



2020年11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 2020年10月31日時点

ブルーウェーブではなく、青いさざ波？

執筆時点では米国大統領・議会選挙の最終確定前ではありますが、民主党バイデン候補が大統領選挙で勝利宣言を行う一方で、上院は共和党が過半数を維持する可能性が高まっています。事前の世論調査では、大統領、上院、下院すべてを民主党が制する「ブルーウェーブ」の可能性が高く、その結果、増税と大規模な財政支出が予想されていました。集計作業が進むにつれ、上院を共和党、下院を民主党が過半数を占める「ねじれ議会」を市場は織り込みつつあり、どちらかの政党が強引な政策を行う可能性が薄れ、両党が歩み寄る結果となる可能性を歓迎しているようです。注目される分野のうちのひとつは、テクノロジー企業への規制強化であり、これについてはどちらの党も前向きな姿勢を示しています。可能性が高まっているねじれ議会が現実化し、よりバランスの取れた政治環境になれば、市場のボラティリティは低下し(図表1)、リスク資産には好ましい環境となる可能性があります。

「株安に対する保険」が効かない

米国大統領選挙を前に株式が急落してボラティリティが高まる場面が見られた一方、米国債利回りはレンジ内からやや上昇気味(債券価格は下落方向)に推移しています(図表2)。株式と債券の相関性は長期的には変化しますが、投資家が安全資産である米国債に逃避するようなリスク資産の急落局面では、歴史的に株式と債券は逆相関の関係にあります。ところが今回、投資家はボラティリティが上昇する中で、米国債が「株安に備えた保険」として想定通り動かないことに注目しました。株式が米国大統領選挙の結果が出ず、混乱が生じる短期的なリスクを織り込む一方、債券は選挙後に予想される財政支出による金利上昇の可能性を見据えているようです。利回りが歴史的な低水準で推移している中で、金利が上昇した場合、投資家はデレーション・リスクに見合うリターンを得られないかもしれません。投資家は株式へのエクスポージャーのヘッジ方法を再考する可能性があります。米国債は現在の水準から上値余地が乏しいとしても、ポートフォリオ内でバランスをとる役割を担い、国債にプレミアムが付く環境では流動性供給という、より重要な役割を果たします。

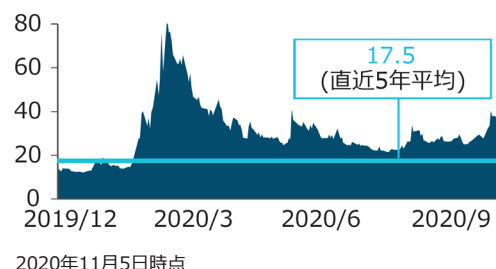
二極化する不動産市場

新型コロナウイルスのパンデミック(世界的大流行)による大混乱の中、不動産市場は全面的に前例のない規模の影響を受けています。住居用住宅市場は低金利や消費の底堅さを背景に引き続き好調です。いくつかの大企業がコロナ対策で在宅勤務を延長する中、多くの住宅購入者がより広いスペースを求めて大都市を離れつつあります。しかし、これとは全く対照的に、商業用不動産、特に小売り、オフィス、ホテル用不動産は引き続き逆風を受けています(図表3)。実店舗からオンラインへの移行といった新型コロナウイルス流行前に定着し始めていたトレンドは、パンデミックによりその勢いが一層強まっています。同様に、在宅勤務が永続的なものとして定着するにつれ、オフィス需要は今後も減少していく可能性があります。こうしたトレンドが持続すれば、オフィスや小売りREIT(不動産投資信託)などの商業用不動産の分野にとっては今後も厳しい環境が続くでしょう。

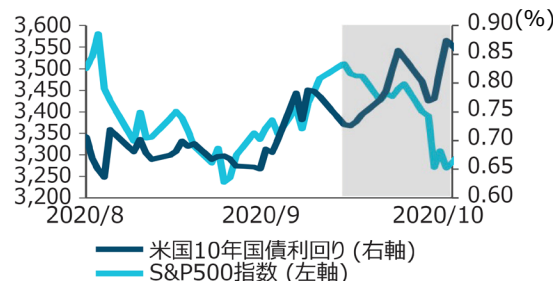
コロナ禍再燃の中、安定性が際立つ日本の株式市場で注目すべきは？

最終結果は確定していないものの、米国の大統領選挙が終了したことで、市場の関心は再び北半球で急拡大するコロナ感染に回帰しています。そして、欧米で部分的なロックダウンが再導入される中、(増加しているとはいえ)欧米との比較では感染者がケタ違いに少なく、日常生活もほぼ滞りなく行われている日本社会の相対的な安定性が浮き彫りになっています。特に、(人数制限があるとはいえ)野球などのスポーツの有観客試合が行われていることや、「Go To キャンペーン」のような消費・旅行喚起策が継続されていることは、海外の投資家の関心を集めています。ただし、国内の消費関連のデータは、改善を示すものも増えてきましたが、全体は依然として低迷したままです。一方で、中国など東アジアの回復選好を背景に、外需関連の統計には「V字」型回復の様子がはっきりと見え始めており(図表4)、資本財や部品関連銘柄の出遅れ修正につながる可能性があります。

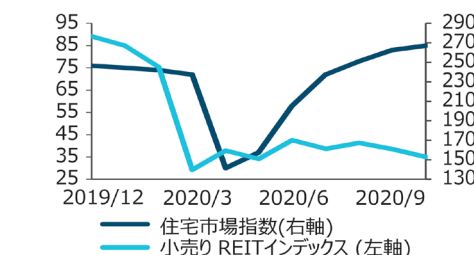
VIX指数 (図表1)



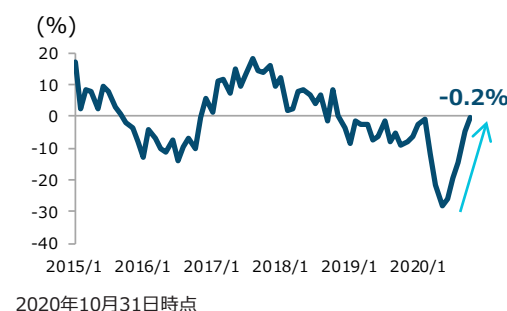
S&P500指数 vs. 米国10年国債利回り (図表2)



住宅 vs. 商業用不動産 (図表3)



日本の輸出の伸長率(前年比) (図表4)



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: ブルームバーグ・ファイナンスLP、ブルームバーグ・サービス・リミテッド、スタンダード・アンド・プアーズ、NAREIT/FTSE。追加ディスクロージャー参照。

図表1: VIX指数はCBOE ボラティリティ・インデックス。図表2: グレーの網掛け部分はS&P500指数の直近の急落局面。図表3: 住宅市場指数は全米住宅建設業者協会(NAHB)の住宅市場指数。小売りREITインデックスはFTSE NAREIT 小売り不動産セクター指数。

再配布禁止

	ポジティブ	ネガティブ
米国	■ 金融・財政政策による未曾有の緊急経済対策 ■ 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、eコマースなど）の割合が他の国より多い ■ 危機前は家計のバランスシートは健全	■ 新型コロナウイルス感染の第3波が形成 ■ 危機前から企業債務は高水準 ■ 高水準の政府債務 ■ 米ドル高圧力が弱まる
欧州	■ 欧州復興基金は重要な財政刺激策を生み出すとともに、財政統合への最初の一步 ■ 金融政策は引き続き非常に緩和的 ■ 欧州株のバリュエーションは割安 ■ 長期的にユーロ高の見通し	■ 新型コロナウイルス感染第3波により再ロックダウン ■ 追加財政刺激策の実施に向けたプロセス長期化 ■ ブレグジットが貿易に悪影響を及ぼす可能性 ■ 趨勢的に優位な企業の割合が低い ■ マイナス金利により銀行セクターは弱体化 ■ 欧州中央銀行(ECB)の景気刺激余地は限られる
中国	■ 経済は概ね正常化。足元で小売り売上高は持ち直し、内需とサービスセクターが更なる成長要因となる可能性 ■ 人民元は引き続き堅調で、世界的な低利回りの環境下で海外投資家への参入規制緩和を考慮すると、中国国債も依然魅力を維持すると予想 ■ 技術進歩や再生可能エネルギーは直近に発表された政策の長期的な恩恵を受けると予想	■ 経済回復の兆しが見え始め、財政刺激策の効果は薄れ始めた ■ MSCI中国株指数は足元で最高値を更新するも、中国株は一部銘柄への集中やスタイル乖離リスクに直面 ■ 人民元高が目先の輸出企業の競争力に悪影響を及ぼす可能性がある
日本	■ スムーズな政権移行は改革の継続を示唆しており、特にガバナンスやデジタル化の分野での改革が期待される ■ 海外投資家は日本株を引き続きアンダーウェイトとしている。日本株は保守的な業績見通しの下、引き続き比較的割安で、世界経済回復の恩恵を受ける ■ 新型コロナウイルスの感染拡大を抑え込みつつあり、国内観光需要喚起を目的とした「Go To トラベル」キャンペーンの実施により、経済指標は改善している。	■ 景気回復の足取りは他の先進国より鈍い ■ 小型株は個人投資家の買いを背景に高値を更新 ■ 市場指標は円高を示唆しており、日本企業の競争力や収益力が損なわれる可能性がある
オーストラリア	■ 小売売上高、住宅、雇用、現金残高などのデータが堅調なことから、個人消費は上振れする可能性がある ■ 財政・金融政策によるサポートは包括的かつ大規模 ■ オーストラリア株と豪ドルは世界景気回復の恩恵を受ける。業績予想の上方修正やコモディティ価格の上昇は両資産が上昇トレンドにあることを示唆している	■ 財政刺激策の縮小タイミングが性急に過ぎるリスクがあり、財政支出が停止されると、その影響は長引くかもしれない ■ 現時点では新型コロナウイルスの感染を抑え込んでおり、オーストラリア市場は他の市場よりワクチン開発に関する朗報への反応は鈍くなるかもしれない ■ 投資家が豪ドルをややオーバーウェイトとしているため、リスクオフの動きが強まると、ダウンサイド・リスクが高まる
新興国	■ 中国経済は概ね回復 ■ 米ドル高圧力が弱まる ■ 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、eコマースなど）の割合が比較的高い ■ 株式のバリュエーションは先進国より魅力的	■ 中国を除く新興国は財政刺激策を行う能力が限られる ■ 世界の鉱工業生産や貿易の動向に非常に敏感。どちらも改善したものの、低位に留まる

		▼ または ▲ 前月からの変化				
		アンダーウェイト	ニュートラル	オーバーウェイト		
資産クラス	変更				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を主観的に評価したものです。	
	株式				高いバリュエーションは収益回復ベースに対する楽観見通しを反映。景気回復の初期段階の中で、財政・金融面からの景気刺激策が主なサポート材料。	
	債券				中銀の緩和継続を背景に短期債利回りは低位で安定しているが、長期金利は景気改善に伴い上昇の可能性がある。社債セクターの一部はスプレッドが魅力的。	
	キャッシュ				日本では政策金利が引き続きマイナス圏にある。新型コロナウイルスの感染が再び拡大しているものの、緊急避難的にキャッシュをオーバーウェイトするほどの局面とはなっていないと考える。	
株式	地域					
	米国					バリュエーションは高いが、ディフェンシブなセクター特性がサポート材料。大規模な財政・金融刺激策を背景に下値が堅く、業績に関するセンチメントが改善。
	グローバル (除く米国)					欧州での新型コロナウイルス感染第2波によるロックダウン再導入がリスク。積極的な景気刺激策と中国需要の安定がサポート材料。
	欧州					最終的に景気敏感セクターの特性や財政面の刺激策が追い風となる可能性。新型コロナウイルスの感染第2波、テクノロジー銘柄の少なさ、金融機関にとって厳しい経営環境が引き続き警戒要因。
	日本					新政権ヘスムーズに移行し、財政・金融面からの景気刺激策や改革への取り組みは継続。世界貿易の回復が依然として重要なけん引役。
	新興国					中国経済の強さや米ドル安、テクノロジー企業の多さがサポート材料。しかし、大半の新興国が新型コロナの悪影響を相殺するための経済対策を実施する財政的な余裕がない。
	スタイル					
	グローバル・グロース					バリュエーションの高さ、一部銘柄への人気集中、景気見通しの改善からより景気敏感株へのローテーションが進む可能性がある。収益トレンドは引き続きサポート材料。
	グローバル・バリュー					バリュー株はまだ序盤の景気回復から恩恵を受ける可能性があり、過去と比較した相対バリュエーションは依然下支え材料。金利やエネルギー価格の上昇によるサポートはまだ定着していない。
	時価総額					
	米国 大型					大企業の方が低成長環境を乗り切れる状況にあるが、景気回復が進むにつれ、バリュエーションの高さから出遅れる可能性があり、特にテクノロジー銘柄はその可能性が高い。
	米国 小型					相対バリュエーションは魅力的で、景気回復が進めば、依然として上値余地がある。財政刺激策や消費者心理の改善により、現在のところ倒産リスクは抑えられている。
	日本 大型					世界景気回復の恩恵が期待される一方で、コロナ再燃の行方と円高米ドル安傾向の持続、国内消費の低迷、世界的な低金利環境下での金融機関の苦境などが懸念材料。
	日本 小型					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、世界的に大型グロース株優位の相場が続いた中での出遅れやバリュエーション面の妙味などから、総じて今後の巻き返しに期待。
	インフレ敏感セクター					
	実物資産株式					一次製品の需給は改善してきたが、再生可能エネルギーへの移行が既存企業に重くのしかかる。商業用不動産は引き続き下押し圧力を受けている。
債券 (円ヘッジ付)	国内債券					日本国債市場は中期ゾーンまでマイナス金利であり、日銀のイールドカーブ・コントロールの影響もあるなかで、一段の金利低下は見込みにくい。社債の一部には妙味も。
	米国投資適格公社債 ▼					米国債の名目利回りは引き続き低水準にあり、景気改善や追加の財政刺激策により利回りに上昇圧力がかかる可能性がある。
	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。
	米国長期国債 ▲					利回りは引き続き過去最低付近でレンジ内の展開。デュレーションが長い場合、景気見通しが改善すると、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。
	インフレ連動債					景気見通しが改善し、金融・財政面から大規模な経済対策が実施される中、インフレ期待が引き続き高まる可能性がある。
	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。引き続き格下げやデフォルトのリスクは存在し、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・セクターを圧迫する可能性。
	変動金利バンクローン					FRBが金利をゼロに据え置いているが、利回りスプレッドは引き続き魅力的。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 ▼					先進国に比べて魅力的な利回りを提供。しかし、足元の価格上昇を受け、相対的なバリュエーション面の魅力は低下、財政刺激策に関する懸念が残る。
	現地通貨建て新興国債券 (ヘッジなし)					先進国中銀による継続的な金融緩和や米ドル安の可能性が支えとなり、バリュエーションは依然魅力的。
通貨	米ドル (対円)					米国でコロナ感染に歯止めがかからない中、大統領選挙で改めて確認された民意の分断の下、与野党対立の解消は困難で追加経済対策の進捗も期待できず、安全通貨としての選好が円を下回る状況は続く公算。
	ユーロ (対円) ▼					EUの財政支出効果の顕現が期待されるものの、コロナ感染の急拡大と外出制限等の再導入に伴う景気回復ベースの鈍化が予想されることから、相対的な選好後退を見込んで判断を引下げ。
	豪ドル (対円)					コロナ感染の落ち着いた一方で、資源価格の回復一服に伴う交易条件のピークアウト、さらなる金融緩和継続の可能性などから上昇余地に乏しい状況は変わらず。



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



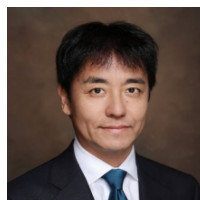
Hajime Takigawa
ソリューションズ・ストラテジスト/
ポートフォリオ・マネジャー
APAC



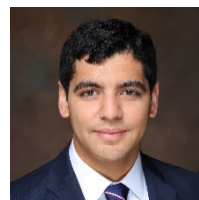
Thomas Poullaouec
マルチ・アセット・ソリューションズ
APAC 責任者



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 2020 FactSet. すべての権利はファクトセットに帰属します。

S&P500指数はS&Pグローバル傘下のダウ・ジョーンズLLC及びその関連会社(SPDJI)の商品で、ティー・ロウ・プライスは許可を得て使用しています。Standard & Poor's® 及び S&P®はS&Pグローバル(S&P) 傘下のスタンダード・アンド・プアーズ・ファイナンシャル・サービスLLCの登録商標です。Dow Jones® はダウ・ジョーンズ・トレードマーク・ホールディングス(ダウ・ジョーンズ)の登録商標です。ティー・ロウ・プライスの商品はSPDJI、ダウ・ジョーンズ、S&P、及びそれらの関連会社により後援、承認、販売、推奨されたものではなく、これらの当事者のいずれもそうした商品に投資することの妥当性を示すものではなく、S&P500指数の誤記・脱漏・中断について責任を負いません。

FTSEはLSEグループの登録商標で、許可を得てFTSEインターナショナル・リミテッド(FTSE)により使われています。NAREITはNareitの登録商標です。FTSE NAREIT小売り不動産セクター・インデックス(同インデックス)に関するすべての権利はFTSE及びNareitに帰属します。LSEグループとNareitのいずれも同インデックスの誤記脱漏について一切責任を負わず、どの当事者も当資料で使われるインデックスやデータに頼ってはいけません。FTSEの書面による同意なしに、FTSEもしくはNareitからのデータの再配布は認められません。FTSE、LSEグループ、Nareitは当資料の内容を宣伝、支援、承認するものではありません。

ブルームバーグ・インデックス・サービス・リミテッド。BLOOMBERG®はブルームバーグ・ファイナンスLP及びその関連会社(総称してブルームバーグ)の登録商標及びサービスマークです。BARCLAYS®はバークレイズ銀行及びその関連会社(総称してバークレイズ)の登録商標及びサービスマークで、許可を得て使用しています。ブルームバーグ・バークレイズ・インデックスに関するすべての権利はブルームバーグもしくはバークレイズの使用許諾者に帰属します。ブルームバーグとバークレイズのいずれも本資料を承認、または記載情報の正確さや完全性を保証するものではなく、それから得られる結果についても明示的もしくは黙示的な保証をするものでもなく、これに関連して発生する被害や損害について法律が許す最大限の範囲で責任を負いません。

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、組入る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

202011-1415657