



# 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7月

## 1 市場見通し 2021年6月30日時点

- 2021年後半の世界経済は、金融/財政政策の下支え効果の低下を背景に景気回復ペースはピークアウトするが高水準を維持する見通し。
- 景気回復ペースの減速に伴いインフレが直近のピークから低下し、米連邦準備理事会（FRB）がテーパリング（資産購入規模の縮小）に近づく中、長期金利は一段の上昇が難しくなる見込み。短期金利は金融引き締めを織り込んで上昇し、イールドカーブはフラット化する可能性。
- 世界の金融政策はまだ景気を後押しする状況だが、インフレ率上昇に直面する新興国中心に徐々に金融引き締めへ転換し始めた中央銀行も。
- グローバル市場の主なリスクは、新型コロナウイルスをめぐり今後の動向、インフレ率上昇、中銀の政策ミス、増税、規制強化、地政学的懸念の高まりなど。

## 2 ポートフォリオ・ポジショニング 2021年6月30日時点

- 株式はリスク/リターン特性の魅力が低下し、政策支援縮小、金利ボラティリティ上昇、インフレ率上昇、増税などの下落リスクがあるため、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。
- 株式では、景気敏感銘柄が力強い景気回復と世界的な経済活動再開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、米国小型株、新興国株を偏好。
- 債券では、デフレーション・リスクを抑制し、ハイイールド債や変動金利ローンなどのクレジット及びインフレ敏感セクターをオーバーウェイト。短期の米インフレ連動国債（TIPS）のオーバーウェイト幅を若干縮小し、一時的にキャッシュにシフト。

## 3 市場テーマ 2021年6月30日時点

### 早期引き締めに警戒感

欧州は当初ワクチン接種が遅れていましたが、その後は新規感染者数の減少に伴い一部地域でロックダウン（都市封鎖）が解除され、経済活動が再開し始めています。欧州中央銀行（ECB）が2022年3月に期限切れとなる1.85兆ユーロの資産購入プログラムの延長を検討する中、財政面でも最大8,000億ユーロ規模の欧州連合（EU）復興基金を通じた追加措置が打ち出されています。同基金によって加盟国間の一体感が高まる兆しが見られる一方、コロナ対策として実施された金融政策の縮小を巡り意見の相違が見られます。前ECB総裁のイタリアのドラギ首相は、早期の引き締めが世界金融危機後のような長期に及ぶ景気停滞につながる恐れがあると警鐘を鳴らします。欧州は景気回復で米国や中国に後れを取っており、早すぎる引き締め転換がより持続可能な成長への回帰を危くする恐れがあります（図表1）。

### 過度な期待は禁物

コロナ禍からの脱出の兆しが強まる中、グローバル株式市場（MSCIオール・カン트리・ワールド・インデックス）は年初から米ドルベースで12%近く上昇しました（図表2）。しかし、世界経済の回復を後押ししてきた支援策の効果が薄れ始める中、株式市場がこれまでの上昇ペースを維持する可能性は低そうです。2021年後半は金融政策の転換や財政支出削減・増税が予想され、景気はピークアウトする見通しです。これらの逆風に加え、株式市場のバリュエーションは低金利に支えられて高水準にあり、来年は投入コストの上昇と利益成長の鈍化が予想されます。一方で、景気はスローダウンしたとはいえまだ好調で、繰越需要の顕在化も引き続き見込まれるため、株式は依然として魅力的です。しかし、超緩和的な金融環境は急速に変わりつつあり、今後のボラティリティの上昇につながりかねないことから、今後の株式リターンについては期待値を見直すのが賢明かもしれません。

### 出遅れを急速に取り戻す日本のワクチン接種は株価の方向性をも暗示しているか

新型コロナウイルスのワクチン接種の遅れは、過去半年間における日本の最大の頭痛の種でしたが、そのペースはここ数週間で急速に改善され、加速しています（図表3）。確かに、累計接種率はまだ低水準にとどまり、コロナ感染の再拡大も見られているため、国内景気の回復の遅れとともに日本の企業や消費者のマインド改善にはつながっていません。しかし、信条などを理由にワクチン接種を拒む層が一定数見込まれる海外諸国と異なり、実直かつ全体調和を重んじる日本人の特性がワクチンの普及という形で示され、オリンピックや秋の総選挙といったイベントを波乱なく通過できるような見通しが立てば、世界の投資家の注目が日本株に戻り、出遅れていた株価のキャッチアップにつながると見込まれます。

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：ヘイバー・アナリティクス、米労働省労働統計局、国際通貨基金（IMF）、ブルームバーグ

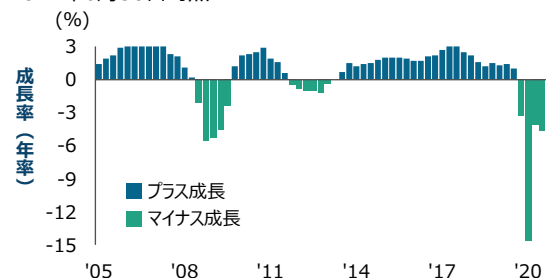
1 グローバル株式インデックスはMSCIオール・カン트리・ワールド・インデックス。米ドルベースのトータルリターン。

2 出所：ファクトセット、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。

再配布禁止。

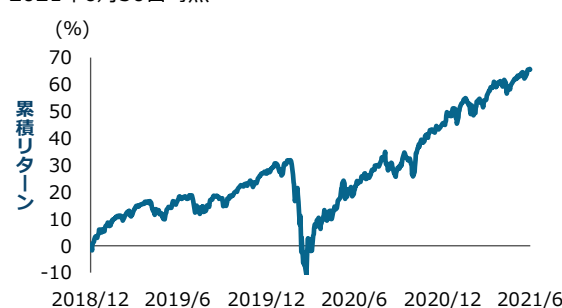
（図表1）ユーロ圏のGDP

2021年6月30日時点



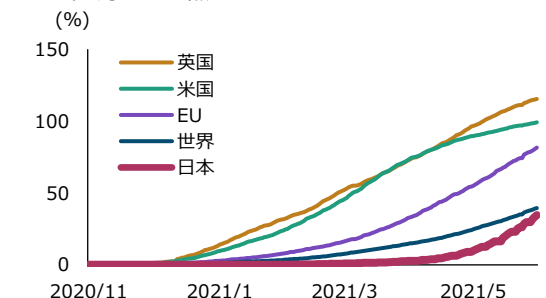
（図表2）グローバル株式インデックスのリターン<sup>1,2</sup>

2021年6月30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6月30日時点



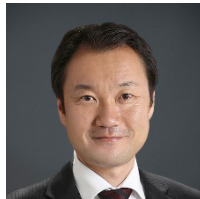
	ポジティブ	ネガティブ
米国	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ ワクチンが広く行き渡り、新規感染者数は最低水準近辺</li> <li>■ インフラ投資法案が成立する見通し</li> <li>■ 家計の健全なバランスシートと高い貯蓄率</li> <li>■ 強い利益成長期待</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 株式と債券の割高なバリュエーション</li> <li>■ 高水準の企業・政府債務</li> <li>■ FRBのハト派姿勢は今後後退の見込み</li> <li>■ 法人税引き上げの公算大</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>■ ワクチン接種ペースが大幅に改善</li> <li>■ 金融・財政政策は引き続き緩和的</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）の追加刺激余地は限定的</li> <li>■ 英国の欧州連合（EU）離脱による貿易面への悪影響</li> <li>■ 新型コロナの変異種による感染拡大が続く可能性も</li> </ul>
中国	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 経済成長は引き続き底堅いが、内需増加によるさらなる寄与が必要。ワクチン接種加速で感染拡大に関する不透明感は薄れる見通し。</li> <li>■ 中国株への資金流入が続いており、IT企業への規制強化を受けた最近の調整は行き過ぎの感がある</li> <li>■ 金融・財政政策の微調整で大きな政策ミスリスクを排除</li> <li>■ 人民元は下落し、輸出部門への下押し圧力は弱まる見通し</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 金融面からの後押しが弱まり、景気先行指標は頭打ちの様相</li> <li>■ 消費回復ペースは景気全体に比べるとまだ鈍い。新型コロナの感染拡大で市場心理が悪化する可能性も</li> <li>■ 一時的なものにとどまる可能性が高いが、足元でインフレ圧力が強まっている</li> </ul>
日本	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 経済指標はサービス業や消費関連セクターを中心に緩やかに改善している</li> <li>■ 日本株は世界的なリフレ・トレードに乗り遅れている</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> <li>■ ワクチンの接種が加速している</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 新型コロナはまだ抑え込まれておらず、再び緊急事態宣言が発令された</li> <li>■ 利益が力強く伸びても、バリュエーションの調整が引き続き逆風</li> <li>■ IT分野以外の設備投資は期待外れで、将来の利益成長に対するリスク要因となる可能性も</li> </ul>
オーストラリア	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ コモディティ価格の上昇や好調な建設関連活動を背景に、経済指標は引き続き非常に好調</li> <li>■ 設備投資の回復が将来の業績の伸びを支える見込み</li> <li>■ 豪ドルはコモディティ価格上昇、長期金利上昇、中央銀行の政策転換による追い風を受ける見込み</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 住宅・建設市場ではインフレ圧力の初期の兆しが見られる。一部報道では住宅バブルについての言及も</li> <li>■ 中央銀行が景気見通しを上方修正し、政策ガイドラインを突如変更する可能性。金融状況の正常化に留意</li> <li>■ 新型コロナの感染拡大で消費の回復が鈍化</li> <li>■ 水面下で中国との緊張が引き続き高まり</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</li> <li>■ コモディティ価格が高止まりしている</li> <li>■ 中国経済は引き続き好調</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>■ 東南～南アジアや中南米では新型コロナのリスクが依然高い</li> <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>■ 中国以外の新興国は財政出動を行う能力に限られる</li> </ul>

		▼ 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を主観的に評価したものです。	
	株式				景気はピークアウトしつつも拡大傾向が続いている。バリュエーションがまだ高いため、上値は乏しく、政策サポート後退、新型コロナ感染再拡大、投入コスト上昇、増税、金利上昇が逆風となる可能性がある。	
	債券				インフレ率が過去の景気ピーク時より高い半面、中央銀行が世界的に引き締めに動きつつあり、利回りはレンジ内で推移。クレジット・セクターはファンダメンタルズが強固だが、上値余地は限られる。	
	地域					
	米国				景気や利益の力強い回復を反映してバリュエーションは高止まり。金利上昇や増税が逆風。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)				世界経済の改善と金利上昇に伴い、景気敏感なセクター特性、ワクチン接種率の向上、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一段の追い風となる可能性。	
	欧州				景気敏感なセクター特性、金融株のバリュエーションの低さ、財政の下支え、ワクチン接種率の向上がサポート材料。しかし、持続成長に必要な長期の好材料に乏しい。	
	日本				ワクチン接種の遅れなどから年初来の相対パフォーマンスは冴えないが、景気敏感銘柄の多さ、魅力的なバリュエーション、世界貿易見通しの改善などがサポート材料。	
	新興国				世界貿易の改善やコモディティ価格の上昇が強力な追い風。しかし、中国の景気刺激策の効果が薄れつつあることや、FRBのテーパリングの可能性、ワクチン供給の問題などが引き続き懸念材料。	
	スタイル					
株式	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少数銘柄への人気集中が引き続き逆風。一方、景気に敏感なバリュエ株は繰越需要、景気改善、インフラ投資が追い風となるほか、金融銘柄の割合が高いため、金利上昇もプラス材料。	
	時価総額					
	米国 小型 (vs. 大型)				小型株は景気拡大、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)				出遅れていた国内の中小型株に今ところ割高感はなく、世界的な景気回復の恩恵から、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きいと判断。	
	インフレ敏感セクター					
	実物資産株式				供給制約と需要の高止まりが引き続きコモディティ価格を下支え。しかし、需給不均衡やFRBの緩和姿勢後退により長期見通しは依然厳しい。金利が上昇する中でも、不動産の見通しとバリュエーションは魅力的。	
	キャッシュ ▲				今は低下している長期債利回りの再上昇と株式のバリュエーション調整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をさらに拡大。	
	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、海外に追随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				景気とインフレ期待のピークアウトに伴い利回りは高止まりする見込みだが、将来的に金融引き締めが予想されるため、上値余地は限定的となる可能性。投資適格社債はスプレッドが過去最低に近く、バリュエーション面の魅力は低下。	
	先進国 (除く米国) 投資適格公社債				主要中銀は2022年一杯は政策を変更する可能性が低く短期金利は低位安定が見込まれるが、インフレ率上昇に伴って長期債利回りは上昇する可能性がある。短期金利差が縮小し、ヘッジ後利回りの優位性は低下。	
債券 (円ヘッジ付) ・ キャッシュ	米国長期国債				経済成長やインフレ期待の高止まりで長期債利回りは引き続き上昇しやすい。利上げ観測の台頭でボラティリティが高まる可能性がある。	
	インフレ連動債 ▼				インフレ圧力は今年いっぱい高止まりする見通しだが、ほぼ織り込み済み。6月の米連邦公開市場委員会 (FOMC) を受け、FRBが景気過熱を許容する可能性は低下。	
	グローバル ハイイールド社債				バリュエーションが高く上値は限定的だが、債券セクターの中では相対利回りは依然魅力的。ファンダメンタルズやコモディティ価格の反発は総じてサポート材料。	
	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始めるにつれ、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ギュレー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、インフレ率上昇、金利上昇の影響を受けやすいことなど、脆弱性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一方、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。	
	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、また拡大した経常赤字など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し、今後のポテンシャルと世界的景気回復によるリスクオン通貨選好からの双方の恩恵を期待。	
	豪ドル (対円)				景気の回復は鮮明で、量的緩和の縮小開始が決まる可能性も。一方で、中央銀行の利上げに慎重な姿勢や、ワクチン接種率が低い中でのコロナ感染再拡大リスクは豪ドルの上値抑制要因。	
	通貨					





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.Rowe Price®

### 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。

MSCIとその関連会社、第三者ソース及びプロバイダー（MSCIと総称）は当資料に記載されるMSCIデータについて明示または黙示を問わず保証もしくは表明するものではなく、一切責任を負いません。MSCIデータは再配布、または他のインデックス、証券、金融商品の基礎としての使用は認められません。当レポートはMSCIにより承認、審査、作成されたものではありません。過去のMSCIのデータや分析は将来のパフォーマンスの分析や予測を示唆もしくは保証するものとみなしてはなりません。MSCIデータは投資決定を行う（または決定を回避する）ための投資の助言や推奨を目的としたものではなく、そのようなものとして頼ってはいけません。

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権利はすべてブルームバーグもしくはバークレイズを含むブルームバーグ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当資料を承認、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、これに関する被害や損害について法律が許す最大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、組入る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

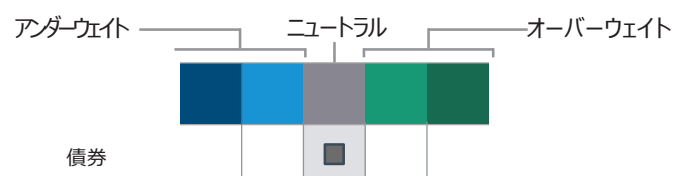
加入協会：一般社団法人 日本投資顧問業協会/一般社団法人 投資信託協会

202107-1726363

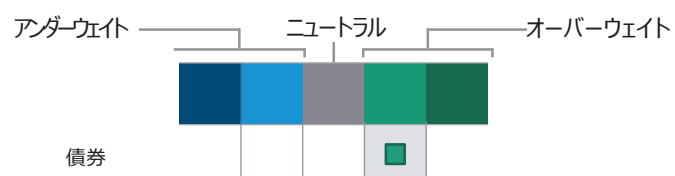
## 当資料における一部修正について

当資料3頁における、アセット・アロケーション・コミッティーのポジショニングにおいて、以下の通り修正しております。

### 修正前



### 修正後



以上