



# グローバル・アセット・アロケーションの 視点と投資環境

2020年7月

## 1 市場テーマ 2020年6月30日時点

### 二番底？

新型コロナウイルスの感染が欧州やアジア全域、そして米国の一部でほぼ封じ込められ、市場ではパンデミック(世界的大流行)は最悪期を脱したかもしれないとの安心感が漂っています。世界経済の再開に向けた動きが継続する中、多くの人が現在もV字回復を期待しており、購買担当者景気指数(PMI)など経済指標は大きく盛り返しています。大胆な金融・財政面のサポート、流動性状況の改善、インフレ沈静など経済活動の回復を後押しする環境が整ってきました。しかし、米国の一部では新型コロナウイルスが再び広がっており、景気の足かせとなる懸念も広がっています。感染の封じ込めに失敗し、再びロックダウン(都市封鎖)が実施されれば、すでに大きく落ち込んでいる景気に致命傷を与えかねません。感染第2波が起きる場合は、設備投資や個人消費がさらに冷え込み、回復の期待はV字からW字へと移行するでしょう。

### 回復傾向の原油価格

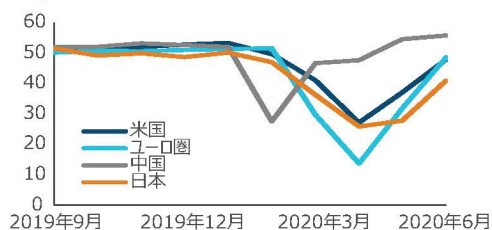
原油価格は4月末を底に引き続き回復し、1バレル40米ドルに迫っていますが、まだコロナ危機前の水準を下回っています。新型コロナウイルス対策で経済活動が突然ストップし、世界の石油需要は前年比で30%近く落ち込みました。同時に、市場シェアを巡るロシアと石油輸出国機構(OPEC)プラスの対立が深まり、供給増に伴い原油価格に一段と下押し圧力がかかりました。その後、外出制限が世界的に緩和され、供給が引き続き抑制されたため、原油価格は反発しました。しかし、感染第2波が起きて原油高に終止符が打たれると、エネルギー・セクターの早期回復期待はしばみかねません。実際、すでにエネルギー企業の破綻が増えており、エネルギー輸出国の財政事情は著しく悪化しています。

### 米ドル安が下支え？

世界経済の改善を示すデータと、新型コロナウイルス感染再拡大への懸念の綱引きとなり、安全な逃避先である米ドルも最近是不安定な動きが続いています。経済活動再開に伴い世界的にリスクオンの流れが強まる中、米ドル・インデックスは過去3ヶ月で3%弱下落しました。しかし、最近の米ドル安傾向を反転させる可能性があるリスク要因には事欠きません。感染第2波の兆候が強まっていること、米大統領選を巡る不透明感、米中対立の再燃などは投資家が再び米ドルに殺到するきっかけとなる可能性があります。しかし、今のところ米ドル安はパンデミックに苦しむ新興国にとって一息つける材料で、新興国通貨はこのところ堅調に推移しています。

### 各国・地域PMI

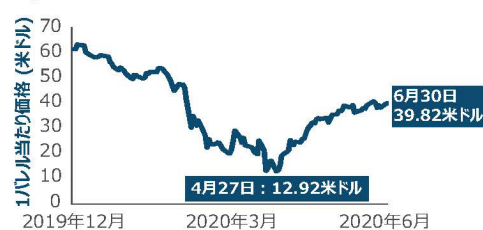
(図表 1)



2020年6月30日時点

### WTI 原油価格

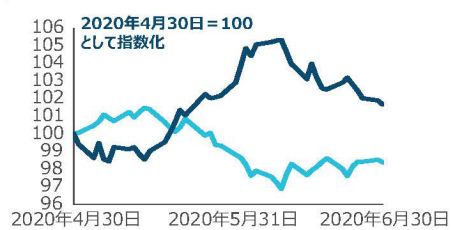
(図表 2)



2020年6月30日時点

### 米ドル vs. 新興国通貨<sup>1</sup>

(図表 3)



2020年6月30日時点

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。

出所: ファクトセット、JP モルガン・チェース

<sup>1</sup>新興国通貨インデックスはJP モルガン新興国通貨インデックス。

再配布禁止

	ポジティブ	ネガティブ
米国	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 金融・財政政策による未曾有の緊急経済対策</li> <li>■ 危機前は家計のバランスシートは健全</li> <li>■ 医療インフラは大半の国よりも強固</li> <li>■ 長期的優位性を有する企業（クラウド・コンピューティング、ネット通販など）の割合が他の国より多い</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 米国は国土が広く、移動も自由なため、新型コロナウイルスの感染が続く可能性が比較的高い</li> <li>■ 政治的緊張の高まり</li> <li>■ 危機前から企業債務は高水準</li> <li>■ 危機前から企業の利益率に下押し圧力</li> <li>■ 高水準の政府債務</li> </ul>
欧州	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ ウイルス感染の抑制や経済再開戦略は概ね成功</li> <li>■ 待望の財政刺激策がようやく登場</li> <li>■ 金融政策が引き続き非常に緩和的</li> <li>■ 欧州株のバリュエーションは割安</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 危機前から景気の足取りが弱かった</li> <li>■ 欧州中央銀行（ECB）の景気刺激余地は限られる</li> <li>■ 趨勢的に優位な企業の割合が低い</li> <li>■ 危機前から銀行セクターは厳しい状況が続いていた</li> </ul>
中国	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 発表頻度の高い指標は経済活動が危機前の水準に戻ったことを示唆しており、公式統計も上振れている</li> <li>■ 政策対応は引き続き照準を絞ったもので、規模も抑え気味。今年の経済目標は成長と投資から雇用と暮らしに代わった</li> <li>■ 消費者向け国産ブランドや支配的なテクノロジー企業など、国内を志向した株式が人気を集めている</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 様々な方面での地政学的緊張の高まりが中国への投資に対する外国人のセンチメントを圧迫する可能性がある</li> <li>■ 輸出の先行指標は弱く、雇用面の不透明感やデフレ圧力をもたらしている</li> <li>■ 政策に関するシグナルはまちまちで、待望の預金準備率引き下げがいつ実施されるか明確な兆候は見られない</li> </ul>
日本	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 過去最大規模の経済対策と日本銀行の極端な緩和スタンスが景気回復へのしっかりした足場を提供</li> <li>■ コロナ対策が解除され、経済の再開が進むにつれ、経済指標もようやく落ち込んだ水準から回復の兆しを見せるだろう</li> <li>■ 日本株は比較的割安で、企業は潤沢な手元資金を保有しているため、世界経済の回復について選択肢が多い</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 雇用データは幅広く悪化しており、個人消費の回復に逆風</li> <li>■ 日本株は3月の底入れ以来、海外からの資金流入を背景にすでに他の先進国市場をアウトパフォームしている</li> <li>■ 急激なリスク回避となった場合には円高が進み、日本企業の競争力や収益力が損なわれる可能性がある</li> </ul>
オーストラリア	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 政府とオーストラリア準備銀行（RBA）が政策対応を迅速かつ積極的に実施</li> <li>■ 貯蓄率が高く、繰越需要も溜まっているため、個人消費は上振れの可能性があり、特に消費者は危機から立ち直り、前向きな姿勢を強めているため、その可能性が高い</li> <li>■ 経済活動の再開に伴い、経済指標は記録的な低水準から回復してきた</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 新型コロナウイルスの封じ込めに苦勞しており、地域的なロックダウンやソーシャル・ディスタンス策が予想より長期化する可能性も</li> <li>■ 一部の景気刺激策は9月に終了する予定であり、延長されない場合は景気の下振れリスクがある</li> <li>■ 現在の株価水準では、収益回復期待は行き過ぎの感があり、株式市場は失望売りで反落する可能性がある</li> </ul>
新興国	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 国民の年齢が若いため、新型ウイルスの影響に軽減期待</li> <li>■ 米連邦準備制度理事会（FRB）の緩和で新興国の中銀は利下げに動きやすくなった</li> <li>■ 米ドル高圧力が弱まる</li> <li>■ 中国からの需要は総じて回復している</li> <li>■ 株式のバリュエーションは先進国より魅力的</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 多くの地域で医療体制が脆弱</li> <li>■ 中国以外の新興国は財政刺激策を行う能力が限られる</li> <li>■ 貿易摩擦の再燃</li> <li>■ 世界の鉱工業生産や貿易の動向に非常に敏感</li> <li>■ コモディティ価格に引き続き下押し圧力</li> </ul>

		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	
		変更							
資産クラス	株式 ▼							これらの見解は、向こう6～18ヶ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度を主観的に評価したものです。	
	債券 ▲							不確実な景気回復を上回るペースで株価が上昇し、上値は限定的。収益見通しは引き続き厳しいが、大規模な財政・金融刺激策が主なサポート材料。	
	キャッシュ（米国） ▲							リスク資産の価格が上昇しているが、利回りは過去最低に近い。流動性が落ち着く中、スプレッドが縮小しても、社債は供給増が消化される一方、金融・財政政策のサポートでなお魅力的。	
								米国のキャッシュ利回りはFRBにより低水準に抑えられているが、政策金利がゼロかマイナスの他の先進国に比べるとなお魅力的。	
株式	地域								
	米国							バリュエーションは高いが、強力なディフェンシブ特性が下支え要因。大規模な財政・金融刺激策により下値が堅い半面、収益回復の時期は依然不透明。	
	グローバル（除く米国）							新型コロナウイルス対策で景気が特に落ち込んだ国でも回復の兆しが見られ始めた。大胆な経済政策と中国の需要回復がサポート材料。	
	欧州							ユーロ圏は経済活動再開の恩恵を受けているが、長期見通しは依然厳しい。財政・金融刺激策が引き続きサポート材料。	
	日本							財政・金融刺激策が景気回復の確かな足場を提供する可能性がある。引き続き貿易動向に大変敏感で、世界的にリスクオフの動きが再び強まると、円高になる可能性も。	
	新興国							中国経済の安定と米ドル安が新興国には総じてプラス材料。しかし、先進国と同じレベルの経済対策は実施できない。	
	スタイル								
	米国 グロース							パンデミックが主な業界の趨勢的成長トレンドを加速しているため、グロース株はバリュエーションが引き続き高い。これらの株はマクロ環境の影響を受けにくいことが強み。	
	米国 バリュエーション							景気敏感銘柄は急落局面で下げが目立ち、戻りも鈍い。景気が目先的に落ち着く場合、バリュエーション面の魅力が高まる。	
	グローバル（除く米国）グロース							よりディフェンシブな性質のため、景気悪化の影響を相対的に受けにくい。しかし、貿易やサプライチェーンが悪影響を受ける可能性がある。	
	グローバル（除く米国）バリュエーション							新型コロナウイルスによる景気悪化、低金利、コモディティの過剰供給が逆風だが、景気敏感銘柄のバリュエーション・セクターは回復の兆しを見せている。	
	時価総額								
	米国 大型							大企業は比較的景気後退を乗り切れる状況にあるが、バリュエーションの高さから上値は限定的。グローバル・サプライチェーン混乱の悪影響を依然受けやすい。	
	米国 小型							債務水準の高さが懸念されるが、小型株は上値余地が格段に大きく、景気回復局面でアウトパフォームする傾向がある。	
グローバル（除く米国）大型							サプライチェーンの混乱や世界的な景気悪化が収益見通しを圧迫。新型コロナウイルス感染拡大のさらなる影響は依然不透明。		
グローバル（除く米国）小型							バランスシートの柔軟性が大企業に劣るため、地域経済における消費縮小の影響を受けやすい。		
債券（円ヘッジ付）	インフレ敏感セクター								
	実物資産株式							原油価格は足元反発しているが、インフレ期待は依然低い。新型コロナウイルスの悪影響が続くと、不動産需要のトレンドは悪化しやすい。	
	米国投資適格公社債							リスクオン環境にもかかわらず、インフレ期待が低い中、米国債利回りは引き続き低水準にとどまっている。収益トレンドが悪化しているため、企業の信用ファンダメンタルズについては警戒が必要。	
	先進国（除く米国）投資適格公社債							新型コロナウイルスによる景気悪化に対する中銀の積極対応で債券利回りは低位に抑えられている。利回り格差が縮小し、ヘッジ付き投資の妙味が薄れている。	
	インフレ連動債							景気見通しがやや改善する中、インフレ期待は依然低い。中銀は景気の下支えを続けているが、インフレには長期的な下押し圧力が残る。	
	グローバルハイイールド社債							信用スプレッドは引き続き魅力的な水準にある。格下げやデフォルト・リスクを警戒。新型コロナウイルス感染拡大の影響が消費関連やエネルギー・セクターを圧迫。	
	変動金利バンクローン							利回りは引き続き魅力的。FRBのゼロ金利が相場を下支え。ハイイールド債に比べると、エネルギー・セクターの比率が低く、資本構成の上位に位置する。	
	米ドル建て新興国ソブリン債							バリュエーションは過去の水準に比べて魅力的。大きく売り込まれた銘柄の中に投資機会が散見される。	
	現地通貨建て新興国債券（ヘッジなし）							新興国通貨はバリュエーションが依然魅力的。先進国の中銀による積極緩和と米ドル高反転が下支え材料。	

## 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](http://troweprice.co.jp)

# T.Rowe Price®

## 追加ディスクロージャー

本報告書の一部の数字は、四捨五入のため記載の総計と一致しない場合があります。

出所：別途記載が無い限り、全ての市場データはファクトセットのものです。金融データと分析はファクトセット。Copyright 2020 FactSet. 全ての権利はファクトセットに帰属します。

信頼できると考えられる情報源から入手していますが、JP Morganは情報の完全性や正確性を保証するものではありません。インデックスは許可を得て使用しています。インデックスはJP Morganによる事前の書面による承認がない限り複製、使用、再配布は禁じられています。すべての著作権はJP Morgan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）の逓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

〒100-6607 東京都千代田区丸の内1-9-2グラントウキョウサウスタワー7F

電話番号 03-6758-3820（代表）

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