



2020年10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9月30日時点

増えつつある恒久的失業者

米国では失業率の低下が続く一方で、恒久的な解雇が警戒を要するペースで増えつつあり、それがサービス・セクター以外にも広がっています(図表1)。当初、新型コロナウイルスの影響は一時的との期待がありましたが、現実には直面し、消費者行動の変化による影響を最も受けやすい業態の企業は人員削減を始めています。追加の経済対策が2021年にずれ込む可能性もあり、大きな打撃を受けた経済分野が修復不可能なダメージを負う恐れがあります。しかしながら、今のところ個人消費は安定しており、倒産件数は増加しているものの、少なくとも現時点では比較的低水準にとどまっています。新型コロナウイルスのワクチン開発の進展が見られますが、幅広く行き渡るまでには何カ月もかかる見込みで、その間に経済の脆弱な分野がさらなる下押し圧力を受けます。ワクチンが行き渡るまでの期間を乗り切る追加の刺激策が導入されないと、今後もサービス・セクターを中心に失業者が増え、経済へのダメージはより深刻なものとなり、初期段階にある景気回復が脅かされるかもしれません。

感染第2波と英・EU交渉の難航で不透明感が強まる

欧州は現在、新型コロナウイルス感染拡大の第2波に直面しており、経済活動の再開が進んでいた地域では規制再強化の動きが広がっています。特に英国は感染再拡大が深刻で、新規感染者数が5月の水準まで増加し、全国的なロックダウン(都市封鎖)に関する議論も再燃しています(図表2)。第2波の封じ込めに臨むと同時に、欧州連合(EU)離脱に関する交渉の緊張が高まっていることから、先行きが一段と見通しづらくなっています。英国は2020年1月末にEUを正式に離脱しましたが、貿易や安全保障、特にアイルランドと英国の国境管理など残りの重要な問題においてEUと合意に至っていません。英国にとってEUは最大の貿易相手であり、2020年末までに合意に至らなければ、貿易に年間数兆ユーロ規模の影響が及ぶ可能性があります。これらの問題が解決しなければ、世界の他国・地域が景気回復に向かう中、欧州は取り残される恐れがあります。

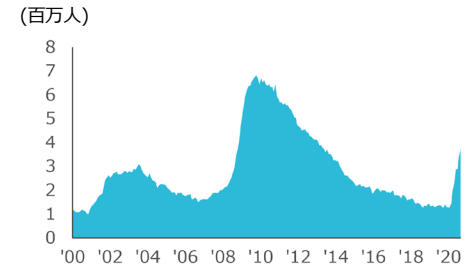
歴史に残る11月となるか?

米国大統領選挙が間近に迫る中、郵便投票を巡る議論が過熱しており、法廷闘争に発展する可能性もあるところへ、トランプ大統領の新型コロナウイルス感染が判明し、市場は大統領選挙日以降もボラティリティの高い状況が続くことを織り込みつつあります。どちらの候補が勝利するよりも、政治的混乱や不透明感が強い状況が長引くことが市場にとってより大きなリスクになるとの見方もあります。こうした不安を反映し、ボラティリティに対するヘッジコストであるVIX指数の先物11月限と12月限の価格は上昇しています(図表3)。2000年の大統領選挙では結果が出るまでに1ヶ月以上もかかり、S&P500指数は4%以上下落、米国10年国債利回りは0.5%以上低下、金価格は12%以上急騰しました。今回も選挙結果が判明するまで長い時間を要するようであれば、バリュエーションの高まり、景気回復の足取りの弱さ、新型コロナウイルスを巡る不透明感などを考えると、市場は2000年の大統領選挙時以上に不安定なものとなる可能性があります。

相対シャープレシオの改善観測は日本株の浮場に結び付くか

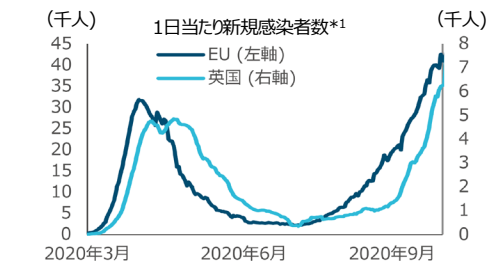
9月初め以降、グロース株主導で米国の株式市場が調整し、米ドル円相場が軟化した中でも、日本株が健闘しています。菅新政権の円滑な立ち上がりや比較的抑制された新型コロナウイルス感染状況、経済指標の改善といったマクロ面の安定性に加え、世界的な景気回復の恩恵を受けやすい特性やバリュエーション、足元で日本株の配当利回りが海外株を上回る(図表4)などの株主還元の改善などが評価され、日本株が他市場との比較で、「低リスクが故に投資効率(シャープレシオ)の高い投資先」と認識され始めた可能性があります。ただし、日本株への選好は現状では消去法的に生じている側面もあり、米国などで不透明感の払しょくが進んだ場合、投資家の関心が再び日本から離れることも念頭に置いておくべきでしょう。

米国の恒久的失業者数(図表1)



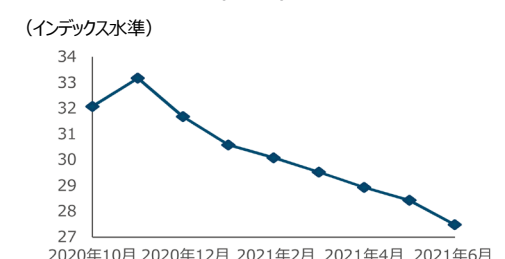
2020年9月30日時点

EU/英国における新型コロナ感染第2波(図表2)



2020年9月30日時点

VIX 指数*2の先物カーブ(図表3)



2020年10月2日時点

国内外株式の配当利回り(図表4)



2020年9月30日時点

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、ジョンズ・ホプキンス大学、MSCI。4ページの追加ディスクロージャー参照。

*1 1日当たり新規感染者数(7日移動平均)

*2 CBOE ボラティリティ・インデックス

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	■ 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 ■ 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 ■ 新型コロナウイルス感染拡大の第2波が拡大中
中国	■ 景気のV字回復が続いており、足元の経済指標は予想を上回る ■ 小売売上高がようやく回復し、中国が新型コロナウイルスの封じ込めに成功したことを反映 ■ 人民元高が個人消費と米ドル建て債務の返済をサポート、今後も人民元の強含みの展開を予想	■ 堅調な景気回復により積極的な政策対応の必要性は低下したが、景気刺激策の効果が薄れると、勢いが失われる可能性 ■ 米大統領選挙を控え、米中間の緊張が高まる可能性がある。香港から中国本土への貿易の減少が示すように中国の金融資産に対するセンチメントは悪化 ■ 中国株式市場では一部銘柄への集中やスタイル乖離リスクに直面し、投資家が株価上昇の継続を予想する中、バリュース株へのローテーションも考えられる ■ 社債のデフォルト・リスクが高止まりしており、金融緩和策が必要
日本	■ 菅政権へのスムーズな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 ■ 投資家は日本株に慎重な姿勢を崩していないが、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 ■ 経済指標は4-6月期に底入れした模様。世界の消費者がコトよりモノを選ぶようになり、コロナ禍で、生産活動が回復を牽引	■ 景気回復の足取りは他の先進国より鈍く、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あり ■ 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も
オーストラリア	■ 小売売上高、住宅、雇用、キャッシュバランス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さらに長期継続する見通し ■ 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株式とコモディティが上昇トレンドにあることを示唆	■ 四半期GDPが1959年以降で最悪の結果となった後、財政刺激策が早期に縮小されるリスクがある ■ ビクトリア州がすでに外出規制を解除するなど、オーストラリア市場はいまだ感染封じ込めが完了していない他市場よりも、ワクチン開発の進展に対してポジティブに反応しにくい可能性 ■ 投資家が豪ドルをややオーバーウェイトとしていることから、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。豪ドル高も輸出セクターにはマイナス材料
新興国	■ 中国経済は概ね回復 ■ 米ドル高圧力が弱まる ■ FRBの緩和で新興国の金融環境は改善 ■ 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だが、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					
	株式					
	債券					
	キャッシュ					
株式	地域					
	米国					
	グローバル (除く米国)					
	欧州					
	日本					
	新興国					
	スタイル					
	グローバル・グロース ▼					
	グローバル・バリュー ▲					
	時価総額					
	米国 大型					
	米国 小型					
	日本 大型					
	日本 小型					
	インフレ敏感セクター					
	実物資産株式					
債券 (円ヘッジ付)	国内債券					
	米国投資適格公社債					
	先進国 (除く米国) 投資適格公社債					
	米国長期国債					
	インフレ連動債					
	グローバル ハイイールド社債					
	変動金利バンクローン					
	米ドル建て新興国ソブリン債					
	現地通貨建て新興国債券 (ヘッジなし)					
通貨	米ドル (対円)					
	ユーロ (対円)					
	豪ドル (対円)					

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。

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。

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。

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再拡大の可能性は残るものの、緊急避難的にキャッシュをオーバーウェイトする局面とはなっていないと考える。

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。

経済は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。欧州での新型コロナウイルスの感染第2波がリスク要因。

景気敏感セクターの特性や財政面の刺激策が追い風。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。

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。貿易の弱さが引き続き大きな懸念材料。

中国経済の強さや米ドル安がサポート材料。低金利環境の影響は比較的小さく、大半の国は新型コロナウイルス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。

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。

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強力なサポート材料。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。

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る。

相対バリュエーションは魅力的で、景気回復が進めば、上値余地がある。個人消費の悪化による悪影響を受けやすく、それに伴い倒産リスクが高まる可能性がある。

経済活動再開後の世界景気の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、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。

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、中小企業に手厚い日本政府のコロナ対策、バリュエーション面の妙味などから（あくまで銘柄ごとながら）総じて今後に期待。

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。

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。

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。

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。

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。

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、インフレ期待が引き続き高まる可能性がある。

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・セクターを圧迫する可能性。

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。

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。

先進国中銀による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。

財政赤字拡大の一方で、追加経済対策をめぐる与野党の不和、米中対立や間近に迫った大統領選への不安などから、安全通貨としての選好が円よりも後退している公算。

コロナ感染の再拡大は気がかりだが、EUの財政支出効果の顕現、通商協定締結に至らずとも英国との新関係が確定すれば不透明感は後退することなどから、相対的な選好が続く見込み。

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



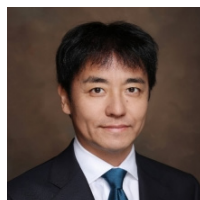
Hajime Takigawa
ソリューションズ・ストラテジスト/
ポートフォリオ・マネジャー
APAC



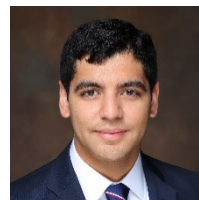
Thomas Poullaouec
マルチ・アセット・ソリューションズ
APAC 責任者



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.Rowe Price®

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。

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
〒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

202010-1369111