

THE GREAT MODERATION 大いなる安定



グローバル・マーケット・アウトルック 2022年



※当資料は、市場動向につきましてラッセル・インベストメントが2021年12月6日に発行した英文のレポートを抄訳したものです。内容は作成時点のもので今後市場や経済の状況に応じて変わる可能性があります。また、当見解は将来の結果を保証するものではありません。

russellinvestments.com/jp



大いなる安定(The great moderation)

2022年の世界経済成長は、2021年比では減速が予想されるものの、依然としてトレンドを上回ると見えています。ラッセル・インベストメントは株式が債券をアウトパフォームすると考えています。インフレ率はまだピークに達していないと見られるものの、来年中に低下に向かう可能性があると考えています。このため、各国中央銀行による2022年の金融引き締めは小幅なものになると予想しています。



世界経済は2022年もトレンドを上回る成長率を達成すると思われ
ますが、そのペースは2021年を下回ると考えられます。

アンドリュー・ピース、投資戦略グローバルヘッド



はじめに

2021年はリバウンドと回復の年になりましたが、2022年はこれとは対照的に、特に成長率、インフレ率、投資リターンは2021年を下回る年になると予想しています。

先進国経済は余剰生産能力を抱えているほか、新型コロナウイルス感染拡大による外出制限で家計には貯蓄が蓄積されており、中央銀行も緩和的な金融政策の解除を段階的にしか進めない見通しです。全体的に見れば、世界経済は2022年もトレンドを上回る成長率を達成すると思われませんが、そのペースは2021年を下回ると考えられます。ラッセル・インベストメントは、2022年の不確実性は主として以下の3つであると見ています。

1. インフレ率上昇の持続可能性
2. 中国における不動産市場主導による景気減速の範囲と期間
3. 新型コロナウイルスの感染再拡大または新たな変異株の出現による、さらなるロックダウン（都市封鎖）の可能性

インフレ率の急上昇は総じて一過性のものと予想されますが、2022年初頭には不安をかきたてるほどの水準にまで達し、その後、経済の供給側（サプライサイド）の問題が解消に向かうにつれて低下すると見ています。また、中国政府は、不動産不況の緩和に向けた景気刺激策を実施すると予想されますが、深刻な景気下降局面から脱するには、あまりに遅く、規模も小さ過ぎることになる可能性があります。新型コロナウイルス関連のリスクについては、ワクチンの効果と経口治療薬の承認で投資家は安心感を取り戻しましたが、新たな変異株であるオミクロン株は、こうしたリスクがすぐに再来し得ること示唆しています。

サイクル（中期／景気循環）、バリュエーション（長期／割高・割安）、センチメント（短期／投資家心理）（CVS）から成るラッセル・インベストメントの投資戦略決定プロセスでは、世界株式全体のバリュエーションは引き続き割高圏にあると見ており、特に米国は先進国株式市場の中でも最も割高感が強いと考えています。景気サイクルは依然として株式市場にとって追い風となるものですが、国債にとっては大きな逆風となりつつあります。株式市場に対するセンチメント上の評価は、単一株に投資する個人投資家などの間に部分的に陶酔感（ユーフォリア）が見受けられる一方で、市場アナリストのサーベイでは警戒感が示され、これを打ち消しているなど、様々なものとなっています。

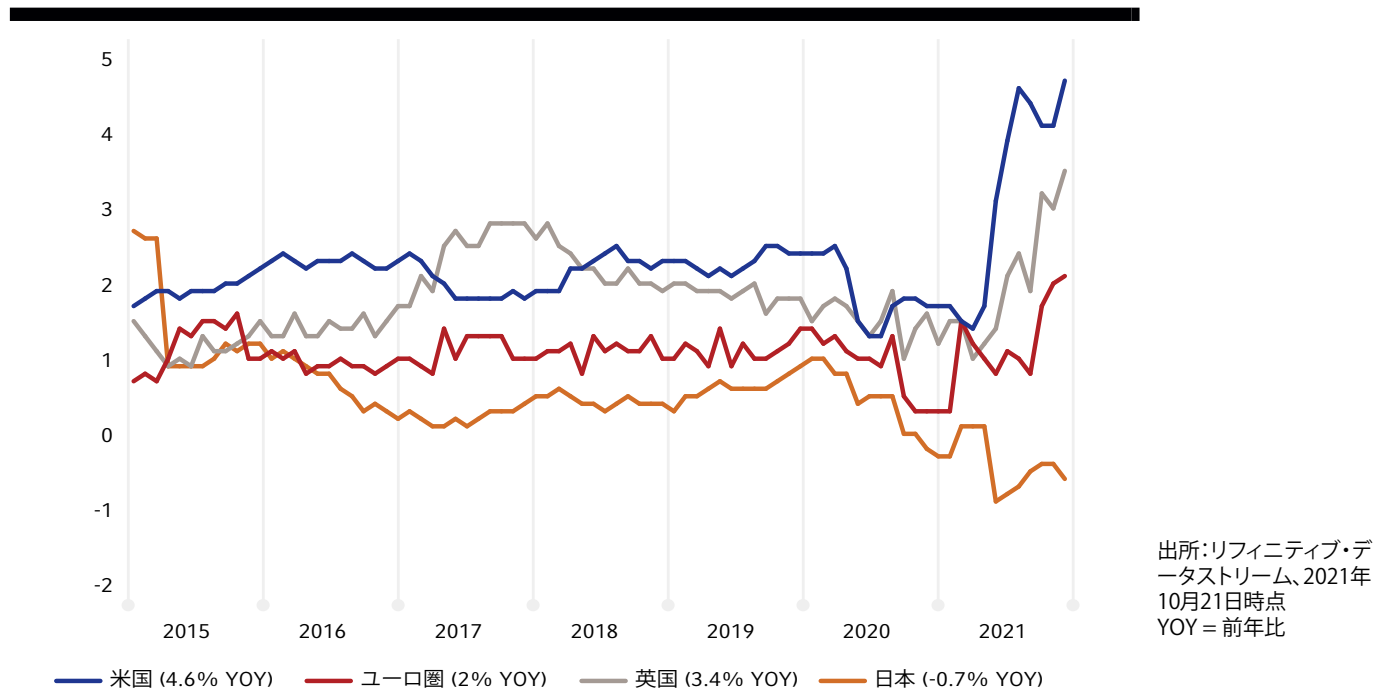
2022年の各資産クラスに対する見通しは以下の通りです：

- 株式が債券をアウトパフォームする。
- 長期債券の利回りは緩やかに上昇する。2022年末までに米国10年物国債利回りは2%に達する。
- 2022年の米連邦準備制度理事会（FRB）による利上げ見通しが幾分後退することで米ドルが下落する。
- 米国以外の先進国市場株式は、その景気敏感特性と相対的に有利なバリュエーションにより、米国株式をアウトパフォームする。
- バリュー株がグロース株をアウトパフォームする。
- 新興国株式は、引き続き中国の景気減速や中国以外の新興国各国中央銀行によるインフレ抑制のための金融引き締めによる影響を受ける。

インフレ見通し： 物価は上昇後、下落に転じる

2021年の最大のサプライズは、経済活動の再開を受けて（日本を除いて）インフレ率が急上昇したことでした。ロックダウンからの再開時期にはばらつきがあり、これがサプライチェーンの混乱を招いていることや、企業がジャストインタイムからジャストインケース（万が一に備えた）の在庫管理に移行して物資を買いだめしていることから、ある程度の物価への上昇圧力は予想されていました。エネルギー価格の上昇や、半導体チップ不足の自動車価格への影響が、インフレ指標の上昇に大きな影響を与えました。

グローバル・コアインフレ率



これらの問題の解決は遅々として進んでいないため、2022年1-3月期末よりも前にインフレのピークが到来する可能性は低いと考えられます。米国ではインフレ率が7%を超える可能性もあると見られますが、世界経済における需要の緩やかな減速に供給面の改善が追いつき、2022年の残りの期間を通してインフレ圧力は落ち着くと考えています。ラッセル・インベストメントのモデルによると、米国のコアPCE（個人消費支出）インフレ率は、年末までにFRBの目標値である2%に近づく可能性があります。

主な不確実性の源泉は、賃金と労働力供給です。手厚いロックダウン補償、働く親の足かせとなっているチャイルドケアの不足や

学校閉鎖、50歳以上の労働者の間で進む早期退職などが重なり、労働者が労働の場に復帰するペースが遅れています。また、移民の減少により、労働力の不足が生じています（ブレグジット後の英国では特に顕著です）。これらの労働者の多くはいずれ労働市場に戻り、それが賃金の緩やかな上昇をもたらすと予想されます。労働市場の逼迫が払拭されない場合は、賃金とインフレ率に上昇圧力がかかり続け、2022年末にはコアインフレ率が2%よりも3%に近づく可能性があると考えています。この点は、来年に向けて重要な注目材料の一つになるでしょう。

各国中央銀行の見通し： ハト派の台頭とタカ派の後退

2022年のテーマの一つは、タカ派とハト派に各国の中央銀行の姿勢が二分されていくという点になる可能性があります。現在、イングランド銀行を除く主な中央銀行は、ハト派的な姿勢を維持しています。タカ派的な姿勢をとるのは、総じて相対的に小規模な中央銀行です。ノルウェー中央銀行とニュージーランド準備銀行(RBNZ)はすでに利上げを実施しており、カナダ中央銀行は来年初頭に引き締めに向かうと予想されています。また、イングランド銀行は、2022年初頭にも利上げを決定すると見られています。米国に比べて、英国のインフレ率は低く、経済も脆弱であるにもかかわらずです。

経済状況が比較的似ている中央銀行の間で、これほどまでに差があるのは珍しいことと言えます。しかしながら、世界の金融政策の基調を決定するFRBは、ハト派色が強いように見受けられます。FRBは、米国経済が雇用の最大化を達成した後にのみ利上げを行うとしていますが、ラッセル・インベストメントでは、これは失業率が4%になることだと考えています。市場が利上げを予想している2022年半ばまでにこれを達成するには、桁外れの雇用増が必要となるでしょう。一方で、2022年末までには完全雇用が実現する可能性が高いと考えています。これによりFRBは、段階的な利上げに着手する前に、インフレリスクを評価する時間的猶予を獲得できることになると思われます。

FRBに安心感を与えるであろう指標のひとつは、物価連動米国債

(TIPS)のプライシングに基づく、5年/5年ブレイクイーブン期待インフレ率です。これは、5年後の時点で、そこから5年間の平均インフレ率がどうなっているかを市場が予測した数値です。この指標によると、投資家は2026年末から2031年末までの5年間のインフレ率を平均2.25%と予測しています。TIPSの利回りは消費者物価指数(CPI)に基づいていますが、FRBの目標インフレ率は個人消費支出(PCE)デフレーターで測定されます。一般的にCPIインフレ率はPCEインフレ率より0.25%程度高くなっています。ブレイクイーブン率が2.75%であれば、市場はPCEインフレ率が5年後に2.5%以上になると見ていることを示唆していると考えられます。なお、現在のところ、市場の予想インフレ率は、FRBが懸念している水準よりも十分低い水準です。

米国5年/5年ブレイクイーブン期待インフレ率



出所: リフィニティブ・データストリーム、2021年11月24日時点。
PCE=Personal Consumption Expenditures (個人消費支出)



世界の金融政策の基調を決定するFRBは、ハト派色が強いように見受けられます。

アンドリュー・ピーズ

中国経済の見通し: 不透明な経済成長

2022年においては、先進国はトレンド値を上回る成長率を達成する可能性が高いと見えていますが、問題は中国の成長率がどの程度トレンド値を下回るかです。恒大集団などの不動産開発業者のつまずきに端を発した中国不動産市場の低迷は、経済成長の大きな足かせとなっています。中国の住宅用不動産セクターの正確な規模の計測は困難ですが、各種の推計によると、GDP (国内総生産) の約20%前後を占めるとされています。従って、個人の資産効果から地方自治体の財政に至るまで、他の経済活動に対する連鎖的な影響は極めて甚大なものになりかねません。

これまで、中国の経済成長のダウンサイドリスクは、金融および財政出動によって迅速に対処されてきました。しかし、中国の指導部は、不動産セクターの過剰なレバレッジを懸念するとともに、不動産価格が投機主導で釣り上げられることにより一般家庭の住宅購入が困難になっている点を問題視してきました。このため、これまでのところ、政策面での対応は控えめで、住宅ローン融資規則の緩和や、開発業者による既存債務の借り換えの容認などが行われている程度です。

国際通貨基金 (IMF) が10月に発表した最新の見通しでは、中国のGDP成長率は、2021年の8%から2022年には5.6%に鈍化すると予測されています。しかしこれらのデータはすでに古くなりつつあり、来年の成長率は5%以下になる可能性が高いと見られます。主な未知数は、中国の指導部が、過度に負債に依存した経済からの不均衡を正という目標を達成するために、どれだけの経済的苦痛を受け入れることができるのか、という点です。しかし、2022年前半には何らかの刺激策が講じられ、年末に向けて中国の成長軌

道が改善されると想定するのが妥当であるとは考えられます。

中国の景気後退は、投資戦略の見通しを複雑なものにします。このことにより世界的なインフレ圧力、特にコモディティ価格の上昇が抑えられる可能性があります。しかしその一方で、中国が重要な貿易相手国となっている新興国市場には逆風となります。また、一部の先進国市場にも困難をもたらす可能性があります。例えば、欧州の機械輸出は中国の建築セクターに一部依存しているため、中国の景気後退はこれらの欧州企業の成長と利益の重しとなりかねません。



2022年前半には何らかの刺激策が講じられ、年末に向けて中国の成長軌道が改善されると想定するのが妥当であるとは考えられます。

アンドリュー・ピーズ

株式および債券市場の見通し： 景気サイクルは依然として債券よりも 株式に有利

ラッセル・インベストメントでは、2022年に向けた明確な見通しとしては、株式が国債よりも高いリターンを生み出す可能性が高いと考えています。株式は、トレンドを上回る経済成長、企業利益の堅調な伸び、各国中央銀行による緩和的金融政策からの離脱がゆっくりとしか進まない現状に下支えされると見ています。同じ要因が国債利回りに上昇圧力を加える可能性がありますが、これは小幅なものに留まると考えています。

他の資産クラスの見通しには、より微妙な差異が見られます。トレンド値を上回る世界経済成長と長期金利の上昇は、テクノロジー株や成長株よりも景気敏感株やバリュー株に有利に働きます。そして米国市場はテクノロジー株の比率が高い一方で、非米国市場は景気敏感型のバリュー株の方がより高い比率を占めています。これは、米国株式が世界の他の地域の株式をアンダーパフォームする可能性を示唆しています。しかしこのテーマは2021年には実現せず、米国市場のリターンが最も高くなりました。しかし、2022年には新型コロナウイルスに対する懸念が後退し、より正常な景気循環的回復が定着していくにつれて、実現する可能性があると考えられます。

新興国市場は、中国の景気減速や新興国各国の中央銀行が金融引締め策を以って対処しているインフレ圧力などの問題に直面しています。しかし、好材料は、新興国株式が先進国市場株式に比べ

て割安感が認識されること、また中国のテクノロジー関連株が規制強化の影響を受けてすでに大幅に下落していることです。来年初めに中国で大型景気刺激策が実施され、FRBが金融政策を据え置き、米ドルが弱含む場合、新興国株式は好調に推移する可能性があります。このシナリオは十分あり得るシナリオと考えられますが、そうならない場合では、2022年に向けて新興国資産クラスは逆風に晒されることとなります。

FRBが利上げに踏み切る可能性が高まっているという市場の観測を背景に、2021年を通して米ドルは強含みで推移しました。しかし、インフレリスクの低下に伴い、FRBがハト派的な姿勢を維持する可能性が高いことを投資家が認識すれば、米ドルは下落する可能性があると考えられます。ドル安により米国以外の株式市場が下支えされ、結果的に新興国市場に対する逆風が幾分和らぐ可能性も認識されます。

リスク：インフレ、中国、ロックダウン

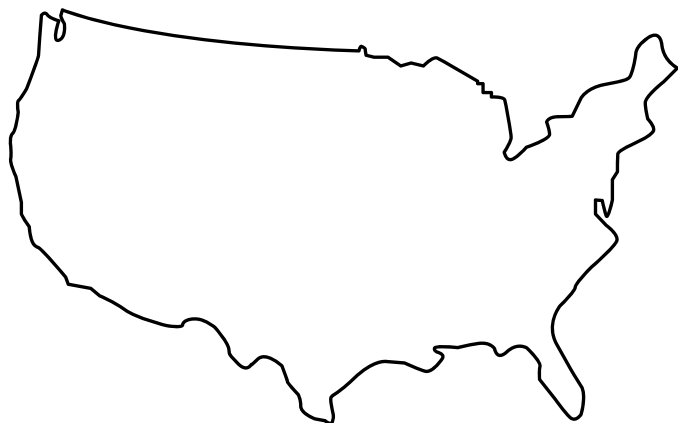
2022年に向けて最大の懸念はインフレです。ラッセル・インベストメントでは、インフレは概ね一過性のものになると予想していますが、それが明らかになるのは年央以降になるかもしれません。中国は、世界経済の成長にとって大きなダウンサイドリスクです。中国の政策の方向性や信用リスクの動向は、今後数か月間に亘り重要な注目材料になるでしょう。

新型コロナウイルスの感染拡大も、容易に払拭されないリスクです。現在接種が進んでいるワクチンに対し耐性のある新変異型の出現が主な脅威となっています。オミクロン株の影響はまだ不明ですが、その出現によって新型コロナウイルスを巡るシナリオに内包される不確実性が浮き彫りになった格好です。市場は今後、新型コロナウイルス感染者数の増加というニュースに振り回され、市場

のボラティリティが上昇する可能性があると考えられます。

また、新型コロナウイルスに対する懸念が杞憂に終わった場合でも、予想を大きく上回る需要の急増という別のリスクも考えられます。家計には十分な貯蓄がある一方で繰り延べ需要(pent-up demand)は蓄積されており、各種サーベイでは企業の投資意欲が高いことが示され、実質借入金利もマイナスとなる状況です。このシナリオが現実のものとなる確率は相対的に低いと考えていますが、実現した場合は諸刃の剣となるでしょう。株式市場が大きく上昇する可能性もありますが、そうすると同時にFRBの大幅な金融引き締めが行われ、景気拡大局面の早期終了が危惧されることとなる可能性があると考えられます。

市場展望と景気見通し:地域別の所見



米国

2022年の米国経済は、減速しつつもトレンド値を大幅に上回る経済成長を遂げる年になると考えられます。堅調な家計収入とパンデミックに伴う貯蓄の累積により、消費者は新年に向けて健全な状態にあります。ラッセル・インベストメントでは、記録的な業績回復と受注残により企業の投資能力と投資ニーズが一致することなどを背景に、2022年は企業の設備投資が好調に推移すると見えています。

来年、最大の足かせとなる可能性があるのは、財政政策と考えられます。バイデン大統領が提唱する「Build Back Better(より良い復興)」を謳うインフラパッケージが全面的に可決されたとしても、2020年と2021年の新型コロナウイルス救済一括法案に比べれば、景気刺激策の単年度の効果は脆弱と見られます。全体として、2022年の米国経済の実質GDP成長率は約4%と予想しています。

そして依然として投資家の注目を集めているのは、インフレです。需要の鈍化と財からサービスへの需要のシフト、さらには経済の供給側の改善により、米国のインフレ率は2022年後半には大幅に低下する可能性があると思われれます。賃金インフレの上昇と桁外れに強い労働力需要が、この予測に関する主なリスクとなります。債券市場では、インフレ率の上昇というテーマに高い関心が寄せられており、現在、2022年にFRBが利上げに踏み切る確率を98%と織り込んでいます。ラッセル・インベストメントでは、利上げは後ずれし、最終的には均衡利子率は現在織り込まれているものより上昇する方向にリスクが傾くと考えています。これが正しければ、米国のイールドカーブは再び小幅にスティーブ化し、米国10年物国債利回りは2%近くで年末を迎える可能性があると考えています。

ユーロ圏

2022年に向け、ユーロ圏の成長モメンタムは良好です。景気動向調査では国やセクターを問わず幅広い分野で改善が見られます。また、EU復興基金の支出が始まり、ドイツでは中道左派の三党連立政権がより景気刺激的な財政スタンスを追求していることから、財政政策が成長を持続的に支える道筋が見えてきました。欧州中央銀行の政策見通しは、引き続き明確にハト派的なものです。ラッセル・インベストメントでは、欧州のGDP成長率は2022年には鈍化するものの、新型コロナウイルス前のトレンド値である年率1.4%を大幅に上回る4%超を予想しています。

足下の主なリスクとしては、11月に発生した新型コロナウイルスの感染拡大をきっかけに、オーストリア、ドイツ、オランダを中心とした北ヨーロッパで新たな規制が実施されていることが挙げられます。ワクチン接種率は高く、ウイルス封じ込め対策はターゲットと地域を絞って行われる見通しです。しかし、冬場は成長が鈍化するというリスクがあります。

欧州株式を示すMSCI EMU指数は、今後数四半期に亘ってアウトパフォームする可能性があります。欧州株式は、金融セクターに加え、資本財・素材・エネルギーなどの景気敏感セクターの比率が高く、テクノロジー関連株の比率はあまり高くありません。そのため、デルタ変異株の脅威が去り、欧州における経済活動が活発化し、イールドカーブのスティーブ化が進むような状況になれば、これらの市場の追い風になることが予想されます。

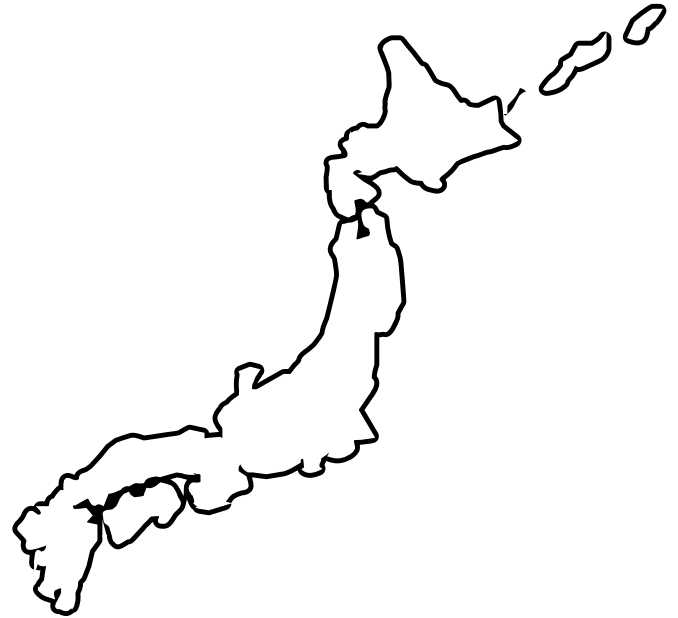


英国

英国のGDP成長率は、2021年に比べて鈍化するものの、2022年も引き続きトレンド値を上回る成長を達成する可能性が高いと見ています。第三回目のワクチン接種（ブースター）がより迅速に展開されている英国は、欧州の他の地域よりも新型コロナウイルスへの対応という点で有利な立場にあります。

しかし、ブレクジットによって労働力供給が制約され、これが賃金とインフレ率に上昇圧力をかけています。また、イングランド銀行（BOE）による利上げ開始を後押ししているのもブレクジットです。市場は、利上げ開始時期を2月と織り込んでいます。BOEの高官はインフレリスクを警告しており、利上げが前倒しされる可能性が高くなっていると考えられます。しかし、2022年には供給側の制約が緩和されてインフレ率が低下することで、BOEは慎重に行動する必要を認識することになる可能性もあると考えています。

2021年を通し、英国株式は世界的な株高に遅れをとりました。業種構成が引き続き相対的に不利なものとなっており、例えばFTSE100指数のテクノロジー関連セクターの比率は先進国株式市場の中でも最も低い水準にあります。当該指数は主要な先進国株式市場の中で最も割安感があり、2021年11月時点で3.5%に近い配当利回りを提供する水準で推移しています。したがってインフレや新型コロナウイルスを巡る懸念が後退すれば、世界的な景気循環株相場でアウトパフォームすることもあり得ると考えます。



日本

日本の景気回復は依然として力強さに欠け、消費は新型コロナウイルス前の水準を下回っています。しかし、2022年に向けて一定の経済活動の加速が予想されます。消費者は貯蓄超過状態にあり、ワクチン接種率の上昇により移動と消費が促進される可能性があります。先日選出された岸田首相は、GDPの約5.5%に相当する追加経済政策を発表しました。これにより、2022年を通して経済が活性化されることが予想されます。また、企業信頼感の上昇や、高齢化問題への構造的な対応により、企業投資の拡大が見込まれます。

他の国とは異なり、日本では、需要に力強さが見られないことや、サプライチェーンの問題が少ないことから、インフレ率は極めて低い水準で推移しています。ラッセル・インベストメントでは、輸入価格の上昇から、2022年はとても緩やかなインフレ率の上昇を予想していますが、日本の利上げは他の国の中央銀行よりも遅れることが予想されるため、日本銀行にとってこのことが問題になるとは考えられません。



中国

ラッセル・インベストメントでは、2022年の中国経済の見通しに対し警戒感を持っています。不動産市場や建設業が経済の足かせになるリスクが高まっていると考えられます。中国政府は最近、不動産を巡るリスクをさらに囲い込み、住宅ローン需要を促進することで、最悪のシナリオ回避に向けた取り組みを発表しました。これは、今後数カ月間の重要な注目材料です。

感染症発生に対するゼロトレランス（不寛容）政策が維持されることを考えると、新型コロナウイルス感染拡大は少なくとも2022年の北京冬季オリンピックまでは、経済にとってリスクであり続ける可能性があります。また、コンシューマー・テクノロジー関連の大企業に対する規制の動向は、依然として不透明なものです。ラッセル・インベストメントでは、2022年を通し、家計消費の促進を中心とした追加の財政出動を予想していますが、不動産市場の低迷による影響を相殺するほどの規模にはならない可能性がリスクとして考えられます。



カナダ

堅調な内需、支援的な世界の景気サイクル、堅調なコモディティ価格により、2022年のカナダ経済にはトレンド値を上回る成長を遂げる条件が整っています。ラッセル・インベストメントでは、カナダのGDP成長率は3.8%近辺になると予想しています。ただし、カナダ中央銀行（BoC）が市場が織り込んでいるほどの利上げを行うとは考えていません。したがって、利上げによっても、債券利回りの上昇は小幅に留まり、カナダドルは強含み、国内株式は上昇すると見えています。

BoCが焦点を当てているのは、労働市場の逼迫と不安感を覚えるほどの高いインフレ率です。同中央銀行は量的緩和を終了しており、現在は2022年半ばの利上げに向けて市場に準備を促しています。ラッセル・インベストメントは、市場が織り込んでいるほどの大幅な利上げ、すなわち、今後約5回の利上げを行い、2022年末までに政策金利を1.5%に引き上げる、ということに関しては確信を持つに至っていません。FRBとの整合性との観点からは、利上げは2回程度を予想することが妥当だと考えられます。



オーストラリアおよびニュージーランド

オーストラリア経済は、2021年7-9月期から10月にかけて続いたロックダウンが解除されたため、2022年を通して回復に向かうと思われま。消費者にはまだ余剰貯蓄があるうえ、国内旅行に対する膨大な需要が抑え込まれたままになっています。オーストラリアでは、多くの雇用主が国境閉鎖の解除と移民労働者入国の再開を待っていることから、他の地域ほどの賃金上昇圧力は見られません。このことが、オーストラリア準備銀行(RBA)に利上げまでの一定の猶予を与えるであろうことから、ラッセル・インベストメントでは2022年を通して利上げの可能性は低いと考えています。豪ドル(AUD)は、購買力平価で見ると適正価格に近い水準にあり、市場参加者が極めてネガティブな見方をしていることから、豪ドルにはむしろ若干の上昇余地があると見ています。

ニュージーランド経済は、最終的には国境閉鎖の解除により輸出需要が押し上げられるであろうことから、2022年を通し堅調な成長が見込まれます。ニュージーランドでは、他の多くの国々に比べて急激なロックダウンを行う政治的意識が強く、これが依然としてリスクとなっていますが、夏季となる今後2~3カ月間の季節的要因とワクチン接種率の上昇は好材料です。ニュージーランド準備銀行(RBNZ)は、労働市場が完全に回復する中で、インフレ懸念を背景に他の先進国中央銀行に先行して政策金利の引き上げを続けています。ラッセル・インベストメントでは、2022年にかけてRBNZはさらなる利上げを行うと予想しており、このことが住宅市場にとっては逆風になると見ています。



米国のイールドカーブは再び小幅にスティープ化し、米国10年物国債利回りは2%近くで年末を迎える可能性があると考えています。

アンドリュー・ピース

資産クラスの選好： 株式、債券、通貨の見通し

サイクル(中期/景気循環)、バリュエーション(長期/割高・割安)、センチメント(短期/投資家心理)(CVS)から成るラッセル・インベストメントの投資戦略決定プロセスでは、2021年後半の時点では世界株式を中期的にややポジティブと評価しています。世界株式全体のバリュエーションは、適正水準に近いと判断される英国株式を除いて割高圏に位置していると見ています。景気サイクルは、中期的にリスク資産を下支えする状況にあると見ています。主

要国経済には依然として余剰生産能力があり、インフレ圧力は新型コロナウイルス感染拡大に起因する一時的な供給不足が主な原因と考えられます。また、FRBによる利上げが2023年以前に実施される可能性は低いと考えています。センチメントの観点からは株価はやや買われ過ぎと考えられる水準に位置していると見られますが、熱狂的陶醉感(ユーフォリア)と評される危険な水準にまでは至っていません。

コンポジットコントラリアン指標では、センチメントはやや買われ過ぎとなっている



ラッセル・インベストメントは米国株式よりも**非米国株式**を選好します。トレンドを上回る世界経済成長とイールドカーブのスティープ化により、割高感が認識されるテクノロジー関連のグロース株に比べて、景気敏感特性のある割安なバリュー株が選好されると見ています。米国以外の主要市場では、景気敏感特性のあるバリュー株の比率が米国に比して高い状態にあります。



新興市場株式は、引き続き、中国の景気減速や、他の新興諸国中央銀行によるインフレ抑制のための金融引き締めからの影響を受ける可能性があります。年初に中国が大規模な景気刺激策を実施し、FRBが政策金利を据え置き、米ドルが下落すれば、新興市場株式は好調に推移する可能性があります。そうでない場合には、2022年に向けて逆風に晒されることになるでしょう。



ハイ・イールド債および**投資適格社債**はクレジット・スプレッドの観点から割高感が認識されますが、景気回復によって、企業業績の改善が下支えされ、デフォルト率も低い水準に維持されていることから景気サイクルの観点は支援材料となります。



国債は割高圏にあると判断されます。トレンドを上回る経済成長により需給ギャップが解消されるにつれ、国債の利回りには上昇圧力がかかると見えています。米国10年物国債利回りは、2022年にかけて2%に向かって上昇すると予想しています。

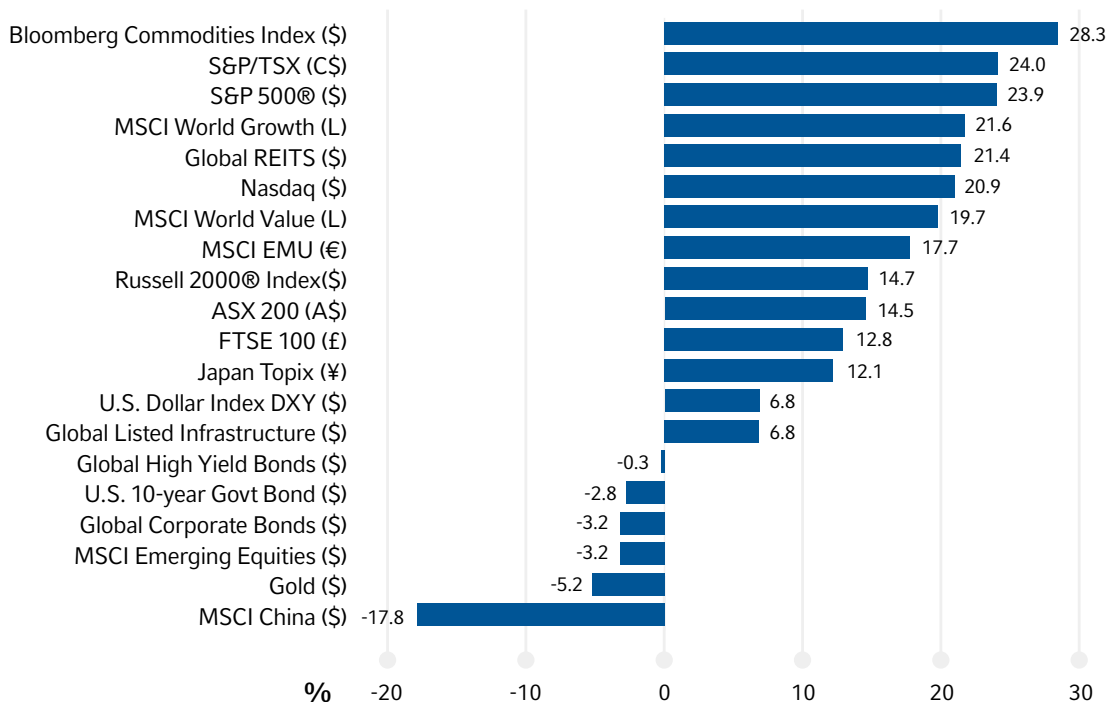


実物資産:今年、不動産投資信託(REIT)はグローバル上場インフラストラクチャー(GLI)を大幅にアウトパフォームしており、現時点ではREITがGLIよりも割高と認識されます。どちらもパンデミックからの回復による恩恵を受けますが、GLIの方が相対的に上昇する潜在力があると見えています。GLIは、世界的な景気回復による交通・エネルギーインフラ需要の高まりからの恩恵を受けると見えています。**コモディティ**は、旺盛な需要と供給ボトルネックを背景に、今年最も良好なパフォーマンスを示した資産クラスです。価格上昇が特に目立ったのは、産業用金属とエネルギー関連です。コモディティは、トレンドを上回る世界的な需要に下支えされていますが、中国の景気減速により上値の幅は限られると見えています。



米ドルはこれまで、FRBによる金融引き締め策への早期転換への観測と、米国の高い経済成長に下支えされてきました。しかし、世界経済成長の牽引役が米国から他地域に移り、FRBの早期金融引き締め観測が後退するにつれて、下落する可能性があると考えられます。そして、米ドルの下落で最も恩恵を受けることになるのは、依然として割安感も認められるユーロになると見えています。また、**英ポンド**および景気敏感特性のある資源国通貨(**豪ドル**、**ニュージーランドドル**、**カナダドル**など)にはさらなる上昇余地があると考えています。割安感があり、実質利回りが高い**日本円**にも上昇の可能性があると考えています。加えて、投資家が円のショートポジションを集中的に積み上げていることも、センチメント(短期/投資家心理)面の好材料となっています。

2021年初来の資産パフォーマンス



出所:リフィニティブ・データストリーム、2021年11月26日時点。(L)は現地通貨



トレンドを上回る世界経済成長とイールドカーブのスティープ化により、割高感が認識されるテクノロジー関連のグロース株に比べて、景気敏感特性のある割安なバリュー株が選好されると見えています。

アンドリュー・ピース

当資料に関してご留意いただきたい事項

当資料グローバル・マーケット・アウトLOOKに記載されている業績見通し等の将来に関する記述は、2021年12月6日時点の見通しであり、市場の動向等に応じて随時変化する可能性があります。

当資料は、当社が信頼できると判断した情報に基づき作成しておりますが、その情報の正確性や完全性についてこれを保証するものではありません。

すべての投資は、投資元本の潜在的な損失を含め、リスクが伴います。通常、収益率は均一ではなく、損失を被る可能性があります。あらゆるタイプのポートフォリオ構築と同様に、リスクを軽減し、収益の向上を目指す際には、特定時点で意図せずにリターンを低下させる可能性があります。

すべての投資と同様に、マルチアセット投資も収益の確保、または損失の防止を保証するものではありません。

資本市場から獲得可能な将来の収益を正確に予想ができる分析モデルまたは分析モデルのグループは存在しません。合理的な分析手法では、金融市場の高揚感やパニックなど、極端な価格変動を予測することはできません。ラッセル・インベストメントの分析モデルは通常のそして合理的な金融行動の仮定に基づいており、予測モデルは本質的に不確実であり、さまざまな要因に基づいていつでも変更される可能性があり、不正確な場合があります。ラッセル・インベストメントは、グローバルに分散されたポートフォリオの様々な要素の相対的関係を評価するにあたり、当モデルが最も有効な分析手段であると考えています。当モデルは時として特定な市場要素（フアクター）をオーバー、もしくはアンダーウェイト、金融市場の高揚感やパニックなど、極端な価格変動時に売買シグナルを発することがあります。これらの分析モデルによる、売買シグナルは市場タイミングのシグナルではありません。

当資料における予測は様々な分析データを使用し、市場価格やボリュームパターンを予測したものであり、株式市場または特定の投資に関する予測を示しているものではありません。

グローバル、国際、または新興国市場への投資は、特定の国の政治的・経済的状況や規制要件に大きく影響される可能性があります。米国以外の市場への投資には、為替変動、政治的・経済的不安定性、会計基準の相違、外国税のリスクが含まれます。このような有価証券には、流動性が乏しく、より変動性が高い可能性があります。新興国や開発途上国市場への投資には、一般的に多様性や成熟度が低い経済構造や、先進国に比べて安定性の低い政治システムへのエクスポージャーが含まれます。

為替投資は、本国通貨か外国通貨かにかかわらず、通貨価値の変動を含むリスクを伴います。また、外国投資に関連する収益率を向上、または減少させることがあります。

米国以外の市場への投資には、為替変動、政治的・経済的不安定性、会計基準の相違、外国税のリスクが含まれます。

債券投資は、金利、信用、債務不履行、デレージ・リスクなどのリスクを慎重に吟味する必要があります。

ボラティリティの増大、限定的な流動性、期限前返済、不払い、債務不履行リスクの増加などのより大きなリスクは、ハイ・イールド（「ジャンク」）債やモーゲージ担保証券、またはサブプライム・モーゲージへのエクスポージャーを有するモーゲージ担保証券に投資するポートフォリオに内在するものです。一般的に、金利が上昇すると、債券価格は下落します。

米国の金利は歴史的な低水準、またはその近傍に位置しているため、金利上昇に付随するリスクに対するファンダメンタルズのエクスポージャーを増大させる可能性があります。また、米国以外の国及び新興国市場の有価証券への投資は、為替変動リスクや当該国の経済・政治情勢等のリスクの影響を受ける可能性があります。

当資料において記載されている数値、データ等は過去の実績であり、将来の投資収益等の示唆あるいは保証をするものではありません。

“FTSE”はロンドン証券取引所株式会社及びフィナンシャル・タイムズ・リミテッドの商標であり、FTSEインターナショナル・リミテッド（以下FTSE）のライセンスのもとで使用される商標です。

S&P500インデックスに関する著作権等の知的財産権、その他一切の権利は、マグロウヒル・カンパニーの一部門であるスタンダード・アンド・プアーズに帰属します。

MSCIインデックスに関する著作権及びその他知的財産権はすべてMSCI Inc.に帰属しており、その許諾なしにコピーを含め電子的、機械的、一切の手段その他、あらゆる形態を用い、インデックスの全部または一部を複製、配付、使用することは禁じられています。またこれらの情報は信頼のおける情報源から得たものでありますが、その確実性および完結性をMSCI Inc.は何ら保

証するものではありません。

インデックスは資産運用管理の対象とはなりません。またインデックス自体は、直接投資の対象となるものではありません。

COPYRIGHT© 2021. RUSSELL INVESTMENTS. ALL RIGHTS RESERVED.

当社による事前の書面による許可がない限り、資料の全部または一部の複製、転用、配布はいかなる形式においてもご遠慮ください。

内容は作成時点のもので、保証されるものではありません。

ラッセル・インベストメントの所有権は、過半数持分所有者のTA アソシエーツならびに少数持分所有者のレバレンス・キャピタル・パートナーズ、ラッセル・インベストメントの経営陣およびハミルトン・レーン・インコーポレーテッドから構成されています。

フランク・ラッセル・カンパニーは、当資料におけるラッセルの商標およびラッセルの商標に関連するすべての商標権の所有者で、ラッセル・インベストメントグループの会社がフランク・ラッセル・カンパニーからライセンスを受けて使用しています。ラッセル・インベストメントグループの会社は、フランク・ラッセル・カンパニーまたは「FTSE RUSSELL」ブランド傘下の法人と資本的関係を有しません。ラッセル・インベストメント（米国）のホームページに掲載されている製品・サービスは、米国の居住者のみを対象としています。

当資料は法律、税金、有価証券、投資アドバイス、投資の適切性に関する意見、また勧誘を目的としたものではありません。当ウェブサイトに掲載されている一般的な情報は、ライセンスを受けた専門家から法律、税務、投資に関する具体的なアドバイスを受けることなく実行されるべきではありません。

米国居住者以外のお客様はラッセル・インベストメントのご自身が居住する地域のウェブサイトにて、提供可能な商品やサービスに関する情報を入手することができるかもしれません。

ラッセル・インベストメント株式会社
金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第196号 加入協会：一般社団法人投資信託協会、一般社団法人日本投資顧問業協会

お問合せ先

ラッセル・インベストメント株式会社
マーケティング&コミュニケーション部

電話：03-6203-0286

FAX：03-6203-0201

E-MAIL：TOKYO-RIJ@RUSSELLINVESTMENTS.COM