



2021年2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1月31日時点

変異する市場の期待

新型コロナウイルスのワクチン接種が始まろうとした矢先に、英国、ブラジル、南アフリカで発見された死亡率がより高い可能性のある変異種が広がり、世界経済の回復見通しに変化が生じ始めています。潜在的に感染力や毒性の強い変異種の発生を受け英国やユーロ圏を中心にロックダウン（都市封鎖）が再導入され、一部の地域では「景気二番底」懸念が台頭してきました。モデルナなどが開発したワクチンは変異種に対しても有効と報じられていますが、急激に変異する恐れもあることから、各国はウイルス封じ込めにむけてワクチン接種を急がざるを得ない状況です。変異種は多くの地域がワクチン不足や保存・配布の問題に直面すると同時期に出現しました。今後数ヶ月が新型コロナウイルスとの闘いにおける正念場とみられ、その抑制に時間がかかればかかるほど、人命や世界経済への打撃は大きくなるでしょう（図表1）。

飛躍する中国経済

他国が景気立て直しに苦戦する中、中国は昨年の成長率が2.3%と、主要国で唯一プラス成長を記録しました。2020年10-12月期の成長率は設備投資や輸出の伸びに支えられ前年同期比6.5%と好調でした。中国経済は一気にコロナ前の水準まで回復し、GDP世界一への道を歩んでいます（図表2）。中国のV字回復は、早い段階に厳格なロックダウンで新型コロナウイルスを抑え込んだこと、財政・金融両面における大規模経済対策が大きな要因です。インフラ重視の景気刺激策や、マスクから在宅勤務に関する家具・家電に至る広範なコロナ特需を受けて輸出が伸びる一方、新型コロナウイルスの影響を最も強く受けた小売業の不振が響き国内消費は3.9%減少しました。中国は何年も前から貿易依存度を下げ、国内消費増加に向けた取り組みをしてきたため、消費の落ち込みは一時的なものとなる可能性が高いでしょう。

初日からアクセル全開のバイデン政権

バイデン政権はコロナ撲滅を最優先課題に掲げる一方、規制に関する大統領令を矢継ぎ早に打ち出しています。前政権はエネルギー業界を中心に規制緩和に力を入れてきましたが、バイデン政権は気候変動やグリーンエネルギーから格差是正に至る幅広い分野で再び規制を強化しています。バイデン大統領は就任当日、国有地での石油・ガス鉱区の新規リース権許可を一時停止し、カナダの油田と米メキシコ湾岸の製油所を結ぶ「Keystone XL」プロジェクトを中止したほか、地球温暖化対策の国際的な枠組みである「パリ協定」に復帰しました。議会民主党も公約実現に向けて迅速な行動を起こしており、実施済みの計4兆ドルの景気刺激策に加え、1.9兆ドルの追加対策の早期実現を目指し、上院で60票の賛成が必要な予算案を単純多数で成立させるため「財政調整措置」の使用を検討する可能性があります（図表3）。新政権は充足したばかりですが、民主党は、ねじれ議会が想定されていた時に市場参加者が予想したよりも迅速かつ単独での法案成立を目指して行動しています。

ミクロでは日本企業のコスト管理、マクロでは流動性と外需回復が日本株を押し上げ

日本株は年明け以降も堅調に推移しています。日経平均株価で見ると2月15日に3万円を上抜けて1990年8月以来の高値水準ですが、機関投資家の利用が多い配当込みTOPIXは既にバブル期の高値を抜け、史上最高値を更新しています。バイデン新政権の大型追加経済対策の実現可能性が高まり、コロナ危機後に世界中で行われてきた未曾有の金融緩和や累次の財政出動とも相まって、潤沢な流動性が様々なリスク資産価格を押し上げており、その恩恵が日本株にも及んでいます。ただし、それだけではなく、日本企業の機動的なコスト削減に世界的な需要の急回復が重なり、業績面でもポジティブ・サプライズが続いていることが日本株の支援材料となっています。マクロ面でも、輸出の回復が生産の増加につながる日本経済の伝統的な景気の伝播経路は現在でも健在のようです（図表4）。

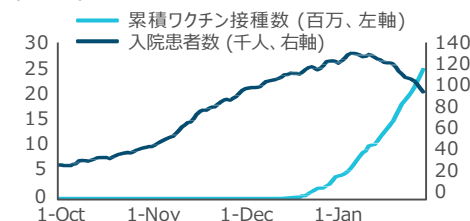
過去の実績は将来のパフォーマンスを保証するものではありません。

出所：米疾病予防管理センター（CDC）、Covid Tracking Project (covidtracking.com)、米商務省経済分析局/ヘイバー・アナリティクス、米財務省/ヘイバー・アナリティクス、財務省「貿易統計（速報）」、経済産業省「鉱工業指数」。

¹ 数値は年次、米ドルベース。

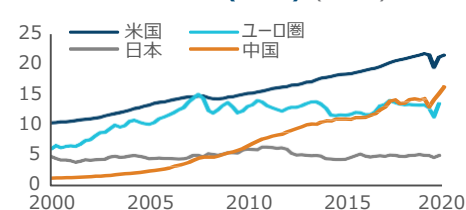
再配布禁止

米国の新型コロナ入院患者数と累積ワクチン接種数（図表1）



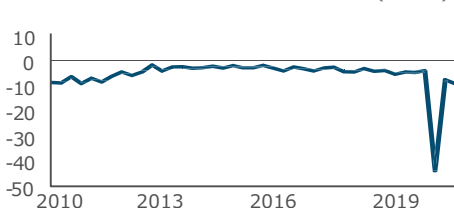
2021年1月31日時点

国・地域別の名目GDP（兆ドル）¹（図表2）



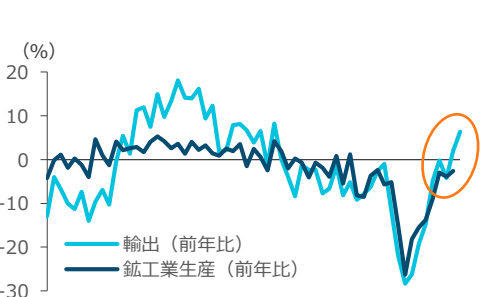
2020年12月31日時点

米連邦政府の財政収支（%、GDP比）（図表3）



2020年12月31日時点

外需の急伸が生産の更なる増加を示唆（図表4）



2021年1月31日時点

ポジティブ

米国

- さらなる財政出動の可能性が高まる
- 新型コロナワクチンの接種が進行中
- 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

ネガティブ

- 株式と債券のバリュエーションは割高な水準に
- 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

- 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
- 株式のバリュエーションは引き続き魅力的
- 長期的にユーロ高見通し

- 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
- ワクチン接種が進行しているが、供給不足に直面
- 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
- 長期の成長要因は限られる

中国

- 好調な輸出や今後見込まれる国内消費拡大に支えられ、景気は堅調
- 企業業績は上方修正され、幅広いバリュエーション指標は他の市場に比べて引き続き魅力的
- 中国資産への需要の高まりから、海外から大量の資金が流入し、人民元や債券利回りに圧力がかかる見通し

- 流動性はピークに達した様子で、2021年後半は経済成長の鈍化が予想される
- 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
- 貯蓄が過度な水準にあり、家計と企業の景況感は完全回復には至っていない

日本

- 緩和的な政策を背景に、景気は引き続き緩やかに回復
- 日本株はグローバルな景気敏感株で、PMI（購買担当者景気指数）や債券利回りとの正の相関関係にある
- 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ナンス改善に取り組んでいる

- 一部の製造業の指標はまだコロナ前の水準を下回っており、景気の勢いは依然として弱い面もある
- 新型コロナウイルスの感染拡大がこの冬も収まらず、ワクチン接種の開始は2月下旬となる見込み
- 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
- 経済サプライズ指数は過去最高の水準にあり、目先の景気の勢いが強まる見込み
- アジア太平洋地域内で最も速いペースで企業業績が上方修正されている

- 中国との対立やコモディティ価格の高止まり（数量の下方圧力）が輸出企業には逆風となる可能性
- 中央銀行が雇用関連の朗報に素早く反応する可能性も。利回りは上昇の見込み
- 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みつつある

新興国

- 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

- 中国の景気刺激策による恩恵が今後薄れる可能性
- 中国を除く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

		▼ 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度を主観的に評価したものです。
	株式				業績回復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、ワクチン接種の遅れやウイルスの変異などが波乱要因となる可能性も。
	債券				短期国債利回りは中央銀行の政策対応を背景に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傾向に。社債にはまだ投資妙味のある銘柄も。
	キャッシュ				株式などリスク資産への選好が高まる中、日本の政策金利は依然としてマイナス圏にあるものの、新型コロナウイルスの脅威が収まってはいない状況下、キャッシュについては中立スタンスを維持。
株式	地域				
	米国				2021年の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。景気刺激策は依然後押し材料。
	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。
	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。しかし、中国の景気刺激策効果の剥落や、ワクチンの供給・配布体制が脆弱なことが懸念材料。
	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、テクノロジー株への規制強化から景気敏感株への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。
	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、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。
	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い。
	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。
債券 (円ヘッジ付)	国内債券				日本の国債利回りは引き続き中期ゾーンまでマイナスで、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、キャピタル・ゲインとインカムの両面で魅力を見出しにくいところ。
	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。投資適格社債のスプレッドは妥当な水準にある。
	先進国 (除く米国) 投資適格公社債				中銀の政策対応で短期債利回りは引き続き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。
	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依然として受けやすい。
	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、インフレ期待が高まり、インフレ連動債は上値余地が限られる。
	グローバルハイイールド社債				信用スプレッドは長期平均に近く、投資適格社債に比べて依然魅力的。ファンダメンタルズは総じて良好だが、新型コロナウイルスの感染再拡大で格下げやデフォルトの懸念が強まる恐れも。
	変動金利バンクローン				相対バリュエーションは依然良好で、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、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配布の進捗に懸念が残る。
	現地通貨建て新興国債券 (ヘッジなし)				景気を下支える金融政策の継続やドル安による潜在的な追い風がある魅力的なセクター。新型コロナウイルスの感染再拡大やワクチン配布に関する不透明感が残る。
通貨	米ドル (対円)				バイデン政権の大型財政支出案を伴った「リフレトレード」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。
	ユーロ (対円) ▼				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後れを取る可能性を考慮し、ユーロの先行きに対する見方をやや下方修正。
	豪ドル (対円) ▲				中国との関係悪化というマイナス面はあるものの、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、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



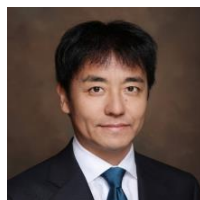
Hajime Takigawa
ソリューションズ・ストラテジスト/
ポートフォリオ・マネジャー
APAC



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

202102-1525890