



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3月

1 市場見通し 2022年2月28日時点

- 世界経済は減速するものの、依然としてトレンドを上回る見込みである。インフレは次第に弱まる見通しだが、ロシアによるウクライナ侵攻によってインフレの低下に時間がかかる可能性がある。
- 地政学リスクの高まりが景気に及ぼす影響が懸念される中、米連邦準備理事会（FRB）は2022年3月に利上げを行う見込みで、欧州中央銀行（ECB）も資産購入を抑制するなど、先進国の中央銀行は現状維持の日本銀行を除き、引き締めに向かっている。一方、新興国の中央銀行は対米ドルでの自国通貨防衛と、インフレ抑制を目的に利上げを迫られる可能性も。
- 中銀の引き締めに伴い短期金利が上昇する一方、長期金利は景気減速懸念やインフレ圧力、リスクオフ姿勢に左右される展開。
- グローバル市場の主なリスクには、ウクライナ紛争、高止まりしているインフレのさらなる上振れ、中央銀行の政策ミス、コロナ変異株の出現、中国経済の下振れが含まれる。

3 市場テーマ 2022年2月28日時点

混沌と帰結

ロシアのウクライナ侵攻は世界を震撼させました。まず心配されるのはウクライナの人々への被害ですが、その影響は世界中に及んでいます。欧州は第二次世界大戦以来の混乱に見舞われ、市場がその影響を把握しようとする中、相場が乱高下するのは意外ではありません。ウクライナ侵攻を受け、西側諸国は協調してロシアの銀行、中央銀行、国債を標的にした制裁措置を打ち出し、その結果、ルーブルが急落しており（図表1）、ロシア経済に壊滅的な打撃を与える可能性があります。しかし、欧州、とりわけドイツはロシアのエネルギー供給への依存度が高く、コロナ禍下の高インフレにエネルギー価格の高騰が追い打ちをかける恐れがあるため、当資料の執筆時点ではロシアのエネルギー企業は制裁対象から外れています。紛争が続くにつれ、その影響は広範囲に及ぶ可能性があり、世界経済の成長の重しとなり、特に紛争地域はエネルギーや穀物の主要産地であるため、インフレをさらに加速させる可能性があります。

投資スタイルの盛衰

2022年の株式市場は高インフレとFRBの利上げ観測に直面する波乱の幕開けとなり、そこにロシアによるウクライナ侵攻という地政学的問題が勃発したため、S&P500指数は年初から約8%下落しました。下落局面が続く中で注目すべき点は、グロース株の相対的なアンダーパフォームが続いていることです。一般的にリスクオフ局面ではグロース株はディフェンシブな特性を持つと見られています。しかし、ラッセル1000バリュエーション指数の年初来の下落率が3%にとどまるのに対し、ラッセル1000グロース指数は14%以上も下がっています。その背景には、既に高止まりしていたインフレがさらに悪化し、FRBのより積極的な引き締めにつながる懸念があります。景気敏感な特性を有するにも関わらずバリュエーション株は比較的底堅く推移していますが、プラス寄与のほとんどがラッセル1000バリュエーション指数の15%を占めるエネルギーセクターによるもので、同セクターは年初来て30%近く上昇しています（図表2）。ウクライナでの紛争が続く中、投資家や中央銀行がインフレ圧力の高まりと景気鈍化、スタグレーションの可能性を評価する状況で、グロース株、バリュエーション株といった考え方は過去のものとなるかもしれません。

世界景気のモメンタム鈍化を受け、国内株式の見通しの下方修正に着手

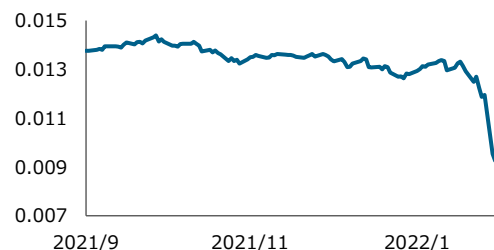
ティール・ロウ・プライスの日本ならびにグローバルのアセット・アロケーション・コミティでは、昨年前半から、「景気はなお堅調ながらモメンタムは徐々に鈍化」と見込み、リスクとリターンバランスの悪化を避けるため株式全体のアンダーウェイト幅を段階的に拡大させるなどの対応を行ってきましたが、実際にOECDの景気先行指数は昨夏に最近のピークをつけ、緩やかながら低下傾向をたどっています（図表3）。そのような中、今回2月末には、グローバル経済の動向に敏感な日本の株式への配分を引き下げて債券を引き上げたほか、通貨見直し変更の結果シンプルに円安・米ドル高を見込むポジションへと変更しました。現状では世界の景気は依然として底堅く、すぐに腰折れするとは見ておりませんが、その後もロシアのウクライナ侵攻と西側諸国による制裁を受けた資源コスト高や投資抑制などの影響が高まっており、国内資産や為替の動向には今後も警戒が必要と見られます。

1 ラッセル1000指数を使用。出所：ロンドン証券取引所グループ・ビーエルシーおよびそのグループ企業。後記の追加ディスクロージャーをご確認ください。
出所：ブルームバーグ・ファイナンス L.P. ファクトセット（財務および分析のデータの著作権はファクトセットに帰属します）。
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。
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。

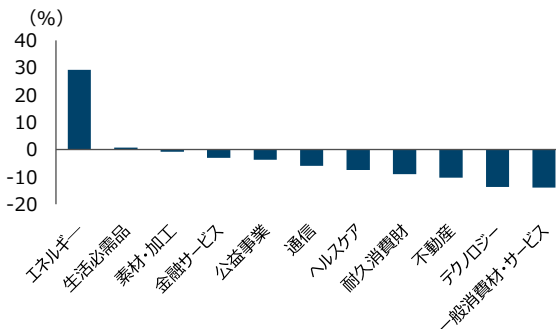
2 ポートフォリオ・ポジショニング 2022年2月28日時点

- バリュエーションは直近のピークから調整してきたが、FRBの利上げ積極姿勢やインフレ懸念が広がるなか、成長と利益見通しの鈍化から株式は引き続きアンダーウェイトに。債券では、長期金利が依然上昇傾向にあるため、キャッシュを引き続きオーバーウェイト。
- 株式では、バリュエーション株は大幅にアウトパフォームしたことから、利益を確定し、米国とグローバル（除く米国）のバリュエーション株のオーバーウェイトを縮小、コア株式の配分を増加。
- 債券においては、ボラティリティが高い中、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ン、ハイイールド債のオーバーウェイトを通じ、デュレーションが短く、利回りが高いセクターを引き続き選好。

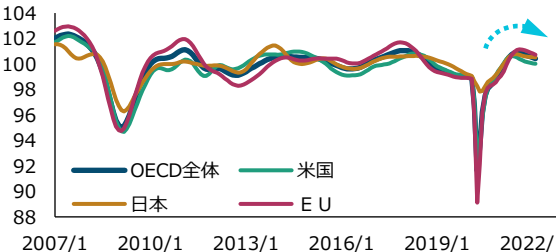
（図表1）ロシア・ルーブルの対米ドル・レート
2022年2月28日時点



（図表2）株式のセクター別年初来リターン¹
2022年2月28日時点



（図表3）OECDの景気先行指数
2022年2月28日時点



ポジティブ

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

ネガティブ

- FRBは早いペースで金融引締めを行う見通し
- 割高な株式と債券のバリュエーション
- サプライチェーンの問題が経済活動を制約
- 非常に高いインフレ率
- 財政刺激策の効果はピークを越えた

欧州

- 財政出動の拡大
- 緩和的な金融政策を継続
- 株式のバリュエーションは米国に比べて魅力的

- ウクライナ危機はエネルギー不足に拍車をかける可能性が高い
- 鉱工業生産はサプライチェーンの混乱により圧迫される
- 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
- リスクオフ環境下でも、円は引き続き割安で、企業の競争力を依然として高めている

- 景気先行指標はオミクロン株の感染拡大、供給不足、投入コストの上昇などで悪化しつつあるも、一時的な兆候である可能性も
- 岸田首相が前任者と比べ、市場に好意的で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
- コモディティ価格の上昇、通信費の値上げ、賃上げ交渉への期待を考えると、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

- 株式のバリュエーションは米国に比べて魅力的
- 新型コロナワクチンの接種率が急速に高まっている

- 世界貿易はサプライチェーンの問題、地政学リスク、新型コロナ関連の規制の影響を依然として受けている
- 米ドル高が引き続き逆風となる見込み
- 中銀の金融緩和姿勢は後退している

中国

- 金融状況の緩和に伴い、適正なペースでシステムに資金が流入し始めている
- 冬季五輪、新型コロナ感染拡大、不動産関連の信用不安が原因で景気は短期的に軟化していたが、今後は再加速する可能性が高い
- 将来の収益に対する期待が底を打ち、バリュエーションもあまり高くないため、中国株は今年の共産党大会を前に魅力的な投資機会に

- コモディティ価格の上昇が既に慎重な消費者行動に影響を及ぼす可能性がある
- 不動産セクターの問題が解決するまで、リスク回避志向が継続する見込み
- 堅調な経常収支を背景に人民元高が進み、金融状況は引き締まっている

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。
	株式 ▼		■		バリュエーションは直近のピークから調整してきたが、FRBのタカ派姿勢と欧州経済の低迷の可能性もあるため、一段と低下しかねない。賃金や投入コストの上昇が潜在的な逆風となり、利益は引き続き増加するがペースは鈍化する見通し。
	債券 ▲			■	世界的に金融引き締めへ転換しつつあり、高止まりしたインフレ圧力によって利回りに上昇圧力がかかることから、デレートの短期化スタンスが望ましい。クレジット・セクターのファンダメンタルズは依然良好。足元のリスクオフ環境でバリュエーションが改善。
	地域				
	米国		■		高止まりしていたバリュエーションもピークから調整してきたが、FRBの引き締め、高インフレ、地政学リスク、利益成長ベースの鈍化などが引き続き逆風。グロース株の比率の高さから金利上昇の影響を受けやすい。
	欧州		■		景気敏感株の多さや妥当なバリュエーションは魅力的だが、ウクライナ紛争がエネルギー・コストの上昇や金融制裁の影響など重大なリスクをもたらす。
	日本 ▼			■	魅力的なバリュエーション、足元の財政刺激策、世界貿易の堅調な見通し、コーポレートガバナンスの改善が追い風となるものの、グローバル経済の動向に敏感な性質を踏まえて配分を若干引き下げ。
	新興国 (除く中国)			■	ロシア・ウクライナ情勢の激化によって食料やエネルギーにインフレ圧力が加わる一方で、経済活動再開のテーマは継続。
	中国			■	政策緩和、魅力的なバリュエーション、業績見通しの改善はいずれも好材料。ゼロ・コロナ政策のシフトと不動産セクターへのサポートの潜在的な兆候に注目。
	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) ▲		■		バリュエーションは依然として魅力的だが、循環的な追い風の減速や地政学リスクの高まりに直面している。グロース株のバリュエーションは低下したが、なお高水準にあり、金利上昇と業績成長ベースの鈍化の影響を引き続きうける可能性がある。
	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、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、賃金上昇圧力、市場ボラティリティの高まりがパフォーマンスを圧迫する可能性がある。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、国内の経済再開や景気回復の恩恵などから、内需系銘柄主導で小型株の出遅れ修正時期到来と判断。
インフレ敏感セクター					
	実物資産株式		■		需給不均衡や地政学リスクの高まりがエネルギー価格を押し上げているが、価格上昇が米国のシェールオイルなどの増産を促し、現在の供給不足が相殺される可能性がある。不動産は景気回復の点から引き続き魅力的だが、金利上昇の影響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 ▼			■	株式、債券ともに世界的に不安定な展開が続く中、次の投資機会を探る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、当月は国内債券に一部をシフト。
	国内債券 ▲		■		海外の影響から相応に金利上昇したものの、主要中銀の中で日銀の緩み継続姿勢は際立っている。イールドカーブ・コントロールで10年債利回りの変化幅が縛られる中、利回りの水準は低いものの上昇よりも低下の余地が期待される水準に到達したと判断。アンダーウェイトを縮小。
	米国投資適格公社債		■		FRBの引き締めが見込まれ、短期金利は上昇が予想される一方、長期金利はなお高い経済成長ベース、根強いインフレ、地政学的混乱に左右される展開。社債のバリュエーションはやや割安になったが、過去の水準に比べるとなお魅力が乏しい。
	グローバル 投資適格公社債		■		インフレ高止まりで金利上昇の可能性が高いが、ウクライナ危機に伴う景気悪化懸念が金利上昇を抑えるかもしれない。FRBの引き締めと安全な逃避先としての役割が米ドルをサポート。
	米国長期国債		■		FRBの引き締めと投資家のリスク警戒姿勢により長期金利の大幅上昇は予想しづらいが、インフレの高止まりが続く場合は、大幅上昇の可能性も残る。
	インフレ連動債			■	ウクライナ危機により高インフレが続けば、インフレ連動債はヘッジを提供するが、FRBが引き締め体制にあるため、インフレは抑制される見込み。
	グローバル ハイイールド社債			■	社債のファンダメンタルズはなお良好で、デフォルト率は依然低いが、金利上昇懸念とリスク警戒姿勢が予想される中、スプレッドのボラティリティは引き続き高い。
	変動金利バンクローン			■	デレート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。
通貨	米ドル建て新興国ソブリン債		■		リスク警戒姿勢から利回りが上昇するにつれ、バリュエーションはより魅力的に。新興国は財政圧力、広範な市場のボラティリティ、コロナ感染拡大、中国経済減速、中央銀行の引き締めなどの逆風を依然受けている。
	米ドル (対円)			■	ウクライナ情勢などの地政学リスクを受けた安全通貨選好は、米ドル、日本円でイーブン。また、当面は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、米国の利上げ加速による日米金利差拡大という潜在的な米ドル支援材料が注目されやすいと見られる。
	ユーロ (対円) ▲		■		ここ数か月のユーロ安で、天然ガス価格高騰や供給制約による輸出の低迷といった悪材料が概ね織り込まれたと見られるほか、ECBの緩和姿勢の後退もユーロを下支えすると見込み、アンダーウェイトを解消。
	豪ドル (対円)		■		世界的な金利上昇や株式市場の不安定化を受けた「リスクオン」通貨選好後退というマイナス材料と、資源国通貨選好の強まりというプラス材料が拮抗。豪中銀も当面は静観を維持すると見られる。

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。

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



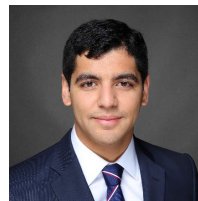
Thomas Poullaouec
マルチ・アセット・ソリューションズ
APAC 責任者



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
国際的・
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 2022 FactSet. すべての権利はファクトセットに帰属します。

BLOOMBERG®及びブルームバーグの指数は、ブルームバーグ・ファイナンスL.P.と指数の管理者であるブルームバーグ・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グ) のサービスマークで、許可を得て使用しています。ブルームバーグはティー・ロウ・プライスの関連会社ではなく、ブルームバーグは当商品を承認、支持、精査、推奨するものではありません。ブルームバーグは、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。

ロンドン証券取引所グループ・ピーエルシー及びそのグループ企業 (以下「ロンドン証券取引所グループ」または「LSE Group」)。©LSE Group 2022. Russell 1000® (ラッセル1000) は、ロンドン証券取引所グループのメンバー企業の登録商標であり、使用許諾ライセンスのもと使用を許諾された者が使用しています。ラッセル1000に関するすべての権利は、ラッセル1000を保有するロンドン証券取引所グループのメンバー企業に帰属します。ロンドン証券取引所グループ及びその使用許諾者のいずれも、ラッセル1000の誤記・脱漏について一切責任を負わず、いかなる当事者も当資料に含まれるラッセル1000に依拠することはできません。ラッセル1000を保有するロンドン証券取引所グループのメンバー企業の書面による同意なく、ロンドン証券取引所グループから得られたデータの再配布は認められません。ロンドン証券取引所グループは、当資料の内容を宣伝、後援または推奨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

202203-2084251