



# 2022年 グローバル市場 環境見通し

変化する経済環境に  
備えた戦略

# 2022年 グローバル市場 環境見通し



## テーマ1 経済成長は鈍化するも 継続

世界経済は回復基調にある模様だが、政策当局は、成長を損なうことなくインフレを抑制するという課題に直面する見込み。

2 ページ



## テーマ2 ファンダメンタルズ重視

金利上昇により株式バリュエーションが低下する恐れ。米国企業の利益成長ペースの鈍化は、相対的に割安で景気感応度の高い米国外企業に有利に働く。

4 ページ



## テーマ3 政策転換への対応

中央銀行による政策ミスリスクから債券市場は2022年も変動性の高い状況が続く見込み。米国クレジット市場のスプレッドが縮小しており、投資対象の拡大を考慮する必要性も。

6 ページ



## テーマ4 世界的な 持続可能性への道筋

世界のサプライチェーンやインフラ、再生可能エネルギーへの投資は、資本財や関連セクターに恩恵をもたらす。

8 ページ



**Sébastien Page, CFA**  
グローバル・マルチ・アセット部門  
統括責任者



**Justin Thomson**  
株式部門 CIO



**Mark Vaselkiv**  
債券部門 CIO

## 戦術的資産配分

今後6～18カ月間における資産クラスとサブクラスの相対的な魅力度を主観的に評価した見解。

11 ページ

はじめに

## 厳しい市場 環境下で 成長機会を探る

2022年の経済成長は減速すると考えているが、それでもかなり高水準を維持するだろう。

— Sébastien Page  
グローバル・マルチ・アセット部門  
統括責任者

グローバル市場は、株式およびクレジットのほとんどのセクターにわたり良好なパフォーマンスを続けてきましたが、2022年には不透明感が高まる見込みです。そのため、投資家は、潜在的な投資機会を特定するために選別姿勢を強める必要があるでしょう。

多くの資産クラスのバリュエーションが割高な状況下、インフレ率の上昇や金融引き締め政策への転換、新たな変異株の出現により、経済成長と企業業績にとって厳しい環境となっています。

一方、明るい材料として、家計資産の増加、消費者の繰越需要、企業の設備投資が増大する可能性は、金融政策が引き締めに移る中で、経済成長の持続に寄与する可能性があります。

「2022年の経済成長は減速すると考えているが、それでもかなり高水準を維持するだろう」とグローバル・マルチ・アセット部門統括責任者のSébastien Pageは予測します。

ただし、力強い経済成長と賃金の上昇は、2021年下期に急騰した米国のコモディティ価格と消費者物価に、さらなる上昇圧力を及ぼす可能性もあります。

債券部門CIOのMark Vasselkivは、米連邦準備理事会（FRB）のインフレ対策が出遅れている可能性を懸念しています。2021年11月半ばの金利先物市場は、FRBが2022年半ばまで利上げに踏み切ることはないという見方を示しています。

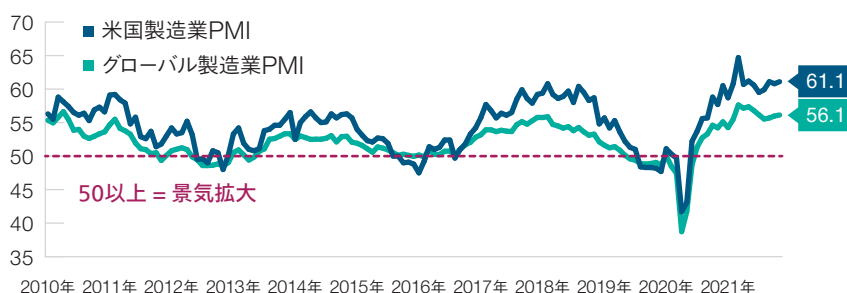
「FRBは既に出遅れているかもしれず、それが2022年の最大のリスクとなる可能性がある」とVasselkivは警告します。

経済成長は2022年も引き続き企業の業績と信用力を支えるでしょう。しかし、株式部門CIOのJustin Thomsonは、2021年に見られた業績の上向き基調が継続する可能性は低いと見ています。

そのため、株式のパフォーマンスを占ううえで、金利見通しがさらに重要な要素となる可能性があります。「米国の利上げ予想が先送りされれば、株式市場はそれを手掛かりにするだろう」（Thomson）。

## 世界経済の回復ペースは鈍化しているが、回復基調を維持している模様

（図表1）米国と世界の製造業購買担当者景気指数（PMI）



2021年11月30日時点。

出所：全米供給管理協会、JPモルガン／IHSマークイット／ヘイバー・アナリティクス（追加ディスクロージャーをご参照ください）。



## テーマ1

# 経済成長は鈍化するも継続


2021年も終わりを迎える中、パンデミックによる逆風に見舞われているものの、世界経済は回復基調を維持しているように見受けられます。ただし、インフレ・リスクは高まっています。2022年は、政策当局がどのように経済成長を持続させつつ、物価上昇圧力を抑制するかを注視する必要がありますでしょう。


欧州における新型コロナウイルスの感染再拡大と変異箇所が多いオミクロン株の出現は、パンデミックがまだ収束していない現実を思い起こさせます。しかしながら、デルタ株の流行など過去の感染の波は、景気回復スピードを低下させましたが、経済活動を妨げることはありませんでした。このパターンに従うならば、現在の感染の波は、2022年上期の経済成長ペースを緩やかに押し上げる可能性があります。


弱気の経済見通しの背景には、金融・財政政策の変化が考えられます。政府と中央銀行がパンデミック下で講じた大規模な景気刺激策を撤回するにつれて、経済成長は大幅に減速せざるを得ない、という議論です。


しかし、経済成長の減速は必ずしも低成長を意味するものではなく、2022年には、以下の要因が追い風となり景気回復


を持続させる可能性があるというPageは指摘します。

 消費者は潤沢な手元資金を保有しており、特に米国では、2兆米ドル以上の資金が当座預金口座やその他の短期預金口座に眠っている。

 資産価格の上昇が、米国と米国外の双方で家計の資産を膨らませてきた。

 住宅に対する繰越需要は、引き続き住宅建設を後押しすると考えられる。

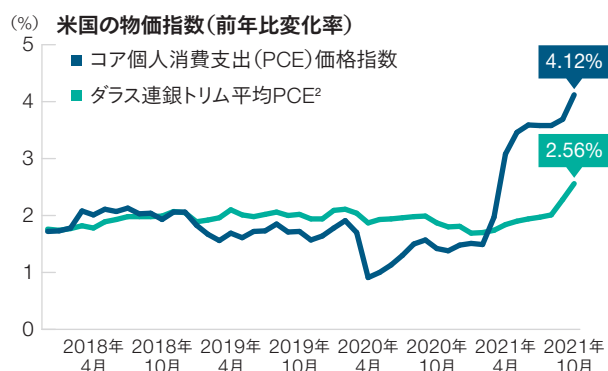
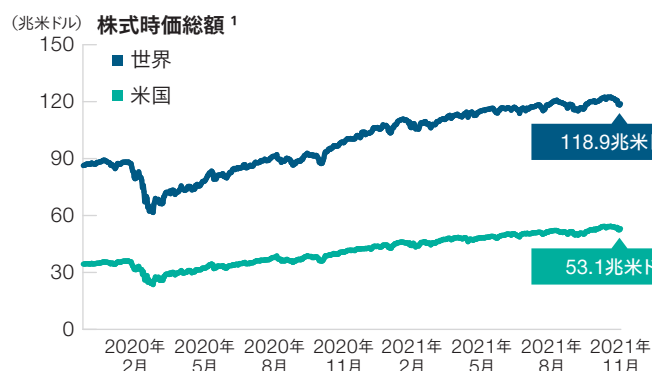
 企業の財務内容は、高い流動性や低い債務比率など、総じて健全な状態にある。

 輸送上のボトルネック（障害）は、世界的な海上輸送コストの急落に見られるように、2021年終盤には、緩和したと見られる。

問題は、財務状況の改善が世界的な消費意欲の高まりを招くかどうかという点にあるとVaselkivは言います。パンデミックによる混乱が比較的管理可能な状態に留まると仮定すると、2022年には、旅行や娯楽、その他の「生活の質」を向上させ

## 資産効果は経済成長の追い風になりうるが、インフレ圧力も押し上げる

(図表2) 世界と米国の株式時価総額および米国のコア消費者物価指数



過去の実績は将来の成果を保証するものではありません。

時価総額は2021年11月30日時点。インフレ統計は2021年10月31日時点。

<sup>1</sup> ブルームバーグ世界取引所時価総額。

<sup>2</sup> ダラス連邦準備銀行のトリム平均PCEインフレ率は、米国経済分析局のPCEチェーン型物価指数が捕捉する178種類の財・サービスのなかで、変動を平準化し、基調となるインフレ傾向を示すため、極端に低い変化率または極端に高い変化率を除いたものです。これらの178種類を合計すると、名目個人消費のほぼ100%になります。2009年以降の平均で、当該インフレ率の計算において、価格上昇分布の左裾(テール)から支出の24%、右裾(テール)から31%を切り捨てています。出所：ブルームバーグ・ファイナンスLP、ブルームバーグ・インデックス・サービス・リミテッド(追加ディスクロージャーをご参照ください)、米国経済分析局、ダラス連邦準備銀行。

「利益率は、非常に長期にわたり、極めて高い水準を維持してきたが、今は振り子が資本から労働力に振れている。」

— Mark Vasekiv  
債券部門CIO

るサービスに対する繰越需要に加え、自動車生産が正常化するにつれて、新車に対する需要も増大する可能性がある」とVasekivは見えています。

低金利、かつ銀行が預金の活用に積極的であるため、貸出の増加も消費者の需要を促す可能性がある」とVasekivは付け加えます。

ただし、手元資金、資産増加、繰越需要などの経済成長を潜在的に支える要因は、同時に2021年下期に見られたインフレ率の大幅な上昇を長引かせる可能性もあります。

感染状況が著しく悪化しない限り、サプライチェーンの改善や工場の稼働再開が、2022年に物価上昇圧力を緩和する可能性がある」とPageは示唆します。

2021年に生じたインフレ率上昇の多くは、中古自動車やガソリンなど、需給不均衡による打撃を受けた特定の製品に集中していました。2021年に見られたこれらの物品の大幅な価格上昇が2022年も繰り返される可能性は低いとPageは考えています。

悪材料として、一部の食品、賃料、アパレル、航空運賃など、その他多くの主要品目の価格はまだ上昇していません。エネルギー・コストや住宅価格の上昇による影響が経済に浸透するにつれて、これらの物品の価格も上昇する可能性に留意すべきとVasekivは警告します。特に賃

料は、2022年に加速する態勢にあるようだとPageは付け加えます。

賃金上昇は、長期構造的なインフレ・リスクをもたらす可能性があります。賃金上昇による所得の増加は、個人消費を後押しすると考えられる一方、企業がコストの増加を転嫁することで、さらに賃金に上昇圧力がかかるという賃金・物価スパイラルに寄与する可能性があります。

「インフレが賃金に浸透し始め、それがインフレ期待の高まりに至るようだと、インフレは我々が考えていたような一過性のものではなくなるだろう」とThomsonは付け加えます。

人口動態と労働市場のトレンドは、そのリスクを高める可能性があります。Vasekivは、運輸、ヘルスケア、教育を含む多くの主要セクターは、ベビー・ブーマー世代が引退していくことで、現在または将来的に多くの労働者が一斉に退職する事態に直面することになるだろうと指摘します。

一方で、Amazonなど資金力のある大企業は、労働者を引き付けるために積極的に賃金を引き上げる余裕があるとVasekivは言います。そうした中、その他のサービス業や中小企業が競争に打ち勝つことは難しいでしょう。

「利益率は、非常に長期にわたり、極めて高い水準を維持してきたが、今は振り子が資本から労働力に振れている」(Vasekiv)。

## 経済成長は鈍化するも継続

投資アイデア	根拠	例
株式に関するバランスの取れた見方	世界経済の成長は減速するが、比較的堅調に推移すると予想 インフレは逆風 概して慎重姿勢を維持し、バリュエーションが妥当な水準にある持続可能な企業を選好	<ul style="list-style-type: none"> <li>株式をややアンダーウェイト</li> <li>質の高い景気敏感銘柄を選好</li> </ul>
短期債	高いインフレ率と中央銀行の引き締め政策は、長期債の魅力を損なう可能性 短期債はポートフォリオのボラティリティ軽減に資する見込み インフレ連動債の価格は物価動向を反映	<ul style="list-style-type: none"> <li>短期米国インフレ連動国債(TIPS)</li> <li>グローバル・インフレ連動債</li> <li>長期米国債をアンダーウェイト</li> </ul>

上記は例示のみを目的としています。当資料は特定の投資行動の助言または推奨を目的とするものではありません。

## テーマ2

# ファンダメンタルズ重視

年末が近づくなかで、オミクロン変異株の出現が楽観的な見方に水を差したものの、グローバル株式市場は2021年に底堅さを示しました。2022年の見通しを左右するのは、利益成長が絶対水準で割高感のある米国株のバリュエーションを引き続き支えるかどうかという点です。

2021年には、暗号通貨や非代替性トークンのような分野で、投機的な資金過剰の兆しが多く見られたものの、米国株式市場がバブルの領域にあったようには見受けられないとPageは考えています。しかし、株式のバリュエーションについては、以下の理由から判断が難しい点があるとPageは言います。

- 2021年11月半ば時点で、ラッセル3000インデックスの株価収益率(PER)は、1989年以来の過去レンジのなかでほぼ最高水準であった。
- ただし、インフレ率控除後の実質債券利回りと比較すると、インデックスの益利回りは、同期間において最も割安な水準であった。

「そのため、米国株は過去と比べて最も割高感があると言えると同時に、最も割安感があるとも言える。いずれも視点を変えれば正しい」とPageは言います。

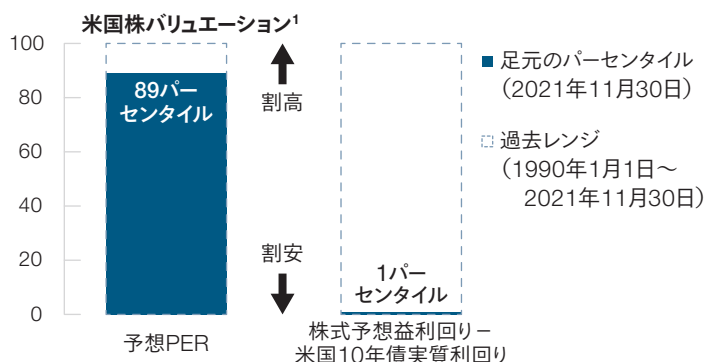
コロナ変異株の感染拡大と利上げの可能性がともに世界経済の回復に重大なリスクをもたらす環境下で、利益成長の力強さがカギを握ります。

2021年の大半の期間、業績の上方修正の継続が米国株の上昇を支えたとThomsonは指摘します。2021年年初から10月末までの期間に、S&P500は23%近く上昇しましたが、利益成長ペースが株価上昇ペースを上回ったため、PERは低下しました。

Thomsonは景気回復が続くならば、利益成長は2022年も続く予測しています。しかし、S&P500構成企業の営業利益率は過去最高水準であるため、米国企業の収益モメンタムは鈍化すると見込まれます。「現在の非常に高い利益率を上回することは難しい。今後2～3年は、利益率の改善や成長の観点から非常に厳しい時期になるだろう。少なくとも、成長ペースは通常の水準を下回る可能性が高いが、株式市場はまだそれを織り込んでいない」とThomsonは警告します。

## 株式は債券と比べて割高ではないものの、収益モメンタムは鈍化する可能性がある

(図表3) 米国株のバリュエーションの分布およびS&P500構成企業の営業利益率



2021年11月30日時点。

<sup>1</sup> バリュエーション指標は、ラッセル3000インデックスに基づきます。株式予想益利回り-米国10年債実質利回りのグラフのパーセンタイルは逆向きです。

出所：ブルームバーグ・ファイナンスLP、ストラテガス・リサーチ・パートナーズ、スタンダード・アンド・プアーズ（追加ディスクロージャーをご参照ください）、ティー・ロウ・プライスによる分析。

“インフレを転嫁できる企業は、利益成長を続けるだろう。しかし、価格決定力を持たない企業にとって、インフレは問題となりうる。

— Justin Thomson  
株式部門CIO

また、収益モメンタムの鈍化は、企業間の業績格差を拡大する可能性が高く、投資家は選別姿勢を強める必要があります。こうした環境は、アクティブ運用を行うポートフォリオ・マネジャーによる超過収益の創出機会を生み出す可能性がある」とThomsonは言います。

同様に、コストの上昇は、銘柄選択の重要性を高めます。「インフレを転嫁できる企業は、利益成長を続ける一方で、価格決定力を持たない企業にとって、インフレは問題となりうる」(Thomson)。

米国外企業の業績展望は、米国企業より混沌としているとThomsonは見ています。欧州では利益成長が驚くほど高い一方、日本では国内経済の停滞によりモメンタムが鈍化しています。

ただし、2022年については、世界経済の回復基調が続けば、日本は相対バリュエーションの観点から魅力的な投資機会を提供する可能性があり、一部の新興国の株式やクレジット、通貨も同様です。

中国株については、中国政府が成長スピードが止まる気配を見せている経済を

再び刺激する姿勢に転じているため、逆張りの投資機会が生じる可能性があります。

バリュエーションのファンダメンタルズと景気循環要因は、2022年に「景気回復を見据えたポジション」に有利に働く可能性がある」とPageは言います。バリュー株ユニバースにおいて高い比率を占める金融株は、歴史的に金利上昇環境下でアウトパフォームする傾向があります。また、小型株は通常、景気回復局面で堅調に推移します。

Thomsonは、金利とインフレ率が上昇する局面では、グロース・スタイルがアンダーパフォームする傾向があると認識しています。これは、過去10年の大半にわたり株式市場をけん引してきたグロース・セクター、特にテクノロジー・セクターにとって重要な意味合いを持ちます。

「長期にわたり持続的な利益成長を達成できる企業は極めてまれであるため、テクノロジーが引き続き支配的なセクターとなる可能性は低いだろう」(Thomson)。

## ファンダメンタルズ重視

投資アイデア	根拠	例
グローバル株式 (除く米国)	米国企業の利益成長ペースが鈍化するなかで、景気敏感セクターおよび世界貿易へのエクスポージャーが大きい市場は、恩恵を受ける可能性 株式は世界的に割高だが、一部の米国外市場のバリュエーションは他の市場よりも妥当	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 日本株</li> <li>■ 新興国株式</li> </ul>
景気敏感株	バリュー株と小型株はバリュエーション面で優位 繰越需要が景気敏感セクターおよび中小企業に追い風をもたらす可能性 営業レバレッジが、これらのセクターの利益成長を支える見込み	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 優良小型株</li> <li>■ 優良バリュー株</li> </ul>

上記は例示のみを目的としています。当資料は特定の投資行動の助言または推奨を目的とするものではありません。



### テーマ3

## 政策転換への対応

2%からの上振れを許容する柔軟性を示し、次は今後5年間で平均3%のインフレ率を許容している。何かを犠牲にしなければならないだろう。

— Sébastien Page, CFA  
グローバル・マルチ・アセット部門  
統括責任者

インフレが主要な投資リスクかつ政治的な争点として存在するなかで、2021年末に向けて利上げへの転換が進行しているようです。ただし、新型コロナウイルスが見通しにまだ影を落としているなかで、転換スピードは中央銀行によって異なります。

これまで同様、市場の焦点はFRBに当たっています。2021年終盤時点で、市場ではFRBが2022年初旬から量的緩和の縮小ペースを速めるという見方が支配的です。

しかし、FRBの政策に関する投資家の見方と債券利回りに織り込まれたインフレ期待の間には乖離があるようです。

Vaselkivによれば、多くの投資家は、2021年下期に、FRBのパウエル議長が「不合理にハト派的スタンスを継続」し、インフレが加速する状況下でも米国の失業率を引き続き重視するとみなしました。

しかし、Thomsonは、2021年11月半ば時点の市場指標は、インフレの影響が一時的との見方を反映していたと主張します。

重要な問題は、市場の期待がFRBの2%の長期インフレ目標と整合性があるかどうかであるとPageは考えています。

その目標は柔軟ですが、2021年11月半ば時点の5年ブレイクイーブン・インフレ率(TIPSの利回りと期間が同じ通常の米国債との利回り格差)は、市場が米国の消費者物価上昇率を3%と予想していることを示唆しました。インフレ率が長期インフレ目標を長期にわたり上回るようだとFRBの信用は失墜しかねません。

「2%からの上振れを許容する柔軟性を示し、次は今後5年間で平均3%のインフレ率を許容している。この状況を維持することは不可能であり、何かを犠牲にしなければならないだろう」(Page)。

Vaselkivは、2022年に2通りの金利シナリオが予想されると言います。

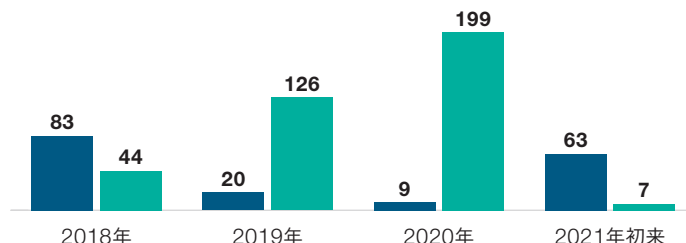
- FRBは長期にわたり過度にハト派姿勢を維持し、イールドカーブのスティープ化(短期債利回りと長期債利回りの格差拡大)を引き起こす。そのため、指標となる米国の10年国債利回りは2%を上回る。
- FRBは市場の予想よりも早く、そしておそらく大幅な利上げを迫られる。このシナリオでは、利上げが経済成長に及ぼすネガティブなショックを想定して10年債利回りが低下し、イールドカーブはフラット化する可能性がある。

### 一部の中央銀行は利上げを行っているが、信用状況は良好と見られる

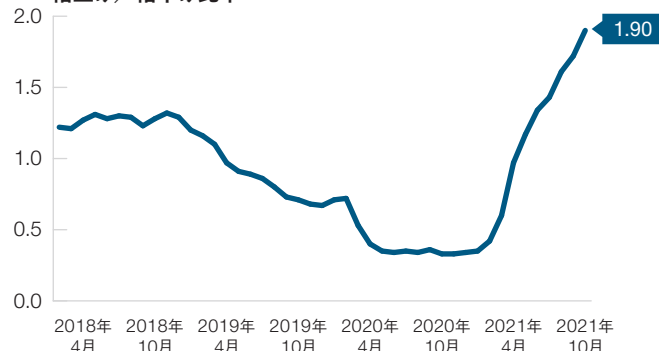
(図表4) 世界各地の中央銀行による金融政策と米国ハイイールド債発行体の格上げ／格下げ比率

#### 金融政策

- 利上げ(回)
- 利下げ(回)



#### 格上げ／格下げ比率



金融政策は2021年9月30日時点。金融政策は、世界各地の中央銀行による利下げおよび利上げの数を示しています。格上げ／格下げ比率は2021年10月31日時点。信用格付けの引き下げ数に対する引き上げ数の比率を示しています。

出所：国際通貨基金、CentralBankRates、JPモルガン北米クレジット・リサーチ(追加ディスクロージャーをご参照ください)、ティー・ロウ・プライス。



2022年以降に、  
信用力が悪化し始める  
可能性を示す黄色の  
ライトが点滅している。

— Mark Vaselkiv  
債券部門CIO

継続する力強い経済成長とインフレは、2022年に米国債やその他の低利回りソブリン債セクターに重大なリスクをもたらす可能性があるものの、グローバル・クレジットの投資家には「極楽」に近いものを生み出しているとVaselkivは言います。

2021年11月半ば時点で変動金利バンクローンのデフォルト率が1%を下回り、米国ハイイールド債発行体の格上げ／格下げ比率が1.8対1に近づくなど、企業の信用力を示す最近の指標は良好な状態を反映しています。

変動金利バンクローンは、その金利が通常、90日ごとにリセットされ、クレジット・セクターのなかでデレージョンが最も短いため、金利上昇環境下で特に魅力的な投資機会をもたらす可能性があります。

しかし、歴史が示しているように、理想的な信用状況が永遠に続くことはない、とVaselkivは警告します。豊富な流動性、安定した利益成長、低い債務比率等の要因は、信用力を支える一方で、よりリスクの高い行動を促す可能性があります。

企業は低コストの債務を活用して合併・買収案件を追求し、銀行はプライベート・エクイティ取引を目的とした資金提供に前向きであったことから、「2022年以降に、信用力が悪化し始める可能性を示す黄色のライトが点滅している」とVaselkivは言います。

信用スプレッド（デフォルト・リスクのある債券と米国債の利回り格差）がほぼすべての米国クレジット・セクターにわたり歴史的に縮小した水準にあるなかで、投資家は、2022年に投資対象を拡大する必要があるのでしよう。

新興国社債は、特にアジア市場を中心に、まだ極めて割安感があるグローバル・クレジット・セクターの一つであるとVaselkivは主張します。しかし、アジアのクレジットが2022年に良好な成果を上げるためには、中国経済の安定化が必要です。

## 政策転換への対応

投資アイデア	根拠	例
短期クレジット	金利上昇環境下でデレージョンよりクレジット・リスクを選好 ハイイールド債と変動金利バンクローンは、魅力的な相対利回りと短期のデレージョンを提供し、強固なファンダメンタルズに支えられている	<ul style="list-style-type: none"><li>■ 変動金利バンクローン</li><li>■ ハイイールド債</li></ul>
新興国社債	新興国社債市場のバリュエーションは、特にアジア市場を中心に、他のグローバル・クレジット・セクターより割安 中国経済は2022年に再加速する態勢にある	<ul style="list-style-type: none"><li>■ 新興国社債</li><li>■ アジア新興国社債</li></ul>

上記は例示のみを目的としています。当資料は特定の投資行動の助言または推奨を目的とするものではありません。

## テーマ4

# 世界的な 持続可能性への 道筋

脆弱なサプライチェーン、老朽化したインフラ、エネルギー価格の上昇、長期的に二酸化炭素排出量を削減する必要性を背景に、経済の持続可能性が世界的に最優先課題となっています。経済の持続可能性を重視する動きが2022年に公共投資と民間設備投資を押し上げ、経済成長を支える可能性があります。

「パラダイム・シフトに直面している可能性がある。高水準の設備投資が持続する局面を迎つつあることは間違いない」(Thomson)。

グローバル企業は、強固な業績、パンデミック下での支出制限、低コストでの借入れ機会の増加により、設備投資資金を賄う十分なリソースを有していると見られます。例えば、S&P500構成企業が保有する手元資金は、2021年9月末時点で約2兆米ドルに達しています。

技術の進歩を通じた生産性と収益性向上が可能だったことを一因として、過去数十年にわたり、企業の設備投資は比較的抑制されてきたとThomsonは指摘します。

しかし、この状況が変わりつつある可能性があります。景気が回復する中、2021年は設備投資の拡大ペースが加速しました。

持続可能性を推進する動きは、港湾、高速道路、送電網などの物理的なインフラや、資本財製造への投資増大の動きをさらに長期化させる可能性があるとしてThomsonは指摘します。

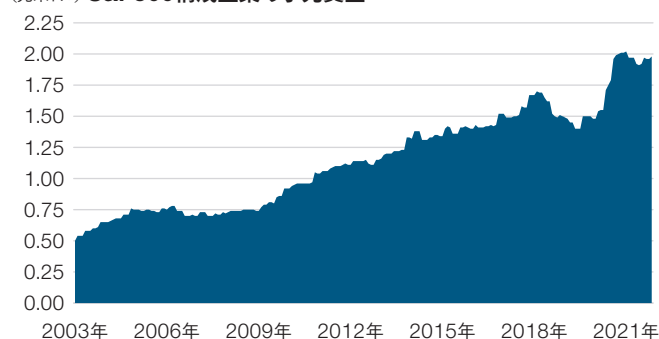
こうした設備投資を促進する可能性があるトレンドには以下が含まれます。

- 2050年までに二酸化炭素排出量を「ネット・ゼロ」に抑えるという国際的な目標を達成するためには、公益事業、自動車セクター、グリーン・テクノロジーへの多額の投資が必要になる。
- グローバルなサプライチェーンを強化するためには、港湾および海上輸送網を拡大する必要がある。これらのサプライチェーンを国内で整備する過程で、倉庫、鉄道・トラック輸送、国内工場に対する需要が増大する可能性がある。
- 賃金上昇圧力を受けて企業が労働力不足を資本で補うことで、工場ロボットやその他の自動化機器への投資が加速する可能性がある。
- 企業は、枯渇した在庫の積み上げに動き、それが生産能力増強へ向けた投資を刺激する可能性がある。

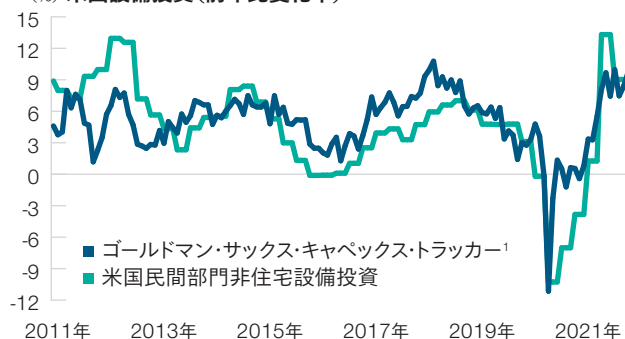
## 米国企業は豊富な手元資金を保有しており、設備投資資金を十分にカバーできる態勢にある

(図表5) S&P500構成企業の手元資金および米国設備投資の12ヵ月変化率

(兆米ドル) S&P500構成企業の手元資金



(%) 米国設備投資(前年比変化率)



手元資金は2021年11月30日時点。米国民間部門非住宅設備投資は2021年9月時点。ゴールドマン・サックス・キャベックス（設備投資）・トラッカーは2021年10月時点。

<sup>1</sup> ゴールドマン・サックス・キャベックス・トラッカーは、貸出需要や資本財受注など15種類の米国投資関連指標に基づく月次インデックスです。

出所：ストラテガス・リサーチ・パートナーズ、ゴールドマン・サックス・グローバル・インベストメント・リサーチ（追加ディスクロージャーをご参照ください）、米国経済分析局。

今後10年は、  
伝統的な炭素燃料から  
よりクリーンなエネルギー  
源に転換するにつれて、  
画期的な10年になりうる。

— Mark Vasselkiv  
債券部門CIO

- 財政政策当局は、支出、債務およびインフレに関してそれほど厳格な姿勢を示していない。そのため、2021年終盤に1兆米ドルの財政支出計画が米国議会で承認されたように、公共インフラ投資が増える可能性がある。

これらのトレンドは、2022年に株式市場とクレジット市場の双方で投資家に潜在的な投資機会をもたらす可能性があります。

設備投資ブームは、資本財製造企業の売上高と利益を押し上げると予想され、世界の主要鉱工業企業の一部を擁するドイツと日本の株式市場に有利に働く可能性があるとしてThomsonは指摘します。

太陽光や風力、その他の再生可能エネルギー源への投資資金の提供という面で重要な役割を果たしている欧州の銀行も、間接的に恩恵を受ける可能性があります。

ハイイールド債市場における資金調達、電気自動車産業を軌道に乗せる役割を果たしたことからも明らかのように、大規模な変化を遂げる産業への資金提供において、ハイイールド債市場は長期にわたり中心的な役割を果たしてきたとVasselkivは主張します。

「今後10年は、伝統的な炭素燃料からよりクリーンなエネルギー源への転換が進む画期的な10年になりうる」とVasselkivは言います。ただし、当該期間においては、天然ガスを始めとする「移行期」の燃料に対する需要が高いたらうとVasselkivは示唆します。そのため、ガスの生産と流通分野は多大な投資が必要となると見込まれます。「グローバル・ハイイールド債市場は、そうした資本を提供する優位な立場にある」(Vasselkiv)。

2021年に見られたエネルギー価格の上昇も、石油需要の抑制と再生可能エネルギーの競争力向上を通じ、二酸化炭素排出量の削減に貢献する可能性があります。

エネルギー価格の上昇は、積極的な株主行動による圧力を一因とする石油・ガス投資の着実な減少に加えて、業界の低い収益性によるところが大きいとVasselkivは付け加えます。

「これらの企業の一部は、長年にわたりフリー・キャッシュフローを生み出していない。株式市場は直近5年間、史上最大の強気相場であったにもかかわらず、大手石油企業の一部の株価は、5年前と比べて大幅に下落している。」(Vasselkiv)。

## 世界的な持続可能性への道筋

投資アイデア	根拠	例
景気敏感度の高い資産クラス	インフラ投資ニーズと再生可能エネルギーへの転換が設備投資を押し上げる可能性 資本財と主要原材料の生産者が恩恵を享受 環境に配慮したプロジェクトへ資金を提供する銀行およびハイイールド債投資家も同様に恩恵を受ける見込み	<ul style="list-style-type: none"><li>■ グローバル資本財</li><li>■ 欧州株式</li><li>■ サステナブル投資</li></ul>

上記は例示のみを目的としています。当資料は特定の投資行動の助言または推奨を目的とするものではありません。



## まとめ

“  
相対バリュエーションを  
考慮すると、  
2022年には日本および  
中国を含む新興国など、  
世界的な設備投資の  
増大から恩恵を受ける  
立場にあり、割高感が薄く、  
景気敏感な市場が  
選好される可能性がある

過去2年間、グローバル市場の見通しは新型コロナウイルスに大きく左右されてきました。オミクロン変異株、そしてロックダウンが再開される可能性はまだ脅威として存在するものの、2022年の主な注目点は、インフレ率と金利の上昇が経済成長と資産のリターンにもたらすリスクに移っています。

これらの懸念により、FRBを始めとする世界の中央銀行に注目が集まっています。

これまでのところ、FRBは金融引き締めに対して慎重姿勢を維持し、2013年の「テーパー・タントラム」の繰返しを回避しています。しかし、このスタンスは現状を適切に踏まえたものではなく、「重大な政策ミスを犯す可能性は非常に高い」とVaselkivは主張します。

加速する米国の消費者物価指数と2021年11月半ば時点で遥かに緩やかなインフレ期待を反映していると思われる名目債券利回りが明白に乖離していることが、政策の不透明感を際立たせています。この乖離がいつどのように解消されるかが、2022年の国債および投資適格社債セクターのパフォーマンスを決定する可能性があります。

「実質金利が過去最低水準に近い時に、債券利回りに割高感があるという議論には反論し難い。債券市場は、FRBの極端なハト派姿勢と経済成長の大幅な減速を織り込んでいるようだ」(Page)。

パンデミック対策としての広範囲のロックダウンを回避できれば、消費者の繰越需要、中国の安定化、設備投資が予想通り上向く可能性が経済成長を持続させ、2022年はグローバル株式およびクレジットの投資家に相対的に良好な見通しをもたらすと考えています。

しかし、力強い経済成長が続いても、次の理由から、2021年に見られた米国企業の目覚ましい収益モメンタムが2022年も続くとは仮定するのは間違いだろうとThomsonは警告します。

- 賃金の急上昇が続くようだと、利益率には上昇余地がほとんどないと思われる。
- 航空宇宙、航空輸送、ホテル、クルーズ船など一部の業種は、これまで業績の回復が遅れており、上向きに転じる余地が残されている一方、これらの業種のS&P500の時価総額に占める割合は相対的に小さい。

景気拡大が継続しても、米国企業の利益成長ペースが減速するようだと、米国株が非常に長期にわたり米国外の株式をアウトパフォームしてきた局面は終了する可能性があるというThomsonは示唆します。

Pageが指摘したように、米国のマイナスの実質金利は、歴史的に割高な株式のバリュエーションを支える重要な要因でした。しかし、金利上昇局面において、「割高なバリュエーションは懸念材料になりうる」とThomsonは警告します。

そのため、相対バリュエーションを考慮すると、2022年には日本および中国を含む新興国など、世界的な設備投資の増大から恩恵を受ける立場にあり、割高感が薄く、景気敏感な市場が選好される可能性があるというThomsonは主張します。

政策の先行きが不透明な環境下、今後の投資リスクを管理する上で、資産配分が特に重要になるだろうとPageは言います。しかし、そのためには、株式と債券に60対40の割合で配分する伝統的なポートフォリオよりも動的な資産配分を用い、一般的な「コア型」の投資適格債券よりも幅広い債券セクターを組み合わせることが必要になると考えられます。

「実質金利が低い現状では、債券がこれまでのように株式に対する分散効果を発揮できないと認識すべきである。現在の環境を踏まえて60/40ポートフォリオを最適化し直す必要があると見ている」(Page)。

# 2022年戦術的資産配分

■ アンダーウェイト ■ ニュートラル ■ オーバーウェイト

これらの見解は、今後6～18ヵ月間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主観的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割高だが、堅調な業績が2021年に株価を押し上げた。ただし、2022年も同じペースで利益成長を遂げることは難しい。経済成長の鈍化、中央銀行の金融引き締め、新型コロナウイルスを巡る不透明感が逆風をもたらす。
	債券	■	インフレが長期化すれば利回りに上昇圧力が加わり、高格付けの国債や長期債に厳しい環境となる可能性がある。信用ファンダメンタルズと利回りを求める動きが下支えになるが、現在のバリュエーションを踏まえると上昇余地は限定的。
	地域		
	米国	■	米国株のバリュエーション・プレミアムは拡大した模様。良好な経済環境と世界貿易の改善が米国外における利益成長を後押しする。テクノロジー企業は金利上昇の影響を特に受けやすい。
	グローバル(除く米国)	■	世界経済の回復が続くなかで景気敏感なセクター特性やサプライチェーンの障害の緩和が有利に働く。中国の経済成長率も底入れした模様。米国株と比べて割安感がある。
	欧州	■	景気回復の追い風、財政出動への期待、魅力的なバリュエーションが支援材料。ただし、欧州は短期的にコロナ対策による追加のロックダウンやエネルギー不足のリスクに見舞われる可能性がある。
	日本	■	魅力的なバリュエーション、世界貿易の良好な見通し、コーポレート・ガバナンス基準の改善は追い風だが、新型コロナウイルスを巡る不透明感が国内経済の再開を遅らせる可能性がある。
	新興国	■	バリュエーションは魅力的で、中国における規制強化圧力はピークを付けた可能性がある。サプライチェーンを巡る懸念が緩和し、ワクチン接種率が上昇していることから、世界貿易は改善する可能性が高いが、新型コロナウイルスを巡る不透明感が進行を遅らせる可能性がある。
	スタイル・時価総額		
	米国グロス(対バリュ)	■	バリュ株は景気敏感度が高く、消費者の繰越需要、高水準の貯蓄、景気改善、金利上昇、インフラ投資から恩恵を受ける立場にある。ただし、バリュ株のなかでの優良銘柄選好が重要に。
株式	グローバル(除く米国)グロス(対バリュ)	■	バリュ株の高い景気敏感度に加え、魅力的な相対バリュエーションや良好な業績見通しが支援材料になりうる。サプライチェーンの問題が解決するにつれて、自動車生産の回復がさらに後押しする可能性がある。
	米国小型株(対大型株)	■	小型株ユニバースは、経済成長、魅力的な相対バリュエーション、インフラ投資、良好な業績見通しが支援材料になる。ただし、高い原材料コストや賃金上昇圧力が利益率を押し下げる可能性がある。
	グローバル(除く米国)小型株(対大型株)	■	力強い成長トレンドが引き続き小型株を支えており、個別銘柄への投資機会が豊富にある。しかし、高い景気敏感度と世界貿易との連動性は、景気回復局面で大型株に有利に働く。
	インフレ敏感セクター		
	実物資産株式	■	コモディティの長期見通しは、構造的な供給過剰や中国からの資本財需要の低下により依然として厳しい。不動産は景気回復を背景に引き続き魅力的だが、金利上昇が逆風となりうる。
	米国投資適格公社債	■	長期金利は高いインフレ水準により上昇する可能性が高いが、短期金利はFRBの金融引き締め予想に反応する可能性がある。企業のファンダメンタルズおよび利回りの優位性はクレジットの支援材料だが、バリュエーションの観点から上昇余地は限定的と見られる。
	先進国(除く米国)投資適格公社債(ヘッジ後)	■	現在のソブリン債の利回り水準は引き続き魅力に欠けるが、主要中央銀行は景気刺激策の縮小には慎重と見られる。FRBが政策を進めるにつれて、米国の投資家にとりヘッジ後利回りが魅力的になる可能性がある。
	米国長期国債	■	長期化したデフレーションと低い利回りは、より持続的なインフレとトレンドを上回る経済成長の可能性を背景に、投資妙味を低下させている。
	インフレ連動債	■	ブレイクイーブン・インフレ率は、より持続的なインフレ予想により上昇している。供給障害および繰越需要が引き続きインフレ圧力を強める場合、TIPSはまだインフレに対する保護機能を提供する可能性がある。
	グローバル・ハイイールド社債	■	信用ファンダメンタルズは健全と見られ、まだ過去最低水準にある世界の金利を背景に、投資家の利回り需要は持続する。ただし、信用スプレッドが縮小しているため、さらなる上昇余地は限定的と見られる。
債券	変動金利バンクローン	■	デフレーションの短さや金利リセットが短期金利上昇に対するヘッジを提供。良好なファンダメンタルズと投資家の強い利回り需要が追い風になると見られる。
	米ドル建て新興国ソブリン債	■	最近の下落を受けてバリュエーションの魅力度は高いが、新興国は依然としてFRBの金融引き締め政策、コロナワクチン接種の進展に対する障害、中国関連の不透明感がリスクとなる。
	現地通貨建て新興国債券	■	利回りは他のコア債券セクターと比べて依然としてやや魅力があり、割安な通貨による上昇余地がある。ただし、中国関連リスク、中央銀行の引き締め政策、持続的なインフレが目先の逆風。

株式・債券市場の資産クラスは、マルチ・アセット・ポートフォリオの対象資産を示しています。一定のスタイル・時価総額の資産クラスは、戦術的資産配分枠組みの一環としての相対判断を表わしています。

当資料は情報提供のみを目的としており、特定の投資行動に関する投資助言や推奨を意図したものではありません。

## INVEST WITH CONFIDENCE®

ティー・ロウ・プライスは、お客様に信頼していただける優れた運用商品とサービスを長期にわたってご提供することに注力しています。

[troweprice.co.jp](http://troweprice.co.jp)

# T.RowePrice®

### 追加ディスクロージャー

ブルームバーグ・インデックス・サービス・リミテッド。BLOOMBERG® はブルームバーグ・ファイナンスL.P.及びその関連会社（総称してブルームバーグ）の登録商標及びサービスマークです。BARCLAYS® はバークレイズ銀行及びその関連会社（総称してバークレイズ）の登録商標及びサービスマークで、許可を得て使用しています。ブルームバーグ・バークレイズ・インデックスに関するすべての権利はブルームバーグもしくはバークレイズの使用許諾者に帰属します。ブルームバーグとバークレイズのいずれも本資料を承認、または記載情報の正確さや完全性を保証するものではなく、それから得られる結果についても明示的もしくは黙示的な保証をするものでもなく、これに関連して発生する被害や損害について法律が許す最大限の範囲で責任を負いません。

Copyright © 2021, S&P Global Market Intelligence (該当する場合、関連会社を含みます)。格付けを含む、いかなる情報、データまたは資料（「コンテンツ」）の複製も、いかなる形態であれ、関連当事者の事前の書面による許可を得ない限り、禁じます。当該当事者、その関連会社およびサプライヤー（「コンテンツ・プロバイダー」）は、いかなるコンテンツの正確性、適切性、完全性、適時性または入手可能性も保証せず、原因を問わず、いかなる（過失その他による）誤記・脱漏または当該コンテンツの利用から得られた結果についても責任を負いません。いかなる場合も、コンテンツ・プロバイダーは、コンテンツの利用に関連して、いかなる損害、費用、経費、弁護士費用または損失（逸失所得もしくは逸失利益および機会費用を含みます。）についても責任を負いません。参照される特定の投資先もしくは証券、コンテンツを構成する投資先に関する格付けまたはいかなる観察事象も、当該投資先もしくは証券の売買または保有を推奨するものではなく、投資先もしくは証券の適切性を示唆するものではなく、投資助言として依拠するべきではありません。信用格付けは意見表明であり、事実表明ではありません。

情報は信頼できると考える情報源から取得していますが、JPモルガンはその完全性または正確性を保証しません。インデックスは許可を得て使用しています。JPモルガンの事前の書面による承認を得ることなく、インデックスの複製、使用または配布を禁じます。Copyright © 2021, J.P. Morgan Chase & Co. すべての権利はJPモルガン・チェースに帰属します。

Copyright © 2021, Markit Economics Limited すべての権利はマークイット・エコノミクス・リミテッドに帰属します。

### 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