



グローバル・アセット・アロケーションの視点と投資環境 2022年1月

1 市場見通し 2021年12月31日時点

- 当面はオミクロン株が懸念材料だが、経済は潜在成長率を上回るペースで引き続き拡大するだろう。中央銀行の金融引締政策へのシフトやサプライチェーンの混乱解消に伴い、インフレは低下する見込み。
- 米連邦準備理事会（FRB）が量的緩和の縮小に乗り出し、イングランド銀行が利上げに動くなど、先進国の中央銀行は金融引締政策をさらに押し進めている。一方、新興国は中国が既に金融緩和に転換するなど、金融引締めのピークに近づいている可能性も。
- 中央銀行の金融引締政策を受けて短期金利が上昇する一方、インフレ懸念の後退や流動性の低下により長期金利は上昇幅が抑制されることで、イールドカーブはフラット化の公算大。
- グローバル市場の主なリスクには、オミクロン株、インフレ圧力の高止まり、サプライチェーンの混乱、中央銀行の政策ミス、中国経済の下振れ、地政学的懸念の高まり等が挙げられる。

2 ポートフォリオ・ポジショニング 2021年12月31日時点

- リスク/リターン特性の悪化や、成長鈍化と中央銀行の引締めという環境下での割高なバリュエーションを考慮し、債券やキャッシュに対する株式のアンダーウェイト幅を拡大させた。
- 株式では、米国グロース株のアンダーウェイト幅を引上げ。景気敏感銘柄を引き続き選好し、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バリュー株、米国小型株、新興国株のオーバーウェイトを維持。
- 債券では、株式のバリュエーションに対するより慎重な見方や、FRBがタカ派姿勢を強め一段の金利上昇が抑えられるとの判断から、ポートフォリオ全体のバランスを取るため、米長期国債への配分を若干増加。
- 全体的な債券配分においては、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く利回りの高いセクターを引き続き選好。

3 市場テーマ 2021年12月31日時点

利上げラッシュ

FRBは12月の米連邦公開市場委員会（FOMC）でタカ派的スタンスをより一層強め、テーパリングの加速を発表しました。現在は3月までに資産購入を終了し、年央にも金利正常化に着手する見込みです。タイミングの点から考えると、世界的にオミクロン株の感染が急拡大する中、経済成長ペースやインフレの鈍化が予想されると同時期にこのような政策が実施されようとしています。こうした要因を考慮すると、市場はFRBが利上げ打ち止め前に金融政策をどの程度まで引き締めることができるか疑問視しているようです。実際、FFレート先物が示す2024年末の金利水準は1.6%とFRBが目指す2.1%を大きく下回っています（図表1）。イングランド銀行が足元で予想外の利上げに動くなど、他の先進国の中央銀行も行動を起こしており、FRBは素早く行動しないと次の景気後退期での対応が難しくなることを懸念し、利上げラッシュに乗り遅れないよう行動を起こしているようです。

新年の抱負

経済の25%近くを占める巨大な不動産セクターの締付け、テクノロジーや教育業界に対する規制強化、グリーン・エネルギー目標を達成するための石炭生産停止による市場の混乱など、中国経済は昨年、多くの試練に見舞われました。これらがもたらした景気低迷に対応し、預金準備率の0.5%引下げ、最優遇貸出金利の引下げ、インフラ・プロジェクト向け融資拡大など、当局は行動を起こしています。中国はより消費主導型への経済構造への転換を図り、投機色の強い不動産セクターへの依存度を下げようとしている様子で、2022年の成長率は2021年の8%から5.5%~6%まで下がる可能性があると考えられています（図表2）。成長率が下がるとしても、より安定した成長軌道に乗ることは、ボラティリティへの対応を最近迫られた投資家や貿易相手国にはプラスとなる可能性があります。しかし、今後数年にわたり経済を下支えるために、現在は不動産市場のソフトランディングを実現するという今年の抱負の実現に専念する必要があります。

過去10年の日本株は相対的に悪くない（米国株の独走を除けば）

2022年頭にあたり、主要国の中で日本株について昨年および過去10年を振り返ってみたいと思います。2021年の日本株のリターンは+13.4%と、12.7%のマイナスイターンとなった中国市場に比べればましではあったものの、+41.0%の米国、+29.7%の欧州に見劣りする結果となりました（MSCIの各国・地域別指数、税引後配当再投資、円ベース）。9月前半に急騰する局面があったものの、前半から夏場にかけてはワクチン接種の遅れと新型コロナウイルス感染者増加への懸念、年終盤はサプライチェーン問題の長期化などから、日本株はほぼ1年を通して上値の重さが意識される展開が続きました。しかし、過去10年間（2012~2021年）では傾向が異なります。米国市場が突出して上昇しているものの、それ以外の国・地域の株価パフォーマンスは大差なく、むしろ日本株が中国株あるいは新興国株のいずれにもアウトパフォームしていました。こうした状況は、日本株が孤立して劣後していたその前の10年とは明確に異なり、改めて長期的に取り組んできた日本の利益率向上やガバナンス改善の重要性を認識させてくれます（図表3）。

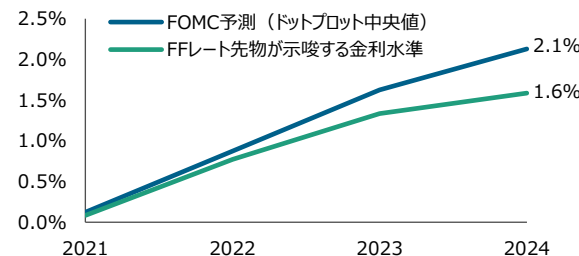
出所：ブルームバーグ・ファイナンス L.P.

説明のみが目的です。実際の将来の結果は大きく異なる可能性があります。

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。再配布禁止。

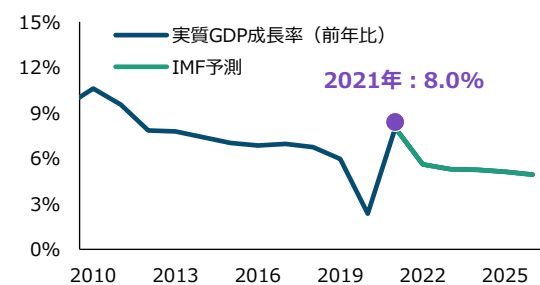
（図表1）FFレート予測

2021年12月31日時点



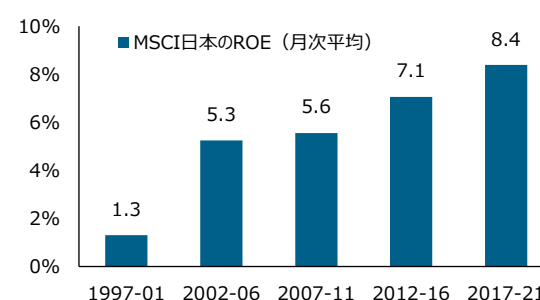
（図表2）中国経済は減速が見込まれる

2021年12月31日時点



（図表3）日本の自己資本利益率（ROE）は改善してきた

2021年12月31日時点



	ポジティブ	ネガティブ
米国	<ul style="list-style-type: none"> ■ 健全な家計のバランスシートと高い貯蓄率 ■ 堅調な収益成長 ■ 米ドル高は続く公算大 	<ul style="list-style-type: none"> ■ サプライチェーン問題が経済成長の重しに ■ 非常に高いインフレ率 ■ 割高な株式と債券のバリュエーション ■ 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	<ul style="list-style-type: none"> ■ 景気敏感セクターの割合が多く、景気回復の恩恵を受けやすい ■ 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 	<ul style="list-style-type: none"> ■ エネルギー価格高騰やサプライチェーン問題が経済成長の重しに ■ 長期の成長要因に限られる ■ 中国からの需要が鈍化している ■ 米ドル高が引き続き逆風となる公算大
中国	<ul style="list-style-type: none"> ■ 政策当局は経済成長により重点を置き、規制や信用状況を緩和している ■ 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 ■ 業績見通しが底入れし、バリュエーションも割高感がない中、今年の共産党大会を控え中国株は魅力的 ■ インフレ圧力は西側諸国よりはるかに落ち着いている 	<ul style="list-style-type: none"> ■ 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 ■ 不動産セクターの資金調達難が示すようにリスク回避姿勢が明らかであり、同セクターにおける勝者と敗者の見極めが困難 ■ 外資の大量流入で人民元高が続き、金融状況が引き締まっている ■ 2022年は政治リスクの高まり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。資金需要の低迷が続けば、金融政策の効果は低い可能性も
日本	<ul style="list-style-type: none"> ■ 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引き続き魅力的 ■ 経済データは予想を下回っているが、新型コロナ感染者数減少を受けてサービス・セクターは急回復。設備投資も前年比で大きく伸びる見通し ■ 財政要因が今年は追い風になる 	<ul style="list-style-type: none"> ■ オミクロン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最も悪影響を受けやすい ■ 岸田首相が前任者と比べ、市場に優しくない政策を目指す姿勢を見せ、予想外の政治リスクが再浮上 ■ 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	<ul style="list-style-type: none"> ■ 国内消費指標はロックダウン（都市封鎖）からの急回復を示唆。労働市場は上振れ ■ 低い在庫水準や設備投資計画の上方修正は経済活動が上昇トレンドにあることを裏付け ■ オーストラリア準備銀行（RBA）は市場が現在織り込んでいよりもハト派的な姿勢。利上げサイクルの鈍化は市場にとってポジティブ・サプライズとなる可能性も 	<ul style="list-style-type: none"> ■ 鉱山投資も豪ドルと同様、低迷が続く。コモディティ価格に対する弱気の見方から企業も投資家も慎重姿勢を継続 ■ 資金コストの上昇で消費者は高額商品の購入を先送り ■ 前半に連邦議会選挙を控え政治リスクが水面下で高まる ■ 時価総額の大きい銀行セクターはシェア獲得競争が激化しており、利益率や業績が圧迫されている
新興国	<ul style="list-style-type: none"> ■ 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 	<ul style="list-style-type: none"> ■ ワクチン接種率が低いことから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 ■ 米ドル高が引き続き逆風となる見込み

		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 ▲			■	
	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。

2022年は成長鈍化、中央銀行の引締め、新型コロナ関連の不透明感の再燃などでより厳しい環境となり、前年比の業績成長はより困難になる。バリュエーションの高止まりや金利上昇がさらなる逆風となる可能性も。

世界的な金融引締めとインフレ圧力の高止まりから利回りに上昇圧力がかかることから、デューレーションを短めに保つスタンスが望ましい。社債セクターのファンダメンタルズは引き続き良好。利回りの優位性が引き続きサポート材料となる見込みだが、バリュエーションの上昇余地は限定的。

バリュエーションが高い状況下でFRBの引締め、インフレ圧力の高止まり、財政刺激策の後退、利益成長鈍化などの逆風を受ける。しかし、繰越需要や高水準の貯蓄が引き続き下支えとなる見込み。

景気回復が続く中、景気敏感なセクター特性やサプライチェーンのボトルネック緩和がプラス材料。中国経済も底入れした模様だが、オミクロン株の出現により先行きはより不透明に。

ロックダウン継続、エネルギー価格高止まり、供給のボトルネック、中国の需要減退、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、足元の財政刺激策、良好な世界貿易見通し、コーポレートがバナンスの改善が追い風となるが、変異株の出現により国内経済再開が遅れる可能性も。

バリュエーションは非常に魅力的で、中国の経済成長も安定してきた様子。2022年はサプライチェーンの懸念が薄れ、ワクチン接種率が引き続き高まるにつれ、世界貿易が改善する見通し。しかし、変異株への不透明感により短期的には景気回復の進捗が遅れる可能性も。

景気敏感特性を持つバリュエ株は繰越需要、高い貯蓄率、潜在的な設備投資やインフラ投資による景気の強さが追い風。しかし、現在のバリュエーションからグロース株の上値余地は限定的なことから、質の高さを重視する姿勢が望ましい。

小型株は経済成長、魅力的な相対バリュエーション、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賃金上昇が利益率を圧迫する可能性があり、質の高さを重視する姿勢が望ましい。

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いている面はあるものの、小型株のバリュエーション面での遅れの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から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。

オミクロン株発見などを背景に、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重視しているものの、社債へのアロケーション原資としてオーバーウェイトを若干削減。

オミクロン株への警戒緩和と主要国の金融緩和終了局面入り観測で想定外の金利上昇となったものの、日銀はイールドカーブ・コントロールを続け、金利の変動余地は引き続き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して上昇。社債は良好なファンダメンタルズや利回りスプレッドに対する需要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。

中央銀行の慎重な利上げ姿勢やインフレ率上昇によりイールドカーブのスティープ化の可能性がある。FRBの引き締めやコロナ関連の不透明感のため米ドルは上昇傾向となる可能性が高い。

トレンドを上回る成長とインフレ高止まりによって利回りに引き続き上昇圧力がかかる見込みだが、米長期国債はリスクオフ環境におけるヘッジを提供する可能性がある。

繰越需要や供給制約からインフレ圧力は引き続きFRBの目標レンジを上回る水準で推移する見込み。インフレ連動債はインフレ上振れに対するヘッジを提供。

信用ファンダメンタルズは引き続き良好で、デフォルト・リスクは依然として低いが、スプレッドが狭いため、一段の上値余地は限定的。

デュー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。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となる見通し。需要が高まる中、新発債のクオリティには慎重姿勢。

低金利環境では魅力的なキャリーを提供。しかし、新興国は引き続きFRBの引き締め、財政圧力、新型コロナ懸念、中国関連の不透明感の影響を受けやすい。

多くの新興国中央銀行が足元で利上げに踏み切り、利回りは依然としてやや魅力的。しかし、中国関連のリスク、中央銀行の引き締め、米ドル高、インフレ高止まりが目的的には逆風。

双子の赤字拡大などの構造的な米ドルマイナス要因よりも、金融緩和局面終了という短期的な米ドル支援材料が当面は重視される見込みだが、安全通貨としての円選好も折に触れて意識される展開。

オミクロン株の感染拡大を受けたロックダウン措置の継続と、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、マイナス金利、それにもかかわらずリスクイベントにせい弱い特性などから、アンダーウェイトを維持。

豪州内ではオミクロン株によりコロナ感染は再拡大しているものの、根強い資源需要に支えられた典型的リスクオン通貨として、また、米国に追随した豪中銀の利上げ早期化観測などから底堅い展開を予想。

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

202201-1993472