



# 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10月

## 1 市場見通し 2022年9月30日時点

- 世界経済の見通しは依然不透明であり、各国中央銀行は経済成長鈍化が織り込まれる中、インフレ抑制のため引き締めを継続。
- 米連邦準備制度理事会（FRB）はインフレ抑制姿勢を一層強め、経済的な痛みを覚悟で政策金利の予想軌道を引き上げた。エネルギー高騰による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。イングランド銀行（BOE）は物価安定と年金制度を揺さぶる債券市場の混乱抑制の板挟みとなり、一時的な量的緩和を実施。
- 日本を含めた複数国の中銀は継続的な米ドル高に対する自国通貨防衛のため、外貨準備を用いた為替介入を迫られている。一方、中国はコロナ蔓延拡大の抑制と景気下支えのための支援策を継続。
- グローバル市場の主なリスクとして、中銀の政策ミス、インフレの長期化、世界経済失速の可能性、中国のコロナ対策・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9月30日時点

- 株式では中銀の積極的な引き締め姿勢と経済成長および企業業績の減速懸念から全体的に慎重姿勢を継続。
- 日銀の緩和姿勢の継続と一部企業の業績は堅調さが見られることから日本株をオーバーウェイトに。
- 景気鈍化懸念はシクリカル性の強いバリュー株に、金利上昇はグロース株に対して影響を与えるため、バリューとグロースのバランスを維持。
- 債券では、株式に対するリスクヘッジとして、利回りが相対的に一層魅力的になった米長期国債のオーバーウェイト幅を拡大。
- 魅力的な利回りや健全なファンダメンタルズに着目し、ハイイールド債を引き続き選好。

## 3 市場テーマ 2022年9月30日時点

### 英国売り

英国債利回りの急騰を受けた年金基金の潜在的危機を回避するため、BOEが一時的に量的緩和に転じたことから、9月下旬に市場は大混乱に見舞われました。トラス政権の財政支出計画に伴う国債増発懸念で既に動揺していた英国債市場では、年金基金が金融機関からマージンコール（追加担保の差し入れ要求）を受けて英国債の売却を迫られるとの懸念が急速に広がりました。英ポンドは英国債の急落に連動し、対米ドルで記録的な低水準まで下落しました（図表1）。金融市場の混乱と英ポンド急落は、インフレ抑制や歳出抑制と年金制度崩壊の回避を目指す英中銀をととも厳しい状況に追い込みました。英国の災難は現在の環境に限ったことではありません。FRBを筆頭とする中銀の積極的な引き締めが先進国と新興国の通貨を軒並み圧迫しており、各国の輸入物価を押し上げ、外貨準備高の大幅減少につながっています。FRBが積極的な引き締め路線を継続する中、他の市場のボラティリティが上昇しており、脆弱性が一層顕著になっています。しかし、政局動向によって投資環境は今後も大きく変わりうる可能性もあります。

### 逃げ場のない投資家

6月の安値からのサマーラリー継続への期待は、8月下旬のジャクソンホール会議でのパウエルFRB議長の講演によって裏切られる形となりました。緩和への転換か、少なくとも引き締め減速に繋がるヒントを待っていた投資家心理を冷やし、インフレ率の高止まりと米国外通貨の急落懸念もセンチメントをさらに圧迫する要因となりました。年初来でみるとリスク資産とキャッシュを除く安全資産はともに大きく値下がりし（図表2）、投資家の逃げ場となる資産がほとんどありません。一方で、一部の市場は魅力的になっています。なかでもハイイールド債券は利回りが10%近くに達し、リスクとリターンが取れた資産であるとともに歴史的に見ても魅力的なフォワード・リターンを提供する利回り水準になっています。景気後退リスクは依然高く、インフレはまだ収まっていませんが、ハイイールド債のファンダメンタルズは歴史的にも健全で、魅力的な逃避先とリスクに見合ったリターンを提供する可能性があります。

### 黒田日銀総裁の任期切れを見据えた市場の不安定化に備える

9月の国内消費者物価指数は前年比3.0%上昇と市場予想の2.9%を上回り、生鮮食品を除くコア指数も3.0%と31年ぶりの水準が継続しました。足元の日銀短観（全国企業短期経済観測調査）でも「物価全般の見通し」が上昇基調にあり、日銀の物価安定の目標値である2%に落ち着くまでに5年以上を要すると多くの企業が予想しています（図表3）。来年3-4月には公共交通機関の値上げが相次ぐ予定で、こうした「数十年ぶりのインフレ」を受け、日本銀行の黒田総裁はかねてより賃金上昇がみられないことが金融緩和を継続すべき大きな理由と述べており、当面は現在の姿勢を崩さないと見られます。ただし、インフレや円安進行に直面する中で来年3月に着任する新総裁が様々な圧力にさらされる点には注意が必要であり、政府からの賃上げ要請も想定される中、賃金動向の変化や物価上昇の加速などが見られれば、市場では金融政策の変更も見越した投機的な動きが高まり、金利や為替の不安定化も予想されます。

出所：ブルームバーグ・ファイナンスL.P. 日本銀行。上記で使用した指数についてはP4をご覧ください。

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。

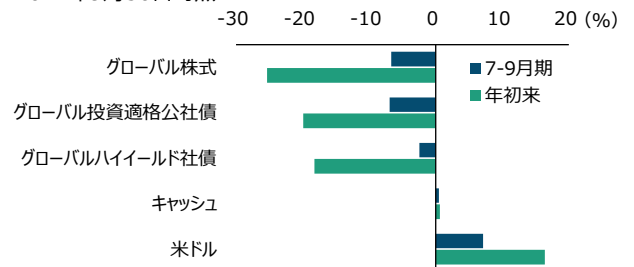
（図表1）英国債と英ポンドが急落

2022年9月30日時点



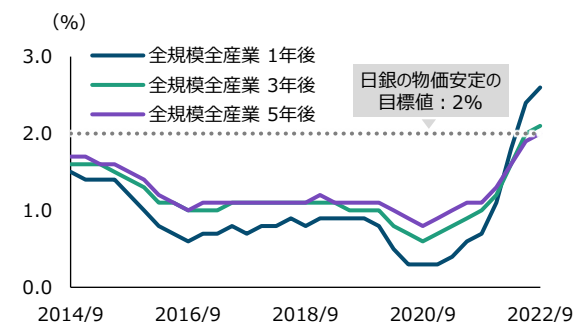
（図表2）各資産のリターン

2022年9月30日時点



（図表3）日銀短観の「企業の物価見通し」

2022年9月30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
  - 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
- タカ派的な金融政策
- 企業業績に対して厳しい環境

- 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

- 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**
- 収益はなお健全
  - 政策設定は依然緩和的
  - 円安で、輸出セクターには追い風

- 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
  - 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が後退

- 世界の貿易量が鈍化
- 中国住宅市場への懸念が生産活動に悪影響を及ぼしている
- 地政学的リスクが高まっている
- 中国当局の行動が投資家心理を圧迫

- 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
  - リスク・センチメントは依然低く、長期投資家にとって格好の買い場となる

- 新型コロナの感染が一部の省で広がり、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
- 将来の経済的優先順位をより明確に掴むため、投資家は中国共産党大会の結果を注視

		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					
株式	グローバル グロース (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度を主観的に評価したものです。

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。収益予想は急速に弱まっているが、まだ高い一方で、バリュエーションはより妥当な水準に。

中銀の引き締め、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。

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。

インフレ懸念、中銀の引き締め政策、欧州のエネルギー危機、持続的な米ドル高は強力な逆風である。しかし、バリュエーションは割安で、経済見通しは中国の潜在的な安定の恩恵を受けるかもしれない。

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、相対的なインフレの低さ、緩和的な金融政策、コーポレートガバナンスの改善を提供。

持続的な米ドル高が逆風に、世界的な景気後退の影響にも留意すべき一方で、バリュエーションや通貨には魅力的な面も。

党大会後の政策ガイダンス発表で不透明性は和らぐと見込まれる。コロナ要因の高ボラティリティを越え、中長期的には建設的な見方を維持。

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で、エネルギー・セクターの決算が支援材料となる可能性がある。しかし、景気後退がインフレに取って代わる場合、シクリカル性の強さから下落リスクも。

小型株の相対バリュエーションは景気後退懸念を反映して歴史的に見ても魅力的。これまでのところ小型株の業績は景気低迷下でも底堅く、見通しが安定すれば改善する可能性がある。質の高い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。

コモディティ価格は景気悪化懸念や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。

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イプ状態持続などを踏まえ、ニュートラルを継続。

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。

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。

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。

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が、ブレイク・インフレ率の低下はインフレのピークアウトを反映している。

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。

デ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、その恩恵はパフォーマンスや高いバリュエーションに既に織り込まれている可能性がある。底堅いファンダメンタルズや利回りに対する需要が引き続きサポート材料だが、流動性と景気後退懸念が依然残る。

一部の新興国債券は先進国に比べて利回りが魅力的な水準にあるが、相対バリュエーションは適正水準により近く、リスクに見合ったレベルにある。中国の景気刺激策が見込まれることがサポート材料。

米国の大幅利上げ継続の見込みと一段の米国債利回り上昇、(米国はじめ他国の支持に乏しい)日本政府・日銀の円買い介入成功の見込みが低いことを踏まえ、米ドルのアンダーウェイトを解消。

ユーロ圏経済の先行きには慎重な見方ではあるものの、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たと判断し、ニュートラルに回帰。

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、豪中銀の利上げ継続観測といった豪ドルのプラス要因と世界的な成長鈍化という資源国通貨のマイナス要因の双方を踏まえて中立を維持。

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



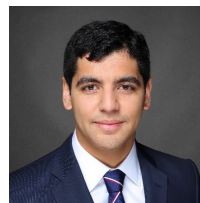
Thomas Poullaouec  
マルチ・アセット・ソリューションズ  
APAC 責任者



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.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。

P1 図表2で使用している指数について。グローバル株式: MSCI ACWI、グローバル投資適格公社債: ブルームバーグ・グローバル・アグリゲート、グローバルハイイールド社債: ブルームバーグハイイールド社債、キャッシュ: ブルームバーグ米財務省証券(3ヵ月)、米ドル: ICE米ドル(DXY)

BLOOMBERG®及びブルームバーグの指数は、ブルームバーグ・ファイナンスL.P.と指数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")を含む子会社(総称してブルームバーグ)のサービスマークで、許可を得て使用しています。ブルームバーグはティー・ロウ・プライスの関連会社ではなく、ブルームバーグは当商品を承認、支持、精査、推奨するものではありません。ブルームバーグは、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

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も行わず、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

202210-2527262