



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11月

1 市場見通し 2022年10月31日時点

- 成長鈍化が予想される中でも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。
- 米連邦準備制度理事会（FRB）にとってインフレ退治が引き続き第一課題。エネルギー高騰由来のインフレに直面する欧州中央銀行（ECB）は加盟国の財政的柔軟性の異なるユーロ圏において難しい舵取りを迫られている。緩和政策を維持する日本銀行は、インフレが定着し始めたため、イールドカーブ・コントロール（YCC）政策の緩和を迫られる可能性も。
- 新興国は世界的な引き締めサイクルにおいて先行するも、通貨防衛のため金利を高位に維持する必要性がある一方、中国は対照的にゼロコロナ政策による景気下振れリスクとバランスを取るため緩和政策を実施。
- グローバル市場の主なリスクとして、中央銀行の政策ミス、インフレの長期化、世界経済の急失速の可能性、中国のコロナ対策と経済成長のバランス、地政学リスクなどが存在。

2 ポートフォリオ・ポジショニング 2022年10月31日時点

- 中央銀行が積極的な金融引き締めを続けるなか、景気や業績の見通しの悪化から、慎重な姿勢を取り、株式のアンダーウェイトを継続。
- 債券では、金利上昇局面での優位性が薄れ始め、流動性がリスクになり得る変動金利バンクローンのオーバーウェイト幅を縮小。魅力的な利回り、適正なスプレッドを提供するグローバルハイイールド社債に資金を振り向け。
- 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キャッシュをオーバーウェイト。
- 通貨において、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、豪中銀の利上げに漸進的な姿勢への転換を踏まえ、豪ドルの評価を引き下げ、受け皿として米ドルをオーバーウェイトに。

3 市場テーマ 2022年10月31日時点

悪いニュースは好材料

一見した限りでは、米国の実質GDP成長率（7-9月期）は予想以上に回復し、FRBは積極引き締めを続ける必要が強まりそうですが、詳細を見ると、金利急上昇の影響が見られ始めています。GDPの70%近くを占める個人消費が減速し、住宅市場の広範な指標である住宅設備投資は前期比年率26%以上も落ち込みました（図表1）。10月の消費者信頼感指数も高インフレの影響が懸念され、雇用についても不安が強まっていることを示す警戒信号を発しています。10月の米ISM製造業景況感指数は2020年5月以来の水準に低下し、インフレ面では入荷遅延や支払価格などで緩和の兆しが見られました。FRBはインフレ退治の手綱を緩めていませんが、少なくとも成長に関しては積極利上げの効果を示す指標が増えており、今後はインフレについても効果が期待できるでしょう。一方、市場ではFRBの政策転換につながるとの期待から悪い経済指標が歓迎され、米国債利回りは低下、米株市場は上昇しましたが、こうした反応は今後も続きそうです。

「ねじれ」観測でマーケットは上昇か？

歴史的にみると、米国市場は上院と下院で多数派が異なる「ねじれ議会」を好んできました。中間選挙結果が近づくなか、上院選は拮抗していますが（図表2）、有権者にとって最大の関心事は歴史的な高インフレと景気減速です。民主党は2年間政権を握り、その間進めてきた政策は「インフレを煽った」と有権者に非難されるかもしれません。ねじれ議会は極端な法案が成立する可能性が下がるため、昔から権力の抑制と均衡をもたらす好材料とみなされてきました。歳出、税制、規制が大幅に変更される可能性も後退するため、企業・家計の支出計画に対する不透明感も和らぎます。しかし、一方で債務上限引き上げ、ウクライナ支援、テクノロジー業界の規制など他の分野で潜在的にボラティリティを高める可能性があります。市場にとっての潜在的なリスクである対中政策においては、超党派で幅広い合意が得られており、ねじれ議会のニュースを受けて市場は上昇する可能性があります。今日のような状況では政治的不透明感も払拭されないでしょう。

国内債券の「安全資産」ぶりは盤石といえるのか？

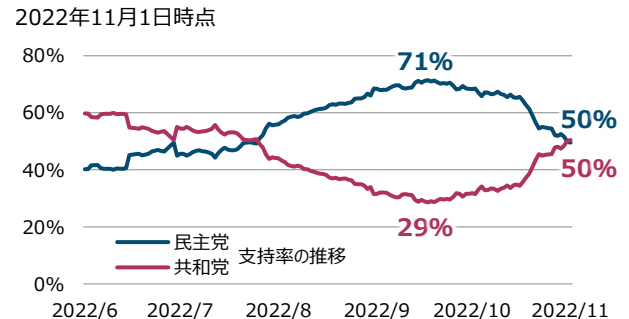
10年国債利回りを事実上0.25%以下に留め置くYCC政策を含めた日銀の金融緩和政策は、来年4月までの黒田総裁の任期中はもちろん、後継総裁就任後もしばらくは、転換へのハードルは高いことが予想されます。しかし、海外債券利回りの上昇圧力は円債にも着実に及んでおり、足元では、YCCの効果及ばない超長期ゾーンの利回りがかなりの上昇を見せるとともに、YCCによって実質的に固定された10年ゾーン前後が屈折した、歪んだイールドカーブとなってしまっています（図表3）。加えて、財源の裏付けのない減税案発表を受けて9月に英国債利回りが急上昇したように、市場が財政リスクに敏感になっている状況下、日銀のYCCが日本政府の公債ファイナンス負担抑制の一翼を担っている側面が意識され、超長期金利が上昇するリスクは、以前より高まっていると考えられます。

出所：ヘイバー・アナリティクス、米国商務省経済分析局、FiveThirtyEight.com、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。

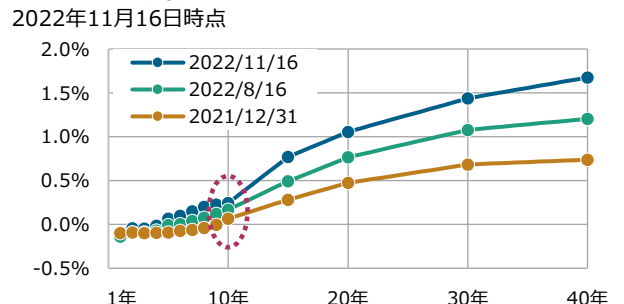
（図表1）米国民間住宅投資の実質伸び率



（図表2）上院選は拮抗



（図表3）利回り上昇につれ、10年周辺で大きく歪んだ日本国債のイールドカーブ



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要因が乏しい

- 日本**
- 業績見通しは他の地域に比べて引き続き健全
 - 政策設定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

- 投入コストの高止まりによって、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YCC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**
- 中国当局は金融政策と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
 - 新興国中央銀行の引き締めサイクルはさらに前進
 - 新興国通貨はバリュエーションが魅力的

- 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生産活動にも影響
- 中国規制当局の行動が投資家心理を圧迫
- 地政学的リスクが高まっている

- 中国**
- 凶報は朗報と受け止められ、景気鈍化は追加刺激策を示唆
 - 収益は今後12ヵ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
 - 弱気見通しが支配的なため、ゼロコロナ政策に関してポジティブな兆しがあれば株価急反発の可能性も

- 新型コロナの感染の更なる拡大によって、行動制限が再導入されるリスクが高まっている
- 不動産セクターの混乱収束に向けた不透明感から、投資家は慎重姿勢を継続
- 共産党大会後にリスクプレミアムが上昇

		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主観的に評価したものです。</p>					
資産クラス	株式		■		FRBがタカ派姿勢を強め、流動性が絞られる中、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っているが依然高い。しかし、今年の株価調整で、バリュエーションは妥当な水準に。
	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。
株式	地域				
	米国		■		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、シクリカル銘柄のウェイトの低さや良好な短期見通しが下支え要因になる可能性も。
	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)		■		バリュエーションや通貨は魅力的。中央銀行の引き締めは峠を越したかもしれない。しかし、中国はゼロコロナ政策の継続、住宅市場不安、地政学的不透明感などにより短期見通しが悪化している。
	中国 ▼		■		バリュエーションは魅力的だが、年後半から来年初めまで、経済面での政策的なシグナルが発信される可能性は低い。
	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で、エネルギーセクターの決算が追い風になる可能性も。しかし、景気後退懸念が強まる場合、バリュエ株は循環的特性の強さからより売られやすくなる。
	米国 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 小型 (vs. 大型)			■	金融引き締めで先行する海外主要国の景気減速や円高への反転リスク、国内経済再開や国境開放のさらなる進展、長期金利の頭打ち・低下による世界的な成長株の巻き返しなどを見込んで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景気悪化懸念や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。当月は債券からの資金シフトの受け皿に。
	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ウェイトを引き下げ。
	米国投資適格公社債		■		FRBの引き締めやインフレの高止まりが景気後退懸念を上回り、金利は不安定な動きが続くと見込む。
	グローバル投資適格公社債		■		インフレ抑制を目的とした日銀以外の先進國中銀によるタカ派姿勢継続によって、金利は上昇傾向に。米ドルはFRBの引き締めや安全資産としての機能が引き続きサポート材料。
	米国長期国債			■	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、依然下振れリスクがある。足元の利上げの結果、利回りはより魅力的になった。
	インフレ連動債		■		インフレが相変わらず予想より高いため、ブレイクイーブン・インフレ率は引き続き不安定。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がある
	グローバルハイイールド社債 ▲			■	信用ファンダメンタルズとデフォルト見通しは依然安定しているが、経済成長が減速し続ける場合は逆風となる可能性がある。ハイイールド債はリスクに対して妥当なリターンを提供し、スプレッドは適正水準にあるが、ボラティリティの高い状態が続く見込み。
	変動金利バンクローン ▼			■	デュレーションが短いため金利上昇局面では魅力的だが、その恩恵はほとんど織り込まれた。流動性や景気後退懸念は依然残るが、底堅いファンダメンタルズや魅力的なバリュエーションは引き続きサポート。
米ドル建て新興国ソブリン債			■	利回り水準は先進国に比べて魅力的に見えるが、それは世界経済のリスクやインフレ懸念の高まりを反映している。中国の景気刺激策が見込まれることがサポート材料。	
通貨	米ドル (対円) ▲			■	日本政府・日銀の円買い介入は米ドル一段高の抑制が目的で、円押し上げにまでは至らない公算。当面の米ドルは、米国のインフレ長期化と大幅利上げの継続、一方で景気の落ち込みなどの度合いを見定めながらの一進一退を見込むもの、豪ドルのウェイト引き下げの受け皿として、若干のオーバーウェイトに。
	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) ▼		■		長期化するロシア制裁などの供給制約による資源・エネルギー価格の高止まりというプラス要因の一方で、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、豪中銀の利上げに漸進的な姿勢への転換を踏まえ、豪ドルの評価を引き下げ。

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

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。

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）の逓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

202211-2603201