



2021年1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12月31日時点

無邪気にユニコーンを追う

金融・財政による大規模な景気刺激策や2020年末にかけてのワクチン開発進展の報道を受け、2020年は世界的にリスク資産が急騰、S&P500指数の騰落率は16%超となり、バリュエーションはITバブル期以来の水準まで上昇しました。また、新規株式公開（IPO）の件数・調達額ともに20年ぶりの高水準に達するなど（図表1）、数多くの企業が新規上場し、相場上昇に一段と弾みが付きましました。ユニコーン（企業価値10億米ドル以上の未上場企業）の多くは上場の週に株価が80%以上も急騰しました。特に赤字上場となったAirbnbやDoorDashはその代表です。投資先が未定のままIPOにより資金調達するためブランクチェック（白紙の小切手）カンパニーと呼ばれるSPAC（特別買収目的会社）にも投資家は殺到しました。2020年は仮想通貨など暗号資産も大きな注目を集め、投機熱に拍車が掛かりました。2021年に入っても、投資家の間ではこうした過熱傾向が2000年のITバブル再来の予兆として心配する様子は見られず、上場を目指す企業の動きもすぐに衰える気配はありません。

インフレ、本気で？

米連邦準備理事会（FRB）は10年以上にわたり経済成長とインフレ上昇を目指し金融政策を実行してきましたが、コロナ禍からの回復が物価上昇のきっかけとなり得るのでしょうか？市場はブレイクイーブン・インフレ率（BEI）一名目利回りインフレ連動債利回りの差が2%台に近づくと考えているようです（図表2）。繰越需要の顕在化の可能性が高く、2021年後半はそれに追いつくため生産を増やす必要に迫られ、インフレ率が高まりそうです。コロナ禍が予想外の住宅ブームをもたらした結果、消費者物価指数（CPI）の主要項目の一つである住居費は既に大きく上昇しています。2020年8月、FRBは長期的に「平均」2%のインフレを容認する持続成長重視の新たなアプローチを発表しました。新たな政策の下、インフレ期待は2021年にかけて上昇が容認され、市場はFRBをあまり恐れなくなるかもしれません。FRBが超低金利政策を続け、インフレ率が上昇すると、実質利回りがさらに低下する可能性があります。

菅政権下で高値回復、今後は持続性がカギ

堅調な資金流入から日経平均株価は30年ぶりの高値を付け、2020年9月に足した菅政権を巡る楽観的な見方から日本株に対する投資家の意欲は再度高まっています。菅政権は新型コロナウイルス対策に取り組む一方、アベノミクスで株主重視の政策や構造改革を推進した安倍前政権の政策継承を明言しました。また、日本は半導体やロボットなどの分野で技術力に定評があるものの、政府や多くの企業は生産性の低さを問題視されていることから、生産性の向上を目指して独自に「デジタル庁」を新設しました。投資家はこうした構造改革に対する取り組みを評価したほか、日本は世界経済がコロナ禍から回復する過程で恩恵を受ける輸出セクターの割合が大きい点も好感しました。こうした循環的、持続的な力が日本の成長を牽引し、夏のオリンピック開催以外にも好材料があるかもしれません。

日本はAからGのマイナス材料を抱えるものの、米欧に比べ小粒

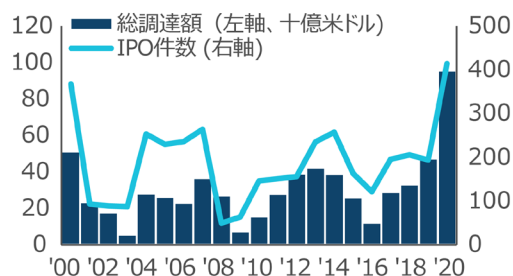
足元の日本は次のようなマイナス材料を抱えています。Appreciation of JPY（日銀短観の想定為替レート対比の円高、図表4）、Bonus cuts（2020年冬季賞与の減額）、COVID infections（コロナ感染の拡大）、Decreasing Suga's approval rating（菅首相の支持率低下）、Enough vaccinations by the Tokyo Olympic?（ワクチン接種の遅れによる東京五輪開催の危ぶまれ）、Former PM Abe's scandal（「桜を見る会」をめぐる安倍前首相事務所の虚偽記載）、Go To campaign suspension（Go To トラベルの一時停止）。しかし、社会的分断や1日当たり数千人に上るコロナ感染死亡者といった米欧が直面している問題と比べると、これらはいずれも小粒なマイナス材料と考えられ、世界的な景気回復や金融・財政刺激策の恩恵を受けやすい産業が多い日本の株式市場には、小型株中心に、前向きな見方を維持しています。

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。

出所：日経、ブルームバーグ・ファイナンスL.P.、ファクトセット、日本銀行「全国企業短期経済観測調査」のデータをもとにティー・ロウ・プライスが分析、作成。追加ディスクロージャー参照。

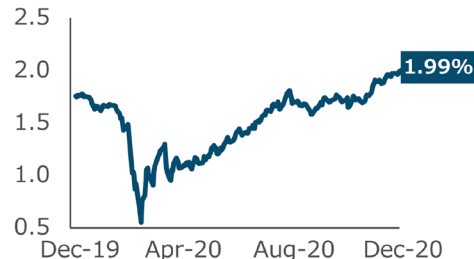
再配布禁止

米国のIPO動向（図表1）



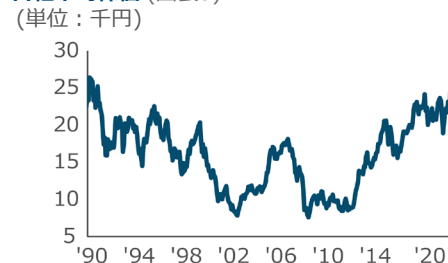
2020年12月31日時点

米国の10年ブレイクイーブン・インフレ率（図表2）



2020年12月31日時点

日経平均株価（図表3）



2020年12月31日時点

日銀短観の想定為替レートと米ドル円レート（図表4）



2020年12月31日時点

	ポジティブ	ネガティブ
米国	<ul style="list-style-type: none"> ■ 追加的な財政支援策が見込まれる ■ 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 	<ul style="list-style-type: none"> ■ 新型コロナウイルスの新規感染者数が増加 ■ 割高な株式と債券のバリュエーション ■ 高水準の企業・政府債務 ■ 米ドル安
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 	<ul style="list-style-type: none"> ■ 新型コロナウイルス感染第2波の最中、新たなロックダウン ■ 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定的 ■ 長期的な成長要因は限られる
中国	<ul style="list-style-type: none"> ■ 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 ■ 世界経済の正常化に伴い、中国資産のリスクプレミアムが低下する可能性 	<ul style="list-style-type: none"> ■ 景気の勢いが頭打ちとなりつつある一方、2021年後半には政策引き締めが行われる可能性 ■ テクノロジー株のウェイトが高く、新たな規制の導入やバリュエーションの高さが逆風になる可能性 ■ 社債のデフォルトが増えており、政策当局は連鎖倒産リスク抑制に焦点
日本	<ul style="list-style-type: none"> ■ 追加の経済対策が発表され、景気は引き続き緩やかに回復 ■ 日本株は数十年ぶりの高値を付けたが、バリュエーションは他の先進国に比べてなお妥当な水準にあり、世界経済回復の恩恵を受ける可能性 ■ 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とカバンス改善に取り組んでいる 	<ul style="list-style-type: none"> ■ 景気回復の足取りが他の先進国より緩やかな中、新型コロナウイルスの新規感染者数が再び急増し、一部の都道府県に緊急事態宣言発令に至った ■ 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	<ul style="list-style-type: none"> ■ 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様子 	<ul style="list-style-type: none"> ■ 中国との対立やコモディティ価格の上昇が輸出企業には逆風となるかもしれない ■ 財政刺激策が早すぎるタイミングで縮小されるリスクがあり、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 ■ 中央銀行が一段高の抑制に乗り出す可能性のある水準まで豪ドル高が進んだ
新興国	<ul style="list-style-type: none"> ■ 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 	<ul style="list-style-type: none"> ■ 中国を除く新興国は財政刺激策を行う能力が限られる ■ 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 ■ 中国の景気刺激策による恩恵が薄れる可能性

		▼ 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ベースに関する楽観的な見通しを反映しており、業績は大幅に改善する可能性がある。新型コロナワクチンの普及時期や今後の財政刺激策がカギを握る。	
	債券				中央銀行が景気下支えを表明する中、短期債利回りが引き続き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の兆候を受けて上昇する可能性がある。	
	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。米ドル安がさらなる逆風となる可能性があるが、追加刺激策期待は大きい。
	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繰越需要が強力なサポート材料。
	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低いことがサポート材料。しかし、持続成長に必要な長期的な材料に乏しく、新型コロナウイルスの感染拡大が引き続き問題に。
	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。
	新興国					世界貿易の改善や通貨高が強力な追い風。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) などの地域を愛好。
	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み、収益トレンドは厳しさを増す可能性がある。
	グローバル・バリュー					景気敏感株は繰越需要、景気改善、金利上昇、財政刺激策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。
	米国 小型					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。バリュエーションは大型株ほど割高ではなく、景気回復に伴う上昇余地がある。
	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					天然資源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。
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					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。
	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、ヘッジ後利回りの魅力は低下している。
	米国長期国債					デレレーションが長く景気見通しの改善とインフレ期待高まりによるイールドカーブのスティープ化の影響を受けやすい。
	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り、既にマイナスの実質利回りがさらに低下する可能性がある。
	グローバルハイールド社債					信用スプレッドは適正水準まで縮小したが、利回りは投資適格債に比べて依然魅力的な水準にある。ファンダメンタルズは総じて良好だが、一部のセクターは格下げやデフォルトの可能性もある。
	変動金利バンクローン					相対バリュエーションは良好で、デレレーションの短さ、需給環境、資本構成上位の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。追加的な財政支援策の実行に懸念が残る。
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)					ブルーウェーブ成立で財政出動期待が高まる中、FRBの金融政策への負担低下は米ドル下支え材料だが、「双子の赤字」状態の米国で財政赤字の拡大に懸念が高まるリスクも残存。
	ユーロ (対円)					英国との通商関係確定やEUの財政支出効果の顕現期待などのプラス要因と、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によるマイナス要因が拮抗。
通貨	豪ドル (対円)					資源価格上昇などのプラス要因、関係が悪化する中国への輸出というマイナス要因、基本的に落ち着いてはいるものの、散発するコロナ感染という中立要因が拮抗。



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



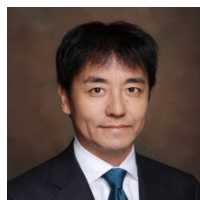
Hajime Takigawa
ソリューションズ・ストラテジスト/
ポートフォリオ・マネジャー
APAC



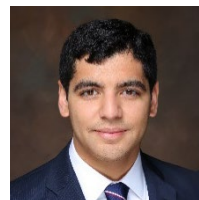
Thomas Poullaouec
マルチ・アセット・ソリューションズ
APAC 責任者



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。

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

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

202101-1483669