



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7月

1 市場見通し 2022年6月30日時点

- 供給制約、地政学的混乱、流動性縮小という厳しいマクロ環境下で世界経済の減速が続く中、中央銀行と投資家にとってインフレは引き続き最大の懸念材料。
- 米連邦準備理事会（FRB）は引き締め政策に依然コミットしており、インフレ退治のため今後も着実に利上げを進める意向を表明。欧州中央銀行（ECB）は脆弱なマクロ環境下でも資産購入を終了し、利上げに着手する方針を示した。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。
- 新興国の中央銀行が高インフレと通貨安に対応するため引き締め政策を継続する一方、中国はロックダウン解除後、景気下支えのため緩和政策を維持している。
- 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、ロシア・ウクライナ紛争の影響、世界経済失速の可能性、中国のコロナ対策と景気対策のバランスが挙げられる。

3 市場テーマ 2022年6月30日時点

「FRBプット」の消滅

FRBは過去数十年、低インフレが続く中、最大雇用と物価安定という「2つの使命」を追求してきました。世界金融危機や新型コロナウイルスの世界的大流行のような経済や市場における大きなショックが起きても、積極的な利下げや大規模な量的緩和で対処し、インフレ懸念も小さく済みました。こうした環境はFRBや投資家に都合が良く、市場は危機発生時に最終的には当局が株価を下支えする「FRBプット」を妄信するようになりました。しかし、今回のコロナショック発生時はFRBの積極的緩和と未曾有の財政刺激策が同時に実施され、家計や企業に膨大な資金が注入されました。その後、繰越需要の顕在化とロックダウンによる深刻な供給不足が重なり、そこへロシアによるウクライナ侵攻が発生したことでエネルギーや農産物が不足し、深刻なインフレ環境に陥りました。残念ながら、供給問題は金融政策では解決できず、FRBは景気後退を覚悟の上でインフレ退治のため引き締めを続ける可能性が高く、それはFRBプットの消滅を意味します。

潮目の変化

ゼロコロナ政策を掲げる中国では厳しいロックダウンにより景気見通しが悪化したため、中国株は今年4月末にかけて24%近く急落しました。しかし、足元で感染者数が減り始めたことから、ロックダウンは解除、入国者の隔離期間は半分に短縮され、経済活動が徐々に再開されています。こうした変化と同時に中国人民銀行が景気安定に配慮して回復を後押しするため緩和的な金融政策を維持する公約を掲げました。また、習近平国家主席はテクノロジー企業について将来、経済のより大きな役割を果たすと述べ、一部の企業に政府支援を表明し、昨年からの同セクターへの規制強化の緩和を示唆しています。これらを背景に数か月のうちに、中国を取り巻く弱気心理は新たな強気相場へと変化し、中国株式は4月の安値から20%近く上昇しました。まだ経済活動が再開されたばかりで、経済指標にはようやく改善の兆しが見られ始めましたが、中国内外の論調は少なくとも現時点で最悪期を脱したことを示唆しています。

ハイイールド債への投資妙味は高まっているか？

2022年6月末までの半年間では、株式・債券のほぼ全資産がマイナスリターンとなる中、グローバル・ハイイールド（HY）債券は-16.2%（円ヘッジ後トータルリターン）とマイナスにはなりませんが、そのリスク水準を踏まえれば、米国投資適格債の-11.2%、欧州投資適格債の-12.8%と、それほど遜色ない水準のように見えます。HY債のクレジットスプレッド（OAS）は年初から拡大ペースが加速し、足元は650ベースポイント（bp）前後と、2008年以降の平均（約560bp）を上回る水準となっています。①デフォルト率が依然として過去の水準を下回っているうえ、②2020～21年の低金利局面で当面必要な資金調達を済ませている企業が多く、③特に米国で多いエネルギーセクターの発行体の業績が（破綻が相次いだ2018-19年とは対照的に）足元は比較的底堅い点などを踏まえれば、遠からずHY債には買いの好機が到来すると見ています。ただし、景気後退の可能性がさらに高まった場合は一段の下押し（スプレッド拡大）が考えられる中、リスク資産を拡大するには時期尚早と見て、当GAAポートフォリオでは買いを一旦見送り、追加投資の機会を待っています。

出所：ブルームバーグ・ファイナンスL.P.、S&P。追加ディスクロージャーをご覧ください。中国株式は上海・深センCSI300指数（中国元ベース）を使用しています。

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。

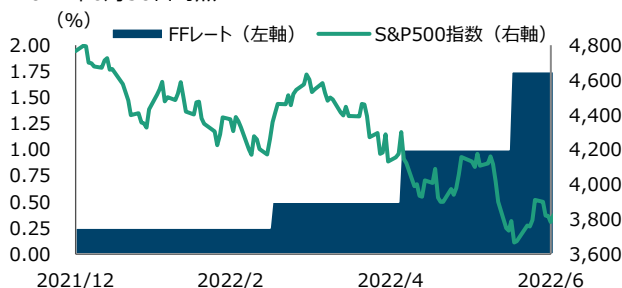
当資料における見解等は資料作成時点のものであり、将来事前の連絡なしに変更されることがあります。

2 ポートフォリオ・ポジショニング 2022年6月30日時点

- 株式は最近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、株式は慎重姿勢を継続。
- 景気が減速する環境下、株式内のシクリカルエクスポージャーの調整のためグローバル・バリューのオーバーウェイトを縮小し、グローバル・グロースを選好。
- 債券分野では、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。
- 変動金利バンクローンについて前向きな見方を維持する一方で、相対的なバリュエーションの投資妙味が低下したことから配分を削減。ポートフォリオ全体のリスクを考慮し、キャッシュへ振り向け。

（図表1）FFレートと米国株式

2022年6月30日時点



（図表2）中国株式の反発は4月以降急速に進む

2022年6月30日時点



（図表3）グローバルHY債のクレジットスプレッドの推移

2022年6月30日時点



グローバル・ハイイールド債券：Bloomberg Global High Yield Index
米国投資適格債：Bloomberg US Aggregate Index
欧州投資適格債：Bloomberg Pan-European Aggregate Index

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繰越需要

ネガティブ

- FRBによる急速なペースでの金融引き締め
- インフレは高止まり
- 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
- 欧州連合（EU）の結束は強まっている

- ロシア・ウクライナ紛争により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
- ECBのサポートは目先的に弱まる可能性も

日本

- 企業収益は引き続き健全。自社株買いが記録的水準に達し、株主はその恩恵を受ける見込み
- 政策は引き続き緩和的で、選挙を終えてさらなるサポートも期待できる
- 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

- 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
- 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

- 中国当局は金融政策、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

- サプライチェーン問題、地政学リスクが世界貿易に引き続き影響を与えている
- 財政圧力が引き続き課題

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、海外投資家を引き続き不安にさせている

| | | 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 グロース (vs. バリュエーション) | ▲ | ■ | | | |
| 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。

株式下落にもかかわらず、一段安の可能性が残る。収益期待は今のところ底堅く推移しているが、景気減速や投入コストの上昇によりかなりの下押し圧力を受ける可能性がある。

世界の中央銀行による引き締め政策やインフレの高止まりで今後も利回りに上昇圧力がかかる可能性があるが、米国は当面ピークに達した感がある。市場リスクを反映して、信用スプレッドはより魅力的に見える。

米株市場はグロース株の多さから金利上昇の影響を受けやすいが、景気敏感銘柄の割合が相対的に低い。景気後退懸念がさらに強まる局面では恩恵を受ける可能性も。

バリュエーションは魅力的だが、エネルギー価格上昇や金融制裁の影響からロシア・ウクライナ危機が重大なリスクとなる。今後数か月のECBのサポートの道筋は依然不透明。

世界的に景気減速が意識される中、景気敏感セクターの多さがパフォーマンスの逆風に。一方、バリュエーションの改善、インフレが他の国より低いこと、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。

バリュエーションは魅力的。中国の見通しは政策サポートの拡大やロックダウンの解除により一段と魅力的に見える。

再評価や投資家心理の改善により最近アウトパフォーム。継続的な株価上昇には収益モメンタムが必要。

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、ギャップは縮小。インフレ懸念から景気後退懸念が強まると、バリュエーションは下落する可能性がある。

中小企業は歴史的に魅力的な相対バリュエーションを提供。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。

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し始めている状況などを踏まえ、内需系銘柄の多い小型株のオーバーウェイトを継続。

供給不足が短中期的に続きそうのため、コモディティ価格は高止まりしている。コモディティはインフレ率が高止まりする局面で魅力的なヘッジ手段になり得る。しかし、景気が循環的に減速する場合は、需要が大きく落ち込む可能性も。

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。当月は変動金利ローンからの受け皿としてウェイトを引き上げ。

絶対水準は低いものの、日銀が10年金利を実質的に固定化する緩和姿勢堅持していることから金利の上放れリスクは低く、短期~超長期のイールドカーブが世界の主要国でも有数のスティーブ状態にあるなどの魅力も存在。

FRBの引き締めや慢性的な高インフレにより金利は押し上げられる可能性があるが、景気減速や地政学的紛争の影響により上昇圧力が相殺される可能性も。スプレッドの拡大はリスクオフ・センチメントを反映。

ECBなどの中央銀行は引き締めにより一段と積極的になると予想されており、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。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。

インフレ率はピークをつけた可能性があるが、混乱したサプライチェーンが引き続きコモディティ価格を押し上げ、FRBの金融引き締めがインフレ率を低下させなければ、まだ恩恵を受ける可能性がある。

信用ファンダメンタルズは依然強く、デフォルト・リスクはなお低く、リスクオフ・センチメントの強まりを受けて信用スプレッドが拡大したことはサポート材料。しかし、スプレッドのボラティリティは地政学リスク、インフレ、景気への懸念から今後も続く見込み。

デュレーションが短いこの資産クラスは金利上昇局面で予想通り堅調に推移したが、現在は相対バリュエーションの魅力が低下。しかし、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。

一部の新興国債券は魅力的で、好調な貿易活動、コモディティ価格の上昇、中国の見直し改善などがサポート材料。しかし、地政学的緊張と財政圧力が引き続きリスク。

米長短金利の逆転 (短期金利 > 長期金利) 状態に表れている通り、米国で「オーバーキル」(大幅利上げで景気失速) 観測がますます高まっている状況下、日米金利差拡大を背景とする米ドル高の持続には疑問符が付き、世界的なリスクオフ・ムードの高まりも円の支援材料となる見込み。

エネルギー価格の高騰などロシアの地政学面の影響により、対米ドルでパリティー (1ユーロ = 1米ドル) が実現するまでユーロが下押しされたものの、ECBの利上げ開始により、さらなる下値は限定的となる見込み。

世界的な成長鈍化観測を背景とする資源国通貨選好の後退から足元は伸び悩みつづけるものの、豪中銀の利上げ継続が支援材料となる見込み。

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.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。

S&P500インデックスはS&P Dow Jones Indices LLCまたはその関連会社 (「SPDJ」) 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ものではなく、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

202207-2305378