



2020年5月

1 市場テーマ

2020年4月30日時点

市場の価格発見機能

現在のような環境で株式市場に値段を付けるのは極めて困難です。今回は株価の下落やその後の回復が前代未聞の速さで、あたかも1年分のリターンのような株価変動が連日発生しました。P（株価）と同様、PERのE（収益）も、新型コロナウイルスによる経済活動の停止がいつまで続くか、そして危機後の環境がどのようになるか見通せないため、将来の収益を正確に予測することができません。1-3月期決算がその手掛かりとして参考になり、S&P500のEPS（1株当たり利益）は15%近い落ち込みを示しています。こうした環境では勝ち組と負け組の明暗が鮮明となり、テクノロジーやコミュニケーション・セクターが底堅く推移する一方、エネルギーや資本財など景気により敏感なセクターはコロナ危機に直撃されました。これまでの危機に比べて、今回の危機は常識破りで、回復のスピードも型破りかもしれません。今までと大きく異なる可能性があるのは勝ち組と負け組の顔ぶれで、異常な世界に直面しそうな企業に対して「正常な」収益を前提にどのくらいの価格が設定されているかに注目することがこれまで以上に大切になるでしょう。

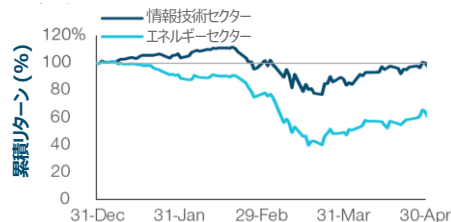
FRBは流動性リスクを鎮火させたが、ソルベンシー・リスクがくすぶる

世界各国の中央銀行は景気の落ち込みや広範な流動性不足に対処するため、異例の金融政策を実施しました。米連邦準備理事会（FRB）はコマーシャルペーパー（CP）、米国債、地方債、住宅ローン担保証券（MBS）、短期金融商品セクターを安定させるために、大規模な貸し出しや資産購入プログラムを数度にわたり打ち出しました。最も直接的な支援策は、事業規模が大きすぎて財務省の給与保護プログラム（PPP）に参加できない中小企業に対しFRBがその銀行ネットワーク経由で資金を直接供給する「メインストリート融資プログラム」を通じて行われるでしょう。こうした融資は返済の必要がありますが、PPP貸付はその資金が従業員の賃金に直接使われる場合、助成金になるという違いがあります。FRBのこうした行動により必要な流動性が大量に供給されますが、これらの企業は最終的には自立を迫られます。コロナ危機後の世界では、多くの業界の将来は不確実なため、市場の関心がソルベンシー（支払能力）リスクに移りそうな半面、一部の企業は持続的な債務返済が危ぶまれるほど収益力が悪化する可能性もあります。

足元の弱さの先を見据えて

1-3月期の世界のGDPは2008年以降で最大の縮小を示しており、米国は前期比-1.2%（年率-4.8%）、ユーロ圏は-3.3%のマイナス成長となりました。このような急激な景気の落ち込みは、新型コロナウイルス対策として世界中で実施された広範なロックダウン（都市封鎖）が主因で、それまで底堅かった個人消費を直撃し、エンターテインメント、ヘルスケア、食品などの業界に大きな打撃を与えました。1-3月期の数字が反映しているのは3月第2週頃から始まった経済封鎖の影響であり、4月以降のロックダウンの影響を完全に反映する4-6月期の数字がそれよりはるかに悪くなるのは確実です。経済成長、失業、製造業のデータは警戒すべき水準ですが、世界の株式市場は「経済が再開されれば、近い将来に回復する」との期待から足元の景気の悪化を一時的なものとして無視しています。4-6月期の米国のGDPは年率40%落ち込むとの予想もあり、市場が引き続きネガティブな指標の先を見据えて動くのか、それとも実体経済の悪さに反応し始めるのか注目されます。

S&P 500: 情報技術 vs. エネルギー
(図表1)

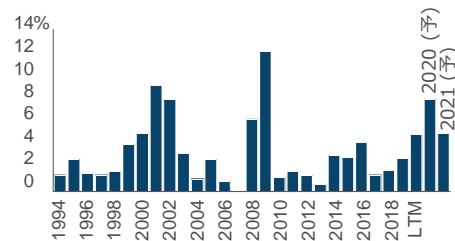


2020年4月30日時点。

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。

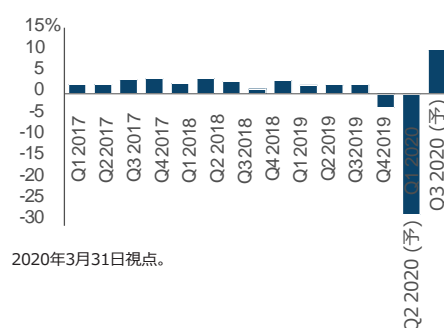
出所: ファクトセット。金融データと分析はファクトセットが提供。JP モルガン・チェース、ブルームバーグ・ファイナンス LP、スタンダード・アンド・プアーズ。
再配布禁止。

米ハイイールド債のデフォルト率
(図表2)



2020年4月30日時点。

米国の実質GDP成長率 (前期比年率)
(図表3)



2020年3月31日時点。

2 各国・地域の経済環境

2020年4月30日時点

米国

ポジティブ

- 金融・財政政策による未曾有の緊急経済対策
- 危機前は家計のバランスシートは健全
- 貿易戦争の激化一服
- 医療インフラは大半の国よりも強固
- 長期的優位性を有する企業（クラウド・コンピューティング、ネット通販など）の割合が他の国より多い

ネガティブ

- 米国は国土が広く、移動も自由なため、新型コロナウイルスの感染が続く可能性が比較的高い
- 経済再開に関する政策は州によって異なる
- 危機前から企業債務は高水準
- サービス業が経済に占めるシェアが高いため、社会的距離政策の経済的影響も大きくなる
- 危機前から企業の利益率に下押し圧力
- 高水準の政府債務

欧州

- 待望の財政刺激策がようやく登場
- 金融政策が引き続き非常に緩和的
- 欧州株も急落し、割安だったバリュエーションがさらに割安に

- 危機前から景気の足取りが弱かった
- 欧州中央銀行（ECB）の景気刺激余地は限られる
- 財政政策の権限は各国にあるため、財政面の対応が遅れる
- 危機前から銀行セクターは厳しい状況が続いていた
- 危機により政治的緊張が高まった

中国

- 新型コロナ対策として大規模な政策支援を行っており、今後も継続される見通し
- テクノロジー関連セクターを支える「新インフラ」を焦点にインフラ投資が増える可能性が高い
- 新型コロナの感染拡大が抑え込まれているため、中国株は底堅く推移している。米中貿易摩擦の再燃でA株の行方に注目

- 新型コロナウイルスの発生源を巡る米中の対立が深まり、米中貿易摩擦が再燃
- 世界経済の活動が次第に再開されても、短期的には発注がキャンセルされる可能性が高いため、貿易活動は引き続き低調
- 政策支援はあるものの、経済活動に数ヶ月遅行する倒産は増える可能性がある

日本

- 過去最大規模の経済対策と日本銀行の極端な緩和スタンスが景気回復へのしっかりした足場を提供
- 長期的視点に立つ投資家は、魅力的なバリュエーションや、業績予想がまだ良好な内需株に対する需要が低いことから恩恵を受ける可能性がある
- 日本円は今後も危機時の「安全な逃避先」となる可能性がある

- 日本は新型コロナウイルス感染拡大の封じ込めにおいて他のアジア諸国に遅れを取っているため、経済再開の目途が立ちにくい
- 世界貿易の明確な回復が見込みづらいため、企業は減配や自社株買いの縮小などで株主還元を減らす可能性がある
- 貿易摩擦の再燃で円高になる可能性がある

オーストラリア

- 政府とオーストラリア準備銀行（RBA）が政策対応を迅速かつ積極的に実施。オーストラリアの財政は他の国より盤石で、最近の政策支援の長期的リスクは軽減される
- オーストラリア株がグローバル市場をアンダーパフォームしているのはウイルス封じ込めなどの同国の危機対応が原因ではなく、更なる上昇も起こり得る
- ロックダウン規制が緩和されれば、その間に溜まったペントアップ需要や在庫補充の必要性が追い風となる可能性がある

- 経済が再開された後でも、移民、観光、出張、教育サービスに関する問題が経済に構造的リスクをもたらす
- 業績予想はまだ大幅な下方修正の必要がある。配当も引き下げられる可能性があり、オーストラリア株特有の魅力が低下する。バリュエーションも歴史的な高水準にある
- 米中貿易摩擦がエスカレートすると、オーストラリアは中国からの報復の影響を受ける可能性がある

新興国

- 中国は新型コロナの感染拡大が抑え込まれた模様
- 中国は大規模な政策対応を実施
- 国民の年齢が若いため、新型コロナウイルスに感染しにくいと思われる
- FRBの緩和で新興国の中銀は利下げに動きやすくなった
- 貿易面の緊張が和らぐ
- 株式のバリュエーションは先進国より魅力的

- 多くの地域で医療体制が脆弱
- 中国以外の新興国は財政刺激策を行う能力が限られる
- 世界の鉱工業生産や貿易の動向に非常に敏感
- コモディティ価格に引き続き下押し圧力
- 主要新興国の不安定な状態がセンチメントを圧迫する可能性も
- 通貨のボラティリティが高まる可能性がある

		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 ▼							これらの見解は、向こう6～18ヶ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。		
	債券							財政・金融面の大規模な経済対策に支えられ、株価は早期の景気回復期待から大幅上昇。企業収益への影響はロックダウンの長さ次第。		
	キャッシュ ▲							景況感が悪いため、国債利回りは引き続き過去最低付近。信用スプレッドは拡大したが、もはや極端な水準ではない。FRBの流動性支援策により市場に安定が戻る。供給増が見込まれる。		
株式	地域									
	米国 ▲							先進国の政策金利が世界的にゼロ付近かマイナスのため、キャッシュの利回りは魅力に乏しい。		
	グローバル (除く米国) ▼							よりディフェンシブな市場特性の恩恵を受ける。財政・金融面の大規模な刺激策が下支え材料だが、新型コロナの影響で収益見通しは依然として不透明。		
	欧州 ▼							経済がもともと脆弱で景気変動が比較激しい国は新型コロナの影響でマイナス成長に直面。中銀はできる政策がほぼ出尽したが、財政面のサポートは範囲が広がっている。		
	日本 ▼							ユーロ圏は引き続き新型コロナの影響を強く受けている。ECBは金融政策による景気下支えを継続し、財政刺激策も打ち出されているが、政治的なハードルに直面。		
	新興国 ▼							新型コロナの悪影響に東京オリンピックの延期が重なり、大規模な財政刺激策を実施。景気や貿易への影響は不透明で、円高がリスク。		
	スタイル									
	米国グロース							新型コロナの悪影響に東京オリンピックの延期が重なり、大規模な財政刺激策を実施。景気や貿易への影響は不透明で、円高がリスク。		
	米国バリュエーション							十分な医療インフラを欠く国が多く、中国など一部の国を除けば刺激策を行う財政力も乏しいため、先進国より新型ウィルスの影響を受けやすい。		
	グローバル (除く米国) グロース ▲							セクシュアール・グロース銘柄はマクロ環境の影響を受けにくい。グロース株は急落局面でも底堅く推移し、相対バリュエーションの魅力は低下。		
	グローバル (除く米国) バリュエーション ▼							景気敏感銘柄は急落局面で下げが目立ち、景気が目先の落ち着く場合、バリュエーション面の魅力が高まる。		
	時価総額									
	米国大型 ▲							よりディフェンシブな性質のため、景気悪化の影響を相対的に受けにくい。しかし、貿易やサプライチェーン (供給網) が悪影響を受ける可能性がある。		
米国小型 ▼							バリュエーション株の中では、景気悪化、低金利、コモディティの過剰供給が景気敏感セクターには逆風。			
グローバル (除く米国) 大型										
グローバル (除く米国) 小型										
インフレ敏感セクター										
実物資産株式										
債券	米国投資適格社債							大企業の方が景気後退を乗り切れる状況にあるが、引き続き経済封鎖やグローバル・サプライチェーンの混乱の影響を受ける		
	先進国 (除く米国) 投資適格社債 (ヘッジ付き)							大型株よりバリュエーションは魅力的だが、バランスシートの柔軟性が劣るため、個人消費への悪影響による下振れリスクがある。		
	インフレ連動債							サプライチェーンの混乱や世界的な景気悪化が収益見通しを圧迫。新型ウイルス感染拡大のさらなる影響は依然不透明。		
	グローバル ハイイールド社債							バランスシートの柔軟性が大企業に劣るため、地域経済における消費縮小の影響を受けやすい。		
	変動金利バンクロン									
	ドル建て新興国ソブリン債									
	現地通貨で新興国債券									

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

追加ディスクロージャー

本報告書の一部の数字は、四捨五入のため記載の総計と一致しない場合があります。

出所：別途記載が無い限り、全ての市場データはファクトセットのものです。金融データと分析はファクトセット。Copyright 2020 FactSet.すべての権利はファクトセットに帰属します。

信頼できると考えられる情報源から入手していますが、JP Morganは情報の完全性や正確性を保証するものではありません。インデックスは許可を得て使用しています。インデックスはJP Morganによる事前の書面による承認がない限り複製、使用、再配布は禁じられています。すべての著作権はJP Morganに帰属します。

ブルームバーグ・ファイナンスL.P.の許可を得て使用しています。

Copyright © 2020, S&P Global Market Intelligence (および適宜その関連会社)。関係者による書面による事前承諾がない限り、いかなる形式においても、信用格付けを含むいづれの情報、データまたは資料（「情報」）の複製は禁じられます。S&P、その関連会社およびサプライヤー（「情報提供者」）は、情報の正確性、適切性、完全性、適時性または可用性の保証はせず、原因の如何に関わらず誤りや不備（過失その他の如何を問わず）に対する責任を負わず、また情報の利用から生じた結果に対して責任を負いません。情報提供者は、いかなる場合も、情報の利用に関連するいかなる損害、経費、費用、弁護士費用または損失（逸失利益や機会費用を含む）に対して責任を負いません。情報の一部として特定の投資運用や証券、信用格付け、または投資運用に関する所見を参照している場合、それは当該投資運用や証券の売買または保有を推奨するものではなく、投資運用または証券の適合性について述べてはおらず、投資アドバイスとして依拠されるべきではありません。信用格付けとは意見を表明するものであり、事実を表明するものではありません。

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

〒100-6607 東京都千代田区丸の内1-9-2グラントウキョウサウスタワー7F

電話番号 03-6758-3820（代表）

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