

# Q3 2022

グローバル・  
マーケット・  
アウトルック  
2022年7-9月期

FEAR OF  
THE KNOWN  
既知の恐怖



## Fear of the known (既知の恐怖)

景気後退懸念と中央銀行の金融引き締めにより、市場のボラティリティが高まっています。ラッセル・インベストメントは、株式市場は売られ過ぎ圏にあり、米国のコアインフレはピークに達したと見ています。今後、市場は安定を取り戻し、2022年後半には回復する可能性があると考えています。

ラッセル・インベストメントは、米連邦準備制度理事会 (FRB) による金融引き締めのペースと規模を考慮すると、2023年後半までに米国が景気後退入りするリスクがあると考えています。

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

6月17日時点でMSCIオール・カンントリー・ワールド・インデックスは年初来で21.7%下落、ブルームバーグ・グローバル国債ベンチマークも約9%下落しており、2022年前半は厳しい状況となりました。市場は中国における新型コロナウイルス感染拡大に伴う新たなロックダウンと景気減速、ロシア・ウクライナ戦争、インフレ高進、中央銀行による金融引き締めなど、様々な悪材料に直面してきました。

しかし現在、少なくとも市場はこれらの諸問題を十分に理解しつつあります。年初の時点では、インフレがどの程度進むのか、それに対して各国中央銀行がどこまで積極的に対応するのかが不透明でした。また、ロシアによる全面的なウクライナ侵攻もほとんど予想されていませんでした。現在の市場は、ロシア・ウクライナ戦争が始まり、米国のコアインフレもピークアウトの兆しを見せる中、世界の中央銀行の多くが積極的に金融引き締めを進めることを織り込んでいます。

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勘案してS&P 500®指数に対する投資家のセンチメントを測定するラッセル・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、米国株式が大きく売られ過ぎていることを示唆しています。このことは、市場は悪材料を織り込み済みであり、インフレ動向や成長率が現在懸念されている状況よりも良いことが判明する場合には、株価が上昇に向かう可能性があるという一定の安心感を提供するものです。

もちろん、投資家がパニックに陥り、投げ売りに転じる可能性は残ります。2020年3月のコロナショック時には、実際そのような事態が発生しました。しかし、過去の市場の調整からの教訓は、パニックが長期投資家に最良の投資機会をも提供し得るということです。

主な不確実性は、米国経済の見通しです。ラッセル・インベストメントは、米連邦準備制度理事会（FRB）による金融引き締めのペースと規模を考慮すると、2023年後半までに米国が景気後退入りするリスクがあると考えています。深刻な景気後退に陥る場合、それは株式市場の大規模な下落を引き起こす可能性があります。現時点では景気減速または緩やかな景気後退となる可能性が最も高いシナリオと予測しています。米国における家計と企業のバランスシートは健全であるため、深刻な景気後退には陥らない可能性が高いと見ているからです。

一方、米国経済と市場に関するアップサイドリスクは、米国のコアインフレが既にピークアウトしている可能性から生じると見えます。労働市場の逼迫が緩和される場合、FRBは今年後半にタカ派色を弱める可能性があります。

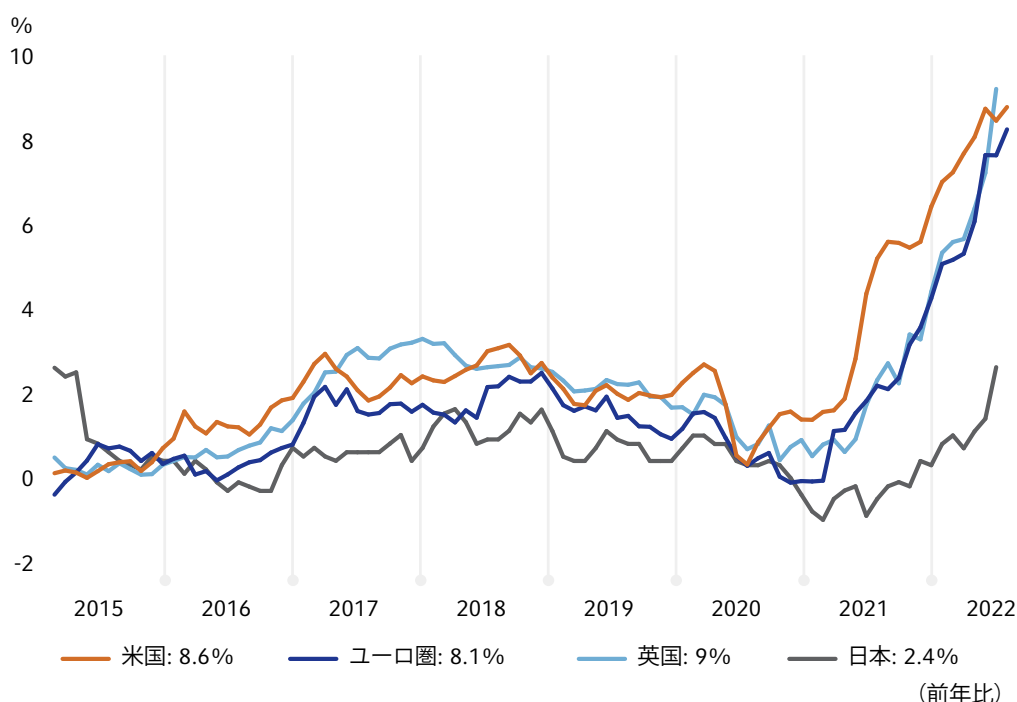
インフレの高進、成長率の鈍化、そしてFRBがタカ派色を強めて深刻な景気後退を引き起こす可能性について投資家は懸念しています。ラッセル・インベストメントでは、コアインフレ率は今年後半にかけて低下していく可能性があると考えていますが、重要なことはどの程度低下していくかとの点です。低下傾向が続けば、FRBによる過度な金融引き締めや深刻な景気後退に対する懸念は緩和されると見えています。しかし、それが明らかになるまでは、市場のボラティリティが高い状態が続くと考えられます。

# インフレのピークアウトは近い

新型コロナウイルス感染拡大に伴うロックダウンが緩和され、モノやサービスに対する需要が回復する一方で、サプライサイドのボトルネックや労働者の労働市場への復帰が遅延したことなどから供給が制約された結果、2021年中にインフレ圧力が急激に高まりました。

今年は、ロシア・ウクライナ戦争によりエネルギー価格が急騰し、中国のゼロ・コロナ政策によるロックダウンでサプライチェーンの混乱も深刻化しており、インフレはさらに悪化しました。米国では、活況な労働市場で賃金が上昇した結果、インフレ圧力が一段と強まっています。

## 世界のインフレ率



ロシアの石油輸出に対する国際的な制裁措置によりエネルギー価格がさらに上昇した場合、消費者物価指数が一段と上昇する可能性があります。一方で、食品価格とエネルギー価格を除いたコアインフレ率は、米国ですでにピークアウトした可能性があります。

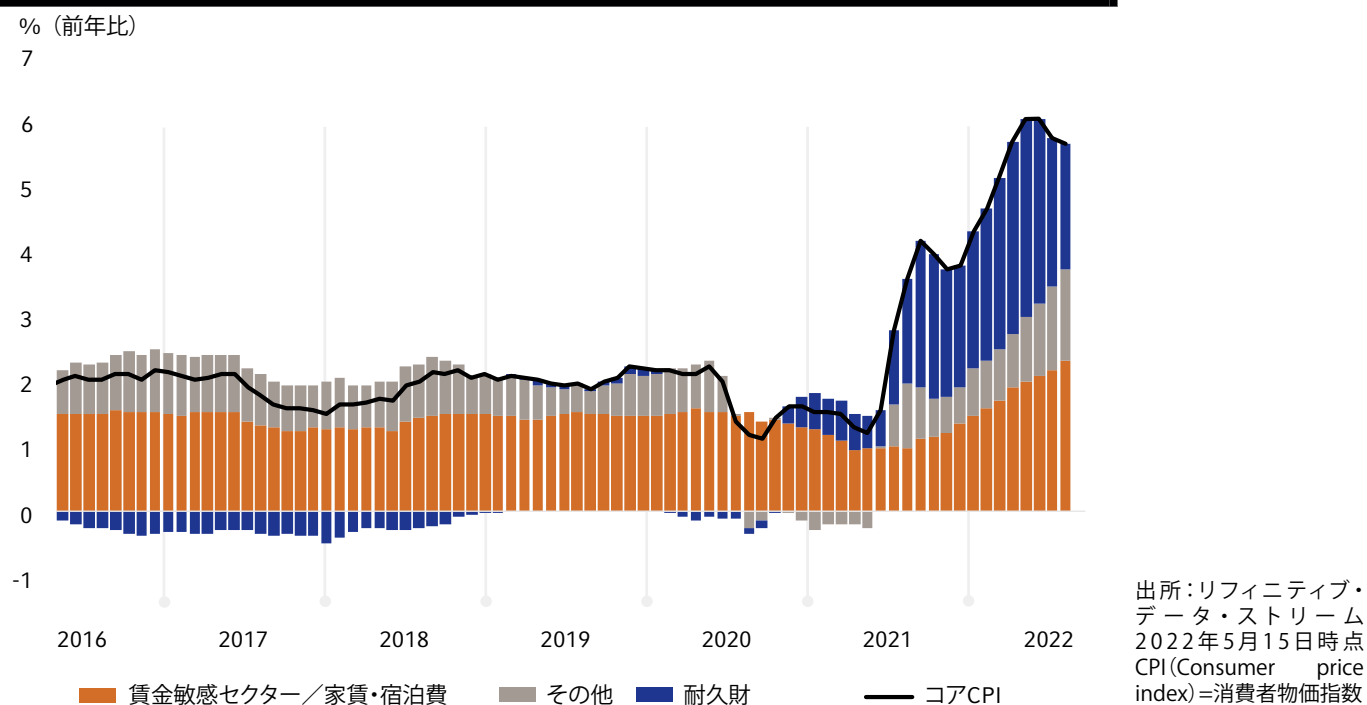
下図は、米国コアインフレ率（年率）に対する寄与度を示しています。耐久財（自動車、家電、コンピューターなど）の価格が、コアインフレ率上昇の最大の要因となってきました。これらの商品に対する需要は、サプライチェーンの制約により供給が滞っていたパンデミック中に上昇しました。パンデミック前には耐久財の価格は低下傾向にあったため、サプライチェーンが正常化し、需要がモノからサービスにシフトするにつれて、再び低下し始める可能性があります。モノの価格低下がサービスの価格上昇を相殺し、コアインフレ率は低下傾向となる可能性が高いと見ています。

しかし、FRBにとっての問題は、賃金動向に敏感なサービスセクターや家賃・宿泊費におけるインフレは硬直的<sup>1</sup>な傾向があるということです。コアインフレ率は低下していくと見られますが、FRBが積極的な金融引き締め策を停止する程には低下しない可能性もあります。サービスの価格動向は、労働市場の過熱感が和らぎ、賃金上昇圧力を緩和するかどうか大きく依存します。

実際、労働市場がある程度鎮静化する可能性は高いように見えます。賃金の上昇は、労働参加率を高めますが、特に、これまで労働市場への復帰に最も消極的だった低賃金労働者層の賃金上昇幅が最も大きいことがこの見方を支持します。FRBによる利上げへのシフトも、総需要を減速させ、労働市場の鎮静化につながるでしょう。FRBが適切なバランスを保ちながら金融政策を実施することに成功するかどうか、今後数ヵ月間の大きな注目材料です。

<sup>1</sup> 硬直的なインフレとは、インフレ率が高止まりし、成長も停滞してしまう場合が多い、望ましくない経済状況を示します。硬直的なインフレは、一般的にコストプッシュの要素があり、インフレ率が上昇していく一方で支出や経済成長率は低下する傾向があります。

## 耐久財価格の上昇が米国のコアインフレ率上昇の最大要因



モノの価格低下がサービスの価格上昇を相殺し、コアインフレ率は低下傾向となる可能性が高いと見ています。

アンドリュー・ピース

# ソフト・ランディング、ソフト寄りのランディング、それともハード・ランディング？

FRBによる金融引き締めペースと規模によっては、米国経済が来年後半までに景気後退に陥る可能性も否定できません。債券市場では、FF金利が2023年半ばまでに3.75%に達すると予測されており、史上最速ペースの引き締めになる可能性があります。

FRBのパウエル議長は先日、景気後退を回避できる「ソフト・ランディング」や、軽度の景気鈍化が短期間発生するだけの「ソフト寄りのランディング(softish landing)」について、FRBは過去に成功させてきた実績があると主張しました。FRBは金融引き締めを実施する際には「ソフト・ランディング」を常に目指します。しかし、現在の企業部門や家計部門における重大な不均衡がないことを考えると、今回FRBは深刻な景気後退を回避することにのみ注力するのかもしれない。

家計部門は良好な状態にあります。米国の国内総生産(GDP)に対する家計部門の債務総額はこの20年間で最低の水準にあり、パンデミック中に蓄積された貯蓄超過額は未だに2兆ドルを超えています。

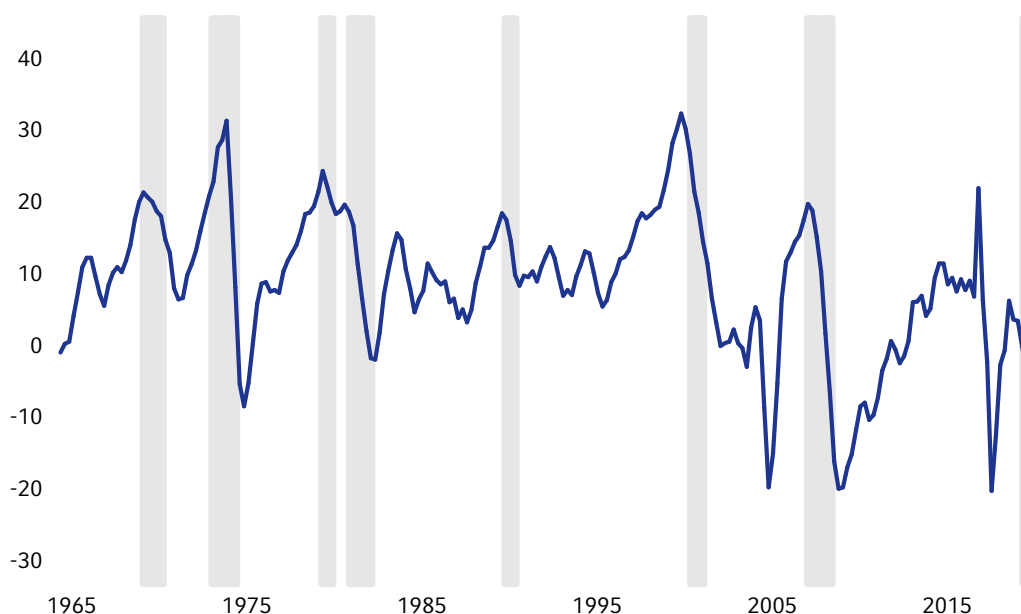
企業の財務状態も健全です。下図はFRBのデータベースから取得した、企業部門の資金調達ギャップに関するデータです。資金調達

ギャップとは、資本支出と内部資金(主に内部留保)との差額です。この数値がプラスであれば、企業部門は資本投資(設備投資)を賄うために、借入や新株発行などによる外部資金調達を必要としていることを意味します。過去50年間で発生した景気後退については、いずれも資金調達ギャップが大きくプラスになることが先行していました。つまり、企業部門が過度に拡大した後、景気後退時には大幅な縮小を余儀なくされていました。現在は資金調達ギャップが大きくマイナスになっており、設備投資を行ったとしても十分賄えるだけの準備金を企業部門は貯め込んでいる状態を示しています。

資金調達ギャップがマイナスであっても、FRBが積極的な金融引き締めを実施する場合には、景気後退を回避できるとは限りません。しかし、長期に亘る深刻な景気後退の可能性は低いと考えられます。

## 米国企業部門の資金調達ギャップ

資本投資支出率(%) (3四半期平均)



資金調達ギャップ＝資本支出－内部資金。出所：米国連邦準備制度理事会、グレイ部分は景気後退期を示す

現在の企業部門や家計部門における重大な不均衡がないことを考えると、今回FRBは深刻な景気後退を回避することにのみ注力するのかもしれない。

アンドリュー・ピーズ



# 地域別の所見

## 米国

インフレ率が大幅にオーバーシュートし、高止まりしていることが、米国経済の見通しに深刻な問題をもたらしています。金融政策は9月までに緊縮的な領域に入ると見られます。インフレ圧力が賃金動向に敏感なサービスセクターや家賃・宿泊費など硬直性のある分野にまで及びつつあることから、FRBの方針転換はやむを得ないところですが、この転換は経済や市場に対して重大なリスクをもたらします。

景気サイクルの終盤に入ったかを測る基準としてラッセル・インベストメントが注目している2つの現象、つまり余剰生産能力の枯渇、及び、緊縮的金融政策スタンスは、年末までに現れることが予想されます。FRBは「ソフト・ランディング」が可能と考えていますが、歴史を振り返れば、その達成は容易ではないことも分かります。ラッセル・インベストメントでは2023年半ばまでの景気後退リスクは約30%と見ています。既に通常より高い水準にありますが、FRBが方針転換により「パンチボウルを片付ける」<sup>2</sup>ことになれば、今後数カ月でさらに上昇する可能性があるでしょう。

好材料としては、年初来の米国株式の大幅下落により、多くのリスクが株価に織り込まれていると考えられることが挙げられます。米国株式のバリュエーションは、必ずしも高いものではなくなりました。また、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からは、非常に悲観的な市場心理がうかがえます。これはラッセル・インベストメントの投資決定プロセスにおいて、ポジティブな戦術的シグナルです。景気サイクル上の懸念が存在し、一方、センチメントがポジティブなシグナルを示す状況において、ラッセル・インベストメントはポートフォリオにおける米国株式へのエクスポージャーに対して適切なバランスを取ることを重視し、ニュートラルとしています。一方、米国債については、期待リターンと分散投資の両面において投資妙味が高まりつつあると見ています。米国10年国債利回りは3.5%であり、ラッセル・インベストメントが適正水準と考える利回りを大きく上回り、FRBの目標水準も超えて推移しています。



<sup>2</sup> 金融政策に関する文脈において、「パンチボウルを片付ける (taking away the punch bowl)」とは、中央銀行が景気刺激策を縮小することを意味しています。

## ユーロ圏

ユーロ圏の経済見通しについては、引き続き暗雲が垂れ込めています。ロシア・ウクライナ戦争は解決の兆候がなく、インフレ圧力は上昇し、欧州中央銀行 (ECB) はタカ派色を強め、イタリア国債のスプレッド拡大により欧州域内周縁国の信用問題が再燃しています。

欧州にとって最も大きなリスクは、ロシアがEUによる石油禁輸措置に対抗して天然ガス供給を途絶することです。欧州はロシア産天然ガスに大きく依存しているため、報復措置や天然ガス価格の大幅な上昇は、ほぼ確実に欧州を景気後退に陥れると考えられます。

欧州では、欧州中央銀行 (ECB) がタカ派的スタンスに転じており、7月に0.25%の利上げを行う可能性や量的緩和策の終了を示唆しています。先物市場では、ECBの政策金利が現在の-0.5%から、2023年半ばまでに2.0%に上昇すると予想されています。一方、ユーロ圏の5月の消費者物価指数の前年同月比の伸び率は8.1%に達し、米国や英国に匹敵する水準となりました。しかし、食品とエネルギーを除いたコアインフレ率は3.8%と、米国や英国の6%前後よりは抑えられています。そのため、ECBは、FRBやイングランド銀行 (BoE) よりも緩やかな金融引き締め政策を実施していくことが可能と考えられます。

ECBのもう一つの問題は、イタリアの債務リスクが再燃していることです。イタリア国債とドイツ国債のイールド・スプレッドはこの2か月間で大きく拡大しています。これに対応すべくECBは緊急理事会を開催しており、必要に応じてイタリア国債を追加購入し、ECBの政策がユーロ圏全体に波及することを阻害する要因を取り除く意向を強調しました。緊急理事会によりイタリア国債のスプレッドは0.4%縮小しています。しかし、この出来事は、景気減速により支払能力に疑問が生じた場合のユーロ圏の脆弱性を改めて浮き彫りにしました。

エネルギー価格が抑制され、景気後退も回避されるならば、欧州経済は引き続き過去のトレンドと同水準の成長が期待できます。そうなれば、欧州株式を示すMSCI EMU指数も回復することになるでしょう。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相対的に高くありません。そのため、欧州における経済活動が活発化し、地政学的リスクが後退するような状況になれば、欧州市場にとっての追い風になることが予想されます。



## 英国

英国経済は弱含みとなっており、第2四半期にはGDP成長率も低下したと見られます。インフレ率は高い状態が続き、5月のコア消費者物価指数(CPI)は前年比6%近く上昇しました。失業率については、4月は3.8%となり、約50年ぶりの低水準です。2021年12月以降、イングランド銀行は利上げを5回行い、現在の政策金利は1.25%です。先物市場では、同金利が来年半ばに3.5%まで上昇することが予測されています。

英国では、住宅ローン金利の上昇、エネルギー価格の高騰、さらには4月に発効した国民保険料の1.25%引き上げが家計を直撃しており、景気減速が続くと見られます。BoEは最近、タカ派的な表現を和らげており、インフレ期待の抑制と急激な景気後退の阻止との間で、難しいかじ取りを迫られています。

今年のFTSE100指数は、主要株式市場の中で今年最も良好なパフォーマンスを上げています。FTSE 100指数を構成する大半の企業が、英国外で収益を上げています。金利上昇から恩恵を受ける金融株やコモディティ関連株へのエクスポージャーが高く、下押し圧力のかかっているテクノロジー株へのエクスポージャーは僅少であるため、同指数は主要株式市場の中で最も割安感が認識され、配当利回りも2022年6月中旬現在で3.9%となっています。



## 日本

日本経済はエネルギーや食料価格の高騰という課題に引き続き直面しており、その状況は大幅な円安で一層悪化しています。日本経済の構造変化により、円安による輸出へのプラスの影響は徐々に弱まっているものの、2022年後半にかけては輸出関連企業の追い風になると見られます。

岸田首相は先日、経済に関するグランドデザインであるいわゆる骨太の方針を発表し、賃金上昇と金融イノベーションに注力すると強調しました。ラッセル・インベストメントでは、7月に行われる参議院選挙後の発言動向について注目しています。

日本銀行は、非常に緩和的な政策を維持している点において、他の中央銀行(中国人民銀行を除く)とは引き続き異なっています。コアインフレ率が依然として僅か1%前後であることから、日本銀行は利上げに消極的な姿勢を続けるとラッセル・インベストメントは考えています。日本円には割安感が認識されますが、このような金融政策の動向やエネルギー価格の高止まりが長期化する可能性を考慮すると、円安がまだ続く可能性も認識されます。





## 中国

中国では、ロックダウンの影響から経済活動が大幅に低下しましたが、暫定的な経済再開の兆候が現れ始めています。しかし、高齢者のワクチン接種率が低いため、接種率が相当程度上がるか、新型コロナウイルス治療薬の生産が十分な量に達するまでは、さらなるロックダウンのリスクが残ると考えられます。

景気刺激的な政策発動が予想されたように、中国人民銀行は利下げを行い、中国政府も追加的なインフラ関連支出を公表しています。中国で

は、消費券支給との形で追加的な景気刺激策が実施される可能性が高いと考えています。さらなる緩和策は、ストレス下にある不動産市場が年後半に向けて安定化することに寄与すると見ています。

最後に、新興国市場の株式にとって重要な点として、中国政府によるテクノロジー関連企業規制の見通しが挙げられます。中国政府は規制に関する不透明感を払拭するとの意向を発表しており、これはポジティブな材料となるでしょう。



## カナダ

カナダ経済はコモディティ価格の上昇によって恩恵を受けており、2022年のGDP成長率は3.5~4.0%になると見られています。カナダ銀行(BoC)は近年になく高まっているインフレを抑制すべく、積極的な利上げに踏み切り、政策金利を0.25%から1.5%に引き上げています。マックレム総裁は、今後の利上げは「より素早く」「より大きく」なり、目標金利は2~3%のニュートラルレンジを「若干上回る」水準に設定する可能性があるとして唆しました。

BoCが、住宅市場のファンダメンタルズが悪化する兆候が現れている中で、明確なタカ派色を示したのは驚くべきことでした。業界調査からは、金利上昇によって家計や消費動向を制約しつつあ

ることが明らかになっています。カナダの住宅市場の不安定化がBoCのタカ派的な政策を最終的には制約することになるとラッセル・インベストメントは考えていますが、BoCが政策を転換するためには、さらに決定的な調整の兆しが必要になるのかもしれません。このため、政策転換が起こる前に、政策金利が中立金利を超えて上昇するリスクが認識されます。ラッセル・インベストメントでは、引き続き米国株式よりもカナダ株式を選好しています。カナダ株式は相対的なバリュエーションが魅力的であり、コモディティ価格の高騰からも恩恵を受けているからです。



## オーストラリア／ニュージーランド

オーストラリアは天然ガスや小麦の輸出国であることから、ウクライナ戦争によって経済面では恩恵を受けています。コロナ禍からの経済活動再開による追い風は続いており、消費者支出も引き続き旺盛です。しかし、金利上昇と燃料コストの高騰により、消費者信頼感は悪化しています。

オーストラリア準備銀行(RBA)は金利を0.1%から0.85%に引き上げていますが、市場では来年早々に政策金利が4%に達すると予想されています。しかし、オーストラリアでは変動金利型の住宅ローンが多いため、家計の可処分所得に与える影響を考慮すると、それは過度に積極的な利上げを織り込む見方であるとラッセル・インベストメントは考えています。

オーストラリア株式はグローバル株式に比べて割安感があり、国債についても他国よりバリュエーションが魅力的です。ラッセル・インベストメントではコモディティ価格の高騰を踏まえ、豪ドル

は今後上昇すると考えています。同国では先日の総選挙で政権交代が起きましたが、これに伴う経済見通しの変化はありません。主要政党はいずれも同じような政策を選挙で訴えていたからです。ラッセル・インベストメントは、11月の予算案の中間期アップデートにおいて、新政権の政策イニシアチブを吟味する予定です。

オーストラリアよりも懸念されるのがニュージーランドです。同国はエネルギーの純輸入国であることから、原油価格の高騰による悪影響が多いにもかかわらず、ニュージーランド準備銀行(RBNZ)はRBAよりも積極的に利上げを行っています。インフレ率はオーストラリアよりもはるかに高い状態です。この12ヵ月間で新規住宅ローン件数の伸びが鈍化する中、販売物件の供給は大幅に増加しているため、住宅価格の下落圧力を示す兆候が増えています。RBNZはタカ派のシグナルを出し続けており、さらなる住宅価格の下落と消費者支出の減少が予想されます。



欧州はロシア産天然ガスに大きく依存しているため、報復措置や天然ガス価格の大幅な上昇は、ほぼ確実に欧州を景気後退に陥れられると考えられます。

アンドリュー・ピース

# 資産クラスの選好

今年は、グローバル株式が弱気相場入りし、債券利回りも上昇しており、投資家にとって逃げ場のない状況が続いています。しかし、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)から成るラッセル・インベストメントの投資戦略決定プロセスは、あまりにも悲観的になるのは危険であることを示唆しています。センチメント上は極端に売られ過ぎている状態にあることが示唆され、2020年3月のコロナショック時以来の水準となっています。また、バリュエーションの観点からは、米国債は割安圏にあると判断されます。

PERと利益率の平均回帰性について先行きが読みづらいため、株式のバリュエーションに関するベンチマークを定めるのが難しい状況です。テクノロジー企業は、従来型の企業に比べて引き続き利益率が高く、米国株式インデックスの大きな部分を占めています。6月中旬時点におけるS&P 500銘柄の予想PERは約16倍で、年初の21倍から低下しています。割高感は明らかに解消されてきましたが、1990年以降のPERの中央値は15.4倍ですので、現在の米国株式が完全に割安かどうかの判断は容易ではありません。

景気サイクルに対する見通しの不透明さが問題となります。中央銀行による積極的な金融引き締めと、ロシア・ウクライナ戦争に伴うエネルギー価格の上昇により、米国が2023年に景気後退入りする可能性もあります。

強気の見方としては、米国のコアインフレがすでにピークアウトしたとの見方があります。労働市場の逼迫もある程度解消され、エネルギー価格も落ち着けば、FRBは2022年後半にタカ派色を弱

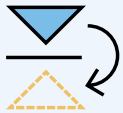
められるかもしれません。インフレ率が低下すれば、実質所得が増え、株式市場の再上昇につながる可能性が考えられます。売られ過ぎを示すセンチメントと、FRBによるタカ派的姿勢がピークを迎えたとの市場予想が組み合わさって、株式市場が反発するきっかけになる可能性もあります。これは魅力的なシナリオですが、各国中央銀行がまだ積極的に利上げを続けている中では、実現までに暫く時間がかかるかもしれません。

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な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。米ドルが年後半にかけて弱含むとの議論は、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。

## コンポジット・コントラリアン指標：株式市場の「センチメント」は「パニック」のレベルを超えている



出所：ラッセル・インベストメント、2022年6月16日時点。投資家センチメントを測るコンポジット・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。



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 선호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。



**新興国市場株式**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**は、クレジット・スプレッドが長期的な平均レベルを上回り、魅力的な価格水準になり始めています。米国が景気後退入りする可能性が高まり、ロシア・ウクライナ戦争が一層激化すれば、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。ハイイールド債も投資適格債も、FRBがタカ派色を弱め、ソフト・ランディングの可能性が高まれば良好なパフォーマンスを示すことになるでしょう。クレジット市場の見通しに対して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、利回りの上昇を受けて改善しています。米国債は魅力的な水準と判断されますが、日本、ドイツ、英国の国債はまだ若干割高感が認識されます。ポジティブ要因としては、市場が大半の中央銀行のタカ派的な展望について織り込んでいるため、国債のさらなる売却圧力は限定的と考えられることがあります。

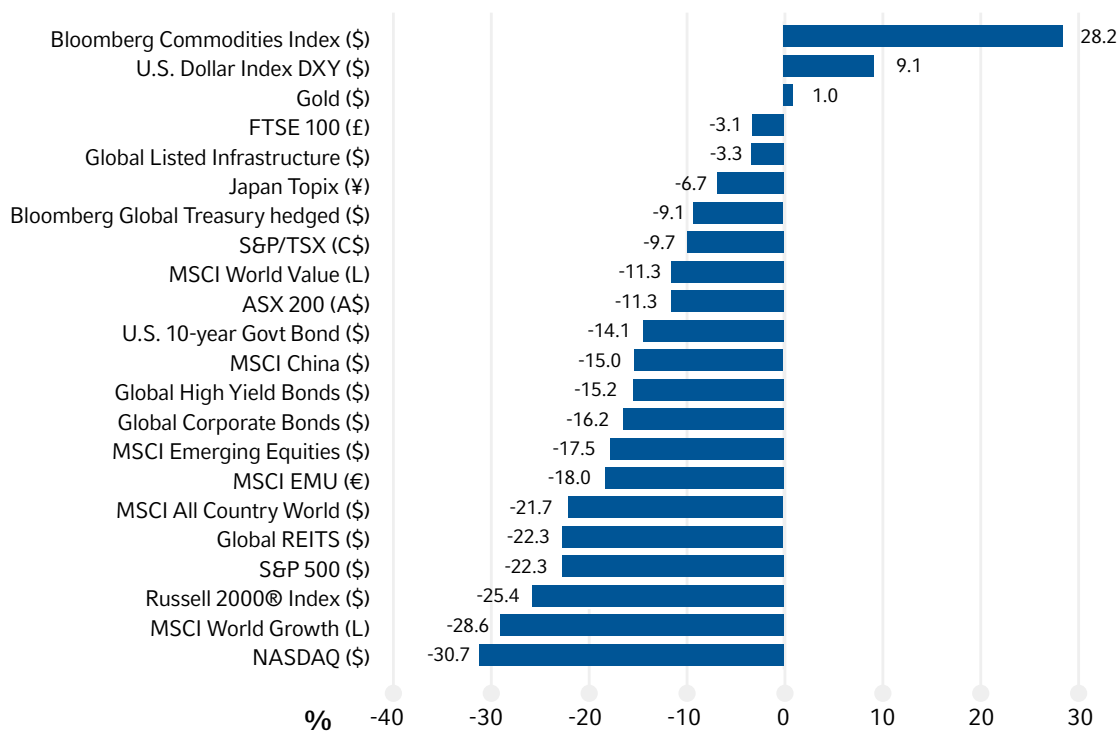


**実物資産：グローバル・リストッド・インフラストラクチャー (GLI)**は、エネルギー部門へのエクスポージャーが高いことから、年初来で相対的に高いパフォーマンスを示している資産クラスのひとつです。一方、不動産投資信託 (REIT) は20%以上下落しています。ロシア・ウクライナ戦争が終息し、インフレ懸念が継続した場合には、いずれも恩恵を受けることになりますが、GLIはエネルギー・インフラストラクチャーから得たリターンの一部を失うことになると考えられます。**コモディティ**は、ロシアのウクライナ侵攻によるエネルギーと農産物価格の高騰を受け、これまでのところ最もリターンの高い資産クラスですが、戦争状態が収束すれば、上昇分の一部は反落することになります。コモディティ市場のリスクは、中国経済が引き続き鈍化することです。こうしたことを考慮し、コモディティに対するエクスポージャーについてはポジティブな評価を継続していますが、各国中央銀行の金融引き締め政策により成長率が鈍化すると、需要が抑制されると見られます。



**米ドル**は今年、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上昇しています。戦闘が沈静化し、年後半にインフレ率が低下していくことでFRBによる金融引き締めが市場で予想されているものよりも弱いものとなれば、米ドルは下落に転じると見えています。このシナリオで最も追い風を受けることになりそうなのは、現在さらに割安感が認識される**ユーロ**、及び、コモディティ価格の高騰と中国経済の減速懸念により弱含んでいる**日本円**です。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。

## 2022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 2022年6月17日時点、(L)は現地通貨

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)から成るラッセル・インベストメントの投資戦略決定プロセスは、あまりにも悲観的になるのは危険であることを示唆しています。

アンドリュー・ピーズ



## IMPORTANT INFORMATION

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6月27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の市場要素（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、より変動性が大き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、デュレーション・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。

ブルームバーグは、ブルームバーグ・ファイナンス・エル・ピーの商標およびサービスマークです。ブルームバーグ・ファイナンス・エル・ピーおよびその関係会社（以下「ブルームバーグ」と総称します。）またはブルームバーグのライセンサーは、ブルームバーグ・バークレイズ・インデックスに対する一切の独占的権利を有しています。

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 アソシエーツおよび相当の少数持分所有者のレバレンス・キャピタル・パートナーズから構成されています。ラッセル・インベストメントの従業員およびハミルトン・レーン・アドバイザーズ・エル・エル・シーもまた、少数非支配持分所有者です。

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 お問い合わせ先

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](https://russellinvestments.com/jp)