



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6月

1 市場見通し 2021年5月31日時点

- 世界経済の成長ペースは引き続きトレンドを上回っているが、主要国でワクチン接種が進み、夏場にかけて経済が再開されるにつれ、そのペースはピークに近づいている。
- 世界の金融政策の見通しは総じて良好。インフレ上昇に直面する一部新興国を中心に、徐々に引き締めへ転換し始めた中央銀行もあるものの、主要国中銀の大半は2022年も政策金利を据え置き見通し。
- アジアや欧州連合（EU）諸国でもようやくワクチンが普及し始め、それに伴う経済正常化やこれら地域本来の景気感応度の高さから、今後数カ月は景気回復ペースの加速が予想される。
- 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る今後の動向、インフレ上昇、増税、中銀の政策ミス、地政学的懸念の高まりなど。

3 市場テーマ 2021年5月31日時点

インフレは本当に一時的か？

米連邦準備理事会（FRB）は「足元のインフレ圧力の高まりは一時的なもので、新型コロナの影響が薄れるにつれて弱まる」とのメッセージを一貫して発しています。4月のコア個人消費支出（PCE）価格指数は、サプライチェーンの問題や労働力不足、繰越需要、ベース効果（コロナショックの反動）などから前年比3.1%と、約30年ぶりの高水準に急上昇しました。中古車、宿泊料金、航空運賃など幅広い品目が大きく値上がりしています（図表1）。確かにそれらの多くは、繰越需要が一巡すれば上昇圧力が弱まると予想され、債券市場は「インフレ上昇は一時的」というFRBの言葉を今のところ額面通り受け止めているようですが、インフレ鎮静化には市場が予想する以上に時間がかかる可能性もあります。人手不足や米財政の大盤振る舞いの結果、インフレが長期にわたり高止まりし、FRBや債券市場が意外と早くそうした事態への対応を迫られることも考えられます。

緩和縮小の時期が焦点

世界の中央銀行は昨年、新型コロナウイルスの世界的流行を受けて素早く行動を起こし、経済的な打撃を緩和し、景気を支えるため未曾有の金融緩和に踏み切りました。最近は景気が安定してきたことから、カナダや韓国などの中銀は緩和解除に着手する方針を発表しました。一方、ロシア、トルコ、ブラジルなど一部の新興国は、コロナ禍による供給不足に起因するインフレ圧力の高まりに対処するため、今年すでに利上げに動いています（図表2）。世界的な金融緩和の流れは終わったと思われるかもしれませんが、主要国中銀はまだ来年以降も現在のサポートを継続すると明言しています。当局のそうした意思表示にもかかわらず、市場はインフレ上昇を示す最近の指標を受けて緩和縮小時期の予想を前倒ししています。投資家が金融緩和の縮小タイミングを見直す過程で、今後数カ月はボラティリティが高まる可能性があります。

プラスに転じた株式・債券関連でリスク分散効果の弱体化を懸念

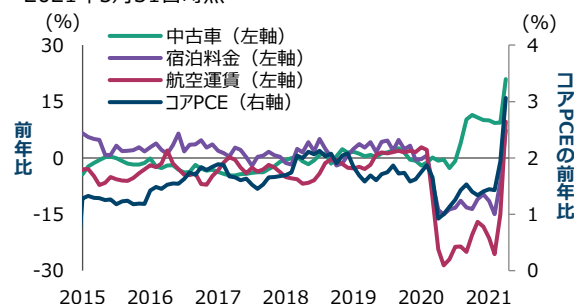
米国の過去1年間の株式と債券のトータルリターンに関連係数は、2011年以降、ごく短期間を除いてほぼマイナス圏（負の相関）で推移してきましたが、2021年に入ってからプラス圏（正の相関）に急浮上しています（図表3）。これまでの研究からは、インフレ期待の急速な高まりや債券価格の急落（利回りの急上昇）の際に株価との相関が高まりやすいことが明らかになっています。コロナ危機とそれ以降の大規模な金融緩和策を受けて米国債利回りが低水準で推移するようになった2020年3月以降、株価下落時のクッションとしての債券の機能の低下が指摘されてきましたが、年明け後のインフレ期待の高まりと債券価格の急落により、株式と債券間の分散効果はさらなる低下が見込まれるようになっていきます。こうした状況下、リスクアセットの配分を慎重にすることには合理性があると考えられます。

2 ポートフォリオ・ポジショニング 2021年5月31日時点

- ポジショニングに前月からの変更なし。
- 株式はリスク／リターン特性面の魅力が低下し、景気鈍化、政策支援縮小、インフレ上昇、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、景気敏感銘柄が引き続き景気回復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、新興国株を選好。
- 債券では、デレレーション・リスクを抑制し、ハイイールド債や変動金利ローン、短期の米インフレ連動国債（TIPS）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するスタンスを維持。

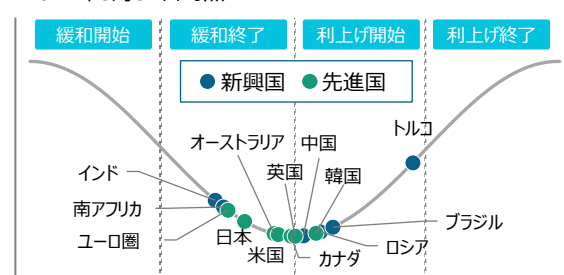
（図表1）複数の分野で物価が急上昇¹

2021年5月31日時点



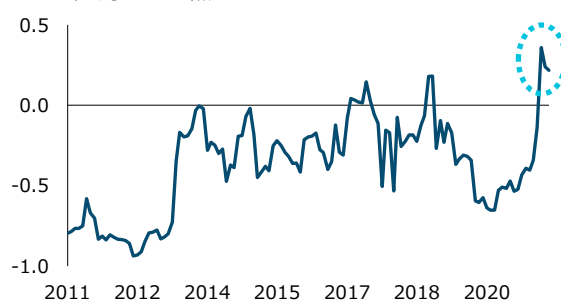
（図表2）世界各国の金融政策の乖離²

2021年3月31日時点



（図表3）米国の株価と債券の相関係数の推移³

2021年5月31日時点



1 中古車、宿泊料金、航空運賃は消費者物価指数（CPI）の数値。

2 新興国と先進国の区別はIMFの分類に基づきます。

出所：ヘイバー・アナリティクス、米労働省労働統計局、IMF

3 株価はS&P500指数、債券はFTSE USGBI（10年超）の月次トータルリターンの過去12か月ローリング相関係数。

出所：ブルームバーグのデータを元にティール・ロウ・プライスが算出

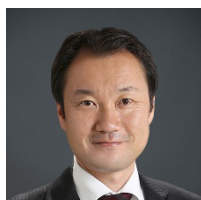
再配布禁止。

	ポジティブ	ネガティブ
米国	<ul style="list-style-type: none"> ■ ワクチン接種が大きく進展し、新規感染者数は最低に近い ■ 金融政策は引き続き非常に緩和的 ■ さらなる財政出動が見込まれる ■ 家計の健全なバランスシートと高い貯蓄率 	<ul style="list-style-type: none"> ■ 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 ■ 法人税引き上げの公算大 ■ 失業率は高止まり
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 ■ ワクチン接種ペースが大幅に改善 ■ 金融・財政政策は引き続き緩和的 ■ 株式のバリュエーションは米国に比べて依然魅力的 ■ 長期ユーロ高見通し 	<ul style="list-style-type: none"> ■ 変異ウイルスの影響で感染拡大が続く可能性 ■ 長期の成長要因は限られる ■ 欧州中央銀行（ECB）の追加刺激余地は限定的 ■ 英国の欧州連合（EU）離脱による貿易面の悪影響
中国	<ul style="list-style-type: none"> ■ 景気は引き続き堅調で、多くの点でコロナ前を上回っている。将来の成長の牽引役として国内の成長要因が輸出と鉱工業生産に取って代わる必要がある ■ 潤沢な流動性、香港からの記録的な資金流入、堅調な決算はいずれも中国株式市場のサポート材料 ■ 金融・財政政策の微調整で大きな政策ミスリスクを排除 	<ul style="list-style-type: none"> ■ 供給のボトルネックや投入コストの上昇は将来の製造業活動には懸念材料。景気の勢いはすでにピークアウトした可能性も ■ 消費の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 ■ 人民元に関する政策当局のメッセージが交錯しているため、最近急上昇している人民元の先行きに不透明感が台頭
日本	<ul style="list-style-type: none"> ■ 経済指標がようやく上振れしてきた ■ 日本株は世界景気の影響を受けやすく、グローバルPMI（購買担当者景気指数）や債券利回りとの連動性が高い ■ 投資家のアンダーウェイトや他市場対比の劣後、楽観的な業績見通しはいずれも当面の株価の支援材料 	<ul style="list-style-type: none"> ■ 緊急事態宣言が延長され、ワクチン接種のペースが鈍く、新型コロナの感染拡大はまだ抑えられていない ■ 収益は力強く伸びているが、バリュエーションの許容度低下が引き続き逆風 ■ 今秋行われる選挙を控え、菅首相の指導力に関する不透明感が台頭
オーストラリア	<ul style="list-style-type: none"> ■ コモディティ価格の上昇を背景に、経済指標は引き続き非常に好調 ■ 設備投資の回復が将来の業績の伸びを支える見込み ■ 中央銀行は引き続き極めてハト派的で、政策の正常化はまだかなり先になることを示唆 	<ul style="list-style-type: none"> ■ 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 ■ 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 ■ 政策の緩和がピークを過ぎた一方で、経済の正常化は道半ば（ワクチン接種の遅れ、2022年半ばまで国境をまたぐ移動を先送り）
新興国	<ul style="list-style-type: none"> ■ 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 ■ コモディティ価格の上昇 ■ 中国経済は引き続き好調 ■ 株式のバリュエーションは先進国より魅力的 	<ul style="list-style-type: none"> ■ 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 ■ ワクチンの供給・配布体制は先進国に大きく遅れている ■ 中国の景気刺激策の効果は薄れつつある ■ 中国以外の新興国は財政出動を行う能力が限られる

		▼ 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。	
	株式				景気の力強い伸びが下支え材料だが、バリュエーションが高止まりしているため、上値は乏しく、政策サポート後退、増税、金利上昇、インフレ期待の高まりが逆風となる可能性がある。	
	債券				インフレ期待の高止まりや景気拡大により利回りには引き続き上昇バイアスがかかるが、各国中央銀行の政策が今後数か月で乖離するにつれて、ボラティリティが高まる可能性がある。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。	
	キャッシュ				金利・インフレ率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継続。	
	地域					
	米国				力強い景気や収益の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・セクターが経済環境改善の恩恵を受ける中、ディフェンシブなグロース特性のサポート効果が低下。	
	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。	
	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。しかし、バリュエーションが魅力的で、世界貿易の見通しが改善しているため、景気敏感株の多さがサポート材料。	
	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、ワクチン供給の問題などが引き続き懸念材料。	
株式	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、少数銘柄への人気集中、金利上昇が引き続き逆風。一方、景気に敏感なバリュエ株は繰越需要、景気改善、追加経済対策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。	
	米国 小型 (vs. 大型)				小型株は景気拡大や良好な業績見通しがサポート材料。相対バリュエーションは依然魅力的だが、投入コスト上昇が利益率を圧迫する可能性も。	
	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大きいと判断。	
	インフレ敏感セクター					
	実物資産株式				繰越需要の顕在化がコモディティ価格を引き続き支える。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。しかし、需給不均衡により長期見通しは依然厳しい。	
	国内債券				超長期債などではイールド面の妙味も従来に比べれば出てきており、また日銀のイールドカーブ・コントロールのもと金利上昇余地は限られるものの、海外の長期金利の上昇が見込まれる環境下では国内にも一定の金利上昇圧力が残り、国内債券にシフトするのはまだ時期尚早と考える。	
	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レンジ上限で推移する見込みだが、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しそうにない、短期金利は低位安定が見込まれるが、インフレ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。	
	米国長期国債				経済成長やインフレ期待が高止まりしており、長期債利回りが上昇するイールドカーブスティープ化のリスクに依然としてさらされる。	
債券 (円ヘッジ付)	インフレ連動債				インフレ期待の強さはサポート材料だが、成長ベース鈍化や金融引き締め観測の影響で上値が限定的となる可能性。	
	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上昇が下支え要因。	
	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で、デレージの短さ、金利上昇に対する抵抗力の強さ、需給の改善、資本構成上位に位置すること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)				ワクチン普及による正常化の進展と大規模な刺激策による米国の景気回復というプラス材料と、他国への回復の伝播による避難先通貨としてのプレミアム剥落というマイナス材料が拮抗。	
	ユーロ (対円)				米英に遅れたワクチン接種も足元加速中で、圏内の規制緩和や社会経済活動再開と、世界的景気回復によるリスクオン通貨選好の双方から恩恵を受ける見込み。	
	豪ドル (対円)				中国との関係悪化というマイナス面の一方で、コロナ感染状況の落ち着きに加え、需要回復観測にリフレトレードの恩恵も加わった世界的な資源価格上昇の恩恵を見込む。	
	通貨					



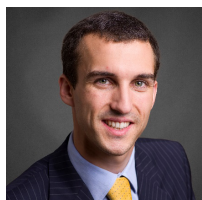
Richard Coghlan
グローバル・ソリューションズ・
ポートフォリオ・マネジャー



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



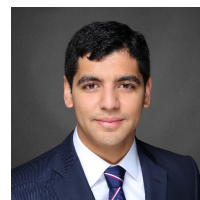
Thomas Poullaouec
マルチ・アセット・ソリューションズ
APAC 責任者



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

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。

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

202106-1691075