

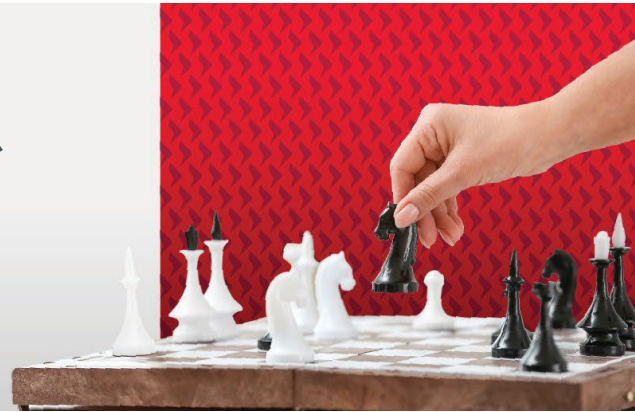


2022年中間期の市場見通し

インフレ、景気後退、 地政学リスク

投資家に必要な対策とは？

Bill Maldonado CIO (最高投資責任者)
イーストスプリング・インベストメンツ (シンガポール)



新型コロナウイルス禍からの経済再開に対する不確実性、中国の景気刺激策、インフレの高騰など複数のリスクが同時並行で発生している結果、今後の展開についてはさまざまなシナリオが予想されます。

イーストスプリング・インベストメンツのCIO (最高投資責任者)、Bill Maldonado (ビル・マルドナド) は、投資家が機敏に行動し、投資機会をつかむためには、現状維持ではなく常に必要な対策を講じる必要があると考えています。

マクロ環境：流動性の逼迫と供給ショックにもかかわらず、新型コロナウイルス禍からの経済再開が世界経済の成長の支えに。

1. 世界経済の見通しは？中央銀行による金融引き締めによる景気後退リスクはあるか？

世界経済の成長は、中国のゼロ・コロナ政策に加え、様々な逆風要因（ロシアによるウクライナ侵攻、各国中央銀行の金融引き締めによる積極的なタカ派的なスタンス、世界的な金利上昇、供給ショックなど）が重なり、今後も厳しい状況が続くことが想定されます。（図表1参照）

私たちは米国の消費見通しはまちまちであると考えています。個人消費のデータは一見底堅いものの（例：潜在需要、家計の2.3兆米ドルの過剰貯蓄、可処分所得に対する家計負債の減少など）、一部の調査では景気見通しの悪化が示唆されているからです。また米国の小売大手のターゲットとウォルマートが最近発表した決算が、四半期業績予想を下回ったことに注目しています。一方、欧州はロシアによるウクライナ侵攻による供給不足の影響を最も強く受けており、短期的にはインフレと景気後退が同時進行するスタグフレーション（インフレ上昇と景気後退の同時進行）のリスクが高まっています。

先進国経済（主に米国）はまだ「景気循環の後期」に移行している段階にあり、景気後退を告げるには時期尚早であると思われます。米国連邦準備制度理事会（FRB）は、目先の経済成長を高めることよりもインフレとの闘いを優先しています。FRBは、経済成長を抑制してしまう領域にまで金利を引き上げ、米国経済を後退させる危険性があります。新興国経済の見通しは、より複雑です。多くのアジア新興国が中国の成長軌道に依存している一方で、その他の新興国は米ドル高と供給途絶による輸入インフレに直面しています。

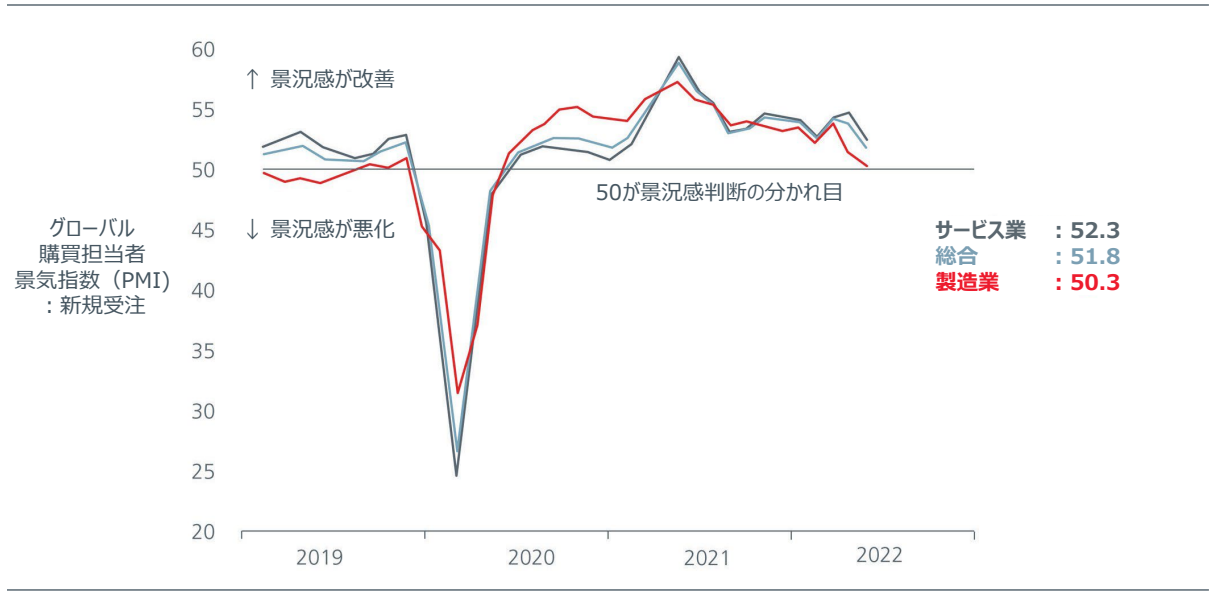
新型コロナウイルス禍からの経済再開は、当然ながら世界経済の成長を後押しするものと思われますが、一方で中央銀行のタカ派的なスタンスと相まって、先行きが読みにくくなっています。私たちは景気後退のリスクに注視しながら、市場の不確実性とボラティリティ（市場の変動性）の高まりを乗り切るために機敏に行動してまいります。

2. このような背景のもと、アジア経済の見通しは？

世界的に新型コロナウイルスの規制が緩和され、モノからサービスへの消費シフトが進むと思われます。そのため、人口の多いアジア諸国の経済は非常に好調に推移すると予想されます。ASEAN諸国は国際的な人の往来再開の恩恵を受けるでしょう。特に、観光業への依存度が高いタイにとってはプラスに働くと思われます。マレーシアやインドネシアのようなコモディティ輸出国も、2022年は年間で良好な国内総生産（GDP）成長率を示すものと思われます。

同時に、サプライチェーンの混乱、エネルギー価格の上昇、経済再開によるコモディティ価格の上昇は、アジア全体のインフレ率を引き上げています。アジアの中央銀行は、先進国の中央銀行と比較して利上げのペースが概して遅かったですが、そのペースが上がっているように思われます。

図表 1: 世界経済の成長率は2021年のピークから鈍化へ



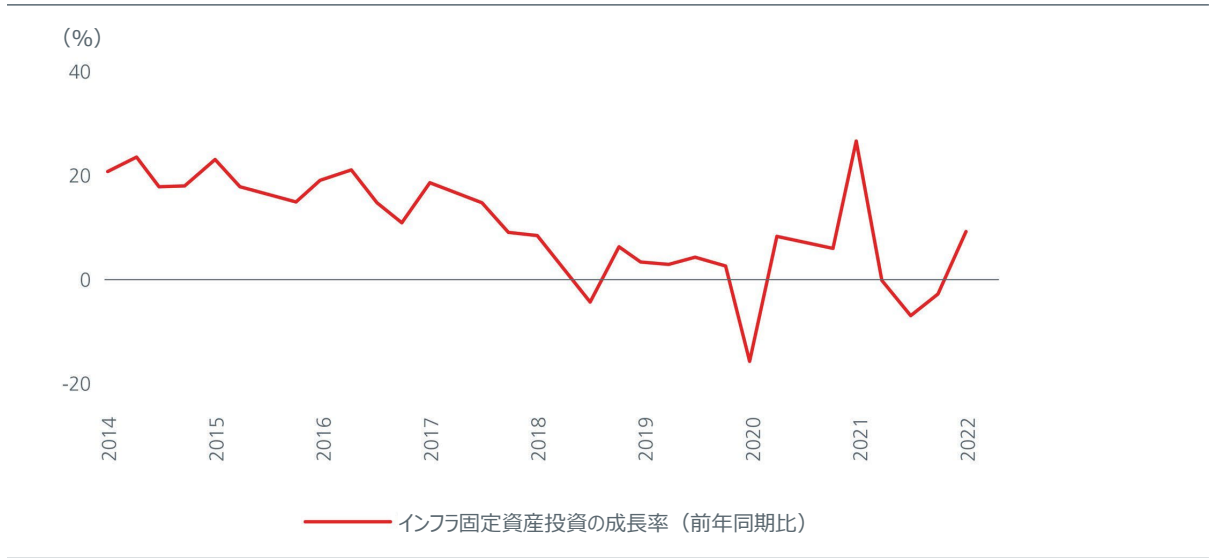
出所：Refinitiv Datastreamのデータ（2022年4月）に基づきイーストスプリング・インベストメンツ（シンガポール）作成。

しかし、この地域の主要なインフレ要因である食糧およびエネルギー価格の上昇は可処分所得に影響を与えるため、中央銀行は利上げに対してそれほど積極的には動かない可能性があります。アジア諸国の政府は財政の柔軟性が高いため、食品やエネルギーのインフレショックを緩和するために補助金策に依存する可能性が高いと見ています。

既に、中国経済の苦境は十分に伝わって来ており、投資家の多くは中国経済に対して弱気になっています。

しかしポジティブな点として、上海市のロックダウン（都市封鎖）から得た教訓により、中国政府はゼロ・コロナ政策に手を加え、今後の実施をより現実的なものへと微調整する可能性がある、という点が挙げられます。なお減税による財政支援の強化が予定されています。また、インフラ投資も重要な成長ドライバーとなることが期待されています。（図表2参照）

図表 2: インフラ投資は、中国経済の強力な成長ドライバーとなる模様



出所：中国国家统计局（NBS）、CEICのデータに基づきイーストスプリング・インベストメンツ（シンガポール）作成。（2022年4月）

invested in insights

中国人民銀行（中央銀行）は、既に預金準備率の引き下げ、貸出金利の指標となる最優遇貸出金利（ローンプライムレート、LPR）の引き下げ、住宅ローン金利の引き下げを行っています。中国経済は2022年第2四半期に底を打ったかもしれませんが、これらの景気対策が实体经济に反映されるには時間がかかることでしょう。

アセットアロケーション：最近の市場の暴落は、株式と債券の投資配分を60%と40%にする伝統的な「60/40ポートフォリオ」の有効性を弱めるものではない。

3. 2022年前半は債券も株式も共に売られています。これは伝統的な60/40ポートフォリオの有効性を弱めることになるのでしょうか？

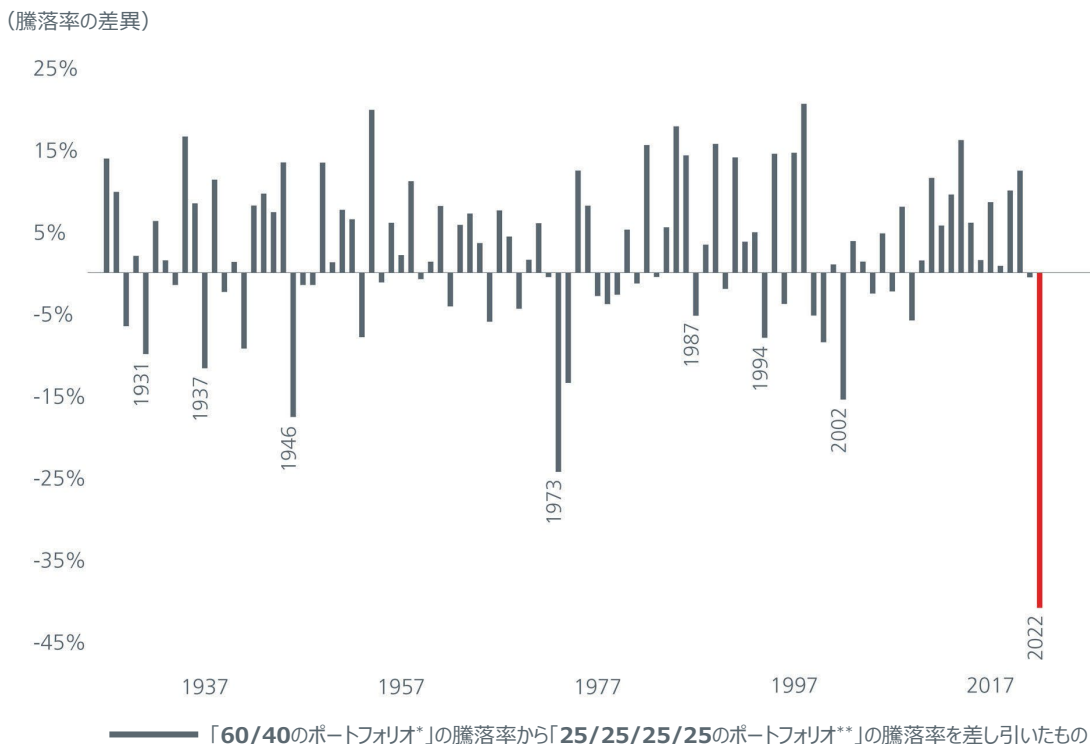
歴史的にみて、債券と株式の相関は、両資産クラスのバリュエーションが割高でない場合、ほとんどマイナスとなっています（したがって、分散効果が高くなります）。2022年前半は、新型コロナウイルス後に両資産クラスが比較的高いバリュエーション水準で取引されていたという特徴があり、最近では両資産クラスが共に大きなドロウダウン（最高値からの下落率）を経験しています。

時間軸は、株式と債券の投資配分を60%と40%にする伝統的な60/40ポートフォリオの有効性を考慮する際に重要な側面となります。戦略的な資産配分は、長期的（5年から10年）なポートフォリオのリターン目標を達成する上で最も大きな要素です。従って、最近の市場の暴落は、それだけで60/40ポートフォリオの有効性を弱めるものではありません。（図表3参照）

株式と債券のそれまでの割高なバリュエーションは2022年の年初来、劇的に改善されてきました。今年がインフレのピークに達する可能性があることから、60/40ポートフォリオの投資戦略は今後数十年にわたり好調なパフォーマンスを再びもたらす可能性があると考えています。同時に、資産ペアによる戦術的な資産配分とファクター（例：バリュー、モメンタム、クオリティなど）はそれぞれ互いに相関性の低いアルファ（超過収益）創出を提供することになり、これは潜在的なドロウダウンリスクを緩和する役割を果たします。

経済成長率の鈍化とインフレの進行という環境下では、広範な分散投資と流動性が重要な考慮事項であると私たちは考えています。私たちのマルチ・アセット・チームは、3か月～12か月の時間軸で価値を高めることが期待できる、中期的な戦術的資産配分に基づいた投資アイデアを数多く実行しています。

図表 3: 60/40のポートフォリオは、直近は苦戦しているものの長期的には成果を上げて来た



出所：BofA Global Investment Strategy, Global Financial Data のデータ（2022年4月）に基づきイーストスプリング・インベストメンツ（シンガポール）作成。
*株式：60%、債券：40%。 **株式、債券、キャッシュ、コモディティが各25%。

invested in insights

市場のボラティリティが高く、インフレ率が高い期間には、金などの実物資産が魅力的な逃避先となります。私たちのチームでは、分散投資とインフレヘッジの重要な源泉として、米国の金鉱株をポジティブに評価しています。歴史的に、金鉱株は利上げサイクルにおいて米国株式全体をアウトパフォームする傾向があります。また、旅行規制の緩和により、航空業界のキャパシティと効率性が着実に回復に向かうと考えており、世界の航空会社をロング（買い持ち）しています。

株式と債券：低ボラティリティ株、バリュー株、配当株を选好し、インフレのピーク時には長期の債券が投資機会になると考えています。

4. バリュー株の年初来のアウトパフォームは継続しますか？

インフレと金利に対する期待の変化により、市場の関心は企業の収益性とフリー・キャッシュフローに再び集まっています。こうした動きは、今後もバリュー株にとってはプラスになると思われます。また、脱炭素社会の実現には、今後10年にわたる大規模なインフラ整備と設備投資が必要であり、資本財や素材などのバリュー・セクターが恩恵を受けるとされます。

利上げにより、バリュエーションへの注目も再び高まっています。

過去10年間にわたって投資家がグロース株に熱狂してきたため、2020年11月以降バリュー株が市場平均を上回るパフォーマンスを記録し始めたとはいえ、アジアにおけるバリュー株とグロース株のバリュエーション格差は株価収益率（PER）で見た場合、依然として大きい水準にあります。このことは、アジアのバリュー株にはさらなる上昇余地があることを示唆しています。（図表4参照）

グロース株とバリュー株のバリュエーション格差がまだ極端に大きい新興国市場や日本についても、同じような傾向がみられます。過去10年間、多くの投資家がグロース株にフォーカスしてきたことを考えると、それまで見過ごされてきたバリュー株はポートフォリオにアルファ（超過収益）と分散効果をもたらす可能性があります。

5. 株式市場の変動がより頻繁に起こる中で、投資家はこうした局面をどのように乗り切れば良いのでしょうか？

低ボラティリティの株式戦略は、投資家が不安定な市場局面を乗り切るのに役立ちます。特に、歴史的に先進国市場よりもボラティリティが高く、市場が下落した時からその回復に時間がかかるアジアの株式市場にとっては、その傾向が顕著です。低ボラティリティ銘柄は、市場下落時の下落幅が小さく、市場の下落に嫌気した投資家が誤ったタイミングで市場から退場するリスクを最小限に抑えることができます。

図表 4: アジアではバリュー株がグロース株より過小評価（割安）



出所：Macquarie Quantitative Researchのデータ（2022年4月30日）に基づきイーストスプリング・インベストメンツ（シンガポール）作成。
 *MSCIアジア太平洋（除く日本）インデックスを対象として、各銘柄の株価収益率（PER）をベースに、●グロース株（クオリティ&グロース）のグループ（Macquarie quality scoreを用いた上位4分の1）、●バリュー株のグループ（Macquarie value scoreを用いた上位4分の1）、のグループに分け、前者のPERを後者のPERで除したものを。
 ※ ±1標準偏差とは、当該期間中のデータの約2/3の割合がその範囲内に収まっていたことを示すものです。

invested insights

低ボラティリティ銘柄のポートフォリオは、一般に、財務が健全で、より安定したビジネスモデルを持つ銘柄から構成されています。これらの銘柄は、弱気相場での下落幅が小さいため、たとえ下落したとしても、その回復に必要な上昇幅も小さくて済みます。この効果は、長期的に積み重なると、投資家の長期的なリターンを向上させる可能性があります。

また、株式の配当もポートフォリオにレジリエンス（強靱性）を持たせるのに役立ちます。投資家にとって配当金を支払う企業は、インフレ環境下での緩衝材となります。株価の値上がり待つのと異なって、配当金を受け取った時点で確実に投資による収入を享受できるからです。そして配当金を支払う企業は、配当金を支払うための盤石なキャッシュフローを有しているともいえます。配当収入はアジアの長期的な株式トータルリターンの源泉にもなっており、過去20年間の年間総リターンの25%を占めています¹。さらに、私たちが2022年5月のレポート「[アジアのインカム投資：アジアのREITと高配当株式への投資](#)」で指摘したように、アジア太平洋地域（除く日本）の株式で配当利回りが3%を超える銘柄数は、欧州の約2倍、米国の3倍以上となっていることからアジアはインカム投資に適していると思われます²。良質な配当銘柄を厳選することで、投資家は安定的なインカムゲインを享受することが可能となります。

6. 債券利回りの上昇（価格は低下）を考えると、債券の中にもまだ投資機会があるのでは？

インフレ期待の高まりとFRBのタカ派的なスタンスにより、米国10年債利回りは5月に心理的な節目となる3%を2018年以来初めて超えました。

2022年後半には米国のコアインフレが緩やかになり始める可能性があるため、その上昇ペースはより秩序だったものになると見えています。

経済成長への懸念によりインフレ圧力と利上げ期待が低下すれば、米国10年国債利回りはここから低下する可能性もあります。

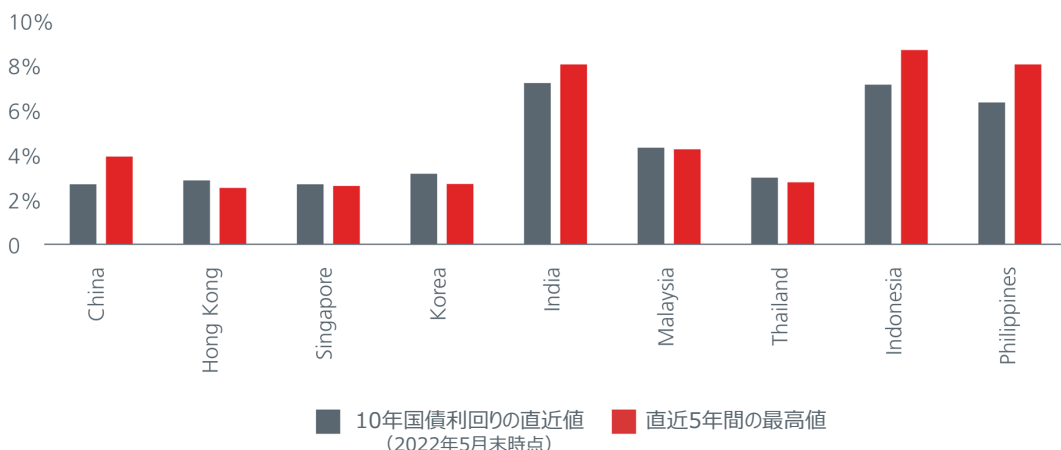
バリュエーションが年初に比べ魅力的な水準にあることから、私たちは米国のデュレーション戦略をやや強気に見ています。米国の投資適格社債も、利回りとスプレッドの上昇により、より魅力的に見始めています。米国は欧州に比べ、ロシアによるウクライナ侵攻の影響が少なく、企業の債務返済能力も高くなっています。一方、米国ハイ・イールド債券は、米国経済の見通しがポジティブである限り、年後半に恩恵を受ける可能性があります。

また、アジア債券にも投資機会があると見えています。2022年5月末時点において、アジアのほとんどの10年国債（現地通貨建て）の利回りは直近5年間の高値に近い水準にあります。（図表5参照）また、2018年のFRB利上げ局面時のピークを越えた水準にあります。一方、ほとんどのアジアのイールドカーブが過去の平均と比較してより急勾配（スティーブ）化していることは、投資家がより長いデュレーションの債券を追加することが理にかなっていることを示唆しています。投資家のリスクセンチメント（心理）が改善されれば、アジア債券のイールドカーブはさらにスティーブ化する可能性があり、より高い利回りでデュレーションの長い債券をポートフォリオに追加する投資機会となります。こうした利回りの上昇と魅力的なクレジットスプレッドにより、投資リターンが向上する可能性が高いでしょう。

7. 中国株とアジア・ハイ・イールド債券の見通しは？

新型コロナウイルスの感染状況や交通量などのデータを筆頭とする様々な高頻度の指標から、中国の新型コロナウイルスの状況は、本稿執筆時点（2022年5月末）で改善傾向にあることがわかります。新型コロナウイルス対策のロックダウン（都市封鎖）の解除による需要の下支えは、国内消費を押し上げることでしょう。

図表 5: アジアのほとんどの10年国債（現地通貨建て）の利回りは、直近5年間の最高値に近づいている



出所：Bloomberg.L.Pのデータ（2022年5月）に基づきイーストスプリング・インベストメンツ（シンガポール）作成。

invested in insights

また、不動産の内覧者が増加しているため不動産販売が増加し、低迷している中国の不動産セクターが活況を呈する可能性もあります。しかし、政府が掲げる2022年のGDP成長率目標を達成するために、2022年後半にはより積極的な財政・金融政策が実施されると予想されます。これは、中国A株市場にとってプラスに働くことでしょう。

アジアのハイ・イールド債券市場では、インドの再生可能エネルギー関連の銘柄に魅力的な投資機会があると見ています。しかし、中国の不動産セクターの見通しはあまり明るくありません。明るい材料としては、中国人民銀行（中央銀行）が中国の優良不動産デベロッパーに対して、経営難に陥ったデベロッパーの所有するプロジェクトを買収するよう促しており、このセクターの債務不履行（デフォルト）のリスクの低減につながる可能性があることが挙げられます。私たちは、地方政府による資金繰り支援や、都市等級の高いティア1都市における住宅ローンや住宅購入の制限のさらなる緩和など、多くの支援策が講じられる可能性を期待しています。

通貨：2022年下期、米ドルのさらなる上昇は限定的、中国人民元はより安定的に推移すると想定しています。

8. 米ドルやアジア通貨の見通しは？

他の中央銀行と比較してタカ派的なFRBのスタンスを背景とした金利差の拡大や、安全資産としての需要がこれまでの米ドル高を支えてきました。米ドル高を維持するためには、FRBの積極的な利上げ期待が継続することが必要となります。一方でFRBがタカ派的なスタンスを弱めた場合、金利期待の低下が米ドルのさらなる上昇を抑制する可能性があります。

他の要因も米ドル高を抑制する可能性があります。米ドルのバリュエーションは既に十分に押し上げられているように見え、機関投資家も米ドルを既に大きくロング（買い持ち）しているため、これ以上のポジション増加の可能性は限定的であり、米ドルのさらなる上昇を抑制する可能性があります。

日本円については、日本銀行が超ハト派的なスタンスを維持する一方で、米FRBが利上げを継続する限り、円安傾向が続くものと予想しています。また、日本は利用する天然ガスのほとんどを輸入に頼っており、エネルギー輸入価格の上昇も円安要因となる可能性が高いと見ています。

中国当局は、経済支援政策を推進しており、また同時に人民元の安定を望んでいる模様です。こうした動きは2022年後半にアジア通貨のリスクを抑えるアンカー役として機能するはずで、さらに、アジアの外貨準備高は高水準にあるため、域内の各中央銀行が介入して過度の通貨安を防ぐことができると考えられます。シンガポール金融通貨庁（MAS、中央銀行に相当）の通貨高政策に鑑み、私たちはシンガポールドルを愛好します。また、マレーシア・リンギとインドネシア・ルピアは、コモディティー価格の上昇を主因とした貿易条件が良好なため、愛好しています。

ESG：脱炭素化が進む中、アジアのサステナブル債券市場には、ますます大きな機会が到来するものと思われる。

9. 投資家にとって、ESGに関する主な検討事項や機会にはどのようなものがありますか？

投資決定において脱炭素化が重要視される中、投資家はデータの質とギャップに注意する必要があります。温室効果ガスの排出量はその算定範囲によってスコープ1、2、3の3段階に分類されます。

スコープ1は一般的に企業がその事業活動から直接排出する温室効果ガスの排出量を指し、スコープ2は企業が他社から供給された電気・熱・蒸気等の使用によって間接排出される温室効果ガスの排出量を指します。スコープ3は、企業のバリューチェーンにおける温室効果ガスの排出量を指し、上流（調達先の排出量）と下流（販売先の排出量）に分けられます。企業の温室効果ガス排出量を測定する国際基準「GHGプロトコル（温室効果ガスプロトコル）」によると、排出量の大半はスコープ3から発生しています。しかし、最も測定が難しいため、データがそもそも少なく、報告もまばらです。そのため、炭素削減目標に基づく意思決定を行う際には、これらのリスクを把握することが重要です。

私たちはESGや持続可能な投資に対する唯一のアプローチは無いと考えており、単にESGリスクプロファイルが低いという理由だけで投資を回避することはありません。投資先企業の経営陣や取締役会に積極的に働きかけることで、その企業のサステナビリティの実践を改善できると判断した場合には、投資を検討する可能性があります。

一方、アジアが直面している気候変動の大きな問題に対処するためには、莫大な資金が必要です。その資金の多くは、サステナブル債券やグリーン債券の発行という形で、アジアの債券市場から調達されることになり、投資家にさらなる機会を提供することになります。

invested insights

リスク：地政学的緊張の高まり、供給ショックの増大、政策面の誤りなどがリスク要因

10. 今後6～12か月の間に投資家が直面する主なリスクは？

地政学的な緊張は、引き続き市場の変動要因となっています。また、世界経済の成長もサプライチェーンの寸断、インフレ率の上昇、利上げによって影響を受け続ける可能性があります。私たちはこれらのリスクを認識しつつも、投資家が過度に弱気になることに注意を促しています。新型コロナウイルスの変異型「オミクロン型」の感染拡大の影響が薄れ、米国の労働市場が堅調で、米国企業のファンダメンタルズが概ね健全であり、株式市場のバリュエーションも魅力的な水準となっていることから、世界経済の成長が崖っぷちに追い込まれているとは考えていません。

それとは別に、過度の利上げや中国政府の新型コロナウイルスの感染封じ込めを狙うゼロ・コロナ政策など、政策面の誤りは重要なリスクとなります。過去の政策立案者はこれらの個々のリスクに個別に対処してきたかもしれませんが、これらのリスクが重なったことは前例のないことです。つまり、政策立案者には依拠すべき過去の類似の経験が無いと言えます。

多岐にわたる可能性を考慮し、私たちは今後もポートフォリオを分散させ、様々な対策を用意し、機敏な対応を続けていくつもりです。

データ出所

1. Bloomberg L.P.、MSCIの各インデックス。（2001年12月～2021年12月）
2. MSCI。（2022年3月時点）

※ MSCI指数はMSCI Inc.が算出している指数です。同指数に関する著作権、知的財産権その他の一切の権利はMSCI Inc.に帰属します。またMSCI Inc.は、同指数の内容を変更する権利および公表を停止する権利を有しています。

※ GICSに関しての知的財産権は、MSCI Inc.およびS&P にあります。

<当資料に関してご留意いただきたい事項>

○当資料は、イーストスプリング・インベストメンツ（シンガポール）が作成した資料をもとに、イーストスプリング・インベストメンツ株式会社が、情報提供を目的として作成した資料であり、金融商品取引法に基づく開示資料ではありません。また、特定の金融商品の勧誘・販売等を目的とした販売用資料ではありません。○当資料は、信頼できると判断された情報等をもとに作成していますが、必ずしもその正確性、完全性を保証するものではありません。○当資料の内容は作成日時点のものであり、当社の見解および予想に基づく将来の見通しが含まれることがありますが、将来予告なく変更されることがあります。また、将来の市場環境の変動等を保証するものではありません。○当資料で使用しているグラフ、パフォーマンス等は参考データをご提供する目的で作成したものです。数値等の内容は過去の実績や将来の予測を示したものであり、将来の運用成果を保証するものではありません。○当資料では、個別企業や業種・テーマに言及することがありますが、当該企業の株式や業種・テーマについて組入の保証や売買の推奨をするものではありません。○当社による事前の書面による同意無く、本資料の全部またはその一部を複製・転用並びに配布することはご遠慮ください。○抄訳には正確性を期していますが、必ずしもその完全性を担保するものではありません。また、必ずしも原資料の趣旨をすべて反映した内容になっていない場合があります。