



# 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4月

## 1 市場見通し 2022年3月31日時点

- 地政学リスクと長引く新型コロナウイルスの影響により世界経済の成長期待が低下する一方、既に高水準のインフレに一段の上昇圧力をかけている。
- 成長期待が弱まる一方、数十年ぶりの高インフレ抑制のため、先進国の中央銀行は金融引き締めを推し進めると予想され、特に米連邦準備理事会（FRB）は最も積極的な計画を進めている。欧州中央銀行（ECB）が予定より早く資産購入を終了し、利上げ開始を示唆する一方、日本銀行は低金利政策を続ける姿勢を崩していない。
- 新興国の中央銀行がインフレ抑制と通貨防衛のため引き締め傾向を維持する一方、中国は景気刺激のため引き続き逆方向に向かっている。
- グローバル市場の主なリスクには、地政学的懸念の高まり、慢性的な高インフレ、中央銀行の政策ミス、中国での新型コロナ感染拡大が世界経済成長とサプライチェーンに及ぼす影響が挙げられる。

## 2 ポートフォリオ・ポジショニング 2022年3月31日時点

- バリュエーションは足元のピークから調整してきたが、FRBの積極的な引き締めとインフレ長期化の懸念がある中、成長鈍化と収益見通しを踏まえ、株式はアンダーウェイトを継続。債券では、引き続きキャッシュをオーバーウェイト。
- 株式では、不透明感が強まっているため、インフレ圧力が予想以上に長引く事態へのヘッジとして、グローバル株式内で実物資産株式を追加。
- 債券では、足元で利回りが上昇したものの、世界的な経済成長鈍化が見込まれる中で、国内債券のアンダーウェイト幅を縮小。
- 高水準のボラティリティが続く中、流動性を注視しつつ、短期インフレ連動債や、依然ファンダメンタルズの見通しが良好な変動金利バンクローン、ハイイールド債のオーバーウェイトを通じ、デューレーションが短く、利回りの高いセクターを引き続き選好。

## 3 市場テーマ 2022年3月31日時点

### 終わりの始まり？

債券は低インフレと金利低下に支えられ、インカムに加えて価格上昇という追い風が吹いたことで40年以上にわたり強気相場が続いてきました。しかし、それもついに終わろうとしているかもしれません。デューレーションの長期化で高まった金利感応度と、依然利回りは低く金利上昇による値下がり相殺するインカムがほとんど得られないことから、債券投資家にとって特に厳しい時期になるでしょう。FRBはこれまで数々の危機に見舞われながらも、必要な時に積極的に行動し、インフレを煽らないという警戒を享受してきましたが状況は変化しました。新型コロナウイルスとロシア・ウクライナ危機という供給面に影響を及ぼす外的要因によって、物価が急上昇し、FRBは数十年振りの戦いを迫られています。市場はFRBが年内のインフレ抑制対応として引き締め姿勢を今のところ堅持すると考えているようですが、一方で来年末にも利下げに転じる可能性も見ており（図表1）、債券にとって不人気の時代は長く続かないかもしれません。

### 歴史の教訓

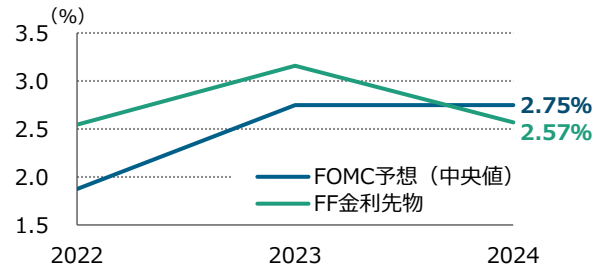
数十年來のパンデミック（感染症の世界的大流行）の影響を克服する戦いが続いていますが、過去の他の時期と同様、我々は現在新たな試練に直面しています。新型コロナウイルス変異株の出現がサプライチェーンの問題を長引かせ、インフレに拍車をかけていますが、わずか数か月前は「これらの問題は一時的」と予想されていました。不幸なことにロシアによるウクライナ侵襲という1939年の第二次世界大戦開始以来の悲劇が起こり、インフレ・リスクと経済の不確実性を高めています。また1973年のオイルショック時のような「スタグフレーション」の懸念も急速に台頭してきました。当時米国ではインフレが高進し、FRBが前代未聞の利上げを実施し、その後景気後退に陥りました（図表2）。当時と比較して世界は大きく変化し、課題も異なりますが、歴史が繰り返す可能性もあります。スタグフレーションは我々の基本シナリオではありませんが、テールリスク・イベントの可能性が高まっており、警戒が必要です。

### 円安はどこまで進むのか？

円安が続いています。もともと米ドル円では、2015年6月に日銀の黒田総裁が進行中の円安にくぎを刺す発言をし、その後、「黒田ライン」として米ドル円レートの心理的な上値めどとなった1米ドル＝125円台が節目と目されていましたが、足元では日米の金融政策の方向性の違いや金利差拡大を反映し、4月には一時黒田ラインを超えて円安が進みました（図表3）。ファンダメンタルズ面からは、日本の主要輸入品目である資源・エネルギーの価格高騰が円安と同時進行していることから、貿易収支の悪化がスパイラル的に円安を加速させるリスクが指摘できます。一方で、政府がこの先の節目である2002年の135円、1998年の147円まで放置するとは市場ではみられておらず、さらなる円安進行による輸入物価上昇や実体経済への悪影響を押しとどめようとする当局からのけん制発言の強まりや、円買い介入の「実弾」投入への警戒感も強まってくるでしょう。

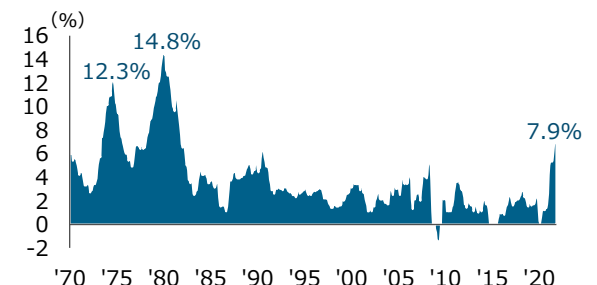
（図表1）FFレート予想

2022年3月31日時点



（図表2）米消費者物価指数（CPI）の前年比上昇率

2022年3月31日時点



（図表3）日米の金利差と米ドル／円レートの推移

2022年4月18日時点



出所：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。

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。

## 4 各国・地域の経済環境

2022年3月31日時点

### ポジティブ

### ネガティブ

#### 米国

- 企業と家計の強固なバランスシート
- サービスと設備投資に対する繰越需要

- 非常に高いインフレ率
- FRBによる急激なペースでの引き締め
- サプライチェーン問題が経済活動を制約
- 割高な株式のバリュエーション

#### 欧州

- 財政出動の拡大
- 株式のバリュエーションは米国に比べて魅力的

- ロシア・ウクライナ危機でエネルギー不足に拍車がかかる公算大
- サプライチェーン問題とエネルギー不足が鉱工業生産を圧迫
- 利益成長を牽引する長期要因が乏しい
- 米ドル高が引き続き逆風となる見込み

#### 日本

- 日本株は良好な相対バリュエーション、健全な収益期待から引き続き魅力的
- 財政による下支えと緩和的な金融政策を背景に景気回復が続く見通し
- 輸出セクターにとって円安が原油高の悪影響を相殺する可能性がある

- 供給不足と投入コスト増で景気先行指標は引き続き低迷
- 国内の経済活動にとって逆風となる水準まで円安が進みつつある
- コモディティ価格上昇、円安、通信費の値上げ、賃上げ交渉への期待を考慮すると、インフレ圧力は過小評価されている可能性がある

#### 新興国

- 中国のGDP成長目標が確認され、より支援的な政策環境を示唆
- 株式のバリュエーションは米国に比べて魅力的

- アジアでの新型コロナ感染拡大が経済活動を圧迫
- 中国の規制行動が投資家心理に影響
- サプライチェーン問題、地政学リスク、コロナ対策の各種制限が世界貿易に引き続き影響を与えている
- 中央銀行の緩和姿勢が後退している

#### 中国

- 政策当局は成長目標達成のため、より大型の景気刺激策を行う必要がある
- 投資家心理は低調でポジションも低く、中国株はバリュエーションが魅力的な中、逆張りの観点から中期の投資対象として妙味も
- 不動産セクターの問題、株式の海外上場、規制面の不透明感、地政学リスクはいずれも認識されており、程なく対策が取られる可能性が高い

- 新型コロナ感染者急増でゼロ・コロナ政策は正念場を迎え、人流指標に深刻な影響を与えている
- 投資家、消費者ともに、国内センチメントやリスク許容度を再浮上させる口先だけでない政策を期待
- 不透明な環境下、収益モメンタムはまだ底入れしていない

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。

		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				これらの見解は、向こう6～18ヵ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を主観的に評価したものです。
	株式 ▲		■		バリュエーションは足元のピークから調整してきたが、FRBの金融引き締め、景気下振れやインフレ長期化が懸念される中、一段と切り下がる可能性が残る。
	債券 ▼			■	中央銀行の引き締めとインフレ高止まりの中、金利は上昇傾向。成長見通しに基づく一段の上昇余地は限られ、デレレーションが短いセクターを避好。信用ファンダメンタルズは良好だが、不安定な展開が続く可能性がある。
	地域				
	米国		■		高いバリュエーションは足元のピークから調整してきたが、FRBの金融引き締め、慢性的なインフレ、地政学リスクが引き続き逆風。米国市場のグロース特性から、金利がさらに上昇した場合、一段と影響を受けやすい。
	欧州		■		バリュエーションは魅力的だが、ロシア・ウクライナ危機がエネルギー価格上昇や金融制裁の影響のため重大なリスクとなる。
	日本 ▼			■	魅力的なバリュエーション、足元の財政刺激策、金融政策による下支え、コーポレートガバナンスの改善が追い風に。円安はパフォーマンスの逆風となっているが、これから安定する可能性も。
	新興国（除く中国）		■		バリュエーションは魅力的。中国での新型コロナ感染者急増が当面逆風だが、大規模な政策支援が見込まれるため、中期見通しはより魅力的。
	中国			■	GDPの成長目標達成のため、さらなる景気刺激策が予想され、バリュエーションは依然魅力的。
	スタイル、時価総額				
株式	グローバル グロース (vs. バリュエーション)		■		バリュエーションの相対バリュエーションは依然魅力的だが、グロース株とのバリュエーション・ギャップは縮小し、景気敏感株の見通しは悪化。グロース株のバリュエーションは割高感が薄れてきたが、潜在的な金利上昇と業績鈍化が引き続き下押し材料に。
	米国 小型 (vs. 大型)			■	小型株は魅力的な相対バリュエーションとなお強い利益成長を提供。しかし、投入コストの高止まり、賃金上昇圧力、市場ボラティリティの上昇がパフォーマンスを圧迫する可能性も。質の高い銘柄重視の姿勢が望ましい。
	日本 小型 (vs. 大型)			■	グローバルな景気モメンタムの鈍化の影響を大型株が受けやすい一方、国内の経済再開の恩恵などから内需系銘柄主導で小型株の出遅れ修正余地は健在と判断。
	インフレ敏感セクター				
債券（円ヘッジ付）・キャッシュ	実物資産株式 ▲		■		実物資産はインフレに対する魅力的なヘッジを提供。コモディティのバリュエーションは高いが、供給不足は短中期的に続く公算大。賃金が上昇する中、不動産は引き続き魅力的だが、金利上昇に対して多少の脆弱性も。
	キャッシュ ▼			■	株式、債券ともに世界的に不安定な展開が続く中、次の投資機会を待つ待機資金およびリスク抑制手段としてオーバーウェイトとしているものの、当月は引き続き国内債券に一部をシフト。
	国内債券 ▲		■		海外に追従して利回りが上昇したものの、世界的な成長モメンタムの鈍化が見込まれるうえ、日銀のイールドカーブ・コントロール継続姿勢が確認できたこともあり、水準は低いながら、今後の低下に期待。アンダーウェイト縮小を継続。
	米国投資適格公社債 ▼		■		米国短期金利がFRBの引き締めに応じた上昇を続ける可能性がある一方、長期金利は成長鈍化とインフレ高止まり、地政学的混乱に左右される展開。最近のスプレッド拡大から相場が反発し、スプレッドは投資妙味に欠ける水準へと再び縮小。
	グローバル 投資適格公社債		■		中央銀行の引き締め姿勢が後退し、相対価値が高まる可能性がある。米ドルはFRBの引き締めと安全資産への逃避が引き続きサポート材料。
	米国長期国債 ▲		■		長期金利が上昇し、リスクオフ・シナリオではポートフォリオのバランスを取りやすくなったが、インフレの高止まりが続く場合、依然下振れリスクがある。
	インフレ連動債			■	地政学リスクやサプライチェーン問題が続き、FRBの金融引き締めによってインフレが抑制されない場合、ヘッジを提供する。
	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なお良好で、デフォルト・リスクは依然低く、コモディティ価格の高止まりが引き続きサポート材料。しかし、地政学リスク、インフレ、成長懸念のため、スプレッドのボラティリティは続く予想される。
	変動金利バンクローン			■	デレ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。足元のアウトパフォーマンスから、相対バリュエーションの魅力が低下。
	米ドル建て新興国ソブリン債		■		新興国債券は依然魅力的な利回りを提供するが、財政圧力、広範な市場ボラティリティ、新型コロナへの懸念、中央銀行の金融引き締めなどが圧迫材料。
通貨	米ドル（対円） ▼		■		原油・天然ガスの輸入依存度の差に加え、日米の金融政策の方向性の違いや金利差拡大は引き続き米ドル支援要因とみるが、参院選を前に1米ドル＝125円の「黒田ライン」近傍では日本の政府当局からけん制が強まる可能性大と判断し、いったんオーバーウェイトを解消。
	ユーロ（対円）		■		資源価格の高騰や供給制約、需要の冷え込みといったロシア・ウクライナ危機や対ロ制裁の直接のマイナス・インパクトの一方で、ECBのインフレ対応重視への姿勢の変化が下支えする公算。
	豪ドル（対円）		■		リスクオン通貨・資源国通貨に対する市場の選好の強まりと豪中銀のタカ派シフトが支援材料だが、これまでの上昇で、そうした好条件を相応に織り込んだ可能性大と判断。

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。





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



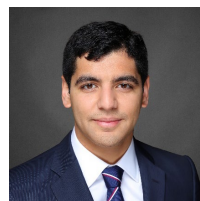
Thomas Poullaouec  
マルチ・アセット・ソリューションズ  
APAC 責任者



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  
インターナショナル・  
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](http://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 2022 FactSet. すべての権利はファクトセットに帰属します。

BLOOMBERG®及びブルームバークの指数は、ブルームバーク・ファイナンスL.P.と指数の管理者であるブルームバーク・インデックス・サービス・リミテッド（“BISL”）を含む子会社（総称してブルームバーク）のサービスマークで、許可を得て使用しています。ブルームバークはティー・ロウ・プライスの関連会社ではなく、ブルームバークは当商品を承認、支持、精査、推奨するものではありません。ブルームバークは、当商品に係るデータや情報の適時性、正確性、完全性を保証するものではありません。

### 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

202204-2154617