



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8月

1 市場見通し 2021年7月31日時点

- 世界経済は依然として堅調に拡大している一方、新型コロナ変異ウイルスによる感染拡大が逆風となっており、ワクチン接種の進展度合いによる地域差が見られる。
- 金融政策は引き続きサポート材料だが、中央銀行が成長鈍化やコロナ感染のリスクと持続的なインフレを比較検討し、次第に金融引き締めに向かうと予想。
- 各国の財政出動は危機時のピーク水準からの低下が続くが、欧州連合（EU）復興基金や米国の大型インフラ投資、中国の経済対策がこれを穴埋めする可能性も。
- 長期金利は景気・インフレ見通しに伴って上昇傾向をたどる可能性があるが、景気回復ペースとインフレがともにピークをつけるにつれ、上昇余地は限られる可能性がある。短期金利が中銀の引き締めを織り込み始めることで、イールドカーブのフラット化に繋がる可能性も。
- 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る。

3 市場テーマ 2021年7月31日時点

景気の安定と改革の両立

中国は予想外の預金準備率引き下げや財政支援の拡大を明言するなど、鈍化する景気回復ペースの安定を図っています。一方で、規制強化を通じた社会政策の推進が市場の動揺を招いています。こうした新たな規制は、データの安全性確保、経済成長の質や持続可能性の改善、貧富の格差是正、環境保護といった優先事項に関連しています。教育関連企業に非営利組織化を迫るなど一部の強制措置は非常に厳格で、他の業界にも厳しい措置が取られるかもしれないとの懸念が強まりました。政府高官の最近の発言はその可能性が低いことを示唆しているようですが、投資家の不安は収まりませんでした（図表1）。今後、中国政府は景気の安定と社会政策の推進を両立させる上で、難しいかじ取りを求められるでしょう。

ダブル・リバーサル

15年以上にわたりバリュー株はグロース株に劣後していましたが、2020年秋以降、ロックダウン（都市封鎖）の緩和に伴い、急速な景気回復、物価上昇、繰越需要への期待から反発し、ようやくグロース株をアウトパフォームしました。ところが、2021年3月下旬になると景気やインフレのピークアウトや米連邦準備理事会（FRB）の量的緩和縮小に対する懸念、新型コロナ変異ウイルスの感染拡大などで投資家が慎重姿勢を強めたことから金利が低下し、この流れが反転しました（図表2）。しかし、足元のグロース株に対するアンダーパフォームによりバリュー株の相対バリュエーションがより魅力的になっていること、トレンドを上回る世界経済の成長が続き、需給不均衡を背景にインフレが高止まりしていることを踏まえると、バリュー株が再びアウトパフォームする可能性があります。期待される変異ウイルスの感染抑制とグロース株に対する規制圧力の高まりを背景に、バリュー株へのローテーションが再び生じ、今回のサイクルにおける二度目の反転（ダブル・リバーサル）が起こるかもしれません。

国内要因より海外経済動向との連動性が高い日本株

日本株は、国内での収益比率が高い銘柄の構成比率が3割程度にすぎない一方、典型的輸出セクターである資本財・サービスと一般消費財・サービス（自動車や民生用電機など）の占める比率が4割を超え、ヘルスケア（医薬品）でさえ収益のほとんどを海外に依存しているため、国内経済よりも海外経済（特に米国と中国）の影響の方がはるかに大きいといえます（図表3）。足元は米国や中国の景気回復ペースの鈍化観測や、それを映じた米国長期債利回りの低下などと足並みをそろえて停滞モードにある日本株ですが、バリュエーションが他地域を大きく下回る14倍程度と既に平時時の水準に回帰している状況下、グローバル景気の足元までの回復を十分に反映できていないだけでなく、今後は世界の製造業の旺盛な活動を反映したEPS（一株当たり利益）の拡大にけん引され、相対的に堅調な展開が期待されます。

1 新興国（除く中国）株式と中国株式のリターンはそれぞれMSCIエマージング市場（除く中国）インデックスとMSCI中国インデックスのものです。トータルリターン、米ドルベース。

2 バリュー株 vs. グロース株のリターンはそれぞれRussell1000 バリュー・インデックスとRussell1000 グロース・インデックスのものです。

3 日本株のリターンはMSCI日本株指数のものです。トータルリターン、日本円ベース。

出所：ブルームバーグ、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。

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7月31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、金利上昇、インフレ高止まり、増税の可能性による下落リスクがあることから、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、デレージションの短期化を維持し、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。
- インフレ上昇期待はブレイクイーブン・インフレ率にほぼ織り込み済みと判断し、この1か月で短期の米インフレ連動国債（TIPS）を小幅なオーバーウェイトからニュートラルに変更。

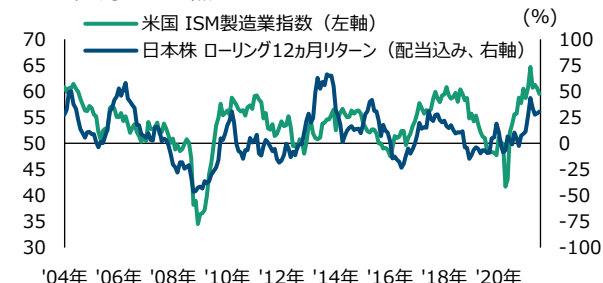
（図表1）新興国（除く中国）株式 vs. 中国株式 累積リターン¹
2021年7月31日時点



（図表2）バリュー株 vs. グロース株と米10年国債利回り²
2021年7月31日時点



（図表3）米国製造業の景況感と連動する日本株のリターン³
2021年7月30日時点



4 各国・地域の経済環境

2021年7月31日時点

	ポジティブ	ネガティブ
米国	<ul style="list-style-type: none">■ ワクチンは広く普及■ インフラ投資法案が成立する見通し■ 家計の健全なバランスシートと高い貯蓄率■ 強い利益成長期待	<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■ FRBのハト派姿勢は今後後退の見込み■ 法人税引き上げの公算大
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■ ワクチン接種率が急速に上昇■ 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	<ul style="list-style-type: none">■ 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）離脱による貿易面への悪影響■ 中国からの需要が鈍化している■ 半導体不足が製造業に及ぼす影響
中国	<ul style="list-style-type: none">■ 金融政策のサポートやワクチン接種の進展を背景に、2021年後半に経済活動が持ち直す可能性■ 中国株は資金流入が続いており、過去の規制変更を考えると、最近の調整は行き過ぎの感がある■ 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">■ 内需、特に消費の回復が予想以上に鈍く、経済指標は景気減速を示唆している■ 政府の規制強化やそれを受けた企業活動の萎縮、地方での新型コロナの感染拡大などにより市場心理が悪化する可能性も■ 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
日本	<ul style="list-style-type: none">■ 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■ 大きく出遅れている日本株は設備投資回復を手掛かりに上昇に転じる可能性がある■ 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	<ul style="list-style-type: none">■ 新型コロナはまだ抑え込めておらず、緊急事態宣言が延長された■ 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
オーストラリア	<ul style="list-style-type: none">■ 経済指標は堅調な水準にあるが、既にピークに達した可能性も■ 新型コロナの見通しが明らかになれば、設備投資が回復し、将来の業績成長を支えると予想される■ 豪ドルはコモディティ価格上昇、長期金利上昇、今後の中央銀行の政策転換による追い風を受ける見込み	<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■ ロックダウンの再導入により業績見通しが下方修正される可能性■ 新型コロナ対策を巡る不透明感が将来的に深刻な逆風となる
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可能性■ コモディティ価格が高止まりしている■ 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">■ 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■ 中国の景気刺激策の効果は薄れつつある■ 中央銀行の緩和姿勢が後退している■ 中国以外の新興国は財政出動を行う能力に限られる

		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				
	株式 ▲				
	債券 ▼				
	地域				
	米国 ▲				
	グローバル (除く米国)				
	欧州				
	日本				
	新興国				
	スタイル				
株式	グローバル グロース (vs. バリュース)				
	時価総額				
	米国 小型 (vs. 大型)				
	日本 小型 (vs. 大型)				
	インフレ敏感セクター				
	実物資産株式				
	キャッシュ ▲				
	国内債券				
	米国投資適格公社債				
	先進国 (除く米国) 投資適格公社債				
債券 (円ヘッジ付) ・ キャッシュ	米国長期国債				
	インフレ連動債 ▼				
	グローバル ハイイールド社債				
	変動金利バンクローン				
	米ドル建て新興国ソブリン債				
	現地通貨建て新興国債券 (ヘッジなし)				
	米ドル (対円)				
	ユーロ (対円)				
	豪ドル (対円) ▼				
	通貨				

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。

景気はピークアウトしつつも拡大が続いているが、バリュエーションがまだ高いため、上値は限られる。政策サポート後退、新型コロナ感染再拡大、インフレによるコスト上昇、増税、金利上昇が逆風となる可能性がある。

景気やインフレはピークを過ぎつつあるものの堅調で、利回りは上昇圧力を受けるが、世界的な金融政策の引き締めにより相殺される。ファンダメンタルズは健全だが、社債の上値余地は乏しい。

景気や業績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、新型コロナ変異ウィルスの感染拡大、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まれている。

景気回復の序盤では、景気に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更なる追い風となる。

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、ワクチン接種率の向上がサポート材料。金融政策のサポート継続やEU復興基金の始動が追加的な追い風となる見通し。

ワクチン接種の遅れや無観客での東京五輪開催は逆風だが、魅力的なバリュエーションと世界貿易見通しの改善がサポート材料。コーポレートガバナンスの改善も長期的な追い風となる。

世界貿易との連動性、魅力的なバリュエーション、通貨上昇余地がサポート材料。しかし、中国経済の減速、FRBのテーパリングの可能性、インフレ、ワクチン/変異株の問題などが引き続き懸念材料。

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逆風となる中、引き続き期待の高さが裏目に出やすい。景気敏感なバリュース株は繰越需要、景気回復の力強さ、インフラ投資が追い風。

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。

出遅れていた国内の中小型株に今の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ース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。

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。金利上昇が逆風となる可能性があるものの、景気が改善する中、不動産の見通しとバリュエーションは魅力的。

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継続。当月は解消したインフレ連動債ポジションの一部をシフト。

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。

ファンダメンタルズや相対利回りの高さはサポート材料だが、バリュエーションが割高なため、上値は限定的。金利は引き続き上昇圧力を受けるが、景気やインフレのピークアウトで緩やかな上昇にとどまる見通し。

主要中銀は2022年一杯は政策金利を据え置く可能性が高く、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。

成長率やインフレ率がなお高いため、長期債利回りは引き続き上昇しやすいが、金融引き締め観測と米国債に対する需要の強さから長期債利回りは低位で安定する見通し。

繰越需要や供給制約からインフレ圧力は今年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が景気過熱を招く可能性は低下した。

バリュエーションが割高なため、上値は限定的。他の債券よりも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。

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ーションの短さの恩恵を受ける見込み。

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普及、インフレ上昇、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。

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米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。

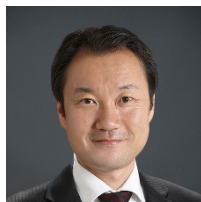
金融政策早期正常化への思惑から短期的に急反発した米ドルだが、回復が他国に伝播することで通貨高の主役交代が見込まれるほか、拡大した経常赤字などの中長期的マイナス要因も健在。

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。

オーストラリア国内の新型コロナ変異ウィルスの感染拡大や世界的なフリートレードの一巡を受け、利上げ予想時期がますます遠くの中、通貨のボラティリティの高さも考慮し、ポジションをやや縮小。



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



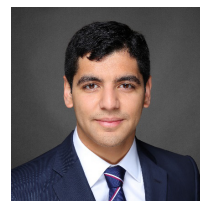
Thomas Poullaouec
マルチ・アセット・ソリューションズ
APAC 責任者



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.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

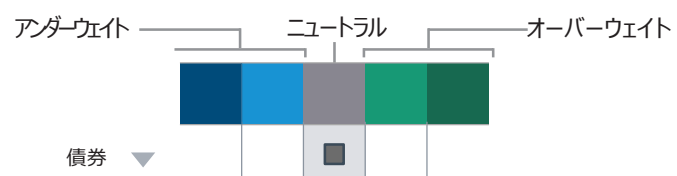
加入協会：一般社団法人 日本投資顧問業協会/一般社団法人 投資信託協会

202108-1794052

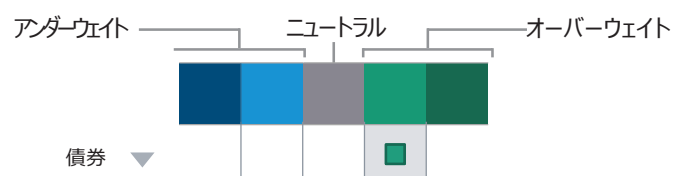
当資料における一部修正について

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