



2021年3月

グローバル・アセット・アロケーションの視点と投資環境

1 市場テーマ 2021年2月28日時点

パウエルFRB議長の言動に注目

インフレは長年低位で推移していましたが、数か月以内に経済が正常化し、コロナ禍で溜まった膨大な繰越需要が解放され、物価上昇圧力が高まることを投資家は警戒しています。家計が過去1年間で積み上げた貯蓄に加え、米国政府が近く打ち出す1.9兆ドル規模の追加経済対策も需要超過を招き、物価に上昇圧力をかける可能性があります。インフレ期待は既に米連邦準備理事会（FRB）のインフレ目標2%を上回り、投資家は金融刺激策を現在の水準に維持するというFRBの決意を疑い始めています。FRBのパウエル議長は「物価上昇圧力は緩やかで一時的なもの」と述べ、これまでハト派スタンスの維持を数度にわたり表明しています。失業率がFRBの目標に大きく近づくまで、金融緩和政策は続けられそうです。最近の債券利回り上昇は既にFRBに代わってインフレを抑制する働きをしているかもしれませんが（図表1）。しかし、金利上昇が続くようなら、FRBは市場に介入し、長期金利の抑制に動かざるを得なくなる可能性もあります。

利回り上昇で株式投資家の不安高まる

米国10年国債利回りは2020年の今頃、初めて1%を割り込みましたが、足元では急上昇し、株式投資家を不安に陥れています。金利上昇は本来、健全な経済成長の兆しであり、金融、エネルギー、資本財など景気敏感セクターには追い風となりますが、低成長・低金利環境の恩恵を受けてきたテクノロジーなどのグロース・セクターにとっては逆風となりかねません。株価が高騰したテクノロジー・セクターは、金利が上昇する中、高水準のバリュエーションを正当化するのが難しくなるかもしれません。金利がより広範に上昇すると、借入れコストに影響が及び、低金利の恩恵を受けてきた住宅など特定のセクターを圧迫する恐れがあります。過去と比較しても、現在の利回り水準は株価に悪影響を与えるには程遠いレベルですが（図表2）、今回の状況が特殊なのは政策金利がゼロからのスタートで、株式のバリュエーションが高く、テクノロジーや関連セクターが時価総額に占める割合が非常に高いことです。投資家による物色対象がテクノロジーなどのグロース・セクターから景気敏感セクターにシフトする動きが続く中、さらなる金利上昇は市場全体に大きな打撃を与える可能性があります。

コモディティが全面高

2021年後半に世界経済が正常化し、海外旅行が再開されるにつれて需要が高まるとの期待から、コモディティ価格は2018年以来の高水準に達しています。新型コロナウイルスのパンデミック（世界的大流行）を受けて原油は2020年に値崩れしましたが、需要が徐々に回復し、産油国の協調減産の影響もあり、足元では高値を付けています（図表3）。再生可能エネルギーや電気自動車の技術に注目が集まる中、銅などの工業用金属も上昇しています。投資家の間では、最近の市況上昇はより息の長いものになるかもしれないとの声も聞かれます。銅、プラチナ、リチウムなどの国際商品は供給が限られる一方、世界的にグリーンエネルギーへの転換が急がれる中、今後数年にわたり価格に上昇圧力が加かるとの見方です。コモディティは長年低迷してきましたが、ようやく循環的なトレンドと趨勢的なトレンドがともに上向き、新たな「スーパーサイクル」に入ったとの見方が台頭しています。需要拡大を裏付ける証拠を背景にインフレ期待が引き続き高まるようなら、今後は実物資産株式がより広範な市場をアウトパフォームする可能性があります。

国内企業の倒産件数と休業業・解散件数からうかがえる株高の一要因

新型コロナウイルスを巡っては、日本国内でもワクチン接種が始まり、新規感染者数も、下げ止まりを見せつつも一時よりは大幅に減少しました。コロナ禍の影響を受ける企業も、政策による下支えの効果から倒産件数は月を追って減少しています（図表4）。2021年2月の倒産件数は446件と、同月としては過去50年間で最少件数となりました。一方、2020年の1年間に全国で休業業・解散した企業数は4万9698件と、2000年の調査開始以降で最多を記録しました。業種別では金融や不動産、サービス業などの「対面」型ビジネスで、また、70歳以上の高齢経営者の引退に伴う増加が目立つなど、コロナ禍の影響が意識される休業業・解散傾向となっています。ただし、その多くが中小企業で、私たち消費者の身近で起きているだけに消費者心理へのネガティブな面が意識されやすい半面、そのような企業の多くは非上場で株価指数には直接影響せず、また事業継続の厳しかった企業の退出で、結果的に経済効率化が加速するという株価へのポジティブ面も考えられます。これらは、現在起きている株高と生活現場での肌感覚の厳しさとのギャップを説明する一要因といえましょう。

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。

1 バリュエーションはラッセル3000バリュエーション・インデックス。グロースはラッセル3000グロース・インデックス。国債利回りスプレッドは米10年国債利回りと米2年国債利回りの差。

2 チャートは1978年12月31日から2021年2月28日までの月次データ。予想PERはラッセル1000インデックス・ベース。

3 需要-供給は12か月平均に基づく。原油価格はブレント原油価格。

出所: OECD/ハイパー・アナリティクス、ロンドン証券取引所グループ及び関連企業（LSEグループと総称）、ファクトセット・リサーチ・システムズ、東京商工リサーチのデータをもとにティール・ロウ・プライスが分析。すべての権利はファクトセットに帰属します。FTSEラッセルに関する情報は追加ディスクロージャーをご参照ください。

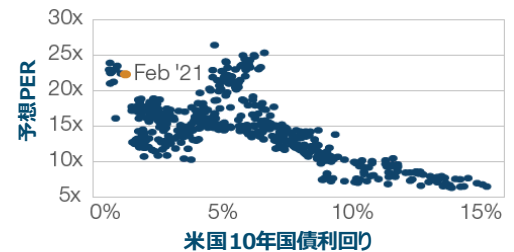
再配布禁止。

バリュエーション vs. グロースと国債利回りスプレッド¹ (図表1)



2021年2月28日時点

過去の株式バリュエーション vs. 金利² (図表2)



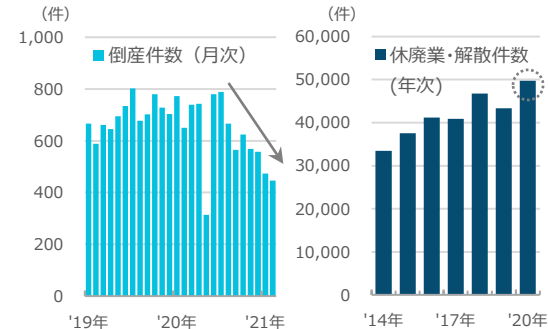
2021年2月28日時点

石油需給と原油価格³ (図表3)



2021年2月28日時点

日本では政策効果で倒産件数（左図）は抑えられているが、自主廃業など（右図）は増加（図表4）



米国	ポジティブ	ネガティブ
	<ul style="list-style-type: none"> ■ さらなる財政出動が見込まれる ■ 新型コロナワクチンの接種が進み、新規感染者数が減少 ■ 金融政策は引き続き非常に緩和的 ■ 家計の健全なバランスシートと高い貯蓄率 	<ul style="list-style-type: none"> ■ 株式と債券の割高なバリュエーション ■ 高水準の企業・政府債務 ■ 米ドル安が続く ■ 失業率は高止まり
欧州	<ul style="list-style-type: none"> ■ 景気回復の恩恵を受ける景気敏感セクターの比重が高い ■ 金融・財政政策は引き続き緩和的 ■ 米国と比べ株式のバリュエーションは引き続き魅力的 ■ 長期ユーロ高見通し 	<ul style="list-style-type: none"> ■ 供給不足でワクチンの調達が難航 ■ 長期の成長要因は限られる ■ 欧州中央銀行（ECB）の景気刺激余地は限定的 ■ プレグジットが貿易に悪影響を及ぼす可能性が高い
中国	<ul style="list-style-type: none"> ■ 好調な輸出や旧正月前後の国内消費拡大に支えられ、景気は堅調 ■ 信用の伸びが予想を上回り、懸念されたよりも慎重に政策の正常化が進められているようだ ■ 中国の資産への需要が高まって海外から大量の資金が流入し、債券利回りに圧力がかかる見通し 	<ul style="list-style-type: none"> ■ 景気の勢いが峠を越した兆しが早くも見られる ■ 株式市場で圧倒的な存在感を誇るテクノロジー企業は新たな規制やバリュー株への物色シフトという逆風を受ける ■ 株式市場は投機的な動きに支えられており、現在の株価を正当化するには業績の大幅改善が必要
日本	<ul style="list-style-type: none"> ■ 景気先行指数がついに拡大レベルに突入 ■ 日本株はグローバルな景気敏感株で、堅調な決算が世界経済の回復を裏付けており、PMI（購買担当者景気指数）や債券利回りとの連動性が高い ■ 3月に小幅な政策修正が予想されるものの、日銀は緩和スタンスを維持する見通し 	<ul style="list-style-type: none"> ■ 株式市場が数十年ぶりの高値を付け、政策当局が潜在的な金融リスクへの警戒を強める可能性がある ■ 新型コロナウイルスの新規感染者数は最近減少しているが、この冬はまだ完全に抑え込まれておらず、ワクチン接種も相対的に遅れが見られる ■ 日米実質金利差の逆転で、潜在的な円高リスクは上昇。企業の競争力や収益力が損なわれる可能性も
オーストラリア	<ul style="list-style-type: none"> ■ 経済サプライズ指数が過去最高に達し、経済はフル回転 ■ コモディティ価格の上昇や歴史的な低金利を背景に、企業業績も持ち直している ■ 中央銀行は予想よりもハト派的で、政策の正常化はまだかなり先になるかもしれない 	<ul style="list-style-type: none"> ■ 住宅・建設市場では早くもインフレ圧力の兆しが見られる ■ 利回りが上昇し、中央銀行は難しい政策運営を迫られる。株式と債券のバリュエーション・ギャップはもはや魅力的ではない ■ 収益が引き続き同じペースで上振れするか不透明であり、企業業績は年後半にピークアウトする可能性がある
新興国	<ul style="list-style-type: none"> ■ 景気敏感セクターの比率が高く、世界経済回復の恩恵を受ける見通し ■ 中国経済は引き続き好調 ■ 米ドル安が続く ■ 株式のバリュエーションは先進国より魅力的 	<ul style="list-style-type: none"> ■ 中国の景気刺激策は今後薄れる可能性が高い ■ 中国以外の新興国は財政刺激策を行う能力が限られる ■ ワクチンの供給・配布体制は先進国に大きく遅れている

		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	変更	■	■	■		
	株式		■			
	債券		■			
	キャッシュ ▲			■		
	地域					
	米国 ▼		■			
	グローバル (除く米国) ▲			■		
	欧州 ▼		■			
	日本 ▲			■		
	新興国			■		
株式	スタイル					
	グローバル・グロース		■			
	グローバル・バリュー			■		
	時価総額					
	米国 大型		■			
	米国 小型			■		
	日本 大型		■			
	日本 小型			■		
	インフレ敏感セクター					
	実物資産株式 ▲		■			
債券 (円ヘッジ付)	国内債券 ▼		■			
	米国投資適格公社債		■			
	先進国 (除く米国) 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		■			
	現地通貨建て新興国債券 (ヘッジなし)			■		
	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を主観的に評価したものです。

業績や景気の回復見通しがサポート材料だが、バリュエーションが割高な水準にあるため、景気回復の遅れや金利上昇が波乱要因となる可能性も。

短期国債利回りは中央銀行の緩和姿勢により低位で安定する一方、長期債利回りは景気回復やインフレ期待の高まりを受けて上昇傾向。社債はバリュエーション的には上値は限られるが、相対的な利回りの高さがサポート材料。

緊急避難によるものではなく、インフレに備えたリアルアセットのアンダーウェイト縮小などによって生じたポートフォリオ全体のリスク選好度上昇を調整するため、キャッシュへの配分を開始。

景気見通しの改善から景気敏感セクターが恩恵を受けるにつれ、ディフェンシブなグロース特性のサポート効果が低下。トリアンがきなる逆風となる可能性がある。景気刺激策が引き続き下支え材料。

世界経済の見通しが改善し、金利が上昇する局面において、景気敏感なセクター特性や魅力的な相対バリュエーションに注目が集まる。積極的な経済対策や繰越需要が強力な追い風。

景気敏感なセクター特性や金融株のバリュエーションが低いことがサポート材料。しかし、持続成長に必要な長期の材料に乏しく、新型コロナワクチンの供給不足が問題。

世界貿易の見通し改善が主なプラス材料。政府の改革努力に再び注目が集まり、引き続き生産性向上や海外資金を引き寄せる重要な手掛かりとなる。

世界貿易の改善やコモディティ価格の上昇が強力な追い風。しかし、中国の景気刺激策の影響剥落や、ワクチンの供給・配布体制が脆弱なことから厳しい状況にある。

バリュエーションの高さ、一部銘柄への人気集中、政治的逆風、金利上昇、景気敏感銘柄への物色シフトが続く可能性がある。しかし、中長期的な趨勢トレンドは引き続き良好。

景気敏感株は繰越需要、景気改善、金利上昇、追加経済対策の恩恵を受ける可能性がある。バリュエーションは高まってきたが、相対ベースでは依然として魅力的。

テクノロジーなど時価総額が大きい企業はバリュエーションの高さが問題となり、景気回復が進むにつれ、出遅れる可能性がある。年後半の業績は前年比の改善が見込みづら。

中小企業は繰越需要の顕在化や財政刺激策の恩恵を受ける見通し。小型グロース株はバリュエーションが割高になってきた。

世界的な景気回復の恩恵が期待され、業績面でも底堅い一方で、グローバル投資家の見直し買いが大型株に集中した分、株価の回復でも先行しており、為替市場の円高リスクなども残存。

素材や資本財などのシクリカル系バリュー銘柄が多い特性から、大企業や中国などを通じた世界的な景気回復の恩恵の波及が考えられ、これまでの出遅れの巻き返し局面入りも期待。

繰越需要顕在化の可能性がコモディティ価格を押し上げる見込み。金利上昇にもかかわらず不動産の見通しやバリュエーションは魅力的。再生可能エネルギーへの移行は長期的な懸念材料。

海外主要国の長期金利が上昇する中、日銀のイールドカーブ・コントロールにより長期金利の水準が押さえつけられている国内債券は、利回り面の相対的魅力が後退。

景気回復や追加刺激策が見込まれ、利回りに上昇圧力がかかる可能性があるが、金融状況が過度に引き締まることはないだろう。投資適格社債は最近の値上がりを受けバリュエーション面の魅力が低下。

中銀の政策対応で短期債利回りは低位に抑えられている。利回り格差の縮小でかつてほど顕著ではなくなってきたが、ヘッジ後利回りは依然として魅力的。

景気見通しが改善、インフレ期待が高まると、長期債利回りが上昇し、イールドカーブはスティープ化しやすい。

景気見通しの改善、追加経済対策、FRBのハト派姿勢がインフレ期待を高める可能性がある。

バリュエーション面の魅力は低下したが、相対的な利回りは依然魅力的。経済環境が改善しているため、ファンダメンタルズは総じて良好。

相対バリュエーションは良好で、デフレの短さ、良好な需給環境、資本構成上位に位置することの恩恵を受ける見込み。

先進国に比べて魅力的な利回りを提供しているが、最近の価格上昇を受け、相対バリュエーション面の魅力は低下した。追加的経済対策の実行力やワクチン接種に懸念が残る。

足元の値上がり後もバリュエーションは魅力的だが、金利上昇の悪影響を受ける可能性もある。

バイデン政権の大型財政支出案を「リフレイトレード」で、インフレ期待のみならず実質金利も上昇し、米ドルを支えているが、経常収支も赤字の米国では、財政赤字の拡大に警戒が集まるリスクも残存。

コロナ感染と地域封鎖の深刻さ、英国以外のワクチン接種の遅れなどから、当面の成長が他の主要地域に遅れを取るリスクを考慮し、ユーロの先行きへの見方を前月に続いて下方修正。

中国との関係悪化というマイナス面の一方で、コロナ感染状況の落ち着きに加え、需要回復観測にリフレイトレードの恩恵も加わった世界的な資源価格上昇の恩恵を見込み、前月に続いて上方修正。



Richard Coghlan
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
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



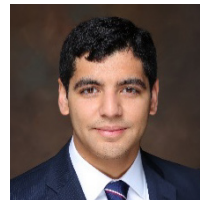
Thomas Poullaouec
マルチ・アセット・ソリューションズ
APAC 責任者



Archibald Ciganer
日本株式運用戦略
ポートフォリオ・マネジャー



Takeshi Nakamitsu
外国株式運用戦略
ポートフォリオ・スペシャリスト



Aadish Kumar
インターナショナル・
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

本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 2021 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）の通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

202103-1568966