



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5月

1 市場見通し 2021年4月30日時点

- 経済活動再開の影響や財政刺激策の効果が表れつつあり、世界経済は今後数四半期の内にピークアウトし始めると予想される。
- 消費需要の急増と供給不足の兆しが重なる一方、米連邦準備理事会（FRB）が雇用が回復するまでゼロ金利政策の継続を公約しているため、世界的にインフレ期待は上昇トレンドをたどる見通し。
- アジア主要国で新型コロナウイルスの感染再拡大への懸念が強まっているが、アジア・欧州経済は景気循環的な性質が強いことから景気回復の恩恵を受ける見込み。
- グローバル市場の主なリスクとしては、コロナ感染再拡大、ワクチン接種ペース、地政学的な懸念、景気対策費用の確保を目的とした増税の可能性が各国で高まっていることなどが挙げられる。

2 ポートフォリオ・ポジショニング 2021年4月30日時点

- 株式は2020年3月の安値からの急反発でリスク／リターン特性面の魅力が低下したため、アンダーウェイト幅を拡大し、債券・キャッシュに資金を配分。株式は景気回復ペースの失速、政策支援の後退、増税などが不安材料。
- 債券では、短期の米インフレ連動国債（TIPS）やキャッシュへの配分を増加。変動金利ローンや短期TIPSなど、金利上昇やインフレの恩恵を受けやすいセクターを引き続き選好。
- 株式では、より魅力的な相対バリュエーションおよび米国の財政刺激策、コモディティ価格・金利上昇を背景とした世界経済回復により景気敏感銘柄が引き続き恩恵を受けるとの見方から、全般的にバリューストックへシフト。

3 市場テーマ 2021年4月30日時点

市場予想を上回る好決算

2021年1-3月期の決算発表において、市場予想の上回り幅は最大のサプライズでした。S&P500指数構成企業の純利益は前年比20%近く増加すると見込まれていましたが、実際は予想を大きく上回り45%近くの増益となりました。皮肉なことに、パンデミックのほとんどの期間において、企業業績は市場予想を大幅に上回ってきました。特に多くのテクノロジー企業がロックダウン（都市封鎖）の初期段階から大きな恩恵を受けてきたことから、市場予想を上回る大きなサプライズはこれが初めてではありません。しかし、2021年1-3月期決算の主役はエネルギーや一般消費財セクターなどのより景気敏感なセクターでした。一見すべてポジティブなニュースのように見えますが、予想を上回る好決算に対する市場の反応は鈍いものでした。これは投資家が高いバリュエーションは将来の収益正常化を織り込んだものであり、むしろ今後は投入コストの上昇による業績下押し圧力を警戒している可能性を示唆しています。

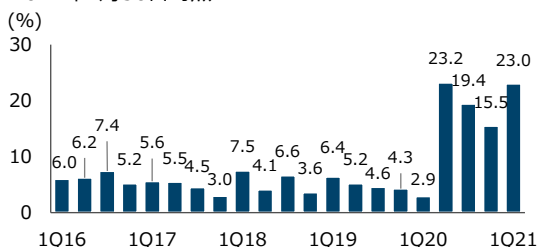
新興国は感染再拡大で苦戦

医療体制の未整備やワクチン供給が不十分であることを背景に、インド、ブラジル、アルゼンチンなどの新興国で新型コロナウイルスの感染者が再び急増しており、経済に深刻な影響が出ています。金利上昇、インフレ、米ドル高、中国経済の成長鈍化も加わり、投資家は新興国の先行きを懸念しています。新興国株式は2021年初来で先進国株式をアンダーパフォームしています。しかし、多くの先進国市場では景気回復の大半がすでに株価に織り込まれていると見られ、世界的に経済回復が進むと、新興国市場の方が上値余地が大きいかもしれません。コモディティ価格が上昇傾向にあり、米ドルの先安観が強く、FRBがハト派スタンスを続けているため、新興国市場は足元の逆流を乗り切ることができれば、力強い回復が期待できる可能性があります。

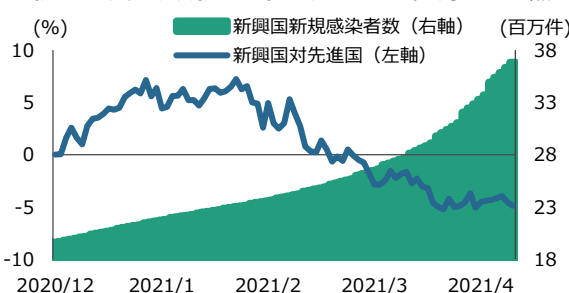
日本の製造業の回復局面が長期にわたり持続する可能性を示す在庫循環図

在庫循環図（図表3）は景気サイクルの状況を把握する手段として伝統的に用いられてきました。在庫管理技術の向上で在庫の変動が小さくなった近年は、かつてほど注目されることは少なくなりましたが、コロナショックにより生産が急減した昨年の春先以降、再び大きな循環軌道を描くようになりました。足元、生産は前年比でプラス圏に回復しましたが、これまでの生産減少の影響から、在庫は依然として大幅なマイナス圏にあります。今後、日本の鉱工業生産は前年同期の生産が停滞していた「ベース効果」に、在庫復元需要も加わって、業態によってフル操業となるなど当面は高い伸びが続く（図表3における右下の第4象限を大きく右に移動する）可能性が高いと考えられます。こうした状況は、日本の製造業や株式市場にとっての追い風といえるでしょう。

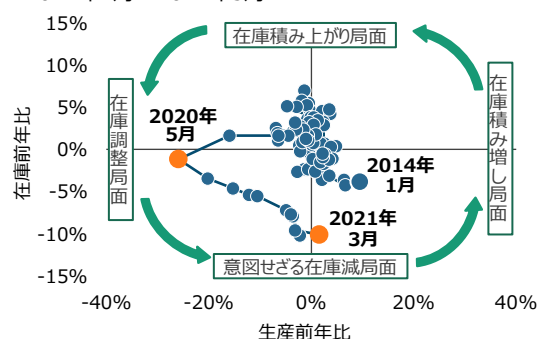
（図表1）予想を上回ったS&P500指数構成銘柄の比率¹
2021年4月30日時点



（図表2）新興国株式の相対リターン（対先進国）、新興国の新型コロナウイルス新規感染者数²
2021年4月30日時点



（図表3）在庫循環図
2014年1月～2021年3月



1 直近四半期の決算が予想を上回ったS&P500指数構成銘柄の比率を表します。

2 新興国株式の先進国株式に対する相対リターンはそれぞれMSCIEマージング市場インデックスとMSCIワールド・インデックスです。新興国の新規感染者数はインド、ブラジル、アルゼンチンの合計です。

出所：スタンダード・アンド・プアーズ、MSCI、経済産業省。ファクトセット・リサーチ・システムズのデータを使ってティール・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"> ■ 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 ■ さらなる財政出動が見込まれる ■ 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 ■ 大半の国でロックダウンを徐々に解除 ■ 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"> ■ 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"> ■ 経済成長は引き続き堅調で、国内消費がけん引役として鉱工業生産に取って代わりつつある ■ これを受けて収益回復が期待できるため、足元ではバリュー株を選好 ■ 経済正常化への過程において政策目標（経済成長、財政赤字など）の観点から柔軟な対応がある程度可能 	<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。景気の勢いは2021年1-3月期にピークを付けた可能性 ■ 政府が過剰レバレッジの解消に力を入れており、一部の企業は懸念が台頭しているが、システムリスクの心配はない ■ 資本流出で人民元や債券価格に下押し圧力
日本	<ul style="list-style-type: none"> ■ 景気先行指数が拡大レベルに突入。雇用や小売上のデータは上振れしている ■ 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 ■ 業績予想リビジョン比率は過去最高水準に 	<ul style="list-style-type: none"> ■ 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めていない ■ 今後対米ドルで円が強含むと、輸出企業には逆風となる可能性 ■ 今秋までに行われる総選挙を控え、支持率が低下している菅政権の先行きに対する不透明感が台頭
オーストラリア	<ul style="list-style-type: none"> ■ 企業景況感などの経済指標や企業の収益性は引き続き数十年ぶりの最高値を更新 ■ これを受けて企業業績も回復しており、それが設備投資の拡大につながっている ■ 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・建設市場では早くもインフレ圧力の兆しが見られ、一部報道では住宅バブルについて言及されている ■ 中央銀行は景気見通しを上方修正し、政策ガイドラインを突如変更するかもしれない。金融状況の正常化も意識 ■ 冬が近づくなか、新型コロナウイルスのワクチン接種があまり進んでいないことが懸念材料
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 ■ 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"> ■ インドの感染急拡大が大きな懸念事項 ■ ワクチンの供給・配布体制は先進国に大きく遅れている ■ 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				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。
	株式 ▼		■		景気と業績の力強い伸びが下支え材料だが、バリュエーションが高止まりしているため、上値は乏しく、景気失速、金利上昇、政策サポート後退、増税などが逆風となる可能性がある。
	債券 ▲			■	金利が上昇する一方で債券は引き続きインフレ期待や成長軌道による悪影響を受けやすい。ポジティブな経済環境がクレジット・セクターには引き続きサポートとなるが、現在のバリュエーションでは上値は限定的。
	キャッシュ			■	金利・インフレ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
	地域				
	米国 ▼		■		力強い景気や収益の回復を反映してバリュエーションは高止まり。金利上昇や増税が逆風。シクリカル・セクターが経済回復の恩恵を受け、ディフェンシブなグロース特性のサポート効果が低下。
	グローバル (除く米国)			■	世界経済が改善し、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。
	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の好材料に乏しく、新型コロナワクチンの接種ペースの遅さが依然として問題。
	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、インドでの新型コロナウイルス変異種の感染拡大により厳しい状況にある。
株式	スタイル				
	グローバル グロース (vs. バリュエ)		■		グロース株は割高なバリュエーション、一部銘柄への人気集中、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。
	時価総額				
	米国 小型 (vs. 大型)			■	繰越需要の顕在化や財政刺激策の恩恵を受けるとの観測から、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。
	日本 小型 (vs. 大型)			■	出遅れていた国内の中小小型株に今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。
	インフレ敏感セクター				
	実物資産株式		■		繰越需要の顕在化がコモディティ価格を引き続き下支え。金利が上昇する一方、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。
	国内債券		■		超長期債などではイールド面の妙味も従来に比べれば出てきており、また日銀のイールドカーブ・コントロールのもと金利上昇余地は限られるものの、海外の長期金利の上昇が見込まれる環境下では国内にも一定の金利上昇圧力が残り、国内債券にシフトするのはまだ時期尚早と考える。
	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可能性は低い。スプレッド幅縮小により投資適格公社債はバリュエーション面の魅力が低下。
	先進国 (除く米国) 投資適格公社債			■	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、長期債利回りは景気見通しの改善に伴い上昇傾向にある。利回り格差の縮小で、ヘッジ後利回りの魅力は低下。
債券 (円ヘッジ付)	米国長期国債	■			景気が改善し、インフレ期待が高まりする中、長期債はイールドカーブのスティープ化の影響を受けやすい。
	インフレ連動債 ▲			■	景気改善、追加経済対策、供給不足下の繰越需要の顕在化がインフレ期待を高める可能性がある。
	グローバル ハイイールド社債			■	バリュエーションが高く上値は限定的だが、債券セクター内では相対利回りは依然魅力的。景気改善やコモディティ価格上昇に支えられ、ファンダメンタルズは総じて良好。
	変動金利バンクローン			■	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、デフレーションの短さ、金利上昇に対する抵抗力の強さ、需給の改善、資本構成上位に位置することの恩恵を受ける見込み。
	米ドル建て新興国ソブリン債		■		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ている。しかし、新型コロナウイルスの感染拡大、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。
	現地通貨建て新興国債券 (ヘッジなし)		■		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一方、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。
	米ドル (対円)		■		バイデン政権の大型財政支出案をはやした「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。
	ユーロ (対円) ▲			■	米英に遅れたワクチン接種も、足元加速中で、圏内の規制緩和や社会経済活動再開と、世界的景気回復によるリスクオン通貨選好の双方から恩恵を受ける見込み。
	豪ドル (対円)			■	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いたきに加え、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。
	通貨				



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



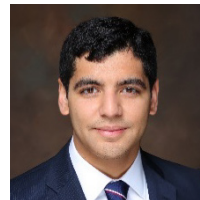
Thomas Poullaouec
マルチ・アセット・ソリューションズ
APAC 責任者



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。

MSCIとその関連会社、第三者ソース及びプロバイダー（以下、MSCI）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ではありません。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ありません。

S&P500指数は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（SPDJI）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SPDJI、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指数の誤記・脱漏・中断について責任を負いません。

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

202105-1652757