



日米株式の中期展望：新型肺炎後を見通して

日米株式市場では直近の高値から30%を超える急落後も神経質な展開が続いています。当面、新型肺炎の感染拡大のスピードや世界経済への悪影響を睨みながら神経質な展開を続けると考えています。しかし、新規感染者数が頭打ちとなるタイミング、過去における米国の景気後退の長さ、リーマン危機後の市場の動きを総合的に考えれば、今回も夏の終わりから秋には日米株式市場は大底を打つと予想しています。

不安定な相場展開

日米株式市場では直近の高値から30%を超える急落後も神経質な展開が続いています（図表1）。新型肺炎の拡大によって世界の経済活動が文字通りストップし、金融市場は米国を中心とする世界経済が景気後退入りすることを織り込み始めました。現時点で株式市場の先行きを予想するためには、新型肺炎や米国経済の先行きを考えることが最も重要です。また、前回、米国経済が景気後退入りするきっかけとなったリーマン危機と比較することも有益だと考えています。

新型肺炎について

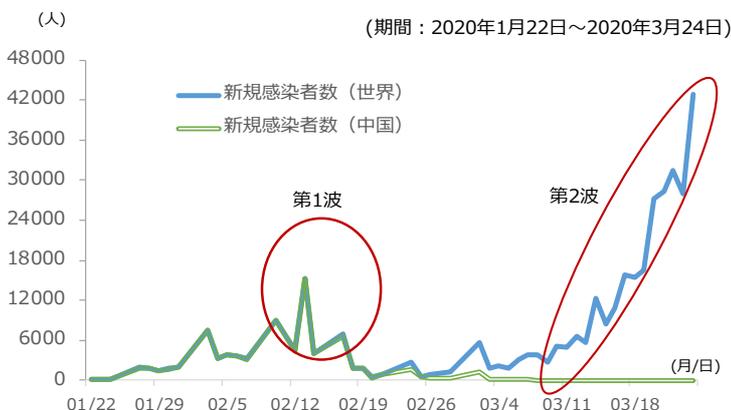
金融市場は世界の新型肺炎の新規感染者数が頭打ちとなるまで不安定な展開が続くと考えています。中国の武漢を中心とした2月の感染拡大を「第1波」とすれば、3月以降の欧米における感染拡大は「第2波」と考えることができます（図表2）。現時点で日本は辛うじて第2波に乗らずに持ちこたえています。しかし今後、これまでに確認されたクラスター（集団）以外で感染例が増えれば保健当局のコントロールが効かなくなり、欧米同様にオーバーシュート（感染者の爆発的な増加）が発生する可能性があります。その意味で国民には節度ある行動が求められています。世界には新型肺炎への対応策として2つの考え方がありました。1つ目は国民のほとんどが感染し免疫力を付ければ、国家として新型肺炎への抵抗力が高まるというものです。もう1つは人と人の接触を止め、極端な場合には都市の封鎖、交通の遮断を行い、早期に感染を食い止めようとするものです。前者の主張は、多くの死亡者の発生につながることから直近は下火になっています。一方、後者の成功例は強権的な対応によってこれまでに新規感染者をほぼゼロに抑え込んだ中国の武漢だと考えられます。既に欧州の一部の国、米国

図表1 日米株式市場の動き



（出所）Bloombergのデータより岡三アセットマネジメント作成

図表2 新型肺炎の新規感染者数（世界・中国）



（出所）厚生労働省のデータより岡三アセットマネジメント作成

の複数の州では厳格な移動制限が実施されています。武漢では、1月に感染拡大が始まった約2ヵ月後の3月に新規感染がほぼ止まりました。欧米でも武漢同様に実効性のある封じ込め策が実行されれば、3月の本格拡大から約2ヵ月後の5月頃には新規感染者数が頭打ちになると考えられます。その後も中国、欧米以外で新型肺炎が猛威を振るうことになれば話は別ですが、5月頃には金融市場も徐々に落ち着きを取り戻すことになると考えられます。

<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。

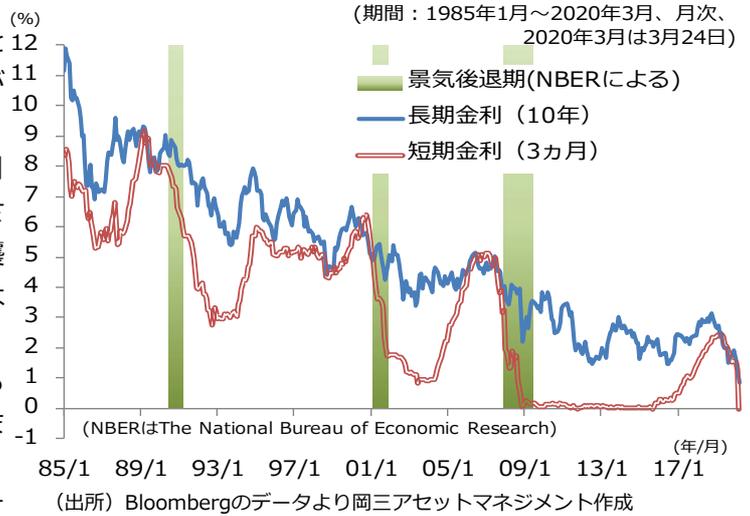
米国経済の先行き

米国では長短金利が逆転するとほどなく景気後退を迎えようと考えられてきました。昨年夏には長短金利が一時的に逆転し、景気後退入りがささやかれました。その後、FRB（連邦準備制度理事会）の利下げや12月以降の米中通商摩擦の緩和を受けて景気後退が回避されるとの期待が高まった矢先に、新型コロナウイルスが世界を襲いました。正式には景気後退入りのタイミングはNBER（全米経済研究所）が事後的に判断しますが、我々は米国経済の現状や直近の短期金利の下げ方から米国経済は既に景気後退入りしていると判断しています（図表3）。今後、議論は景気後退がいつ始まり、どれだけ続き、いつ回復に転じるかという点に移っていくと思われます。直近7回の景気後退は平均して12カ月続き、最も長かったのはリーマン危機前後の18カ月、最短は6カ月でした（図表4）。今回の景気後退が始まった時期としては、今月、ISM製造業景況指数が50を下回った昨年8月、8月と3月の中間に近い1月などが考えられます。一方、景気後退の長さについてはリーマン危機時を超えるとの意見もあれば、7-9月期には経済活動が持ち直し、史上最短になるとの意見も聞かれます。仮に、今回の景気後退が1月に始まり、12カ月続くと仮定すれば、年末年始には景気が底を打つと考えることができます。景気を先読みする株式市場はその数カ月前には底を打つかも知れません。

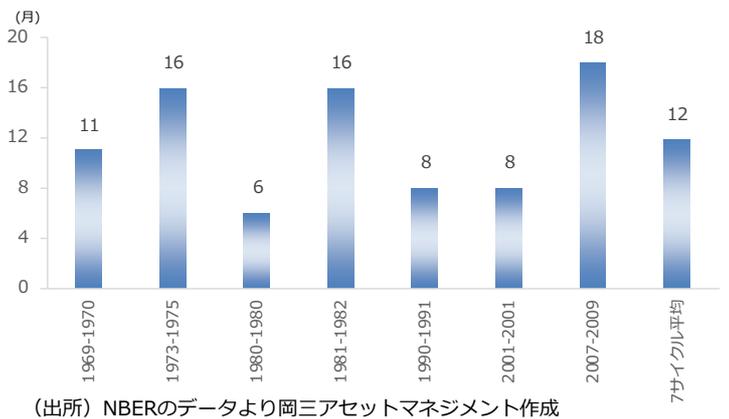
リーマン危機との比較

リーマン危機時は最初に金融機能が麻痺し、次に経済活動がストップしましたが、今回はまず個人・企業の経済活動が止まり、その後に金融市場で流動性や企業信用に対する警戒感が急激に高まりました。民間需要が蒸発し、金融機能が劣化した点は類似していますが、最大の違いは、今回は銀行のバランスシートが傷つき、今回は傷ついていないことです。そのため、政府・中銀による財政・金融的な手当てが適正に行われれば、銀行は実体経済に資金をスムーズに流し込むことができると考えています。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

図表3 米国の景気後退期と長短金利



図表4 景気後退期の長さ



失った個人への所得補償、企業の資金調達環境がこれ以上悪化することを避けるためのクレジット市場の保全などを確実に実行すれば、新型コロナウイルス終息後の経済活動は速やかに平時に戻ると考えられます。我が国の製造業についても、東日本大震災後と異なり生産設備が破損されていないことから、人の動きや需要が戻ってくれば生産活動は早急に回復すると思われます。リーマン危機時は2008年9月のリーマンブラザーズ破綻から2009年3月に株式市場が底を打つまで6カ月かかりました。この例にならえば、今回も3月に感染拡大が本格化し、6カ月後の本年9月には株式市場が底を打つと考えることもできそうです。

＜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当たっては、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。

今後の市場見通し

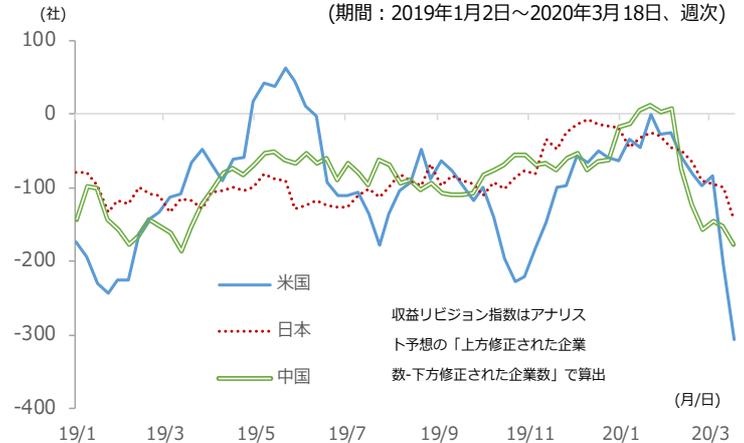
金融市場のアナリストが予想する企業収益の勢いを示す「収益リビジョン指数」は既に日米中とも大幅に下落しています（図表5）。一方、実際に発表された景気指標が市場の事前予想を上回れば上昇し、下回れば低下する「経済サプライズ指数」は新型肺炎の震源地である中国では既に大幅に低下していますが、米国や日本は依然として高水準を維持しています（図表6）。短期的には経済サプライズ指数が低下することが株式市場が底を打つ条件になると考えています(*)。

当面、日米株式市場は新型肺炎の感染拡大のスピードや世界経済への悪影響を睨みながら神経質な展開を続けると考えています。しかし、新規感染者数が頭打ちとなるタイミング、過去における米国の景気後退の長さ、リーマン危機後の市場の動きを総合的に考えれば、今回は夏の終わりから秋には日米株式市場は大底を打つと予想しています。その後の相場はリーマン危機後がそうだったように急回復に向かうと考えています。株価のバリュエーションも魅力的な水準まで下がってきました。足元で主要中銀は「必要なら何でもやる(Whatever it takes)」という姿勢を明確にし、利下げ、量的緩和、短期金融市場への資金注入を際限なく進めようとしています。新型肺炎が終息し、経済活動が平時に戻り、市場が安心感を取り戻した後に、これらの資金が適切に回収されなければ、金融市場でこれらの資金（流動性）が資産価格を過度に押し上げることになるとも考えています。

(*) 今回は足元のマクロ経済環境が急激に悪化していることから、事前予想が先回りして低下することで、経済サプライズ指数が下がりにくくなっている可能性があります。

図表5 収益リビジョン指数

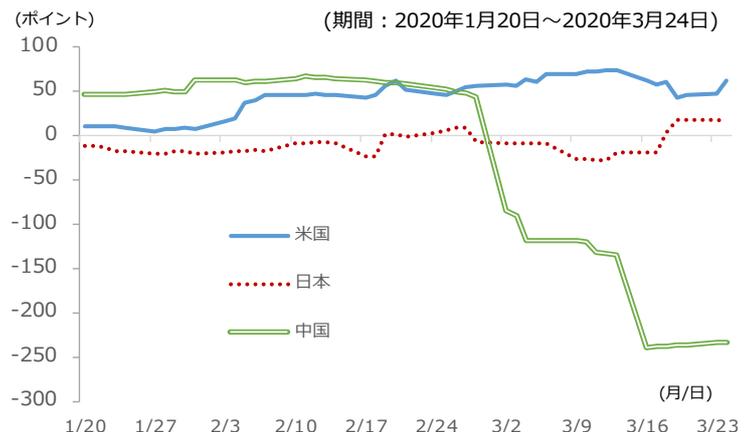
(期間：2019年1月2日～2020年3月18日、週次)



(出所) Refinitivのデータより岡三アセットマネジメント作成

図表6 経済サプライズ指数 (Citi)

(期間：2020年1月20日～2020年3月24日)



(出所) Bloombergのデータより岡三アセットマネジメント作成

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、各ファンドの配分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)