



2020年9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8月31日時点

米国の物価見通しは？

米国のインフレ率は10年以上も目標を下回っていますが、投資家の間では、新型コロナウイルスによる景気後退からの回復をサポートするための大規模な金融緩和や財政出動が行われた結果、ようやくインフレ率が上昇するかもしれないとの観測が一部で浮上しています(図表1)。歴史的に物価とマネーサプライの相関性は高く、マネーサプライが増えると、より少ないモノをより多くのマネーが追い求めることで、最終的に物価が上昇します。しかし、世界金融危機の後にも経済対策は拡大してきましたが、ここ10年間でCPI(消費者物価指数)で見たインフレ率に大きな動きは見られず、資産価格だけが上昇してきました。インフレ率が高まると、バリュエーションが高いグロース株、特に株式市場を牽引してきたテクノロジー関連株式が伸び悩む一方で、長らく放置されてきた景気敏感株が急上昇する局面があるかもしれません。米国連邦準備理事会(FRB)は最近、「平均」で2%のインフレ率を重視するように政策を転換し、低金利を長期継続し、インフレ率の上振れを容認する姿勢を示しました。インフレ率の上昇は、グロース株からバリュー株への持続的なシフトが起きるきっかけとなり得るのでしょうか？

不透明感たどる財政の大盤振る舞い

7月に景気刺激策が失効した後、米国議会の民主党とトランプ政権は、労働者への追加的な財政支援(失業手当の上乗せ延長)を巡り膠着状態に陥っています。3月以降、総額2兆8,000億米ドル近い財政出動を受けて、個人消費はここ数ヶ月大きく持ち直しましたが、追加支援策が早期に決まらなければ、失速し始める恐れがあります。8月初旬、民主党との協議が難航する中、トランプ大統領は失業手当の上乗せを延長し、賃貸住宅からの立ち退き猶予の大統領令に署名しました。共和党と民主党の追加支援策にはまだ約1兆米ドルの隔たりがあり、州・地方政府への支援が引き続き最大の争点となっています。早急に解決しなければ、確実に景気に悪影響を及ぼしますが、追加の景気刺激策が講じられれば、2021年には米国政府の債務残高が30兆米ドルに達し、対GDP比率で戦後最大の水準になる可能性があります(図表2)。現在の経済危機から抜け出すには追加の経済対策が不可欠ですが、米国民は最大限の効果をえられる政策の決定を願うばかりです。

住宅市場の改善

多くの企業や家計がコロナ禍で依然苦しむ中、米国の住宅市場には意外にも明るい兆しが見られています。人口動態的トレンド、超低金利、供給の逼迫、在宅勤務の普及や郊外への転居などにより、中古住宅や新築住宅への需要が高まり、入札合戦や住宅価格の高騰に繋がっています。住宅市場の力強い回復は融資や家具、家電、リノベーションへの支出を通じて、他のセクターを押し上げるため、景気を浮揚させる効果が期待できます。米国住宅建設業者インデックスは3月の底打ち後から120%上昇し、株式市場はこれを好感しました(図表3)。ただ皮肉なことに、住宅市場が急回復する一方で、失業率はまだ高水準で、米国経済は史上最悪の不況からは回復の道半ばの状況です。新型コロナウイルスによる影響は、住宅所有に対する考え方へ構造的な変化を及ぼしているのでしょうか？

日本の社会・経済・政治をめぐる「3つのP」

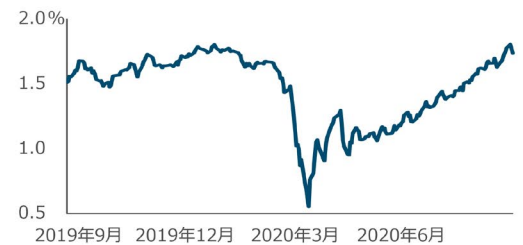
8月以降の日本のマクロ環境については、「P」で始まる次の3つの変化を指摘できます。こうした変化が認識されるにつれ、相対的に割安感のある国内資産がグローバル投資家から見直される動きも散見されます。①7月に深刻化した新型コロナウイルス感染第2波の鈍化(Peak out):全国の新規感染者数が減少し(図表4)、東京都の警戒レベルが引き下げられました。10月には「Go To トラベル」施策の対象に東京発着が加わります。②各種経済指標の予想外の改善(Positive surprise):6月の家計支出や6-7月の現金給与、7月の鉱工業生産などが事前予想を上回り、シティグループが算出するエコノミックサプライズ指数は急上昇(改善)しています(図表4)。③円滑な首相交代(Political stability):歴代最長となった安倍政権に幕が引かれましたが、同政権の「遺産の継承」をうたう菅新首相(前官房長官)に安定的に政権が移譲されたことが、市場では総じて好感されています。

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。

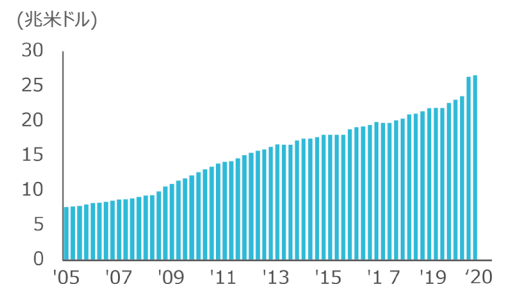
出所: ブルームバーグ・ファイナンス L.P.、ブルームバーグ・サービス・リミテッド、スタンダード・アンド・プアーズ、シティグループ。追加ディスクローチャー参照。
米国の消費者物価見通しはブルームバーグ・バークレイズ米国10年ブレイクイーブン・レート、米国住宅建設業者インデックスはS&P住宅建設業者セレクト・インデックスを使用。

再配布禁止

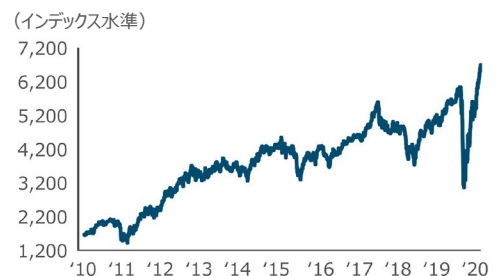
米国の消費者物価見通し (図表1)



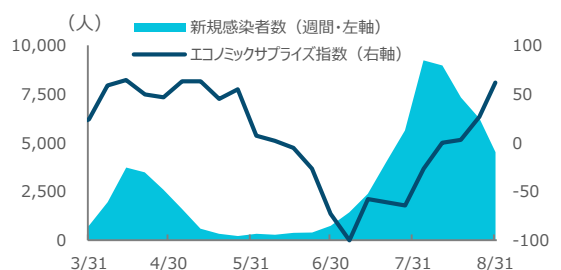
米国政府の債務残高 (図表2)



米国住宅建設業者インデックス (図表3)



日本の新規感染者数とエコノミックサプライズ指数 (図表4)



2020年8月31日時点

ポジティブ

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）の割合が他国より多い
- 危機前は家計のバランスシートは健全

ネガティブ

- 政治的緊張の高まり
- 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

- 欧州復興基金は追加的な財政刺激効果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
- ユーロ高の見通し

- 趨勢的に優位な企業の割合が低い
- 危機前から銀行セクターは厳しい状況が続いていた
- 危機前から景気の足取りが弱かった
- 欧州中央銀行（ECB）の景気刺激余地は限られる

中国

- V字回復は勢いを失いつつあるが、経済指標は依然として更なる成長を示唆
- 株価上昇や住宅価格上昇の資産効果が、弱い個人消費を押し上げる可能性
- よりターゲットを絞った投資が景気を支える見込みで、政策は今後も柔軟に運用される可能性が高い

- 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悪化させる可能性がある
- 中国株はバリュエーションが高く、将来のリターンは小幅なものにとどまる可能性がある
- 世界的に繰越需要に直面している中、人民元高が競争力を損なう可能性がある

日本

- 経済指標は4-6月期に底入れした模様で、その後も継続的に改善している
- 世界中の消費者がコトよりモノを選ぶようになり、コロナ禍の中、現時点では生産活動が牽引
- 日本株は引き続き比較的割安で、業績予想が上方修正され、世界経済の回復局面における選択肢が多い

- 安倍首相の辞任表明を受け、アベノミクスの継承者と将来について政治的不透明感が高まった
- 日本株が他の先進国市場をアウトパフォームするには、世界経済が予想以上に回復する必要がある
- 幅広い通貨に対する米ドル安に照らすと、為替が円高に振れ、日本企業の競争力と収益力が損なわれる可能性がある

オーストラリア

- 現時点の経済指標は財政刺激策やコモディティ価格の上昇を背景に堅調
- 高い貯蓄率、住宅関連の財政支援、繰越需要を踏まえると、個人消費は当面の間、引き続き上振れの可能性がある
- 企業は当初懸念されていたよりも増配に前向きの姿勢も

- 財政刺激策が早期に縮小されるリスク
- 足元の企業調査では、雇用と設備投資の両方が悪化する可能性がある
- 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、株式市場は保ち合い局面に入る可能性がある

新興国

- 中国経済は概ね回復
- 米ドル高圧力が弱まる
- FRBの緩和で新興国の中央銀行は利下げに動きやすくなった
- 株式のバリュエーションは先進国より魅力的

- 一部の地域では新型コロナウイルスの感染が依然として拡大している
- 中国を除く新興国は財政刺激策を行う能力に限られる
- 世界の鉱工業生産や貿易の動向に非常に敏感で、一次産品価格は持ち直しているが、依然低水準にある

		▼ 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					中銀が下支えを公約し、利回りは低位で安定。社債セクターの一部は利回りが魅力的。
	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感染の状況は懸念材料ではあるが、緊急避難的にキャッシュをオーバーウェイトにする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・セクターの特性がサポート材料。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）					経済はコロナ禍で落ち込んだ後、改善の兆しを見せている。大胆な経済対策と中国の需要回復がサポート材料。
	欧州					景気敏感セクターには低金利・低成長環境が逆風。欧州復興基金による財政支援と米ドル安が追い風となる可能性。
	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、足元では貿易も回復しつつある。
	新興国					中国経済の加速、米ドル安、金利感応度の低さがサポート材料。しかし、大半の国は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					
	グローバル・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、グロース株のバリュエーションはさらに割高になった。これらの銘柄はマクロ環境の影響を受けにくいことが強み。
	グローバル・バリュー					景気敏感株は景気回復局面において出遅れ、バリュエーションが一段と魅力的になっており、景気が目先的に落ち着けば、上値余地がある。
	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。
	米国 小型					相対バリュエーションは魅力的で、景気回復局面では上値余地がある。個人消費や倒産リスク増大への新型コロナウイルスの影響を依然受けやすい。
	日本 大型					経済活動再開後の世界景気の回復の恩恵が期待されるものの、コロナ再燃の行方と、円高の進行、4-6月期決算や2020年度見通しで示された収益力の脆弱さが懸念材料。
	日本 小型					米国の景気回復の直接の恩恵は見込みにくいものの、中小企業に手厚い日本政府のコロナ対策もあり（銘柄ごとのばらつきが大きく、綿密な銘柄選択が重要なが）総じて今後に期待。
債券（円ヘッジ付）	インフレ敏感セクター					
	実物資産株式					インフレ期待が緩やかに高まっており、一次産品の需給は改善。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					景気見通しの改善やインフレ期待の高まりにもかかわらず、米国債の名目利回りは引き続き低水準。
	先進国（除く米国）投資適格公社債					新型コロナウイルスの影響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					利回りは過去最低に近く、デュレーションが長いため、景気見通しが改善すると、イールドカーブの長期部分はスティープ化しやすく、金利リスクが高まる。
	インフレ連動債					景気見通しが改善する中、無制限の金融・財政支援を背景に、インフレ期待は改善。
	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					FRBはゼロ金利を継続しているが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					足元の上昇を受け、バリュエーションの相対的な魅力は低下したが、依然として先進国に比べて魅力的な利回りを提供。
通貨	現地通貨建て新興国債券（ヘッジなし）					新興国通貨に対するセンチメントが改善。先進国中銀によるサポートや米ドル安に支えられ、バリュエーションは依然魅力的。
	米ドル（対円）					日米金利差が縮小する中、財政赤字拡大と追加経済対策の難航、米中対立や間近に迫った大統領選への不安などから、米ドルの安全通貨としての選好が円よりも後退している公算。
	ユーロ（対円）					財政・金融両政策面の支援と今後の景気回復期待、ECBの現行ユーロ水準容認姿勢などから選好されやすい一方で、Brexit問題再燃や、足元まで約1割上昇したことからの高値警戒感も。
	豪ドル（対円）					資源価格の回復に伴い、上昇が続いてきたが、短期的には交易条件がピークを付けた可能性が高く、さらなる上昇余地にはやや乏しいと考える。



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



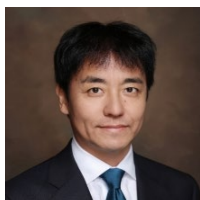
Hajime Takigawa
ソリューションズ・ストラテジスト/
ポートフォリオ・マネジャー
APAC



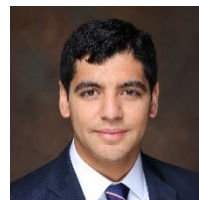
Thomas Poullaouec
マルチ・アセット・ソリューションズ
APAC 責任者



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。

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。

S&P500インデックスは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インデックスの誤記・脱漏・中断について責任を負いません。

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)の递减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

202009-1331821