



新たな経済環境に備えたポジション

景気回復は順調だが、インフレ圧力がリスクを生み出す

2021年6月

サマリー

- 世界経済の成長ペースは、中国と米国がけん引役となり、2021年前半に加速した。新型コロナウイルスの世界的な感染拡大からの景気回復は、2021年後半に他地域に拡大すると見受けられる。
- 経済成長は力強いが、業績面で市場の期待に応えることは難しい見込み。ただし、一部の米国外市場では企業業績が市場予想を上回る可能性がある。
- 米国債に対する機関投資家の旺盛な需要が利回りを低位に維持している。投資機会を発掘する上でクレジット・セクターは考慮の余地がある。
- コーポレート・ガバナンス基準の厳格化、資本配分の改善、技術革新が中国における投資機会の拡大に繋がっている。

新型コロナウイルスの世界的な感染拡大からの景気回復は力強さを増しています。2021年後半には、ワクチン接種の進展、継続する財政・金融刺激策、消費者の繰延需要に支えられ、景気回復があらゆる国・地域に広がる態勢にあると見受けられます。

ただし、このような経済環境の変化により、投資家は多くの重要な問題に直面します。重要な点は、経済成長が十分に堅調で、持続的なインフレ圧力を強めることなく、企業が楽観的な業績期待に応えることができるかです。インフレ圧力が強まれば、米連邦準備理事会（FRB）やその他の中央銀行は、金融引き締め政策への転換前倒しを迫られる可能性があります。

「広範な株式市場のバリュエーションが魅力的と主張するためには、株式以外に現実的な投資先がないことを論拠にしなければならない」と社長兼運用部門統括責任者兼グループ最高運用責任者（CIO）のRobert Sharpsは指摘します。「それには低金利と低インフレの継続が前提となる」（Sharps）。

インターナショナル株式責任者兼株式部門CIOのJustin Thomsonは、インフレ率が緩やかに上昇しても顕著に加速しなければ、株式は堅調に推移することができると示唆します。「過去、インフレ率上昇局面は総じて株式に相対的に有利に働いてきたが、それはインフレの上昇が一定水準以下に留まる場合に限られる。インフレ率がひとたび3%～4%を超えると、株式のリターンを毀損させる傾向を示してきた」（Thomson）。

債券部門CIOのMark Vaselkivは、債券投資家にとって、利回りの上昇は明らかにリスクをもたらす一方で、潜在的な投資機会を生み出す可能性があるとは指摘します。利回り上昇により、一部のクレジット・セクターの株式と比べた投資妙味が増し、資産配分の変更に繋がる可能性があります。

「多くの株式投資家は、ある時点で上昇相場から享受してきた利益を確定しようとするだろう。そうなれば、投資資金が債券に回帰する可能性がある」（Vaselkiv）。



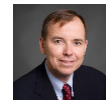
Robert Sharps

社長、運用部門統括責任者
グループ最高運用責任者



Justin Thomson

インターナショナル株式責任者
株式部門CIO



Mark Vaselkiv

債券部門CIO

持続可能な景気回復の基盤を形成

先進国において加速するワクチン接種、追加景気刺激策、産業の再開に伴う企業活動の活性化は、2021年後半に世界経済が力強く成長する土台を築いてきたと見受けられます（図表1）。

Sharpsによれば、繰延需要と財政・金融刺激策が2022年にかけて平均を上回るペースの持続的な経済成長を支えると考えられます。経済協力開発機構（OECD）による最近の予想は、世界の国内総生産（GDP）が2021年に6%近く、2022年に4%～5%の成長を遂げる可能性を示唆している¹とSharpsは指摘します。

消費者の需要が2021年後半も増大し続けるならば、「ここしばらく見たことのないような好景気を経験する可能性がある」とSharpsは付け加えます。

これまで、中国と米国が景気回復のけん引役でしたが、2021年後半にかけて、経済成長ペースの加速が他の地域にも広がるとSharpsは予測します。「今回の景気回復は、世界同時ではなく、連鎖的に波及している点が特徴的である」（Sharps）。

しかしながら、インドや中南米など一部の国・地域は、引き続きコロナ禍に苦しんでおり、連鎖のタイミングには依然としてばらつきがあると見込まれます。

Sharpsによれば、加速する景気回復が需要を変容させており、それが短期と長期の両方で潜在的な投資機会を生み出す可能性があります。潜在的に恩恵を受ける可能性のある分野としては、旅行・ホテル業界、航空会社、レストラン、医療サービスなどが挙げられます。

より効率的なテクノロジーおよびビジネス・モデルの採用が加速することで、コロナ禍は将来の生産性向上へ向けた土台を築く可能性もあるとSharpsは指摘します。そうなれば、世界経済および企業業績の長期的な成長見込みが高まる可能性があります。

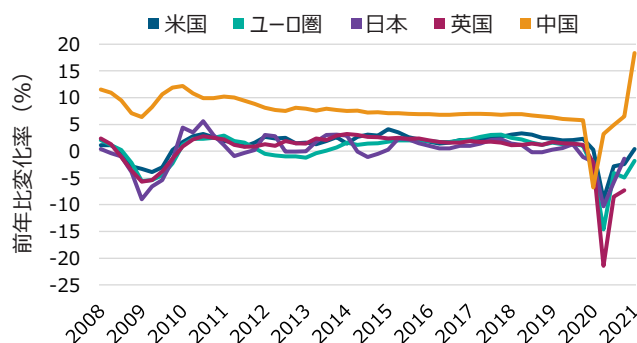
“ 今回の景気回復は、世界同時ではなく、連鎖的に波及している点が特徴的

— Robert Sharps

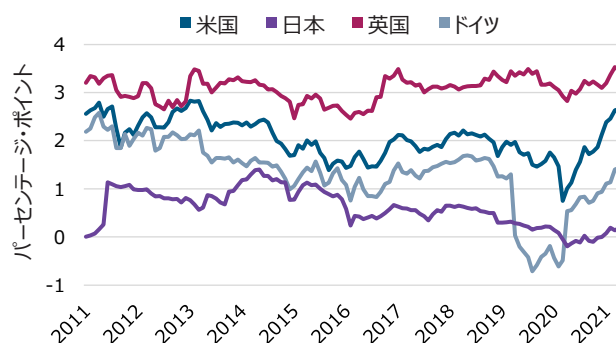
社長、運用部門統括責任者
グループ最高運用責任者

経済成長率の上昇は予想インフレ率の上昇をもたらす

（図表1）実質GDP成長率（前年比）および10年債利回りと7-10年インフレ連動債利回りの差*



2021年3月31日時点。



2021年5月31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。

*各国の10年指標国債利回りからブルームバーグ・バークレイズ・インフレ連動国債（7-10年）インデックスの利回りを差し引いてブレイクイーブン・インフレ率を算出しています。

出所：ブルームバーグ・ファイナンスL.P.、ティー・ロウ・プライスによるデータ分析、ヘイバー・アナリティクス（追加ディスクロージャー参照）。ファクトセットのデータをもとにティー・ロウ・プライスが算出。全ての権利はファクトセットに帰属します。

¹出所：OECD経済見通し第109号暫定版、2021年5月。

インフレ論議

コモディティ価格の上昇や世界的な半導体不足などインフレ圧力の兆しは、2021年前半に市場を周期的に混乱させたものの、中央銀行およびその他の金融当局は、相対的にハト派の姿勢をとってきたとThomsonは指摘します。「金融当局はインフレを理解しており、インフレに対処する手段を有しているというというのが一般の見方である」とThomsonは付け加えます。

Thomsonによれば、楽観シナリオは、インフレ加速の効果が一時的なものであり、供給における障害が取り除かれ、新型コロナウイルス収束後の需要増加が自然に落ち着いていく中でインフレ圧力が薄れていくというものです。ただし、以下のような複数の長期的トレンドがインフレ率を構造的に上昇させる可能性があるとしてThomsonは指摘します。

- パンデミック対策により米国の多額の財政赤字が劇的に拡大

- 高齢化に伴い、退職したベビー・ブーマーが貯蓄を取り崩して消費に回し、労働不足が賃金を押し上げ
- 「反グローバル化」：関税引き上げ、移民に対する障壁、内製化への転換

Vaselkivによれば、主要米国企業による賃上げも、経済力のバランスが労働者に傾いてきており、この流れが直ちに反転しそうもないことを示唆します。しかしながら、これは必ずしも悪いニュースとは限りません。財政・金融刺激策が縮小する中で、消費者の所得増加が景気回復の持続性に資するためです。

一方で、Sharpsは別のインフレの潜在的な脅威として全くプラスの効果がないものの一つに、サイバーテロを挙げています。最近発生した主要な米国のパイプラインや食肉大手に対するサイバー攻撃は、ネットワーク時代における世界のサプライ・チェーンの脆弱性を示しています。「これらは単発的な出来事と言うこともできるが、現時点では個別の事件が連続的に発生する流れに変化しつつある」(Sharps)。

利益成長に注目

企業利益と利益成長期待は2021年1-3月期に増大し、特に米国で顕著でした。しかしながら、株価はそれを上回るペースで上昇し、多くの市場においてバリュエーションを歴史的に極端な水準まで押し上げました(図表2)。経済が新型コロナウイルスの世界的な感染拡大による深刻な景気後退からさらに回復する中で、前年比で利益成長を達成することは困難さを増しています。

仮想通貨や特別買収目的会社(SPAC)、電気自動車、個人投資家が売買している一部の株式などの分野で投機的な過熱感が明らかになってきたものの、グローバル株式市場および米国株式市場全体を見ると、バブルの領域にあるとは見受けられないとSharpsは語ります。

とはいえ、多くの株式指数は、超低金利を織り込んで、割高感があるとSharpsは付け加えます。

これは、相対的に堅調な経済成長が続いたとしても、株式投資家が今後、リターン見込みのさらなる低下に直面する可能性を示唆します。

「バリュエーションは歴史的に見て戦術的なタイミングを図る上で優れたツールではないが、一般的に長期平均と比較したリターン見込みを示す優れた予想指標である。現時点で投資をスタートしても今後あまり良好なリターンが得られるとは思わない」(Sharps)。

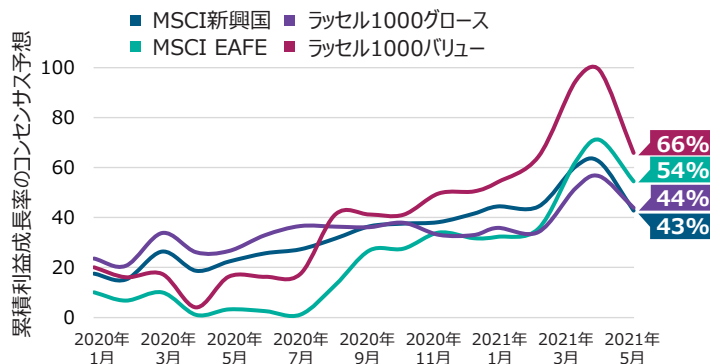
Thomsonは景気回復がある程度米国株式に織り込まれているとの見方に同意します。ただし、その他多くの市場における企業の一株当たり利益(EP S)は、まだS&P500指数構成企業のように急速または強力で反発していません。そのため、景気回復が広がる中で、米国外の株式がアウトパフォームする可能性が生じるとThomsonは主張します。「景気敏感銘柄に投資する上でリフレ・テーマは有効で、米国外市場は景気敏感度高い傾向がある」(Thomson)。

景気敏感銘柄に投資
する上でリフレ・テーマ
は有効で、米国外市場
は景気敏感度高い傾向
がある。

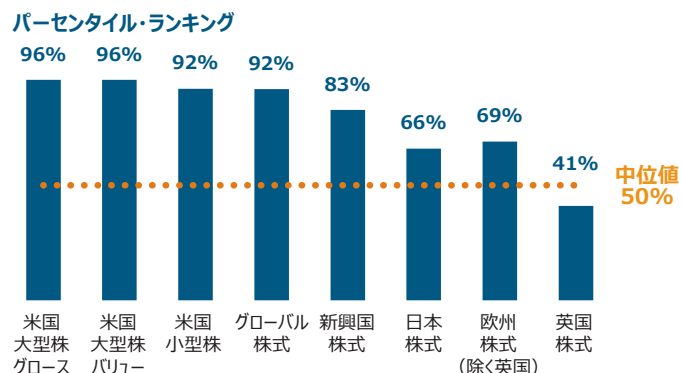
— Justin Thomson
インターナショナル株式責任者
株式部門CIO

予想利益成長率は上昇したがバリュエーションは高い

(図表2) 今後2年間のEPS成長率のコンセンサス予想とバリュエーション(移動12ヵ月)の過去15年間との比較*



2021年5月31日時点。



2021年5月31日時点。

*過去15年間と比較した相対バリュエーションのパーセンタイルは、向こう12ヵ月の予想株価収益率、株価純資産倍率、株価キャッシュフロー倍率の均等加重平均に基づきます。出所：MSCI、FTSE/ラッセル（追加ディスクロージャーを参照）。ファクトセットのデータをもとにティール・ロウ・プライスが分析。全ての権利はファクトセットに帰属します。インデックス：米国大型株グロース：ラッセル1000グロース・インデックス、米国大型株バリュー：ラッセル1000バリュー・インデックス、米国小型株：ラッセル2000インデックス、グローバル株式：MSCIオール・カントリー・ワールド・インデックス、新興国株式：MSCIエマージング・マーケット・インデックス、日本株式：MSCI日本インデックス、欧州株式（除く英国）：MSCI欧州（除く英国）インデックス、英国株式：MSCI英国インデックス。

そうした変化によって、12年続いた米国外市場に対する米国株式の記録的なアウトパフォーマンスは途切れるだろうとThomsonは指摘し、以下のような複数の要因もこのトレンドを逆転させる可能性があると考えます。

- セクター・ローテーション：テクノロジー銘柄は、米国市場の良好なパフォーマンスに大きく寄与してきましたが、テクノロジー導入ペースの鈍化に加え、規制リスクや増税がテクノロジーの優位性を低下させる可能性があります。
- 金利上昇：米国市場はテクノロジー銘柄の構成比率が高い一方で、主要欧州市場においては銀行株の比率が相対的に高くなっています。金利上昇やイールドカーブのスティープ化は、銀行の収益性を押し上げる可能性があります。
- 魅力的な新興国通貨：多くの新興国通貨は、米ドルやその他の主要通貨に対して割安感があるとThomsonは主張します。過去、新興国の資産は株式と債券ともに、新興国通貨が安い時に最も魅力的でした。

景気回復がローテーションを促進

力強い景気回復は、グロースからバリューへのスタイル・ローテーションの継続的な流れを決定づける可能性もあります。

バリュー・スタイルは2020年後半以降、グロース・スタイルを大きく上回るパフォーマンスを示してきたとThomsonは指摘します。その相対的な優位性は2021年後半に弱まる可能性があるものの、景気回復テーマはまだ継続する余地があります。グローバル小型株は、多くの新興国株式市場と同様、その恩恵を受ける優位な立場にあると見受けられます。

Thomsonは、多くの日本企業が予想を上回る業績を達成したにも関わらず、日本株式のパフォーマンスが2021年1月～5月で劣化したことを意外と受け止めています。ただし、日本企業の経営者は、現実的な業績予想をアナリストに提示する傾向があります。

日本企業は概ね、平均的に2021年後半も引き続き堅調な業績を収めるとThomsonは予測しています。過去において、景気回復は多くの日本企業に強力な追い風をもたらしてきました。固定費率が高く、増収が増益に直接的に寄与するためです。

利回り上昇時代の創造性

Vaselkivによれば、2021年前半を通じて高格付けの債券セクターに関する正しい戦略は、短期のデュレーションを維持することでした²。2021年後半には変わる可能性があるものの、この状況が変わるのは、日本の機関投資家を始めとする大手機関投資家からの需要が引き続き米国債利回りを抑え込むことがない場合に限定されるとVaselkivは付け加えます。

力強い景気回復に鑑みると、米国の国債と投資適格社債の利回りは驚くほど低水準に留まっているとVaselkivは見ています。平均デュレーションは歴史的に見てまだ長く（図表3）、市場が金利リスクを深刻に懸念していないことを示唆します。

Vaselkivによれば、その一因は、日本国債とドイツ国債が非常に低いまたはマイナスの利回りしか提供しないことにあります。

これがインカム志向ではあるもののリスク回避傾向の強い機関投資家の米国債に対する需要を促してきました。

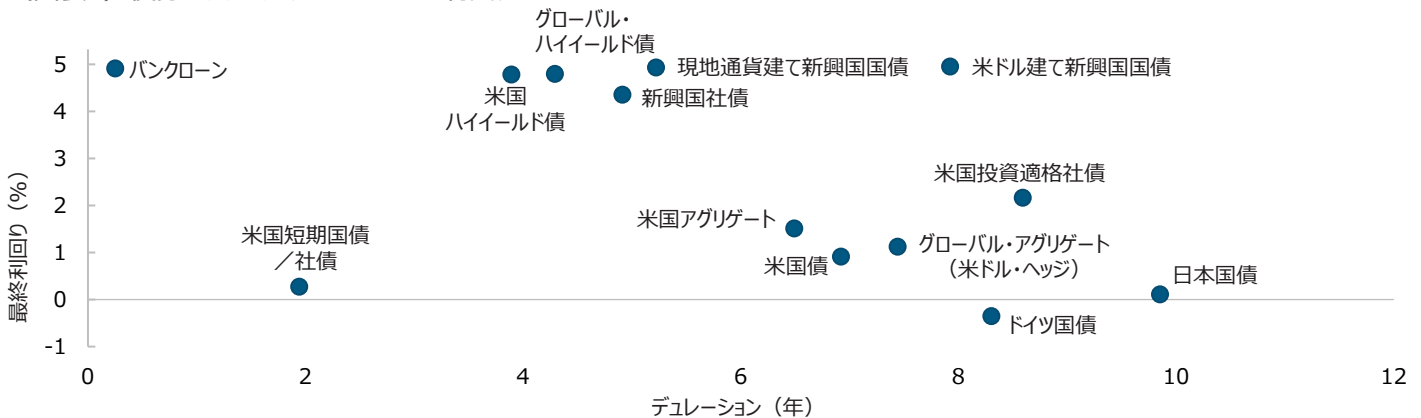
米国10年債利回りが2.00%~2.25%を越える水準に上昇し、それがモーゲージ証券や社債から見込まれるインカムを押し上げると、多くのポートフォリオ・マネジャーはデュレーションを引き上げるとVaselkivは考えています。しかしながら、そうした動きは機関投資家からの需要をさらに押し上げ、利回りを再び低下させる可能性があります。

信用スプレッドは縮小しているが妥当と見受けられる

Vaselkivによれば、2021年後半に魅力的な投資機会を追求する債券投資家は、米国およびグローバルのハイイールド債、バンクローン、新興国社債などリスクの高いクレジット・セクターを検討する必要があります。

金利上昇圧力が積み上がっており、一部のセクターには潜在的にリスクがある

（図表3）債券セクター別デュレーションと利回り



2021年5月31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、JPモルガン・チェース（追加ディスクロージャーを参照）。ティール・ロウ・プライスによるデータ分析。

使用インデックス：米国債：ブルームバーグ・バークレイズ米国債インデックス、米国投資適格社債：ブルームバーグ・バークレイズ米国投資適格社債インデックス、米国アグリゲート：ブルームバーグ・バークレイズ米国総合債券インデックス、米国ハイイールド債：ブルームバーグ・バークレイズ米国ハイイールド債インデックス、米ドル建て新興国債：JPモルガンEMBIグローバル・ダイバーシファイド・インデックス、現地通貨建て新興国債：JPモルガンGBI EMグローバル・ダイバーシファイド・インデックス、新興国社債：JPモルガンCEMBIブロード・ダイバーシファイド・インデックス、日本国債：ブルームバーグ・バークレイズ・アジア太平洋日本インデックス、ドイツ国債：ブルームバーグ・バークレイズ・グローバル国債ドイツ・インデックス、グローバル・ハイイールド債：ブルームバーグ・バークレイズ・グローバル・ハイイールド・インデックス、グローバル・アグリゲート（米ドル・ヘッジ）：ブルームバーグ・バークレイズ・グローバル総合債券インデックス（米ドル・ヘッジ）、バンクローン：JPモルガン・レバレッジド・ローン・インデックス、米国短期国債 / 社債：ブルームバーグ・バークレイズ短期国債 / 社債トータル・リターン・インデックス（米ドル・ヘッジなし）

²デュレーションは金利の変化に対する債券価格の感応度を計測したものです。

“
企業のデフォルトは急減
しており、ハイイールド債
セクターでは、破綻企業
の数は比較的少数です。

Vaselkivは、多くのアナリストが信用スプレッド、すなわちデフォルト・リスクに晒されている債券と満期が同等の米国債の利回り格差は、過去の基準に照らして極端に縮小しており、潜在的なバブルの兆候を示していると主張していると指摘します。ただし、Vaselkivは逆張りの見方をとっており、縮小したスプレッドは良好な信用見通しを適切に反映していると考えています。

- 企業のデフォルトは急減しており、ハイイールド債セクターでは、エネルギー業界であっても、破綻企業の数は比較的少数です。
- 2020年に約2.8兆米ドルの米国社債が発行され、2021年の最初の5ヵ月間でさらに1.4兆米ドルが発行された³恩恵を受け、企業は財務内容を修復してきました。
- 2021年前半において信用格付けの引上げ件数は引下げ件数を上回っており⁴、Vaselkivによれば、引上げ件数は今後も引き続き高水準を保つと考えられます。

変動金利バンクローンは現在、相対的に高い利回りと非常に短いデュレーション（平均90日）を提供するため特に魅力的であるとVaselkivは付け加えます。これはFRBの次の利上げサイクルを通じて恩恵をもたらす可能性があるとしてVaselkivは主張します。

Sharpsは、投資家は米ドル安を考慮する必要があると考えています。米国の多額の財政赤字と貿易赤字に加え、FRBが継続する景気刺激策は、段階的な米ドル安の余地を生み出します。これは米ドル建てコモディティ価格の押し上げを通じ、インフレ圧力を高める可能性があります。

ただし、必ずしもマイナスの影響ばかりではありません。Sharpsによれば、リスク資産は過去において、米ドル安局面で堅調なパフォーマンスを示しました。米ドル安は、海外で創出する利益が大きい米国企業のリターンを押し上げ、米ドル建て債務を抱える新興国企業の信用力を向上させる可能性もあります。

中国：無視するには大き過ぎる

中国の経済と金融の進化は、今後加速する態勢にあると見受けられ、世界経済と地政学的な勢力バランスに大きな影響を及ぼす見込みです。しかし、多くの投資家のポートフォリオにおいて、成長が見込まれる世界の大国の一つである中国へのエクスポージャーは不十分であると思われる。

米国の政権交代は緊張をある程度緩和したものの、米中の対立関係は続くとSharpsは予測します。Sharpsによれば、この対立関係は気候変動など特定の課題に関する協力を排除するものではありません。ただし、バイデン政権は前政権が課した関税の一部を継続すると決定しており、米中関係が永続的に変化したことを示します。

「中国の経済的影響は否定できないが、中国が世界貿易機関（WTO）への加盟を認められた時に欧米の多くの政策立案者が予想したものと異なる結果になった」とSharpsは主張します。「中国は必ずしもより開かれた社会になっていない」（Sharps）。

これらの摩擦にもかかわらず、中国は引き続き金融サービスなど一部のセクターへの外資の参入拡大を認めているとSharpsは指摘します。ただし、潜在的な投資家は、中国が参入条件の統制に断固たる姿勢で臨むことを認識する必要があります。

「中国政府は、基本的に独自の方法を構築し、異なるルールに従って行動すると決めており、そのルールはいまだ不明である」（Sharps）。

³バンクローン、ハイイールド債、投資適格社債を含みます。バンクローンとハイイールド債の総額は、JPモルガン・チェースのハイイールド債およびレバレッジド・ローン市場モニターによる報告に基づきます。投資適格社債の発行額はブルームバーグ・ファイナンスL.P.から入手したものです。（追加ディスクロージャーを参照）2021年5月31日現在のデータ。

⁴JPモルガン・チェース・デフォルト・モニターから入手した2021年5月28日現在のデータ。

中国はイノベーションを進めており、全体の研究開発費は加速している。

— Justin Thomson
インターナショナル株式責任者
株式部門CIO

Vaselkivによれば、多くの先進諸国において短期金利がゼロ近辺に留まっている中、中国のクレジット市場は魅力的なインカムを提供する可能性があります。「中国10年国債利回りが約3%の水準に留まり、妥当な信用スプレッドが上乘せされている中で、クレジット債への選別的な投資機会が明らかに存在する」(Vaselkiv)。ただし、現地でのリサーチに裏付けられたアクティブ運用が成功に不可欠となるでしょう。

信用増加や最近生じた複数の大型のデフォルトを抑制しようとする中国規制当局の取り組みは、特に中国の不動産セクターにおける財務面の安定性に関する懸念を生じさせています。とはいえ、市場規律の厳格化は長期的にプラスの影響を及ぼすとVaselkivは見ています。「このように、クレジット市場は時間の経過とともに発展する」(Vaselkiv)。

中国株式の大局的な見通し

Thomsonは、中国株式がグローバル投資家に提供する投資機会は急速に拡大しているものの、過小評価されていると見ています。世界のGDPに占める中国の割合は急速に上昇していますが、MSCIオール・カンントリー・ワールド・インデックス(MSCI ACWI)における中国の構成比率はまだ相対的に低水準です(図表4)。

Thomsonは、中国へのエクスポージャーをベンチマーク構成比率に限定することが誤りと考える複数の理由を指摘します。

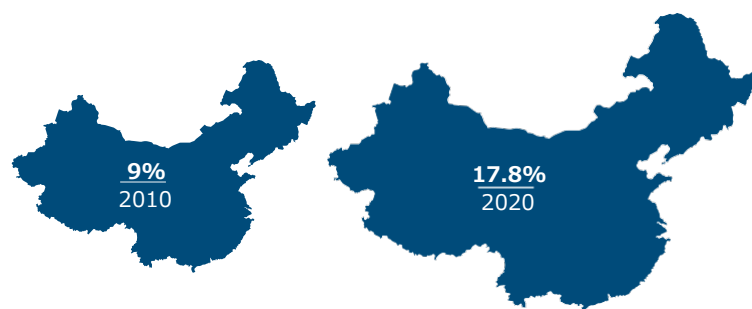
- コーポレート・ガバナンスおよび資本配分方針の向上：「まだ改善余地はあるが、状況は改善している」(Thomson)。
- 市場の厚み：今や5,200社以上の公開企業が中国の証券取引所に上場しており、この数は米国を上回っています⁵。
- 新規株式公開：2018年末から2021年5月までの間に、900社近い中国企業が新規株式公開を行いました⁶。

しかし、Thomsonによれば、海外の投資家は、まだ中国のeコマースやテクノロジー業界における少数の有名な銘柄に焦点を当てる傾向があります。バイオテクノロジー、ヘルスケア、金融テクノロジーなどの分野において、より魅力的な潜在的投資機会を見出すことができるThomsonは見ています。「中国はこれらの分野でイノベーションを進めており、全体の研究開発費は増加している」とThomsonは付け加えます。

グローバル株式ベンチマークにおける中国の構成比率は不十分

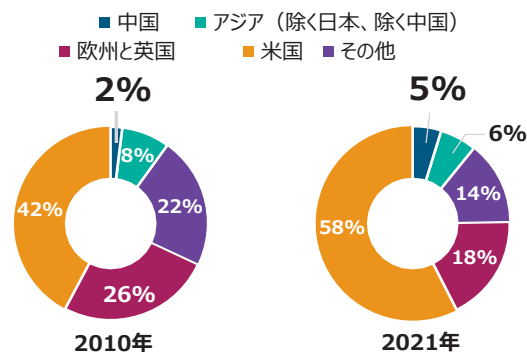
(図表4) 世界のGDPに占める中国の割合の変化とMSCI ACWIの時価総額構成比率の変化*

世界のGDPに占める中国の割合



2020年12月31日時点。

MSCI ACWIの時価総額構成比率



2021年5月31日時点。

*四捨五入のためMSCI ACWIの合計は100%とならない場合があります。
出所：国際通貨基金 (IMF)、MSCI、ファクトセット (追加ディスクロージャーを参照)。

⁵ファクトセットからのデータ (追加ディスクロージャーを参照)。2021年5月31日現在のデータ。

⁶ブルームバーグL.P.からのデータ。2021年5月31日現在のデータ。

まとめ

2021年前半における世界経済の回復は年初の市場予想よりペースが速く、力強かったものの、今後数ヵ月にわたり経済成長に対する下記の潜在的なリスクを注視していく方針です。

- 新型コロナウイルス：ワクチン接種は一部の先進国において加速してきたものの、その他の地域では依然として遅れています。一方で、新たな変異株が引き続き潜在的な脅威です。
- 米国の財政政策：バイデン政権は米国の法人税率を引き上げようとしています。Sharp'sによれば、緩やかな引き上げに留まると予想され、米国株式市場に与える影響は中立と見ています。しかしながら、キャピタル・ゲインと配当に係る増税案は、もし実施されれば、ほとんどの資産クラスの税引後リターンにマイナスの影響を及ぼすでしょう。
- バリュエーション：一部のセクターや銘柄の株価収益率は、高い利益成長期待を示唆しているとSharp'sは繰り返し指摘します。2021年後半の業績が比較的堅調であっても、市場の期待には及ばず、市場のボラティリティを高める可能性があります。

- 不安定な政治状況：中南米、東欧、中東は、いずれも世界経済の回復を阻害する可能性のある潜在的な火種を抱えているとVaselkivは警告します。

とはいえ、世界的に変容した経済環境は、リスクとともに潜在的な投資機会を生み出していると見ています。新型コロナウイルス収束後のトレンドは、勝ち組と負け組の両方を生み出す可能性があり、アクティブ運用を行うポートフォリオ・マネジャーが超過リターンを追求する余地を拡大します。

世界中に広がる十分なリソースに裏付けられた強固なファンダメンタル・リサーチ能力は、超過リターンを追求する上で不可欠の資産であるとVaselkivは主張します。「すなわち、経営陣との面談で事業戦略や資本構造に関して話し合うスキルを備えたアナリストを世界中に抱えることである」（Vaselkiv）。

新型コロナウイルス収束後のトレンドは、勝ち組と負け組の両方を生み出す可能性があり、アクティブ運用を行うポートフォリオ・マネジャーが超過リターンを追求する余地を拡大します。

追加ディスクローチャー

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L.P.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。

ヘイバー・アナリティクス（内閣府、欧州連合統計局、英国国家統計局、米国経済分析局、中国国家統計局）/ヘイバー

ロンドン証券取引所グループ・ピーエルシー及びそのグループ企業（以下「ロンドン証券取引所グループ」または「LSE Group」）。© LSE Group 2021。FTSE Russell指数及びデータに関するすべての権利は、指数及びデータを保有するロンドン証券取引所グループのメンバー企業に帰属します。ロンドン証券取引所グループ及びその使用許諾者のいずれも、指数またはデータの誤記・脱漏について一切責任を負わず、いかなる当事者も当資料に含まれるデータまたは指数に依拠することはできません。ロンドン証券取引所グループのメンバー企業の書面による同意なく、ロンドン証券取引所グループから得られたデータの再配布は認められません。ロンドン証券取引所グループは、当資料の内容を宣伝、後援または推奨するものではありません。

MSCI及びその関連会社ならびに第三者の情報源及びプロバイダー（総称して「MSCI」）は、当資料に含まれるいかなるMSCIのデータに関しても、明示的もしくは黙示的な保証または表明を行わず、一切の責任を負わないものとします。MSCIのデータは、その他のインデックスまたは証券もしくは金融商品の基礎として転載または転用することができます。当資料はMSCIが承認、確認または作成したものではありません。過去のMSCIのデータ及び分析は、将来のパフォーマンスの分析、予想または予測を示唆または保証するものではありません。いかなるMSCIのデータも、何らかの投資判断を行う（または行わない）ように投資助言または推奨を行うことを意図したものではなく、投資助言または推奨として依拠することはできません。

情報は信頼できると考える情報源から取得していますが、JPモルガンはその完全性または正確性を保証しません。インデックスは許可を得て使用しています。JPモルガンの事前の書面による承認を得ることなく、インデックスの複製、使用または配布を禁じます。Copyright © 2021, J.P. Morgan Chase & Co.すべての権利はJPモルガン・チェースに帰属します。

財務データ及び分析はファクトセットが提供しています。Copyright 2021 FactSet.すべての権利はファクトセットに帰属します。

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®

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）の逡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