

情報提供用資料

2020年6月30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. 46

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

## 深刻なコロナ第2波がこなければ、株価は戻りを試す展開へ

日本	6月29日	7-9月の予想レンジ
日経平均株価	21995.04円	20000円～24000円
TOPIX	1549.22p	1400p～1700p



### 6月中旬以降、レンジ内の展開

6月中旬以降、日経平均は21500円～23000円のレンジ内で方向感の乏しい展開を続けています。経済や企業収益の先行きを楽観視する株式市場と低迷する実体経済の間に生じた分断（デカップリング）が解消に向かい始めたと解釈しています。

### 焦点はコロナ第2波と政策

IMF（国際通貨基金）は2020年の日本の成長率予想を-5.2%から-5.8%に下方修正しました。日本経済が株式市場が予想するように年後半にプラス成長に転じるかどうかはコロナ感染の先行きと政策の実効性に依存すると思われます。コロナ感染については、第1波における学習効果があるため、政府・国民とも経済活動と感染防止の適切なバランスを追求することができると予想しています。財政政策については、緊急経済対策及び第2次補正で事業規模は約234兆円、真水は約57兆円に上り、事業規模はGDPの約40%にあたります。金融政策についても「新型コロナウイルス対応資金繰り支援特別プログラム」の総枠が約75兆円から約110兆円に増額され、黒田日銀総裁からは日銀と政府が一丸となってこの難局を乗り切る意欲が示されました。政府のデジタル化のおくれや一部事業における癒着が問題視されていますが、これらの政策が徐々に効果を発揮し、年後半には日

本経済が緩やかに回復に向かうと予想しています。

### 流動性相場から業績相場へ移行

TOPIXの株価騰落率をPER（株価収益率）とEPS（一株当たり利益）の変化率に分解すると、3月以降の上昇相場は企業収益（EPS）が低下してもPERが上昇する期待先行の流動性相場だったことがわかります。4-6月期または7-9月期の決算発表まではEPSの上昇は見込みにくいものの、その後は、世界経済が年後半にプラス成長に戻る「早期回復シナリオ」の可能性が高まり、EPSの上昇が相場を牽引する業績相場に移行すると考えています。

### 4-6月期決算発表で悪材料出尽くしになるか？

目先は株式市場と実体経済の間に生じた分断の解消が進み、上値の重い展開が続く可能性があります。一方、欧米・中国でコロナ感染の第2波が懸念されるなか、我が国でコロナ感染にうまく対処することができれば、日本株式が外国株式にアウトパフォームする要因になると思われます。企業景況感などには底打ちが確認されるなか、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確実視されています。これによって悪材料出尽くしになるかどうかは当面の焦点です。中期的には、市場が来年度の増益基調を視野に入れ始めれば、株価は戻りを試す展開に移行していくと予想しています。

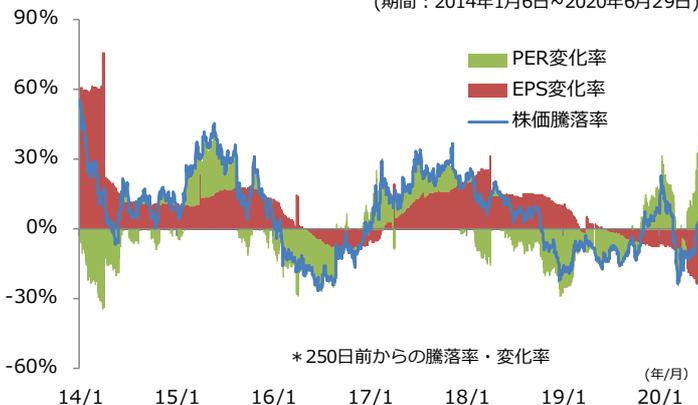
日経平均株価の推移



(注) 日経平均株価の期間は2016年1月～2020年6月29日 (出所) Bloombergのデータより岡三アセットマネジメント作成

TOPIXの株価騰落率・PER変化率・EPS変化率

(期間：2014年1月6日～2020年6月29日)



\* 250日前からの騰落率・変化率

※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

## 4-6月期決算が悪化しても、その後は戻りを試す展開へ

米国	6月29日	7-9月の予想レンジ
NYダウ	25595.80ドル	22000ドル～28000ドル
S&P500指数	3053.24p	2650p～3350p



### 収斂に向かったデカップリング

米国の経済成長率が早期にプラスに転じるとの見通しに基づいて上昇を続けてきた株式市場と足元で低迷するマクロ経済の間で広がってきた乖離（デカップリング）は、6月中旬以降、株式市場の上値が重くなることを通じて収斂に向かっています。

### 懸念される企業のバランスシート

クレジット市場でも、FRBによる投資適格社債等の買取りプログラムと市場参加者の早期景気回復シナリオを背景に上昇が続いています。一方、企業の財務状況に目を向けると、3月以降、企業は資金繰りの窮状をしのぐために銀行借入や社債発行を急速に拡大してきました。負債を積み増した企業のバランスシートは従来以上に脆弱になり、支払い能力は低下しています。企業の信用格付けでも格下げが格上げを大幅に上回っています。企業の財務内容やそれに対するクレジット市場の評価が急速に悪化している事実は今後の株価動向にも大きな影響を与えると考えられます。

### コロナ後もテクノロジーが市場を牽引

コロナ後に想定される最も象徴的な変化は、消費者サイドではEコマースの拡大、企業分野ではリモートワークの普及だと考えています。また、今後数年間に実現する技術進歩の具体例としては、人体に機

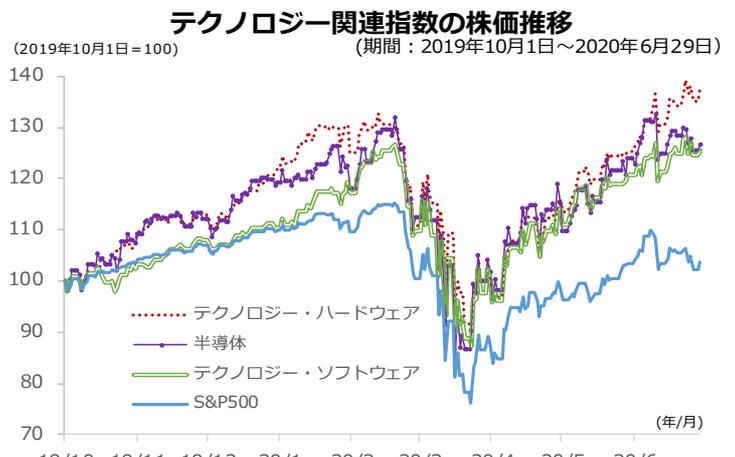
器（ウェアラブルなど）を装着し、認知能力や身体能力を復元・強化する「人間の拡張」、クラウド機能を分散させ、分散先がオペレーション、アップデートを担う「分散型クラウド」、複数の人工知能（AI）、自動化ツールなどを組み合わせる「ハイパー・オートメーション」などが考えられます。このような見通しに基づき、コロナ後も米国が世界に誇るテクノロジーセクターが株式市場を牽引する状態がしばらく続くと予想しています。

### しばらく軟調でも中期的には戻りを試す展開へ

人種差別問題が拡大しトランプ大統領の支持率が低下するなか、足元で株式市場が懸念し始めたのが「Democratic Sweep」です。これは民主党が大統領、上院、下院の全てを握ることを示し、ビジネス寄りの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左派寄りの政策を打ち出せば、米国人の「アニマルスピリット」が後退してしまう可能性があります。また、一部の州では感染が再拡大し、早期回復シナリオの可能性が幾分低下してきました。バリュエーションは相対的に割高で、4-6月期決算も大幅な減益が予想されるため、米国株式はしばらく軟調な展開が続く可能性があります。しかし、米国経済が今年後半に回復に向かうと考えているため、中期的には戻りを試す展開を予想しています。



(注) NYダウの期間は2016年1月～2020年6月29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。

## 景気底入れが見通せるようになり、上値を追う展開へ

欧州	6月29日	7-9月の予想レンジ
STOXXヨーロッパ600指数	359.89p	320p~400p



### コロナ感染と政策の現状を米国と比較

欧州株式も米国株式と同様に6月中旬以降、不安定な動きを続けています。コロナの感染状況については、経済再開後に再拡大した米国と比べて、欧州域内では相対的に抑制されている模様です。政策については、米国では政府・中銀が速やかに企業・雇用支援策を発表した一方、欧州では各国の「連帯」に向けた動きが緩慢です。EU共通債券を発行して新型コロナウイルスの打撃を受けた加盟国に補助金を支払う「復興基金」を巡る議論は再度先延ばしされました。

### ドイツ経済：光と影

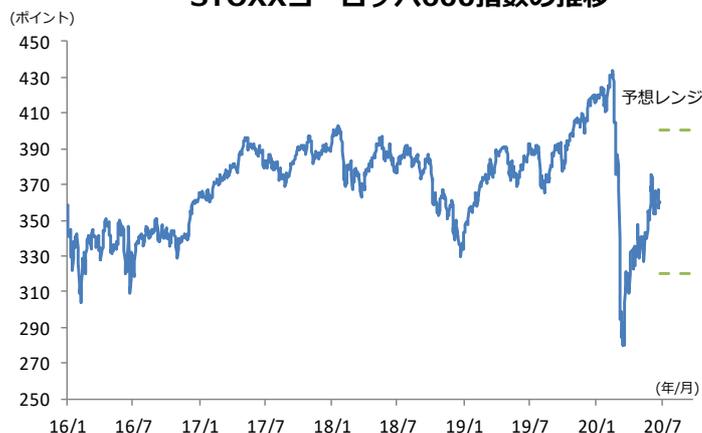
輸出主導でグローバル化（国際化）の恩恵を受けてきたドイツ経済は、コロナ禍で人やモノの動きが止まり大きな打撃を受けると考えられてきました。しかし、6月下旬にIMFが発表した2020年のGDP成長率予想では、ドイツは-7.8%と-12%を超える仏伊西、-10%を超える英国よりも小幅なマイナスにとどまっています。保守的な国民性によってコロナ感染が抑制されたとも考えられますが、様々な形で経済構造・政策面の優位性が発揮されていると考えます。競争力のあるドイツ製の産業機器への需要はいち早く回復に向かいました。これまで自動車産業に依存していた一部の中堅企業のコロナ禍で素早くヘルスケアや環境関連の事業に舵を切りました。

建設現場がストップしなかったことも貢献したと考えられています。一方、政府はGDPの40%を超える財政支援策をいち早く発表し、「Kurzarbeit」と呼ばれる短時間勤務と政府の賃金補填を組み合わせたプログラムが雇用市場の悪化を最小限に食い止めた。政府の産業補助金は従来型の産業よりもデジタル・環境など新しいテクノロジーに集中配分されています。逆に影の部分としては、直近、フィンテック大手のワイヤーカード社が過去の粉飾決算を理由に破産申告を行いました。19億ユーロの資金が行方不明だと伝えられています。BaFin（独連邦金融監督庁）に代表される金融規制当局や独企業のガバナンスに対する取組みが他国に比べておくれていることが露呈されました。中期的にこの問題によってドイツの産業界、金融市場、監査体制に対する信頼が失われることが懸念されます。

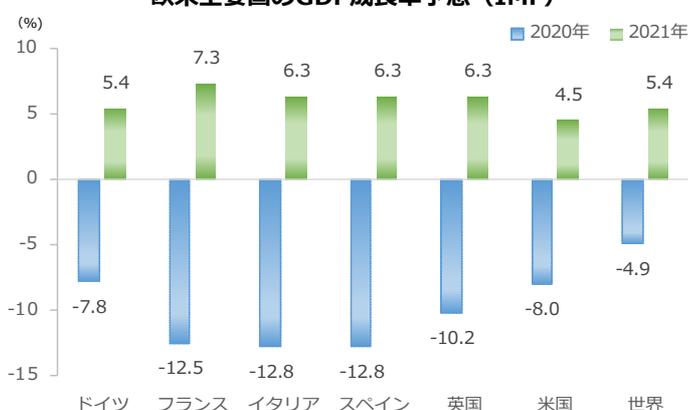
### 景気底入れが見通されれば、上値を追う展開へ

市場コンセンサスでは欧州企業の利益は2020年10-12月期に前年比増益に転じると予想されていますが、収益リビジョン指数は当面マイナス圏で推移すると思われます。そのため、株価はしばらく軟調に推移すると考えられますが、3カ月程度では年後半の景気や企業収益の底入れが見通せるようになり、上値を追う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



欧米主要国のGDP成長率予想 (IMF)



(注) STOXXヨーロッパ600指数の期間は2016年1月~2020年6月29日 (出所) Bloomberg、IMF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。

## 企業収益の回復基調が確認され、戻りを試す展開に

アジア	6月29日	7-9月の予想レンジ
MSCI アジア(除く日本)指数	645.80p	600p~700p



### 一足先に正常化に向かう中国経済

6月以降のアジア株式は米国や北京におけるコロナ第2波を懸念して下落する局面もありましたが、総じて先進国よりも底堅く推移しました。中国経済が一足先に正常化に向かうとの観測、5月の全人代で発表された景気刺激策に対する期待、インド、インドネシアでの利下げが市場センチメントを改善させました。相場を牽引したのはテクノロジー、テレコム、ヘルスケアなどの成長セクターでした。

### 香港の国家安全維持法案

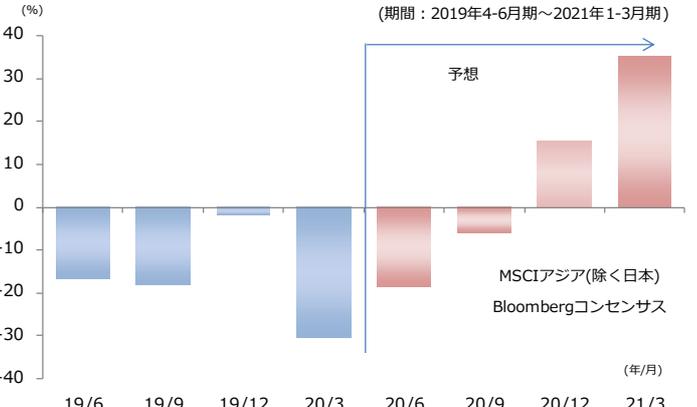
中国共産党の全人代常務委員会で「一国二制度」を骨抜きにすると考えられる「香港国家安全維持法案」の審議が始まりました。米国や香港の旧宗主国である英国を中心にG7各国は反対の意向や懸念を表明しましたが、7月1日の返還記念日前に可決される見通しです。今後、香港民主派の抗議活動が活発化し、経済が混乱することも考えられますが、英香港系のHSBCなどの大企業は当法案を支持しています。昨年逃亡犯条例による経済の大混乱が繰り返されるよりも共産党政権による安定を選んだ形です。一方、米国はこれまで「高度な自治」を前提に香港に与えてきた関税や渡航などの優遇措置を撤廃する検討を始めました。金融市場はこれらの動きに対して、

ことのほか冷静な対応を続けています。大きなデモが発生しなければ、短期的な経済や企業収益への影響は限定的とみられます。しかし、長期的には米中・米香港間の通商関係の悪化、香港からの資金・優秀な人材の流出が懸念材料です。香港の将来にとっては、香港が中国本土にとって資金調達や中継貿易の基地として不可欠な存在であり続けるかどうか最も重要なポイント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

アジアの企業収益は2020年1-3月期を底に徐々に上向くと予想されています。中国政府が打ち出した「新インフラ」の恩恵を受けるテクノロジー、銀行セクターに加えて韓国のITセクターで収益拡大が期待されます。アジア全域では売上がそれほど伸びなくても原油安や企業の構造改革によるコスト削減が収益を下支えすると思われます。しかし、株式市場は2021年の収益成長を既に織り込んだ可能性があります。収益リビジョン指数は5月初めに底を打った後もマイナス圏で推移し、収益予想の下方修正が上方修正を上回る状態が続いています。当面は4-6月期の決算発表を控えて神経質な展開が続く可能性がありますが、3カ月程度では企業収益の回復基調が確認され、戻りを試す展開に移行すると予想しています。

### アジア株式(除く日本)の一株当たり利益成長率(前年比)



(注) MSCIアジア(除く日本)指数の期間は2016年1月~2020年6月29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。

## 財政・金融の調和が進み、日米欧長期金利は低位安定へ

10年国債利回り	6月29日	7-9月の予想レンジ
日本	0.02%	-0.2%~0.2%
米国	0.62%	0.3%~1.1%
ドイツ	-0.47%	-0.70%~0.0%



### 日本：財政・金融のポリシーミックス

コア消費者物価指数は2カ月連続で前年比-0.2%となり、コロナ禍で日本経済がデフレに逆戻りする可能性が高まってきました。日銀は6月の決定会合で金融政策の維持を決定しましたが、コロナ対応特別オペの規模を75兆円から110兆円超に拡大しました。マクロ統計面でもマネーストックや銀行貸出しの伸びが鮮明になってきました。黒田日銀総裁は2022年末までの利上げは難しいとの認識を示し、必要に応じて資金繰りプログラムを拡充することに含みを残しました。一方、政府は第1次、第2次補正予算を含めて50兆円以上の国債を増発する予定です。しかし、財政・金融のポリシーミックスを進める日銀がそれらを引き受けるとの連想から、10年国債利回りは当面0%を挟むレンジ内で安定的に推移すると予想しています。

### 米国：イールドカーブ・コントロールを検討

FRBは4月に企業への資金支援を目的に投資適格社債等を買入れるプログラムを発表し、5、6月に実際の買入れを始めました。また、市中銀行から中堅企業向けのローン債権を買取ることによって企業の資金繰りを助け、デフォルト（破綻）の回避に努めました。FRBは経済の停滞が長期化した場合の方

策として、日銀が既に導入しているイールドカーブ・コントロールなどを含めてイールドカーブ全体に働きかける方法を検討しています。FRBが注目しているインフレ指標であるコアPCEデフレーターは足元でコロナ禍の需要減退を受けて急低下しています。10年国債利回りは、日本同様に、政府が国債を追加発行してもFRBが引き受けるとの思惑が働き、当面低水準で推移すると考えています。長期的には景気が回復から拡大に転じ、市場が財政赤字を懸念したり、FRBが債券買取りを大幅に縮小すれば、金利は上昇に向かうと思われそうですが、それはまだ先になると考えています。

### 欧州：注目される欧州の「連帯」

独仏首脳が提案したEU共通債券の発行を通じた復興基金については、財政移転を恐れる北部4カ国が反対に回り、結論が先延ばしされました。本来ならコロナ禍で欧州の「連帯」が求められるなか、各国の利害の不一致によって「決められない欧州」が表面化した形です。欧州のコロナ感染は最悪期を脱したと考えられ、今後何らかの要因で通貨（ユーロ）不安が高まることになれば、域内で最も安全と考えられるドイツの10年国債利回りはしばらくマイナス圏で安定的に推移すると考えています。



(注) グラフの期間は2016年1月~2020年6月29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	6月29日	7-9月の予想レンジ
ドル円	107.58円	104円～112円
ユーロドル	1.12ドル	1.06ドル～1.17ドル
ユーロ円	120.94円	114円～126円



### ドル円相場は一進一退の展開を予想

ドル円相場はリスクオンの円安ドル高が一服した6月以降は1ドル106-108円のレンジ内で推移しています。今後、コロナ第2波などで市場がリスクオフに振れば円高ドル安が進む可能性があります。世界経済が今年後半に回復に向かえば、リスクオンの円安ドル高に転じることも考えられます。ドル円は従来から政治に左右されやすい通貨と考えられてきましたが、今後数ヶ月間にも11月の米大統領選が市場の材料になってくると考えられます。当面、ドル円相場は一進一退の展開が続くと予想しています。

### ユーロドル相場も方向感のない展開を予想

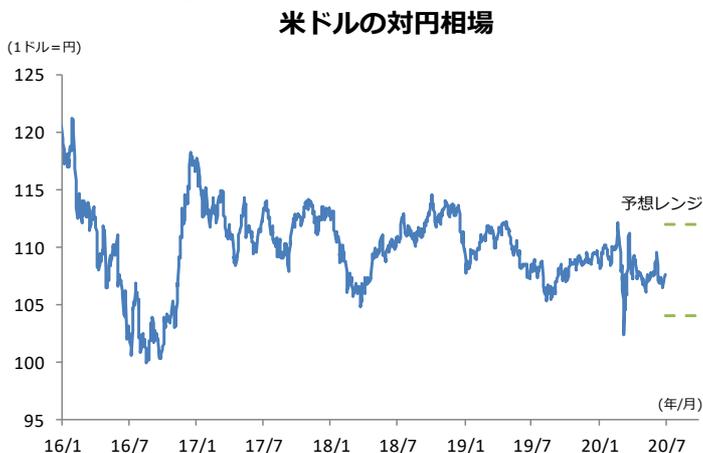
ユーロドル相場でもリスクオンのユーロ高ドル安が一服し、足元では狭いレンジ内の推移が続いています。短期的には、コロナ第2波などを理由に金融市場がリスクオフに振ればユーロ安ドル高が進むことも考えられます。ゼロ金利政策が一般化した今日為替市場の焦点は米欧の金利差から両地域のコロナ後の景気回復のタイミングや強さ、量的緩和のサイズや方向性、対外収支、政治などに移っていくと考えています。欧米の対外収支の違いはユーロ高要因ですが、政治面では大統領選前の混乱はリスクオフのドル高要因になると思われます。景気回復のタイミングは、足元の米国におけるコロナ感染の再拡大

はユーロ高要因と考えられますが、その後の景気の強さでは米国経済に軍配が挙がる可能性も否定できません。このような環境でユーロドル相場も当面方向感のない展開が続くと予想しています。

### 新興国通貨はしばらく神経質な展開

リスクオンのドル安新興国通貨高が一服し、6月になると新興国通貨は下落に転じました。ブラジルを中心としたコロナの感染拡大を背景に新興国通貨はしばらく神経質な展開が続くと思われます。地域別にはフィリピン、インドネシア、タイなどのアセアン通貨が堅調に、ブラジル、チリなどのラテンアメリカ通貨が軟調に推移しています。各国の経常収支、外貨準備高などのマクロ指標に加えて新型コロナに対する政府の対応の違いが通貨の強弱に反映されています。今後もこれらの要因による通貨の選別が続くと思われます。

中国人民元については、短期的には北京におけるコロナ第2波の動向、中期的には米中関係が市場の焦点になると思われます。米中関係が悪化すれば中国政府が元安を交渉カードに使い、米中関係が改善に向かえば元高が進むと考えられています。しかし、マクロ経済の観点からは、新型コロナの沈静化で先行した中国は景気回復でも先行し、人民元は対ドルで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6月29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)