



# 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2月

## 1 市場見通し 2022年1月31日時点

- 世界経済は減速する見通しだが、依然としてトレンドを上回っている。インフレ高止まりが引き続き逆風となっているが、インフレ圧力は中央銀行の金融引締めやサプライチェーンの改善に伴って次第に弱まる見込み。
- 先進国の中央銀行は引き締め前倒しに動いており、米連邦準備理事会（FRB）はバランスシート縮小を継続し、3月に利上げを行う見込みで、欧州中央銀行（ECB）も資産購入ペースを縮小している。一方、日本銀行は現状維持。新興国の中銀は引き締めのピークに近づいている可能性もあるが、中国は連続的に金融緩和を行うなど、逆の対応を行っている。
- 中銀の引き締めに伴い短期金利が上昇する一方、長期金利は景気減速とインフレ高止まりの綱引きに左右される展開。
- グローバル市場の主なリスクには、中央銀行の政策ミス、インフレ圧力の高止まり、地政学リスクの高まり、コロナ変異株の出現、中国経済の成長スピード等が挙げられる。

## 2 ポートフォリオ・ポジショニング 2022年1月31日時点

- 株式は、足元のピークから調整しているが、依然として割高なため、アンダーウェイトを継続。インフレ高止まりと賃金上昇が企業の利益率や利益成長を圧迫する可能性が高い。
- 株式では、引き続き景気敏感銘柄を重視し、バリュエーションがより妥当な水準にあり、景気回復継続から恩恵を受ける世界のバリュー株、米国小型株、新興国株のオーバーウェイトを維持。
- 債券配分においてはデフレーションが短く利回りの高いセクターを引き続き選好。短期インフレ連動債、信用ファンダメンタルズが依然良好な変動金利バンクローン、ハイイールド債をオーバーウェイト。

## 3 市場テーマ 2022年1月31日時点

### パウエル議長の舵取りに注目

株式市場はFRBのタカ派転換と年内に5回以上の利上げを行う可能性を織り込み、2009年以来最悪のスタートを切りました。株安を主導しているのはハイグロース企業、特にテクノロジーや一般消費財セクターで、その多くはコロナ禍による消費者行動の変化による恩恵を受けて昨年、高水準なバリュエーションまで上昇した銘柄です。最近の市場の弱さにも怯むことなく、パウエルFRB議長は1月の米連邦公開市場委員会（FOMC）で労働市場の強さと高インフレに言及し、積極的な緩和政策解除の意向を繰り返し表明しました。米国10年国債利回りは今年既に0.40%以上上昇しており、それに追従して住宅ローン金利も0.50%近く高騰し、その影響は実体経済にも及んでいます。FRBは積極的な引き締め動きですが、イールドカーブはフラット化しており（図表1）、市場は景気への潜在的影響を懸念している様子で、パウエル議長の舵取りがうまく行か疑問視しています。

### 中国は経済危機回避に全力

2021年は波乱の展開でしたが、中国は政策サポートの強化や規制強化緩和の兆しが見られ、投資家は今年持ち直す時期を期待していました。ところが、厳しいゼロ・コロナ政策などの影響で2022年は景気減速の兆しが見られています（図表2）。株式市場が年初から8%近く下げ、投資家心理が悪化しており、不動産関連の債務問題が尾を引く社債市場も底値模索の状況が続いています。こうした状況に対処すべく、中国の政策当局は貸出金利や預金準備率の引き下げなど金融政策の緩和に早くも動き、不動産セクターにおいては価格安定のため住宅ローン促進などのテコ入れに乗り出し、さらなる支援策も実施される可能性があります。中国は冬季五輪を開催中で、習近平主席が前代未聞の3期目を目指しているため、政策当局は今年、何としても経済危機を回避しようとするでしょう。

### 上昇する国内の物価と金利

諸外国ほどではないにせよ、日本国内でも物価が上昇しています。日本銀行も、1月に開催した金融政策決定会合の「展望レポート」で2022年度の物価上昇率見通しを1.1%に引き上げました（前回2021年10月時点は0.9%）。ただし、米国のインフレ率に比べれば依然として低い水準であり、年内に累次の利上げが予想されている米国に比べ、日本では金融緩和の解除も先のことで想定されるため、為替市場ではドル円相場が上昇圧力を受けやすく、それがグローバル由来のインフレ要因に追加される形で日本国内の物価上昇に跳ね返る循環が生まれているようです。この物価上昇に加え、海外の金利上昇の影響から、国内債券の利回りも超長期ゾーン主導で上昇しています（図表3）。こうした環境下では、国内債券のアンダーウェイト、金利上昇の恩恵を受けやすい金融などバリュー株、バリュエーション調整圧力を外国株よりも受けにくい日本株、あるいは金融政策サイクルが米欧と異なる新興国株のオーバーウェイトなどが有望と考えています。

（図表1）米国10年国債と2年国債の利回り格差



（図表2）中国株式指数と製造業PMI指数



（図表3）日本の物価上昇率（前年比）と超長期国債利回り



・中国株式指数：上海・深センCSI300指数。中国製造業PMI指数：財新中国製造業PMI指数。  
出所：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。

## 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
- 減速するものの、まだトレンドを上回る成長

## ネガティブ

- FRBの引き締めペース
- 割高な株式と債券のバリュエーション
- サプライチェーンの問題が経済活動を制約
- 非常に高いインフレ率

## 欧州

- 景気見通しの改善
- 財政出動の拡大
- 緩和的な金融政策を継続
- 株式のバリュエーションは米国に比べて魅力的

- ウクライナ情勢緊迫化がエネルギー価格とインフレに及ぼす潜在的な影響
- 中国からの需要が循環的にも構造的にも弱まっている
- 利益成長を牽引する長期要因が乏しい
- 米ドル高が引き続き逆風となる見込み

## 日本

- 日本株は良好な相対バリュエーション、ポジティブな業績トレンドから引き続き魅力的
- 財政による下支えと緩和的な金融政策を背景に景気回復が続く見通し
- 円安により輸出競争力が高まる

- オミクロン株の感染急拡大で、個人消費は低迷が続く
- 岸田首相が前任者と比べ、市場に好意的でない政策を目指す姿勢を見せ、予想外の政治リスクが再浮上
- 海外投資家の日本株離れで市場の下支えが弱まっている

## 新興国

- 中国が規制や信用状況の緩和に動いている
- 株式のバリュエーションは米国に比べて魅力的
- 新型コロナワクチンの接種率が急速に高まっている

- 供給制約が引き続き世界貿易に悪影響
- 米ドル高が引き続き逆風となる見込み
- 中国を除く新興国の中銀は金融政策を引き締めている

## 中国

- 政策当局は経済成長により重点を置き、規制や信用状況を緩和している
- 景気は予想以上に底堅く、今後再加速する見込み
- 業績見通しが底入れし、バリュエーションも割高感がない中、今年の共産党大会を控え中国株は魅力的
- インフレ圧力は西側諸国よりはるかに落ち着いている

- 在庫一掃セール効果が薄れ、個人消費は引き続き低迷
- 不動産セクターの問題が解決するまで、市場参加者は様子見を続ける公算大
- 海外資金の大量流入を背景とする人民元高により金融状況は引き締まっている

		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			■	
	これらの見解は、向こう6~18ヵ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。				
	足元のピークからバリュエーションは調整してきたが、さらに低下するリスクがある。利益成長は依然プラスであるものの、鈍化している中で、オミクロン株の影響が弱まっていることや、需要に対応した在庫積み増しが下支えとなる可能性も。				
	世界的な金融引き締めとインフレ圧力の高止まりで利回りに上昇圧力がかかり、デレージョンを短くするスタンスが望ましい。社債セクターのファンダメンタルズは依然良好。利回り面の優位性が引き続きサポート材料となるが、バリュエーションの上昇余地は限定的。				
	地域				
	米国		■		
	欧州		■		
	日本			■	
株式	新興国 (除く中国)			■	
	中国			■	
	東欧/中東/アフリカ地域はコロナ収束シナリオではサービスや鉱工業生産の回復の恩恵を受けるが、目先的にはウクライナ情勢の緊迫化が懸念材料となっている。				
	スタイル、時価総額				
	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		■		
	需給不均衡や地政学リスクの高まりがエネルギー価格を押し上げているが、短期的には供給不足の緩和が見込まれる。不動産は景気回復の点から引き続き魅力的だが、金利上昇の影響を受ける可能性がある。				
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			■	
	世界的に金利上昇を背景に株式市場が不安定化する中、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オーバーウェイトを継続。				
通貨	米ドル (対円)			■	
	ユーロ (対円)		■		
	豪ドル (対円)			■	
	▼			■	
日銀のイールドカーブ・コントロールの下、金利上昇余地は限られるものの、海外の金利上昇の影響を免れられるものでもなく、「ポスト黒田」を見据え、特に超長期ゾーンは金利上昇圧力にさらされやすいと算す。					
短期金利がFRBの引き締めに対応して上昇する一方、長期金利は景気減速とインフレ高止まりの綱引きに左右される展開。企業のファンダメンタルズは依然堅調だが、バリュエーションが高止まりしていることから成長スピードの鈍化の影響を受ける。					
米短期金利がFRBの引き締めに対応して上昇する一方、長期金利は景気減速とインフレ高止まりの綱引きに左右される展開。ECBと日銀が引き締め依然慎重で、中銀の引き締めペースは乖離している。					
FRBがより積極的な金融引き締めの方向性を示しているため長期金利が急上昇する可能性は低いが、インフレの高止まりは依然としてリスクに。					
インフレ連動債はインフレ上振れリスクに対するヘッジを提供するが、FRBが引き締め姿勢にあり、サプライチェーンのボトルネックも緩和が予想されるため、インフレの上振れ余地は限定的。					
信用ファンダメンタルズは引き続き良好で、デフォルト・リスクは依然として低いが、スプレッドが狭く景気回復ペースが鈍化する中、これからの上値余地は限定的。					
デレージョンの短さや金利リセットが短期金利上昇に対するヘッジを提供。健全なファンダメンタルズや利回りに対する需要が追い風となる見通し。需要が高まる中、新発債のクオリティには慎重姿勢。					
低金利環境下、魅力的なバリュエーションを提供するが、FRBの金融引き締め、財政圧迫、コロナ感染拡大、中国に関する不確実性が依然としてリスクに。					
双子の赤字拡大などの構造的な米ドルマイナス要因よりも、日米金利差の拡大や利上げ加速の可能性という短期的な米ドル支援材料が当面は注視され、ウクライナ情勢などの地政学リスクに際しても円高に振れにくい状況。					
コロナ禍に伴う規制の緩和、ECBの緩和姿勢離れ、マイナス利回り債券減少の一方で、リスクイベントに弱い弱な特性やエネルギーコストの高止まりなどから、アンダーウェイトを維持。					
世界的な金利上昇や株式市場の不安定化を受け、典型的リスクオン通貨である豪ドルのボラティリティも高まっており、豪中銀の信頼性が揺らぐ可能性も念頭に中立に引き下げ、アンダーウェイトを維持も視野。					

## 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。

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。

### 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

202202-2047592