

日経平均が3カ月半ぶりに23000円台を回復 —株式市場の回復スピードとマクロ指標の回復スピードに乖離—

- ・6月8日に日経平均は3カ月半ぶりに23000円台を回復しました。
- ・しかし、株式市場の回復スピードとマクロ指標の回復スピードには大きな乖離が生じています。
- ・乖離が収斂に向かう経路としては株価の調整とマクロ指標の改善が考えられますが、どちらのケースが実現しても、今後数カ月間は株価の上値よりも下値に警戒すべきだと考えています。

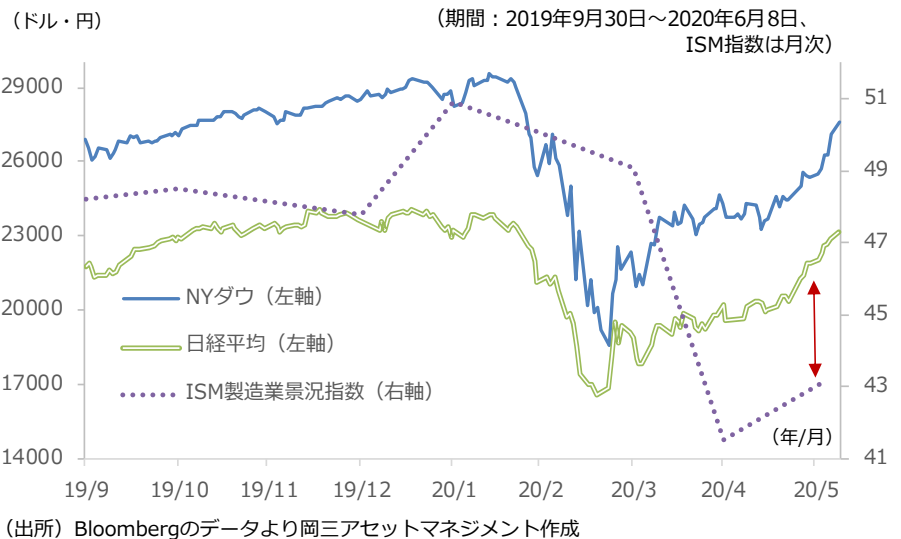
株式市場とマクロ経済の乖離

5月の米国失業率が市場予想に反して改善したことなどを受けて世界中で株高が加速し、日経平均は3カ月半ぶりに23000円を回復しました。しかし、世界経済の中心である米国のマクロ環境を示すISM製造業景況指数と世界の株式市場の回復スピードには大きな乖離が生じています(図表1)。通常このような乖離は青・緑の線(株価)が下落するか、紫の線(マクロ指標)が上昇することによって収斂に向かいます。現時点ではどちらの経路をたどるかは予断を許さない状況ですが、図表2の項目が株式市場における当面の焦点になると考えています。

早期回復か、後退長期化か？

以下では日本株式が深く影響を受けてきた米国株式に焦点を移して議論を進めます。最大の焦点は米国経済が早期に回復するか、景気後退が長期化するかという点です。足元の株式市場は早期回復を織込みにかかっていますが、第1波よりも大きな新型コロナ第2波が到来したり、収束後の企業・個人の行動パターンがコロナ前になかなか戻らず、政府による企業や雇用支援策の終了が早過ぎれば、景気後退が長期化し、株式市場は再度調整すると思われます。逆に、前例のない財政政策と金融政策が経済活動を支えし、7-9月期以降はプラス成長にもどるとも考えられています。強気論者はワクチンや有効な治療薬が早期に開発されることを見込んでいる可能性があります。2020年2月から始まった今回の景気後退が6月に終わると仮定すれば後退期間は史上最短の6カ月を下回ります(図表3)。今回は株価調整期

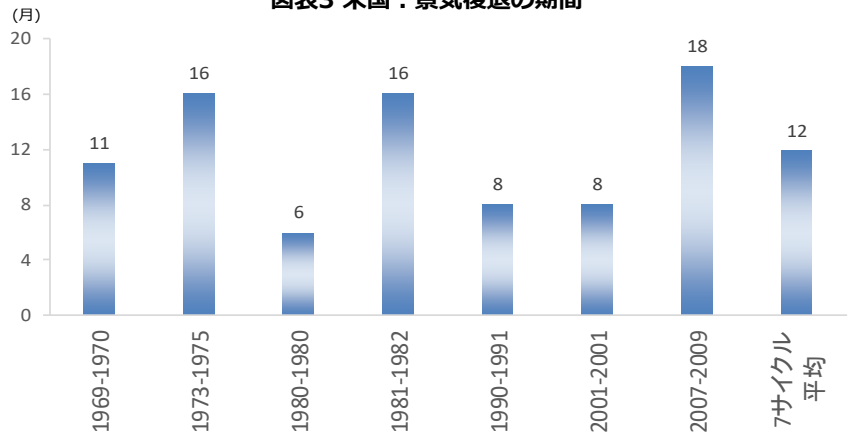
図表1 日米株式市場と米国ISM製造業景況指数



図表2 株式市場における当面の焦点

強気材料	弱気材料
米国経済が7-9月期にはプラス成長に戻り、史上最短の景気後退に	新型コロナ第2波の到来、収束後の企業・個人が行動パターンがコロナ前に戻らない
前例のない財政政策と金融政策が経済活動を下支え	早過ぎる財政政策の打ち切り (Fiscal Cliff) によって景気後退が長期化
ワクチンや有効な治療薬が早期に開発されるとの観測	割安とは言えないバリュエーションと4-6月期決算での大幅減益
中国経済が想定通りに回復	大統領選を控えた不透明感、米中摩擦
クレジット市場は安定	社債・ローン発行体の格下げが拡大

図表3 米国：景気後退の期間



<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。

間が短すぎるとの議論もありますが、景気後退が短期にとどまった1980年、1990年には株価の調整も2～5カ月で終わりました。また、7回の景気後退のうち6回は、S&P500は景気後退が終わる前に大底を打ちました。唯一の例外である2000年のITバブル崩壊後は、その後もエンロン問題などが尾を引き、株式市場の調整が長期化しました。

バリュエーションと企業収益

ノーベル賞受賞者であるエール大学のシラー教授が提唱する景気循環調整後のPERは5月末で27.6倍と1990年以降の平均をやや上回り、割安な水準とは言えません(図表4)。7月に始まる4-6月期の決算発表は衝撃的な内容になることが予想されています。しかし、市場はそれを事前にほぼ織り込むため、発表が一巡すれば悪材料出尽くしになることも考えられます。

大統領選・米中関係・クレジット市場

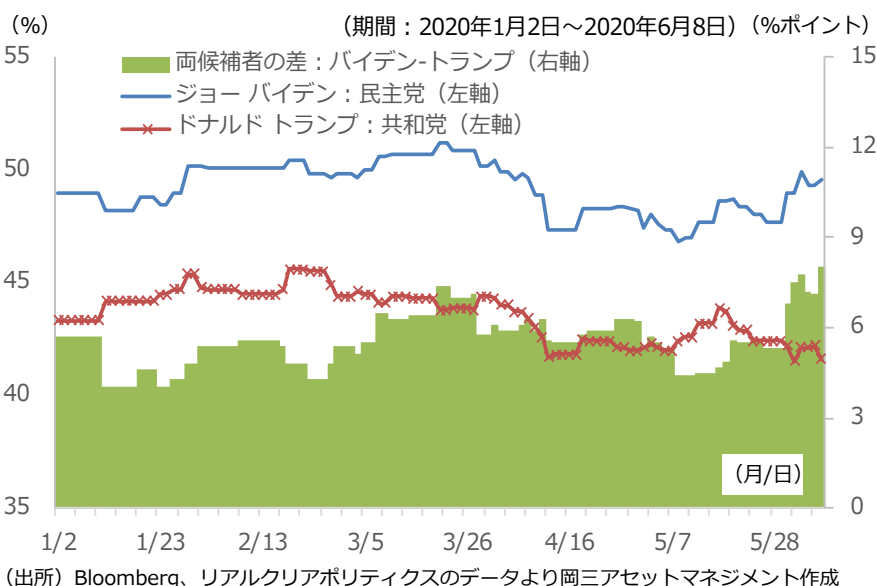
通常、大統領選前には株式市場は不安定化します。米国経済が景気後退入りし、人種差別に対する市民の不満が高まるなか、現職大統領が再選される可能性は幾分低下したと考えられます(図表5)。しかし、市場が最も恐れているのは民主党が大統領、上院、下院の全てを獲得する「Democratic Sweep」です。ビジネス寄りな共和党に対して増税、規制強化、所得再分配を目指す民主党がホワイトハウスと両院を握れば、左派寄りの政策が次々と打ち出され、米国のアニマルスピリットが後退してしまうことが懸念されます。

対中政策については、共和党、民主党とも基本路線に変わりはありませんが、民主党は軍事・技術覇権ではややソフトになっても、人権等ではさらに強硬になる可能性があります。一方、同盟国、国際機関との関係や国際的な枠組みへの姿勢が改善することは長期的に株価にプラスになると考えられます。

図表4 S&P500：景気循環調整後PER（株価収益率）



図表5 大統領候補者の支持率



足元でクレジット市場が比較的安定しているのは、中央銀行が積極的に買入れているためであり、発行体の財務状況は悪化しています。実際、社債市場やローン市場では発行体の格下げが相次いでいます。

この局面における市場見通し

現時点で日米ともに株価とマクロ経済の乖離がどんな経路で収斂に向かうかは予断を許さない状況です。しかし、どちらのシナリオをたどったとしても、今後数カ月間は株価の上値よりも下値に警戒すべきだと考えています。

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。

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）