

Q4

2022

パウエル議長の
ハト派転換はまだ先
POWELL PIVOT
POSTPONED

グローバル・マーケット・
アウトルック
2022年10-12月期

※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2022年9月27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。



パウエル議長のハト派転換はまだ先

各国中央銀行は金融引き締めをまだ完了しておらず、米国債利回りの逆イールドも解消していません。ラッセル・インベストメントは、コアインフレ率の鈍化に連れて米連邦準備制度理事会（FRB）が2023年初頭には政策金利を据え置くことになると思っています。株式市場が短期的に売られ過ぎと判断される水準にあることは、悪材料の多くが織り込まれつつあることを示唆していると考えています。



2023年中に米国経済が景気後退入りするシナリオを確実視するには時期尚早と考えていますが、その可能性は高まっていると考えられます。

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

市場は前四半期中に幾分安定を取り戻していたものの、株式と国債の年初来リターンはマイナスとなり、投資家にとって酷い年(annus horribilis¹)であることに違いありません。高インフレ、経済成長率の鈍化、そしてFRBがタカ派色を強めて景気後退を引き起こす可能性について投資家は懸念を抱いています。

あまり良いニュースは見当たりませんが、短期的な投資家心理を示すセンチメント指標が大きなマイナス圏にあることはひとつの安心材料です。ラッセル・インベストメントのコンポジット・コントラリアン指標は、テクニカル、ポジショニング、投資家調査などの幅広い指標を考慮して、S&P 500®指数に対する投資家のセンチメントを測定しています。現在は2標準偏差近くにまで迫っており、売られ過ぎを示唆する状態にあります。このことについてラッセル・インベストメントは、市場が当面の悪材料を織り込んだ証左のひとつと捉え、ある程度安心感を得られる材料と考えています。

米国の景気後退の可能性は高まっているのか？

2023年中に米国経済が景気後退入りするシナリオを確実視するには時期尚早と考えていますが、その可能性は高まっていると考えられます。主な警告シグナルとなっているのは米国債利回りの逆イールドで、10年債と2年債の逆イールド幅は、過去40年で最大となっています。米サプライマネジメント協会(ISM)の新規受注指数など、米国経済の先行指標も軟化しています。しかし、FRBが注目していた非農業部門雇用者数や賃金などの指標については、依然として過熱感を示しています。このような労働市場のトレンドは経済全体から遅れて変化する傾向があります。そのため、景気が弱まる一方でFRBによる金融引き締めが続くというリスクが生じます。この結果、FRBのパウエル議長が2023年初頭までにタカ派姿勢を後退させる可能性は低いと考えられます。

一方、天然ガス価格の高騰により大きな打撃を受けるユーロ圏と英国では、景気後退が避けられない見通しです。中国経済については低迷が続けていますが、景気刺激策が実行されています。新型コロナウイルス感染拡大に伴うロックダウンが来年早々にも解除されることになれば、成長が回復する可能性が高まります。

米国の景気後退はどのようなものになるのか？

ラッセル・インベストメントでは、米国経済がソフト・ランディング(あるいはソフト寄りのランディング(softish landing))するとの見方を維持しており、健全な家計と企業部門の財務状況を背景に、最悪の場合でも穏やかな景気後退に留まると考えています。

米国の景気後退が深刻化しないと予測する根拠としては、家計や企業のバランスシートが健全であり、インフレが沈静化すれば実

質的な購買力が回復することが挙げられます。ただし、FRBが引き締めペースを減速させ、適度に抑制的な水準で留まることが前提となります。

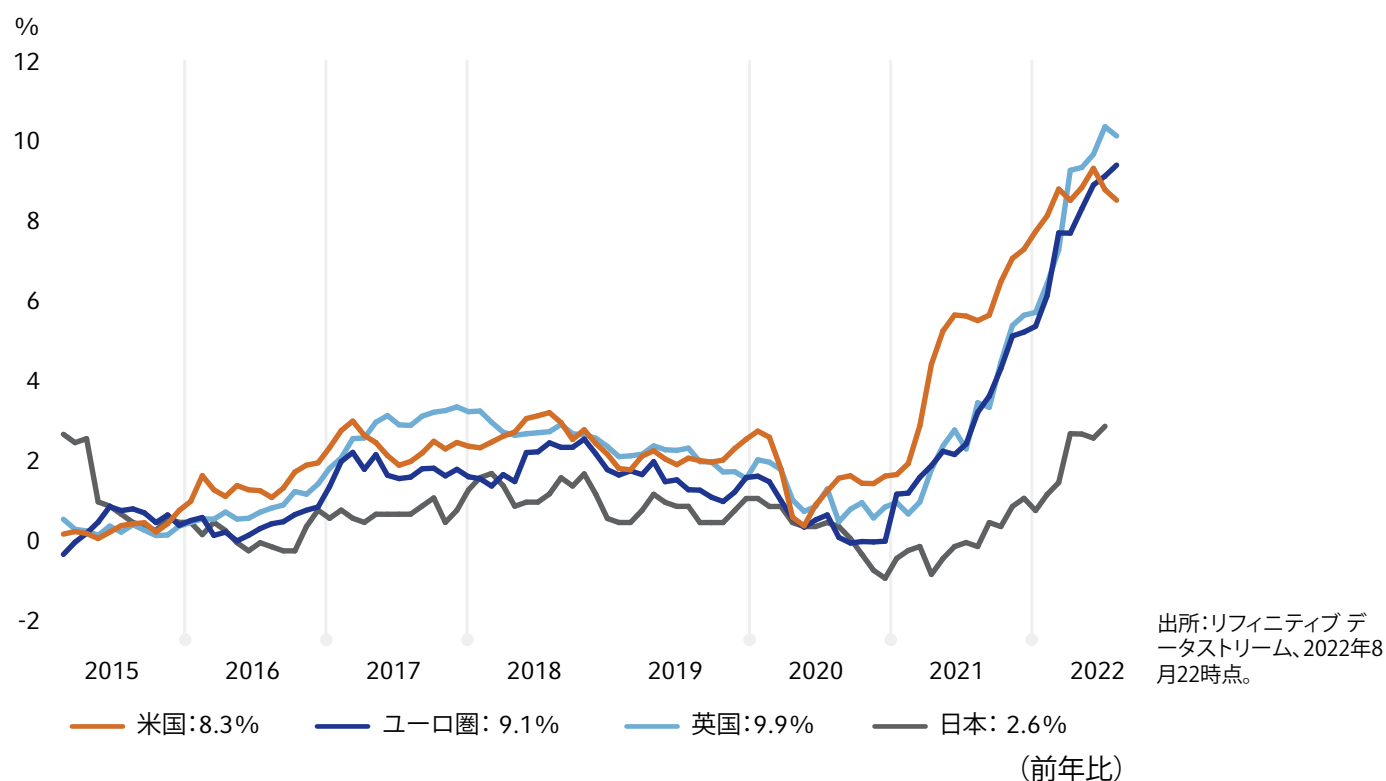
ラッセル・インベストメントは、今後数ヶ月でインフレ率が低下基調となるに連れて、成長鈍化の兆候が現れ、政策金利が4%から4.5%程度になった時点でFRBが利上げ策を停止すると予想しています。しかし、FRBの引き締め局面は、市場にとって不安な時期となる場合が一般的です。過度な金融引き締めや、景気後退が深刻化するリスクについて、投資家が不安を感じるが増えそうです。株式市場は6月半ばにつけた安値を再度試す可能性があります。インフレ率が明確な低下基調を示すまで、市場は不安定な状態が続くと考えられます。

¹ ラテン語で「ひどい年」の意味。エリザベス2世が1992年に戴冠40周年を記念した「ルビー・ジュビリー」のスピーチで使用して有名になった。

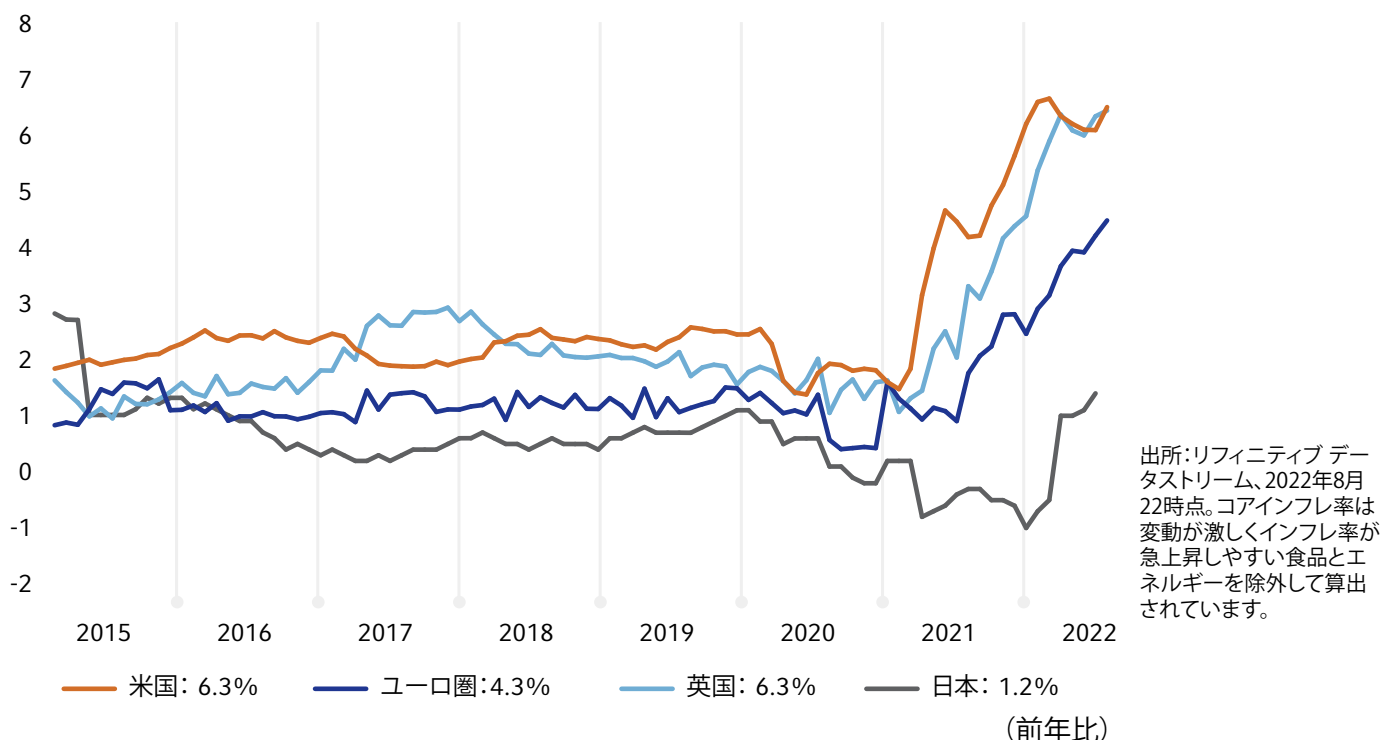
インフレ圧力低下の見通し

2022年はインフレ率が高止まりしています。原因の1つは、ロシア・ウクライナ戦争によるエネルギー価格の高騰です。また、抑制されていた潜在需要がロックダウンからの経済活動再開により顕在化し、企業が需要に応えようと労働力確保に急いだ結果、コストが上昇したことも一因と考えられます。

世界のインフレ率



世界のコアインフレ率



今後数ヵ月間は、先進国全体でインフレ率が低下していくことになるでしょう。消費者物価指数が低下するためには、原油と天然ガスの価格が現在の水準ないしそれ以下で安定推移する必要があります。原油価格はウクライナ侵攻開始後の3月につけた高値から既に約30%下落しています。天然ガス価格も下落しており、冬季に備えて欧州での貯蔵量が容量の約90%に達したため、今後も価格は抑制される見通しです。

コアインフレ率はピークに達したのか?

食品とエネルギーコストを除いたコアインフレ率は、ほとんどの地域でピークに近づいていると考えられます。サプライチェーンのボトルネックは緩和され、工業製品価格は過去数ヵ月間に亘り下降トレンドを辿っています。耐久財(自動車、家電、コンピューターなど)の価格が、コアインフレ率上昇の最大要因となってきました。これらの商品に対する需要は、サプライチェーンの制約により

供給が滞っていたパンデミック中に増加しました。パンデミック前には耐久財の価格は下落傾向だったため、サプライチェーンが平常化し、需要がモノからサービスにシフトするにつれて、再び下落し始める可能性があります。このようなディスインフレ圧力を受けて、米国のコアインフレ率は現在の6%超から今後数ヵ月で3.5~4%の水準まで低下すると予想されます。

一方、各国中央銀行にとっての関心事は、インフレ率が2%程度に戻るかどうかです。それには、雇用が減少し、賃金上昇率が米国における現在の年率7%近くから低下する必要があります。これまでの金融引き締めにより今後数ヵ月間の労働需要は減少する見込みですが、各国中央銀行が利上げを終了するには、労働需給が緩和しているという確証が必要となります。

このようなディスインフレ圧力を受けて、米国のコアインフレ率は現在の6%超から今後数ヵ月で3.5~4%の水準まで低下すると予想されます。

アンドリュー・ピース

欧州のエネルギーショック

欧州のエネルギー供給において、天然ガスは約4分の1を占めています。ウクライナ侵攻前は天然ガスの約40%がロシアからの輸入によるものでした。2020年までの5年間の天然ガス価格は平均約16ユーロ/MWhでしたが、現在は約200ユーロ/MWhまで上昇しています。原油価格に換算すると、1バレルあたり600ドルまで上昇したことになります。この深刻なエネルギー価格ショックによって、景気後退はほぼ不可避な情勢となっています。欧州各国政府はショックを吸収する手段として、天然ガスの貯蔵、新たな供給元の確保（現在、欧州は米国産の液化天然ガスにとって最大の市場）、原子力発電所の廃炉の延期、石炭火力発電所の再稼働などに取り組んできました。

欧州各国政府はエネルギー危機にどのように対応しているのか？

約4,000億ユーロの政府支援策が発表されており、冬季の暖房コストによって家計が打撃を受ける前に追加の支援策も実施されるようです。しかし、金融政策は家計に不利な方向に向かっており、さらなる逆風となっています。欧州中央銀行（ECB）は7月以降、2度の利上げにより金利を1.25%まで引き上げました。金融市場は、政策金利が2023年初頭に2.5%でピークを迎えることを予想しています。これはラッセル・インベストメントが推計する欧州における中立金利を1%程度上回る水準です。

英国や欧州大陸はどのような種類の景気後退に直面しているのか？

エネルギー消費の40%を天然ガスに依存している英国については、見通しがさらに不安定です。労働力不足によりインフレ圧力も高まっています。イングランド銀行（BOE）はすでに政策金利を2.25%まで引き上げていますが、市場は2023年半ばに4.5%でピークを迎えることを見込んでいます。トラス新首相は、エネルギー価格の上限設定と減税を組み合わせた政策を実施する予定で、その規模は国内総生産（GDP）の約8%になる見通しです。この政策は、

景気後退の深刻化を防ぎ、インフレの影響を緩和する効果をもたらす可能性があります。

英国の政策支援と、欧州におけるロシア産天然ガスからのエネルギー転換により、冬季の景気後退は比較的軽度で済む可能性があります。これらによってインフレ率が低下し、ECBがタカ派的姿勢を弱める場合、欧州経済は来春に底入れをする可能性があります。英国に関しては、冬季以降の見通しはそれほど明確ではありません。トラス首相の大規模な財政刺激策とブレグジット以降の労働力不足が重なることで、BOEがインフレの慢性化を懸念することになるでしょう。英国の景気後退は深刻化しないかもしれませんが、回復までには想像以上に長い時間を要する可能性があります。



エネルギー価格の高騰を受けてユーロ圏の鉱工業生産が減少し始めています。ユーロ圏では、緩やかな景気後退に留まる可能性はあるとしても、景気後退自体を回避することは困難な状況です。

アンドリュー・ピーズ

為替は極端な動きに

コロナ禍からの回復、インフレ率の急上昇、そしてエネルギー価格ショックをきっかけに、通貨に極端な動きが見られるようになりました。米ドルは、FRBのタカ派的スタンスや、市場のボラティリティが高い期間における安全な逃避先としての魅力を背景に上昇してきました。米ドルの実質実効為替レートは、1980年代半ばのプラザ合意²時以来の高水準となっています。

米ドルの実質実効為替レート指数の推移 過去数十年で最高水準に到達



² プラザ合意は、1985年9月22日にニューヨークのプラザホテルでG5（フランス、西ドイツ、日本、英国、米国）が開催した会議における合意事項。為替の協調介入により参加国通貨に対する米ドルの切り下げを行うとの内容だった。

ユーロ、日本円、英ポンドは、長期的な観点からは大幅に割安な状況です。ユーロは購買力平価を30%下回り、英ポンドは20%下回っています。極端なのは日本円で、購買力平価から35%も過小評価された水準にあります。

米ドルは来年下落するのか？

米ドルは10年以上に亘って上昇基調でしたが、2023年中に下落に転じる可能性があると考えられます。このシナリオは、インフレ圧力が弱まり、FRBがタカ派的な姿勢を後退させることが前提になります。特に天然ガス価格がさらに下落するなど、このシナリオ通りであれば、ユーロが反発する可能性もあると見ています。欧州経済は中国の経済成長と強い結びつきがあります。ゼロ・コロナ政策に伴うロックダウンが解除され、追加の景気刺激策が実施されることで中国の経済活動が再開すれば、ユーロにとっても追い

風になると見られます。

日本のインフレ動向は世界とは異なり、日本銀行が10年物日本国債利回りに0.25%の金利上限を設定していることが円安に繋がっています。日銀の黒田総裁が来年4月に任期満了を迎えると、次期総裁が積極的なイールドカーブ・コントロールからの転換を支持する可能性があると考えられます。

米ドル高がピークアウトするとの見方に対しては、インフレ圧力が高まり続ける場合に、FRBがタカ派姿勢を強めることがリスクとなります。一方、米ドルが弱含むと、非米国株式市場、特に新興国市場にとっては追い風になると見られます。



米ドルは10年以上に亘って上昇基調でしたが、2023年中に下落に転じる可能性があると考えられます。

アンドリュー・ピース

地域別の所見

米国

米国市場にとって、インフレは今もマクロ経済上の主要な論点です。7-9月期のインフレ率の動向はまちまちでした。幸いなことに、ガソリン小売価格は6月半ばから20%以上下落し、サプライチェーンはひとまず回復しています。また、米国のインフレを大きく変動させる要因である耐久財価格なども落ち着きつつあります。

一方、労働市場では求人倍率が2倍と、未だに過熱気味です。賃金インフレは8月まで7%という非常に速いスピードで推移していました。賃金の上昇はインフレ亢進の要因となるため、FRBを断固とした金融引き締め政策に向かわせることにもなります。インフレ率を低下させるためには、利上げや資産価格の下落などを通じてFRBが景気減速をもたらす必要があります。そしてそれは投資家にとっては不利なマクロ環境です。しかし、このような懸念の一部は既に株価に織り込ま

れていると考えられることは、良い材料と言えます。S&P 500指数は年初から9月14日までに17%下落しました。2022年と2023年の業績予想コンセンサスは引き下げが相次いでいますが、ラッセル・インベストメントはさらなる引き下げがあるとは予想しています。米10年国債利回りは年初来で2%近く上昇しましたが、期待インフレ率や適正と考えられる水準を超える3.4%は妥当な水準です。先行きの不透明感が高まっていることから、ラッセル・インベストメントの景気見通しは強気ではありません。しかし、悪材料が既にある程度織り込まれていると考えると、全体的な資産配分上のポジショニングを戦略的資産配分比率対比でニュートラルに維持することは適切な局面であると考えています。



ユーロ圏

ユーロ圏には、厳しい冬が待ち受けています。エネルギー価格の高騰により、個人消費や鉱工業生産が低迷する一方で、インフレ率の高止まりに対処するため、欧州中央銀行(ECB)は金融引き締め政策を継続すると見られます。ロシア・ウクライナ戦争は終結が見通せず、イタリアの政情不安は引き続きイタリア国債の利回りを押し上げています。

エネルギー危機に対し、約4,000億ユーロの財政支援策が発表されており、さらなる追加支援策も期待されています。欧州連合(EU)は、エネルギー関連企業の超過利潤に対する特別課税を原資の一部として、10%の省エネルギー計画と、EUレベルでの上限価格の設定を発表しました。

エネルギー価格の高騰を受けて鉱工業生産が減少し始めています。ユーロ圏では、緩やかな景気後退に留まる可能性はあるとしても、景気後退自

体を回避することは困難な状況です。例年より寒さが厳しくなれば景気後退の深刻化に繋がるため、今冬の寒さがどの程度になるかが重要です。

しかし、欧州の経済成長は来春には回復すると考えられます。インフレ率が次第に低下基調を辿ることで、ECBの金融引き締め幅も限定的になると予想されます。



英国

英国では、景気後退が既に始まっています。2022年4-6月期のGDP成長率はマイナスとなり、7-9月期も経済が縮小した可能性が高いと見られます。イングランド銀行のインフレ目標は2%であるところ8月のインフレ率は9.9%に達したため、景気減速下にもかかわらず、さらなる利上げが予想されています。

トラス新首相が実施予定の財政支援策は、GDPの8%の規模になる可能性があります。エネルギー価格に上限を設定し、スナク前財務相が実施した増税も撤回する方針です。

失業率は1973年以来最も低い3.6%であるため、家計収入が下支えされ、冬季のエネルギー価格

高騰に備えられるでしょう。しかし、トラス首相の景気刺激策は、BOEによるさらなる金融引き締めリスクを生じさせます。英国の景気後退は深刻化しないかもしれませんが、回復までには想像以上に長い時間を要する可能性があります。



日本

日本は穏やかなインフレを背景とした緩和的金融政策スタンスを採用しており、主要先進国の中で独自路線を歩んでいます。日本円はこのような内外の金融政策の相違により、年初から9月半ばまでの間に米ドルに対して20%近く下落しました。

一部の投資家から日銀の金融緩和策を疑問視する声も出ていますが、ラッセル・インベストメントは日銀が当面イーールドカーブ・コントロールを維持すると考えています。主な理由としては、インフ

レ指標の多くが日銀のインフレ目標である2%を未だに大きく下回っていること、輸入物価の上昇は一過性である可能性が高いこと、そして賃金が依然として伸びていないことが挙げられます。黒田総裁が任期満了を迎える2023年4月までに政策転換が起こるためには内需の大きな変化が必要と考えられます。



中国

2022年の中国経済は、新型コロナウイルス感染拡大に伴うロックダウンと不動産セクターの下落を背景に大幅に悪化しました。中国政府は、利下げやインフラ投資による景気刺激策を実施しましたが、これまでのところ経済成長の再活性化には十分なものになっていません。

ラッセル・インベストメントは、2022年の中国の経済成長率は+2〜3%の水準に留まると予想しています。先進国市場における消費行動の鈍化が貿易財セクターに重くのしかかることで、2023年も同様のリスクが続く可能性があると見ています。投資家の注目を集めているのは、10月下旬の中国共産党大会です。習近平国家主席が、3期目の5年間の任期に向けて権力基盤を強化すると

見られています。マクロ経済の観点からは、新型コロナウイルス感染拡大に伴う制限の緩和計画や、経済の成長速度より質を重視する政策を緩めて短期パフォーマンスを優先させる計画については、入念な見直しがなされる可能性があると考えられます。中国では経済と政策の不透明感が増しているため、ラッセル・インベストメントは中国市場を主として超過収益獲得の観点からエクスポージャーを取得すべき地域になると見ています。ラッセル・インベストメントが採用するアクティブ運用機関は、超過収益の獲得を目的として、高いリターンが期待できる個別銘柄の選択を行っています。



カナダ

中古住宅販売は年初来で24%減少しており、主要都市を中心に住宅価格も下落し始めています。金利の急騰が、盤石と思われた住宅市場をついに揺るがしています。それでも、カナダ銀行は許容できないほど高いインフレ率への対処に焦点を当てています。カナダ銀行は、経済成長を犠牲にしてもインフレと戦い、インフレ期待を制御する構えを見せています。

金融引き締め政策はすでに実施されていますが、ラッセル・インベストメントは追加的引き締め

が続くと見ており、景気後退はほぼ不可避と考えています。カナダ株式については世界的な株価調整の影響を受けているものの、グローバル株式よりは下落幅が抑制されており、今後も同様の状況が続くと思われます。しかし、カナダ株式は景気サイクルの観点からは下方リスクも残り、景気後退期の脆弱性も認識される状況です。



オーストラリア／ニュージーランド

住宅市場は両国経済においても主な懸念材料となっています。パンデミック期間中に住宅価格が急速に上昇し、両国とも住宅債務が高水準になっています。オーストラリアでは、可処分所得に対する家計債務の比率は200%に迫っています。

変動金利型住宅ローンのシェアが大きいことから、中央銀行による利上げは住宅市場に直接的な影響を及ぼします。短期金利市場はオーストラリア準備銀行(RBA)の政策金利(キャッシュ・レート)が2023年半ばに4%近辺でピークを迎えることを織り込む水準で推移しています。同様にニュージーランド準備銀行(RBNZ)の政策金利は、4.5%でピークを迎えると予想されています。

両国では既に住宅市場減速の兆候が現れており、住宅価格の下落が始まっています。来年は両

国景気の減速が予想されますが、ラッセル・インベストメントでは景気後退は回避できると考えています。RBAは、住宅市場が急激に悪化した場合は積極的な引き締め措置を控えるとの意向を示しています。

ニュージーランドのコアインフレ率と消費者物価指数はオーストラリアを大幅に上回っているため、ラッセル・インベストメントはニュージーランドの見通しにはより慎重になっています。市場が織り込んでいるオーストラリアにおける政策金利の引き上げ水準は過大なものに映りますが、ニュージーランドの政策金利に関しては市場予測通りになる可能性が高いと考えています。



ラッセル・インベストメントの景気サイクル(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)から成る投資戦略決定プロセスでは、2022年10-12月期における株式の魅力度はニュートラルと評価しています。

アンドリュー・ピーズ

資産クラスの選好

前四半期中は一時期、グローバル株式が若干のプラスのリターンを上げ、投資家に多少の安心感をもたらしていました。しかし、各国中央銀行が金融引き締め政策を継続し、インフレ率が高止まりしていることで、9月後半にかけて市場は弱含んでいます。

景気循環はどこへ向かうのか？

ラッセル・インベストメントの景気サイクル(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)から成る投資戦略決定プロセスでは、2022年10-12月期における株式の魅力度はニュートラルと評価しています。短期的な投資家心理を示すセンチメント指標は株式が売られ過ぎ圏にあることを示唆していますが、市場が反発する前の6月に記録したような極端なレベルには達していません(9月中旬現在)。6月のセンチメント指標は、2020年3月のコロナショック時以来の売られ過ぎと示唆する水準に達していました。

景気サイクルの見通しはさらに悪化しており、株式市場にとって逆風となっています。2023年中に米国経済が景気後退入りするシナリオを確実視するには時期尚早と考えていますが、その可能性は高まっていると考えられます。パウエル議長は、8月下旬に行われたジャクソンホール会議の講演で、FRBはインフレ率が低下傾向になるまで金融引き締め策を継続すると発言し、金融政策が当面引き締めめであることを明確にしました。

株式のバリュエーションは改善しているのか？

S&P 500の予想PER(1年先)は、年初の21倍から9月下旬には16.5倍まで低下しました。米国株式はまだ割安と言える水準ではない

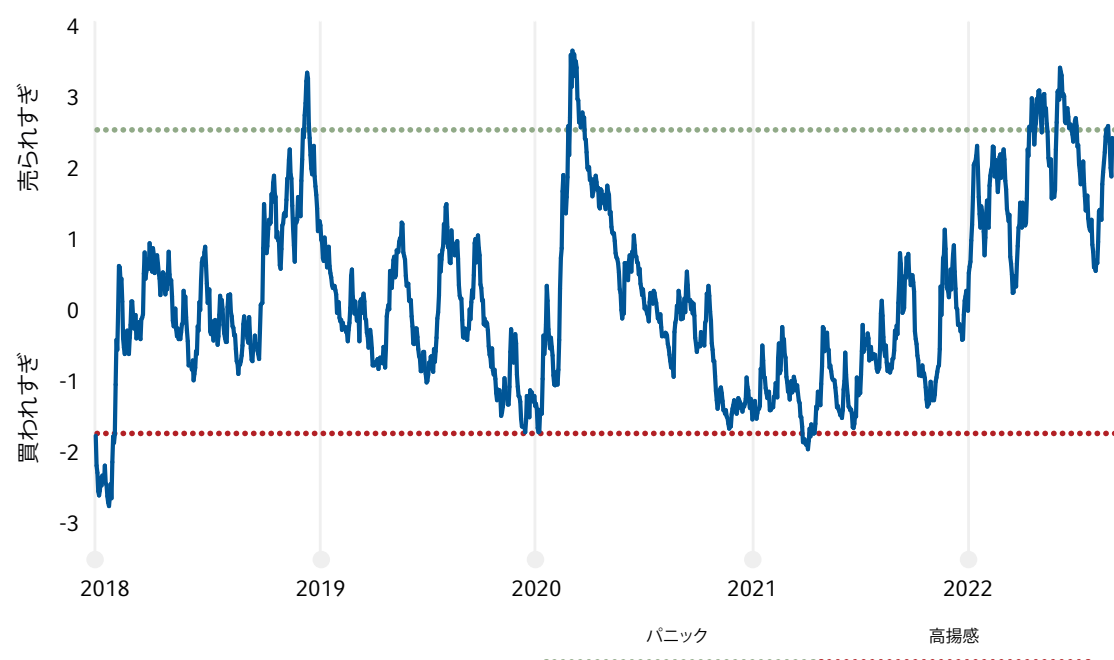
と考えていますが、バリュエーションは改善しています。一方、非米国株式には割安感が認識されます。

国債利回りの見通しは？

3.5%の米10年国債利回りは、ラッセル・インベストメントのバリュエーションフレームワークからは魅力的な水準と認識されます。ポジショニング指標も投資家が短期債のポジションを積み上げていることを示しており、中長期の米国債に対するセンチメントはポジティブと判断されます。しかし、景気サイクルは、FRBの引き締めに対する市場期待がピークに達したことを確認できる材料が出てくるまで、国債価格の上昇(利回りの低下)を支持するものではないと考えています。

米ドルは今年、大きく上昇しました。その要因としては、FRBのタカ派的スタンスや、市場のボラティリティが高い期間における安全逃避先としての魅力があります。ユーロ、円、英ポンドは、長期的な観点からはかなりの割安感が認識されます。米ドルが今後12か月で弱含むとの議論は、株式や債券に対する強気の見方と同じ論拠です。つまり、インフレ圧力が和らぎ、FRBのタカ派色が薄れることを前提としています。米ドルが弱含むと、非米国市場、特に新興国市場にとっては追い風になると見られます。

コンボジット・コントラリアン指標



出所:ラッセル・インベストメント、2022年9月15日時点の指標は2.19。投資家センチメントを測るコンボジット・コントラリアン指標は市場参加者の多くがどの程度悲観的または楽観的であるかを指数化したものです。

2022年10-12月期の各資産クラスに対する見通しは以下のとおりです。



ラッセル・インベストメントは米国株式よりも**他の先進国株式**を選好します。米国以外の先進国株式は相対的に割安と認識され、FRBのタカ派的な姿勢が後退すれば、米ドル安による恩恵を受けると考えられます。



新興市場の株式が回復する条件としては、中国で大幅な景気刺激策が実施され、FRBが金融引き締めペースを減速させ、エネルギー価格が低下し、米ドルが弱含むことが必要と考えられます。当面はまだニュートラルな評価が妥当と判断しています。



ハイイールド債と投資適格債のスプレッドは長期平均に近い水準ですが、米国ハイイールド債の利回りは約8.5%と魅力的と判断される水準です。米国が景気後退入りする可能性が高まれば、クレジット・スプレッドは引き続き拡大圧力を受けることになります。クレジット市場の見通しは現在ニュートラルとしていますが、米国の景気後退リスクが低下すればポジティブな評価とする可能性もあります。



各国国債のバリュエーションは改善していると見ています。米国債、英国債、ドイツ国債には割安感がありますが、日本国債は日銀が0.25%の長期金利の上限を設定しているため、まだ割高圏にあると見ています。ラッセル・インベストメントが判断する日本国債利回りの適正水準は0.50%程度です。過去数ヶ月間、ほとんどの市場で債券利回りが急上昇しました。しかしインフレ率はピークに近いと考えられ、市場は既に各国中央銀行のタカ派姿勢を織り込んでいることから、国債がさらに大きく売り込まれるリスクは限定的と見ています。

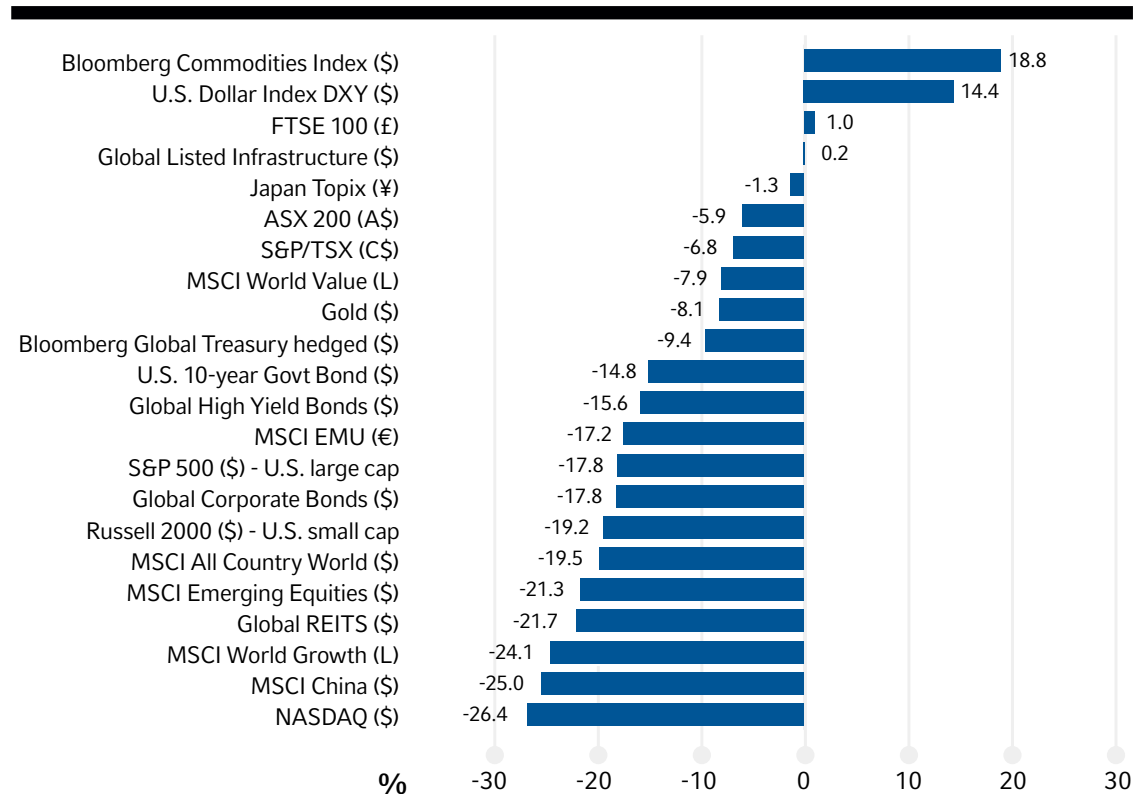


実物資産：グローバル・リステッド・インフラストラクチャー (GLI)は、年初来で相対的に高いパフォーマンスを示している資産クラスのひとつです。一方、不動産投資信託 (REIT) は20%以上下落しています。GLIは、配当利回りやPERなど複数の指標から見て割高感が認識されます。一方、REITは逆にこれらの指標からは割安感が認識されます。景気後退が回避され、ポスト・パンデミックの正常化が続けば、REITは上昇が期待できるでしょう。GLIは今年、エネルギー価格の上昇に支援されましたが、石油や天然ガス価格の下落局面ではリスクが認識されます。**コモディティ**は過去3か月でリターンの一部を失いましたが、依然として年初来で最もパフォーマンスの高い資産クラスです。エネルギー及び農産物価格は、ロシア・ウクライナ戦争を受けて急騰しています。世界的な景気後退はコモディティにとってリスクですが、中国におけるロックダウンの緩和と追加的な景気刺激策の実施により2023年に需要が回復すれば、上昇の可能性があると考えられます。



米ドルは、FRBのタカ派的スタンスやロシアのウクライナ侵攻を受けた安全逃避先としての魅力から2022年を通して上昇してきました。2023年初頭にインフレ率の低下が始まり、FRBのタカ派姿勢が後退すれば、米ドルが軟化する可能性があります。このドル安シナリオの場合、その恩恵を受けるのは、主に**ユーロと日本円**になると見ています。

2022年9月16日までの累積リターン



出所:リフィニティブ・データストリーム 2022年9月16日時点、(L)は現地通貨

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、2022年9月26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（ファクター）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、極端な価格変動次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、自国通貨が外国通貨にかかわらず、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ド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、マグローヒル・カンパニーズの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、機械的な一切の手段その他、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© 2022. 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

russellinvestments.com/jp