



# 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9月

## 1 市場見通し 2021年8月31日時点

- 変異ウイルスの感染が拡大する中、世界経済は中銀の緩和姿勢やワクチン接種の進展、経済活動再開の動きに支えられ、ピークを過ぎたもののトレンドを上回る成長ペースを維持しています。
- 中銀が景気の先行きやコロナ感染のリスクと持続的インフレのリスクや労働市場の改善を比較検討することで、政策スタンスは緩やかな引き締めに向かうと予想されます。
- 長期金利が景気・インフレ見通しに伴って上昇傾向をたどったとしても、緩やかな景気回復とインフレ圧力の緩和により、限定的な上昇にとどまる可能性があります。また、短期金利が中銀の引き締めを織り込み始めたとしても、イールドカーブはフラット化すると予想されます。
- グローバル市場の主なリスクとして、新型コロナの感染拡大、インフレ高止まり、中銀の政策ミス、増税、規制強化、地政学的な懸念の高まりなどが挙げられます。

## 3 市場テーマ 2021年8月31日時点

### 板挟み状態のFRB

FRBのパウエル議長は年次の経済シンポジウム（ジャクソンホール会議）で、経済状況や新型コロナの感染状況から見て可能であれば、年内に毎月の債券買い入れの減額に着手することを示唆し、FRBは利上げを急いでいないとの認識を示しました。株式市場はパウエル議長の発言を非常にハト派的なものと捉え、金融緩和が長期化すると期待からS&P500指数は最高値を付けました。パウエル議長はまた、足元のインフレ率上昇は新型コロナに起因する供給障害による一時的なものとの見解を示しました。最近の雇用統計が予想を下回ったことも、雇用回復の著しい進展を待つFRBに引き締めを思いとどまらせる材料となりました。早急なテーパリング（量的緩和の縮小）は立ち直りかけた雇用市場を再び悪化させる恐れがある半面インフレについて油断すると将来的に大幅利上げを迫られる可能性もあるため、緩やかな経済成長、雇用回復の鈍化、根強いインフレ圧力という状況を考えると、FRBはどちらの方向にも舵を切りにくい板挟み状態に陥る可能性があります（図表1）。

### 積み上がったキャッシュの行方

新型コロナの感染拡大を阻止するための経済活動停止の影響で家計と企業ともに支出が減り、サービス支出が落ち込む一方、企業は投資や配当を減らしました。サービス・セクターに雇用されている低収入の人々は政府の支援はあったものの雇用削減の影響を最も受けました。これに対し、高所得層の大部分はほとんど影響を受けておらず、雇用を維持した上にサービス、旅行、通勤への支出が低下したことから、貯蓄が増えました。現在は企業、家計ともに膨大なキャッシュを抱えており、S&P500指数の構成企業の手元資金は過去最高の2兆ドルに達し、家計の純資産も引き続き最高水準にあります（図表2）。新学期やホリデーシーズンが始まり、消費者の繰越需要は高止まりしている一方で、企業は増配や自社株買いに資金を使っています。このように積み上がったキャッシュが実際に使われるようになると、財政や金融面からの政策サポートが弱まる中でも、株式、特に景気敏感株には強烈な追い風が吹く可能性があります。

### 今後の日本で、ワクチン接種率は劣後の象徴から前進の証に

当面の日本の金融市場、とりわけ株式市場の先行きに影響しうる重要な材料としては、①米国の金融政策の行方（量的緩和の縮小や利上げの開始時期の見通し）、②自民党総裁（次期首相）選挙と総選挙の行方、③日本ならびに世界の新型コロナウイルス感染とワクチン普及、経済正常化の進展状況、④中国の金融不安や景気減速の行方（順不同）などが挙げられるでしょう。これらのうち、最も予測しやすく、かつ先行きが見えるのは、日本のワクチン普及状況です。日本のワクチン接種率は9月中旬に米欧主要国を抜いて世界でも有数の水準に上昇する見込みです（図表3）。冬場を控える中、感染拡大第6波への警戒を怠ることはできませんが、緊急事態宣言が解除され、国内で「希望者全員にワクチンが行きわたる」予定の10-11月以降の国内の経済再開次第で、来年夏の参院選を意識した新政権の財政出動による需要回復の可能性と併せて、海外の投資家による日本株に対するre-rating（評価の上方修正）が続く可能性も同時に念頭に置いておくべきと考えます。

1 企業の手元資金と家計の純資産はそれぞれ、FOF Balance Sheet of Nonfinancial Corporate Checkable Deposits & Currency Asset index及びFOF Federal Reserve US Households & NPO Net Worth Nominal \$ Value indexに基づきます。数字は米ドルベース。

出所：ブルームバーグ・ファイナンス L.P.、ブルームバーグ

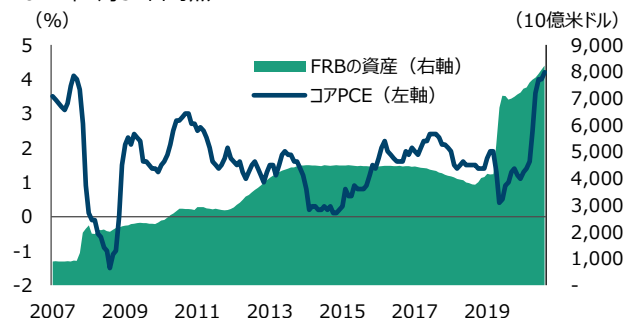
過去の実績は将来のパフォーマンスを保証するものではありません。再配布禁止。

## 2 ポートフォリオ・ポジショニング 2021年8月31日時点

- 景気や経済対策がピークアウトする中、株式はバリュエーション面の魅力が低下し、金利上昇、インフレ高止まり、増税などのリスクもあるため、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。
- 景気敏感銘柄は、鈍化傾向にあるもののいまだ力強い景気回復と世界的な経済活動の再開から恩恵を受けると予想されるため、世界各地のバリュー株、米国小型株、新興国株を選好。
- 債券では、デレレーションの短期化を維持し、信用見通しが良好なことからハイイールド債や変動金利ローンなどハイイールド・セクターを引き続きオーバーウェイト。
- 米連邦準備理事会（FRB）によるMBSの買い入れ縮小を織り込み、バリュエーション面の魅力が高まったMBSを買い増し。

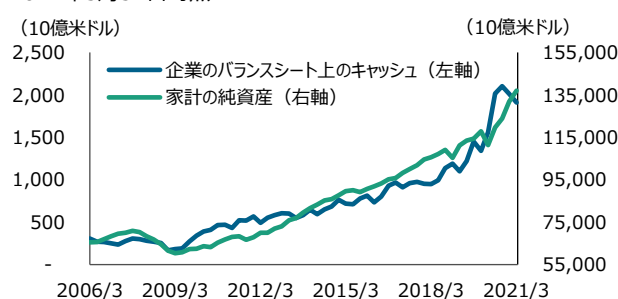
（図表1）インフレとFRBの資産<sup>1</sup>

2021年7月31日時点



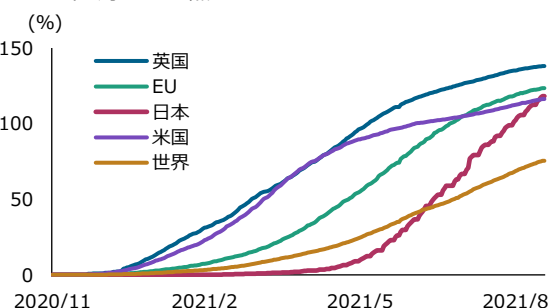
（図表2）企業の手元資金と家計の純資産<sup>1</sup>

2021年3月31日時点



（図表3）主要国の新型コロナワクチン接種状況（接種回数/人口）

2021年9月17日時点



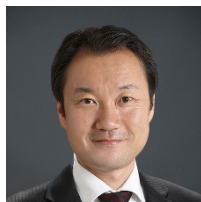
	ポジティブ	ネガティブ
米国	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ ワクチンは広く普及</li> <li>■ インフラ投資法案が成立する見通し</li> <li>■ 家計の健全なバランスシートと高い貯蓄率</li> <li>■ 非常に強い収益の伸び</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 株式と債券の割高なバリュエーション</li> <li>■ 高水準の企業・政府債務</li> <li>■ FRBの緩和策がピークを過ぎる</li> <li>■ 法人税引き上げの公算大</li> <li>■ 変異ウイルスの感染拡大が経済活動再開の障害</li> </ul>
欧州	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 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</li> <li>■ ワクチン接種率が急速に上昇</li> <li>■ 金融政策は引き続き緩和的</li> <li>■ ドイツ総選挙をにらみ、財政支出が拡大される見込み</li> <li>■ 株式のバリュエーションは米国に比べて依然魅力的</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 長期の成長要因は限られる</li> <li>■ 欧州中央銀行（ECB）の追加刺激策の余地は限定的</li> <li>■ 英国の欧州連合（EU）離脱による貿易面の悪影響</li> <li>■ 中国からの需要が鈍化している</li> <li>■ 半導体不足で自動車生産の回復が遅れている</li> </ul>
中国	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 政府の規制圧力は峠を越した感がある。逆張りの投資家は中国株への配分を再び検討する必要がある</li> <li>■ 経済活動が減速しているため、景気刺激のために追加緩和が実施される可能性がある</li> <li>■ ボラティリティが高止まりし、将来の収益に対する改訂見通しが強まっており、アクティブ投資家には好機到来</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 経済指標は引き続き下振れしている。経済の幅広い分野で減速が見られる</li> <li>■ 消費の回復は景気全体に比べるとまだ鈍く、予想を下回る。新型コロナの感染拡大で消費者は慎重に行動している</li> <li>■ 不動産セクターでは信用リスクが高まっている</li> </ul>
日本	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 日本株は良好な相対バリュエーション、投資家の持ち高、次期政権による経済対策への期待から魅力的</li> <li>■ 企業業績は好調で、上方修正が続いている</li> <li>■ 政策環境は引き続き極めて緩和的で、予算の未消化分が景気回復をさらに後押しする見通し</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 緊急事態宣言解除の目途が立たないため、経済活動の正常化プロセスが遅れている</li> <li>■ コロナ禍の影響が深刻だった前年からのベース効果が剥落している</li> <li>■ 労働市場がひっ迫する中、生産性の低迷が引き続き利益率にとって構造的な問題</li> </ul>
オーストラリア	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 現在のロックダウン（都市封鎖）前は景気の勢いが堅調だった。ワクチン接種率が10-12月期までに高まれば、7-9月期は単なる景気の踊り場となる可能性がある</li> <li>■ オーストラリア準備銀行（RBA）は経済指標が軟調なうちはハト派姿勢と景気下支えを継続する可能性が高い</li> <li>■ コモディティ価格の下落を受けて豪ドルは先高観が後退し、買いポジションが減っているため、反発する可能性が高い</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 現在のロックダウンの景気や企業業績への影響が過小評価されている可能性</li> <li>■ 業績予想は業績が下方修正される可能性を示唆している</li> <li>■ バリュエーションの魅力度は薄れた</li> </ul>
新興国	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 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可能性</li> <li>■ コモディティ価格が高止まりしている</li> <li>■ 株式のバリュエーションは先進国より魅力的</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ ワクチンの供給・配布体制は中国を除き先進国に大きく遅れている</li> <li>■ 中国の景気刺激策の効果は薄れつつある</li> <li>■ 中央銀行の緩和姿勢が後退している</li> <li>■ 中国以外の新興国は財政出動を行う能力が限られる</li> <li>■ 変異ウイルスが引き続き経済活動の脅威</li> </ul>

		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					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を主観的に評価したものです。
	株式					大幅増益と業績見通しの上方修正を背景に株価が大きく上昇。しかし、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割高で、新型コロナ変異ウイルス、投入コストや金利の上昇、増税が懸念される。
債券	債券					成長率やインフレ率がコロナ前の水準を上回る上昇トレンドにあり、世界的に中央銀行が引き締めに向く中、利回りには上昇圧力がかかる見通し。クレジット・セクターはファンダメンタルズが堅調で、キャリー機会を提供。
株式	地域					
	米国					景気・収益の力強い回復や低金利を反映してバリュエーションは高止まり。成長鈍化、新型コロナ変異ウイルスの感染拡大、金融引き締め、増税が逆風。シクリカル・セクターは引き続き良好な経済環境の恩恵を受ける見込みだが、好材料の多くは既に織り込み済み。
	グローバル (除く米国)					景気回復が続く中、景気敏感なセクター特性、ワクチン接種の進展、魅力的な相対バリュエーションが追い風。経済対策や繰越需要の顕在化に加え、企業の設備投資や在庫積み増しも一段の追い風となる可能性。
	欧州					景気敏感銘柄の多さ、金融株の低バリュエーション、自動車生産の回復、ワクチン接種率改善がサポート材料。ただ、中国経済の減速、低金利環境、新型コロナ感染拡大により反発が抑制される可能性も。
	日本					ワクチン接種の加速、魅力的なバリュエーション、良好な世界貿易見通しがサポート材料。コーポレートガバナンスの改善も長期的な追い風。
	新興国					バリュエーションは非常に魅力的で、中国の規制圧力が峠を越した可能性。世界貿易の強さ、新興国通貨の上昇、FRBのハト派的スタンスがさらなるサポートを提供。インフレ、ワクチン接種、変異ウイルスなどが引き続き懸念材料。
	スタイル					
	グローバル グロース (vs. バリュエ)					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。一方、景気敏感なバリュエ株は繰越需要、景気の強さ、インフラ投資が追い風。
	時価総額					
	米国 小型 (vs. 大型)					小型株は景気拡大、魅力的な相対バリュエーション、インフラ投資、繰越需要、良好な業績見通しがサポート材料。しかし、投入コストが高止まりすると、利益率が圧迫される可能性がある。
	日本 小型 (vs. 大型)					国内大型株、海外中小型株に対する国内中小型株の出遅れ状況に変わりはなく、バリュエーション面や世界的な景気回復の恩恵、新政権の経済対策期待から、シクリカル系バリュエ銘柄を中心に巻き返しのポテンシャルは引き続き大と判断。
	インフレ敏感セクター					
	実物資産株式					コモディティは需給不均衡により長期見通しは引き続き厳しい。不動産は景気回復やバリュエーション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					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での大型倒産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オーバーウェイト。
	国内債券					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、海外に追従して低下が続いてきただけに、今後は金利再上昇の圧力も警戒される。
	米国投資適格公社債					ファンダメンタルズや相対利回りの高さは評価できるが、バリュエーションが割高なため、上値は限定的。成長率やインフレが高い水準にあるため、金利には引き続き上昇圧力がかかる。
	先進国 (除く米国) 投資適格公社債					主要中銀は2022年いっぱい政策金利を据え置きそうなため、短期金利は低位安定が見込まれるが、インフレ上昇や景気回復に伴って長期債利回りは上昇する可能性がある。
	米国長期国債					成長率やインフレ率がなお高いため、長期債は売られやすいが、FRBの慎重な引き締め姿勢に加え、米国債に対する需要が強いため、長期債利回りは当面、上昇が抑制される可能性がある。
	インフレ連動債					繰越需要や供給制約からインフレ圧力は今年いっぱい高止まりする見通し。直近の消費者物価レポートは上振れが一時的なものであったことを示唆。
	グローバル ハイイールド社債					バリュエーションが割高で、上値は限定的。他の債券より相対利回りはまだ魅力的。ファンダメンタルズは総じて良好なマクロ経済環境によって下支えられている。
	変動金利バンクローン					相対バリュエーションとファンダメンタルズは依然良好。利上げ観測が織り込まれるにつれ、ハイイールド債より資本構成上位に位置することやデレレションの短さの恩恵を受ける見込み。
	米ドル建て新興国ソブリン債					景気が総じて良好で、先進国より魅力的な利回りを提供。しかし、新型コロナの感染拡大やワクチン確保、インフレ上昇、金利上昇の影響などは国によって異なる。
	現地通貨建て新興国債券 (ヘッジなし)					バリュエーションは引き続きやや魅力的。マクロ環境の改善やドル安が追い風となる可能性がある半面、米金利の上昇や新興国中銀の利上げが逆風となる可能性も。
通貨	米ドル (対円)					金融政策早期正常化への思惑から短期的に急反発した米ドルだが、回復が他国に伝播することで通貨高の主役交代が見込まれるほか、拡大した経常赤字などの中長期的マイナス要因も健在。
	ユーロ (対円)					ワクチンの普及→コロナ関連規制解除→経済活動正常化→金融政策正常化の順に米国を後追いつける欧州の、潜在力の顕現と世界的景気回復によるリスクオン通貨選好という双方の恩恵を期待。
	豪ドル (対円)					世界的な資源需要のピークアウトの一方で、オーストラリア国内の新型コロナ変異ウイルス感染にもピークアウトの兆し。近い将来の金融引き締めは見通しにくい、主要先進国の中でも早期に実施される見込みであることも変わらず。

## 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  
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



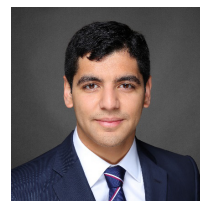
Thomas Poullaouec  
マルチ・アセット・ソリューションズ  
APAC 責任者



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](http://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。

### 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

202109-1840868