



# 2021年 グローバル市場環境見通し

## 危機を乗り越える

### 目次

はじめに	1
主要テーマ	
平たんではない回復への道のり	2
攪乱の中、スタイル別パフォーマンス格差	4
低利回り時代の創造性	6
政治状況とパンデミック	8
まとめ	10

はじめに:今後の課題

## 危機を乗り越える

新型コロナウイルスのワクチンは、景気回復を加速させ、  
景気敏感セクターを後押しする可能性

2020年12月

### サマリー

- 新型コロナウイルスのワクチンは、2021年に景気を浮揚させる潜在性を秘めているものの、感染者数の急増は1-3月期の景気回復ペースを低下させる可能性がある。
- 経済が好転すれば、支出の対象が新型コロナ感染拡大時に恩恵を受けた企業から打撃を受けた景気敏感企業に移り、グロース株よりもバリュー株に有利に働く可能性がある。
- 2021年には、低利回りおよび信用スプレッドの縮小により、魅力的なリターンの獲得が難しくなる可能性があるため、債券投資家は創造性を発揮する必要がある。
- 新型コロナウイルスの感染拡大が引き起こした社会、経済面の大変動は、政治的分断を悪化させうる。米中間の緊張も火種となる可能性がある。

2020年に起きた新型コロナウイルスの世界的な感染拡大により、予見不可能かつ危険な局面を乗り越える企業および投資家の能力が試されました。ティー・ロウ・プライスの運用リーダーは、新型コロナウイルスのワクチンおよび継続的な財政・金融刺激策により景気回復の勢いが増せば、2021年にはこの難局を乗り越える出口が見えてくると考えています。

メッセンジャーRNA(mRNA:DNAから情報を読み取り、細胞内で様々なたんぱく質を作るよう指令を出す物質)技術に基づく第1段階のワクチン開発が急速に進展していることは、明らかに最も希望を抱かせる兆候であると株式およびマルチアセット部門CIOのDavid Girouxは指摘します。

「ワクチンは紛れもないプラス材料であり、第2段階のワクチンは、mRNA

ワクチンと同程度か、それ以上の効果があるだろう。そうなれば、早期に正常の状況に戻ることができる」(Giroux)。

より広範な景気回復は、旅行、娯楽、エネルギー、金融などコロナ禍によって深刻な打撃を受けたセクターの多くに恩恵をもたらす可能性が高いと株式部門CIOのJustin Thomsonは見ています。ただし、感染拡大時に売上高が急増したテクノロジー、eコマースおよび宅配関連の企業は、業績悪化に見舞われる可能性があります。

2021年の景気拡大は債券投資家にリスクをもたらすと債券部門CIOのMark Vaselkivは警告します。投資家は、創造性を発揮し、変動金利バンクローンや新興国社債など、金利上昇の環境下で堅調に推移する可能性がある債券セクターを探し出す必要があるとVaselkivは指摘します。



David Giroux

株式およびマルチアセット部門CIO



Justin Thomson

株式部門CIO



Mark Vaselkiv

債券部門CIO

# 平たんではない 回復への道のり

ほとんどの国の経済は感染拡大当初と比べ比較的急速に反発した(図表1)ものの、まだ正常な世界には戻っていません。2020年が終わりに近づく中で、米国と欧州における感染者数の大幅な増加は、景気回復に対する脅威を再びもたらしました。

ワクチン開発および治療法の改善は、2021年に向けて心強い兆しであるものの、コロナ禍の経済効果はしばらく続く可能性が高いとティー・ロウ・プライスの運用リーダーは指摘します。また、ワクチン開発や治療法の改善の進展次第では市場の変動性が高まる可能性があります。

「コロナ禍が消費者行動に及ぼす長期的な影響はまだ十分に理解されていない。影響を受けた業界が2021年にどれだけ早期に回復するだろうか。全体像は2022年まで描けないかもしれない」とVaselkivは語ります。

2021年1-3月期の経済活動は厳しい可能性があるという警告。ただし、特にリスクの高い高齢者等にワクチンの配布を迅速に行うことができれば、経済状況は4-6月期に急速に

改善する可能性があるというVaselkivは指摘します。

「人々は旅行に行き、職場へ復帰し、延期していた選択的医療処置を採るだろう」とGirouxは主張します。「そうならば、2021年後半は、2020年前半よりも2019年に似た状況になるだろう」(Giroux)。

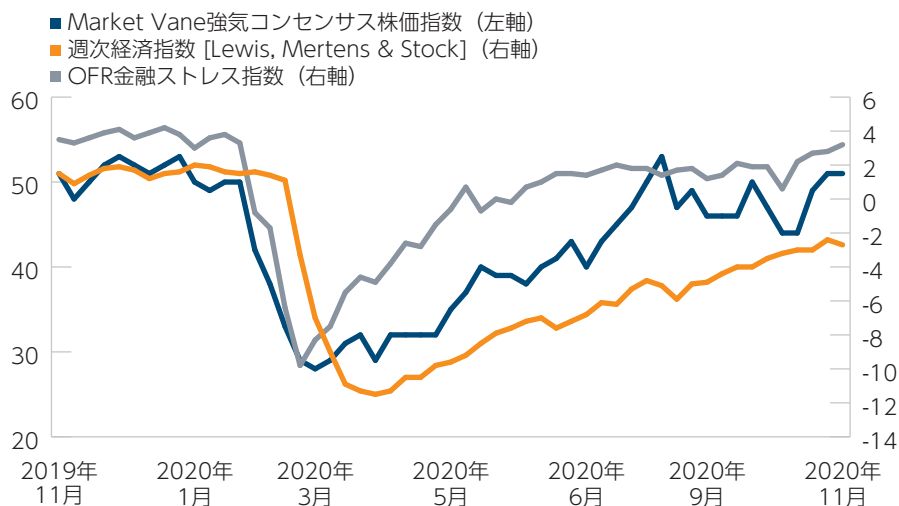
## 財政刺激策の見通しは不透明

経済に関する重要な不確定要素は、米国と欧州の政府が米連邦準備理事会(FRB)や欧州中央銀行(ECB)による金融緩和策を補完するため、追加財政支援策を講じるか否かにあるとVaselkivは予想しています。「ジェローム・パウエルFRB議長は、財政刺激策は実体経済により大きな影響を与えるため、追加金融緩和策よりも優先されるべきであると強調している」とVaselkivは指摘します。

米国の追加財政刺激策の規模と時期は、議会における勢力図に依存する可能性があります。ねじれ議会となれば、長期にわたる交渉が必要となり、支援策の内容にかかわらずその規模が限定される可能性があります。

## これまでの景気回復は「Swoosh」型

(図表1) 投資家センチメント、経済ストレス、金融ストレスに関する指標



2020年11月27日時点

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。

上記におけるOFR金融ストレス指数(原指数の符号を反転して表示)は、上昇は金融市場のストレスが低下し、安定度が上昇していることを、下落はストレスが増加し、安定度が低下していることを示唆します。出所:ブルームバーグ・ファイナンスL.P.、ヘイバー・アナリティクス/バロンズ、ニューヨーク連邦準備銀行、金融調査局、スタンダード・アンド・プアーズ(追加ディスクローチャー参照)



## 市場は景気回復の 多くを織り込み済み。

— David Giroux

株式およびマルチアセット部門CIO

一方、欧州の財政見通しは明るいとThomsonは見ています。2012年の欧州ソブリン債務危機など過去の経済危機時とは異なり、欧州連合(EU)は、緊縮財政を課しておらず、むしろ財政刺激策を支持してきたとThomsonは指摘します。「欧州はようやく一つの組織として協調的な行動を取っていると思われる」(Thomson)。

中国の景気回復は、先進国と他の新興国の両方と比べて力強いと見受けられ、2020年の経済成長率はプラスとなるだろうとThomsonは見込んでいます。ただし、中国の社債利回りは上昇し始めており、2021年において与信の伸びが抑制される可能性があります。

日本株については、強気な見方をしています。日本株は歴史的に、コロナ危機後の景気回復の恩恵が最も期待できる世界の景気敏感セクターと高い相関を有することがその背景にあります。積極的な株主行動の拡大もプラス要因になり得るとThomsonは付け加えます。

### 業績の回復は織り込み済みの模様

急激な景気回復は、米国と世界における企業業績の回復を加速させる可能性があるというGirouxは主張します。

過去3回の景気後退の後、S&P500指数の1株当たり利益が前回のピークを回復するまで、それぞれ3年、4年、5年を要したとGirouxは指摘します。今回は2021年に前回のピークを回復する可能性があるというGirouxは示唆します。

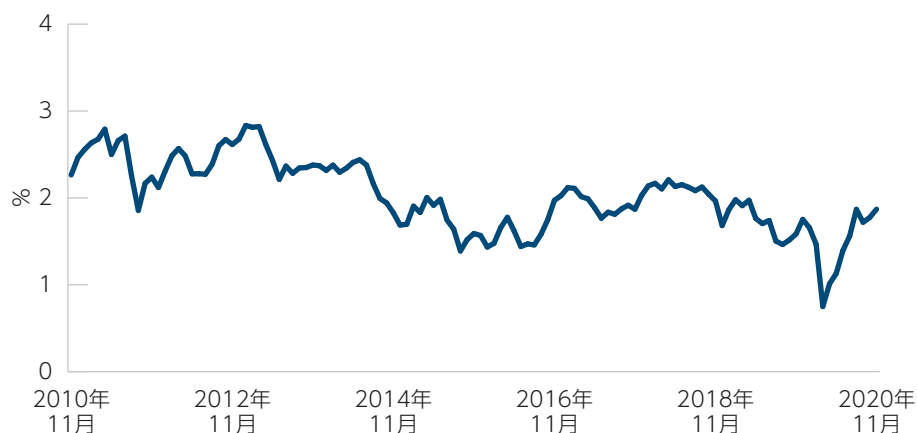
ただし、急激な利益成長が2021年の株式のリターンを押し上げるとは限らないとGirouxは警告します。その理由として、Girouxはコロナ感染拡大時に利益が急落したにもかかわらず、世界のほとんどの株式市場は、強気基調で2020年を終える模様である点を指摘します。「市場は景気回復の多くを織り込み済みである」(Giroux)。

広範な景気回復は、コロナ感染拡大を受けて2020年初頭に低下したインフレ率を緩やかに上昇させる可能性もあります。国債の名目金利とインフレ連動国債の利回り格差(図表2)など先行きの期待インフレ率を示す指標は、2020年半ば以降、急速に反発してきたとGirouxは指摘します。

「インフレ率が大幅に上昇するとは言わないが、米国のインフレ率は直ぐにはなくとも、恐らく2022年か2023年に2%の上限を超えるリスクはあるだろう」(Giroux)。

## インフレ上昇リスクを無視すべきではない

(図表2) 米国10年国債利回り7～10年インフレ連動国債利回り



2020年11月30日時点

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。

出所:ファクトセットのデータをもとにティー・ロウ・プライスが分析。全ての権利はファクトセットに帰属します。

## テーマ2

# 攪乱の中、 スタイル別 パフォーマンス 格差

コロナ禍は、ビデオ会議や遠隔医療、食事の宅配など、企業や消費者が公衆衛生上の緊急時に対応するために必要な技術やビジネス・モデルの採用を劇的に加速しています。

2021年に向けて、株式投資家の主な関心事は、大量のワクチン配布および新型コロナウイルスの新規感染者数の急減により、市場のけん引役がより正常な経済環境への転換から恩恵を受ける景気敏感セクターに移る動きに拍車がかかるかどうかです。

「コロナ禍により、過去に例のないほど短期間で消費者の支出の方法や時間の使い方が根本的に変化した」とGirouxは指摘します。スポーツクラブの会費、選択的手術、歯科治療、テーマパーク、レストランなどの財・サービスに対する支出は、50%~80%減少したとGirouxは指摘します。「私の生涯において、そして、おそらく第二次世界大戦以降、このような事態が生じたことはない」(Giroux)。

2021年後半には、これらの傾向が部分的に反転する可能性があるとしてGirouxは示唆します。

ワクチンの配布が進み、景気回復が加速すれば、コロナ禍により深刻な打撃を受けた多くの産業のファンダ

メンタルズが急速に改善する可能性があるとしてGirouxは予測します。「これらの企業の一部は、比較的早期に2019年と同水準の利益を達成する可能性がある」(Giroux)。

ただし、それと同時に、多くの株式投資家がコロナ感染拡大時に積極的に投資したセクター、特に、テクノロジー、eコマース、ソーシャルメディア、住宅などのセクターから、コロナ禍の負け組に支出の対象が移る可能性があります。

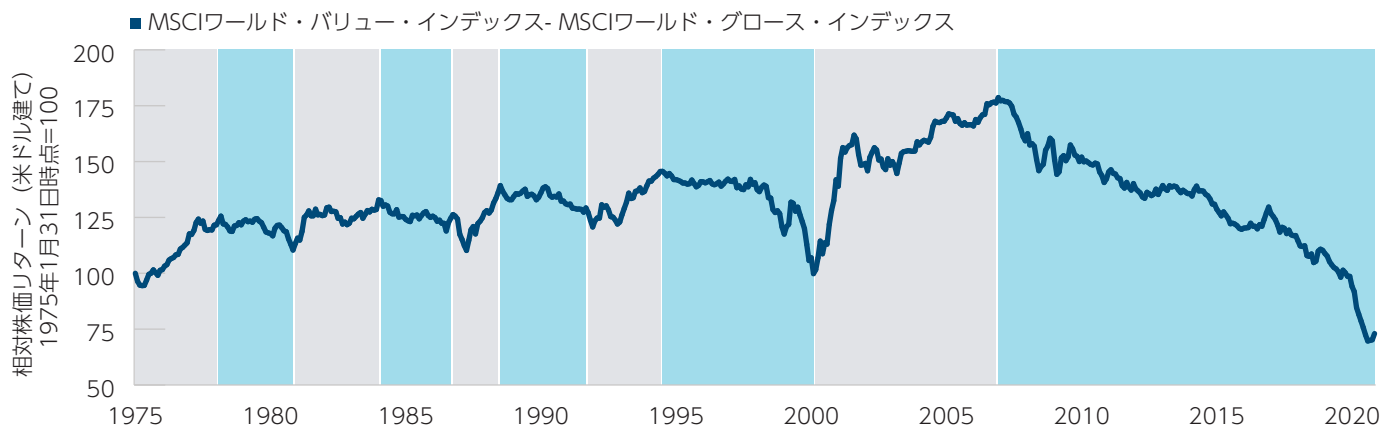
## バリューの復活

スタイルに関して言えば、より正常な景気回復が引き続きグロース株よりバリュー株を後押しし、株式リターンのかい離が前例のない水準にまで拡大した2008~2009年の世界金融危機以降見られた強力なグロース株の優勢トレンドが反転する可能性があります(図表3)。

2020年後半のワクチン開発に関するニュースを受けて、このような主役交代の兆候が見られたとThomsonは指摘します。ただし、多くの「コロナ禍の勝ち組」企業は、2021年に前年比で利益成長を達成することが難しい可能性があるにもかかわらず、バリュエーションの上昇が続いています。

## グロース株優勢の時代が終わり、バリュー株が持ち直す可能性

(図表3) MSCIワールド・バリュー・インデックス対MSCIワールド・グロース・インデックス、相対株価リターン(米ドル)



2020年11月30日時点

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。

出所:ファクトセットからMSCIのデータを入手(追加ディスクロージャー参照)

# 選別的なバリュー株投資を取り巻く環境は10年来で最も良好

— David Giroux

株式およびマルチアセット部門CIO

コロナ前の個人消費パターンへの回帰により、主要グロース指数に占める割合の大きいテクノロジー株と比べ、バリュー指数に占める割合が大きい金融やエネルギーなどのセクターの魅力がさらに高まる可能性があります(図表4)。

「選別的なバリュー株投資を取り巻く環境は10年来で最も良好」とGirouxは語ります。ただし、2020年後半に多くのバリュー・セクターで見られた上昇は、市場が既に早期回復の影響を一部織り込んでいることを示唆します。「ワクチンのニュースが報じられる前と比べ、バリュー株投資に係る投資判断を下すのはそれ程容易ではない」とGirouxは指摘します。

## セクター別投資機会とリスク

2021年は、金融およびエネルギー・セクターが特に魅力的な短期のバリュー株投資機会をもたらす可能性がある」とGirouxは指摘します。



**金融：**イールドカーブのスティープ化は、預貸金利鞘を向上させており、コロナ禍で予想される貸倒損失に備えた引当金は、必要額を上回っていると思われる」とGirouxは指摘します。また、欧州の銀行は、株価純資産倍率で見ると特に割安と思われる」とThomsonは付け加えます。



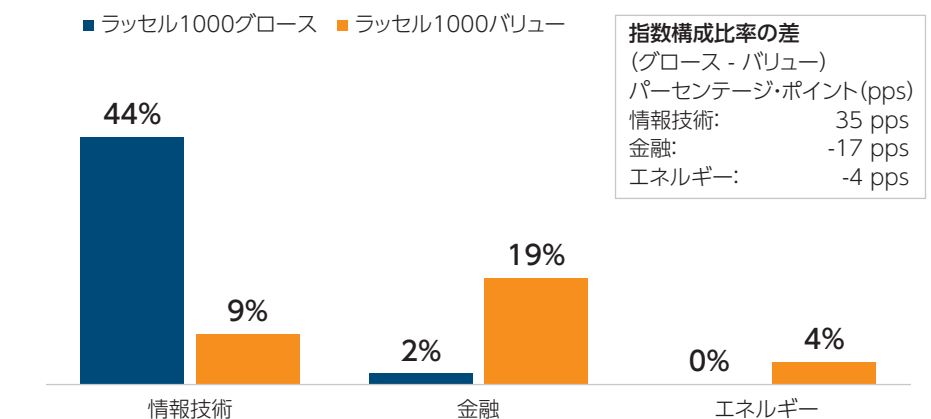
**エネルギー：**設備投資の大幅な減少は、石油・ガスの供給過剰を解消し、価格を下支えする可能性がある」とGirouxは予測します。コロナ禍が緩和すれば、2021年に旅行を後押しし、需要を復活させる可能性があります。ただし、長期的な観点に立つと、伝統的な化石燃料生産者は再生可能エネルギーの普及や規制圧力により引き続き厳しい状況に直面しています。

バリュー株への投資機会を追求する投資家は、慎重な銘柄選択の必要がある」とGirouxとThomsonは強調します。両名は、持続可能な競争優位性を有しコロナ危機を切り抜ける上で有利な立場にあると思われる企業を探す一方、電気自動車市場における主導権争いで出遅れている従来型の自動車メーカーなど、長期構造的な課題に直面している企業を回避すべきと提言しています。

「通常の収益回復を期待できる企業と生存が危ぶまれるリスクに直面している企業を区別する能力が試される」とThomsonは主張します。こうした環境下、ファンダメンタル調査を担う強固な調査基盤に支えられた熟練の運用者による銘柄選択が特に重要となります。

## 選別的なバリュー株投資に有利な環境

(図表4) ラッセル大型株スタイル指数におけるセクター構成比率



2020年10月31日時点

出所:ファクトセットからラッセルのデータ入手(追加ディスクロージャー参照)

# 低利回り時代の創造性

2020年は、コロナ禍による質への逃避が既に低い国債利回りをさらに低下させる中、中央銀行は大量の流動性供給を通じグローバル・クレジット市場の安定化に成功しました。潤沢な流動性と利回りの低下を背景にほとんどの債券セクターは大きく上昇しました。

ただし、2021年に向けて、債券投資家はより厳しい環境に直面するとVaselkivは主張します。短期利回りが極めて低いまたはマイナスの水準にあり、経済成長とインフレ期待の復活に応じて米国債イールドカーブがスティープ化する中(図表5)、金利リスクが重大な問題となる可能性があるとしてVaselkivは警告します。

クレジット市場も、もはや各国の中央銀行が2020年に救済オペを開始した時点ほど魅力的でないとVaselkivは指摘します。コロナ禍の影響が長引いているにもかかわらず、投資適格社債およびハイイールド債のスプレッドは過去平均に近い水準にまで回復しており、2021年に利回りを追求しリスクを管理する上で、アクティブ運用によるセクター配分および銘柄選択はより重要な役割を果たすと予想されます。

「これほど低金利の環境下で、魅力的な投資機会を見出すためには、大いに創造性を発揮する必要がある」とVaselkivは述べています。

創造性とは、より高いクレジット・リスクをとり、変動金利ローンやその他のデュレーションの短い資産への配分を増やし、米国外の債券市場に投資機会を求めることを意味するとVaselkivは説明します。その上で、クレジット分析能力が成功の鍵を握るでしょう。

## 拡大したクレジット・ユニバース

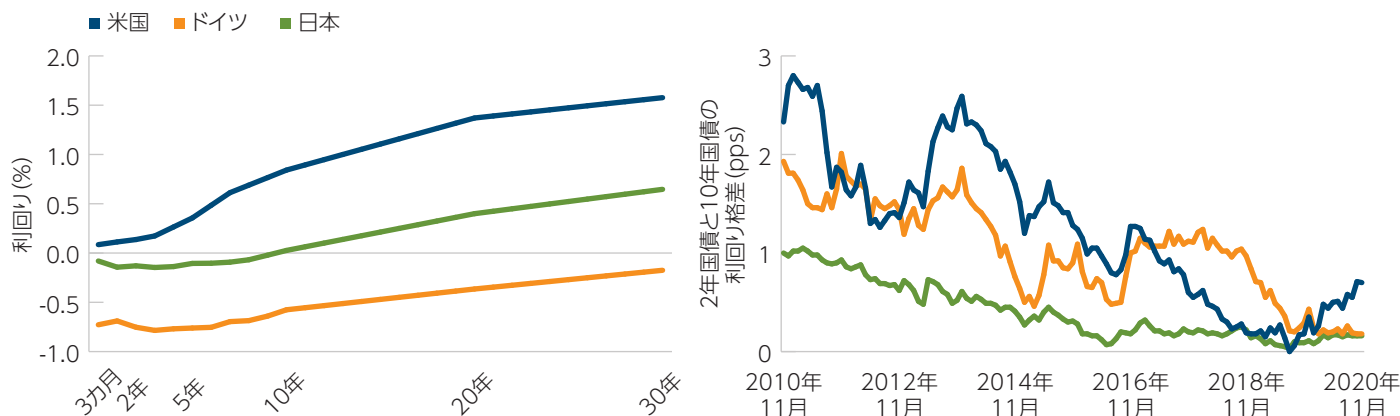
2020年における米ドル建て社債の新規発行額は、投資適格社債が2兆ドル、ハイイールド債が5,000億ドル以上と推定され、クレジット投資家に潜在的な投資機会と追加リスクをもたらすとVaselkivは指摘します<sup>1</sup>。

一方で、クレジット投資ユニバースの利回りは、まだ相対的に魅力的とVaselkivは見えています。多くの企業が債務負担を積み上げてきたものの、多くの場合、実際の流動性比率は改善しているとVaselkivは指摘します。この状況は、エネルギー、航空、ホテルなど景気敏感セクターの企業が、経済状態が正常化するまで債務返済能力を維持する上で役立つと見られます。

ただし、大量の資金調達、構造的に脆弱な企業が、長期的な収益見通しが冴えないにもかかわらず、生き残ることを可能にします。「今後5〜7年にわたり、潤沢な流動性の存在により破綻を免れ、延命する企業が増えるだろう」(Vaselkiv)。

## 2020年初めと比べて金利水準は低下したが、イールドカーブはスティープ化

(図表5) 国債イールドカーブ(左)とイールドカーブの傾斜(右)



2020年11月30日時点

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。

出所: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。

<sup>1</sup> 参考資料: John Lonski, "Record-High Bond Issuance Aids Nascent Upturn," 週次市場見通し、ムーディーズ・アナリティクス、2020年10月1日。  
ウェブサイト: <https://www.moodyanalytics.com/-/media/article/2020/weekly-market-outlook-record-high-bond-issuance-aids%20nascent-upturn.pdf>



# 米ドルの 通貨サイクルは、 相当の期間にわたり 続く傾向がある。

— Mark Vasekiv  
債券部門CIO

短期金利がゼロまたはゼロ近辺にあるものの、コロナ後の回復見通しが明るい環境下、金利リスクを計測する主要指標であるデュレーションは、2021年に多くの債券投資家にとって最も重要な事項となる可能性があるとしてVasekivは指摘します。格付けの高い国債や投資適格社債のデュレーションが長期化している(図表6)ため、金利およびインフレ率の上昇幅がわずかであっても、当該資産の元本を大きく毀損する可能性があるとしてVasekivは警告します。

## 変動金利および新興国債券に潜在的な投資機会

組成後、投資信託やその他の機関投資家に売却される企業向け変動金利バンクローンは、現在の環境下で魅力的な優位性をもたらすとGirouxは主張します。バンクローンは、債務者の資本構造において、弁済順位がハイイールド債より上位にあるため、歴史的に、デフォルトした場合の回収率が高いとGirouxは指摘します。

また、バンクローンは、変動金利という特性から、米国短期国債やその他の

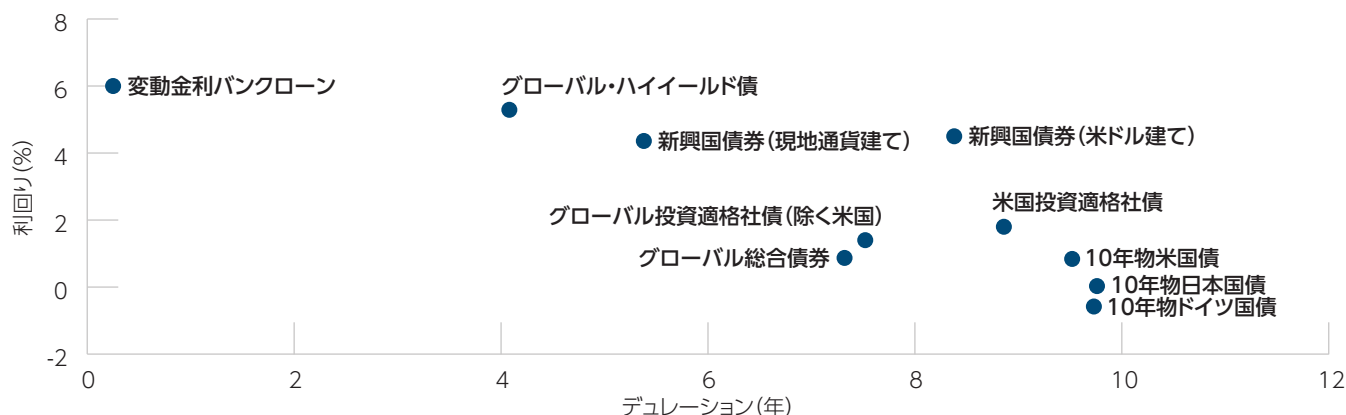
短期金融商品と同様、デュレーションが極めて短い一方で、著しく高い利回りを提供します。「金利上昇時、変動金利ローンの価格は上昇傾向を示してきた」(Giroux)。

米国外の債券、特に現地通貨建て新興国社債も、2021年にグローバル債券投資家に投資機会をもたらすとVasekivは見込んでいます。米ドル安は、米ドルを基準通貨とする投資家が保有する米ドル以外の通貨建て資産のリターンを押し上げ、米ドル建て債券の発行体の信用力を向上させます。その結果、米国外債券の魅力が高まる可能性があるとしてVasekivは付け加えます。

相対金利や相対成長率、相対流動性などの主な要因は、米ドル安傾向が2021年も続く可能性を示唆するとVasekivは見えています。「これまで、米ドルの通貨サイクルは、相当の期間にわたり続く傾向があった。それは、米国外への資産配分に有利に働く可能性があり、債券に限らず、収益の大部分を米国外で生み出している企業の株式もその恩恵を享受しうる」(Vasekiv)。

## 金利リスクはデュレーションの短い資産の魅力高める可能性

(図表6) 利回り対金利リスク(デュレーション)



2020年11月30日時点

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。

出所:ファクトセットのデータをもとにティー・ロウ・プライスが分析。全ての権利はファクトセットに帰属します。J.P.モルガン・チェース、ブルームバーグ・バークレイズ(追加ディスクロージャー参照)。

変動金利バンクローン = J.P.モルガン・レバレッジド・ローン指数、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・ハイイールド指数、新興国債券(現地通貨建て) = J.P.モルガンGBI-EMグローバル・ダイバーシファイド・コンポジット指数、新興国債券(米ドル建て) = J.P.モルガンEMBIグローバル指数、グローバル投資適格社債(除く米国) = ブルームバーグ・バークレイズ・グローバル投資適格社債指数、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(3億ドル)指数、グローバル総合債券 = ブルームバーグ・バークレイズ・グローバル総合指数、10年物米国債 = 米国指標債券 - 10年、10年物ドイツ国債 = ドイツ指標債券 - 10年、10年物日本国債 = 日本指標債券 - 10年



## テーマ4

# 政治状況と パンデミック

新型コロナウイルスの世界的な感染拡大は、経済的不平等を拡大し、一部の国で政治的分断を悪化させていると見受けられ、この傾向は、引き続き地政学的緊張を生み出し、2021年の市場に影響を及ぼす可能性があります。

米国では、バイデン政権が経済を後押しするために、追加財政刺激策を講じると広く期待されています。ただし、ねじれ議会になれば、バイデン政権のより意欲的な法案は阻害される可能性が高いとGirouxは指摘します。「共和党が上院で主導権を握れば、増税のように市場が望んでいない一部の政策の多くは、おそらく今後少なくとも2年間は法案が成立しないだろう」(Giroux)。

### 米中関係は論争が絶えない可能性

2021年の世界市場に影響を与え得る潜在的な火種は、米中間で継続する貿易および外交上の緊張でしょう。バイデン政権は、貿易、知的財産(IP)権、人権、その他の問題について、中国に対し対決姿勢を採るか否か、また、どのようなアプローチを採るかの決断を迫られるでしょう。

中国に対する強硬な通商政策は、米議会で超党派の支持を広く集めていることから、新政権がトランプ大統領に

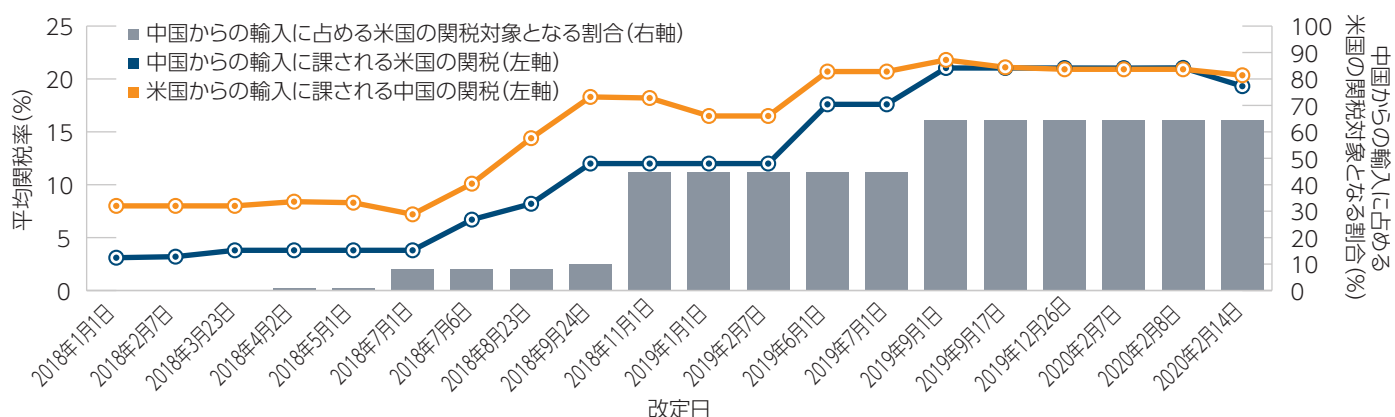
より課された関税を撤廃するとは考えずらいとThomsonは見ています(図表7)。ただし、貿易紛争は緩和される可能性があります。

一方で、知的財産の統制は、引き続き主な論点となる可能性が高いとThomsonは主張します。「次世代技術を巡る主導権争いは、どちらの陣営も負けることが許されないと考えている分野である」とThomsonは説明します。知的財産を巡る紛争は、経済的リスクをもたらす可能性がある一方で、中国が国内の半導体業界を含む独自のサプライチェーンの構築を図る中で、投資家にとって新たな投資機会が出現する可能性もあるとThomsonは付け加えます。

その一方で、香港を厳格な支配下に置く中国政府の行動は、香港議会の反対派が排除されるか、または辞任したことから、その目的を達したと見受けられます。しかしながら、これらの動向が世界の金融センターとしての香港の地位に及ぼすリスクは、最小限であるとThomsonは指摘します。「中国人民元が自由に交換可能とならない限り、香港ドル(ひいては香港)は、重要性が高い」(Thomson)。

## 米中貿易に課された追加関税が撤廃される可能性は低い

(図表7) 米国と中国の関税率および中国からの輸入に占める米国の関税対象となる割合



2020年11月30日時点

出所:ピーターソン国際経済研究所 [www.piie.com](http://www.piie.com).

## ...雇用の確保に資する 追加財政刺激策は今や 非常に重要である。

— Mark Vaselkiv  
債券部門CIO

### 英国のEU離脱の期限が近づく

2020年が終わりに近づくにつれて、英国とEUの首脳陣は、将来の貿易関係に係る不透明感が存在する中、離脱条件の決着を図っています。

Thomsonは実行可能な離脱後の取り決めに関し合意できると考えています。「ドイツのメルケル首相は、巧妙な現実主義者であり、英国がドイツの最大の輸出先の一つであることを考慮し、後ろ向きな関係が双方、とりわけドイツにとり好ましくないことを認識している」(Thomson)。

実行可能な離脱後の関係は、英ポンドの対米ドル為替レートにプラスの影響を及ぼし、英国外の投資家が英ポンド建て資産から得るリターンを高める可能性があるとしてThomsonは指摘します。

### 景気刺激策が労働市場の強さを決定

世界各地の資本市場が中央銀行の惜しみない流動性供給やワクチンに関する明るいニュースの恩恵を受ける一方で、2020年も金融資産の保有者と多くの労働者や中小企業との間の貧富の格差は拡大し続けました。

これがポピュリストの勢力をさらに強める可能性があります。

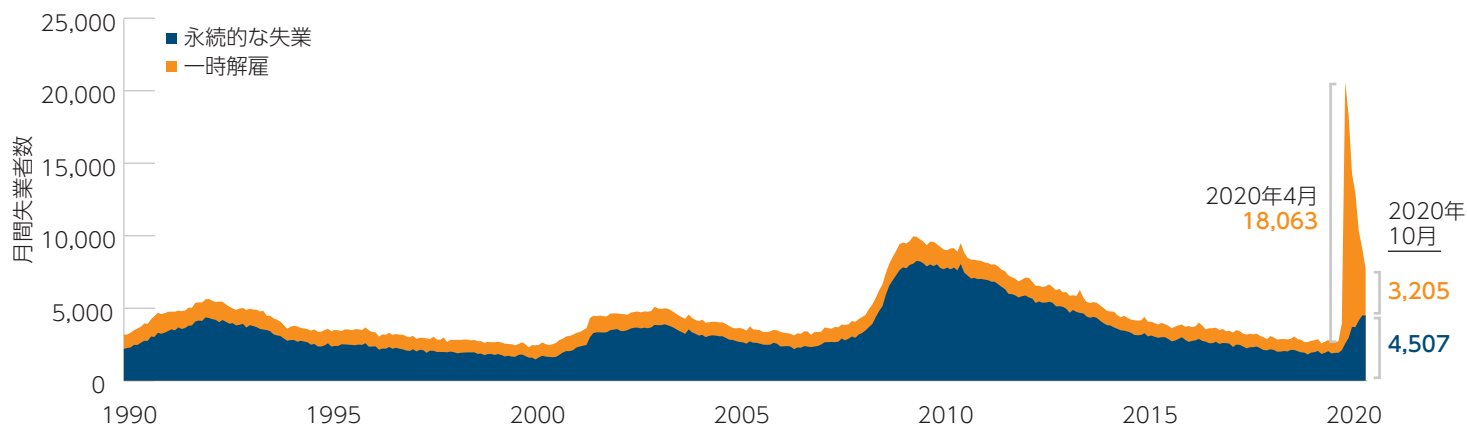
米国では、当初のコロナ感染拡大によるレイオフ(一時解雇)は、主として一時的なものであり、連邦政府による給与保護プログラムが打撃を和らげる役割を果たしました。一時解雇された従業員の多くは、その後職場に復帰していますが、感染拡大が長引くにつれて、永続的な失業者数が増加しています(図表8)。

2021年に新型コロナウイルスのワクチンおよび継続的な財政・金融刺激策がより正常な経済環境への回帰を支えるようであれば、政治的に非常に重要な意味合いを持つのは、「その結果としてどれだけ迅速に世界の労働市場が改善するか?」という問題です。

「大企業は資本市場にアクセスできるものの、州・地方政府が数百万もの人々を雇用していることを忘れてはいけません。中小企業は多くの地域社会の原動力として必要不可欠な存在である。だからこそ、雇用の確保に資する追加財政刺激策は今や非常に重要である」(Vaselkiv)。

## 一時解雇と永続的な失業の差が縮小

(図表8) 米国の一時解雇と永続的な失業



2020年10月31日時点  
出所:米国労働省/ヘイバー・アナリティクス

# まとめ

2021年の当初数カ月間において、コロナ禍の悪化が短期的に景気に及ぼすリスクが、世界の株式市場およびクレジット市場の重しとなる可能性がありますとGirouxは主張します。ただし、新型コロナウイルスのワクチンが感染率を急激に低下させることができれば、経済成長および利益成長は、年後半に劇的に改善する可能性があります。

2021年の業績回復は、必ずしも世界各地における継続的な株価上昇をもたらすとは限らないとGirouxは警告します。経済と業績の回復は、既に概ね市場に織り込まれていると考えているためです。「期待値が高いため、良好な業績が確認されても、市場はまだわずかに下落する可能性がある」(Giroux)。

グローバル株式は、2020年の相場上昇を招いた財政支援策や大量の流動性供給に支えられ、2021年も相当程度に良好なパフォーマンスを収めることができるとThomsonは考えています。

「リスク資産に流入する可能性がある多くの余裕資金がまだ存在すると思われる」(Thomson)。

債券投資家にとって、2021年は厳しい年となる可能性があります。2020年に広範な市場のリターンを押し上げた利回りの低下や信用スプレッドの縮小が再び同様の役割を果たす可能性が低いからです。むしろ、デュレーションの長期化やインフレが緩やかに上昇する可能性により、ポートフォリオ運用においては金利リスクの管理が優先事項となり、変動金利資産の魅力が高まる可能性があります。

株式市場とクレジット市場の両方において、コロナ禍と景気回復が及ぼす影響は国や業界、個別企業によって異なるため、強固なファンダメンタル分析およびアクティブ運用による優れた銘柄選択が運用成果を上げるために必要不可欠な要素となる可能性が高いとティール・ロウ・プライスの運用リーダーは指摘します。

## 追加ディスクロージャー

Copyright © 2020, 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。

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。

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 2020 FactSet.すべての権利はファクトセットに帰属します。

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 2020. Russell 1000®(ラッセル1000)は、ロンドン証券取引所グループのメンバー企業の登録商標であり、使用許諾ライセンスのもと使用を許諾された者が使用しています。ラッセル1000に関するすべての権利は、ラッセル1000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、ラッセル1000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ラッセル1000に依拠することはできません。ラッセル1000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。

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 © 2020, 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。

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 CONFIDENCE<sup>SM</sup>

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](http://troweprice.co.jp)

## T.RowePrice<sup>®</sup>

### 重要情報

当資料は、ティー・ロウ・プライス・アソシエーツ・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

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