



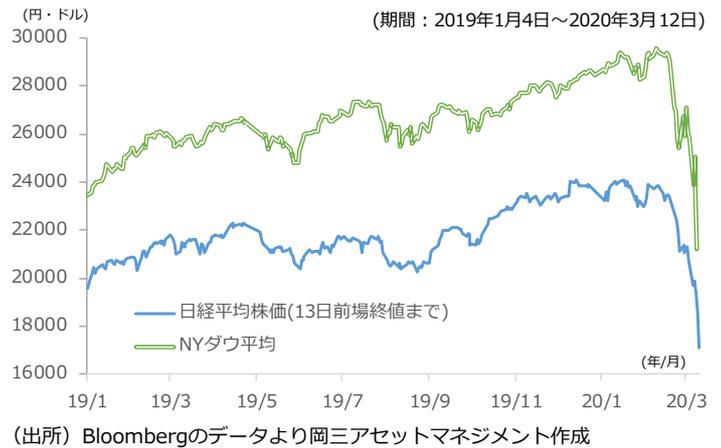
株式市場の先行きを考える

3月12日の米国株式市場は前日比で史上最大の下げ幅を記録し、本日の日経平均株価も一時1500円超下落しました。当面は世界各国による政策の協調や新型肺炎の新規感染者の減少が待たれます。長期的には今回の新型肺炎の世界経済への悪影響が一時的なものにとどまるか、景気後退のきっかけになるかが焦点になると思われます。米国経済が景気後退入りを回避できれば株式市場は早晩回復に向かうと思われます。

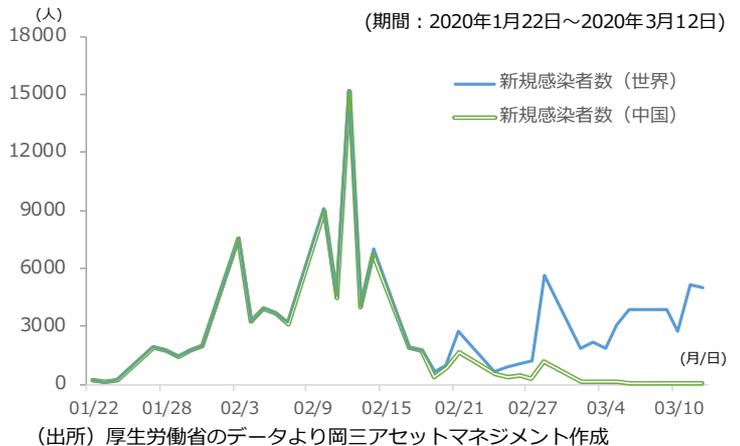
世界の株式市場が大幅続落

3月12日の米国株式市場は前日比で史上最大の下げ幅を記録し、本日の日経平均株価は一時1500円超下落し、17000円を割り込みました(図表1)。WHO(世界保健機関)が今回の新型肺炎を「Pandemic(世界的な大流行)」と宣言し、米国が欧州からの入国を禁止すると発表したことが背景にありました。Pandemic宣言については、各国に政策対応を急がせるというプラス面もありましたが、市場参加者はむしろ新型肺炎の重大性を再認識し、リスク回避の姿勢を強めました。米国の入国禁止措置によって主要経済圏で人の移動が止まり、世界中で経済活動が大幅に収縮するという懸念が高まりました。以下では、足元で市場が待ち望んでいることに触れ、短期的・長期的な視野から今後の株式市場を見通してみたいと思います。

図表1 日米株式市場の動き



図表2 新型肺炎の新規感染者数(世界・中国)



待たれる「政策の協調」と「新規感染者の減少」

世界の株式市場は当面、神経質な展開を続けると思われれます。しかし、以下2つの事象が現実味を帯びてくれば、市場は安定感を取り戻し、底打ちを探る展開に移行すると考えています。

➤ 政策の協調

これまでに複数の国で金融緩和や財政的な手当てが発表されましたが、これらの政策は各国が協調して打ち出してきたものには見えません。米国の欧州からの入国制限についても欧州側は「事前協議なしの決定であり、EUは賛同しない」と反応しました。市場には「米国を中心に自国第一主義が台頭し、景気後退などいざというときにも世界は協調することができない」との懸念が高まっていたましたが、その懸念が現実になった格好です。リーマン危機後の2008年11月にG20が初めて開催され、世界が一丸となって危機に対

応する姿勢をアピールしました。今回もこのような形で世界各国が一体となって新型肺炎による景気後退と戦うという強いメッセージを発信し、具体的な協調策を打ち出してくることが望まれます。

➤ 新規感染者の減少

世界の新型肺炎新規感染者が、中国同様に落ち着きを見せ始めれば、世界中の経済活動の縮小にも歯止めがかかり、株式市場にも底を探る動きが強まると思われます(図表2)。

<本資料に関してご留意いただきたい事項>

■本資料は、投資環境に関する情報提供を目的として岡三アセットマネジメント株式会社で作成したものであり、特定のファンドの投資勧誘を目的として作成したものではありません。■本資料に掲載されている市況見通し等は、本資料作成時点での当社の見解であり、将来予告なしに変更される場合があります。また、将来の運用成果を保証するものでもありません。■本資料は、当社が信頼できると判断した情報を基に作成しておりますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。■投資信託の取得の申込みにあたっては、投資信託説明書(交付目論見書)をお渡しますので必ず内容をご確認のうえ、投資判断はお客様ご自身で行っていただきますようお願いいたします。



短期的な視点：セリング・クライマックスを探る

短期的には、株式市場が底を打つタイミングに注目が集まっています。市場参加者のほとんどが降伏（Capitulation）すれば、セリング・クライマックスを迎えると考えられます。

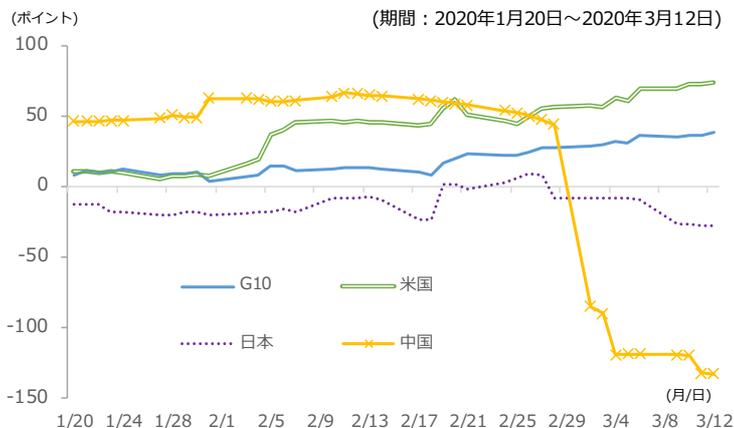
実際に発表された経済指標が事前予想を上回れば上昇し、下回れば低下する「経済サプライズ指数」は新型肺炎の震源地である中国では既に大幅に低下していますが、米国やG10諸国は依然として高い水準で推移しています（図表3）。短期的には主要先進国の経済サプライズ指数が低下し始めるタイミングで市場がセリング・クライマックス（底入れ）を迎えることを期待しています。

長期的な視点：リーマン危機との比較

長期的には、今回の新型肺炎の世界経済への悪影響が一時的なものにとどまるか、景気後退のきっかけになるかが焦点です。前回の景気後退の引き金となった「リーマン危機」と比較しながら今後の展開を考えてみたいと思います。

リーマン危機は金融市場発、今回は実体経済発の危機である点が大きな違いです。リーマン危機時は金融機関同士の信頼が失われ、金融機能が麻痺するとともに個人のバランスシートが急激に悪化しました。その結果、銀行から企業への貸渋りが拡大すると同時に個人消費が失速し、民間需要が蒸発したと言われていました。これに対して、銀行の信用補完や金融市場の機能回復を目的にTARP（不良資産救済プログラム）や中銀のCE・QE（信用・量的緩和）が打ち出されました。それでも、2008年9月のリーマン危機から2009年3月に株式市場が底を打つまで6ヵ月かかりました。今回は、新型肺炎によって個人・企業が経済活動を自粛し、人の移動がストップするとともにサプライチェーンが寸断され、その結果、世界中で経済活動が収縮する形となりました。政策対応としては営業活動がストップし現金収入が途切れた企業への資金繰り支援、就労機会を失った個人への所得補償など、財政による手当てが求められます。リーマン危機時と異なり金融機能が

図表3 経済サプライズ指数（Citi）



失われていないことから金融政策に対する期待は高まっています。いずれにしても、ここ数日間で新型肺炎の拡大をきっかけとした景気後退入りの可能性は幾分高まってきたと認識しています。

今後の市場見通し

リーマン危機後、個人のバランスシート修復には長い時間がかかりましたが、金融機能はいち早く回復し、企業の経済活動も再開されました。今回も感染拡大が終息に向かえば、個人・企業の経済活動が再開されると考えています。2003年のSARS（重症急性呼吸器症候群）の時もそうでした。リーマン危機後と同様に、各国の財政・金融政策が景気の底を浅くし、その後の回復スピードを速めると予想しています。

米国経済が景気後退を回避すれば株式市場は早晩回復に向かうと思われます。仮に景気後退入りしたとしても、リーマン危機後も6ヵ月後には株式市場が底打ちしたように、今から6ヵ月後の秋ごろには市場は底を打つと考えています。世界の株式市場はしばらく不安定な動きを続けると予想していますが、中長期的には底打ちから戻りを試す展開に移行していくと考えています。

以上（作成：投資情報部）

<本資料に関してご留意いただきたい事項>

■本資料は、投資環境に関する情報提供を目的として岡三アセットマネジメント株式会社が作成したものであり、特定のファンドの投資勧誘を目的として作成したものではありません。■本資料に掲載されている市況見通し等は、本資料作成時点での当社の見解であり、将来予告なしに変更される場合があります。また、将来の運用成果を保証するものではありません。■本資料は、当社が信頼できると判断した情報を基に作成しておりますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。■投資信託の取得の申込みには、投資信託説明書（交付目論見書）をお渡ししますので必ず内容をご確認のうえ、投資判断はお客様ご自身で行っていただきますようお願いいたします。

ストラテジストの眼

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)