



グローバル・アセット・アロケーションの視点と投資環境 2021年12月

1 市場見通し 2021年11月30日時点

- 世界経済の成長ペースやインフレは鈍化する見込みだが、トレンドを上回るペースを維持。新型コロナの新たな変異株出現やサプライチェーンの混乱継続は景気への逆風となる半面、インフレの上昇圧力を高めている。
- 米連邦準備理事会（FRB）がタカ派姿勢を強め、世界的に金融政策が引き締めに向かう一方、欧州中央銀行（ECB）や日本銀行は緩和政策を維持。一方、新興国はインフレ対応と通貨防衛のため利上げを継続。
- 世界的に短期金利は中央銀行の引き締めを受けて上昇傾向をたどる可能性が高い一方、長期金利は根強いインフレ圧力、景気鈍化や政策ミスへの新たな懸念に反応。
- グローバル市場の主なリスクには、新型コロナの新たな変異株出現、根強いインフレ、サプライチェーンの混乱、エネルギー不足、中銀の政策ミス、中国経済の下振れ、地政学的懸念の高まりなどが含まれる。

2 ポートフォリオ・ポジショニング 2021年11月30日時点

- 株式は割高なバリュエーションと、堅調ながら減速気味の景気や高インフレ定着の可能性を考慮し、リスク・リターン観点から、債券やキャッシュに対して引き続きややアンダーウェイト。金利上昇、供給制約による投入コスト上昇、金融・財政政策のサポート縮小により目先の業績見通しが悪化する可能性も。
- 株式では、景気敏感銘柄を引き続き選好。バリュエーションがより妥当な水準にあり、景気回復の継続から恩恵を受けると予想される世界各地のバリュー株、米国小型株、新興国株を引き続き選好。
- 米国バリュー株への配分の一部を緩やかな成長環境で好成绩が期待できるバリュエーションがより魅力的なコア銘柄にシフト。
- 債券では、信用見通しが良好なハイイールド債や変動金利ローンなどデュレーションが短利回りの高いセクターを引き続き選好。ハイイールド債への配分の一部を短期金利上昇の恩恵を受けると思われる変動金利バンクローンにシフト。

3 市場テーマ 2021年11月30日時点

熱すぎず冷たすぎず

株式が2020年3月の底から80%近く反発する過程で、相場の牽引役は割高でディフェンシブなグロース銘柄から割安な景気敏感銘柄に移り、最近では再びグロース株に戻っています（図表1）。こうした変遷はコロナ禍で恩恵を受ける銘柄からコロナ後に恩恵を受ける銘柄へのローテーションや、中国の規制への不安、FRBの緩和縮小への懸念などによるものです。2022年は成長は鈍化するもののトレンドを上回るペースが続く、インフレ圧力は弱まると予想されます。このように景気連動性の高い銘柄がアウトパフォームするほどではないものの、コロナ禍で大幅に上昇したテクノロジー・グロース株ばかりが上昇するとは限らない程々の経済成長環境下では、GARP（Growth At Reasonable Price: 企業の成長性と割安性を考慮した投資）投資で選好されるような成長性と割安性を適度に兼ね備えた銘柄に注目が集まる可能性があります。S&P500企業の予想リターンが過去10年平均15%超を大きく下回る中、バリュエーションが妥当で質が高く、市場の中核的な存在とみなされる銘柄の中でも高配当銘柄が魅力的です。

FRBは難しい対応を迫られる

インフレ率低下に想定より時間がかかるリスクに対応するため、FRBは12月の米連邦公開市場委員会（FOMC）でテーパリング（量的緩和縮小）を加速する可能性があります。インフレは30年来の高水準にあり、労働市場は逼迫、消費意欲が旺盛で、金融引き締め環境が整っているようです。FRBのパウエル議長や他のFOMCメンバーはインフレ高止まりが当初の予想より続く可能性を認め、テーパリング加速を示唆し始めています（図表2）。パウエル議長は緩和縮小と利上げを結び付けるべきではないと発言しましたが、資産購入の早期終了により、金利引上げタイミングを前倒しする柔軟性が生まれます。FRBは最終的にインフレ高止まりの可能性を認めましたが、新たな変異株の出現は景気回復を阻害し、サプライチェーンの回復を遅らせ、インフレ懸念を増幅する可能性があります。これにより景気の腰を折らずに緩和政策を巻き戻す仕事により困難となりました。

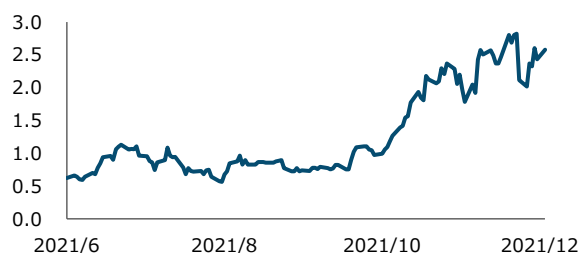
低下するプレゼンスの一方で、改善する日本株の配当利回り

世界の投資家がグローバル投資の指標としているMSCIの株価指数の半期見直しで2021年11月末に実施され、日本株は2銘柄が指数に追加、15銘柄が除外されました。この定期入れ替えでは、ここ数年は時価総額で指数採用の当落線にある日本の小型銘柄が除外されるケースが増えており、運用に与えるインパクトは限定的とはいえ、海外株に対する日本株の相対的な出遅れを象徴する事態となっています。実際、2006年3月にはMSCI ACWIの11%を占めていた日本株のウェイトは、足元5.7%にまで低下しています。ただし、もう一方の事実として、日本株の配当利回りは2020年5月以降、外国株式（MSCI ACWI除く日本）を上回るようになりました（図表3）。日本株の出遅れのおかげという側面はあるものの、外国企業に比べた日本企業の株主還元姿勢の改善も反映されていると考えられます。コロナ禍の収束がなかなか実現しない不透明な環境下において、株式の安定的リターン源である配当に関する指標の相対的改善は、日本株への選好を下支えする一因になりうると考えられます。

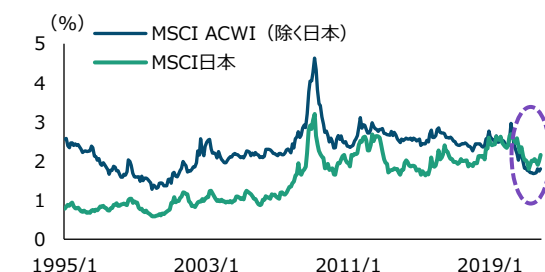
（図表1）大型グロース株 vs. バリュー株の相対パフォーマンス¹
2021年11月30日時点



（図表2）2022年12月までに織り込まれている利上げ回数²
2021年11月30日時点



（図表3）日本株と外国株の配当利回りの推移
2021年11月30日時点



1 大型グロース株 vs. バリュー株のリターンはそれぞれラッセル1000グロース・インデックスとラッセル1000バリュー・インデックスに基づきます。数値は米ドルベース。
2 データは2022年12月について現在のフォワードカーブ構造に織り込まれているFRBの推定利上げ回数を表します。実際の結果は推定と大きく異なる可能性があります。推定は変更される可能性があります。
出所：金融データと分析はファクトセット。Copyright 2021 FactSet.すべての権利はファクトセットに帰属します。ブルームバーグ・ファイナンス L.P.
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。再配布禁止。

ポジティブ

米国

- 家計の健全なバランスシートと高い貯蓄率
- 堅調な収益成長
- インフラ投資が拡大される公算大

ネガティブ

- サプライチェーンの問題が経済成長の重しに
- インフレ率の高止まり
- 株式と債券の割高なバリュエーション
- FRBの緩和姿勢はピークを越えた
- 財政刺激策はピークを越えた

欧州

- 景気回復の恩恵を受けるシクリカル・セクターの割合が高い
- 金融政策は緩和姿勢を継続
- 財政支出が拡大される公算大
- 株式のバリュエーションは米国に比べて依然魅力的

- エネルギー価格高騰やサプライチェーンの問題が経済成長の重しに
- 新型コロナ感染急拡大への懸念
- 長期の成長要因が限られる
- 中国からの需要が鈍化している

中国

- 海外資金が流入超に転じ、中国株に対するセンチメントは徐々に改善。シティグループのエコノミック・サプライズ指数は6か月ぶりにプラスに戻った
- インフレ圧力が欧米よりはるかに弱いため、政策当局には緩和余地がある
- 業績見通しが底入れする中、来年の共産党大会を控え、中国株は魅力的
- ポジティブ・サプライズとしては預金準備率の早期引き下げや対米関税の引き下げなどが考えられる

- 冬季五輪を控えた電力制限、不動産市場の信用不安の波及、新型コロナの感染拡大が引き続き当面の懸念材料
- 変動持分事業体（VIE）、米国預託証券（ADR）、重複上場については先行き不透明感が強く、巨大テクノロジー企業は引き続き厳しい監視下にある
- 2022年にかけて高い政治リスクを背景に不透明感が強まる一方で、必要に応じて地方政府が介入するインセンティブは低い。信用に対する需要が引き続き弱いと、金融緩和の効果は低い可能性も

日本

- 日本株は良好な相対バリュエーション、投資家の少ない持ち高、ポジティブな業績トレンドから魅力的
- 新型コロナ感染者が非常に少なく、経済活動が幅広く再開され、消費や製造の先行指標は2年ぶりの高水準にある
- 政治リスクはほぼ織り込み済み。財政面の景気刺激策が2022年に追い風となる

- 新たな変異株の出現で世界的に不透明感が強まる中、世界経済への感応度が高い日本企業はリスクにさらされている
- 経済対策の財源確保に向けて、増税に関する議論が再び再燃する可能性
- ブレークイーブン・インフレ率の上昇は日本でもインフレ圧力が高まっていることを示唆している

オーストラリア

- 国内消費指標がロックダウン解除後の急回復を示す中、南半球は夏のため新たな変異株の感染リスクは抑えられる
- 低い在庫水準と設備投資計画の上方修正は経済活動が上向いていることを裏付ける
- 豪ドルは投機筋の売りポジションが極端に膨らんでおり、金利水準やコモディティ価格の正常化に伴い急反発の可能性も

- 企業業績は悪化傾向にあり、配当は今年の非常に高い水準から引き下げられるリスクがある
- 9月の交易条件が歴史的水準に達したものの、鉱山投資と豪ドルは引き続き低迷。コモディティ価格に対する弱気の見方から投資家は警戒姿勢を継続
- より高い賃金を求めて離職する人が増加。インフレ予想の高まりから、オーストラリア準備銀行（RBA）が予想外の早期利上げで市場を驚かせる可能性も

新興国

- 株式の魅力的なバリュエーション
- 景気敏感セクターの比率が高く、世界経済回復の恩恵を受ける
- 中国の規制行動はピークを過ぎた模様
- ワクチン接種率が改善している

- 新たな変異株が引き続き脅威
- 政治・規制リスクの高まり
- 中央銀行の緩和姿勢が後退している

		アンダーウェイト	ニュートラル	オーバーウェイト	▼ または ▲ 前月からの変化	
資産クラス	変更	■	■	■		
	株式	■				
	債券			■		
株式	地域					
	米国 ▲	■				
	グローバル (除く米国) ▼			■		
	欧州 ▲	■				
	日本			■		
	新興国 ▼			■		
	スタイル					
	グローバル グロース (vs. バリュエ)	▲	■			
	時価総額					
	米国 小型 (vs. 大型)			■		
	日本 小型 (vs. 大型)			■		
	インフレ敏感セクター					
	実物資産株式		■			
債券 (円ヘッジ付)・キャッシュ	キャッシュ ▼			■		
	国内債券		■			
	米国投資適格公社債		■			
	先進国 (除く米国) 投資適格公社債			■		
	米国長期国債	■				
	インフレ連動債 ▲			■		
	グローバル ハイイールド社債 ▼		■			
	変動金利バンクローン ▲			■		
	米ドル建て新興国ソブリン債			■		
	現地通貨建て新興国債券 (ヘッジなし)			■		
通貨	米ドル (対円)			■		
	ユーロ (対円)	■				
	豪ドル (対円)			■		

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主観的に評価したものです。

バリュエーションは割高だが、好業績がこれまで株価を下支え。景気減速、中央銀行の引き締め、新型コロナ新変異種出現に伴う不透明感から経済環境は今後厳しさを増す可能性も。

インフレが高止まりし、世界的に中央銀行が引き締めに向かい、利回りが上昇傾向にあるため、デレージョンは短めに保っている。クレジット・セクターはファンダメンタルズが強く、バリュエーションの上昇余地は限られるものの、利回り面の優位性は健在。

景気・収益の力強い回復や低金利を反映してバリュエーションは高止まり。成長鈍化、流動性低下、潜在的な利上げが逆風。

景気回復が続く中、景気敏感なセクター特性、サプライチェーンのボトルネック緩和が追い風。中国経済への懸念も最悪期を過ぎた模様。しかし、足元の変異株拡大で見通しに不透明感が出現。

ロックダウン強化の可能性、エネルギー価格の高止まり、低金利環境が引き続き懸念材料。しかし、景気敏感銘柄の多さ、低バリュエーション、財政出動への期待が当面のサポート材料。

魅力的なバリュエーション、良好な世界貿易見通し、コーポレートガバナンスの改善がサポート材料だが、変異株が国内経済再開の脅威になる可能性も。

バリュエーションは非常に魅力的で、中国の規制圧力も峠を越した可能性がある。サプライチェーン混乱の懸念が後退し、ワクチン接種率が引き続き高まるにつれ、世界貿易は改善する見込み。しかし変異株への不透明感により進展が遅れる可能性も。

景気敏感特性を持つバリュエーション株は繰越需要、高い貯蓄率、潜在的な設備投資とインフラ投資による景気の強さが追い風。しかし、バリュエーション株の中では質の高さを重視することが望ましい。

小型株は景気拡大、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サポート材料。しかし、投入コストの高止まりや貴金上昇が利益率を圧迫する可能性も。

賃上げ促進政策導入の可能性や最近の円安が国内大企業に有利に働く面はあるものの、小型株のバリュエーション面での出遅れ修正余地は残存していると判断。

構造的な過剰供給と中国の鉱業需要鈍化による需給不均衡により、コモディティの長期見通しは依然厳しい。不動産は景気回復の点では引き続き魅力的だが、金利上昇が逆風となる可能性がある。

新たな変異株発見なども背景に、次の投資機会を探る待機資金およびリスク抑制手段として引き続きオーバーウェイト。ただし、インフレが長期化する公算であることなどからインフレ連動債に若干シフト。

新たな変異株発見を受けた安全資産選好の恩恵は円債にも及ぶと想定されるものの、日銀のイールドカーブ・コントロールの下、金利の低下余地も限定的となる見込み。

インフレ高止まりを背景に長期金利は引き続き上昇傾向。短期金利はFRBの引き締め観測に反応。社債は良好な企業ファンダメンタルズや利回りスプレッドがサポート材料だが、バリュエーションが割高なため、上値は限定的。

中央銀行の利上げ慎重姿勢やインフレ率上昇によりイールドカーブはスティーピングの可能性はある。米ドル高がヘッジ付きポジションの追い風に。FRBの引き締め観測や新型コロナに関連したより慎重な環境のため、米ドル高が進む可能性が高い。

トレンドを上回る成長とインフレ高止まりで利回りに引き続き上昇圧力がかかる見込みで、特に長期債に影響が及ぶ可能性がある。

繰越需要や供給制約からインフレ圧力は高止まりする見通し。インフレ連動債はインフレの上振れに対するヘッジを提供する。

信用ファンダメンタルズは引き続き良好で、世界的な低金利の中、利回りに対する需要は継続の見込み。しかし、スプレッドが狭いため、一段の上値余地は限定的。

デレージョンの短さや金利リセットが金利上昇に対するヘッジを提供。健全なファンダメンタルズや利回りに対する需要が追い風。需要が高まる中、新発債のクオリティには慎重姿勢。

最近の下落を受けてバリュエーションはより魅力的な水準に。しかし、新興国はFRBの引き締め、新型コロナワクチン接種の進捗、中国関連の不確実性などから引き続きリスクがある。

利回りは他の主要債券セクターより引き続きやや魅力的で、割安な通貨の反発の可能性。しかし、中国に関するリスク、中銀の利上げ、インフレが目先の逆風。

双子の赤字拡大などの構造的な米ドルのマイナス要因と、新たな変異株への警戒感による安全通貨選好や金融緩和縮小の早期化観測による短期的な米ドル支援材料とが当面は拮抗する見込み。

新たな変異株の感染拡大への警戒を受けた一部地域のロックダウンの再導入、それによる経済正常化やECBの金融緩和からの脱却の遅れ、ウクライナ情勢への懸念などから、アンダーウェイトを維持。

オーストラリア国内のコロナ感染状況改善、根強い資源ブームの一方で、新たな変異株発見を受けリスク通貨回避の流れ、豪中銀の早期利上げに否定的な姿勢などから、上下どちらにも動きやすい展開を予想。

6 日本 アセット・アロケーション・コミッティ メンバー



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



Thomas Poullaouec
マルチ・アセット・ソリューションズ
APAC 責任者



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



Aadish Kumar, CFA
国際ナショナル・
エコノミスト

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

T.RowePrice®

追加ディスクロージャー

当資料の数字は四捨五入のため合計が一致しない場合があります。

出所:特に断りのない限り、すべての市場データはファクトセットの提供です。金融データと分析の提供はファクトセット。Copyright 2021 FactSet. すべての権利はファクトセットに帰属します。

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・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）の通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・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

202112-1961053