

情報提供用資料

2020年8月31日

岡三アセット マーケットビュー

株式・債券・為替市場の見通し

OKASAN ASSET MANAGEMENT MARKET VIEW
Vol. 48

OKASAN ASSET MANAGEMENT MARKET VIEW

岡三アセットマネジメント株式会社
投資情報部

 岡三アセットマネジメント

国内株式

当面は一進一退ながら、その後は徐々に上値を追う展開へ

日本	8月28日	9-11月の予想レンジ
日経平均株価	22882.65円	21500円～25000円
TOPIX	1604.87p	1500p～1750p



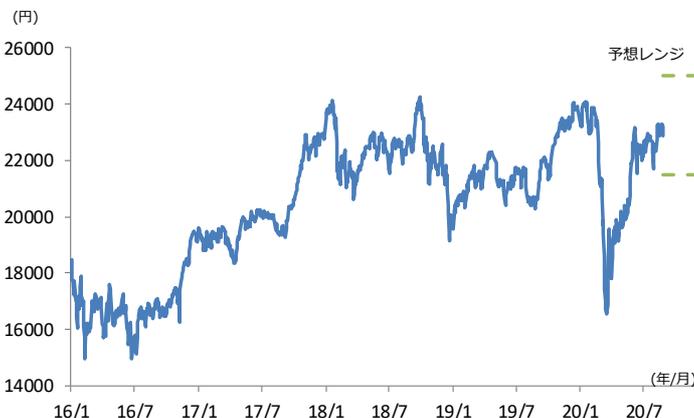
米国株式に出遅れた日本株式

コロナ禍で3月につけた底値以降、日本株式の戻りは米国株式に比べてやや遅れています。米国はGAFAに代表されるメガテクノロジーが上昇を牽引していますが、日本にはこのようにコロナ禍でも収益を伸ばせる大型銘柄が限られていることが要因だと思われます。足元で日経平均は6月以降続けてきた21500-23000円のレンジを上抜けましたが、米国株式に対する出遅れ感を解消するにはしばらく時間がかかると予想しています。

日米「相対株価」と米10年国債利回り

2005年以降、日本の株価を米国の株価で割った「相対株価」は米10年国債利回りの動きと連動してきました。この間、世界（米国）経済の体温計とされる米10年国債利回りはトレンドとして低下基調をたどり、日本株式のパフォーマンスは概ね米国株式に劣後してきました。一般消費財、資本財、素材などの景気敏感セクターのウェイトが高い日本株式と情報技術（IT）など成長株のウェイトの高い米国株式を比較すると、世界経済が低迷し米10年国債利回りが低下基調をたどった時期には、日本株式のパフォーマンスが米国株式に劣後したと考えられます。逆に経済が堅調に推移し、米10年国債利回りが上昇する局面では日本株式が米国株式をアウトパフォームしました。コロ

日経平均株価の推移



(注) 日経平均株価の期間は2016年1月～2020年8月28日 (出所) Bloombergのデータより岡三アセットマネジメント作成

ナ禍で世界経済が急減速した本年3月以降もこのパターンが顕著に表れた形です。

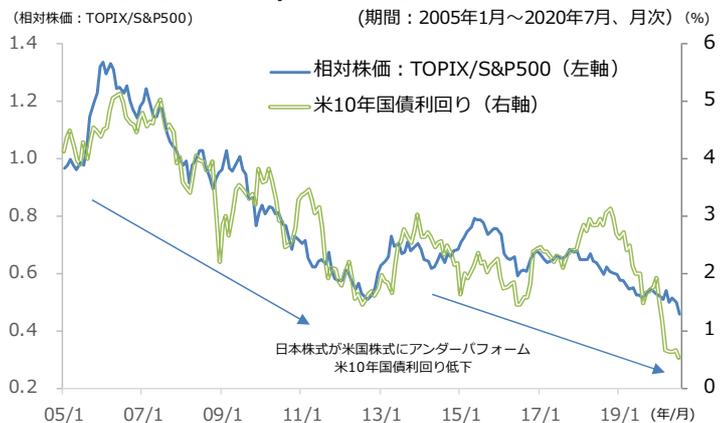
株式市場を取り巻くマクロ環境

この考え方に基づけば、今後、コロナ収束が遠のき、世界経済の回復が想定より遅れ、米10年国債利回りが上がりにくくなれば、成長株のウェイトが高い米国株式の日本株式に対するアウトパフォーマンスが継続することになると考えられます。逆に新型コロナの感染拡大が早期に抑制され、米国経済や世界経済が想定より早めに回復に向かえば、米10年国債利回りが上昇し、景気敏感な日本株式が米国株式にアウトパフォームする展開を迎えると考えています。

当面、一進一退の展開を予想

市場がどのタイミングでコロナ禍が収束し、世界経済が本格的な回復局面に入ると判断するかは定かではありません。そのタイミングはワクチンや治療薬の開発によって早まる可能性もあります。当面は安倍首相退陣後の政策不安もあり一進一退の展開が続くと予想しています。しかし、10月の上期決算発表以降に悪材料が出尽くし、企業側から明確な通期見通しが示され、市場の焦点が来期の業績に移るとともに米大統領選を巡る不透明感が和らいでくれば、株価は徐々に上値を追う展開に移行していくと予想しています。

相対株価（日本株式/米国株式）と米10年国債利回り



※上記の予想レンジや見通しは投資情報部の見解であり、ファンドの運用方針とは異なる場合があります。

米国株式

大統領選前は不安定化するものの、その後は上値を追う展開へ

米国	8月28日	9-11月の予想レンジ
NYダウ	28653.87ドル	25500ドル～30500ドル
S&P500指数	3508.01p	3100p～3700p



株式市場は二極化

S&P500は史上最高値を更新していますが、株式市場の内部では二極化が鮮明になってきました。コロナ禍でも収益を拡大させられるGAFA（グーグル、アップル、フェイスブック、アマゾン）や新興のテクノロジー企業を含むナスダック総合などが上昇を牽引し、それ以外が置いていかれる展開です。また、コロナの収束時期や景気回復の足取りが見通しにくいなか「成長」の希少性が評価され、成長株がバリュー株をアウトパフォームしていることもこの動きに拍車をかけています。

大統領選までは不透明な展開

過去の大統領選年におけるNYダウの動きを振り返ると、9-10月は大統領選を巡る不透明感から神経質な動きが続きましたが、投開票日以降は不透明感が払拭され、次期政権への期待も手伝って概ね上値を追う展開となりました。両候補とも製造業の雇用創出を重視する点で経済政策に大きな違いはありませんが、バイデン候補は「グリーンニューディール」として環境インフラやITに4年間で3兆ドル近くの投資を行うと訴えています。財源としてバイデン候補は法人税・富裕層増税を挙げていますが、財源の議論を素通りするトランプ候補は次世代に負担を繰り延べようと考えているようです。バイデン候補優位

が伝えられるなか、株式市場が懸念し始めたのが「Democratic Sweep」です。これは民主党が大統領、上院、下院の全てを握ることを示します。ビジネス寄りの共和党に対して増税、規制強化、所得再分配を目指す民主党が左派寄りの政策を打ち出せば、米国人の「アニマルスピリッツ」が後退し、米国経済の活力が失われてしまう可能性があります。いずれにしても、10月までの株式市場は方向感の見えにくい展開を続けると予想しています。

「財政の崖」に対する懸念

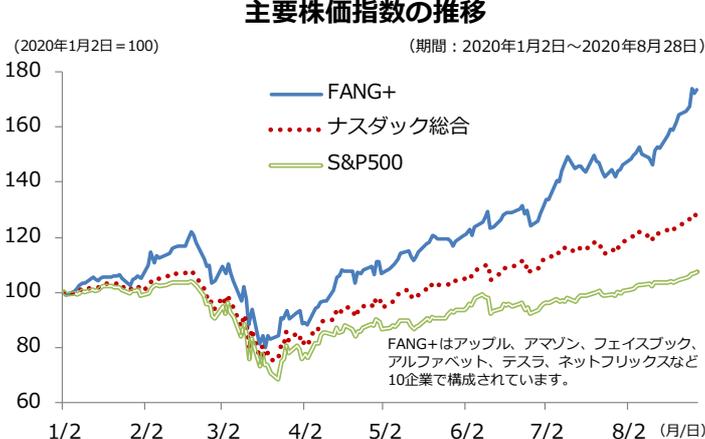
米国では失業給付の上乗せ、中小企業支援、個人への現金給付などの政策がコロナ以降の個人消費を下支えしてきました。しかし、足元ではこれらの時限措置が期限切れとなり、実質的に「財政の崖」に直面しています。9月に早急に追加支援策が議会を通過しなければ、景気回復の歩みはさらにおぼつかないものになってしまうことが懸念されます。

しばらく軟調でも秋以降は上値を追う展開へ

7-9月期決算発表までは企業収益の将来も見通じやすく、大統領選前の不透明感もあり、株式市場は不安定な展開を続けると考えています。しかし、大統領選後が視野に入り、市場の焦点が来年の業績に移る11月以降は景気敏感株を中心に上値を追う展開に移行していくと予想しています。



(注) NYダウの期間は2016年1月～2020年8月28日 (出所) Bloombergのデータより岡三アセットマネジメント作成



※上記の予想レンジや見通しは投資情報部の見解であり、ファンドの運用方針とは異なる場合があります。

業績底入れが見通せるようになれば、戻りを試す展開へ

欧州	8月28日	9-11月の予想レンジ
STOXXヨーロッパ600指数	368.80p	330p~410p



景気回復に頭打ち感

欧州経済の回復に頭打ち感が広がってきました。5-7月にはコロナ禍による経済封鎖（ロックダウン）後のpent-up需要が経済活動を後押ししましたが、8月にはその勢いに陰りが見えてきました。夏季休暇中に感染が止まらない地中海沿岸を訪問した観光客が北部各国に帰国して感染を拡げているとも伝えられています。企業部門では、6月以降のドル安ユーロ高が輸出企業の収益回復の足かせになりつつあります。域内のPMI（企業景況感指数）は7月にはコロナ前の水準まで回復したものの、8月は反落しました。

過去の景気後退との比較

日本株式同様に「景気敏感」と考えられる欧州株式の今後の動きは、欧州経済がコロナ禍による景気後退から抜け出すタイミングに大きく依存すると思われる。過去2回の欧州経済の景気後退は2008年のリーマン危機、2011年前後の欧州財政危機がきっかけとなりました。リーマン危機時には銀行のバランスシートが棄損し、貸出態度が引き締まり、企業や家計への資金供給が滞りました。財政危機時は各国が財政緊縮を進め、政府支出が縮小し増税が行われました。これらの動きが企業や家計の経済活動を長期間停滞させることにつながりました。一方、今回の景気後退は経済封鎖によって経済活動が強制的に止められたことが原

因だったので、今後、域内各国でコロナ感染が適切にコントロールされ、経済活動がある程度元に戻れば、早期に景気後退から抜け出すことが可能になると考えています。7-9月期には既に底打ちしている可能性もありますが、底打ち後の回復スピードが重要なことはいうまでもありません。

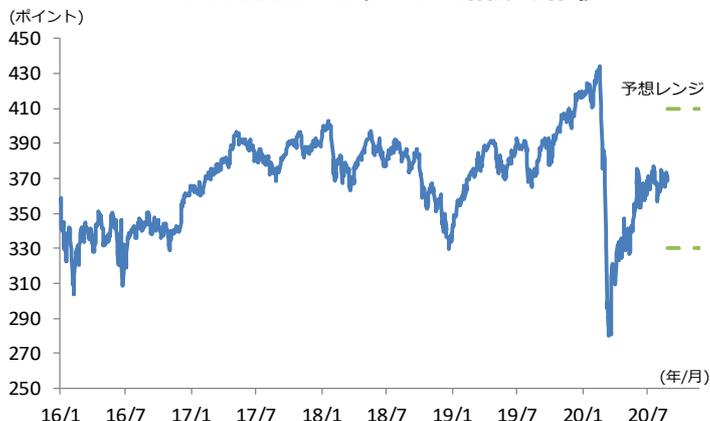
英EU：進展のない離脱後の通商交渉

夏休み明けも英EU間の離脱後に向けた通商交渉に進展が見えません。英国がFTA（自由貿易協定）など将来の関係が定まらないままEUから離脱すれば、両サイドの経済に大きな混乱を招くことになると思われます。株式・為替市場は足元でこのリスクをほとんど織り込んでいません。交渉が進展しない状態で年末が近づいてくれば、英国のみならず欧州大陸の株式市場も神経質な展開になると予想しています。

景気回復が見通され、戻りを試す展開へ

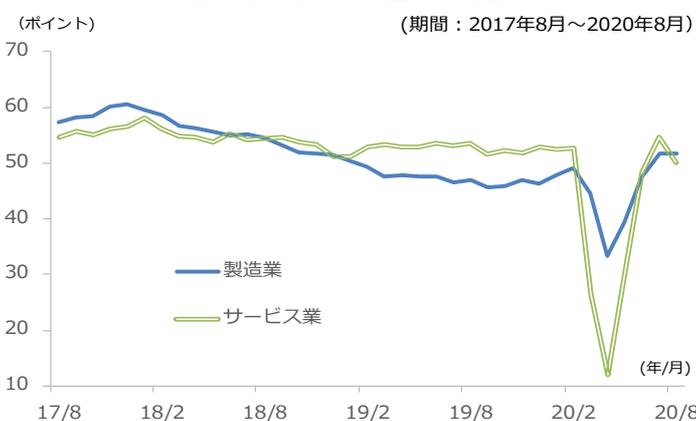
3月の底値以降、欧州株式は成長株のウェイトの高い米国市場に対してアンダーパフォームを続けています。欧州経済が本格的に回復から拡大に向かえば、欧州株式が米国株式をアウトパフォームする時期がやってくると考えられますが、それはもう少し先になると考えています。3カ月程度を見通せば、年後半の景気回復や企業業績の底入れが見通せるようになり、戻りを試す展開に徐々に移っていくと予想しています。

STOXXヨーロッパ600指数の推移



(注) STOXXヨーロッパ600指数の期間は2016年1月～2020年8月28日

ユーロ圏のPMI（企業景況感）



(出所) Bloombergのデータより岡三アセットマネジメント作成

※上記の予想レンジや見通しは投資情報部の見解であり、ファンドの運用方針とは異なる場合があります。

企業収益の回復基調が確認され、上値を追う展開に

アジア	8月28日	9-11月の予想レンジ
MSCI アジア(除く日本)指数	735.78p	650p~780p



中国：政府主導の景気回復

中国の4-6月期実質GDP成長率は前年比で1-3月期の-6.8%から+3.2%に回復しました。日米欧などの先進諸国より一足先にプラス成長に戻った形です。しかし、これまでの景気回復を先導してきたのは政策主導のインフラ投資、国有企業の生産、住宅建設などで、共産党政権が本来目標とする労働市場や個人消費の回復は相対的に遅れています。実際、企業景況感を示す財新のPMIは製造業指数は8月に前月を上回りましたが、個人消費の強さを示すとされるサービス業指数は前月を下回りました。

来年に向けて底堅い景気回復

それでも、来年2021年は共産党設立100年にあたるため、政府には2021年の景気をコロナ禍で急減速した2020年から急回復させるインセンティブが働くと思われれます。年後半はこれまでに打ち出された企業向け社会保障費の減免や減税、国有銀行による中小企業向け融資の拡大、企業の利払い延期などが徐々に効果を発揮すると予想しています。地方政府がインフラ投資のために発行する専項債の発行額は昨年の2.15兆元から2020年は3.75兆元に増額されました。また、社会政策の一環として西部の貧しい地域を中心に不動産（住宅）投資を積極化すべきと

の意見も聞かれます。需要喚起を目的としたこれらの政策に加えて供給サイドの高度化・発展を目指し、国家戦略として「新インフラ整備」が打ち出されました。科学技術の発展につながる5G基地局、超高压送電線、都市間高速鉄道、都市鉄道交通、新エネルギー車充電機器、ビッグデータセンター、人工知能（AI）などが対象です。

アジア経済にも恩恵

これらの政策主導の新旧インフラ投資、国有企業の生産、住宅建設の拡大を背景に銅、ニッケル、原油などの商品市況は活況を呈しています。この動きは来年にかけて継続すると思われれます。商品市況への依存度が高いと考えられるインドネシアやマレーシアの関連企業が恩恵を受けることになると思われれます。

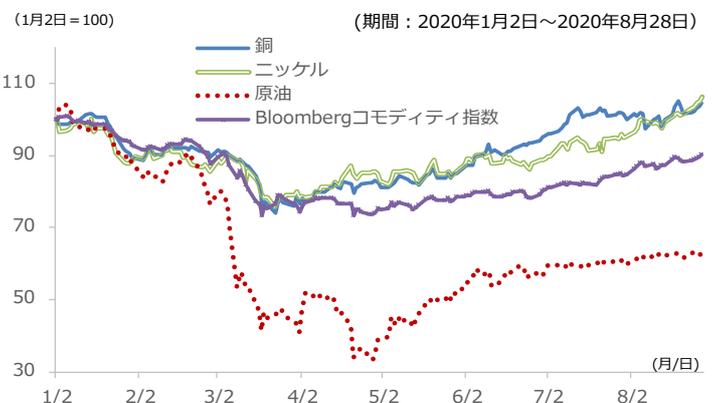
米大統領選後は上値を追う展開へ

中国株式には割高感が出てきましたが、新インフラ整備などの恩恵を受ける企業群には上値が期待されます。アジア株式は米大統領選まではトランプ大統領の対中強硬姿勢がエスカレートするとの懸念から上値の重い展開が続く可能性があります。しかし、その後は企業収益の回復基調が確認され、上値を追う展開に移行すると予想しています。

MSCIアジア (除く日本)指数の推移



商品市場の動き



(注) MSCIアジア (除く日本) 指数の期間は2016年1月~2020年8月28日。MSCI指数はMSCI Inc.が算出している指数です。同指数に関する著作権、知的財産権その他一切の権利はMSCI Inc.に帰属します。またMSCI Inc.は、同指数の内容を変更する権利および公表を停止する権利を有しています。

(出所) Bloombergのデータより岡三アセットマネジメント作成

※上記の予想レンジや見通しは投資情報部の見解であり、ファンドの運用方針とは異なる場合があります。

財政・金融の調和が進み、日米欧長期金利は低位安定へ

10年国債利回り	8月28日	9-11月の予想レンジ
日本	0.06%	-0.2%~0.2%
米国	0.72%	0.3%~1.0%
ドイツ	-0.41%	-0.70%~-0.20%



日本：財政・金融のポリシーミックス

6、7月のコア消費者物価指数は2カ月連続で前年比横ばいとなりました。3月以降、コロナ禍で国内需要が急減速しデフレ脱却が見通せない状況です。日銀は海外中銀の動きを睨みながら、しばらくはこれまでに実行された政策の効果を見極める姿勢を続けると思われる。10年国債利回りは、国債が増発されても日銀が引き受けるとの思惑から当面0%を挟むレンジ内で安定的に推移すると予想しています。2013年以降、黒田日銀総裁は安倍首相とともに金融緩和を積極的に進めてきましたが、同首相の退陣によって中長期的に日銀の緩和姿勢が揺らぎ、長期金利に上昇圧力がかかる可能性があります。しかし、米国で金融緩和が長期化するなか、日本だけが出口の議論を始めることは円高を招く可能性があることから考えにくいと思われる。

米国：「平均インフレ率目標」を発表

新型コロナの感染拡大が続くなか、FRB（連邦準備制度理事会）の景気認識は依然として慎重です。主要メンバーは2022年末までは現在のゼロ金利政策を続けることを想定しています。先週行われたジャクソンホールシンポジウムでFRBのパウエル議長はインフレ率が目標とする2%を一定期間上回ることを容認する「平均インフレ率目標」を発表しました。9

月中旬のFOMC（連邦公開市場委員会）でこれがどのような形で実際の政策に反映されるかが次の焦点です。次期政権の財政政策、国債管理政策を議論するのは時期尚早ですが、コロナ禍の企業・雇用支援のために政府が国債を追加発行してもFRBが引き受けるとの思惑が働き、10年国債利回りは当面低水準で推移すると考えています。市場にはにわかにコロナ後に経済活動が平時に近づけば物価が上昇するとの見方が浮上し、金融市場が織り込む期待インフレ率も急上昇しています。FRBのバランスシートは6月以降縮小に転じ、このままQE（資産買取り）が縮小すれば長期金利は上がりやすくなると考えます。しかし、海外金利と比較した米国債の魅力はなくなり、財政赤字が戦後最悪の水準まで拡大しても、資金需要が盛り上がりえない金余りのなか「財政リスクプレミアム」が拡大することも想定していません。

欧州：復興基金に合意

7月に合意された「復興基金」による具体的な取り組みは依然として始動していませんが、欧州の国債市場は安定的に推移しています。欧州中央銀行（ECB）はこれまでの政策に微調整を加えながらも緩和的な金融政策を継続すると予想されます。このような環境で、ドイツの10年国債利回りはしばらくマイナス圏で安定的に推移すると考えています。

日本10年国債利回りの推移



米国10年国債利回りの推移



ドイツ10年国債利回りの推移



(注) グラフの期間は2016年1月~2020年8月28日 (出所) Bloombergのデータより岡三アセットマネジメント作成

※上記の予想レンジや見通しは投資情報部の見解であり、ファンドの運用方針とは異なる場合があります。

外国為替

しばらくドル安基調が継続すると予想

外国為替	8月28日	9-11月の予想レンジ
ドル円	105.37円	102円～110円
ユーロドル	1.19ドル	1.12ドル～1.22ドル
ユーロ円	125.39円	120円～130円



ドル円相場にもドル安圧力

ドル円相場は7月以降1ドル104円-108円のレンジ内で推移しています。今後は米大統領選を控えて神経質に推移するものの、やや円高圧力がかかりやすい展開を想定しています。これまでに米国金利が低下し、日米金利差が縮小してきたことはドル安円高要因になると思われれます。コロナ禍で急激に悪化した貿易収支が直近で黒字化したことも円を支える材料になりそうです。また、過去に米大統領選前にはドル安円高が進みました。しかし、コロナ後の世界経済の回復・拡大は米国が牽引すると考えており、過去にも大統領選が終わるとそれまでの反動でドル高円安が進んだことを考慮し、中長期的には現在のドル安トレンドは反転に向かうと予想しています。

ドル安が継続するもその後は反転を予想

ドルはユーロなどの主要通貨に対しても軟調に推移しています。新型コロナウイルスの感染拡大が続き、米国景気の早期回復シナリオに疑問符がついたこと、大統領選を控えて政策への不透明感が高まってきたこと、米国の実質金利が低下しドル資産の魅力度が低下したことなどが背景です。FRBの「枠組み見直し」で金融緩和の長期化が示唆され、新型コロナウイルスの短期的な収束は期待薄なことから、しばらくドル安傾向が継続すると予想しています。しかし、秋以降に

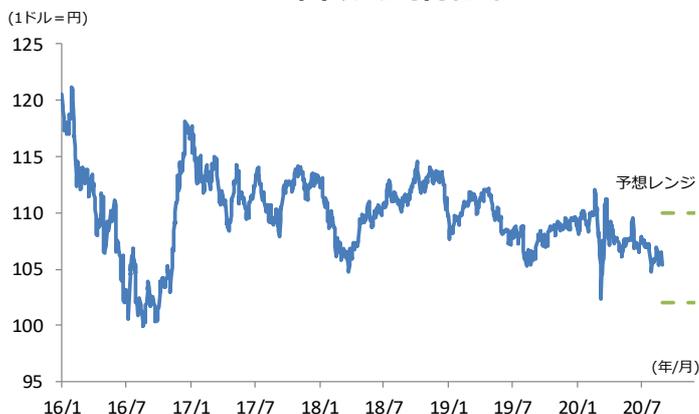
ドルが見直される可能性があると考えています。コロナ後の新しい生活様式、企業行動の恩恵を受けると考えられる米国のハイテク企業に投資資金が集まると予想しています。コロナ後の世界経済の回復・拡大を牽引するのは米国経済となり、米国の実質金利もいずれは反転に向かうと考えているからです。

新興国通貨はしばらく安定的に推移

新興国通貨はドル安の裏側としてしばらく安定的に推移すると予想しています。これまで新興国の金利は先進国金利にあわせる形で低下してきました。しかし、投資家の利回り追求を背景に相対的には依然として高金利の新興国債券に資金が流れ込みやすいことも新興国通貨をサポートすると思われれます。

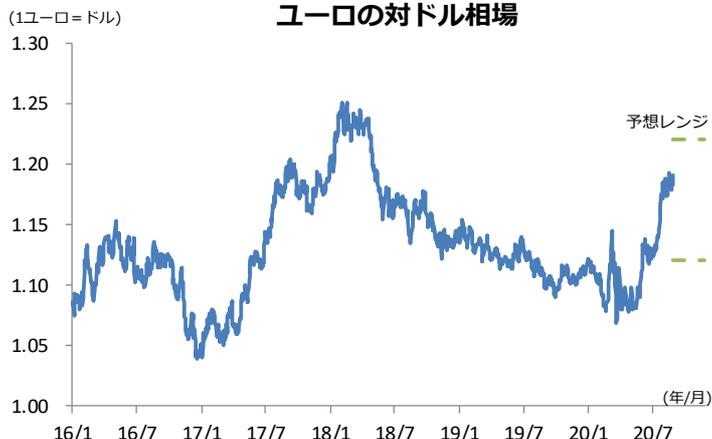
中国人民元についても堅調な展開を想定しています。先週の米中閣僚級会議では第1段階の通商合意に基づいて今後も中国が輸入を増やすことが確認されました。中国の輸入拡大は本来元安要因になりますが、ファーウェイなどへの大掛かりな経済制裁にもかかわらず中国が大人の対応を続ける姿勢が確認されたことは元高材料になると判断しています。「米中の対立激化は元安、対立緩和は元高」というルールに基づいて、当面元が緩やかに上昇する展開を予想しています。もちろん、大統領選を控えたトランプ大統領の中国に対する言動には注意が必要です。

米ドルの対円相場



(注) グラフの期間は2016年1月～2020年8月28日 (出所) Bloombergのデータより岡三アセットマネジメント作成

ユーロの対ドル相場



※上記の予想レンジや見通しは投資情報部の見解であり、ファンドの運用方針とは異なる場合があります。

皆様の投資判断に関する留意事項

【投資信託のリスク】

投資信託は、株式や公社債など値動きのある証券等(外貨建資産に投資する場合は為替リスクがあります。)に投資しますので、基準価額は変動します。従って、投資元本が保証されているものではなく、基準価額の下落により、損失を被り、投資元本を割り込むことがあります。

投資信託は預貯金と異なります。投資信託財産に生じた損益は、すべて投資者の皆様へ帰属します。

【留意事項】

- 投資信託のお取引に関しては、金融商品取引法第37条の6の規定(いわゆるクーリングオフ)の適用はありません。
- 投資信託は預金商品や保険商品ではなく、預金保険、保険契約者保護機構の保護の対象ではありません。また、登録金融機関が取扱う投資信託は、投資者保護基金の対象とはなりません。
- 投資信託の収益分配は、各ファンドの分配方針に基づいて行われますが、必ず分配を行うものではなく、また、分配金の金額も確定したものではありません。分配金は、預貯金の利息とは異なり、ファンドの純資産から支払われますので、分配金が支払われると、その金額相当分、基準価額は下がります。分配金は、計算期間中に発生した収益を超えて支払われる場合があるため、分配金の水準は、必ずしも計算期間におけるファンドの収益率を示すものではありません。また、投資者の購入価額によっては、分配金の一部または全部が、実質的には元本の一部払戻しに相当する場合があります。ファンド購入後の運用状況により、分配金額より基準価額の値上がり率が小さかった場合も同様です。

【お客様にご負担いただく費用】

- お客様が購入時に直接的に負担する費用
購入時手数料: 購入価額×購入口数×上限3.85%(税抜3.5%)

- お客様が換金時に直接的に負担する費用
信託財産留保額: 換金時に適用される基準価額×0.3%以内

- お客様が信託財産で間接的に負担する費用
運用管理費用(信託報酬)の実質的な負担
: 純資産総額×実質上限年率2.09%(税抜1.90%)

※実質的な負担とは、ファンドの投資対象が投資信託証券の場合、その投資信託証券の信託報酬を含めた報酬のことをいいます。なお、実質的な運用管理費用(信託報酬)は目安であり、投資信託証券の実際の組入比率により変動します。

その他費用・手数料

監査費用: 純資産総額×上限年率0.0132%(税抜0.012%)

※上記監査費用の他に、有価証券等の売買に係る売買委託手数料、投資信託財産に関する租税、信託事務の処理に要する諸費用、海外における資産の保管等に要する費用、受託会社の立替えた立替金の利息、借入金の利息等を投資信託財産から間接的にご負担いただく場合があります。

(監査費用を除くその他費用・手数料は、運用状況等により変動するため、事前に料率・上限額等を示すことはできません。)

- お客様にご負担いただく費用につきましては、運用状況等により変動する費用があることから、事前に合計金額若しくはその上限額又はこれらの計算方法を示すことはできません。

【岡三アセットマネジメント】

商 号: 岡三アセットマネジメント株式会社

事業内容: 投資運用業、投資助言・代理業及び第二種金融商品取引業

登録: 金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第370号

加入協会: 一般社団法人 投資信託協会 / 一般社団法人 日本投資顧問業協会

上記のリスクや費用につきましては、一般的な投資信託を想定しております。各費用項目の料率は、委託会社である岡三アセットマネジメント株式会社が運用する公募投資信託のうち、最高の料率を記載しております。投資信託のリスクや費用は、個別の投資信託により異なりますので、ご投資をされる際には、事前に、個別の投資信託の「投資信託説明書(交付目論見書)」の【投資リスク、手続・手数料等】をご確認ください。

<本資料に関するお問い合わせ先>

フリーダイヤル 0120-048-214 (9:00~17:00 土・日・祝祭日・当社休業日を除く)