



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5月

1 市場見通し 2022年4月30日時点

- 世界経済の成長見通しは地政学リスクの高まりに伴って引き下げられており、中国での新型コロナ関連のロックダウンがサプライチェーンを圧迫、既に高水準のインフレに拍車をかける可能性がある。
- 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、更なる利上げ検討する一方、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、中国はロックダウン後に目標とするGDP成長率達成のため、引き続き景気刺激策に動いている。
- グローバル市場の主なリスクには、中央銀行の政策ミス、ウクライナ情勢によるコモディティ市場への影響、慢性的な高インフレ、中国でのロックダウンによる経済成長への影響が挙げられる。

3 市場テーマ 2022年4月30日時点

逃げ場のない投資家

戦争、インフレ、長引く新型コロナの影響など、2022年は投資家にとって厳しいスタートとなり、株式と債券はいずれも9%超の下落となっています。足元の激しい値動きの一方、株式と債券は基本的に相関度が低く、リスクオフ環境では急激に逆相関となります。しかし、今回はインフレ高騰で中銀が一斉に引き締め動くと同時に、様々なリスクが存在する中、経済成長は鈍化しており、状況がこれまでと大きく異なります（図表1）。金利やインフレの上昇懸念が債券安をもたらすと同時に、金利上昇と成長鈍化がバリュエーションが既に平均を上回っていた株式市場を圧迫しています。こうした株式と債券の相関度の高まりが最も保守的な投資家にも打撃を与えています。グローバル市場がかつてないほど様々な問題に同時に直面する状況では先行きの予測は困難ですが、特にインフレ長期化や経済のハードランディングなどより極端なテールイベントのリスクを軽減するには、慎重なアプローチが望ましいと考えています。

綱渡りの経済運営

他国が新型コロナ感染者数の減少に伴いコロナとの共生に動く一方、感染者数が急増する中国はゼロコロナ政策の下でロックダウンを実施し、国内経済に悪影響が出ており、他国にも波及する可能性があります（図表2）。輸出拠点の上海や直近の北京における厳しいロックダウンが製品の輸送能力を圧迫しており、グローバル・サプライチェーンの混乱に拍車をかけています。市場では最近の景気減速に対応して中国が金融・財政政策を一層緩和するとの観測が強まっています。しかし、当局は昨年崩壊した住宅セクター中心の投機バブルの再燃は避けたいようです。選挙が近づき異例の3期目を目指す習近平国家主席は何としても5.5%の経済成長を達成したいようですが、ロックダウンにより厳しい状況となっています。これらにより、政策当局は一部のセクターを過熱させない程度に景気を刺激する半面、厳しいロックダウン下で成長目標を達成するための綱渡りの経済運営を迫られています。

海外に続いて国内でもインフレの上振れリスクに留意の必要

40年ぶりの高インフレが金融市場のホット 이슈となっています。日本でも、エネルギーや原材料価格の高騰に円安が拍車をかけて物価が上昇しています。それでも海外に比べるとそのペースは鈍く、日銀が（少なくとも黒田現総裁下では）金融緩和を継続するとの見方の根拠ともなっていますが、日本全国の4月の消費者物価指数（CPI）は、前年に実施された携帯電話通話料引き下げの影響落ちを反映して前年比2.5%上昇に加速しました。これは、消費税引き上げの影響を除外すると、バブル直後の1991年12月以来、約30年ぶりの水準です（図表3）。加えて、日本のCPI統計では今のところ家賃や住宅価格の上昇がみられませんが、市場の取引価格は上昇傾向とも報じられています。これらの状況を勘案すれば、今後1～2年間に日本でも想定外の物価上昇が現実のものとなるシナリオも考えられます。さらには、「右に倣え」の国民性による値上げラッシュ（特に公共サービス）や過去30年間ほとんどインフレを経験していない人々への心理的影響なども無視できません。

2 ポートフォリオ・ポジショニング 2022年4月30日時点

- 最近の株安でバリュエーションが下がる一方、FRBがインフレ抑制のためタカ派姿勢を維持する中、成長鈍化と収益見通しを踏まえ、株式は引き続きアンダーウェイト。債券のアンダーウェイトとキャッシュのオーバーウェイトも継続。
- 株式では、インフレ圧力が予想以上に長引き、景気の減速感が警戒される事態への対応として日本株をニュートラルの水準に削減。
- 債券では、流動性や変動性を注視しつつ、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、デフレーションが短く、利回りの高いセクターを引き続き選好。
- 市場リスクの高まりに対する防衛策として、最近の金利上昇を受け、米国長期国債のアンダーウェイト幅をさらに縮小。

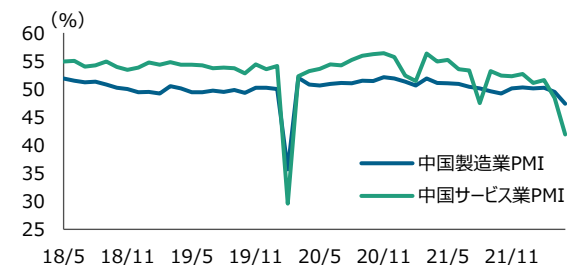
（図表1）株式と債券の相関度が急上昇¹

2022年4月30日時点



（図表2）落ち込む中国の製造業及びサービス業セクター²

2022年4月30日時点



（図表3）税上げの影響を除くと30年ぶりの上昇率となったCPI

2022年4月30日時点



出所：ブルームバーグ・ファイナンス L.P.、S&P、総務省統計局。S&Pについて最終ページをご覧ください。

1 S&P500と米国10年国債先物の月次騰落率の2年相関の推移 2 中国製造業PMI指数と中国非製造業PMI指数（サービス業PMI）を使用

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4月30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による急激なペースでの引き締め
- インフレ高止まり
- サプライチェーン問題が経済活動を制約

欧州

- 財政支出拡大
- 株式のバリュエーションは米国に比べて魅力的
- EUの団結が強まっている

- ウクライナ情勢による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

日本

- 業績期待は依然底堅い
- 財政政策と緩和的な金融政策が景気回復を下支え
- コモディティ価格が抑制されれば、円安は歴史的に株式市場にとって好材料

- 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
- 国内経済活動に逆風となりがねない円安水準
- 通貨、債券、株式の相関関係が崩れ、不透明感が強まる

新興国

- 中国当局による緩和政策
- 株式のバリュエーションは米国に比べて魅力的

- 新型コロナ関連のロックダウンが経済活動に影響
- 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、新型コロナ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
- 政策当局が現在の問題を明確に認識しており、規制圧力がピークを過ぎたことを示唆

- 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決定的な政策を期待
- 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 |
|-------|------------------------------|------------------------------------|---|---|---|---|--|
| | | 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を主観的に評価したものです。 |
| 資産クラス | 株式 | | ■ | | | | 株式は潜在的な景気悪化、FRBの引き締め、長引くインフレ懸念の悪影響を受けやすい。2022年の業績は底堅いものの、景気減速による下押し圧力に直面。 |
| | 債券 | | | | ■ | | 世界的な金融引き締めとインフレ高止まりで利回りに依然上昇圧力がかかるが、米金利市場はFRBの積極引き締めを織り込み済み。リスクオフ環境の中、信用スプレッドは不安定な状態が続く可能性がある。 |
| | 地域 | | | | | | |
| | 米国 | | ■ | | | | 米国市場のグロース特性と一部銘柄への偏りから、金利がさらに上昇した場合、一段と影響を受けやすい。しかし、景気後退懸念がさらに強まる場合は、景気敏感セクターの少なさがプラスに働く可能性も。 |
| | 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。今後数か月はECBのサポートが弱まる可能性も。 |
| | 日本 ▼ | | | ■ | | | 魅力的なバリュエーション、日銀の緩和的な金融政策、コーポレートガバナンスの改善が支え材料で、ドル建てでの減価要因となる円独歩安が落ち着く兆しもあるが、インフレや中国のゼロコロナ政策懸念、地政学リスクで景気減速が逆風に。 |
| | 新興国（除く中国） | | | ■ | | | 食品、エネルギー価格の上昇圧力が続く中、経済活動再開の市場テーマは依然として健在。 |
| | 中国 ▼ | | | ■ | | | コロナと借入需要不足による短期的な不確実性が優勢で、回復には予想より時間がかかる可能性も。 |
| | 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、グロース株とのギャップは縮小し、循環的な見通しは悪化。グロース株に対する巣ごもり需要の恩恵は弱まり、金利上昇によるバリュエーションへの圧力が続く。 |
| 株式 | 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) ▲ | | | | | ■ | 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する可能性などを踏まえ、大型株から、内需系銘柄の多い小型株にシフト。 |
| | インフレ敏感セクター | | | | | | |
| | 実物資産株式 | | | ■ | | | 景気減速やインフレが逆風だが、インフレが高水準で落ち着けば、同セクターは魅力的なヘッジを提供する可能性も。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可能性が高い。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。 |
| | 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を継続。 |
| | 国内債券 | | ■ | | | | これまでの超長期主導の利回り上昇、世界的な成長モメンタム鈍化観測の強まり、10年ゾーンにおける日銀の金融政策のアンカー効果などを踏まえ、利回りの絶対水準は低いものの、リスク対比の投資妙味は相応にありと判断。 |
| | 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。スプレッドはリスクオフの動きを反映して足元の低水準から拡大。 |
| | グローバル 投資適格公社債 ▼ | | ■ | | | | ECBなどの中央銀行はより積極的な引き締めに転じる見通しで、金利に上昇圧力がかかる可能性がある。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 ▲ | | ■ | | | | 長期金利は一段と上昇し、FRBの積極的な引き締め路線を織り込み済み。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。 |
| 債券 | インフレ連動債 | | | | ■ | | 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かり続ける場合、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、景気成長懸念からスプレッドのボラティリティは今後も続く見通し。 |
| | 変動金利バンクローン | | | | | ■ | デレギュ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需要が追い風となる見通し。足元のアウトパフォームから、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 | | | ■ | | | 新興国債券は利回りが魅力的だが、地政学的緊張、新型コロナへの根強い懸念、財政圧力、中央銀行の引き締めのため、より広範な市場のボラティリティが引き続き逆風。 |
| | 通貨 | | | | | | |
| | 米ドル（対円） | | | ■ | | | 1米ドル = 130円前後まで円安が進んだものの、「米国が利上げを続けても米景気は堅調維持」から「利上げによる景気減速が心配」に市場の認識が変化しつつある中、米ドル高の進行ペースも鈍化の公算。 |
| | 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・ウクライナ紛争の余波がユーロの下押し要因ではあるものの、ECBの早期利上げ観測の強まりがユーロを下支えする公算。 |
| | 豪ドル（対円） | | | ■ | | | 資源国通貨選好、豪中銀の利上げ開始という豪ドル押し上げ要因と、世界的な成長鈍化観測によるリスクオン通貨への圧力という豪ドル下押し要因とが拮抗する見込み。 |
| | | | | | | | |
| | | | | | | | |

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



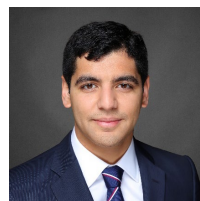
Thomas Poullaouec
マルチ・アセット・ソリューションズ
APAC 責任者



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
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.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。

S&P500インデックスはS&P Dow Jones Indices LLCまたはその関連会社（「SPDJI」）の商品であり、これを利用するライセンスがティー・ロウ・プライスに付与されています。Standard & Poor's®およびS&P®は、Standard & Poor's Financial Services LLC（「S&P」）の登録商標で、Dow Jones®は、Dow Jones Trademark Holdings LLC（「Dow Jones」）の登録商標です。ティー・ロウ・プライスの商品は、SPDJI、Dow Jones、S&P、それらの各関連会社によってスポンサー、保証、販売、または販売促進されているのではなく、これらのいずれの関係者も、かかる商品への投資の妥当性に関するいかなる表明も行わず、S&P500インデックスのいかなる過誤、遺漏、または中断に対しても一切責任を負いません。

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

202205-2213560