



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4月

1 市場見通し 2021年3月31日時点

- 経済正常化で繰越需要が解き放たれる一方、米国を中心に緩和的な金融政策と追加の財政出動で景気がなお下支えられるため、世界経済の成長ペースは特に2021年後半にかけて加速すると予想。
- コモディティ価格の上昇に加え、中央銀行が持続的な雇用の回復を優先しインフレ上振れを容認する姿勢を示しているため、経済成長の加速に伴ってインフレ期待も世界的に高まる見込み。
- 米国は積極的な財政出動が追い風となる可能性がある半面、アジアや欧州は米国より景気感応度が高いことから、景気回復からより恩恵を受ける可能性も。
- 主なリスクは、ワクチン接種のペース、変異ウイルス、各国が経済対策の財源確保のため増税に転じる可能性、地政学的懸念など。

2 ポートフォリオ・ポジショニング 2021年3月31日時点

- 株式対債券・キャッシュでは、2020年3月以降、バリュエーション拡大を伴う力強い上昇が続いたことでリスク/リターン特性の魅力度が低下したため、債券やキャッシュに対してややアンダーウェイトに変更。
- 債券では、金利感応度が低く、インフレ感応度が高いセクターを可能な限り選好。ポートフォリオの分散を図るためにキャッシュやアンコンストレインド債券戦略を活用。
- 株式では、より魅力的な相対バリュエーション、米国の追加財政支出に支えられた経済指標の継続的改善、金利上昇に着目し、バリュー株へのシフトを継続。
- 小型株は、2020年3月の底値から100%超上昇したため、オーバーウェイト幅をやや縮小。中小企業は積極的な財政政策や個人消費の恩恵を今後受ける可能性があるものの、一部のセクターではバリュエーションが割高に。
- 為替では、米ドルは経済正常化期待と日米金利差の拡大、ユーロはワクチン遅延のキャッチアップ期待からそれぞれ上方修正。

3 市場テーマ 2021年3月31日時点

バリュー株はグロース株との格差縮小

2020年末頃より投資家が世界経済の回復について一段と楽観的になるにつれ、小型株は急激に上昇し、2020年3月の底値から100%超値上がりしました。景気への感応度が高い中小企業は、景気回復序盤の牽引役となる傾向がありますが、その急激かつ凄まじい上昇ペースは突出しています。一方、同じく景気に敏感なバリュー株はまだ急落分を取り戻し始めたばかりです（図表1）。中小企業は経済正常化や米財政出動の恩恵を引き続き受ける可能性はあるものの、小型株のアウトパフォーマンスはほぼ一巡した可能性があります。これに対し、バリュー株は今後も景気回復や経済対策、金利上昇、インフラ投資の恩恵を受ける可能性が高そうです。バリュー株は10年近くにわたりグロース株をアンダーパフォーマンスしてきただけに、今回の循環的な上昇によりグロース株との格差が解消する可能性があります。

懸念すべき状況？

株式市場は揺るぎない楽観的な見通しを背景に上昇を続けており、S&P500指数は現在、コロナ前の水準を20%以上も上回っています。バリュエーションの上昇や一時的なリスク高まりに加え、ビットコイン、住宅価格、特別買収目的会社（SPAC）などミニバブルの兆候が散見されるものの、投資家は先行きをほとんど警戒していない様子です。債券利回りが上昇しており（図表2）、株式以外の投資先が存在しないことが要因と思われるが、投機筋の空売りポジションが個人投資家に狙い撃ちされたGameStop株のショート・スクイズ（踏み上げ）、ファミリーオフィスのArchegos Capitalの巨額損失などを無視することはできません。このような出来事は、これまでであれば株式投資家の不安を誘う要因となりえましたが、こうした最近の悪材料は総じて個別の特異な事象と受け止められています。バリュエーションがさらに割高になり、こうした出来事がよりシステミックな株価急落を招くリスクが高まりかねません。さらなる金利上昇、インフレ、そして足元では増税の脅威が迫っており、システミック・リスクは既に存在しているのかもしれない。

堅調さを維持する株価と低迷する国内景況感：軍配が上がるのはどちらか？

新型コロナウイルスに翻弄された2020年度でしたが、日本株は日経平均株価が54%高と戦後3番目の上昇率となりました。世界の設備投資の大幅な拡大が日本の大手製造業企業の株価を支えており、2020年春以降に見られた国内のコロナ感染拡大は、必ずしも日本株の大きなマイナス材料となっていないようです。しかし、内需が中心で就業者の7割を占めるサービス業は、度重なる緊急事態宣言、移動や外出、さらには営業の自粛などで疲弊の度が増しています。それが国内の設備投資や雇用の回復の遅れにも影響しつつあり、ひいては株価指数と国内景況感とのますますの乖離につながっているようです（図表3）。乖離は格差を生み、いずれ政治的な不安定化リスクも懸念されますが、目先は引き続き外需の牽引と、その一方で中堅サービス業の踏ん張りにより、ワクチンの普及までコロナ感染の第4波を乗り切れるかどうか当分の日本経済ならびにマーケットの注目点となってくるでしょう。

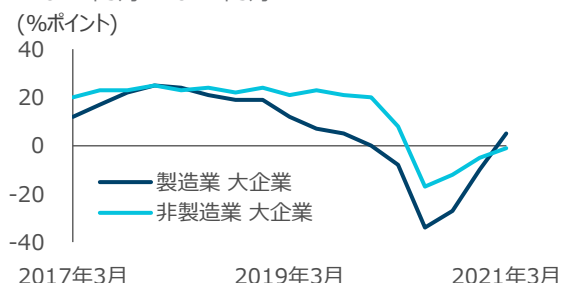
（図表1）小型株とバリュー株の相対パフォーマンス¹
2020年3月23日～2021年3月31日



（図表2）S&P500指数と米国10年国債利回り
2020年2月18日～2021年3月31日



（図表3）日銀短観業況判断DI：戻りの純い非製造業
2017年3月～2021年3月



¹ 小型株はラッセル2000インデックス、大型株はラッセル1000インデックス。バリュー株はラッセル1000バリュー・インデックス、グロース株はラッセル1000グロース・インデックス。出所：スタンダード & プアーズ、ブルームバーグ・ファイナンス LP、ラッセル、ロンドン証券取引所グループ及び関連企業（LSEグループと総称）、ファクトセット・リサーチ・システムズ、日本銀行のデータを使ってティ・ロウ・プライスが分析。すべての権利はファクトセットに帰属します。後記の追加ディスクロージャーを参照。

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。

	ポジティブ	ネガティブ
米国	<ul style="list-style-type: none"> ■ さらなる財政出動が見込まれる ■ ワクチン接種が大きく進展 ■ 金融政策は引き続き非常に緩和的 ■ 家計の健全なバランスシートと高い貯蓄率 	<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 ■ 法人税引き上げの公算大 ■ 失業率は高止まり
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 ■ 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 ■ 長期ユーロ高見通し 	<ul style="list-style-type: none"> ■ 新型コロナ第3波を受け、ロックダウン（都市封鎖）を再導入 ■ 供給不足でワクチンの調達が難航 ■ 長期の成長要因は限られる ■ 欧州中央銀行（ECB）の景気刺激余地は限定的 ■ 英国のEU離脱が貿易に悪影響を及ぼす可能性が高い
中国	<ul style="list-style-type: none"> ■ 好調な輸出や国内消費の回復に支えられ、景気は堅調。今後は企業業績も回復する見込み ■ 政策目標（経済成長、財政赤字など）の観点から経済正常化へ向けた柔軟な対応がある程度可能 ■ 2021年は中国資産への需要が高まって海外から資金が流入し、債券利回りに圧力がかかる一方で人民元を支える見通し 	<ul style="list-style-type: none"> ■ インフレ圧力や供給ボトルネックの初期の兆候が見られ、先行きが懸念される ■ 政策当局は株式市場や不動産セクターの資産バブルを回避する意向を明確に示した ■ バリュエーションやセンチメント指標は株式市場にとって逆風
日本	<ul style="list-style-type: none"> ■ 景気先行指数がついに拡大レベルに突入。今後数か月で景気回復が加速する公算大 ■ 日本株はグローバルな景気敏感株で、PMI（購買担当者景気指数）や債券利回りとの連動性が高い ■ 業績予想の上方修正比率は記録的水準に近い。円安は追い風 	<ul style="list-style-type: none"> ■ 株式市場の上昇ペースが速く、目的的に上げ一服となる可能性も ■ 新型コロナワクチンの接種が他の国より遅れており、感染拡大もまだ抑え込まれていない ■ 日銀は上場投資信託（ETF）の年間購入目標を撤廃し、最後の買い手としての能力を懸念する向きも
オーストラリア	<ul style="list-style-type: none"> ■ 企業活動、個人消費、雇用の幅広い指標が示すように、景気は絶好調 ■ コモディティ価格の上昇や歴史的な低金利を背景に、企業業績も持ち直している ■ 中央銀行は極めてハト派的で、政策の正常化はまだかなり先になるかもしれない 	<ul style="list-style-type: none"> ■ 住宅・建設市場ではインフレ圧力の兆しが見られる ■ 利回りが上昇し、中央銀行は難しい政策運営を迫られる。株式と債券のバリュエーション・ギャップはもはや魅力的ではない ■ 最近の豪ドル安が業績回復を支える見通しだが、景気の強さと矛盾する。豪ドル安は国内景気のピークアウトを示唆する初期の兆しか？
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見通し ■ コモディティ価格が上昇している ■ 中国経済は引き続き好調 ■ 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"> ■ 中国の景気刺激策は今後薄れる可能性が高い ■ 中国以外の新興国は財政刺激策を行う能力に限られる ■ ワクチンの供給・配布体制は先進国に大きく遅れている ■ いくつかの国でインフレ圧力が高まっている

		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 ▲		■		
	キャッシュ ▲			■	
株式	地域				
	米国		■		
	グローバル (除く米国)			■	
	欧州		■		
	日本			■	
	新興国 ▼			■	
	スタイル				
	グローバル グロース (vs. バリュエ)		■		
	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		■			
債券 (円ヘッジ付)	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			■	
	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) ▼		■		
	通貨	米ドル (対円) ▲		■	
ユーロ (対円) ▲			■		
豪ドル (対円)				■	

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。

市場が業績の力強い回復や景気見通しの改善を織り込むにつれ、バリュエーションが割高になり、金利上昇も逆風となってきた。

利回りは魅力的になっているが、イールドカーブのスティープ化で中長期金利に上昇圧力がかかる見込み。良好な経済環境が今後もクレジット・セクターのサポート材料となる見通し。短期債利回りは中央銀行の緩和政策により引き続き低位安定。

世界的な債券利回りの上昇が見込まれる中、株式への配分を若干削減する受け皿として当月も増額。

シクリカル・セクターが景気見直し改善の恩恵を受ける中、ディフエンシブなグロース特性のサポート効果が低下。景気刺激策や経済正常化で利益成長が見込まれるが、バリュエーションが引き続き割高な水準にある。

世界経済の見通しが改善し、金利が上昇するにつれ、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に注目が集まる。積極的な経済対策や繰越需要が強力な追い風。

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の好材料に乏しく、ロックダウン再開や新型コロナワクチンの供給不足が依然として問題。

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。

世界貿易の改善やコモディティ価格の上昇が強力な追い風。しかし、中国の景気刺激策の縮小や、ワクチンの供給・配布体制が脆弱なことから厳しい状況にある。

グロース株は割高なバリュエーション、少数銘柄への人気集中、金利上昇が引き続き逆風。景気敏感なバリュエ株は繰越需要、景気改善、追加経済対策、金利上昇が追い風となる。

繰越需要の顕在化や財政刺激策の恩恵を受け、景気回復局面では小型株が大型株をアウトパフォーム。しかし、小型グロース株のバリュエーションは割高になってきた。

出遅れていた国内の中小企業株に今のところ割高感はなく、世界的な景気回復の恩恵でシクリカル系バリュエ銘柄を中心に巻き返しのポテンシャルは大きいと判断。

需要増加の可能性がコモディティ価格を引き続き下支える。金利が上昇しても、景気が改善し、供給が限られる環境では、不動産の見通しとバリュエーションは魅力的。

日銀のイールドカーブ・コントロールはあるものの、海外主要国の長期金利が上昇する中、超長期債を筆頭に国内でも金利上昇圧力が見られる。ただし利回り面では妙味も出てきた。

中銀の政策対応で短期債利回りが低位に抑えられる一方、長期債利回りは世界景気の回復を受け上昇傾向にある。短期債の利回り格差の縮小で、ヘッジ後利回りの魅力は低下。

中銀の政策対応で短期債利回りは低位に抑えられている。利回り格差の縮小でかつてほど顕著ではなくなってきたが、ヘッジ後利回りは依然として魅力的。

景気が改善し、インフレ期待が高まると、長期債利回りが上昇し、イールドカーブはスティープ化しやすい。

景気見通しの改善、追加経済対策、FRBのハト派姿勢がインフレ期待を高める可能性がある。

バリュエーション面の魅力は低下したが、相対的な利回りは依然魅力的。経済環境が改善しているため、ファンダメンタルズは総じて良好。

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で、デレーションの短さ、需要増加、資本構成上位に位置することの恩恵を受ける見込み。

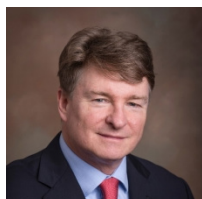
先進国に比べて魅力的な利回りを提供しているが、個別リスクを考えると、魅力は低下した。追加的経済対策の実行力やワクチン確保に懸念が残る。

バリュエーションは引き続きやや魅力的だが、米金利の上昇や一部新興国中銀の利上げ開始を踏まえると、リスクリターン面の妙味は低下。

バイデン政権の大型財政支出案を「リフレトレード」で、インフレ期待のみならず実質金利も上昇し、米ドルを下支え。円に勝るリスクオフ通貨から、若干、リスクオン通貨に位置づけが変化。

コロナ感染と地域封鎖の深刻さは足元がピークで、ワクチン接種も今後は徐々に進展する公算。先々の改善への期待は既に足元のPMIなどに織り込まれており、ユーロを下支える見込み。

中国との関係悪化というマイナス面の一方で、コロナ感染状況の落ち着きに加え、需要回復観測にリフレトレードの恩恵も加わった世界的な資源価格上昇の恩恵を見込む。



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



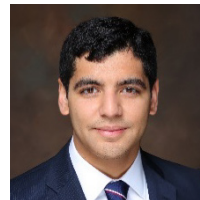
Thomas Poullaouec
マルチ・アセット・ソリューションズ
APAC 責任者



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.RowePrice®

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。

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。

S&P500インデックスはS&Pグローバル傘下のダウ・ジョーンズLLC及びその関連会社（SPDJ）の商品で、ティー・ロウ・プライスは許可を得て使用しています。Standard & Poor's® 及び S&P®はS&Pグローバル（S&P）傘下のスタンダード・アンド・プアーズ・ファイナンシャル・サービスLLCの登録商標です。Dow Jones® はダウ・ジョーンズ・トレードマーク・ホールディングス（ダウ・ジョーンズ）の登録商標です。ティー・ロウ・プライスの商品はSPDJ、ダウ・ジョーンズ、S&P、及びそれらの関連会社により後援、承認、販売、推奨されたものではなく、これらの当事者のいずれもそうした商品に投資することの妥当性を示すものではなく、S&P500インデックスの誤記・脱漏・中断について責任を負いません。

ロンドン証券取引所グループ及びグループ関連企業（LSEグループと総称）。© LSE Group 2020. FTSEラッセルは特定のLSEグループ企業の商号です。FTSEラッセル・インデックスまたはデータに関するすべての権利は同インデックスやデータを所有する各LSEグループ企業に帰属します。LSEグループとその使用許諾者のいずれも同インデックスやデータの誤記脱漏について一切責任を負わず、どの当事者も当資料で使われるインデックスやデータに頼ってはいけません。LSEグループ企業の書面による同意なしに、LSEグループからのデータの再配布は認められません。LSEグループは当資料の内容を宣伝、支援、承認するものではありません。

ブルームバーグ・ファイナンス LP

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

202104-1609674