

情報提供用資料

2020年3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. 43

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、その後は下値を切り上げる展開へ

日本	3月30日	4-6月の予想レンジ
日経平均株価	19084.97円	16500円～21000円
TOPIX	1435.54p	1250p～1500p



### 3四半期連続のマイナス成長が視野に

政府は3月26日の月例経済報告で6年9ヵ月ぶりに「回復」の表現を削除しました。また、3月調査の日銀短観では業況判断が製造業、非製造業とも大幅に低下する見込みです。GDP（国内総生産）についても3四半期連続のマイナス成長が視野に入ってきました。消費増税後の買い控えや天候不順でマイナス成長に落ち込んだ昨年10-12月期、インバウンド消費が失速し、製造業の供給網が寸断された1-3月期に続き、4-6月期も国内で経済活動が自粛され、欧米向けの外需が大幅に縮小する可能性が高まってきました。

### 政策対応で初夏以降の経済活動は正常化へ

政府はGDPの10%にあたる50兆円を超える経済対策の策定に取り掛かりました。日銀も企業特別オペやCP・社債等の買入れを通して企業の資金繰り支援を大幅に拡充しています。これらの施策が確実に実行されれば、新型肺炎が終息すると考えられる初夏以降の経済活動は速やかに平時の状態に戻ると予想しています。

### 新型肺炎の感染拡大と決算発表が焦点に

当面の焦点は、欧米と比較して相対的に少数にとどまってきた新型肺炎の感染者数が急増するかどうかです。欧米並みに増加すれば、世界の投資家が日

本株式にもう一段の売りを仕掛けてくる可能性があります。3月期の決算にも注目が集まります。売上の急減速に加えて、人件費、資源安による原材料コストの増減にも注意が必要です。株安、原油安、経営環境の悪化を受けて上場子会社、エネルギー事業、過去の買収で計上したのれんの減損にも注目しています。また会社側が来期の収益見通しをどのように発表するかも重要です。これまでに収益リビジョン指数は大幅に低下してきました。しかし、決算発表までにさらに下方修正が続けば、実際の決算発表は「悪材料出尽くし」で株価反転のきっかけになることも考えられます。また、日本企業の「非効率性」にも注目しています。これまで、欧米企業は負債を増やしてROE（自己資本利益率）を高めてきた一方、バブル崩壊を経験した日本企業は雨降りの日に備えて自己資本や内部留保を厚めに積んできました。この違いが現在のような困難な環境で日本企業の相対的な優位性になる可能性があると考えています。

### 3カ月程度では下値を切り上げる展開へ

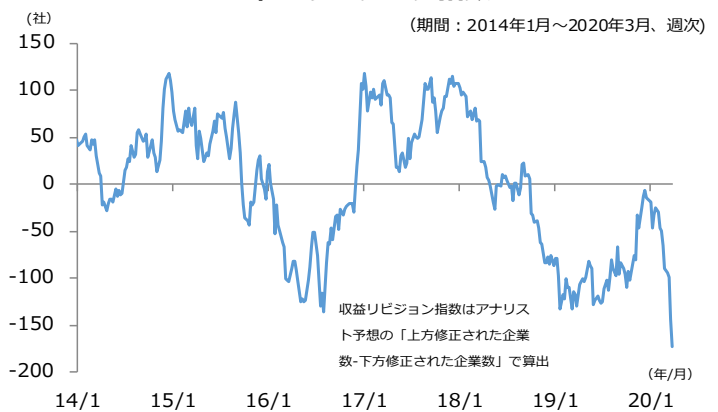
日本株式はもうしばらく神経質な展開が続くと考えています。しかし、新型肺炎が終息に向かい、市場の焦点が2020年度下期の収益に移っていけば株価は底値を固め、3カ月程度では下値を切り上げる展開に移行する可能性もあると考えています。

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3月30日 (出所) Bloomberg, Refinitivのデータより岡三アセットマネジメント作成

収益リビジョン指数



※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カ月では下値を切り上げる展開へ

米国	3月30日	4-6月の予想レンジ
NYダウ	22327.48ドル	18000ドル～24000ドル
S&P500指数	2626.65p	2100p～2800p



### 景気後退を織り込み始めた米国株式

米国株式は2月中旬の高値から30%以上急落した後、も神経質な展開が続いています。新型肺炎の拡大によって世界中で経済活動が大幅に収縮し、市場が米国経済の景気後退入りを織り込み始めたことが背景にあると解釈しています。

### 新型肺炎は5月には下火になると予想

株式市場では世界の新型肺炎の新規感染者数が頭打ちになるまで不安定な展開が続くと考えています。中国の武漢では1月に感染拡大が始まった約2カ月後の3月には新規感染がほぼ止まりました。米国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、感染の本格拡大が始まった3月の2カ月後の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。その後中国、欧米以外で新型肺炎が猛威を振るうことがなければ、5月前後に株式市場は落ち着きを取り戻すことができると考えています。

### 新型肺炎と原油安で景気後退か

3月初めにOPECプラスによる減産強化に向けた協議が決裂し、原油価格は大幅に下落しました。米国では原油安はガソリン価格の低下を通して個人消費を押し上げる一方、エネルギー関連の設備投資を減速させる効果があると考えられています。これまで

も原油価格の動きと企業景況指数の間には深い関係がありました。原油安による設備投資の減速に加えて、新型肺炎によってGDPの約70%を占める個人消費が縮小することによって、米国経済は既に景気後退入りしていると考えています。

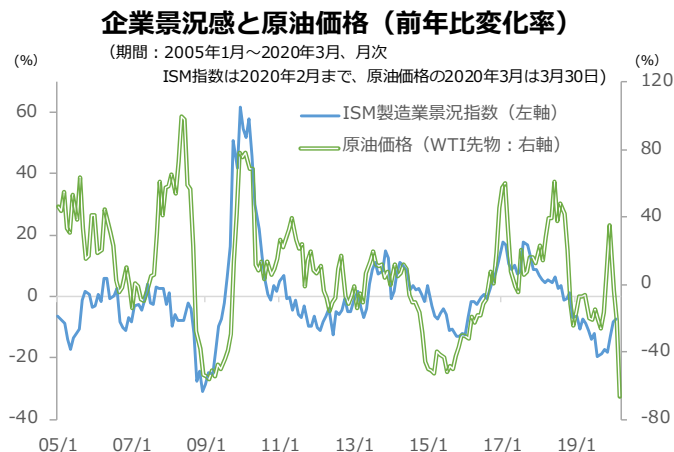
### 5月以降、市場に安定感が戻ると想定

4-6月期の実質GDP成長率（前期比年率）を2桁のマイナスと予想するエコノミストも出てきました。米国では、直近7回の景気後退は平均12カ月続きました。しかし、今回は新型肺炎が終息した後の7-9月期に経済活動が持ち直し、史上最短の景気後退になるとの予想も聞かれます。2兆ドル規模の景気刺激策が成立し、FRBは緊急利下げを行い、QE（量的緩和）を復活させました。これらの政策によって景気の底打ち時期は格段に早まると予想しています。

当面は新型肺炎の感染スピードや経済への悪影響を睨みながら神経質な展開が続くと考えています。焦点は、新型肺炎の新規感染者数が想定通り5月前後に頭打ちとなり、米国経済が7-9月期に回復に転じるか、それとも景気後退が過去の平均程度まで長期化するかという点です。市場には既に株式に対して強気転換した投資家が散見されます。いずれにしても、株式市場は5月以降、徐々に安定感を取り戻し、下値を切り上げる展開に移行していくと考えています。



(注) NYダウの期間は2016年1月～2020年3月30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。

## 年後半の景気底入れ後は業績回復が牽引する展開へ

欧州	3月30日	4-6月の予想レンジ
STOXXヨーロッパ600指数	314.88p	270p~340p



### 景気敏感セクターが大幅下落

1月に輸出・生産を中心に持ち直しの兆しを見せ始めた欧州経済は、2月以降、新型肺炎の世界的な拡大を受けて急減速しました。企業景況感を示すドイツのifo指数、フランスのInsee指数も大幅に低下しました。これまで外需と比べて堅調に推移していた内需も、各国で新型肺炎に対して厳戒態勢がとられたことから急速に鈍り始めました。直近の企業購買担当者のサーベイ（PMI）では内需の影響を受けやすいサービス業指数が大幅に低下しています。このような動きを受けて、株式市場では銀行、自動車関連に加えて、人の移動が止まったことを背景に旅行・レジャー関連、原油安を受けた石油・ガス関連が大幅に下落しました。

### 政府・中銀による対応

域内の経済活動が文字通りストップするなか、EU・各国政府・中央銀行は本格的な対応策を打ち出してきました。EUはこれまで堅持してきた財政赤字をGDPの3%にとどめるルールを一時停止し、イタリアなどの加盟国が財政による景気刺激策を拡大することを容認しました。これまで財政健全化路線を堅持してきたEUの盟主であるドイツも新規国債の発行を通して財政出動を始めました。経済安定ファンドやKfW（復興金融公庫）を通じて企業の債務保証、

出資を開始しました。一方、ECB（欧州中央銀行）はQE（債券購入）の制限撤廃や範囲の拡大、貸出条件付長期資金供給オペの金利引下げを通して企業の資金繰り支援や金融市場の正常化を進めています。英国の中央銀行（イングランド銀行）は3月に入って2度の緊急会合で政策金利（ベースレート）を0.1%まで引き下げました。これらの政策対応によって新型肺炎が終息するまで、域内の企業や個人の経済活動を継続させることができると考えています。

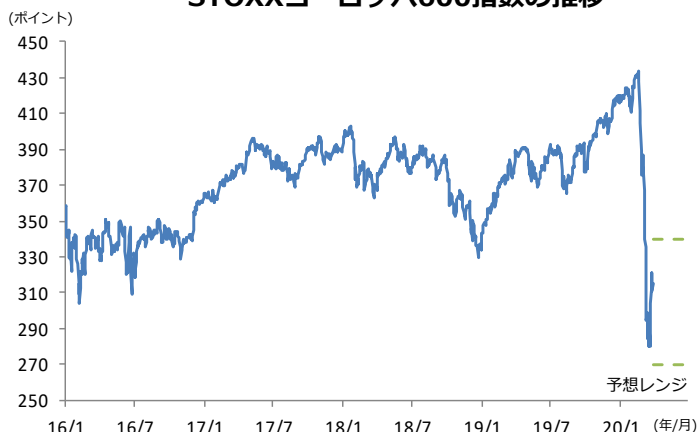
### 企業収益の低下はこれから

欧州市場の株価を株価収益率（PER）と一株当たり利益（EPS）に分解すると、2月以降の株価下落は主にPERの縮小によって説明され、EPSの成長率はマイナス幅を縮小しています。今後、予想される道筋としては、まずEPSの成長率が低下し、その後にPERが底打ちし、最後にEPSが上昇に転じることで株価が底打ちすると思われます。しかし、このプロセスが進展するにはしばらく時間がかかると思われます。

### 景気底入れ後は業績相場に移行

欧州株式はしばらく上値の重い展開が続くと思われます。しかし、年後半に欧州経済の底入れが確認されれば、PERが拡大に転じ、その後に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。

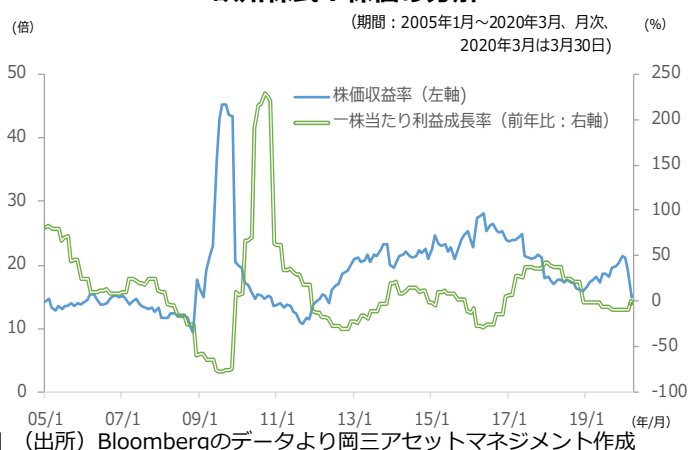
STOXXヨーロッパ600指数の推移



(注) STOXXヨーロッパ600指数の期間は2016年1月～2020年3月30日

※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。

欧州株式：株価の分解



(出所) Bloombergのデータより岡三アセットマネジメント作成

## 新型コロナウイルスが終息に向かえば、戻りを試す展開に

アジア	3月30日	4-6月の予想レンジ
MSCI アジア(除く日本)指数	548.36p	480p~600p



### 回復の兆しを探る中国経済

今回の新型コロナウイルスの震源地となった中国では政府による強権的な都市封鎖や交通遮断によって3月に入ると、新規感染者数の伸びは落ち着いてきました。生産活動も段階的に再開され、湖北省武漢周辺の封鎖は4月初めには解除される見込みです。今後、景気指標における回復の兆し（Green Shoot）を探る動きが始まると考えています。工業生産、固定資産投資、不動産投資、小売売上高は大幅に低下していますが、発表時期が早い企業景況感を示すPMIは急回復しました。

### 米国株式にアウトパフォームした中国株式

中国株式は2019年春から継続的に米国株式にアンダーパフォームしてきましたが、本年2月以降は米国株式にアウトパフォームしています。新型コロナウイルスの重心が中国から欧米に移動し、中国の経済活動が先行して平時に戻るとの期待が高まるとともに、政府関係の投資ファンドからの買いもあったと考えられています。しかし、直近は国内感染が一時的に沈静化しても海外からの帰国者からの感染が拡大する「第2波」が始まろうとしていることが懸念されます。また、国内需要が安定しても、当面、中国企業のグ

ローバルなサプライチェーンの寸断や海外需要の減退が収益の向かい風になると思われます。一方、足元の急激な景気悪化に対して政府は従来以上に大掛かりな景気刺激策を打ち出してくると考えられます。インフラ関連、購入インセンティブの復活が見込まれる自動車がその恩恵を受けると考えられます。また、長期的な国家戦略の1つである世界における技術覇権の確立に必要な電子部品、情報技術については継続的に国家支援が期待されます。

### 原油安の影響

エネルギーの純輸入国であり、個人消費に主導される経済構造への転換を図っている中国にとって、足元の原油安はどちらかと言えばプラス材料になると思われます。一方、伝統的な工業企業の利益は原油価格や商品価格に連動することが知られています。今後、原油価格が低水準で推移すれば、伝統的な重厚長大産業と個人消費に依存する新興産業の企業収益の二極化が進むことになると考えています。

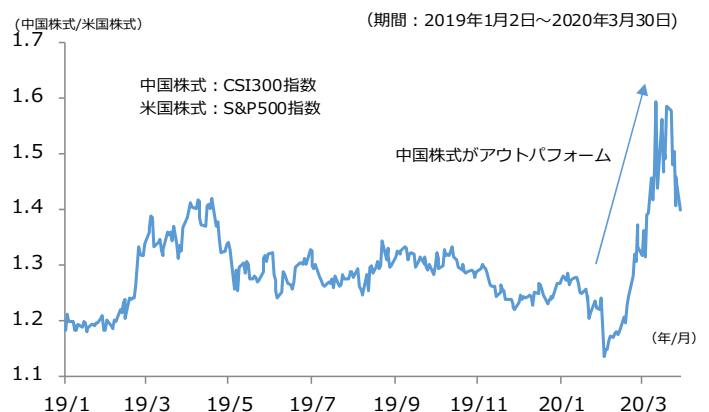
### アジア株式は戻りを試す展開へ

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せんが、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。

MSCIアジア（除く日本）指数の推移



中国株式の米国株式に対する相対パフォーマンス



(注) MSCIアジア（除く日本）指数の期間は2016年1月～2020年3月30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米欧長期金利は低位安定へ

10年国債利回り	3月30日	4-6月の予想レンジ
日本	0.02%	-0.2%~0.2%
米国	0.73%	0.3%~1.3%
ドイツ	-0.49%	-0.70%~-0.10%



### 日本：財政政策と金融政策の協調

我が国では新型肺炎に端を発した未曾有の経済ショックに対処するために財政政策と金融政策の協調が従来にも増して重要になってくると思われます。政府はリーマン危機時を上回る50兆円規模の財政パッケージの検討に入りました。一方、日銀は直近の政策決定会合で新たなオペによる資金供給やリスク資産の買入増額を発表しました。マイナス金利の深掘りが難しいなか、日銀は政府の大規模な経済対策に伴う国債発行に呼応する形で国債買入れを拡大することが見込まれます。そのため、10年国債利回りは当面0%を挟むレンジ内で推移すると予想しています。

### 米国：長期金利は低下方向を予想

10年国債利回りは数週間にわたって乱高下を続けた後、現在は0.7%前後で推移しています。新型肺炎による米国経済の景気後退入りが意識されて大幅に低下した後、市場の警戒感が極端な水準まで高まり、安全資産と考えられる米国債を売ってキャッシュ（現金）を保有する動きが進みました。この間、FRBは緊急会合で政策金利を実質的にゼロまで引き下げ、国債に加えて社債、CP、地方債などの買い取りを発表しました。金融市場の正常化を図り、企業の資金繰り支援を強化することが目的です。その結

果、極端な水準まで高まった国債市場の警戒感が通常の警戒モードに戻る形で10年国債利回りは低下しました。足元で3カ月財務省証券の金利はFRBにマイナス金利政策を促す形でマイナスで推移しています。今後、景気の急激な悪化を示す景気指標の発表が相次ぐ局面では、10年金利は3カ月金利に徐々にすり寄っていくと考えています。そのため、当面10年国債利回りは低水準で推移すると予想しています。しかし、その後に市場が新型肺炎の終息後を意識し始めれば徐々に上昇に向かうと考えています。

### 欧州：注目される周辺国のソブリンリスク

ECBのラガルド総裁はあらゆる手段を使ってユーロ圏経済や通貨ユーロの崩壊を回避する姿勢を示しました。大規模なQE（資産購入）を再開し、資金供給を拡大しています。このような政策は長期金利の低下要因になりますが、新型肺炎との戦いが長期化すれば各国の財政負担が拡大するとの連想から、イタリア、スペインなど周辺国の「ソブリンリスク」が再度高まる可能性があります。ドイツの10年国債利回りはこのような環境下でしばらくマイナス圏で推移すると考えています。しかし、ドイツでも新規国債が発行されるなど、財政健全国で財政出動が本格化すれば、長期金利は上昇に向かうこともあると考えています。



(注) グラフの期間は2016年1月~2020年3月30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

## 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	3月30日	4-6月の予想レンジ
ドル円	107.76円	104円～114円
ユーロドル	1.10ドル	1.03ドル～1.15ドル
ユーロ円	119.10円	110円～127円



### ドル円相場はレンジ内の推移を予想

為替市場でも新型コロナウイルスの感染拡大を受けてリスク回避の動きが極端なレベルまで進み、安全通貨と考えられる円が売られ、ドルが買われました。有事にほとんどの市場参加者がドル保有に走る「有事のドル買い」が進んだ形です。その後、市場の警戒感が幾分緩和し円高が進みましたが、ボラティリティの高い相場が続いています。今後も1ドル104-114円のレンジ内で方向感の出にくい展開が続くと予想しています。これから想定される米国における景気指標の悪化は米金利の低下を通して円高要因になると考えられる一方、GPIF（年金積立金管理運用独立行政法人）がポートフォリオの外国債券比率を引き上げることは円売り、ドル買い材料になると考えられます。中長期的には、新型コロナウイルスの終息が見えてくれば、市場の焦点はその後の日米経済のファンダメンタルズに向かっていくと考えています。

### ユーロドル相場も方向感の乏しい展開へ

ユーロドル相場でも、3月に急激なドル需要の拡大を受けてドル高ユーロ安が進んだ後、足元では落ち着いた展開となっています。極端な警戒感を受けたドル買いの需要は既に峠を越えたと考えています。今後も米欧の中央銀行があらゆる手段で金融緩和を

続け、政府が際限なく財政出動を進めると想定されるなか、ユーロドル相場も方向感の乏しい展開が続くと予想しています。当面、米欧ともに景気悪化が続くと思われませんが、金利低下余地は米国の方が大きいため、ドル安ユーロ高に振れることも考えられます。一方、新型コロナウイルス終息後の米国景気の回復力は欧州よりも強く、金利の上昇余地も米国の方が大きくなると考えているため、中期的にはドル高ユーロ安が進むと予想しています。

### 新興国通貨売りの動きは一段落

ドル需要の高まりの相手方として新興国通貨は対ドルで大幅に下落しました。足元でこの動きは一段落したと判断していますが、当面、新興国通貨は神経質な動きを続けると予想しています。これまでは各国のマクロ経済の脆弱性、頑健性に関わらず無差別に全ての新興国通貨が売られてきましたが、今後は経常収支、外貨準備などのマクロ要因によって各通貨のパフォーマンスに違いが出てくると考えています。新型コロナウイルスの感染拡大で先行した中国は景気回復でも先行し、中国政府はさらに強力な経済政策を打ち出してくると考えています。そのため、人民元は他の新興国通貨よりも相対的に底堅く推移す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3月30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)