

情報提供用資料

2020年2月27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. 42

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

## 当面は新型肺炎で軟調ながら、その後は戻りを試す展開へ

日本	2月26日	3-5月の予想レンジ
日経平均株価	22426.19円	21500円～24500円
TOPIX	1606.17p	1550p～1750p



### 2四半期連続のマイナス成長が視野に

国内の10-12月期の実質GDP成長率は前期比年率で-6.3%と市場の事前予想を下回りました。1-3月期も新型肺炎（COVID-19）の影響でインバウンド消費が失速し、製造業のサプライチェーンの混乱によって製造業の生産活動が低迷する可能性があり、2四半期連続のマイナス成長が視野に入ってきました。

### 企業業績は二極化

中国や韓国からの観光客が急減しインバウンド消費の失速が続けば百貨店、ホテルなどのサービスや陸運・空運などが打撃を受けそうです。消費増税による悪影響にインバウンドの失速と国民の活動自粛が追い打ちをかける形です。Appleは中国でのiPhone販売が低迷し、売上見通しを下方修正しました。しかし、半導体サイクルの上昇は始まったばかりで、今後もスマートフォンに加えて5G、データセンターなどへの需要拡大はしばらく続くと予想しています。団塊の世代の大量退職と「働き方改革」を受けて、企業は人手不足に対応するための省力化投資を積極化しています。その恩恵を受けるロボティクスやビジネスソフトなどの売上は健全に成長すると予想しています。

### 改正外為法

直近、改正外為法に関連して外国人による株式取得の事前届出が必要となる上場企業が400-500社になる見込みだと報道されました。財務省に与えられた課題は海外投資家の活動を通じた国内企業のガバナンス向上と安全保障上、重要な国内企業への海外投資家の出資規制強化を同時に進めることです。今後、届出が求められる投資家やその活動の分類等、詳細の取扱いを見守る必要がありますが、大枠として外国人の日本株買いを抑制することにはつながらないと予想しています。ルールが明確化されることによるプラス効果にも注目したいと考えています。

### 3カ月程度では戻りを試す展開へ

新型肺炎の国内での感染拡大は始まったばかりで、現時点で国内経済や企業収益への影響を詳細に見極めることはできません。しかし、流行（Epidemic）が世界的な大流行（Pandemic）に拡大しない限り、過去の感染症同様に影響は一過性のものにとどまり、その後はペントアップ（繰越）需要によって国内経済は回復に向かうと予想しています。日本株式は当面軟調な展開が予想されますが、3カ月程度では戻りを試す展開に移行すると考えています。

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2月26日 (出所) Bloombergのデータより岡三アセットマネジメント作成

世界の半導体売上・半導体サイクル



※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

## 目先調整が続いても、3カ月では戻りを試す展開を予想

米国	2月26日	3-5月の予想レンジ
NYダウ	26957.59ドル	26000ドル～30000ドル
S&P500指数	3116.39p	3000p～3400p



### 米国株式が大幅下落

2月中旬まで高値更新を続けてきた米国株式も、中国以外での新型肺炎の感染拡大を受けて世界経済が減速するとの懸念が拡がり、大幅に下落しました。一部の景気指標がサービス業の減速を示唆したことや民主党の大統領選候補として左派のサンダース氏が台頭してきたことも背景にあったと考えています。

### 新型肺炎の悪影響は限定的

しかし、米国は感染の中心から地理的に遠く離れていることから、新型肺炎の米国経済への悪影響は限定的だと思われます。スターバックス、アップル、建設機械のキャタピラーなど中国関連企業の収益見通しに注意する必要がありますが、現在の市場コンセンサスによればS&P500の一株当たり利益（EPS）成長率は2019年10-12月期から4四半期連続で加速すると予想されています。

### 予防的利下げで適温経済に

中期的な景気サイクルの視点からは、昨年3回行われた「予防的利下げ」によって今後数年間に米国経済が景気後退に陥る可能性が著しく低下したと判断しています。FRB（連邦準備制度理事会）は1990年代に2度「予防的利下げ」を行いました。1995年はメキシコ危機、1998年はアジア危機の米国経済への

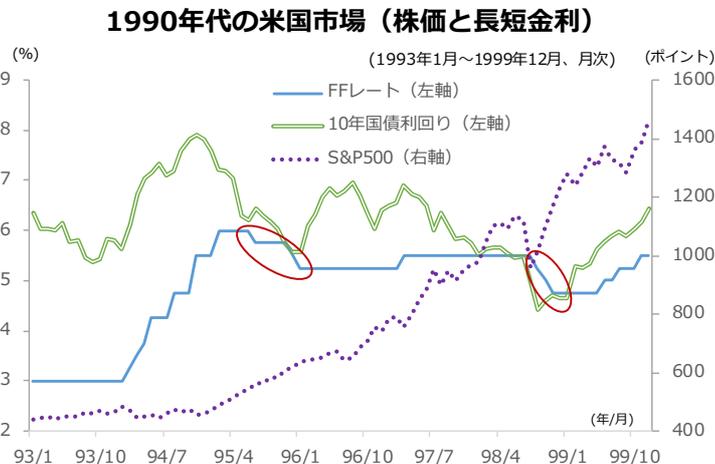
波及を防ぐために予防的な利下げを行いました。いずれのケースも利下げ後に株式市場は上昇を続け、グリーンズパン議長による1996年12月の「根拠なき熱狂」発言や1998年以降の「ITバブル」につながりました。これらの経験からは株式市場は今後も上昇トレンドを続けることが想定されます。景気後退が回避され、経済が適度に成長し、インフレが安定する「適温（Goldilocks）経済」が続けば、長短金利とも上がりにくくなると思われます。これは株式などのリスク資産にとっては望ましい環境です。今回の新型肺炎によって主要国の中央銀行が緩和姿勢を強化する可能性が高まってきたことも株式市場への追い風になると考えています。

### 3カ月程度では戻りを試す展開へ

これまで、2020年は米政権が関税引上げから関税引下げ（または引上げ打止め）に転じ、米国経済が減速から加速へ、企業収益が減益から増益へ移行すると予想していましたが、この予想は新型肺炎によって水を差される形となりました。一方、マクロ環境の改善が遅れていることはFRBの金融緩和の長期化にもつながり、株価の追い風になると考えています。目先は神経質な展開が予想されますが、3カ月程度では徐々に戻りを試す展開に戻っていくと考えています。



(注) NYダウの期間は2016年1月～2020年2月26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。

## 景気底入れ後は業績回復が牽引する展開へ

欧州	2月26日	3-5月の予想レンジ
STOXXヨーロッパ600指数	404.62p	380p~440p



### 欧州経済の底打ち・回復時期は後ずれ

これまで欧州経済の先行きについては、米中の部分合意による中国経済の持ち直し、ECB（欧州中央銀行）の金融緩和、財政政策、英国のEU離脱に関する見通しの改善を背景に年度中盤には景気回復に向かうと予想していました。しかし、足元ではこの予想が中国発の新型肺炎の拡大によって水を差される形となりました。欧州経済が底打ちし、回復に向かう時期は年後半以降に後ずれすると予想しています。

### イタリアとドイツの株式市場

これまで、イタリアなどの周辺国の株式市場はドイツなど中核国の株式市場に対して、ドイツ10年国債利回り（独長期金利）が上昇する局面ではアウトパフォームし、低下する局面ではアンダーパフォームしてきました。独長期金利はドイツを中心とする欧州経済の強さとともに世界の金融市場のリスクオン・オフを示すとも考えられます。議論を簡単にすれば、欧州経済が拡大（縮小）し、世界の金融市場でリスクオン（オフ）が進めば、独長期金利が上昇（下落）し、イタリア株式のパフォーマンスがドイツ株式を上（下）回りました。

直近、イタリアで新型肺炎による死亡者の発生が発表されたことからユーロ全域の景況感がさらに下押しする可能性が高まってきました。しかしその後、

新型肺炎が終息し、中国経済が回復に転じれば、欧州経済も底打ちから回復に向かうと予想しています。その結果、独長期金利が上昇に向かい、それまで売り込まれたイタリア株式がドイツ株式をアウトパフォームすることも想定されます。独長期金利が上昇する局面では、セクター別には銀行、保険、自動車・部品、資本財などのシクリカルセクターが食品、ヘルスケアなどのディフェンシブセクターにアウトパフォームすると考えられます。

### 期待される財政・金融政策

新型肺炎の影響から欧州経済が大幅に減速すれば、ドイツを中心とする財政健全国における財政出動やECBの追加金融緩和が景気や金融市場を下支えすると考えています。また、EU離脱によって財政健全化の制約から解放される英国にも財政出動が期待されます。これらの政策によって内需が拡大すれば、株式市場にも追い風になると考えられます。

### 景気底入れ後は業績相場に移行

新型肺炎による中国向けの輸出低迷が嫌気され、欧州株式はしばらく上値の重い展開が続くと思われる。しかし、年後半に欧州経済の底入れが確認できれば、企業収益の回復が株価を押し上げる展開に移っていくと予想しています。

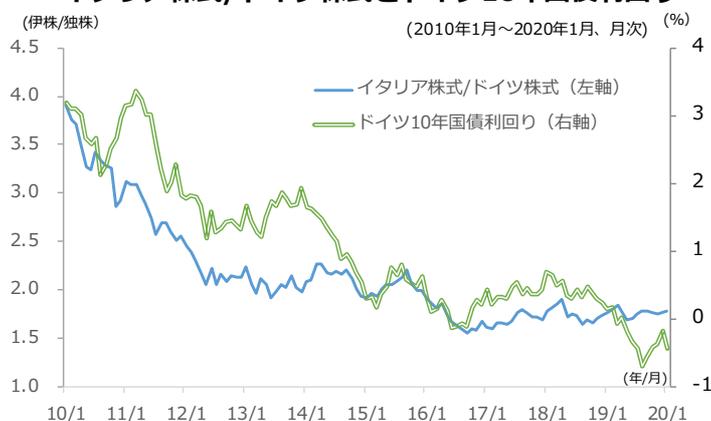
STOXXヨーロッパ600指数の推移



(注) STOXXヨーロッパ600指数の期間は2016年1月～2020年2月26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。

イタリア株式/ドイツ株式とドイツ10年国債利回り



## 新型肺炎が終息に向かえば、戻りを試す展開に

アジア	2月26日	3-5月の予想レンジ
MSCI アジア(除く日本)指数	654.95p	630p~720p



### 新型肺炎の拡大を受けて神経質な展開

1月以降のアジア株式は中国発の新型肺炎の拡大を受けて神経質な動きを続けています。感染の中心となる湖北省武漢では人の移動がストップし、春節休暇後も企業は生産活動を再開できず、実質的に経済活動は麻痺したままです。中国国内における感染者の拡大スピードは鈍化してきた模様ですが、新型肺炎がアジア全域の経済や企業収益に与える影響は予断を許さない状況です。しかし、SARS（重症急性呼吸器症候群）が流行した2003年の中国、香港の成長率は4-6月期に大幅に減速した後、年後半はV字回復に向かいました。

### 過去におけるアジア株式への2つの「逆風」

2010年以降のアジア株式を振り返ると、2015年と2018年に大きな調整局面を迎えました。2015年は人民元切下げに端を発した中国ショックを背景とした「アジア経済の減速」、2018年は「FRBの利上げ」が本格化し、グローバルマネーがアジアから米国に回帰したことが背景にありました。しかし、両期間ともこれらの「逆風」が収まった後に株価はすぐに切り返しました。先進国を継続的に上回るアジア新興国の経済成長率を背景に、グローバル投資家は逆風が収まった後は高成長が期待できるアジア新

興国への投資を再開させる形となりました。

### これらの「逆風」の現在と今後

足元で新型肺炎の悪影響が見通せないなか、企業経営者や投資家の「アジア経済」への評価は最悪の状態にあると思われますが、今後は改善に向かうことが想定されます。もう一つの逆風となり得る「FRBの利上げ」についても、先進国の安定したインフレ環境を考慮すれば、次の利上げは早くても来年以降になると見ています。そのため、一部ではアジア株式からの資金流出が続いているとの報道もありますが、新型肺炎の感染終息が視野に入ってくれば株価は徐々に上向き、アジア株式は中長期的に魅力的な投資対象になっていくと考えています。

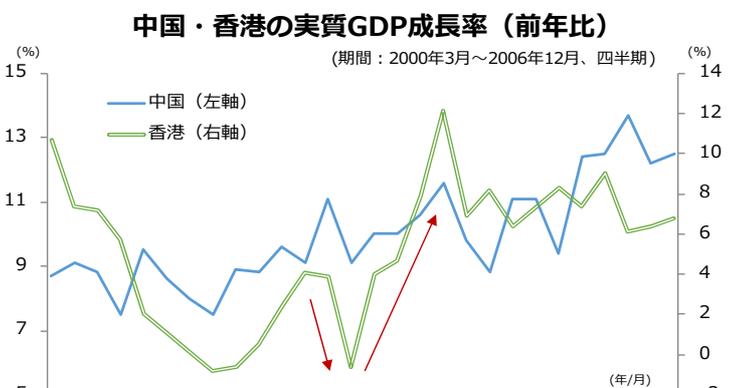
### アジア株式は戻りを試す展開へ

今回の新型肺炎を受けて中国共産党は従来にも増して強力な政策（金融・財政・その他）を打ち出し、景気の失速を回避すると思われます。習国家主席にとっては、米国との関係悪化、香港・台湾・ウイグル問題に続いて新型肺炎で対応を誤れば「核心」としての指導力に疑問が投げかけられる可能性があるからです。アジア株式はもうしばらく神経質な展開が続くと思われますが、3カ月程度では底を打ち、戻りを試す展開に移行すると予想しています。



(注) MSCIアジア (除く日本) 指数の期間は2016年1月～2020年2月26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。

## 新型肺炎の拡大を受けて日欧長期金利は低位安定へ

10年国債利回り	2月26日	3-5月の予想レンジ
日本	-0.09%	-0.15%~0.00%
米国	1.34%	1.2%~1.8%
ドイツ	-0.51%	-0.70%~-0.15%



### 日本：金融政策は当面据え置き

日銀の黒田総裁はG20財務相・中銀総裁会議後の記者会見で新型肺炎が日本経済に与える影響に対して「現時点で金融政策面からの対応について具体的に議論する段階にはないと考えているが、必要があれば躊躇なく追加的措置を講じる」と述べました。インフレが依然として日銀の目標である2%を下回る一方、非伝統的な金融緩和策による副作用に注目が集まるなか、日銀は当面現在の金融政策を維持すると予想しています。金融市場の一部には、新型肺炎による製造業のサプライチェーンの分断を背景に、中国発のインフレを懸念する向きが見られます。しかし、一時的に物資が不足しても、中期的には構造的な物価引下げ圧力を打ち消すことにはならないと考えています。そのため、10年国債利回りは米長期金利の動向にもよりますが、0%を下回る低水準で安定推移すると考えています。

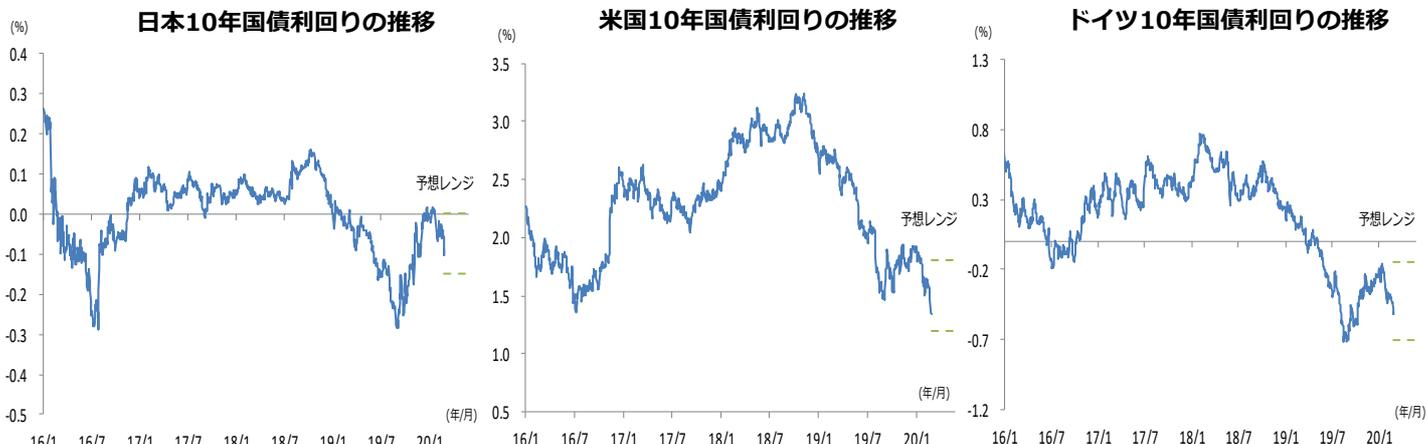
### 米国：長期金利の反転上昇を予想

中国以外の国における新型肺炎の感染拡大を受け、景気減速が世界中に波及するとの懸念が拡がり、安全資産である米国債に資金が流入しました。10年国債利回りは一時、歴史的な最低水準である1.36%を下回り、10年と3カ月で見た長短金利差はマイナスに落ち込みました。これらの動きはFRBに利下げを

求める催促相場と捉えることもできそうです。しかし、労働市場が引き締まり、昨年の予防的利下げへの評価が依然として定まらないなか、FRBが拙速に利下げに動くとは考えていません。3カ月程度では新型肺炎に対する懸念が徐々に後退し、企業景況感の底打ちが鮮明になってくれば、10年国債利回りは上昇に転じると予想しています。その場合も上限は1.8%程度になると考えています。

### 欧州：ECBは「金融政策戦略の検証」を開始

ECBは「金融政策戦略の検証」を始めました。これまでの金融政策の効果を検証するとともに、環境問題など将来の課題に対する方策も議論の対象になると思われます。足元の欧州経済には底打ちの兆しも見え始めましたが、新型肺炎の拡大によって出鼻をくじかれる可能性が高まってきました。景気下押しを回避するためにはもう一段の金融緩和が必要とも考えられます。一方、これまで非伝統的な金融緩和を先導してきたスウェーデンの中央銀行は住宅バブルを警戒しいち早くマイナス金利から脱却しました。域内で低調なマクロ環境が続いていることからドイツ10年国債利回りはしばらく低位で安定すると予想しています。しかし、景気の下押しによってドイツを中心とする財政健全国で財政出動が始まれば長期金利は上昇に向かうと考えています。



※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

## 円・ドル・ユーロ相場はしばらく方向感のない展開へ

外国為替	2月26日	3-5月の予想レンジ
ドル円	110.43円	107円～115円
ユーロドル	1.09ドル	1.04ドル～1.12ドル
ユーロ円	120.13円	116円～123円



### ドル円相場はレンジ内の推移を予想

ドル円相場は2月初めまでの1ドル107円-110円のレンジを上抜けし、一時112円を超える水準まで円安ドル高が進みました。国内で新型肺炎が拡大し経済活動が縮小するとの観測が高まる一方、米国経済の底堅さが確認されたことが背景にありました。今後も世界的な新型肺炎の拡大はリスクオフから円高要因になる一方、日本経済への不安の高まりは円安要因になりそうです。また、米国金利の低下によって日米金利差が縮小していることから急激なドル高も想定しにくく、しばらくは1ドル107-115円のレンジ内での展開が続くと予想しています。

これまでは負のイベントが発生すると安全通貨である円が買われましたが、今回の新型肺炎では円はむしろ売られました。単に中国依存度の高い日本の通貨が売られたのか、円の「安全通貨」としてのステータスが失われつつあるのかという点に注意が必要です。構造改革の遅れ、生産性の低迷、人口の減少・高齢化によって潜在成長率が低迷していることに加えて、政治や防疫体制への不安が嫌気され国内の株式、債券、円が同時に売り込まれる「日本売り」が始まったとは考えていません。しかし、その可能性には留意しておく必要があると思われます。

### ユーロドル相場も方向感の見えにくい展開へ

年明け以降に進んだドル高ユーロ安にも一服感が見えてきました。当面、ユーロドル相場では方向感の見えにくい展開が続くと予想しています。新型肺炎の先行きが見通しにくい間は、米国金利に下押し圧力がかかり、米独金利差の縮小がドル安要因になる一方、安全通貨としてドルは買われやすくなると思われます。新型肺炎が終息に向かえば、米国金利が上昇することによる米独金利差の拡大がドル高要因になる一方、欧州経済に底打ちの兆しが見えてくればユーロ高要因になりそうです。しばらくはこれらの強弱材料が交錯し、方向感の見えにくい展開が継続すると予想しています。

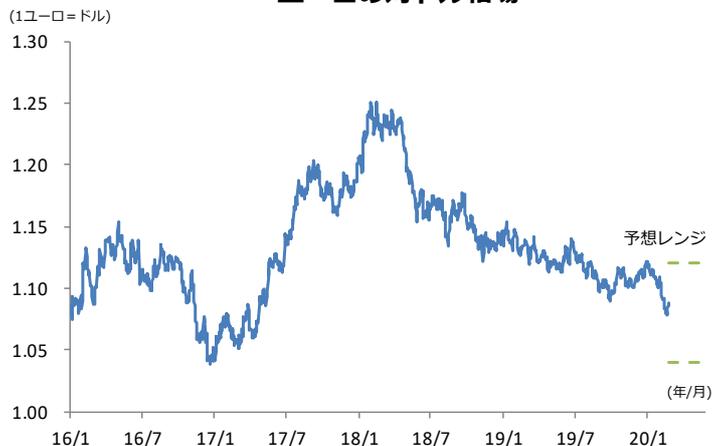
### 新興国通貨は新型肺炎の行方を睨んだ動きへ

当面、新型肺炎が市場の焦点になりそうです。中国以外で感染拡大がさらに進めば、リスクオフの動きが広がり、資金を新興国からドルに戻す動きが強まると考えられます。逆に感染が終息に向かえば、市場は安定感を取り戻し、先進国よりも高い金利を求めて資金が再度新興国へシフトすると思われれます。人民元も当面、新型肺炎の影響で神経質な展開が続くと予想していますが、感染の先行きが見えてくれば、緩やかな上昇に転じると予想しています。

米ドルの対円相場



ユーロの対ドル相場



(注) グラフの期間は2016年1月～2020年2月26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。

## 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)