



2020年12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11月30日時点

### バリュー株に投資機会を求めて

新型コロナワクチン開発進展のニュースをきっかけに経済正常化への期待が高まり、行動制限などによる打撃が最も深刻だった景気敏感株が大きく買われました。11月は素材、エネルギー、金融、資本財などこれまで不人気だった多くのセクターが力強く反発しました。これらのセクターの比率が50%を超える新興国のバリュー株は、大幅なアンダーパフォームが続いた後、テクノロジー比率の高いグロース株からの突然のローテーションの恩恵を受けました。2021年は世界的な繰越需要の顕在化、財政支出の拡大、積極的な金融政策、エネルギー価格の上昇が予想され、新興国の景気敏感企業にとって非常に好ましい環境となる可能性があります。新興国通貨の米ドルに対する下落圧力が低下していることから、新興国通貨の反発もさらなる追い風となり得ます。投資家がバリュエーションが非常に魅力的な景気敏感銘柄を探す中、10年近く放置された新興国のバリュー株に注目が集まるかもしれません（図表1）。

### 脆弱な企業を一掃？

「暗黙の政府保証」が付されているとみなされていたAAAなど高格付けの中国企業が相次いでデフォルト（債務不履行）に陥ったため、ローカル市場に衝撃が走り、投資家は拡大を続ける中国債券市場のリスクを見直しています。世界金融危機以降、海外投資家への自国資本市場の開放とブルームバーグ・バークレイズ・グローバル総合インデックスに占める中国社債比率の引上げを目指す中国政府の動きを背景に、中国社債市場はこの10年ほどで大きく成長してきました。新型コロナウイルスの発生前から債券市場において弱含む兆候が見られていましたが、中国の政策当局は経済悪化を受けて信用制度改革の撤回を余儀なくされ、一時的に潜在的なソルベンシー（支払い能力）問題が隠蔽されていました。しかし、足元で経済成長ペースの改善が見られてきたことから、政策当局は再び金融引締めを始め、その結果、返済猶予により生き延びていた財務健全性が脆弱な企業が存在が明らかになりました。中国政府は足元の景気の強さを脆弱企業を清算する機会と捉える可能性があり、その場合、長期的にみると、結果的に中国社債市場の印象が改善する可能性があります。

### 民主党完勝ならネガティブ・ショックも

民主党のバイデン候補が米国大統領選挙に事実上勝利し、民主党が下院で過半数を維持する一方、上院は引き続き共和党が制する可能性が高いため、株式市場は「ねじれ議会」を好感して上昇しました。しかし、来年1月5日に予定されている上院2議席を争うジョージア州の決選投票の行方はなお予断を許さず（図表3）、パワーバランスは依然不透明です。共和党が1議席を獲得すれば、上院で過半数を握りますが、民主党が2議席を獲得すると、両党ともに50議席となり、上院議長を務める副大統領が議長決裁権を行使することから、民主党が上院多数派となります。民主党が大統領と上下両院を制する「オールブルー」のシナリオが現実のものとなれば、市場は政府がより積極的に増税や規制強化に取り組む可能性を織り込み始める可能性があります。11月はワクチン開発のニュースやバランスの取れた米国の政治環境の見通しを好感して株式が急騰しただけに、オールブルーとなった場合、市場にはネガティブな影響が及ぶ可能性があります。

### 日本株反撃の条件整う

春先以降、回復を続けている株式市場にあって、日本株は米国や新興国に比べ、相対的な劣後が続いています（図表4）。①慎重な国民性を反映した消費や投資の低迷、②米国などに比べた「オールド・エコノミー」銘柄の株式ウェイトの高さ、③米FRBの利下げの影響や安全通貨選好としての円高の進行、④他国・地域に比べて限定的だったコロナ後の追加金融緩和など、様々な理由が考えられます。しかし、米国の大統領選挙終了で政治的不透明感が和らぎ、ワクチン開発の進展を受けて来年後半以降の世界的な景気回復の見込みが強まった現在、この先1年程度の時間軸では世界景気との連動性の高い日本株がアウトパフォームする可能性は以前よりも高まっているのではないかと考えられます。また、感染拡大とはいえ、それなりに市民生活が営めている日本と、大規模なロックダウン（都市封鎖）を実行中の欧州とで株価の回復が同水準にあるだけに、日本株には相対的な上値余地も期待されます。

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。

（図表1）米国グロース：ラッセル1000グロース・インデックス、米国バリュー：ラッセル1000バリュー・インデックス、EAFEグロース：MSCI EAFEグロース・インデックス、EAFEバリュー：MSCI EAFEバリュー・インデックス、新興国グロース：MSCI新興国グロース・インデックス、新興国バリュー：MSCI新興国バリュー・インデックスを使用しています。

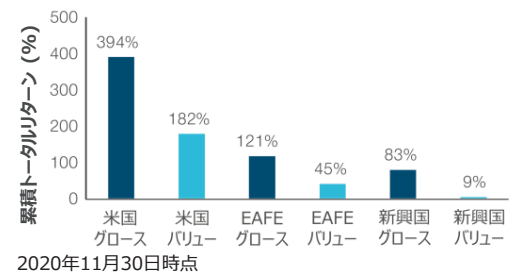
（図表2）中国社債インデックスはブルームバーグ・バークレイズ中国アグリゲート社債インデックスを使用しています。

（図表4）米国：MSCI米国、欧州：MSCI欧州、新興国：MSCI新興国、日本：MSCI日本、いずれも税引き後、現地通貨ベースを使用しています。

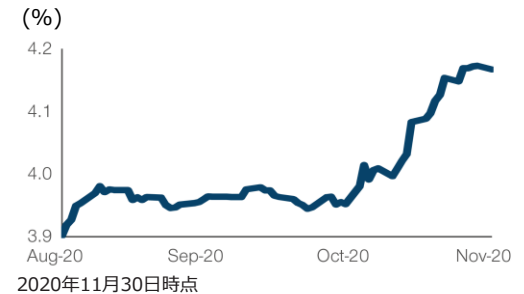
出所：ロンドン・ストック・エクスチェンジ・グループ・ピーエルシー及びそのグループ企業（総称して「LSEグループ」）、MSCI、ブルームバーグ・ファイナンス L.P.、ブルームバーグ・インデックス・サービス・リミテッド、サーベイUSA。FTSEラッセル及びMSCIの情報については追加ディスクローチャー参照。

再配布禁止

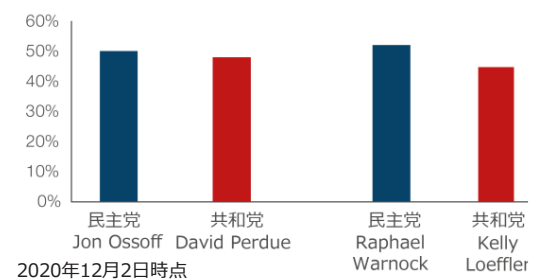
株式の地域スタイル別10年累積トータルリターン（米ドルベース）（図表1）



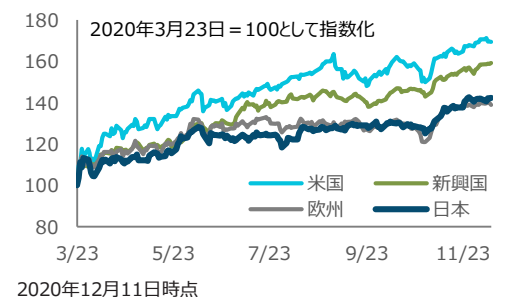
中国社債インデックスの最低利回り（図表2）



ジョージア州上院選の世論調査（図表3）



各国・地域の株価指数の推移（図表4）



## ポジティブ

## 米国

- 追加的な財政支援策が打ち出される可能性
- 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
- 低金利を受けて住宅市場は活況

## ネガティブ

- 政治的不透明感が強まる
- 新型コロナウイルスの新規感染者数が増加
- 高水準の企業・政府債務
- 米ドル安

## 欧州

- 景気回復の恩恵を受ける景気敏感セクターの比率が高い
- 金融・財政政策は引き続き緩和的
- 株式のバリュエーションは引き続き魅力的
- 長期的にユーロ高の見通し

- 新型コロナウイルス感染第2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
- 欧州中央銀行（ECB）の景気刺激余地は限られる

## 中国

- 2021年もポジティブな経済成長のモメンタムは続き、国内消費の動向が注目される
- 人民元は今後も堅調な展開が予想され、世界的な低金利環境や海外投資家の参入規制緩和を考えると、中国債券は引き続き魅力的
- 新型コロナワクチンの開発進展の報道により世界経済正常化の期待が高まり、収益回復は持続する可能性

- 中国は新型コロナウイルスの感染をいち早く封じ込めたことから、金融・財政政策を最初に正常化する主要国となるかもしれない
- テクノロジー企業に対する規制強化や記録的な新規株式公開（IPO）となるはずだったAnt Groupの上場延期は市場の牽引役には逆風
- 社債のデフォルトが増えており、連鎖倒産リスクを抑える政策当局の動きへの関心が高まっている

## 日本

- 引き続き景気が回復する一方、追加の経済対策も予想されている
- マネーサプライの増加や海外資金の流入で株高に拍車がかかっている。日本株は高値を更新したが、海外市場に比べると依然割安
- 足元の回復は自動車など伝統的産業が中心となるだろうが、日本は社会全体がデジタル化を推し進めつつある

- 景気回復の足取りが他の先進国より鈍い半面、新型コロナウイルスの新規感染者数が再び増加し、「Go To トラベル」など一部の需要喚起策は抑制を迫られている
- 株式市場が高値を更新しているため、短期的には利益確定の売りが出る可能性がある
- 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

- 繰越需要、雇用市場の改善、高い貯蓄率に支えられて個人消費は好調が続く見通し
- 新型コロナウイルスの感染拡大を事実上封じ込め、季節要因も重なり、景気が予想以上に改善する可能性がある
- 業績予想は豪州経済の回復ペースを過小評価しているようだ

- 中国との緊張の高まりは実体経済に影響を与えていないが、依然として投資家心理を圧迫している
- 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
- 中銀は将来的に豪ドル高の抑制に乗り出すかもしれない

## 新興国

- 中国経済は概ね回復
- 米ドル安
- 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
- 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。生産や貿易は持ち直しているが、なお低水準にある
- 新型コロナウイルス対策のための体制やインフラは国によって異なる

		▼ 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度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業績回復ペースに対する楽観的な見通しを反映。新型コロナウイルスの普及時期や予定される財政刺激策が主なプラス材料。	
	債券				中央銀行が景気下支えを表明する中、短期債利回りは引き続き低位で安定している。一方、長期債利回りは景気改善やインフレの兆候を受けて上昇が予想される。	
	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 ▼					2021年の景気見通しが改善する中、ディフェンシブなセクター特性のサポート効果が低下。潜在的な米ドル安がさらなる逆風となる可能性がある。景気刺激策が依然相場を下支え。
	グローバル (除く米国) ▲					世界経済の見通しが改善する中、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がプラス要因。積極的な経済対策や中国需要の安定がサポート材料。
	欧州					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極端に低いことがサポート材料。しかし、持続的成長に必要な長期的な材料に乏しい。
	日本 ▲					世界貿易見通しの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ることから引き続きバリュエーション拡大の重要な手掛かりとなる。
	新興国 ▲					世界貿易の改善や自国通貨高が強力な追い風となる。新興国では、金融、資本財などの景気敏感セクターや中南米やEMEA (欧州・中東・アフリカ) などの地域を嗜好。
	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景気敏感株へのシフト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 ▲					バリュー株は繰越需要や景気改善の恩恵を受ける可能性がある。バリュエーションは上昇したが、相対的には依然として魅力的。
	時価総額					
	米国 大型					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足かせになり、景気回復が進むにつれ、出遅れる可能性がある。税制改革の可能性が低下したことはポジティブな材料。
	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、引き続き上昇余地がある。財政刺激策、ワクチン開発の進展報道、消費者心理の改善によりこれまでのところ倒産リスクは抑制されている。
債券 (円ヘッジ付)	日本 大型					コロナ後の世界景気回復の恩恵が期待される一方で、当面のコロナ動向や円高米ドル安傾向の持続、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プレーヤーに重くのしかかる。商業用不動産は引き続き下押し圧力を受けている。
	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への中銀の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、ヘッジ後利回りの魅力は低下している。
	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 ▼					信用スプレッドは依然魅力的な水準にあるが、3月以降の大幅な値上がりで相対バリュエーション面の魅力は低下。格下げやデフォルトの可能性があり、リスクは依然残る。
	変動金利バンクローン ▲					相対バリュエーションは良好で、デュレーションの短さ、需給環境、資本構成上位に位置付けがプラスに働く見込み。
	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ているが、足元の価格上昇を受け、相対バリュエーション面の魅力は低下し、財政政策に関する懸念は残る。
通貨	現地通貨建て新興国債券 (ヘッジなし)					先進国中銀による緩和的な金融政策や米ドル安の可能性に支えられ、バリュエーションは依然魅力的。
	米ドル (対円)					新政権下、またワクチン開発の進展により「コロナ後」に注目が向かう中でも、避難先通貨としての性質は変わりなく、未曾有の金融緩和の長期継続観測から円に対しても弱含みややすい公算。
	ユーロ (対円)					EUの財政支出効果の顕現が期待される一方で、外出制限措置の強化を受けた当面の景気の落ち込みや、「日本化」も指摘されるECBの金融緩和効果の限界などが懸念されるところ
	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



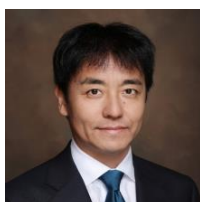
Hajime Takigawa  
ソリューションズ・ストラテジスト/  
ポートフォリオ・マネジャー  
APAC



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](http://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。

ロンドン・ストック・エクスチェンジ・グループ・ピーエルシー（London Stock Exchange Group plc）及びそのグループ企業（総称して「LSEグループ」）。©LSE Group 2020. FTSEラッセルは、特定のLSEグループ企業の商号です。FTSE®、Russell®（ラッセル）、FTSE Russell®（FTSEラッセル）及びRussell 1000®（ラッセル1000）は、LSEグループのメンバー企業の登録商標であり、その他のLSEグループ企業は、使用許諾ライセンスのもと、これらを使用しています。FTSEラッセルのインデックスまたはデータに関するすべての権利は、各インデックスまたはデータを保有するLSEグループのメンバー企業に帰属します。LSEグループ及びその使用許諾者のいずれも、インデックスまたはデータの誤記・脱漏について一切責任を負わず、いかなる当事者も当資料に含まれるインデックスまたはデータに依拠することはできません。各インデックスまたはデータを保有するLSEグループのメンバー企業の書面による同意なく、LSEグループから得たデータの再配布は認められません。LSEグループは、当資料の内容を宣伝、後援または推奨するものではありません。

MSCI EAFEグロース・インデックス、MSCI EAFEバリュー・インデックスは米国およびカナダを除く先進国の大型・中型株式を、MSCI新興国グロース・インデックス、MSCI新興国バリュー・インデックス、MSCI新興国は新興国の大型・中型株式を、MSCI米国は米国の大型・中型株式を、MSCI欧州は欧州先進国15カ国の大型・中型株式を、MSCI日本は日本の大型・中型株式を対象として、MSCI Inc.が算出・開発した指数です。なお、MSCI Indexに関する著作権、知的財産権その他一切の権利は、MSCI Inc.に帰属します。

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

202012-1452715