



# 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12月

## 1 市場見通し 2022年11月30日時点

- 経済成長鈍化が予想される中でも、タカ派の各国中央銀行が高止まりするインフレの抑制に動いているため、世界経済の見通しは依然不透明である。
- 米連邦準備理事会（FRB）は引き締めペース減速を表明したものの、利上げの最終到達点の引き上げや長期化を示唆し、引き続きインフレ退治にコミット。
- 冬を迎え、エネルギー高によるインフレに直面する欧州中央銀行（ECB）は難しい舵取りを迫られている。日本銀行は、インフレが定着し、金利差拡大による円安が進む中、イールドカーブ・コントロール（YCC）による緩和政策の修正を迫られる可能性も。
- 新興国の利上げサイクルはピークに近づいているが、通貨防衛のため金利を高位に保つ必要も。中国は、政府がゼロコロナ政策の影響や最近の政情不安に配慮して経済政策を緩和する中、経済を取り巻く不透明感が強まっている。
- グローバル市場のリスクとして、中央銀行の政策ミス、インフレの長期化、世界経済失速、中国のコロナ政策と経済成長のバランス、地政学リスクなどが存在。

## 3 市場テーマ 2022年11月30日時点

### 債券は投資妙味が高まる

2022年は各国中央銀行が数十年ぶりの高インフレとの戦いに明け暮れ、債券が大きく売られ利回りが急上昇し、グローバル債券のパフォーマンスは最悪の年となりそうです。その流れにつられて株式も大きく下落し、ポートフォリオを分散しても逃げ場が殆どない状態でした。一方で、足もとの債券市場は過去10年超で最も魅力的な利回りを提供する投資対象となっています（図表1）。来年は景気後退に伴うインフレの鎮静化が予想され、引き締めペースが減速し、債券はプラスのリターンが期待できます。リスク資産の買い場を求めて様子見をしていた投資家にも、キャッシュはようやく有望な投資先となりました。足もとはハイイールド債利回りが9%を超えるなど、社債市場も投資妙味を増しており、魅力的な利回りやスプレッドが拡大した場合のバッファを提供します。また、来年は多くの国が景気後退によりデフォルト率が中長期的な平均水準に緩やかに上昇すると予想されるも、クレジットのファンダメンタルズは良好です。2023年の景気見通しにはリスクを伴いますが、債券はより高い利回りと分散効果の復活を通じてその真価を発揮できそうです。

### FRBの引き締めペースに思惑交錯

11月の米連邦公開市場委員会（FOMC）議事要旨は利上げペースの減速がコンセンサスとなる一方、利上げの最終到達点の引き上げや長期化が示唆されました（図表2）。FRBは政策金利を4会合連続で通常の3倍の0.75%引き上げましたが、インフレ抑制に必要な水準以上に高くなることを警戒するFOMCメンバーが増えています。引き締めの影響が実際に経済に浸透するまで1年以上かかるため、政策判断の妥当性の検証は難しくなっています。議事要旨公表と同タイミングで複数のFOMCメンバーが引き締めは減速局面に入り、12月は0.50%の利上げにとどまると示唆しています。先進国や新興国の他の中央銀行は既に引き締めペース減速に着手しています。FRBが利上げ幅を圧縮するのはほぼ確実ですが、金利を長期で高く据え置く可能性を示唆するなど、インフレ抑制という目標達成への意志は固く、引き締め路線はすぐには終わりそうにありません。

### 日本の中小型株の優位は小休止？

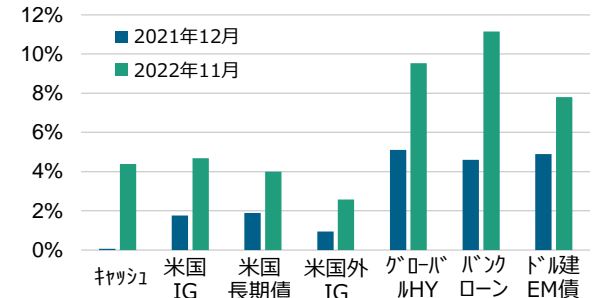
日本の中小型株（MSCI Japanの中小型株なので、構成銘柄の時価総額規模はTOPIXでいえばMid400指数に近く、業種では素材（化学）や不動産などのウェイトが高い）は、コロナ禍前から2021年までの4年間は、コモディティ価格が低迷し、経済成長率で海外が日本を上回る中、自動車メーカーなどの多い大型株に劣後しました（図表3①）が、2022年は、世界経済の減速や地政学リスク、コモディティ価格の上昇などを背景に、9月末まで大型株をアウトパフォームしました（図表3②）。2023年の中小型株は、(1)世界的な景気後退の影響が日本国内にもそれなりに及んだ場合、大型株対比でのヘルスケアや通信などのディフェンシブ銘柄の少なさが影響して、また(2)国内でもインフレが加速して金利上昇につながった場合は金融セクターのウェイトの小ささから、大型株に劣後する可能性が考えられるため、ポジショニングにおいては大型株に対する中小型株優位の程度を引き下げるとともに、今後も下方修正含みの見方としています。

## 2 ポートフォリオ・ポジショニング 2022年11月30日時点

- 株式はインフレ高止まり、中央銀行の積極的な引き締めにより、景気や業績見通しが悪化する中、慎重姿勢を維持し、アンダーウェイト継続。
- 景気後退は景気敏感株に逆風となる一方、金利上昇はグロース株の重しになるためバリュー株とグロース株の比率をほぼ均等に。
- 短期利回りが魅力的な水準にあるため、債券に比べてキャッシュを引き続きオーバーウェイト。一方、長期金利はインフレや金利が一段と上昇した場合にデレレーション面の潜在的なリスクがある。
- バリュエーションが魅力的でリスクに見合う利回りを提供し、ファンダメンタルズが良好なハイイールド債をオーバーウェイト。デフォルト率は足もとの歴史的な低水準から中長期的な平均水準に上昇する見込み。クレジットスプレッドが拡大しても、高い利回りがバッファを提供。このため、株式が売られるリスクオフに備え、米国長期国債のオーバーウェイトを継続。

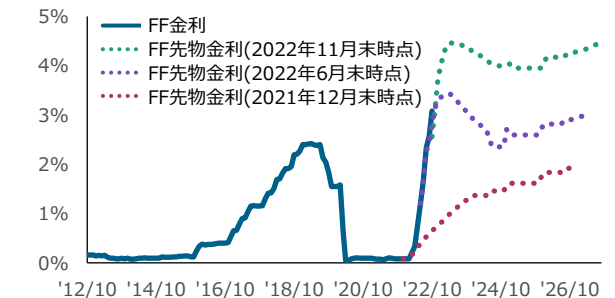
（図表1）債券セクターの利回り

2021年12月31日 vs. 2022年11月30日



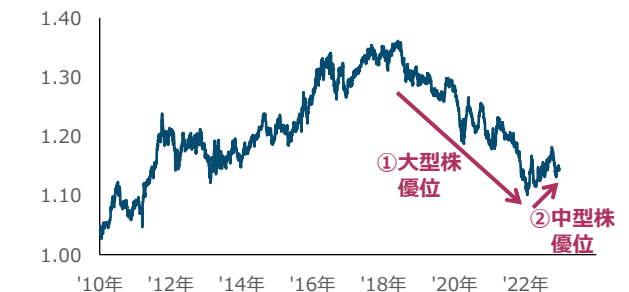
（図表2）利上げを巡る市場とFRBの駆け引き

2012年11月30日 ~ 2022年11月30日



（図表3）日本株の中小型／大型株の推移

2010年1月1日 ~ 2022年12月15日



出所:ブルームバーグ・インデックス・サービスLimited、JPモルガン・チェース、ヘイバー・アナリティクス、FRB、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。

## ポジティブ

- 米国**
- 企業と家計の強固なバランスシート
  - 底堅い労働市場
  - 急速に改善しつつあるサプライチェーン問題

## ネガティブ

- インフレ高止まり
- 夕方派的な金融政策
- 人手不足
- 企業利益率の悪化

- 欧州**
- 財政支出拡大の公算大
  - 非常に魅力的な株式バリュエーション
  - 欧州中央銀行（ECB）による国債買い支え

- 非常に高い景気後退リスク
- エネルギー不足による鉱工業生産への悪影響
- ECBは金融引き締め姿勢
- ソブリン債務リスクの高まり
- 利益成長を牽引する長期のカタリストが乏しい

- 日本**
- 業績見通しは他の国・地域に比べて引き続き健全
  - 金融・財政政策は引き続き緩和的で、変更の可能性は低い
  - 円安が輸出セクターには追い風

- リフレをテーマに業績期待が高まっているが、投資家の期待が裏切られるリスクもある
- 日銀がイールドカーブ・コントロール（YCC）政策から円滑に脱却できなければ、金融市場のボラティリティが高まる
- 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**
- 中国当局は金融政策と信用状況を緩和し、住宅市場に支援提供している
  - 株式のバリュエーションは米国に比べて魅力的
  - ゼロコロナ政策が徐々に緩和されている

- 世界の貿易量が鈍化
- コロナ抑制策が引き続き経済成長には逆風
- 中国住宅市場への不安が経済活動にも影響
- 中国規制当局の行動が投資家心理を圧迫
- 地政学的リスクの高まり

- 中国**
- コロナ抑制策変更の兆しは2023年中の経済活動再開を示唆
  - 不動産市場へのさらなるサポートで投資家心理は改善
  - 収益は今後12カ月で堅調な伸びが見込まれ、バリュエーションは依然割高ではない

- ゼロコロナ政策からの脱却に関する戦略が不透明のため、経済活動再開のプロセスで混乱が生じる可能性
- 2023年の景気見通しがはっきりするまで、海外投資家は中国資産に対して慎重姿勢を継続する見通し
- 考えられるテールリスク・イベントは習政権の「共同富裕」政策の下での新たな産業に対して規制強化

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	
<p>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独自に評価したものです。</p>						
資産クラス	株式	■			FRBのタカ派姿勢により引き締めが進む中、株式はなお一段安のリスクがある。収益期待は急速に弱まるも、成長鈍化の見通しに比べ依然高い。バリュエーションは切り下がったが、更なる低下の可能性も。	
	債券			■	中央銀行の引き締め、高インフレ、景気悪化のバランスにより金利のボラティリティは高止まりする可能性が高い。ハイイールド債などのクレジット・セクターは魅力的な利回りと良好なファンダメンタルズに支えられた適正なスプレッドを提供する。	
	地域					
	米国	■			米国株は引き続き相対的に割高だが、米経済は他の国より足取りがしっかりしており、世界経済が減速するにつれ、シリアル銘柄のウェイトの低さが下支え要因となる可能性も。	
	欧州	■			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の活動鈍化により景気後退リスクが高まっている。一方で、インフレ懸念の高まりによって、ECBのサポートに制約も。	
	日本			■	景気悪化懸念はあるものの、日本は割安なバリュエーション、相対的に低位なインフレ、緩和的な金融・財政政策、コーポレートガバナンスの改善を提供。	
	新興国 (除く中国)		■		中南米は、ロシア・ウクライナ紛争により、油糧種子、トウモロコシ、小麦の世界的な生産と在庫が今年の収穫後に減少するため、恩恵を受ける可能性が高い。	
	中国		■		ゼロコロナ政策の緩和による経済再開には時間がかかりそうで、経済再開による効果が出る前に再び景気後退の可能性も。その間、投資家のセンチメントは揺れ動き、相場が大きく変動することも。	
	スタイル、時価総額					
	グローバル グロース (vs. バリュエ)			■	バリュエ株の相対バリュエーションは依然魅力的。しかし、金融引き締め、政府債務懸念、欧州エネルギー危機などにより、バリュエ株は景気循環の特性の強さからより大きな売り圧力にさらされる可能性も。	
米国 中小型 (vs. 大型)			■	小型株の相対バリュエーションは景気後退懸念と金融コスト上昇の影響を反映して歴史的に見ても魅力的。しかし、小型株の業績はこれまで底堅く推移しており、見通しが安定してくれば改善する可能性もある。質の高い銘柄重視の姿勢が望ましい。		
日本 中小型 (vs. 大型) ▼			■	海外主要国の景気減速が国内に波及するリスク、国内でもインフレが加速し、金利が上昇するリスクなどに鑑みて、中小型株のオーバーウェイトをやや縮小。		
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景気悪化懸念、特に中国の需要鈍化のため一段の下押し圧力を受けるかもしれないが、高インフレが続くと、実物資産は魅力的なヘッジを提供する。		
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	■			日銀の金融緩和継続はアンカーとなりうるものの、10年ゾーン以外の利回り上昇を押しとどめるのが難しくなっていること、最近の英国の例から財政ファイナンスに対する市場の見方が厳しくなっていることに鑑みて若干のアンダーウェイトを維持。	
	米国投資適格公社債	■			インフレのピークアウトやFRBの引き締め減速により金利が大きく上昇するリスクは下がる一方、社債や証券化商品は魅力的なバリュエーションと良好なファンダメンタルズを提供。	
	グローバル投資適格公社債	■			世界の中央銀行がインフレの高止まりと景気減速のバランスを考へる中、米国以外の先進国の利回りは不安定な状態が続く可能性。	
	米国長期国債			■	利回りは今後も不安定な状態が続く可能性がある一方、景気減速の気配が強まれば、インフレ鈍化と中央銀行の引き締め減速が長期債のサポートとなる見通し。	
	インフレ連動債		■		インフレ鈍化の兆しがさらに増えると、インフレ連動債には逆風となる可能性。しかし、インフレが根強い場合、インフレに対するヘッジ機能を提供する。	
	グローバルハイイールド社債			■	景気が減速してもクレジットのファンダメンタルズは依然しっかりしている。利回り上昇による魅力的なインカムと、信用スプレッド拡大によるバッファーを提供。デフォルト率は歴史的な低水準から中長期的な平均水準に上昇する可能性が高い。	
	変動金利バンクローン			■	FRBの利上げペース減速と景気鈍化が予想される中、デュレーションの短さや変動金利などのバンクローンの魅力は低下。バリュエーションは依然魅力的だが、このセクターは流動性に留意が必要。	
通貨	米ドル (対円)			■	米国のインフレのピークアウトや利上げペースの減速は米ドルの上値抑制要因ではあるものの、他国と比べた景気の底堅さ、対円では日本の貿易赤字の拡大なども考慮して米ドルのオーバーウェイトを維持。	
	ユーロ (対円)		■		ユーロ圏経済の先行きには慎重ながら、エネルギー価格の高騰を受けたユーロ圏の経常赤字拡大や景気悪化の可能性などは相応にユーロ相場に織り込まれているとの見方からニュートラルを維持。	
	豪ドル (対円)	■			世界的な成長鈍化による資源国通貨の下押し圧力に加え、豪中銀の漸進的利上げ姿勢への転換や同国住宅市場の落ち着きなどを踏まえ、豪ドルのアンダーウェイトを維持。	

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



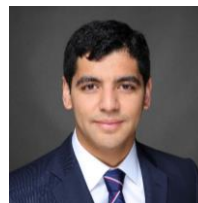
Thomas Poullaouec  
マルチ・アセット・ソリューションズ  
APAC 責任者



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間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.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。

情報は信頼できると考えられる情報源から入手していますが、JPモルガンはその完全性や正確性を保証するものではありません。インデックスは許可を得て使用しています。JPモルガンの書面による事前承認なしにインデックスを複製、使用、配布することは禁じられます。著作権はJPモルガン・チェースに帰属します。

「Bloomberg®」及びブルームバーグ・インデックスは、ブルームバーグ・ファイナンスL.P.及びインデックス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」）を含む関連会社（総称して「ブルームバーグ」）のサービスマークであり、特定目的での利用のためティー・ロウ・プライスにライセンス供与されています。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、ティー・ロウ・プライスの戦略を承認、支持、レビューまたは推奨するものではありません。ブルームバーグは本戦略に関連するデータまたは情報の適時性、正確性または網羅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

202212-2645298