

2022年央 グローバル市場 環境見通し

新たなパラダイムへの 移行



2022年中央 グローバル市場 環境見通し



厳しい環境への対応

ロシアのウクライナ侵攻、中国のゼロコロナ政策によるロックダウン、エネルギー価格や金利の上昇を背景に2022年下期の市場環境は厳しい状況となる見込み。

2ページ



ファンダメンタルズ重視

2022年上期では、債券利回りの高騰が株式のバリュエーションの下方圧力となった。今後は業績の鈍化が下落要因となるかが懸念事項となる。

4ページ



柔軟な債券運用

米国債やその他中核的な債券は、株式との相関が大幅に高まったため、2022年上期では分散効果が発揮されず。今後、新たなアプローチが必要に。

6ページ



地政学的リスクへの対応

ウクライナ戦争と対ロシア経済制裁は、引き続きコモディティ価格の上昇圧力になると同時に、再生可能エネルギーへの転換を加速させる可能性もある。

8ページ



Arif Husain
債券部門CIO



Sébastien Page, CFA
グローバル・マルチ・アセット部門統括責任者



Justin Thomson
株式部門CIO

戦術的資産配分

今後6～18か月間における各アセットクラスやサブアセットクラスの相対的な魅力度を主観的に評価した見解を説明する。

11ページ

はじめに

不透明な未来への適応

ボラティリティの高い市場では、アクティブ運用が有効である。

— Justin Thomson
株式部門CIO

2022年下期を見通すにあたり、インフレ率と金利の上昇が、依然としてグローバル金融市場に対する最も大きな脅威であるとティール・ロウ・プライスの運用部門のCIOたちは見えています。

ロシアのウクライナ侵攻によって、食品およびエネルギー価格は大幅に上昇し、世界のサプライチェーンは一層の混乱に陥り、リスクは増幅してきました。

このインフレがもたらした「ショックに次ぐショック」は、米連邦準備理事会（FRB）や他の主要中央銀行に対して金融引き締め圧力をかけています。これにより、各国中銀が経済成長を阻害せずインフレを抑制することを一層困難にしていると当社グローバル・マルチ・アセット部門統括責任者のSébastien Pageは述べています。

またPageは、「今後数か月、投資家にとって最も大きな3つの脅威は、インフレ、インフレ、そしてインフレである。我々が直面している多くのリスクは、インフレに起因している」と述べています。

さらに、「現在の焦点は、こうしたリスクが経済成長を急激に減速させるのか、あるいは主要国経済を本格的な景気後退に追い込み、企業業績を悪化させるのか」とPageは言います。

景気リスク以外に目を向けると、グローバル市場は構造的な転換点にあります。2008年～2009年の世界金融危機後から続いてきた豊富な流動性、低インフレおよび低金利の時代が終焉を迎えていることを投資家は認識し、検討する必要があると考えられます（図表1）。

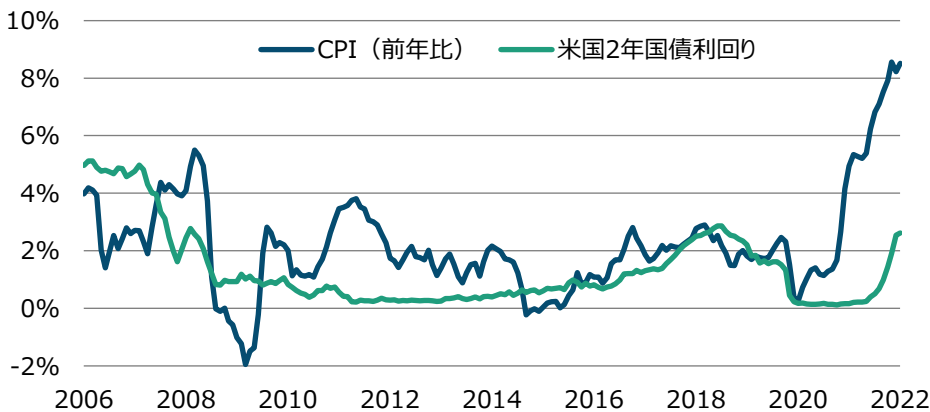
「これまでの環境は終わりに向かっている。投資家はこれまでの戦略を変える必要がある」と債券部門CIOのArif Husainは言います。

「中央銀行による大量の流動性供給は、世界金融危機と新型コロナウイルスの世界的な感染拡大の両局面で、経済と市場を安定化させるために不可欠だった」と株式部門CIOのJustin Thomsonは指摘します。しかし、それが多くのリスク資産のバリュエーションを歴史的に極端な水準まで押し上げる結果を招きました。「過去の教訓から、そうした極端なバリュエーションが持続することはないだろう」とThomsonは言います。

しかしながら、「新たなパラダイムは、投資家に潜在的な投資機会をもたらす可能性がある。投資機会を捉えるためにはスキルとリサーチ力を研ぎ澄ます必要がある。ボラティリティの高い市場は、アクティブな運用アプローチが有効に働く」とThomsonは付け加えます。

低インフレと豊富な流動性の時代は終焉

（図表1）米国のインフレ率（CPI）*と2年国債利回り



2006年5月31日～2022年5月31日

*インフレ率は米国全都市部消費者物価指数を使用。前年比。

出所：米国労働統計局、セントルイス連邦準備銀行。

テーマ1

厳しい環境への対応

2021年下期の金融市場は、上期に引き続きインフレ期待によってパフォーマンスが決定する可能性が高いとティール・ロウ・プライスのCIOたちは予測しています。

「我々は、ウクライナ戦争、中国のゼロコロナ政策によるロックダウン、中央銀行の金融引き締めといった逆風に直面しているが、インフレはこれらの逆風を金融資産の価格に直接結びつけるルートであることを理解する必要がある」とPageは主張します。

- エネルギー価格や食品価格の上昇は、実質的に経済成長の主要な原動力である消費者に対する課税となる。
- 金利上昇環境で株式リターンがプラスとなるためには、企業業績の継続的な増益が必要だが、賃金や原材料コストの上昇が利益率を低下させる可能性がある。
- インフレは、FRBを過度な利上げに追い込み、資本コストを増大させ、景気後退を引き起こすリスクを高める。

「これら3つのルートを通じて、インフレが経済ショックの引き金となるのか注視する必要がある」とPageは指摘しています。

投資家が現在直面している重要な問題は、インフレ率は既にピークに達したのか、もし達したのであれば、今後速かに下落し、FRBに

よる金融引き締めの長期化の必要性を抑制できるか否かです。

「住宅価格の上昇ペースの鈍化や労働需要の後退など、一部に物価上昇圧力に緩和傾向が見られるものの、より明白な証拠が必要である。インフレ率が中央銀行が定める目標に向けて有意に低下するまでは中央銀行の責任は果たされない」とHusainは指摘しています。

中央銀行の対応

仮にインフレ率がピークに達したとしても、債券投資家は、インフレ率がFRBの長期目標まで直ちに戻るとは考えていないようです。

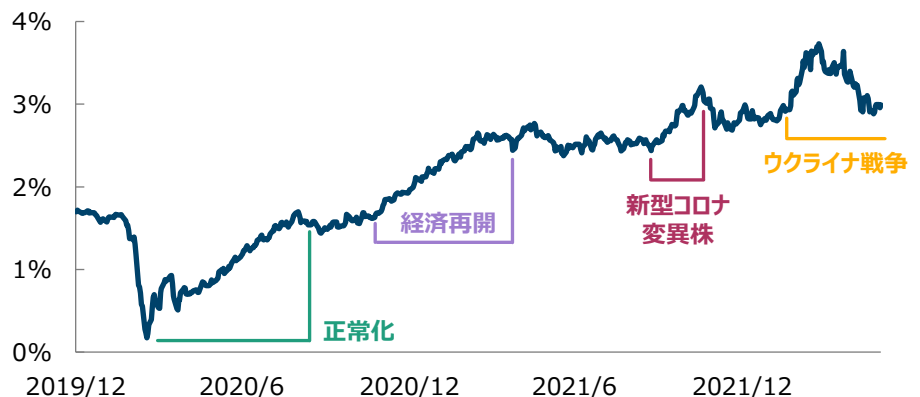
図表2は、米国の5年国債と5年インフレ連動債（TIPS）の利回り格差、いわゆるブレイクイーブン・インフレ率を示しています。ブレイクイーブン・インフレ率は、投資家のインフレ期待の推定値として広くみなされています。

インフレ期待は、ロシアのウクライナ侵攻を受けて高騰した後に幾分か緩和しましたが、5月末時点で3%近辺にとどまり、FRBが長期目標とする米消費者物価指数（CPI）を1%ほど上回った水準にあります。

「市場はFRBによる将来の利上げをすでにほとんど織り込んでいる一方、今後5年間にわたり、インフレ率はFRBの目標を1%程度上回り続けると予想している」とPageは指摘します。

インフレは世界の投資家にとってまだ重要な問題

（図表2） TIPSのブレイクイーブン・インフレ率に基づく米国の5年インフレ期待



米国5年国債利回り - 5年物価連動国債利回り

2019年12月31日～2022年6月1日

出所：ブルームバーグ・ファイナンスL.P.ティール・ロウ・プライスによるデータ分析。

問題は、サプライチェーンの修復がFRBの利上げ意思に抑制効果をもたらせるか否かだ。

— Sébastien Page, CFA
グローバル・マルチ・アセット部門
統括責任者

米国CPIが足元で前年比8.5%以上の上昇を示し、市場コンセンサスは楽観的過ぎた可能性もあるとPageは言います。「CPIが4%~5%に下げ止まる場合、FRBは2%の目標達成にどこまでコミットするだろうか」とPageは疑問を投げかけています。

「その答えは債券市場だけでなく、グローバル株式市場にとっても、極めて重要で、インフレの先行きが間違いなくカギである」とThomsonは言います。

「インフレ率が3%前後で落ち着くならば、株式にとって適度な環境に、3%から4%の間であればやや厳しい環境となるだろう。4%を超える場合、1980年代初頭に当時のポール・ボルカーFRB議長が、インフレ・スパイラルを断ち切るために2桁の水準まで利上げを行い、米国株式市場は低迷した時代が再現される可能性がある」とThomsonは主張します。

サプライチェーンの要因

インフレ圧力は供給と需要の双方から生じており、景気循環要因と構造要因の両面が入り混じって、見通しを困難なものにしているとHusainは指摘します。

「それはFRBが利上げを継続することを意味するだろう。FRBはある時点で立ち止まって効果を確かめようとするだろうが、今後数カ月にわたり更なる利上げに備えておく必要があると見ている」とHusainは言います。

こうした見通しが不透明な中でも、Pageはポジティブな下支え要因を挙げています。「世界経済にはコロナ禍で積み上がった多くの滞留部品や製品が存在し、サプライチェーンのボトルネックが解消に向かえば、インフレ圧力の緩和に寄与する可能性がある」とPageは主張します。

「問題は、サプライチェーンの回復がFRBの利上げ意思に抑制効果をもたらせるか否かだ。それが十分早期に起これば、需要を減退させなくて済むだろう」とPageは指摘しています。

厳しい環境への対応

投資アイデア	根拠	例
株式のディフェンシブなポジション	2022年上期の市場下落により株式バリュエーションは適度に改善した。ただし、2022年下期の利益成長は景気減速により厳しいと見る。原材料コストの上昇も利益率を低下させる可能性がある。	<ul style="list-style-type: none"> ■ 株式をややアンダーウェイト
インフレ関連銘柄	インフレ率はピークから2022年後半には低下すると予想されるが、長引くサプライチェーン問題および財・サービス・労働力・住宅に対する旺盛な需要が引き続き物価上昇圧力を加える可能性がある。	<ul style="list-style-type: none"> ■ リアル・アセット株式 ■ 天然資源株式

上記は例示のみを目的としています。当資料は特定の投資行動の助言または推奨を目的とするものではありません。

テーマ2

ファンダメンタルズ重視

債券利回りの急上昇が2022年上期におけるグローバル株式下落の主要因でした。2022年下期における株式市場のパフォーマンスは、企業の利益成長見通しに依存する可能性があります。

米国10年国債のインフレ率控除後の実質利回り（米国10年物価連動国債の利回りをを用いて計算）は、2021年の大半をマイナス圏で推移した後、2022年4月末にプラスに転じました。図表3（左図）は、利回りが米国株式のバリュエーションに与えた影響を示しています。直近のバリュエーションは過去レンジ内の中間近くまで低下しました。

「経済成長の減速懸念が高まる中、焦点は株価収益率（PER）のE（収益）に移っている。これが次の下落要因になるのではないかと多くの市場参加者が懸念している」とPageは言います。

「収益モメンタムは、2022年上期に米国以外の多くの市場で低下したものの、米国では非常に安定していた（図表3、右図）。しかし、この堅調な利益成長の持続は厳しいと見る。米国企業の利益成長は、経済成長の鈍化に伴い下期には減速するだろう」とPageは予測しています。

サプライチェーン問題が改善すれば企業収益にプラス効果をもたらすと見込まれますが、

よい影響ばかりではないとPageは言います。「より多くの製品を動かせば売上高と収益を押し上げる可能性がある一方、価格決定力が制限され、利益率が低下するリスクもある」とPageは指摘しています。

市場のけん引役の入れ替わり

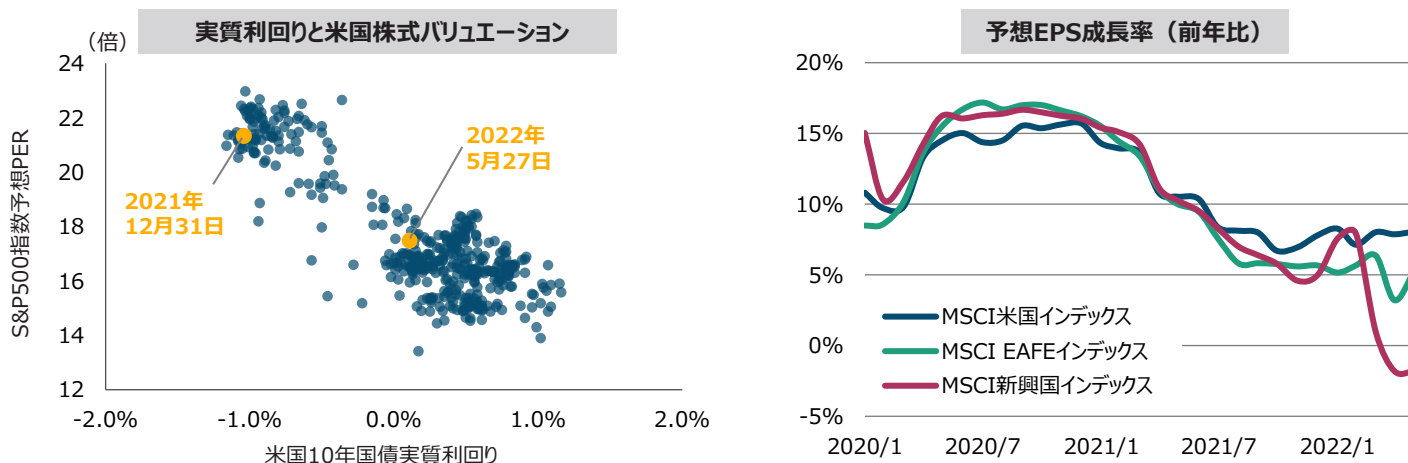
業績が低迷する環境は一般的に、景気減速があまり脅威にならないグロース株に有利に働く傾向があります。しかし、近年グロース株ユニバースに占めるテクノロジー・セクターの割合が顕著に大きくなり、今回の局面では異なる動きになる可能性があるというThomsonは指摘しています。

「パンデミックがデジタル化の流れを実質的に前倒したため、2021年のテクノロジー企業の極めて高い利益成長達成したが、2022年下期は相対的に厳しいだろう。また、技能不足や給与上昇などサイクル終盤の負の影響がテクノロジー企業に不利益に働く可能性がある」とThomsonは説明します。

ストーリーング・メディアなどコンシューマー・テクノロジー・プラットフォームも、消費サイクル的に減速傾向となる可能性があるというThomsonは付け加えます。

株式のリスク評価の焦点は金利から利益成長に移っている

（図表3）米国10年国債実質利回りとS&P500構成企業の予想PERの分布、および2022年予想EPS成長率の推移



予想PER、実質利回りは2014年1月3日～2022年5月27日。予想EPS成長率は2022年1月31日～2022年5月31日。

出所：ヘイバー・アナリティクス / 米経済分析局、ダラス連邦準備銀行、ファクトセットのデータをもとにティール・ロウ・プライスが算出。全ての権利はファクトセットに帰属します。

“
市場のけん引役は交代
しつつあるように見受け
られる。過去の例を見る
と、これらのサイクルは長
く続く傾向があった。

— Justin Thomson
株式部門CIO

これらの要因は、パンデミックからの回復以降に見られたスタイル・ローテーションがバリュースクターに有利に働いたことを示唆しています。「市場のけん引役は交代しつつあるように見受けられる。過去の例を見ると、これらのサイクルは長く続く傾向があった」とThomsonは指摘しています。

中国の投資機会は検討の余地あり

MSCI中国インデックスが2021年初旬のピークから5月末時点で約50%下落し、中国株式のバリュエーションは割安感が増したとThomsonは見ています。しかし、足元の中国政府の「ゼロコロナ」政策は、経済成長に重大な障害となっています。

「中国には景気刺激策を講じる余地がある。しかし、ロックダウン中の景気刺激策では意味はない。それはアクセルとブレーキを同時に踏むようなものだからだ」とThomsonは指摘します。

中国の政策当局が2022年下期に経済対策で成長をどれだけ押し上げられるかは見通しにくく、また、不動産価格の下落や社債のデフォルトも景気刺激策を難しくする可能性があるというThomsonは言います。

しかしながら、世界の中央銀行の多くがインフレ対策として流動性を引き締め、また多くの先進国政府が深刻な財政赤字を抱えている中で、中国は少なくとも財政面から経済成長を支える政策に注力できる余力があるとThomsonは付け加えます。

中国政府による自国内テクノロジー・プラットフォーム企業の締め付け、中国企業の海外上場預託証券に係る規制強化といった規制に対する当局の変化が、2022年下期に中国株式の重要な要因になりうるとThomsonは言います。

「規制は、今年後半に開催される中国共産党の第20回党大会に向けて、より市場に優しい内容に転換する可能性が高い。中国の規制に係る緩急サイクルはこのところ長引いており、深刻だが、規制はこれから循環的に緩和の方向に向いていくだろう」とThomsonは見ています。

Thomsonは、米国市場が過去10年間にわたり良好なパフォーマンスを続けてきたことを背景に、2022年下期はけん引役が米国以外の市場に本格的に移るとは予想していないものの、「今後、米ドル高が止まり、テクノロジー株が引き続き苦戦するならば、米国外株式市場の相対パフォーマンスは改善するだろう」と述べています。

ファンダメンタルズ重視

投資アイデア	根拠	例
低金利感応度の株式	利上げは金融を含む一部のバリュースクターに有利に働く見込み。企業業績は前年を上回るの難しく、テクノロジー・セクターは前年比ベースでの成長見通しが厳しいと見込まれ、グロース・スタイルの劣勢が続く可能性がある。	■ バリュース株式
相対的に経済成長率が高い中国、その他新興国	中国はゼロコロナ政策によるロックダウンからの回復ペースを速めるため、景気刺激策を打ち出すと予想される。経済再開と規制緩和政策は、中国株式を下支えし、他の新興国の経済成長を押し上げる可能性がある。	■ 中国株式 ■ 新興国株式

上記は例示のみを目的としています。当資料は特定の投資行動の助言または推奨を目的とするものではありません。

テーマ3

柔軟な 債券運用

2022年上期において、米国債やその他の先進国ソブリン債は株式のボラティリティを相殺する効果を発揮できませんでした。これは、投資家が債券セクターや地域などの分散の拡大や効果的な管理手法の研究を図る必要性を示唆しています。

重要な問題は、「2022年初旬に見られた株式と債券の相関の高まりが一時的なものか、構造的な『レジーム・チェンジ（潮流変化）』を反映したもので、長期にわたり高い相関が続く可能性があるか」とPageは言います。後者の説明が正しいとするならば、株式と債券の割合を60対40とする伝統的な資産配分に代わり、ダイナミック・ヘッジやその他のディフェンシブ戦略などの代替戦略は投資家に優位性をもたらす可能性があります。

株式と債券の相関は近年、プラス圏とマイナス圏を数回にわたって上下しているとPageは指摘します（図表4）。ティー・ロウ・プライスのリサーチによれば、これらの転換は一般的に失業率やインフレ率、金利の突然の高騰などの経済ショックが原因でした。

「米国債がポートフォリオの配分において果たす役割は、特に次に訪れる危機が景気後

退だとすれば、まだその効果は期待できるだろう。しかし、ダウンサイド・リスクを軽減するために、他のアプローチの検討も重要だ」とPageは言います。

デュレーションを長期化させる好機か

債券投資家にとってより差し迫った問題は、債券利回りが目先のピークに達し、ポートフォリオのインカムレベルを確定させるタイミングか否かです。

「現在は、数年来で最も魅力的な債券投資の機会と見る。今後数四半期にわたり、投資家はデュレーションの追加を検討してもいいだろう」とHusainは言います。

一方で、FRBは重要な市場金利であるフェデラル・ファンド（FF）金利をインフレ率控除後でプラスの領域に押し上げるまで、金融引き締めを継続するともHusainは予想しています。名目FF金利は、5月末時点でまだ1%を下回っており、追加利上げの余地が大いにあると考えられます。6月初旬で、「利回りがピークをつけたとは考えていない」とHusainは付け加えます。

金利上昇環境下、債券投資家は分散を高める必要があると思われる

（図表4） 予想FF金利および米国株式と債券の相関係数の推移*



過去の実績は将来の成果を保証するものではありません。

2006年1月～2022年5月。

*市場の利上げ/利下げ予想 = 米2年国債利回り - 目標FF金利。米国株式/債券の相関 = S&P500指数と米10年国債先物契約の月次価格変化の2年移動相関。

出所：スタンダード・アンド・プアーズ、JPMorgan北米クレジット・リサーチ（追加ディスクロージャーをご参照ください）、ブルームバーグ・ファイナンスL.P. ティー・ロウ・プライスによるデータ分析。

“ 中期的にはいずれ、 利回りは顧客が保有 する債券ポートフォリオ から得られるインカムと して満足する 水準に達するだろう

— Arif Husain
債券部門CIO

グローバル債券市場は、米国金利上昇を懸念する投資家に分散余地を提供する可能性があるというHusainは示唆します。FRBが金融引き締めを続ける一方、その他の国は米金利サイクルから距離を置いている国が多く存在しています。利上げを停止、または利下げを開始した国さえあります。

「金融政策の乖離を活用することで、投資家は、通貨ヘッジ・ベースで金利エクスポージャーの分散を図ることができる。最近のバリュエーション水準から、米ドル建て新興国債の魅力が特に高まっているものの、国の選択と銘柄選択の双方が不可欠になる」とHusainは指摘します。

利回り上昇余地

「利回り上昇が続くと見るならば、ある時点で魅力的な利回り水準に達するまでは、デュレーションの管理方法を把握できる人材を確保するか、または外部の有能な運用プロフェッショナルのデュレーション管理に依存することを勧める。中期的にはいずれ、利回りは顧客が保有する債券ポートフォリオから得られるインカムとして満足する水準に達するだろう」とHusainは言います。

ハイイールド債など一部のクレジット・セクターは、その魅力的な利回り水準に達している可能性があるというHusainは示唆します。

「ハイイールド債ユニバースを見ると、銘柄によっては、利回りが7%~8%のレンジにある。また、価格が額面1ドル当たり80セントのBB格債がある。その価格水準は、歴史的に購入する絶好の機会であったことが証明されている」とHusainは言います。

ハイイールド債に強気姿勢を取る場合には、不透明な経済見通しに注意すべきであるともHusainは指摘します。2022年5月時点で、ハイイールド債のデフォルト率は、過去最低に近い水準を維持しており、格付けの引き上げ件数は、引き下げ件数の2倍以上に上ります。しかし、経済成長ショックによって、この状況が急変するリスクがあります。

「景気後退の脅威は現実的になりつつある。そのため、投資家は、それに備える必要がある」とHusainは警告します。「ティー・ロウ・ブライスの債券ポートフォリオ・マネジャーにとって、自社の広範で深いリサーチ能力と独自の信用格付けが、リスク管理において重要な役割を果たす」とHusainは付け加えます。

ボラティリティの高い市場においては、デュレーション管理とイールドカーブのポジショニングも、リスクを管理する重要なツールになるとHusainは示唆します。「債券は相対的に流動性の高い資産クラスであるため、投資家は、その流動性を活用してアクティブにリスク管理することで恩恵を享受できる」とHusainは主張します。

柔軟な債券運用

投資アイデア	根拠	例
グローバルに分散した債券ポートフォリオ	FRBおよびその他の主要中央銀行が金融引き締めを進めている一方、すべての国が金利サイクルの同じ時点にいるわけではない。乖離を活用することで、投資家は金利エクスポージャーを分散させることができる。	■ ダイナミック債券配分戦略
ハイイールドのインカム	金利上昇と信用スプレッド（信用リスクに応じて米国債利回りに上乗せされる利回り）の拡大は、ある程度の投資期間を許容する投資家にインカム獲得機会を創出する可能性がある。	■ グローバル・ハイイールド債

上記は例示のみを目的としています。当資料は特定の投資行動の助言または推奨を目的とするものではありません。

テーマ4

地政学的リスクへの対応

ロシアのウクライナ侵攻は、世界の政治情勢を揺るがしています。戦争自体により加えられた破壊と人的被害以外に、世界の最貧国における飢餓を悪化させ、新たな軍拡競争を引き起こし、気候変動や核拡散などの問題に関する協調を阻害する恐れがあります。

これらのショックは、数年にわたり続く可能性があり、グローバル市場へは即時の影響をもたらしました。

- 対ロシア経済制裁やウクライナの黒海沿岸における港の閉鎖による、主要コモディティ価格の高騰（図表5、左図）
- 欧州経済への影響の懸念による、対米ドルでのユーロ、英ポンドの急落
- ロシアへの金融制裁によって、海外の投資家はロシア株への投資が実質的に不可能となり、ロシアの外貨建て債務をデフォルト間際に陥る

戦争がもたらすインフレへの影響は、新興国において増幅されるでしょう。なぜなら、新興国の消費者物価指数に占める食品の割合は先進国を遥かに上回るからです（図表5、右図）。

「ロシアとウクライナは、欧州の穀倉地帯であるばかりでなく、農薬やその他の農業用原材料に使われる多くの化学品を世界中に輸出している」とHusainは言います。

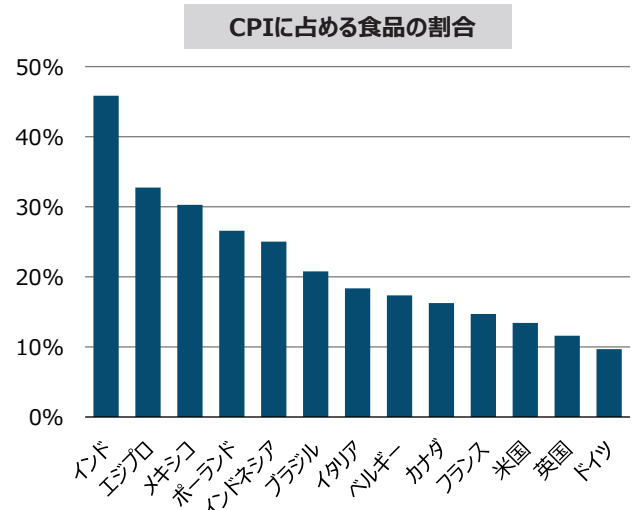
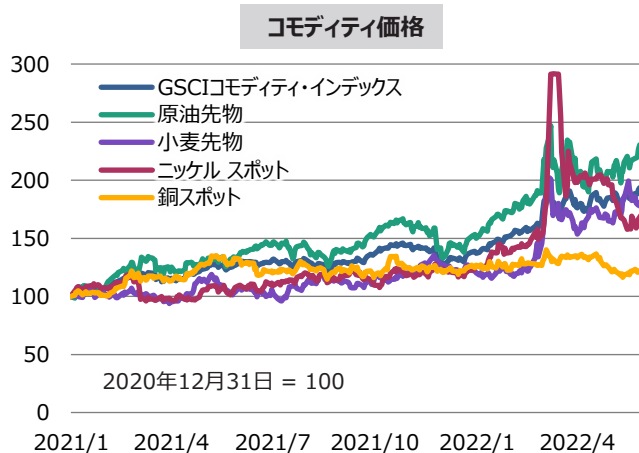
戦争は欧州のロシア産石油・天然ガスへの過剰な依存も浮き彫りにしているとThomsonは言います。この点は、エネルギー安全保障に限らず、消費者への補助金などエネルギーの公平性の問題も浮き彫りにしています。

「石油・ガスセクターの業績不振から、多くの投資家は、2022年に入りエネルギー株をアンダーウェイトとしてきたが、ロシアの侵攻はそれに警鐘を鳴らした」とThomsonは指摘します。

「エネルギーは戦略的に重要なセクターであり、おそらく市場はその点を過小評価してきたことに改めて気づいたのだろう。多くのポートフォリオでその影響を受けている」とThomsonは言います。

ウクライナ紛争は世界中でコモディティ価格の上昇を誘発

（図表5） 主要コモディティ価格の変化と各国の消費者物価指数（CPI）に占める食品の割合



過去の実績は将来の成果を保証するものではありません。

コモディティ価格は2020年12月31日～2022年5月31日。食品価格の割合は2022年3月31日現在。

出所：ヘイバー・アナリティクス/JPMorgan（追加ディスクロージャーをご参照ください）、ファクトセットのデータをもとにティール・ロウ・プライスが分析しています。全ての権利はファクトセットに帰属します。

「格言にもあるように、高い価格は自ら是正するが、今回は石油・ガスについて言える。」

— Justin Thomson
株式部門CIO

再生可能エネルギーを後押し

多くの経済的混乱時と同様に、エネルギー・ショックは、リスクだけでなく投資機会も生み出す可能性があります。風力や太陽光などの再生可能エネルギー源への移行は、その一つになりうるとThomsonは示唆します。

「格言にもあるように、高い価格は自ら是正するが、今回は石油・ガスについて言える。石油・ガスの価格高騰は、その他エネルギー源への相対的な転換コストを軽減するため、再生可能エネルギーへの移行が加速すると考えられる」とThomsonは主張します。

石油・ガス価格の上昇は、エネルギーのサプライチェーンへの設備投資を促す可能性もあり、それは風力や太陽光発電所などの再生可能エネルギー・プロジェクトに限らないとThomsonは付け加えます。投資先として送配電網の設備更新やより効率的なエネルギー貯蔵技術の開発などが挙げられ、それらのプロジェクトで使用される素材に対する需要を増大させる可能性があります。

経済制裁インパクト

ウクライナ侵攻に対抗してロシアに課された金融制裁は、グローバル金融システムの集中化を反転させ、長期的な転換の流れを加速させる可能性があるというHusainは主張します。

第一弾の制裁には、FRBやその他の協調する中央銀行でロシアが保有する外貨準備の

凍結や、ロシアの一部の銀行をSWIFT（国際銀行間通信協会）の金融通信システムから締め出すなど、複数の前例のない措置が含まれていました。

これらの措置はロシアに重いコストを課す一方で、米国や他の主要金融大国に支配されている国際決済システムに代わるシステムを他の国が模索する動機づけになる可能性もあります。

「一部の国で、この対ロシア制裁を受けて、グローバルな資金移動や取引を行う別の決済方法を想定する必要があると考えても不思議ではない」とHusainは言います。

制裁が引き続きロシアとその最も緊密な同盟国に限定される限り、世界経済に与えるリスクは限定的と見込まれます。しかし、ロシアの軍事行動を支援する行為とみなされ、他国、特に中国に二次的な制裁が科せられれば、リスクが拡大する可能性があります。

「現在、中国市場に関する最大の不確定要素は、地政学リスクである。ロシアの侵攻がさらに波及し、西側の民主主義諸国が制裁を中国に広げれば、非常に複雑な状況になるだろう」とThomsonは言います。

中国に対する二次的な制裁は実現する確率が相対的に低い「テール」リスクと考えられるものの、そのリスクは2022年下期に中国株式のバリュエーションを押し下げる可能性がある」とThomsonは付け加えます。

地政学リスクへの対応

投資アイデア	根拠	例
エネルギーのインフラ関連	ウクライナ紛争は石油・ガス価格を押し上げてきた。これは、再生可能エネルギー源への転換を加速させ、送配電網や新たなエネルギー貯蔵技術への設備投資を増大させる可能性がある。	<ul style="list-style-type: none"> ■ グローバルの資本財・サービスセクター ■ サステナブル投資

上記は例示のみを目的としています。当資料は特定の投資行動の助言または推奨を目的とするものではありません。

まとめ

自己のリスク許容度は、
レジーム・シフト（潮流
変化）の局面で改め
て試される。

— Sébastien Page, CFA
グローバル・マルチ・アセット部門
統括責任者

2022年上期に市場に圧力をもたらしたショックによって、世界の投資家は、インフレ、金利、利益成長、ボラティリティに対して期待値を調整する必要に迫られました。しかし、その調整はより長期に及ぶかもしれないとティー・ロウ・プライスの運用部門のCIOたちは言います。

「我々は現在、パラダイム・シフトの最中にある。低利回り、低インフレ、低ボラティリティの環境は、インフレ率上昇、金利上昇、そしておそらくボラティリティ上昇の環境へと移行している」とThomsonは指摘します。

新たな状況では、資産価格が過度に下落したり、急速に下落した場合、FRBや他の主要中央銀行による市場への流動性供給を頼りにする「フェド・プット」の概念など、古い考え方からの脱却を投資家は余儀なくされる可能性があります。

今や、「フェド・プットは失われたか、ほとんど通用しなくなっている。むしろ、投資家は「フェド・コール」に直面する可能性がある」とPageは言います。リスク資産が2022年下期に過剰に上昇するならば、インフレを懸念するFRBは、より積極的な利上げで対応し、反発の妨げになる可能性があります。

過去からの教訓

以前のパラダイム・シフトは、過剰なバリュエーションまたは外的ショックのいずれか、もしくは両方に囚われた不安定な市場で起こったとThomsonは言います。これらの過去の例として以下が挙げられます。

- 2000年～2002年のITバブル崩壊は、キャッシュフローや利益といった基本的なバリュエーションを計るファンダメンタルズの永続的な重要性を投資家に示した。
- 1970年代初頭の米大型株への集中相場は、石油ショックと物価高騰が引き金となって急落した。

「しかし、歴史が繰り返す必然性はない。今回の中央銀行のインフレ対策は、洗練されている。それは1970年代より良い結果につながるだろう」とThomsonは見えています。

一方で、新たなパラダイムでは、投資家は、想定する投資期間やリスク許容度について再確認する必要があるかもしれません。

「リスク許容度は、一般的に正常な時期に試されることはない。自己のリスク許容度は、レジーム・シフト（潮流変化）の局面で改めて試される」とPageは警告します。

投資家は急速に変化する市場環境において、受動的であり続けるリスクを理解する必要があります。時価総額加重のインデックスは、構造的な変化にうまく対応していない可能性があります。一方で優れたアクティブ運用は、リスクの所在と投資機会を特定するのに有効なツールであると考えます。

「パラダイム・シフトの最中において、何もしないことは非常にリスクである」とHusainは指摘します。

2022年中央戦術的資産配分

■ アンダーウェイト ■ ニュートラル ■ オーバーウェイト

これらの見解は、今後6～18か月間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。

資産クラス	株式	■	株式は2022年上期に下落したが、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、投入コストの上昇や景気減速によりかなりの下押し圧力を受ける可能性がある。
	債券	■	世界各国の中央銀行の引き締め政策および高止まりしているインフレ率が利回り上昇圧力を加え続ける可能性があるが、米国の金利は既にピークをつけた模様。信用スプレッドは、リスクオフ心理の局面を経て魅力が高まっている模様。
	地域		
	米国	■	米株市場はグロース株の多さや一部銘柄への人気集中から米国市場は金利上昇の影響を受けやすい。ただし、景気後退懸念がさらに高まる場合、景気敏感度の高いセクターが相対的に少ないことから恩恵を受ける可能性がある。
	グローバル（除く米国）	■	割高感が低いバリュエーションと景気循環的なセクター特性は、経済成長見通しが安定化すれば下支えとなる可能性がある。ただし、ロシア・ウクライナ戦争が長引けば、経済成長見通しおよび世界のサプライチェーンに重しとなる可能性がある。
	欧州	■	バリュエーションは魅力的だが、ウクライナ戦争は、エネルギー・コストの上昇や金融制裁の影響など重大なリスクをもたらす。今後数月にわたる欧州中央銀行（ECB）の政策経路は、依然として不透明。
	日本	■	円安と日本市場の景気敏感特性は、パフォーマンスに重大な逆風となってきた。魅力的なバリュエーション、金融緩和政策、コーポレート・ガバナンスの改善は、長期的な追い風をもたらす可能性がある。
	新興国	■	バリュエーションは全体的に魅力的。中国におけるゼロコロナ政策によるロックダウンは、依然として目先の逆風だが、中国株式の中期的な見通しは、より顕著な支援策が見込まれるため、より明るい見受けられる。
	スタイル・時価総額		
	米国グロース（対バリュエーション）	■	多くのバリュエーション株の相対バリュエーションは依然として魅力的だが、グロース株とのギャップは狭まっており、景気見通しは悪化している。グロース株は巣ごもり需要の追い風が引き続き弱まっているが、バリュエーションはまだ金利上昇による圧力を受けている。
グローバル（除く米国）グロース（対バリュエーション）	■	バリュエーション株は依然として魅力的だが、景気の追い風が弱まり、地政学的リスクが高まっている。一方で、グロース株は依然として相対的に高いバリュエーションと金利上昇見込みによる圧力を受けている。	
米国小型株（対大型株）	■	小型株は魅力的な相対バリュエーションと引き続き堅調な利益成長をもたらす。ただし、高い原材料コスト、賃金上昇圧力、上昇した市場ボラティリティがパフォーマンスを圧迫する可能性がある。質の高い銘柄重視の姿勢が望ましい。	
グローバル（除く米国）小型株（対大型株）	■	小型株は銘柄固有の投資機会と世界経済の成長鈍化が均衡している。米ドル高および大型株に有利に働く可能性がある質への逃避のため警戒を要する。	
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高止まりしているが、供給不足は短中期的に続く可能性が高い。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。	
債券	米国投資適格公社債	■	金利の方向性は、経済成長の鈍化、インフレがピークをつけている可能性、地政学的紛争に直面して、FRBの追加金融引き締めに関する見通しに依存する。信用スプレッドの拡大はリスクオフ心理を反映している。
	先進国（除く米国）投資適格公社債（ヘッジ後）	■	ECBなどの中央銀行はより積極的な姿勢に転じると予想され、金利上昇圧力がかかる可能性がある。米ドルは、FRBの金融引き締めおよび安全資産への逃避の動きが依然として下支えとなる。
	米国長期国債	■	より長期の金利は、予想されたFRBの金融引き締めが既に織り込まれているため、ピークをつけた模様。米国長期国債は、リスクオフのシナリオ下でポートフォリオの安定装置を提供するが、インフレ率が高止まりすれば依然として脆弱。
	インフレ連動債	■	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。
	グローバル・ハイールド社債	■	信用ファンダメンタルズはまだ健全と見受けられ、デフォルト率は依然として低い。リスクオフ心理を受けた信用スプレッドの拡大も下支えとなる。ただし、スプレッドは、地政学的リスク、インフレ、経済成長懸念のため、引き続き不安定となる可能性がある。
	変動金利バンクローン	■	相対バリュエーションの魅力は低いが、強固なファンダメンタルズと旺盛な利回り需要がまだ追い風になる。ただし、FRBの引き締めが織り込まれたため、デュレーションの相対的な短さや金利リセットの恩恵が低下する可能性も。
	米ドル建て新興国ソブリン債	■	バリュエーションは魅力的と見られ、FRBの金融引き締めの緩和期待および取引の活発化により支えられる。ただし、地政学的緊張、長引くコロナ懸念、財政圧力が依然としてリスク。
	現地通貨建て新興国債券	■	利回りは魅力的で、多くの新興国通貨は相対的に割安感がある。ただし、現地通貨は依然として米国の利上げに対して脆弱で、FRBの金融引き締めおよび質への逃避が引き続き米ドル高圧力となる可能性がある。

株式・債券市場の資産クラスは、マルチ・アセット・ポートフォリオの対象資産を示しています。
 一定のスタイル・時価総額の資産クラスは、戦術的資産配分枠組みの一環としての相対判断を表わしています。
当資料は情報提供のみを目的としており、特定の投資行動に関する投資助言や推奨を意図したものではありません。

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

MSCIおよびその関連会社、並びに第三者の情報源およびプロバイダー（総称して「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。本報告書は、MSCIによって承認、審査、発行されたものではありません。MSCIの過去のデータや分析は、将来のパフォーマンスの分析や予測を示唆または保証するものとして捉えられるべきではありません。いずれのMSCIデータも、投資判断のため（または投資判断を控えるため）の投資アドバイスや推奨を目的としたものではなく、そのような目的で依拠されるべきではありません。

S&Pの出所：著作権はS&Pグローバル・マーケット・インテリジェンス（及び適宜その関連会社）に帰属します。関係者による書面による事前承諾がない限り、いかなる形式においても、信用格付けを含むいずれの情報、データまたは資料（「情報」）の複製は禁じられます。S&P、その関連会社およびサプライヤー（「情報提供者」）は、情報の正確性、適切性、完全性、適時性または可用性の保証はせず、原因の如何に関わらず誤りや不備（過失その他の如何を問わず）に対する責任を負わず、また情報の利用から生じた結果に対して責任を負いません。情報提供者は、いかなる場合も、情報の利用に関連するいかなる損害、経費、費用、弁護士費用または損失（損失利益や機会費用を含む）に対して責任を負いません。情報の一部として特定の投資運用や証券、信用格付け、または投資運用に関する所見を参照している場合、それは当該投資運用や証券の売買または保有を推奨するものではなく、投資運用または証券の適合性について述べてはおらず、投資アドバイスとして依拠されるべきではありません。信用レーティングとは意見を表明するものであり、事実を表明するものではありません。

情報は信頼できると考える情報源から取得していますが、JPモルガンはその完全性または正確性を保証しません。指数は許可を得て使用しています。JPモルガンの事前の書面による承認を得ることなく、指数の複製、使用または配布を禁じます。Copyright © 2022, J.P. Morgan Chase & Co. 全ての権利はJPモルガンに帰属します。

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）の通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