



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8月

1 市場見通し 2022年7月31日時点

- 供給制約、地政学的混乱、流動性縮小が続く、世界経済が減速に向かい始め、下半期は厳しい状況が予想される状況下、中央銀行と投資家は引き続きインフレへの対応を迫られている。
- 米連邦準備理事会（FRB）はすでに計2.25%の利上げを行い、インフレ抑制のため今後も積極的な引き締めを続けることを示唆。欧州中央銀行（ECB）は脆弱なマクロ環境下でも11年ぶりの利上げに踏み切った一方、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。
- 大半の新興国中銀が高インフレと通貨安に対応して引き締め政策を続けているのに対し、中国はゼロコロナ政策を続けながら、景気下支えのため緩和気味の政策を維持している。
- グローバル市場の主なリスクには、中央銀行の政策ミス、インフレの長期化、ロシア・ウクライナ危機の影響、世界経済の急激な失速の可能性、中国のコロナ対策と景気対策のバランスなどが挙げられる。

3 市場テーマ 2022年7月31日時点

ラガルドECB総裁はドラギ路線を踏襲?

国や地域によっては予想を上回る2022年4-6月期のGDP成長率が報告されている一方で、欧州が直面する逆風は増えています。ECBは7月に、インフレ退治のために11年ぶりに予想以上の0.50%利上げに踏み切りました。景気減速、ロシアによる欧州への天然ガス供給停止リスク、政治的不安定さの高まりが懸念されるものの、ECBのラガルド総裁はインフレ抑制のため追加利上げが必要になることを示唆しました。同時に、ECBは潜在的な借り入れ危機を回避するため財政難の加盟国の国債を買い入れる「トランスミッション・プロテクション・インスツルメント（金融政策の伝達保護措置、TPI）」という新たな枠組みを導入しました。イタリアのドラギ首相の辞任に伴う政情不安で、イタリア国債のスプレッドが拡大したため（図表1）、早速新たな措置が役立つかもしれませんが、冬が近づくにつれてエネルギー不足によるインフレ高進と9月のイタリア総選挙を控えた政治的不透明感の高まりが予想され、ラガルド総裁は欧州を救うために「何でもやる」ことを決意する可能性があります。

輝き続ける米ドル

米ドルが2000年代初頭以来の高水準に達しており、ドル建て債務が膨張している新興国から輸出や売上の減少を報告する米国企業まで広範囲に影響を与えているなか、欧州や新興国通貨などに対してドル高の勢いが衰える気配は見られません。その要因として、相対的な米経済の堅調さ、他の主要中銀より積極的なFRBの引き締め、地政学的懸念の高まりに伴う安全資産としての米ドル選好が挙げられます。「ドル・スマイル理論」とは、世界経済がどちらに転んでもドル高になるというもので、ドルは米経済の相対的な強さや金利の高さが追い風となるほか、世界経済が減速しても「安全資産」として買われ、今日はその両方が起きています（図表2）。現時点では、ドル高の流れを鈍らせる唯一の材料はFRBの政策転換であり、それが訪れるのは米経済が大幅に減速する兆しが見られるか、インフレ低下の確たる証拠が揃う時と考えられるため、当面はドル高が続くそうです。

長期金利のピークアウトでグロース株優位に転じた株式市場

グロース（成長）企業は、目先の利益水準に比べ、将来の利益が高いスピードで成長すると見込まれているため、その予想される将来利益を現在価値に割り引く（時価評価）ための長期金利が上昇すると、割引現在価値は目減りし、株価も下落圧力を受けることとなります。2020年の終盤以降、特に2021年12月以降、大幅なバリュース株優位の展開が続いてきた先進国株式市場（MSCIワールド・インデックス）ですが、それと足並みを揃えて上昇していた米長期金利（30年国債利回り）が低下に転じた今年6月以降、グロース株優位に転換しました（図表3）。今後FRBが利上げを継続し短期金利が上昇しても、予想を超えたインフレ高止まりや再加速がない限り、長期金利は将来の景気の減速を織り込んで低下しやすい展開が予想されます。株式市場のバリュース株優位/グロース株劣後の展開は一旦終了し、グロース株の巻き返し局面に転じたのではないかと考えられます。

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。

2 ポートフォリオ・ポジショニング 2022年7月31日時点

- 株式は年初来の下落を受けてバリュエーションは魅力的になったが、景気悪化や金融引き締め状況など収益環境が一段と厳しくなっているため、慎重姿勢を維持。
- 景気が減速する環境下、株式内のシクリカルのエクスポージャーの調整のためグローバル・バリュースのオーバーウェイトを縮小し、グローバル・グロースへ投資。グロース対バリュースはニュートラルに調整。
- 債券分野では、景気後退リスクが完全に織り込まれていない可能性も考慮し、前月から変更せず、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を継続。
- 通貨では、エネルギーの調達負担などからユーロ圏の景気減速が深刻化し、ECBが利上げに慎重になるようであれば、ユーロ安が進むとの想定のもと、アンダーウェイトに引き下げ。

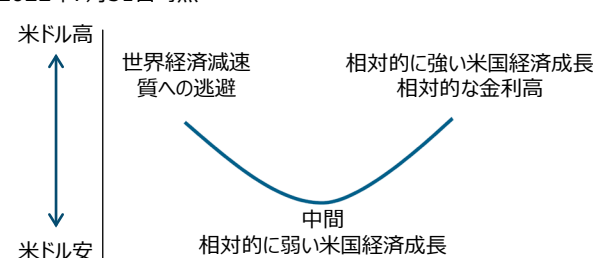
（図表1）イタリア10年国債のスプレッド

2022年7月31日時点



（図表2）ドル・スマイル理論

2022年7月31日時点



（図表3）米30年国債利回りの低下と足並みを揃えてグロース株優位に転換したMSCIワールドのスタイル指数

2022年8月18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堅調な需要
- 依然タイトな労働市場

ネガティブ

- FRBによる急激なペースでの金融引き締め
- 非常に高いインフレ率
- 財政刺激策はピークを越えた
- 住宅市場の急減速

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の結束は強まっている

- ロシア・ウクライナ危機がサプライチェーンに影響
- エネルギー不足で鉱工業生産が打撃を受ける可能性も
- 利益成長を牽引する長期要因が乏しい
- ECBによる金融引き締めと債務コストの上昇

日本

- 企業業績は引き続き健全。自社株買いが過去最高水準にあり、株主は恩恵を受ける見込み
- 政策は依然緩和的
- 日本円は割安。金利差が安定してきたため、円の反発が見込まれる

- 投入コストが高止まりしているため、景気先行指標は引き続き弱い
- インフレに直面し、投資家は日銀のイールドカーブ・コントロール政策に対して疑問を持ち始めている
- 世界経済の減速が輸出企業の多い日本市場にとって懸念材料

新興国

- 中国当局は金融、規制、信用状況を緩和している
- 株式のバリュエーションは米国に比べて魅力的
- 新型コロナに対する懸念は後退

- 中国当局の行動が投資家心理に影響を及ぼしている
- 世界貿易は依然としてサプライチェーン問題、地政学的不透明感、コロナ対策の行動制限による逆風を受けている

中国

- 待望の政策主導の回復がようやく実現している
- 国内センチメントは株式市場に対して好転しており、海外投資家にとって逆張り投資や分散投資の好機となる可能性も
- 規制面の不透明感が薄れ、個人消費の回復が見込まれるため、業績見通しは上方修正されている

- 行動制限が再び実施されるリスクは残る
- 大都市では失業率が上昇し、消費者は慎重になっている
- オフショア債券のデフォルトが記録的水準にあり、海外投資家を不安にさせている

		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		■		
	欧州		■		
	日本			■	
	新興国 (除く中国)			■	
	中国			■	
	スタイル、時価総額				
グローバル グローバル (vs. バリュエ)	▲		■		
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		■		
	グローバル 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				■
	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を主観的に評価したものです。

足元は反発しているものの、流動性が絞られる中、依然一段安の可能性が残る。業績見通しは景気減速や投入コスト上昇により下押しされている。

世界の中央銀行が引き締め動き、依然インフレが高止まりしていることから、今後も利回りへ上昇圧力が加わる可能性があるが、米国金利はピークに近い様子。信用スプレッドはなお魅力的だが、デフォルト・リスクが高まる可能性が高い。

米国株は引き続き相対的に割高だが、世界経済が減速するにつれ、米国経済は景気循環的な性質が弱いことがある程度サポートになる可能性も。

バリュエーションは魅力的だが、エネルギーコストの高止まりや製造業活動の鈍化が依然として重大な懸念材料。一方、ECBの経済下支えはインフレ懸念の高まりに伴い後退してきた。

景気悪化懸念が引き続き日本株を圧迫しているが、バリュエーションの改善、相対的なインフレ率の低さ、コーポレートガバナンスの改善が長期的な追い風となる見込み。

バリュエーションや通貨は魅力的。中国の中期見通しは政策支援の拡大やゼロコロナ政策緩和により魅力的に見えるが、さらなる感染拡大が引き続きリスク。

足元のアウトパフォーマンスは見通しの修正と投資家心理の改善によるもので、持続的な株価上昇には収益モメンタムが求められる。

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、グローバル株とのギャップは縮小。インフレ懸念より景気後退懸念が強くなると、バリュエーションは下落する可能性がある。超大型テクノロジー企業の業績は現時点で景気変動の影響を受けにくい傾向にある。

小型株は歴史的に見ても相対バリュエーションが魅力的で、収益環境の悪化を広く織り込んでいる。しかし、投入コストの高止まり、資金上昇圧力、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ことから、クオリティ銘柄重視の姿勢が望ましい。

金融引き締めで先行する海外主要国の景気減速や円高リスク、感染が拡大しても継続されている国内の経済再開、長期金利の頭打ち・低下を受けた世界的な成長株の巻き返しなどを踏まえ、小型株のオーバーウェイトを継続。

最近では景気不安や需要鈍化のため、コモディティ価格は軟調。この景気感応度の高さと、インフレ長期化に対する魅力的なヘッジとしての実物資産の役割のバランスがポイント。

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。

絶対水準は低いものの、日銀の金融緩和継続姿勢やイールドカーブのスティープ状態持続などを踏まえ、ニュートラルを継続。

FRBの金融引き締めや慢性的な高インフレにより金利に上昇圧力が加わることが、景気減速や地政学的衝突の影響により相殺されている。

日銀以外の先進国中銀がインフレ抑制のためタカ派姿勢を継続しているため、金利に上昇圧力が加わる。米ドルはFRBの引き締めと安全資産としての逃避により引き続き支えられている。

FRBの現在の引き締めペースがほぼ織り込まれたため、長期金利の上昇は一服した模様。米国長期国債はリスクオフ・シナリオではポートフォリオのバランスを取る働きをするが、インフレの高止まりが続く場合は、なお下落リスクがある。

インフレ上昇の大半は織り込まれたが、FRBの引き締めでもインフレが低下しない場合、インフレ連動債はヘッジを提供する可能性も。

信用ファンダメンタルズは引き続き強固で、デフォルト・リスクは高まっているが依然低く、利回りは魅力的な水準にある。しかし、地政学リスク、インフレ、景気への懸念からスプレッドは今後もボラティリティが高い状態が続く見通し。

デデュレーションが短いことから金利上昇局面では魅力的だが、その恩恵は弱まっている可能性もある。底堅いファンダメンタルズや利回り需要が依然サポート材料だが、流動性が引き続きリスク。

一部の新興国債券は魅力的で、中国の見通し改善やなお高いコモディティ価格がサポート材料。しかし、地政学的緊張と財政圧力が引き続きリスク。

米長期金利上昇の一服感とともに円安進行の一服感も強まっており、インフレのピークアウトや景気後退観測で米国の利上げ見通しがさらにマイルドなものになれば、円高に振れるリスクは高まっている見込み。

エネルギーの輸入増加や価格高騰によりユーロ圏は既に経常赤字となっている上、エネルギーの調達負担から景気減速が深刻化し、ECBが利上げに慎重になるようであれば更なるユーロ安材料となる公算。

世界的な成長鈍化観測により足元は資源国通貨選好が弱まっているものの、ロシア制裁の長期化により資源・エネルギー価格が大幅安となる可能性は高く、豪中銀の利上げも続いて豪ドルを下支えする見込み。

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。

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 2022 FactSet. すべての権利はファクトセットに帰属します。

MSCIワールド・インデックス: 出所 MSCI。MSCIおよびその関連会社、並びに第三者の情報源および提供者(まとめて「MSCI」)は、本稿に記載されるMSCIのデータに関して、明示的または暗黙的に関わらず、いかなる保証や表明は行わず、一切の責任を負いません。MSCIのデータは、その他の指数や証券、金融商品の基準としての更なる再配布や使用が禁止されています。本資料は、MSCIによって承認、審査、発行されたものではありません。過去のMSCIのデータおよび分析は、将来のパフォーマンスの分析、見通しまたは予測を示唆または保証するものではありません。いずれのMSCIのデータも、投資判断のための投資アドバイスや推奨を目的とするものではなく、投資アドバイスや推奨として依拠してはなりません。

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)の逡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

202208-2386409