を織り込み、中銀のハト派観測が広がる。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 | | | | 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、医薬品分野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。経済見通しは安定しているものの、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。地政学的リスクも高まっている。 | |
| | 日本 | | | | 経済指標はリフレ環境を示唆。円のボラティリティが不透明感を醸成するも、日銀は近く引き締めに動く可能性がある。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。 | |
| | 新興国 | | | | バリュエーションは魅力的で、世界貿易が次第に改善。半導体サイクルは依然強く、金融政策は緩和方向にある。しかし、中国など一部地域では見通しが不透明。 | |
| | 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。中国や欧州は消費の弱さから逆風に直面している。 | |
| | 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がハト派に傾けば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続いているものの、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。為替が業績に及ぼす影響を注視しつつも、現時点では中立姿勢を維持。 | |
| | 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 | | | | 投資の待機資金とリスク抑制手段の双方の役割で中立姿勢を維持。投資可能であれば、絶対収益型の代替投資に活用したい。 | |
| | 国内債券 | | | | 賃金上昇、生鮮食品の値上げ、これまでの円安進行を受けた物価上昇圧力の残存から、日銀の利上げ継続への警戒が当面続くこととみて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 | | | | 大幅な景気減速、インフレ鈍化、中銀のハト派姿勢をほぼ織り込み、利回りの今後の軌道に関して不透明感がある。しかし、信用スプレッドは依然タイト。 | |
| | インフレ連動債 | | | | 特に、利下げによって経済活動が活発化し、サービスやモノの価格上昇圧力を受けて、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、および地政学リスクの高まりに対してインフレ連動債はヘッジを提供する。 | |
| | 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の水準。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、この潜在的なプレミアムの一部はFRBの利下げとともに低下する可能性も。 | |
| | 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。各国中銀が緩和とサイクルに乗り出す良好な市場環境とインフレ低下が続く。 | |
| 通貨 | 米ドル (対円) | | | | 米国のインフレ・雇用環境の落ち着き、FRBの利下げに前向きな姿勢の一方で、市場が過度な利下げを織り込み、短期的に米ドル安が進み過ぎたとの見方から、米ドルの中立姿勢を維持。 | |
| | ユーロ (対円) | | | | ドイツ経済の低迷の一方で、南欧経済の回復の堅調さ、フランスにおける政治情勢の落ち着き、利下げを漸進的に進めるECBの姿勢などを踏まえ、ユーロの中立姿勢を維持。 | |
| | 豪ドル (対円) | | | | 米国の利下げ観測の高まり、隣国ニュージーランドの利下げ開始、中国の景気低迷とコモディティ価格の続落などを受け、オーストラリアでも利下げ観測が高まっているものの、豪中銀 (RBA) がタカ派姿勢を崩していないことを踏まえ、豪ドルの中立姿勢を維持。 | |

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。



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

202409-3868312