



2021年 グローバル・マルチ・アセット 市場環境見通し

景気回復局面における投資機会
2021年1月

目次

| | | | | | |
|------------------------|-----|------------------|----|---------------------|-------|
| はじめに：快方に向かう世界経済 | | 地域別見通し | | リサーチ | 11-12 |
| 投資機会の拡大とけん引役 | 1-2 | 米国 | 6 | 2021年戦術的資産配分 | 13 |
| マルチ・アセット・インサイト | | 欧州および英国 | 7 | | |
| グローバル株式：格差の縮小 | 3 | アジア先進国およびオーストラリア | 8 | | |
| 米国株式：回復傾向 | 4 | 中国 | 9 | | |
| 債券：利回り欠乏と緩やかなリフレーション | 5 | 新興国（除く中国） | 10 | | |

投資機会の拡大とけん引役

サマリー

- 2021年の展望は、ワクチンがどれほど迅速に新型コロナウイルス感染症のまん延を食い止め、世界の経済活動を再開させることができるかに左右される可能性が高い。
- 世界経済の回復によって投資機会が拡大するとともに、けん引役が景気感应度の高い地域やセクターに移る。
- 新型コロナウイルスの収束後、消費者、企業、経済が新たな環境に適応するなかで、勝ち組と負け組が明らかとなる。

新年を迎え、市場は有効なワクチンの開発が新型コロナウイルス感染症(新型コロナウイルス)のまん延を食い止めると楽観視しており、ワクチンに関するニュースを2020年の暗いトンネルの先にある明かりと見ています。ただし、極端な熱狂が多く市場を過去最高値にまで押し上げており、バリュエーションがさらに上昇し、市場のけん引役が景気感应度の高いセクターの割安な銘柄に移っています。2020年とは対照的に、2021年はモメンタムよりも回帰の年になり、より幅広い分散の利点が強調されるでしょう。

経済活動の再開による世界的な繰越需要の解放

有効なワクチンが2021年の景気回復の引き金になると楽観視する理由はあるものの、世界経済はワクチンの配布に係る前例のない課題に直面しています。それと同時に、新型コロナウイルスの感染再拡大を恐れ、多くの国がロックダウン(都市封鎖)を再び実施せざるを得なくなっています。



Sébastien Page

グローバル・マルチ・アセット部門
統括責任者



Tim Murray

グローバル・マルチ・アセット部門
資本市場ストラテジスト

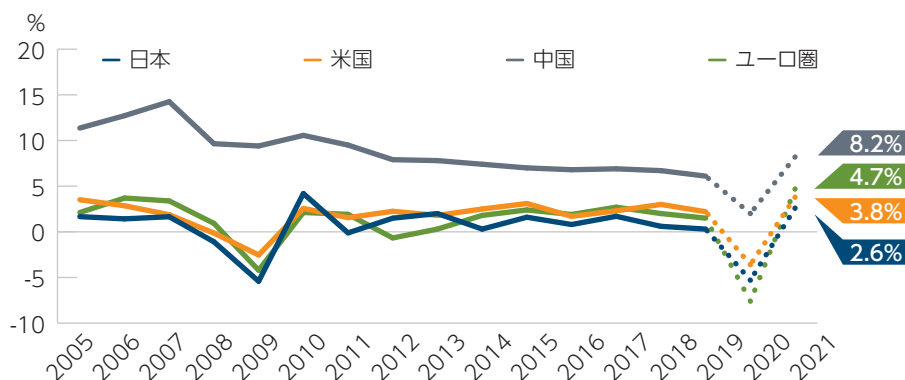


Peter Austin

マルチ・アセット・ソリューションズ
統括責任者

繰越需要が景気回復を後押しする可能性

(図表1) 前年比実質GDP成長率*



2020年11月30日時点

*点線は2020年と2021年に関するブルームバークのコンセンサス予想を示しています。

出所:ブルームバーク。

景気感応度の高い 経済およびセクターは 堅調に推移すると 思われます。

世界各地で有効な予防接種が春までに行われる道のりは紆余曲折があり、平坦ではない可能性があります。地域によって現在の危機への対応が異なる一方、各地の景気刺激策は手詰まりとなる可能性があり、目先は変動に見舞われやすい状況となっているためです。道のりは悪路が続くと思われませんが、ひとたび予防接種が広く行われ、経済活動を安全に再開すれば、世界的な繰越需要が発生し、景気回復が定着すると予想しています。

超緩和的な姿勢を維持する金融政策に支えられた経済環境の改善は、市場が「コロナ後の回復期」に移行するなかで投資機会とリスクを生み出すでしょう。株式や社債などのリスク資産を取り巻く環境は、成長・業績見通しの改善に応じて下支え要因になると考えられ、より広範な資産クラスとセクターのパフォーマンスに影響が及ぶ可能性があります。

景気感応度の高いシクリカルな経済とセクターは堅調に推移すると思われるものの、コロナ収束後のトレンドから悪影響を受ける可能性がある分野を慎重に回避するために、選別的な姿勢が必要になるでしょう。

ただし、経済成長の改善傾向は長期金利に上昇圧力を加えるため、米国債およびその他格付の高い国の国債は、魅力的な分散効果を提供しないと思われれます。投資家は、より利回りの高いセクター、インフレ連動債、金利感応度の低いその他の投資先に目を向けるでしょう。新年を迎え、バリュエーションがさらに上昇する余地はほとんどないと見られますが、魅力的な相対バリュエーションを捉える投資機会は市場全般にわたり存在しており、特に数十年に及び軟調な傾向にあった市場において顕著です。

格差の縮小



Christina Dove

グローバル・マルチ・アセット部門
アナリスト



Toby Thompson

グローバル・マルチ・アセット部門
ポートフォリオ・マネジャー

世界貿易および
中国の経済成長
ペースの加速から
恩恵を受けやすい
市場を選好します。

時代の終焉か、それとも新時代の 始まりか

世界金融危機以降、米国市場はよりディフェンシブ色の強い特性および急成長する破壊的なテクノロジー企業の高い集中度の恩恵を受けて、その他の市場より堅調に推移してきました。一方、欧州市場は、複数回の景気後退や債務危機、英国の欧州連合(EU)離脱を巡る不透明感に悩まされてきました。アジア経済は相対的に良好でしたが、それでも中国の景気減速と貿易戦争の影響を受けてきています。

コロナ禍における安全逃避先としての役割を一因として、米国市場は2020年にその他の市場をさらに上回るパフォーマンスを収めたことから、バリュエーション格差がさらに広がりました。しかしながら、2021年は、世界経済の同時成長が起こり、その成長ペースが加速するなかでコロナ禍やその他の逆風が弱まり始めると考えられることから、米国外の市場により有利な年になると考えられます。

地域により異なるセクター構成が けん引役交代の主な要因

市場のけん引役が米国外に移る主な要因は、市場の構成にあります。米国外の市場は、資本財・サービスや素材などの景気敏感セクターが50%以上を占めている一方、S&P500指数では約3分の1です。

世界経済がロックダウンから立ち直るなかで、この世界貿易との連動性が米国外の市場に有利に働くと考えられます。

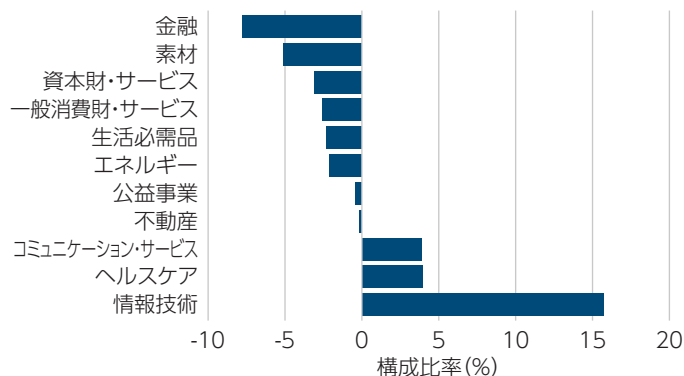
米国における新政権の誕生も、景気敏感セクターへの移行を支えると考えられます。バイデン政権に移行したことで外交政策の不確実性が低下し、既存の関税の撤廃には動かない一方で、追加関税を推し進める可能性は低いと予想されます。そのため、世界貿易を取り巻く環境はより安定し、サプライチェーンの再構築を可能にするでしょう。

米ドル安も米国外の市場に追い風となる可能性があります。米ドルは2020年に既に10%近く下落しており、新興国を始めとする米国以外の国において経済成長ペースが加速するなか、米ドル安傾向が続くと見込まれます。

2021年の見通しについては、魅力的な相対バリュエーションが下支えとなる新興国や景気敏感セクターなど、世界貿易および中国の経済成長ペースの加速から恩恵を受けやすい市場を選好します。2021年の基本シナリオとして、米国外の市場が相対的に良好なパフォーマンスを収めると予想していますが、翌年以降のけん引役はより分散される傾向になると見ています。中間層の拡大およびその他の長期的要因が、アジア諸国を始めとする一部の国を下支える一方、人口動態や財政負担がその他の国に引き続き重くのしかかるでしょう。

地域によって異なるセクター構成

(図表2) S&P500指数とMSCIオール・カントリー・ワールド・インデックス(除く米国)のセクター構成比率



2020年11月30日時点

出所:スタンダード&プアーズ、MSCI。追加ディスクロージャーをご覧ください。

米ドル安は継続するか?

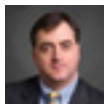
(図表3) 米ドル高は2020年に一服



2020年12月31日時点

出所:ブルームバーグ。

回復傾向



Charles Shriver

ポートフォリオ・マネジャー

アセット・アロケーション・コミティ共同委員長



Wyatt Lee

ターゲット・デート戦略

統括責任者

米国およびその他主要国の経済は 2021年に力強く回復する態勢

ワクチン配布の正確な時期は依然不透明で、新型コロナウイルス対策には引き続き多くの障害があるものの、年末までには遥かに健全な経済環境が期待できると見えています。2020年に休業となったビジネスの多くが再開すると期待されるのに加え、繰越需要と追加財政刺激策という2つの重要な要因が経済成長を促すと見込まれます。

コロナ禍により個人消費は強制的に抑制され、米国における個人貯蓄率は、4月に33%と驚くべき水準に達し、その後数カ月には10%を優に超える水準に留まりました(図表4)。そのため、コロナ禍において多くの消費者が概ね自粛を迫られた分野、とりわけ旅行や外食の分野で繰越需要が高まり、2021年は消費が劇的に増大するでしょう。また、追加財政刺激策が講じられると見込まれるなか、支出増大意欲は消費者のみに限定されるものではありません。刺激策の規模はまだ不明で、活発な政策論争が必要となることは確かですが、保守的に見積もっても、2021年に米国だけで1兆ドル近い資金が投じられると予想されます。

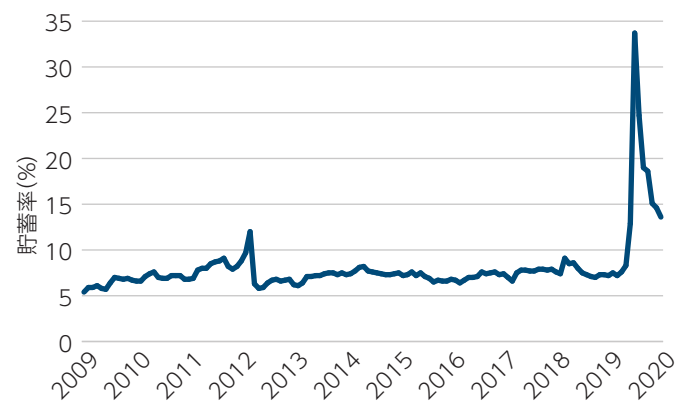
想定されるけん引役の交代

そのため、米国株式市場のけん引役は経済成長に最も敏感な分野、具体的には小型株とバリュー株に移ると見えています。力強い景気回復の波がすべての企業を後押しすることから、これまで不人気だった多くの企業は業績が著しく改善し、財務体質が強化されると期待できます。金融など金利感応度の高いセクターさえ、イールドカーブのスティープ化およびインフレ上昇の兆しから恩恵を受けると見込まれます。2020年に株式市場で生じた大幅なバリュエーション格差を考慮すると、小型株とバリュー株は2021年に復活する態勢にあると思われる。

ただし、投資家は、このけん引役の交代が一時的なものに終わる可能性が高いことに注意すべきです。繰越需要と景気刺激策の効果はいずれ薄れ、その結果、過去10年間にわたり広がっていた低成長環境に戻るでしょう。結局のところ、イノベーションと破壊(的技術)に再び焦点が当たり、バリュー株と小型株にとって厳しい環境に戻ると予想されます。

貯蓄率の急騰

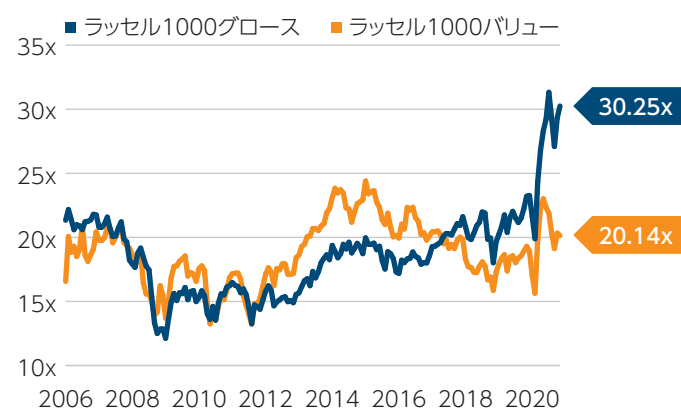
(図表4) 米国の個人貯蓄率



2020年10月31日時点
出所:経済分析局。

現在のバリュエーション格差はバリュー株に有利

(図表5) 予想株価フリー・キャッシュフロー倍率



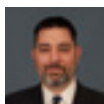
2020年12月31日時点
出所:ファクトセット。追加ディスクロージャーをご覧ください。

利回り欠乏と 緩やかな リフレッシュ



Erin Garrett

グローバル・マルチ・アセット部門
アソシエイト・ポートフォリオ・マネジャー



Josh Yocum

グローバル・マルチ・アセット部門
資本市場アナリスト

米国債イールドカーブはスティープ化の公算

40年にわたり低下傾向が続いてきた米国の短期金利は、2020年3月に新型コロナウイルスの感染拡大が始まったことを受けて、底値と目される0%に達しました。これを受けて米連邦準備理事会(FRB)は、フェデラル・ファンド・レート(FFレート)を0%~0.25%にまで引き下げ、利上げの前に雇用を最大化することに政策枠組みを転換し、2023年まで利上げを行わないと示唆しています。短期米国債利回りは歴史的にFFレートに追随しているため、2021年、短期金利は低水準に留まると見ています。

インフレと経済成長見通しに左右されやすい長期米国債利回りも、2020年に過去最低をつけました。幸いなことに、複数の有望なワクチンの存在が、2021年が進むにつれて市場が回復する道を提供しています。営業活動を再開する業界が増え、インフレ圧力が高まるなか、それに伴って長期金利も上昇すると予想しています。

米国で民主党が上下両院の主導権をかりうじて握ったことで、金融政策面での手段が不足しているなか、FRBが奨励してきた財政出動の見通しが改善しています。FRBは、長期金利と借り入れ金利を低く抑えるために、長期債の購入に重点を置くことができるでしょう。

そうなればイールドカーブのスティープ化の程度が和らぐものの、長期資産は2021年にまだ厳しい環境に置かれると予想されるため、投資家はデュレーション¹の短期化を検討することが賢明です。

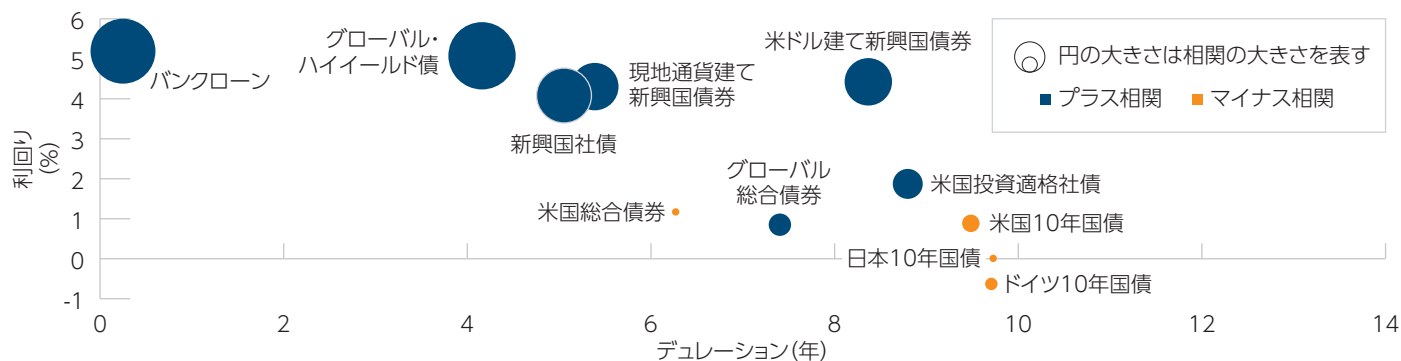
米国以外で働く同様の要因

米国以外でも同様の景気回復要因が働いており、投資家は、景気回復と金融・財政支援の撤回タイミングを比較検討する必要があります。世界中の政府がコロナ関連の刺激策を賄う資金調達のため国債を新規発行することから、高水準の供給が金利上昇圧力となりますが、米国以外の債券は、米ドル安を背景に米国金利の急上昇に対するヘッジとなり得ます。

景気回復を想定する投資家は、ファンダメンタルズが改善しており、見通しが明るいハイ・イールド資産のなかでも、より利回りが高く、デュレーションの短い銘柄を見つけることが可能です。ただし、コロナ禍で拡大した信用スプレッド²が既に大幅に縮小していることから、見込まれるリターンは限定的です。債券セクター全般にわたり利回りが縮小している厳しい環境では、アクティブ運用により世界各地の金利、クレジット、通貨にわたり超過収益を獲得する機会が出てきます。

利回り対金利リスク

(図表6) 債券セクター別利回り、デュレーション、株式との相関*



2020年12月11日時点

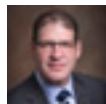
出所:JPモルガン、ブルームバーグ・バークレイズ、LSTA。追加ディスクロージャーをご覧ください。米国10年国債、日本10年国債、ドイツ10年国債、ブルームバーグ・バークレイズ・グローバル・ハイイールド指数、JPモルガン・レバレッジド・ローン指数(相関についてはS&P/LSTAレバレッジド・ローン100指数)、JPモルガン・エマージング市場社債指数ブロード・ダイバーシファイド、JPモルガン・グローバル債券指数エマージング市場グローバル・ダイバーシファイド・コンポジット、JPモルガン・エマージング市場債券指数グローバル、ブルームバーグ・バークレイズ米国総合指数、ブルームバーグ・バークレイズ・グローバル総合指数、ブルームバーグ・バークレイズ米国投資適格社債指数のデータを使用しています。

*S&P500指数に対する相関。過去の実績は将来の成果を保証するものではありません。

¹ デュレーションは、金利の変化に対する債券の感応度を示します。

² 信用スプレッドは、投資家が信用リスクのある債券の保有について、満期と格付けが同等の国債の利回りに上乗せすることを要求する追加利回りを示します。

米国



Lowell Yura

マルチ・アセット・ソリューションズ
北米責任者



Som Priestley

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



Christina Moore

アソシエイト・ソリューションズ・
ストラテジスト

2021年の明るい経済成長見通し

FRBの政策、財政刺激策、底堅い米国の消費に支えられ、米国の経済活動は2021年に引き続き回復軌道に乗ると見込まれます。アメリカ食品医薬品局(FDA)が承認したワクチンの予想より早い配布と接種の拡大、インフラ投資、堅調な住宅市場が経済成長の上振れ要因となる可能性があります。経済成長に対する潜在的な脅威や逆風となり得るのは、新型コロナウイルス感染者の再拡大が続き、さらなる経済閉鎖や予想を下回る雇用につながることで。

バイデン政権の発足に伴い通商政策に起因するリスクは低下しているものの、各国・企業がサプライチェーンの脆弱性に対処する中で、予想外のリスクが生じる可能性があります。米国では、民主党が上下両院の主導権をかりうじて握ったことから、極端な租税政策は予想されないものの、規制環境の変化が一部のセクターに不利となる可能性があります。

FRBは金融緩和政策を維持する見込み

FRBはインフレよりも労働市場に重点を移したことから、金融緩和政策を維持すると見えています。

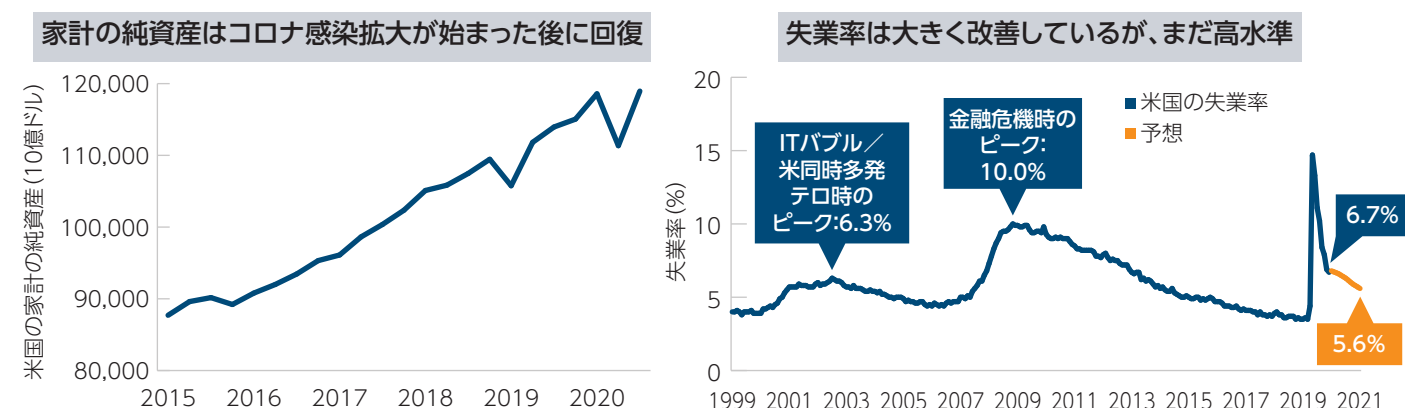
積極的な財政政策の維持が見込まれ、インフラ投資を拡大する可能性がある施策にさらに的が絞られるでしょう。経済成長ペースの改善に伴いインフレ率は緩やかに上昇するものの、抑制された水準を維持し、イールドカーブのステープ化への影響は緩やかなものに留まると考えられます。

景気回復に伴い長期金利の上昇が米国債に重しとなる一方、潜在的なファンダメンタルズおよび企業業績の改善が米国の社債を支えるでしょう。短期金利差が縮小しており、米国以外の経済成長ペースが改善するにつれて、米ドルの低下傾向が見込まれます。

多くの米国株は、期待感からバリュエーションが割高な水準に上昇したことで、投資家がより魅力的な市場を求めて米国外の市場を検討することにより、市場のけん引役としての地位を脅かされる可能性があります。景気回復がより広範な分野で顕在化するにつれ、小型株やバリュー株など景気感応度の高いセクターが恩恵を受けると予想しています。ただし、バリュー株が上昇を維持するためには、世界経済の成長、金利およびコモディティ価格の大幅かつ持続的な上昇が必要です。

家計の純資産、雇用の改善

(図表7) 純資産の増大や失業率の低下が経済成長を支え



家計の純資産は2020年6月30日時点。失業率は2020年11月30日時点。

出所:経済分析局、労働統計局。予想失業率はブルームバーグのコンセンサス予想。追加ディスクロージャーをご覧ください。

欧州および英国



Yoram Lustig

マルチ・アセット・ソリューションズ
EMEA責任者



Michael Walsh

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



Niklas Jeschke

ソリューションズ・アナリスト

追い風が欧州の景気拡大に関するリスクを相殺

2021年に欧州と英国の景気回復を予想しています。追い風として、欧州中央銀行(ECB)およびイングランド銀行による超緩和的な金融政策に加え、追加財政刺激策や世界貿易の改善が挙げられます。

有効なワクチン接種は経済成長を押し上げ、経済活動の再開やサービス業の回復に繋がる可能性があります。この見通しに対する主なリスクは、ワクチンが感染再拡大の抑止に効果がなく、ロックダウンや先行きに対する自信の喪失に繋がることです。

その他のリスクとして、英国のEU離脱に必要な経済調整が攪乱を生じさせる可能性が挙げられます。EU内の政治的緊張も追加財政支援を遅らせる可能性があります。

穏やかなインフレ

穏やかなインフレが続くと予想しています。経済見通しの改善は短期的にインフレ要因になると思われますが、ECBはいまだにデフレ圧力に悩まされています。英国のインフレ率が大幅に上昇するとは予想しておらず、英国経済がEUからの離脱後の調整や財政統合のために停滞する場合、イングランド銀行はマイナス金利政策を再開する可能性があるかとみています。

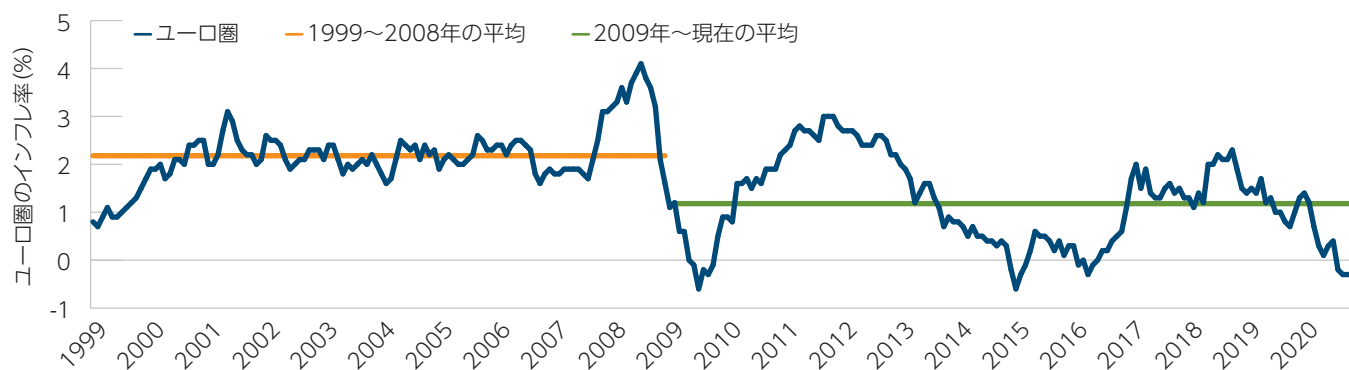
長期金利の上昇は、中核国の国債に重しとなるでしょう。社債はファンダメンタルズおよび足元の利回りが魅力的と思われるため、国債を上回るパフォーマンスを収める可能性があります。中央銀行の行動および経済環境の改善により、インカムを追求する投資家にとってハイイールド債の魅力が高まるでしょう。

短期金利差が縮小してきたことから、米ドルに対するユーロ高傾向が見込まれます。英ポンドもEU離脱後に上昇する可能性があります。英国の景気回復が遅れ、イングランド銀行がハト派姿勢をさらに強めるならば、弱含むでしょう。

欧州と英国の株式市場は、その他の主要市場と比較してバリュエーションが魅力的であり、2021年に他市場を上回るパフォーマンスを収める可能性があります。特に、市場のけん引役が景気敏感株に移れば、両市場に有利に働く可能性があります。しかしながら、長期的に見れば、金融およびエネルギー・セクターは、超低金利やグリーン・エネルギーへの転換により、引き続き厳しい状況に置かれます。環境・社会・コーポレートガバナンス(ESG)要因は、投資家にとってますます重要になると予想しています。

ユーロ圏はデフレの回避に苦慮

(図表8) 欧州は穏やかなインフレが続く予想



2020年11月30日時点

出所:ユーロスタット。

アジア先進国 および オーストラリア



Thomas Poullaouec

マルチ・アセット・ソリューションズ
APAC責任者



瀧川 一

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
アジア太平洋地域

企業活動は日本の
目先の景気回復を
促すと予想しています。

日本の景気回復は継続し、予想を上回る可能性

世界経済の回復に後押しされて、日本の経済活動は2021年も回復が継続すると考えられます。GDP成長率は市場のコンセンサスを上回ると予想しています。金融当局は支援に前向きであり、追加財政刺激策の導入も可能です。コロナ関連の出来事が断続的に経済に悪影響を与えるものの、潜在的なプラス要因もあります。設備投資の拡大は注視すべき指標の一つで、2021年には上向くと予想しています。

製造業を中心に企業活動は、日本の目先の景気回復を促すと予想しています。日本企業は相対的に景気感応度が高く、世界経済と国内経済の回復に応じて業績が上向くと予想されます。

このような環境は引き続き株式やその他のリスク資産に有利に働きますが、一部の資産はバリュエーションに割高感があります。債券および金利を取り巻く環境が大きく変わるとは見込んでおりませんが、内外金利差縮小が円高ドル安を招く可能性があります。

オーストラリア経済は2021年に入り強い勢い

多くの指標が2020年の底値から回復しており、貯蓄率、マネーサプライ、経済サプライズ指数など一部の指標は

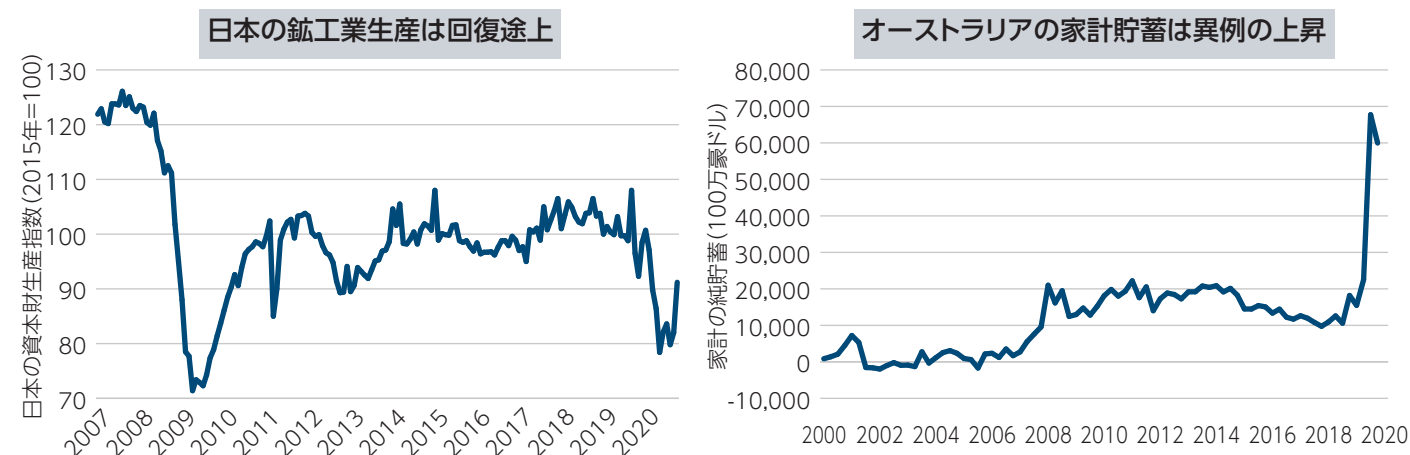
10年来の高値をつけています。消費者の繰越需要および企業支出の回復は、国内総生産(GDP)成長率をコンセンサス予想である3.2%に向けて押し上げると考えられます。企業景況感と輸出は引き続き停滞していますが改善しており、労働市場が回復するには時間を要するものの、回復を妨げることはないでしょう。

オーストラリア準備銀行のイールド・コントロール政策とハト派姿勢を考慮すると、低い利回りが一致した予想です。したがって、債券利回りより高い株式の益利回りは、株式への配分の引き上げを裏付けます。オーストラリア市場は、銀行および素材セクターの構成比率が高いため、予想されるグロース株からバリュー株へのけん引役の移行により恩恵を受けると見られます。情報技術およびヘルスケア・セクターには割高感があるものの、消費関連企業は、2021年に予想される消費の増大から恩恵を受けると考えられます。

新型コロナウイルスの世界的な感染拡大の収束が先行きにとって引き続き重要です。その他のリスクとして、オーストラリアの景気刺激策が過度に積極的で、住宅価格の過熱や豪ドル高に繋がる可能性が挙げられます。

日本とオーストラリアの景気回復に追い風

(図表9) 経済の勢いは2021年も継続



日本のデータは2020年10月30日時点。オーストラリアのデータは2020年9月30日時点。

出所:日本経済産業省、オーストラリア統計局。

中国



Thomas Poullaouec

マルチ・アセット・ソリューションズ
APAC責任者



Wenting Shen

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

政策当局は過剰の制御に躊躇することなく、必要に応じて政策を正常化し中立姿勢に移行するでしょう。

中国は経済の勢いを維持する模様

2021年の中国は2020年後半以降の経済面の強い勢いを維持する模様ですが、それは必ずしも同国の最優先事項とはならないでしょう。中国はG7諸国のなかで2020年のGDP成長率がプラスとなる唯一の国と見られます。市場のコンセンサスは、2021年のGDP成長率が8%に加速し、その後5年間で約5%に落ち着くと予想しています。

成長の原動力は、2020年の固定資産投資から2021年には国内消費に広がり、貿易の寄与度が低下すると見えています。2020年に市場シェアを増大させた底堅い輸出部門の影響と、住宅市場への刺激効果の低下によるコモディティ輸入需要の減退による影響が相互に打ち消されるためです。コロナ感染拡大の封じ込めの成功と地政学的関係の正常化に伴う低いプレミアムが内需重視の戦略を支えています。

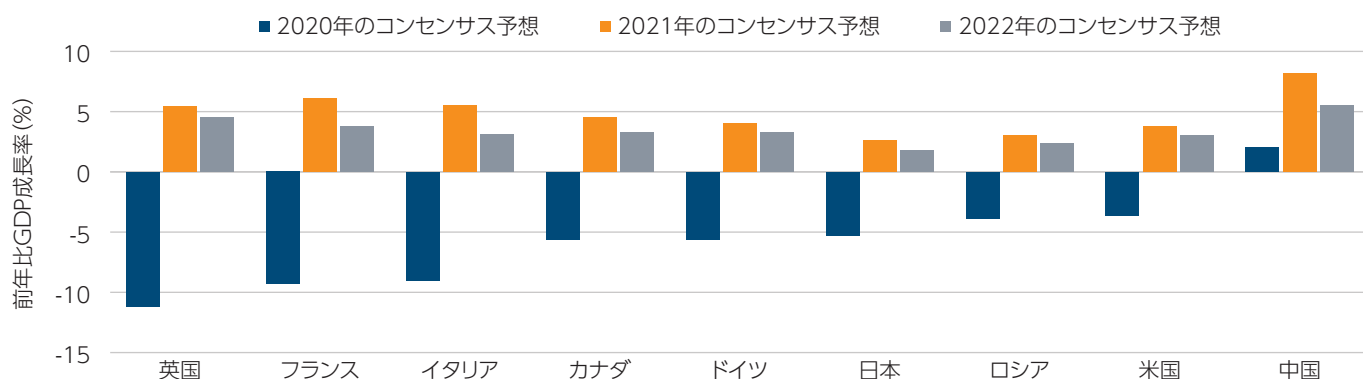
政策当局は過剰を制御する態勢

しかしながら、政策当局は過剰の制御に躊躇することなく、必要に応じて政策を正常化し中立姿勢に移行するでしょう。マネーサプライの伸び率は既に鈍化しています。政策が正常化する前に、資産価格が力強い景気回復を背景に過度に上昇するリスクが引き続き存在します。政策当局が過剰反応して早過ぎる引き締めを行えば、2021年を通じた良好な成長軌道に陰りが生じ、成長率は2021年の後半に前半と比べて予想以上に低下する可能性があります。2021年の前半と後半で環境が変わると予想していますが、その移行は年初の動向に依存するでしょう。

株価収益率が利回りの上昇を背景に低下するとしても、株式投資家は業績の回復から恩恵を受けると考えられます。中国債券の指数への組み入れの拡大および魅力的な利回り格差に支えられた海外からの資金流入によって、利回りの上昇は抑制されるでしょう。これは人民元に上昇圧力を加える可能性があります。

2020年の中国の経済成長ペースは世界の他の地域を上回る見込み

(図表10) 中国経済は2021年も堅調に推移する見込み



2020年12月21日時点
出所:ブルームバーグ。

新興国 (除く中国)



David Clewell

グローバル・マルチ・アセット部門
アナリスト



Richard Coghlan

グローバル・マルチ・アセット部門
ポートフォリオ・マネジャー

先進国の繰越需要が新興輸出国を後押しする可能性

新興国(除く中国)は現在、強い追い風を享受しており、2020年後半に加速した経済成長が2021年も続くことを示唆しています。先進国におけるワクチンの接種は、物品に対する繰越需要を解き放ち、新興輸出国を支援する一方、景気回復に伴うコモディティ需要の増大が、ブラジルやロシアなどコモディティ輸出国を後押しすると考えられます。米ドル安および貿易がある程度改善する可能性も、中国以外の新興国経済に対する支援材料となると見られます。

先進国における超緩和的金融政策は、世界全体の金融状況を支え、米ドル建て債務を多く抱える国を含む新興国は利下げ余地を得るでしょう。新興国の政策当局と中央銀行は、金融・財政支援の拡大に関してより柔軟に対応する余地があります。先進国と比べて新興国の政策当局は、コロナ禍でこれまであまり積極的ではありませんでした。

経済閉鎖は限定的で、そのため、経済への影響は抑えられてきました。

パンデミックが引き続きリスク

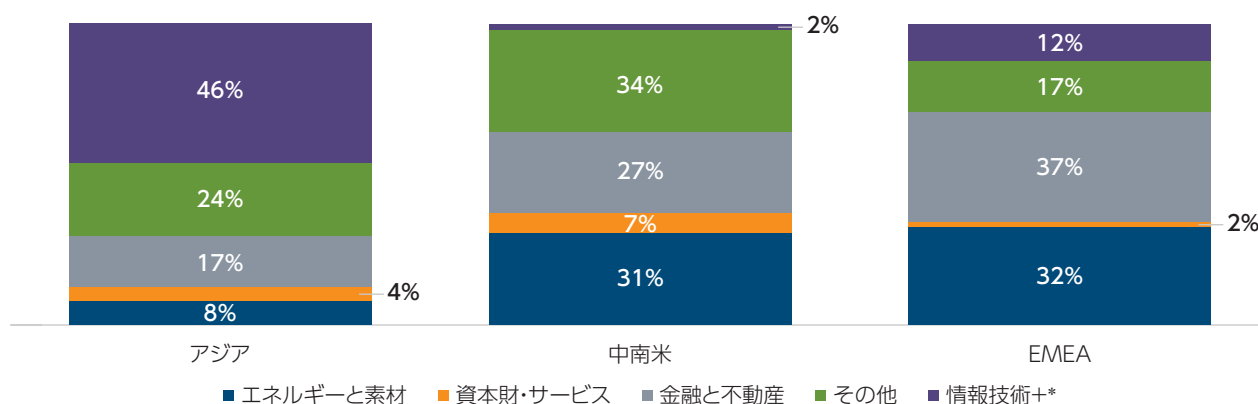
この見通しに対するリスクとして、新型コロナウイルス感染拡大の継続が挙げられます。先進国でロックダウンが再度導入されていることは短期的な懸念材料です。長期的には、観光への依存度が高い国や有効なワクチンを早期に確保できない国は、景気回復が遅れる可能性があります。

インフレにも留意する必要があります。先進国における前例のない景気刺激策が新興国にインフレ圧力をもたらし、米ドル安局面で金利引上げが必要となる可能性があります。

総じて、2021年の株式、社債および新興国通貨について明るい見通しを維持していますが、投資家は、新興国のインフレを注視し、おそらく今後の利上げに備えるべきでしょう。

アジアは他の新興国地域より景気感応度が低い

(図表11) MSCI新興国市場の地域別セクター構成比率



2020年12月21日時点。四捨五入のため合計値は一致しないことがあります。

出所: MSCI; 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。追加ディスクロージャーをご覧ください。

*「情報技術+」は、情報技術セクターに加え、それぞれ一般消費財・サービスとコミュニケーション・サービスに含まれるインターネット販売とインタラクティブ・メディアを含みます。

俯瞰的な視点



Sébastien Page

グローバル・マルチ・アセット部門
統括責任者



Nathan Wang

ソリューションズ・アナリスト

俯瞰的な視点:株式への適切な配分とは？

おそらく思っているより大きい配分に低利回りの環境下、株式と債券のバランス型ポートフォリオにおいて債券が果たす従来の役割は再評価されるべきです。債券はインカムおよびダウンスайд・リスクの管理という面でポートフォリオの重要な構成要素です。ただし、現在の広範囲にわたる低金利を踏まえると、債券のインカム獲得源としての存在意義はほぼ失われた一方、リスク軽減面でも深刻な打撃を受けています。

事例

債券ポートフォリオのリターンを予測する上で、現時点の10年国債利回りは米国債の保有から得られる今後10年間のリターンの合理的な期待値として使用することができます(図表12)。米国10年国債利回りは3月後半から1%を下回っているため、保守的な債券から今後10年間にわたり見込めるインカムはごくわずかです。

債券に関する悪材料はそれだけではありません。金利がゼロに近い点を踏まえると、債券は危機時における株式の損失相殺に役立つ魅力的なリターンをもたらすことができません。

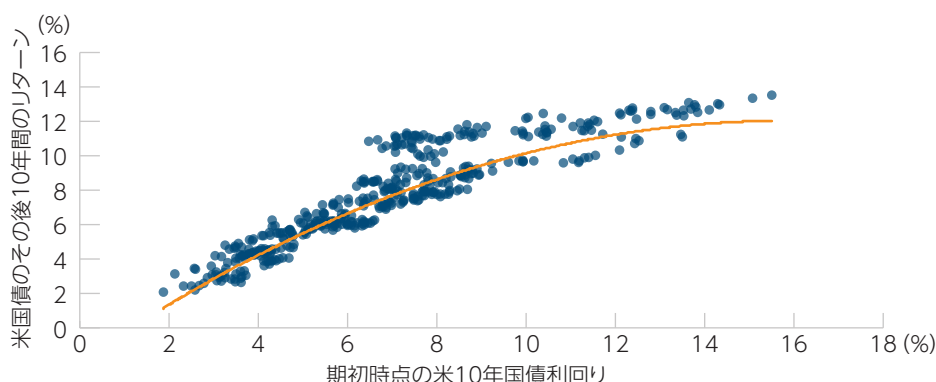
金利は通常、危機時に低下し、債券価格を押し上げます。金利が既に低い場合はどうなるでしょうか。ドイツ国債と日本国債を見ると、利回りは新型コロナウイルスの感染拡大による景気後退前から既に極めて低く、残念ながら、危機時における従来の役割をほとんど期待できません(図表13)。

検討すべき選択肢

このように厳しい状況を踏まえ、投資家はポートフォリオをどのように調整することができるでしょうか。選択肢の一つは、満期が先の国債およびハイイールド債、バンクローン、新興国債券など格付けは低いものの利回りが若干高い債券セクターを組み入れることです。ただし、これらの利回り強化戦略にはリスクがあります。デフレーションの長期化はボラティリティの上昇を意味し、過去最低水準の長期金利を踏まえると、ダウンスайд・リスクが上昇余地を上回ります。さらに、低い格付けは(過去最も深刻な景気後退の一つを受けて)信用リスクが高まると同時に、株式との相関が高まることを意味します。結局のところ、いずれの解決策も2021年に向けて特に魅力的なリスク・リターン特性をもたらさないと見られるため、慎重に適用すべきです。

米国債利回りはリターンを合理的に推定

(図表12) 米国10年国債利回りとその後10年間のリターン*



過去の実績は将来の成果を保証するものではありません。

2020年9月30日時点。

出所:ブルームバーク。

*1973年1月～2020年9月。

1973年1月31日から2010年9月30日の期間における米10年国債利回りの月末値と、その後10年間のブルームバーク・バークレイズ米国債指数の年率換算リターンに基づきます。

株式と債券にどれだけ 配分するかは、非常に 重要な資産配分の 意思決定です。

もう一つの選択肢は株式への配分を高めることです。株式は債券がもたらす足元のインカムを提供しませんが、通常、優れたトータル・リターンを生み出してきました。ただし、各投資家のリスク許容度とタイム・ホライズンに応じて、株式への配分を調整する必要があることに留意しなければならず、これらの属性が時間の経過とともに変化するなかで配分を変えることが必要です。これは困難な作業ですが、グライド・パスを利用することによって対処することができます。

長期的な視点を重視

グライド・パスは、個人の目標とリスク許容度を考慮して設計されます。従来型のリスク・リターン特性に基づく優れたポートフォリオ構築プロセスに基づくものですが、複数の期間にわたり、複数の目的に対応しています。

Sébastien Pageは、書籍「Beyond Diversification」においてグライド・パスの設計方法を説明し、退職まで25年ある場合は株式への配分を約90%にすべきとする一般的な資産配分戦略を示しています。タイム・ホライズンがかなり長いことから、リスク許容度は高くなります。株式への配分はその後徐々に引き下げられます。

退職までの10年間における株式への配分は約70%、退職時の株式への配分は55%です。高いと思われるかもしれませんが、ほとんどの個人は積立不足であり、インフレにより目減りすることなく退職後に20年以上続くように資産を運用する必要があります。退職後の株式への配分は、約25%まで一定の法則に従い低下します。

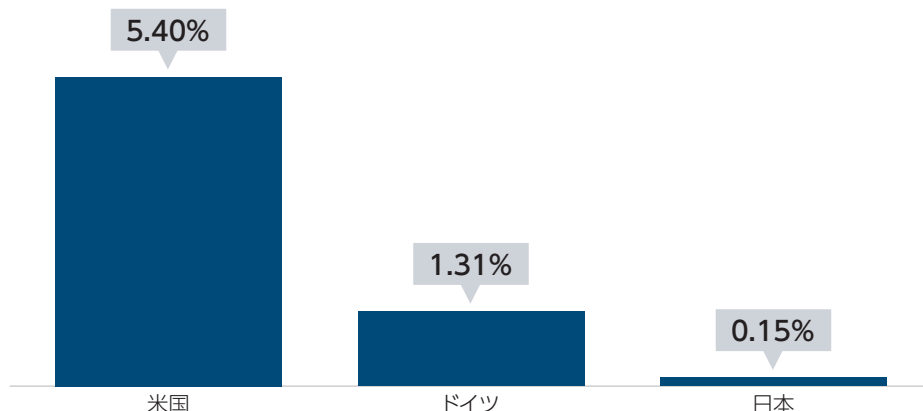
株式と債券にどれだけ配分するかは、非常に重要な資産配分の意思決定です。そのためには「複数期間の最適化」が必要です。投資家は退職するまで拠出金を積み立てた後、退職後の複数期間にわたり支出します。その目的は将来必要な収入、すなわち給料の代替となる収入を確保することです。

複利効果

ほとんどの人々が退職に備えて十分な資金を蓄えておらず、ポートフォリオに期待される役割は増す一方です。退職まで十分な時間がある場合は、個別の事情が許す限り、短期的なボラティリティの上昇を許容すべきです。なぜなら、最終的に、アルバート・アインシュタインいわく「複利は宇宙で最も強い力の一つ」だからです。

10年物国債のリターンは危機時に劣後

(図表13) ドイツ国債と日本国債は利回りの低さから株式下落時の保護機能が期待できない



過去の実績は将来の成果を保証するものではありません。

2020年2月19日から2020年3月23日までの現地通貨建て国債のリターン。

出所: ブルームバーグ。

ブルームバーグ・バークレイズ米国債指数、ブルームバーグ・バークレイズ・ドイツ国債オール・ボンド指数、ブルームバーグ・バークレイズ日本国債フロート調整後債券指数。

2021年戦術的資産配分

| | | アンダーウェイト | | | | | ニュートラル | | | | | オーバーウェイト | | | | | |
|--------------------|-------------|----------|--|--|--|--|--------|--|--|--|--|----------|--|--|--|---|--|
| | | | | | | | | | | | | | | | | | これらの見解は、向こう6～18ヵ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。 |
| 資産クラス | 株式 | | | | | | | | | | | | | | | 高いバリュエーションは業績回復ペースに関する楽観的な見通しを反映しており、業績は大幅に改善する可能性がある。新型コロナワクチンの普及時期や今後の財政刺激策がカギを握る。 | |
| | 債券 | | | | | | | | | | | | | | | 中央銀行が景気下支えを表明する中、短期債利回りが引き続き低位で安定する一方、長期債利回りは景気回復やインフレの兆候を受けて上昇する可能性がある。 | |
| | キャッシュ | | | | | | | | | | | | | | | 日本では政策金利が引き続きマイナス圏にある。新型コロナウイルスの感染が再び拡大しているものの、緊急避難的にキャッシュをオーバーウェイトするほどの局面とはなっていないと考える。 | |
| | 地域 | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 株式 | 米国 | | | | | | | | | | | | | | | 2021年景気見通しの改善から景気敏感セクターが恩恵を受けるにつれ、ディフェンシブなグロース特性のサポート効果が低下。米ドル安がさらなる逆風となる可能性があるが、追加刺激策期待は大きい。 | |
| | グローバル(除く米国) | | | | | | | | | | | | | | | 世界経済の見通しが改善する中、景気敏感なセクター特性や魅力的な相対バリュエーションがプラス要因。積極的な経済対策や繰越需要が強力なサポート材料。 | |
| | 欧州 | | | | | | | | | | | | | | | 景気敏感なセクター特性や金融株のバリュエーションが低いことがサポート材料。しかし、持続成長に必要な長期的な材料に乏しく、新型コロナウイルスの感染拡大が引き続き問題に。 | |
| | 日本 | | | | | | | | | | | | | | | 世界貿易見通しの改善が主なプラス材料。政府の改革努力に再び注目が集まり、引き続き生産性向上や海外資金を引き寄せる重要な手掛かりとなる。 | |
| | 新興国 | | | | | | | | | | | | | | | 世界貿易の改善や通貨高が強力な追い風。新興国では、金融、資本財などの景気敏感セクターや中南米やEMEA（欧州・中東・アフリカ）などの地域を嗜好。 | |
| | スタイル | | | | | | | | | | | | | | | | |
| | グローバル・グロース | | | | | | | | | | | | | | | バリュエーションの高さ、一部銘柄への人気集中、景気見通しの改善から景気敏感株へのシフトが進み、収益トレンドは厳しさを増す可能性がある。 | |
| | グローバル・バリュー | | | | | | | | | | | | | | | 景気敏感株は繰越需要、景気改善、金利上昇、財政刺激策の恩恵を受ける可能性がある。バリュエーションは上昇したが、相対的には依然として魅力的。 | |
| | 時価総額 | | | | | | | | | | | | | | | | |
| | 米国 大型 | | | | | | | | | | | | | | | テクノロジーなど時価総額が大きい企業はバリュエーションの高さが足かせになり、景気回復が進むにつれ、出遅れる可能性がある。 | |
| | 米国 小型 | | | | | | | | | | | | | | | 中小企業は繰越需要の顕在化や財政刺激策の恩恵を受ける見通し。バリュエーションは大型株ほど割高ではなく、景気回復に伴う上昇余地がある。 | |
| | 日本 大型 | | | | | | | | | | | | | | | 世界景気回復の恩恵が期待される一方で、コロナ再燃の行方と円高米ドル安傾向の持続、国内消費の低迷、世界的な低金利環境下での金融機関の苦境などが懸念材料。 | |
| | 日本 小型 | | | | | | | | | | | | | | | 大企業や中国などを通じた世界的な景気回復の恩恵の波及、世界的に大型グロース株優位の相場が続いた中での出遅れやバリュエーション面の妙味などから、総じて今後の巻き返しに期待。 | |
| | インフレ敏感セクター | | | | | | | | | | | | | | | | |
| | 実物資産株式 | | | | | | | | | | | | | | | 天然資源の需給は改善してきたが、再生可能エネルギーへの移行が既存プレーヤーに重くのしかかる。商業用不動産は引き続き下押し圧力を受けている。 | |
| | 債券(円ヘッジ付) | 国内債券 | | | | | | | | | | | | | | | 日本国債市場は中期ゾーンまでマイナス金利であり、日銀のイールドカーブ・コントロールの影響もあるなかで、一段の金利低下は見込みにくい。社債の一部には妙味も。 |
| 米国投資適格公社債 | | | | | | | | | | | | | | | | 景気回復や追加刺激策が見込まれ、利回りに上昇圧力がかかる可能性があるが、金融状況が過度に引き締まることはないだろう。 | |
| 先進国(除く米国)投資適格公社債 | | | | | | | | | | | | | | | | 新型コロナウイルスによる景気悪化への中銀の積極対応で債券利回りは低位に抑えられている。利回り格差が縮小し、ヘッジ後利回りの魅力は低下している。 | |
| 米国長期国債 | | | | | | | | | | | | | | | | デュレーションが長く景気見通しの改善とインフレ期待高まりによるイールドカーブのステープ化の影響を受けやすい。 | |
| インフレ連動債 | | | | | | | | | | | | | | | | 景気見通しが改善し、金融・財政面から大規模な経済対策が実施される中、インフレ期待が引き続き高まり、既にマイナスの実質利回りがさらに低下する可能性がある。 | |
| グローバルハイイールド社債 | | | | | | | | | | | | | | | | 信用スプレッドは適正水準まで縮小したが、利回りは投資適格債に比べて依然魅力的な水準にある。ファンダメンタルズは総じて良好だが、一部のセクターは格下げやデフォルトの可能性もある。 | |
| 変動金利/バンクローン | | | | | | | | | | | | | | | | 相対バリュエーションは良好で、デュレーションの短さ、需給環境、資本構成上位の位置付けがプラスに働く見込み。 | |
| 米ドル建て新興国ソブリン債 | | | | | | | | | | | | | | | | 先進国に比べて魅力的な利回りを提供しているが、足元の価格上昇を受け、相対バリュエーション面の魅力は低下。追加的な財政支援策の実行力に懸念が残る。 | |
| 現地通貨建て新興国債券(ヘッジなし) | | | | | | | | | | | | | | | | 先進国中銀による緩和的な金融政策や米ドル安の可能性に支えられ、バリュエーションは依然魅力的。 | |
| 通貨 | | 米ドル(対円) | | | | | | | | | | | | | | | ブルーウェーブ成立で財政出動期待が高まる中、FRBの金融政策への負担低下は米ドル下支え材料だが、「双子の赤字」状態の米国で財政赤字の拡大に懸念が高まるリスクも残存。 |
| | ユーロ(対円) | | | | | | | | | | | | | | | 英国との通商関係確定やEUの財政支出効果の顕現期待などのプラス要因と、コロナ感染の急拡大と外出制限等の再導入に伴う景気回復ペースの鈍化によるマイナス要因が拮抗。 | |
| | 豪ドル(対円) | | | | | | | | | | | | | | | 資源価格上昇などのプラス要因、関係が悪化する中国への輸出というマイナス要因、基本的に落ち着いてはいるものの、散発するコロナ感染という中立要因が拮抗。 | |

追加ディスクロージャー

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。

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せん。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。

Copyright © 2021, S&P Global Market Intelligence（該当する場合、関連会社を含みます）。格付けを含む、いかなる情報、データまたは資料（「コンテンツ」）の複製も、いかなる形態であれ、関連当事者の事前の書面による許可を得ない限り、禁じます。当該当事者、その関連会社およびサプライヤー（「コンテンツ・プロバイダー」）は、いかなるコンテンツの正確性、適切性、完全性、適時性または入手可能性も保証せず、原因を問わず、いかなる（過失その他による）誤記・脱漏または当該コンテンツの利用から得られた結果についても責任を負いません。いかなる場合も、コンテンツ・プロバイダーは、コンテンツの利用に関連して、いかなる損害、費用、経費、弁護士費用または損失（逸失所得もしくは逸失利益および機会費用を含みます。）についても責任を負いません。参照される特定の投資先もしくは証券、コンテンツを構成する投資先に関する格付けまたはいかなる観察事象も、当該投資先もしくは証券の売買または保有を推奨するものではなく、投資先もしくは証券の適切性を示唆するものではなく、投資助言として依拠するべきではありません。信用格付けは意見表明であり、事実表明ではありません。

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。

INVEST WITH CONFIDENCESM

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・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)の逓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