



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6月

1 市場見通し 2022年5月31日時点

- 世界経済は下降トレンドにあるが、労働市場関連などの足元の経済指標は地政学的緊張、供給制約、流動性縮小という逆風下でも底堅さを見せている。
- 米連邦準備理事会（FRB）は引き続き金融引き締め政策にコミットしており、利上げペースの加速を示唆した。欧州中央銀行（ECB）が脆弱なマクロ環境下で資産購入の終了と利上げ開始の方針を伝える一方、日本銀行はイールドカーブ・コントロール政策を堅持している。
- 新興国中銀が物価高騰と通貨安に対処するため引き締め政策を継続しているのに対し、中国の政策はゼロコロナ政策による景気減速に対応するため引き続き反対方向に動いている。
- グローバル市場の主なリスクには、中央銀行の政策ミス、インフレ高止まり、ウクライナ情勢によるコモディティ市場への影響、経済指標の急減速、新型コロナウイルス関連のロックダウン下での中国の経済運営が含まれる。

3 市場テーマ 2022年5月31日時点

今のところ景気は底堅い

数十年ぶりの高インフレと景気成長の鈍化から、投資家はFRBの対応が遅れたことで景気後退を招かず積極的にインフレに対処できるか疑問視しています。現在、すでに2回の利上げが実施され、今後は引き締めペース加速の可能性があります。足元の指標は景気全般が底堅く推移していることを示唆しています。1-3月期は予想外に1.5%のマイナス成長となりましたが、貿易や在庫の一時的混乱による異常値と思われ、個人消費や設備投資による経済の下支えは健在です。経済成長の鈍化が予想されているとはいえ、2022年通年ではコロナ前の平均に近い2.6%のプラス成長が見込まれます。インフレも一部でピークアウトの兆しが見られ、最近の指標は生産者物価や賃金の上昇鈍化を示唆しています（図表1）。難局を脱したとは言えない状況ですが、総合CPI上昇率は年末に6%近い水準に落ち着くと予想され、景気後退やスタグフレーションの回避は可能かもしれません。

グロース株の復活？

グロース株は低成長下でバリュース株を10年以上アウトパフォームした後、新型コロナウイルスの感染拡大に伴うロックダウンによる巣ごもり需要の恩恵から株価が急上昇し、バリュース株が記録的な水準まで高まりました。しかし、今年に入ってから、FRBが積極的な金融引き締めで数十年ぶりの高インフレに対し、金利が急騰する中、グロース株の劣後が続いています（図表2）。しかし、株価急落によりグロース株のバリュース株はより適切な水準に下がり、経済成長期待が後退し、金利上昇も大方織り込まれたようで、歴史的にはこのような局面の後にはグロース株がアウトパフォームする傾向があります。前年比ではまだ業績回復に見劣りがあることやFRBの政策に関する不透明感などの課題は残りますが、エネルギー価格や金利の上昇など、バリュース株にとっての追い風の多くはピークアウトしつつあるようで、グロース株が優位に転じることも考えられます。

日米の実質金利格差の拡大が円安圧力に

日米の5年国債を例に取って、利回りをインフレ連動（IL）債の利回り（すなわち実質金利）と、市場のインフレ期待を表すブレイク・イーブン（BE）インフレ率（＝国債利回り－IL債利回り）に分解し、比較してみました（図表3）。まず米国では、今年3月の米利上げ開始以降、インフレ上昇に歯止めがかかっていないにもかかわらずBEインフレ率は低下傾向にあり、実質金利の方が利上げ観測を織り込んで急上昇しています。片や日本では、BEインフレ率が最近になって上昇基調にあるうえ、日銀のイールドカーブコントロール（YCC）政策の影響で5年債利回りも上昇が抑えられているため、足元の実質金利は「米国とは逆に低下を余儀なく」されています。これは「日本ではコロナ禍にあった期間よりも足元の方が金融緩和の度合いが高まっている」ことを意味しており、この金融引き締めを急ぐ海外諸国との実質金利の格差が、為替市場で円安が進行した背景の一つとなったと考えられます。

出所：ブルームバーグ・ファイナンス L.P.、ロンドン証券取引所グループ FTSEラッセルに関する情報は追加ディスクロージャーをご覧ください。1 米国GDPは対前四半期成長率を表示。米個人消費支出価格指数は対前年比変化率を表示しています。2 ラッセル1000グロース指数とラッセル1000バリュース株指数のパフォーマンス格差を表示しています。

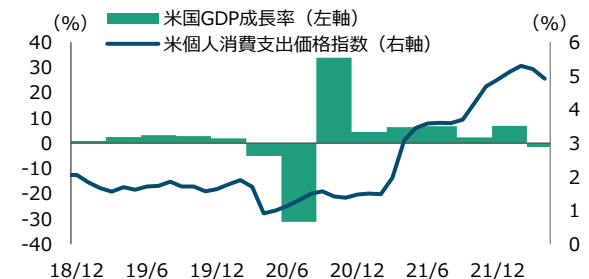
過去の実績は将来のパフォーマンスを保証するものではありません。再配布禁止。

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5月31日時点

- 最近の下落を受けて株式のバリュース株はより妥当な水準となったが、利益成長見通しや利益率へのインフレの影響を依然警戒しており、株式はアンダーウェイト、キャッシュはオーバーウェイトを継続。
- インフレ圧力が予想以上に長引くか高止まりする事態へのヘッジとして、グローバル株式内で引き続き実物資産株式への配分を引き上げ。
- 債券では、最近アウトパフォームした変動金利バンクローンについて引き続き魅力的と見ているものの、配分をやや引き下げ。バリュース株がより魅力的な新興国債券やハイイールド債に再投資。
- 短期インフレ連動債は高水準のインフレからのキャリーが魅力的だが、インフレは現在の高水準から低下に向かうとの予想からニュートラルとし、キャッシュに振り向け。

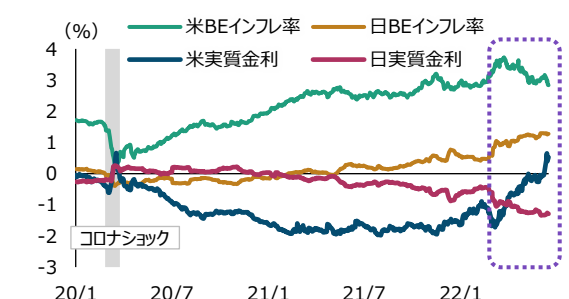
（図表1）米国GDP（対前四半期）とインフレ率（対前年比）推移¹
2022年5月31日時点



（図表2）グロース株とバリュース株のパフォーマンス格差²
2022年5月31日時点



（図表3）日米の5年債利回りの分解
2022年5月31日時点



4 各国・地域の経済環境

2022年5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

- FRBによる急速な金融引き締め
- 非常に高いインフレ率
- サプライチェーン問題が経済活動を制約
- 財政刺激策はピークを越えた

欧州

- 財政支出拡大の公算大
- 株式のバリュエーションは米国に比べて魅力的
- EUの結束が強まっている

- ロシア・ウクライナ紛争によりエネルギー価格高騰
- サプライチェーン問題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
- ECBのサポートは目先の弱まりに弱まる可能性も

日本

- 収益はなお健全。自社株買いが記録的水準にあり、株主はその恩恵を受ける見通し
- 政策設定は依然緩和的
- 日本円は割安。金利差が安定しており、今後円の上昇が見込まれる

- 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
- インフレが顕在化し、日銀に政策ガイダンスの変更を促す可能性も
- 世界経済、特に中国経済の減速が輸出セクターに影響を及ぼしている

新興国

- 中国当局は金融、規制、信用状況の緩和に動いている
- 株式のバリュエーションは米国に比べて魅力的

- 新型コロナ感染拡大が経済活動を圧迫
- 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

中国

- 政策当局は一段と強力な刺激策を実施しており、景気はすでに最悪期を脱した可能性も
- 中国株は投資家心理が低調でポジションも低く、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
- 決算報告は企業が景気低迷期に利益率や収益を確保するためコスト削減や効率性向上に力を入れていることを示唆

- 人流指標はまだ通常水準を大きく下回っており、経済活動の再開には時間がかかることを示唆
- 景気減速は2020年1-3月期より厳しくなる様子
- 地政学的緊張がゼロコロナ政策と景気刺激策の両立をより困難にしている

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。

		▼ または ▲ 前月からの変化				
		アンダーウェイト ニュートラル オーバーウェイト				
資産クラス	変更					
株式	株式		■			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。
	債券			■		株価下落にもかかわらず、一段安の可能性が残る。収益期待は今のところ底堅く推移しているが、投入コストの上昇や景気減速によりかなりの下押し圧力を受ける可能性がある。
	地域					
	米国		■			米株市場はグロース株の多さや一部銘柄への人気集中から金利上昇の影響を受けやすいが、景気敏感銘柄の割合が相対的に低いため、景気後退懸念がさらに強まる局面では恩恵を受ける可能性も。
	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。今後数ヵ月のECBのサポートの道筋は依然不透明。
	日本			■		円安と景気敏感株の多さがパフォーマンスには強い逆風。魅力的なバリュエーション、支援的な金融政策、コーポレートガバナンスの改善が長期の追い風を提供する見通し。
	新興国（除く中国）			■		食品へのインフレ圧力およびエネルギー価格上昇が続くも、経済活動再開の市場テーマは健在。
	中国			■		4-6月期の景気指標は引き続き軟調な数値が予想されるが、より強力な景気刺激策を背景に見通しは明るい。
	スタイル、時価総額					
	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相対バリュエーションが魅力的だが、ギャップが縮まり、景気循環的な見通しは悪化。グロース株は巣ごもり需要の追い風が引き続き弱まっているが、バリュエーションは金利上昇によって依然圧迫されている。
	米国 小型 (vs. 大型)				■	中小株は魅力的な相対バリュエーションやなお力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)				■	金融引き締めで先行する海外の景気減速、海外に遅れての国内の経済再開に加え、国内でも物価上昇が本格化し始めている状況などを踏まえ、内需系銘柄の多い小型株のオーバーウェイトを継続。
	インフレ敏感セクター					
	実物資産株式 ▲				■	コモディティ価格は高止まりしているが、供給不足は短中期的に続く可能性が高い。コモディティは長期的なインフレ高止まりに対する魅力的なヘッジを提供できる。
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引き続きオーバーウェイト。
	国内債券 ▲			■		①日銀が10年金利を実質的に固定化する堅固な緩和姿勢を続けていること、②超長期金利は海外金利の影響から国内でもそれなりに魅力ある水準まで上昇したこと、③ただし今後は、インフレのピークアウト観測や、利上げが加速した場合の景気減速観測などから海外のイールドカーブがフラット化しやすい公算であることなどを踏まえ、アンダーウェイトを解消。
	米国投資適格公社債 ▲		■			今後の金利の方向は景気減速、潜在的なインフレのピークアウト、地政学的紛争の影響などを踏まえたFRBの一段の引き締めにかかっている。信用スプレッドの拡大はリスクオフ・センチメントを反映。
	グローバル 投資適格公社債		■			ECBなどの中央銀行は金融引き締めにより積極的になると予想され、金利に上昇圧力がかかる可能性がある。米ドルは引き続きFRBの引き締めと安全資産への逃避に支えられている。
	米国長期国債		■			FRBの引き締めが織り込まれ、長期金利はピークに達したように思われる。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 ▼			■		インフレ圧力はピークを迎えている可能性があるものの、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ず、コモディティ価格に上昇圧力がかけられる場合、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依然強く、デフォルト・リスクはなお低く、リスクオフ・センチメントの強まりを受けて信用スプレッドが拡大したことはサポート材料。しかし、スプレッドのボラティリティは地政学リスク、インフレ、景気への懸念から今後も続く見通し。
	変動金利バンクローン ▼				■	相対バリュエーションに投資妙味はないが、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。FRBの引き締めが織り込まれたため、デレートの短さや金利リセットの恩恵が低下する可能性も。
	米ドル建て新興国ソブリン債 ▲				■	新興国債券のバリュエーションは魅力的で、貿易活動の拡大がサポート材料。しかし、地政学的緊張、新型コロナに対する根強い懸念、財政悪化が引き続きリスク。
通貨	米ドル（対円） ▼		■			円安圧力は根強いものの、米国で利上げ継続（あるいは加速）による景気の「オーバーヒール」観測がますます高まっている状況下、米金利の反転低下や世界的なリスク・オフ・ムードの高まりが円の支援材料となる可能性を踏まえ、円ロングに転換。
	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・ウクライナ紛争の影響などのユーロ下押し材料と、ECBの利上げ間近というユーロ支援材料が当面は拮抗する公算。
	豪ドル（対円）			■		世界的な成長鈍化観測により、資源国通貨選好は後退しつつあるものの、豪中銀の利上げ継続が豪ドルを下支える見込み。

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



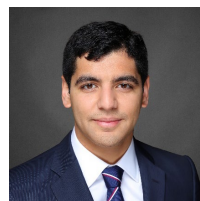
Thomas Poullaouec
マルチ・アセット・ソリューションズ
APAC 責任者



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

T.Rowe Price®

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。

ロンドン・ストック・エクスチェンジ・グループおよびそのグループ事業（総称して「LSEグループ」）。著作権はLSEグループに帰属します。FTSEラッセルは、特定のLSEグループ企業の商号です。FTSEラッセル・インデックスまたはデータの著作権は、インデックスまたはデータを保有する関連するLSEグループ企業に帰属します。LSEグループおよびそのライセンサーは、インデックスまたはデータの誤りや不備の責任を負わず、いずれの当事者も本書に記載のインデックスまたはデータに依拠することは禁止されます。関連するLSEグループ企業の書面による明示的同意なしにLSEグループから得たデータを再配布することは認められません。本書の内容は、LSEグループによる販売促進、出資および承認は受けておりません。

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

202206-2252482