



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9月

1 市場見通し 2022年8月31日時点

- 一部の国ではインフレ圧力緩和の兆候も見られるが、目先で目標水準まで低下する可能性は低く、各国中央銀行は金融引き締め政策を継続。
- 8月に米連邦準備制度理事会（FRB）は、経済成長よりもインフレ抑制を優先し、金融引き締めに対するコミットメントを改めて強く示した。欧州中央銀行（ECB）は景気減速が予想されるもエネルギー高騰に起因するインフレ圧力抑制のため、利上げを推し進めると予想される一方、日本銀行は現状の政策を維持している。
- 一部の新興国は急騰する米ドルに対する自国通貨防衛と、高止まりする輸入コスト抑制のために外貨準備の取り崩しを迫られているが、中国はゼロコロナ政策を継続しつつ引き続き景気支援策で成長を支える。
- 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・地政学リスクのバランス等が挙げられる。

3 市場テーマ 2022年8月31日時点

1年前はFRBがインフレを読み違えたが、今回は…

8月に開催されたジャクソンホール会議で、FRBのパウエル議長は予想通りどんな代償を払ってもインフレを抑制する強い決意を示しました。一年前の「インフレは一時的」とした発言からは180度転換しています。しかし、昨年FRBが持続的なインフレ圧力の脅威を過小評価したように、今回もインフレの軌道を読み違える可能性があります。新型コロナのパンデミックやロシア・ウクライナ紛争によるサプライチェーンへの影響が長引いてインフレ圧力を一段と強めましたが、足元で石油、木材、銅など主な原材料が急落し始めています（図表1）。また、最近の雇用統計では、労働参加率の上昇が示されており、タイトな労働需給や賃金上昇圧力の緩和が見込まれます。より粘着性が高い項目として家賃や帰属家賃などはまだ上昇していますが、ここ数か月でそのペースは鈍化しています。インフレ率がすぐにFRBの目標2%まで低下するとは思えないものの、FRBが示唆するよりはるかに早いペースで低下する可能性があり、「来年のジャクソンホール会議では利下げに言及する」との観測が浮上しそうです。

米国の住宅市場は砂上の楼閣？

2021年までの米国住宅市場では、コロナ禍に伴うスペース需要、超低水準の住宅ローン金利、供給不足といった好材料が重なり、住宅価格がコロナ発生以降で40%以上高騰しました。しかし、FRBが金融引き締めに動いたことで住宅ローン金利が急騰（30年物固定金利は2021年初めの3%以下から6%まで上昇）すると、この流れは反転しました。需要の減退、価格の下落、販売の減少が急速に進む中、一部の住宅ローン会社は、業績低迷により早くも人員削減に動き始めています。今回は借り手の信用力に懸念が少ないことから、2008年のような住宅市場の崩壊を想定するのは行き過ぎかもしれませんが、多くの購入者、特に初めて住宅を購入する人は、ローン金利の上昇を受けた資金調達コストの増加を警戒して、最近の値下がりを受けても住宅購入に踏み切れずに傍観しています（図表2）。また、住宅市場の低迷の影響は、今後、建設業界や住宅ローン融資などの分野のみならず、個人消費全般に表れてくるかもしれません。

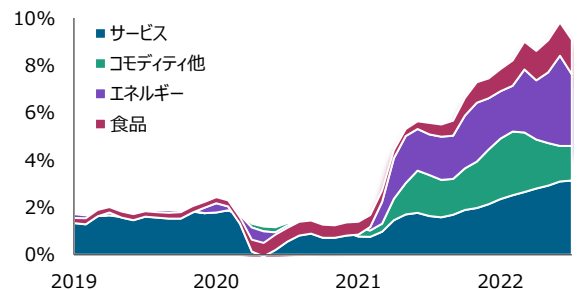
米国のインフレ鈍化と失業率上昇で悪化が予想される企業収益

S&P500指数構成企業の収益（12か月先予想EPS）とインフレ（都市部総合CPI）、失業率について、いずれも前年比での変化を用いてその関係を調べてみると、企業収益とインフレとの相関は+0.54、企業収益と失業率との相関は-0.67となりました。失業率上昇が企業収益の悪化につながることは多くの方がイメージする通りでしょうが、インフレについては上昇した場合に企業収益の拡大につながっており、これは企業が全体としては物価上昇を製品・サービス価格に転嫁する能力を維持していることを意味します。ただし、逆の見方をすれば、ジャクソンホール会議でパウエル議長が述べたように、FRBが当面は景気や雇用よりもインフレ抑制を優先して大幅利上げを継続する限り、企業収益はインフレ鈍化と失業率上昇のダブルパンチで悪化が続く可能性があります（図表3）。これは、私たちが米国を含む株式に総じて慎重な姿勢を維持している理由のひとつでもあります。

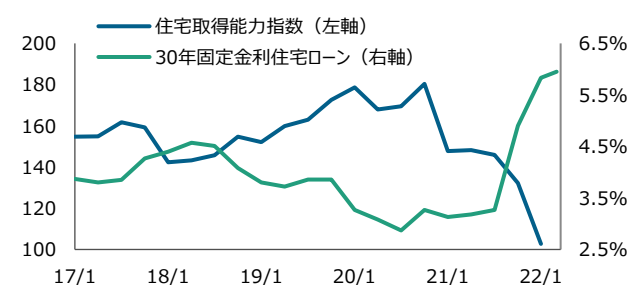
2 ポートフォリオ・ポジショニング 2022年8月31日時点

- 株式は金融引き締めと流動性から一段安のリスクに加えて、景気減速や投入コスト上昇により業績見通しが圧迫され始めていることを考慮し、慎重姿勢を維持。
- バリューストックとグロース株においてはバランスよく配分。成長鈍化は景気敏感株に、金利上昇は成長株にとって逆風となる。
- 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。
- 変動バンクローンの受け皿として、今後数か月で買い場が訪れた時に備え、手元資金としてキャッシュに充当。

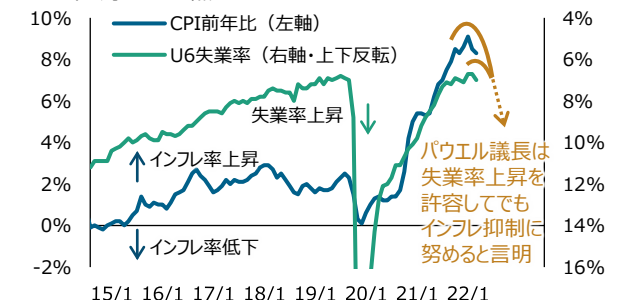
（図表1）米消費者物価指数の項目別寄与度
2022年7月31日時点、前年同期比（%）の値



（図表2）住宅取得能力指数、30年固定金利住宅ローン
2022年8月31日時点



（図表3）予想される米国のインフレ率鈍化と失業率上昇
2022年8月31日時点



出所：ブルームバーグ・ファイナンスL.P. 米国労働省。U6失業率は本意なパートタイマーを失業者に対した広義の失業率
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。

ポジティブ

ネガティブ

米国	<ul style="list-style-type: none"> ■ 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 ■ 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の問題 	<ul style="list-style-type: none"> ■ 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	<ul style="list-style-type: none"> ■ 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）の結束が強まっている 	<ul style="list-style-type: none"> ■ 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による金融引き締め ■ 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	<ul style="list-style-type: none"> ■ 企業業績は引き続き健全。自社株買いが過去最高水準にあり、株主は恩恵を受ける見込み ■ 政策は依然緩和的 ■ 円安が輸出セクターの追い風。金利差が安定してきたため、円の反発が見込まれる 	<ul style="list-style-type: none"> ■ 投入コストが高止まりを受け、景気先行指標は引き続き弱い ■ インフレ上昇を受け、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 ■ 世界経済の減速は輸出企業の多い日本株市場にとって懸念材料
新興国	<ul style="list-style-type: none"> ■ 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 	<ul style="list-style-type: none"> ■ 中国当局の行動が投資家心理を圧迫 ■ 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 ■ 世界の貿易量が鈍化
中国	<ul style="list-style-type: none"> ■ 景気減速は一段の政策サポートを示唆することから、悪いニュースは好材料として受け止められている ■ 今後12か月の堅調な利益成長が見込まれ、バリュエーションは依然として割高ではない ■ リスク・センチメントが依然低く、長期投資家には新規投資の好機 	<ul style="list-style-type: none"> ■ 一部の省でコロナ感染が広がり、移動制限再導入の可能性が高まっている ■ 不動産セクターの混乱がどのような形で決着するか不透明であり、投資家は警戒姿勢を維持 ■ 中国経済についてより明確な展望を描くため、5年に一度開かれる10月の中国共産党大会の結果待ち

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。

		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	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)			■	
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。

足元は反発しているものの、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。業績見通しは景気減速や投入コスト上昇により圧迫され始めている。

各国中央銀行の金融引き締めやインフレ高止まりが景気後退懸念を中和し、利回りはレンジ内の展開。デフォルト率は歴史的な低水準から上昇する見込みで、信用スプレッドはなおリスクに見合う妥当なリターンを提供している。

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、米国経済は景気循環的な性質が弱いことがある程度サポートになる可能性も。

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活動の鈍化により景気後退の可能性が非常に高まっている。一方、ECBの経済下支えはインフレ懸念の高まりに伴い後退。

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。

バリュエーションや通貨は魅力的。中国の中期見通しは政策支援の拡大やゼロコロナ政策緩和により魅力的に見えるが、さらなる感染拡大が引き続きリスク。

7月の主要経済指標が緩やかに減速したこと、新型コロナウイルスの再熱、不動産市場の再編、広範な緩和措置の欠如等が短期的にパフォーマンスを下押し。

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な水準にあり、エネルギー・セクターの業績がサポート材料となる可能性があるが、インフレ懸念よりも景気後退懸念が強くなった場合、下落するリスクも。

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劇的に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。

最近では景気不安や需要鈍化のため、コモディティ価格は軟調に推移しているが、インフレ長期化に対しては実物資産が魅力的なヘッジとなる。

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。当月は変動金利バンクローンのオーバーウェイト縮小の受け皿に。

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の継続的な引き締めや高インフレにより金利は押し上げられる一方、景気減速や景気後退リスクの高まりが金利の上昇圧力を相殺している。

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、金利に上昇圧力がかかる。米ドルはFRBの引き締めと安全資産としての逃避により引き続き支えられている。

金利上昇が景気後退リスクとFRBの一段の引き締めが拮抗し、長期金利の上昇は一服した模様。米国長期国債はリスクオフ・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は、なお下落リスクがある。

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、ブレイクイーブン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。足元で上昇したものの利回りはまだ魅力的な水準にある一方、スプレッドは今後もボラティリティの高い状態が続く見込み。

デュ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、その恩恵は弱まっている可能性も。底堅いファンダメンタルズや利回り需要が依然サポート材料だが、流動性がリスクのためオーバーウェイト幅縮小。

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。中国の景気テコ入れ策の見通しはサポート材料。

米国の大幅な円高継続観測と金利上昇を受けて一段の米ドル高が進んだものの、いずれ米国の経済成長鈍化や長期金利の低下を映じて円高に反転するリスクも高まっているとみて米ドルのアンダーウェイトを維持。

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がユーロの弱材料。ECBが大幅な引き上げを継続すればさらなる景気悪化が、利上げに慎重になるようであればそれ自体が、さらなるユーロ安材料となる公算。

世界的な成長鈍化観測は資源国通貨選好の足かせとなりうるが、長期化するロシア制裁などの供給制約により資源・エネルギー価格が大幅となる可能性は低く、豪中銀の利上げも続いて豪ドルを下支える見込み。

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



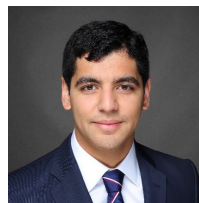
Thomas Poullaouec
マルチ・アセット・ソリューションズ
APAC 責任者



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.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

202209-2442142