



グローバル・アセット・アロケーションの視点と投資環境 2021年11月

1 市場見通し 2021年10月31日時点

- コロナ禍から脱する動きが続く中、世界経済の成長ペースは減速しつつもなおトレンドを上回る水準にある。一部の地域ではサプライチェーンの混乱やエネルギー不足が短期的な逆風となっている。
- 世界の金融政策は同一歩調ではないものの総じて引き締めに向かいつつある。多くの新興国が既にインフレや通貨安に対応するため行動を起こす一方で、大半の先進国は引き締めに慎重な姿勢。
- 世界のイールドカーブは中銀の引き締めで短期金利が上昇。一方、長期金利は目先のインフレ懸念から上昇する可能性があるものの、成長期待やインフレ圧力が弱まることで上昇余地は限定的なものとなる可能性も。
- グローバル市場の主なリスクには、インフレ高止まり、中銀の政策ミス、中国経済の減速、サプライチェーンの混乱、エネルギー不足、地政学的懸念の高まりなどが挙げられる。

2 ポートフォリオ・ポジショニング 2021年10月31日時点

- 株式はバリエーションが高い半面、リターン見通しが低下し、リスク／リターンの観点から投資妙味が低下しているため、債券やキャッシュに対して引き続きややアンダーウェイト。金利上昇、供給制約による投入コスト上昇、金融・財政政策効果の剥落により目先の業績見通しが悪化する可能性も。
- 株式では、新型コロナウイルスの感染拡大に対する懸念が弱まるにつれ、景気敏感銘柄が良好な世界経済見通しや繰越需要、在庫積み増しの恩恵を受けると予想されるため、世界各地のバリュー株、米小型株、新興国株を引き続き選好。
- 債券では、良好な信用見通しのもとに、ハイイールド債や変動金利ローンなどデュレーションが短く利回りの高いセクターを引き続きオーバーウェイト。

3 市場テーマ 2021年10月31日時点

エネルギー不足に直面

世界経済がようやく変異株出現の影響を乗り越えようとする中、エネルギー価格が昨年より70%以上高騰したことで、一部の国は深刻なエネルギー不足に直面しています。影響は欧州全域に広がり、冬が近づく中、天然ガス不足で暖房なしの生活を迫られる恐れもあります。一方、中国は二酸化炭素排出量削減のため石炭の生産量を減らしましたが、石炭不足による景気悪化の恐れを受けて、方向転換しました。米国での供給問題はそこまで深刻ではありませんが、需要拡大と生産減少により昨年比で燃料価格が2倍以上に上昇しています（図表1）。また、このエネルギー逼迫によって、従来型エネルギーから再生可能エネルギーへの移行ペースが明らかになりました。脱炭素への動きが続く中、各国は伝統的エネルギーの廃止と再生可能エネルギーによる代替のバランスを取る必要があります。これに対応できなければ、特に将来同様のショックが起きた際は、再びエネルギー不足に陥る可能性があります。

入荷待ちの状態が続く

足元、サプライチェーンに対する懸念が強まっており、供給が既に逼迫しているところに需要の急増が重なり、物価上昇と景気回復ペースの鈍化という状況に陥る可能性を示唆しています。企業は人手不足、港湾での混雑、配送に要する時間の長期化、輸送能力不足など、あらゆる段階におけるサプライチェーンのボトルネックを指摘しています。それが投入コストの上昇につながり、企業の利益率に悪影響が出ることが懸念されています。賃金上昇がコスト増による家計の負担を相殺し、価格決定力をもつ企業は価格転嫁により投入コスト上昇を当面乗りきれられる可能性はあります。しかし、家計も企業も来年半ばまではインフレ圧力への対応を迫られそうです。ここ数週間はサプライチェーンの圧力が和らいでいますが、ホリデーシーズンを控えてコンテナ輸送費がピークに達し（図表2）、消費者が供給不足や値上げに直面する中、企業は品揃えに苦労しそうです。

天然ガス価格の高騰がユーロを下押し

欧州では、以前から①経済正常化の進展における米国への後れ、②EUと英国の対立や大国ドイツにおける政権交代などの政治面の不透明感がユーロの上値抑制要因となってきましたが、このところの③新型コロナウイルス感染の再拡大や④天然ガス価格の高騰を受け（図表3）、見通しが急速に悪化しました。特に④は、米国の天然ガス価格がシェールガス供給により比較的安定している一方、欧州は国際収支の悪化や輸入を依存するロシアの地政学リスクなどが意識され、為替市場でユーロ安・米ドル高材料となっています。そして、インフレ加速を受けて市場で高まったECBの早期利上げ期待をラガルド総裁がけん制した一方、米連邦公開市場委員会（FOMC）がテーパリング（金融緩和のための債券購入額の減額）の年内開始を決定するなど、米欧で金融緩和解除見通しの格差が拡大した10月末～11月初め以降は、ユーロ安に弾みがついています。

1 米ドルベース

2 価格はS&P GSCIインデックスの数値です。追加ディスクロージャーをご覧ください。

3 コストはバルチック海運指数（BDI）の数値です。出所：ブルームバーグ・ファイナンス L.P.

4 出所：世界銀行 World Bank Commodity Price Data（The Pink Sheet）

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。再配布禁止。

（図表1）コモディティ価格の推移^{1,2}

2021年10月31日時点



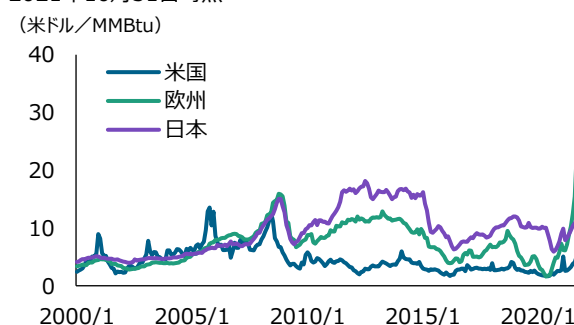
（図表2）コンテナ輸送費の推移^{1,3}

2021年10月31日時点



（図表3）米欧日3種の天然ガス価格の推移⁴

2021年10月31日時点



	ポジティブ	ネガティブ
米国	<ul style="list-style-type: none"> ■ 家計の健全なバランスシートと高い貯蓄率 ■ 堅調な収益成長 ■ インフラ投資が拡大される公算大 ■ 変異株の感染拡大はピークを過ぎた様子 	<ul style="list-style-type: none"> ■ サプライチェーンの問題が経済成長の重しに ■ 株式と債券の割高なバリュエーション ■ 高水準の企業・政府債務 ■ FRBの緩和姿勢はピークを過ぎる ■ 財政刺激策はピークを過ぎる
欧州	<ul style="list-style-type: none"> ■ 景気回復の恩恵を受けるシクリカル・セクターの割合が高い ■ 金融政策は緩和姿勢を継続 ■ 財政支出が拡大される公算大 ■ 株式のバリュエーションは米国に比べて依然魅力的 	<ul style="list-style-type: none"> ■ 長期の成長要因が限られる ■ 欧州中央銀行（ECB）の追加刺激余地は限定的 ■ 中国からの需要が鈍化している ■ エネルギー価格高騰やサプライチェーンの問題が経済成長の重しに
中国	<ul style="list-style-type: none"> ■ 政府の規制圧力は峠を越した感がある。今後12か月は景気が拡大する公算大 ■ 当局が来年、政策を緩和する用意があることを示す兆しが見られ、銀行貸出の拡大が焦点となる見通し ■ ボラティリティが高止まりし、海外投資家が慎重な中、業績見通しの底入れから、アクティブ投資家に投資機会が訪れる ■ 小売売上高が先月、ようやく回復の兆しを見せた 	<ul style="list-style-type: none"> ■ 停電、不動産セクターの信用不安、新型コロナウイルス感染拡大等のため年内の見通しは不透明 ■ 景気の弱さは既に幅広く見られ、センチメントは依然脆弱。テールリスクとして不動産セクターの混乱が他に波及する可能性や政策ミスへの懸念がある ■ 2022年にかけて政治リスクが高まり不透明感が強まる可能性が高く、必要に応じて地方政府が介入するインセンティブは低い
日本	<ul style="list-style-type: none"> ■ 日本株は良好な相対バリュエーション、少ない投資家の持ち高、ポジティブな業績トレンドから魅力的 ■ 繰越需要、在庫積み増し、景況感改善により景気回復は持続する模様 ■ 人出の増加や個人消費の拡大に支えられ、サービス業のPMIはコロナ危機発生以来初めて50を上回った 	<ul style="list-style-type: none"> ■ 自動車セクターにおけるサプライチェーンの混乱、エネルギー価格高騰、中国経済の減速が注目すべき主なリスク ■ 予想外の政策が発表されるリスクがあり、政治的懸念が残る ■ 労働市場がひっ迫し、インフレ圧力が強まる中、生産性の低迷が引き続き構造的な問題
オーストラリア	<ul style="list-style-type: none"> ■ 経済の全面再開を控え、景気の底堅さが確認された ■ 貯蓄率が高い上、選挙前に財政出動が行われる可能性があり、景気回復は2022年以降も続く可能性がある ■ 豪ドルは比較的割安で、投機ポジションが膨らんでいるため、突如反発する可能性もある。年末にかけて金利水準の見直しとリスクテイク意欲の正常化が見込まれる 	<ul style="list-style-type: none"> ■ 企業業績の勢いは弱く、中国経済の減速やロックダウンを反映して下方修正が増える見込み ■ インフレ圧力の高まりを背景とする利回り急上昇でオーストラリア準備銀行（RBA）の将来の金融政策に不透明感が台頭 ■ バリュエーション面の魅力は後退 ■ 住宅市場の過熱を抑えるため、より慎重な措置が発表された
新興国	<ul style="list-style-type: none"> ■ 株式の魅力的なバリュエーション ■ 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 ■ 中国の規制行動はピークを過ぎた模様 ■ ワクチン接種率が改善している 	<ul style="list-style-type: none"> ■ 中央銀行の緩和姿勢が後退している ■ 変異株が引き続き経済活動の脅威 ■ 政治リスクの高まり

		アンダーウェイト	ニュートラル	オーバーウェイト	▼ または ▲ 前月からの変化	
資産クラス	変更					
	株式		■			
	債券			■		
	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。					
	景気や経済対策がピークアウトする中、バリュエーションは高止まり。これまで好業績が株価を支えているが、今後は景気が減速していく中で厳しい環境となる可能性がある。					
	インフレが高止まりし、世界的に中央銀行が引き締めに向かう中、利回りが上昇傾向にあるため、デフレは短めに保っている。クレジット・セクターはファンダメンタルズが強く、バリュエーション的には上値余地は限られるものの、利回り面の優位性は健在。					
	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 (vs. バリュエ)			■			
景気敏感特性を持ち、金融銘柄が多いバリュエ株は繰越需要、景気の強さ、金利上昇、インフラ投資が追い風。一方、グロース株は割高なバリュエーションや金利上昇が引き続き逆風。						
時価総額						
米国 小型 (vs. 大型)			■			
日本 小型 (vs. 大型)			■			
インフレ敏感セクター						
実資産株式		■				
足元のコモディティ価格は上昇しているが、生産性の持続的な改善が主因の需給不均衡により長期見通しは依然厳しい。不動産は景気回復の点では引き続き魅力的だが、金利上昇が逆風となる可能性がある。						
債券 (円ヘッジ付)・キャッシュ	キャッシュ			■		
	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)			■		
長期債利回りの再上昇と株式のバリュエーション調整や中国の景気減速の可能性が警戒される中、次の投資機会を探る待機資金およびリスク抑制手段として引き続きオーバーウェイト。						
日銀のイールドカーブ・コントロールの下、金利上昇余地は限られるものの、海外の金利上昇の影響を免れられるものでもなく、特に超長期ゾーンは金利上昇圧力にさらされやすいと計算。						
インフレ高止まりやFRBのテーパリング観測を背景に金利は引き続き上昇傾向。社債は良好な企業ファンダメンタルズや利回りスプレッドがサポート材料だが、バリュエーションが割高なため、上値は限定的。						
中央銀行の利上げ慎重姿勢やインフレ率上昇によりイールドカーブはスティープ化の可能性はある。世界的な短期金利の平準化により米ドルヘッジ後利回りの優位性がほぼ消失。						
高成長、インフレ高止まり、FRBの緩和姿勢後退で利回りは緩やかに上昇する見込みで、特に長期債に影響が及ぶ可能性がある。						
繰越需要や供給制約からインフレ圧力は高止まりする見通したが、ほぼ織り込み済み。						
ファンダメンタルズは総じて良好なマクロ経済環境や、投資適格債に比べてまだ魅力的なキャリーにより下支えられている。しかし、スプレッドが狭いため、一段の上値余地は限定的。						
信用ファンダメンタルズは依然良好で、金利上昇環境ではハイイールド債より資本構成上位に位置することやデフレの短さの恩恵を受ける見込み。しかし、スプレッドが過去最低に近いため、上値余地は限定的。						
景気の改善やワクチン接種の進展が見込まれる中、利回りは先進国より魅力的。しかし、新興国における新型コロナ感染・ワクチン確保の脆弱性や中銀のインフレ対応が依然として懸念材料。						
利回りは他の主要債券セクターより引き続きやや魅力的で、割安な通貨の反発も期待できる。しかし、中国の景気や規制リスク、中銀の利上げ、インフレが目的的には逆風。						
通貨	米ドル (対円) ▲			■		
	ユーロ (対円) ▼		■			
	豪ドル (対円)			■		
双子の赤字拡大などの構造的な米ドルのマイナス要因は残存しているものの、金融緩和縮小の早期化観測の根強さが当面の米ドルの支援材料になると見込み、オーバーウェイトに引き上げ						
コロナ感染の再拡大や天然ガス価格の高騰を受けた景気回復の後ずれ見通し、テーパリング開始を決めた米国に対する金融政策面の出遅れ感などから評価を引き下げ。						
豪中銀が3年債利回り目標を撤廃したものの、早期利上げには否定的な姿勢を改めて示したこと、オーストラリア国内のコロナ感染状況改善と経済再開により、しばらくは落ち着いた展開となると計算。						

6 日本 アセット・アロケーション・コミッティ メンバー



Richard Coghlan, Ph.D.
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, CFA
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



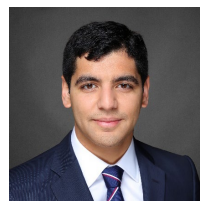
Thomas Poullaouec
マルチ・アセット・ソリューションズ
APAC 責任者



Archibald Ciganer, CFA
日本株式運用戦略
ポートフォリオ・マネジャー



Takeshi Nakamitsu, CMA
外国株式運用戦略
ポートフォリオ・スペシャリスト



Aadish Kumar, CFA
国際ナショナル・
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

当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。

S&P GSCIインデックスはS&P グローバル及びその関連企業 (“SPDJI”) の一部門であるS&Pダウ・ジョーンズ・インデックスLLC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®及び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。この商品は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&P GSCI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

202111-1923292