

情報提供用資料

2020年9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. 49

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

年末に向けて徐々に上値を追う展開へ

日本	9月29日	10-12月の予想レンジ
日経平均株価	23539.10円	21500円～25500円
TOPIX	1658.10p	1500p～1800p



出遅れ解消に向かった日本株式

日本株式は9月初め以降、米国株式に対するそれまでの出遅れ感を解消する動きを続けています。テクノロジー株に先導されて米国株式が下落するなか、テクノロジー株のウェイトが低く、景気敏感株のウェイトが相対的に高い日本株式の底堅さが鮮明になってきました。今後、日本株式が安定的に米国株式をアウトパフォームするためには世界経済が順調に回復基調をたどることが条件になると考えています。

「スガノミクス」への期待

菅内閣は高い支持率でスタートを切りましたが、株式市場の「スガノミクス」に対する期待レベルはいまだ定まっていません。デジタル庁、縦割り打破と行政改革、地方再生、中小企業改革、地銀再編など多くの政策アジェンダが挙がっていますが、外国人投資家はこれらの政策が日本経済の生産性を伸ばし、潜在成長率を引き上げることができるか、菅内閣が本気で構造改革や成長戦略に取り組むかを見極めようとしていると思われます。携帯料金引下げによってその分が他の消費に回されることや、日銀と政府の政策アコードが継続することは株式市場にとってプラス材料になると思われます。一方、タイミングにもよりますが解散・総選挙が予算執行や来年度の予算策定の遅延を招けば株式市場の向い風になると考えています。

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9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

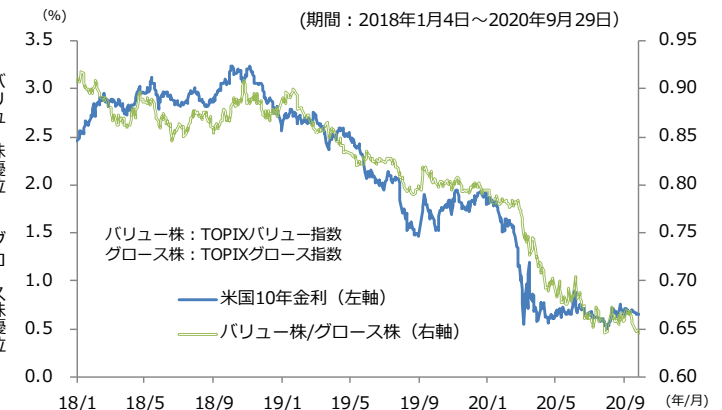
バリュー株/グロース株と米10年国債利回り

これまでバリュー（割安）株とグロース（成長）株の「相対株価」は米10年国債利回りの動きと連動してきました。日本では成長株の代表が電気機器セクター、景気敏感な銀行、卸売、資源などが割安株と考えられています。世界経済の体温計とされる米10年国債利回りが上昇すれば景気敏感な割安株のパフォーマンスが成長株を上回り、米10年国債利回りが低下すれば成長株がアウトパフォームしてきました。現時点で米10年国債利回りが上昇に転じるタイミングを正確に予想することは困難ですが、その段階ではこれまで売られてきた割安株が成長株をアウトパフォームする相場展開になると予想しています。

年末に向けて徐々に上値を追う展開へ

当面の焦点は、春の新型コロナ感染の第1波、夏の第2波に続いて冬に向けて第3波がやってくるかどうかです。仮に第3波がきても、医療体制が整備され、国民には学習効果があるためこれまでのように経済活動が大きく阻害されることはないと考えています。米大統領選までは一進一退の展開を予想していますが、上期決算発表で悪材料が出尽くし、市場の焦点が来期の業績に移ってくれば、年末に向けて株価は徐々に上値を追う展開に移行していくと予想しています。

バリュー株/グロース株と米10年国債利回り



※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

大統領選前は不安定化するものの、その後は上値を追う展開へ

米国	9月29日	10-12月の予想レンジ
NYダウ	27452.66ドル	25500ドル～30500ドル
S&P500指数	3335.47p	3100p～3700p



テクノロジー株を中心に調整局面入り

9月に入ると米国株式市場は調整局面を迎えました。コロナ後の勝ち組と考えられ、3月以降力強く上昇してきたGAF（グーグル、アップル、フェイスブック、アマゾン）に代表されるテクノロジー株が下げを主導しました。テクノロジー株のバリュエーションは電気自動車の「テスラ」を中心に依然として割高だと判断しているため、今回のテクノロジー株の調整はもうしばらく続く可能性があると考えています。

景気後退が終わるタイミングが鍵

今後、株式市場が再び上昇基調に戻れるかどうかは、コロナ禍を受けて2月に始まった今回の景気後退にいつ終止符が打たれるかに大きく左右されると考えています。今回の景気後退が経済封鎖（ロックダウン）の解除にあわせて4-6月期に底打ちしていれば、後退期間は史上最短となり、株式市場は上昇基調に回帰すると考えられます。逆にコロナ感染の収束がおくれ、景気が底這いを続けたり、回復しても二番底を付けることになれば株価上昇の持続性には疑問を持たざるを得ません。企業の景況感を示すISM製造業景況指数は既に景気拡大と後退の境界を示す「50」を上回っています。過去においてもISM製造業景況指数が50を上回ったのは景気後退が終わるタイミングとほぼ同時でした。逆に、依然として底這

いを続ける消費者信頼感指数は景気の底打ちにはしばらく時間がかかることを示唆しています。

大統領選までは方向感の出にくい展開

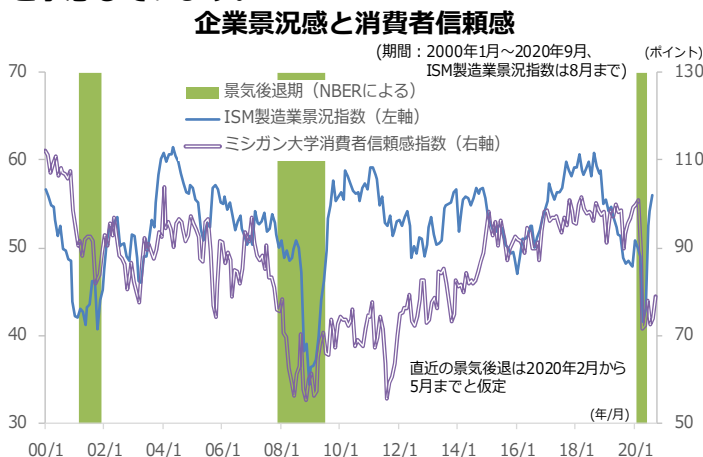
大統領選ではバイデン候補優位が伝えられていますが、足元ではトランプ氏も追い上げています。今後も大統領候補者によるテレビ討論会が複数回予定され、選挙結果は予断を許さない状況です。そんな中で懸念されるのが民主党が大統領、上院、下院の全てを握る「Democratic Sweep」です。ビジネス寄りの共和党に対して増税、規制強化、所得再分配を目指す民主党が左派寄りの政策を相次いで打ち出せば、米国人の「アニマルスピリッツ」が後退し、米国経済の活力が失われてしまう可能性があります。いずれにしても、米国株式市場は大統領選までは方向感の出にくい展開を続けると予想しています。

市場の焦点が来年の業績に移り上値を追う展開へ

大統領選までは政策に対する不透明感もあり、株式市場は不安定な動きを続けると予想しています。もしもバイデン氏が勝利した場合、政権移行がスムーズに進まず、政治空白が発生する懸念も出てきました。しかし、大統領選を乗り越え、コロナ感染が収束に向かい、市場の焦点が来年の業績に移るタイミングでは株価が上値を追う展開に移行していくと予想しています。



(注) NYダウの期間は2016年1月～2020年9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。

景気が「踊り場」を迎えても、その後は戻りを試す展開へ

欧州	9月29日	10-12月の予想レンジ
STOXXヨーロッパ600指数	361.49p	330p~410p



一時的に「踊り場」を迎える欧州経済

「欧州」を見る金融市場の目が急速に厳しくなってきました。夏場までは欧州のコロナ収束や景気回復のタイミングが米国に先行するとの観測や「復興基金」によって財政統合への道筋が開かれるとの期待が高まっていた。しかしここ数カ月、ロックダウン後のペントアップ需要に陰りが見え始めたところにコロナ感染が再拡大に転じ、各国で行動制限が再開されました。これに追い打ちをかけたのが輸出企業に打撃を与えるユーロ高と英国のEU離脱を巡る不透明感です。9月以降、欧州株式は米国市場に追随して下落基調を辿り、通貨ユーロの上値も重くなってきました。長期的には欧州経済がコロナ禍の景気後退からの回復基調を継続すると予想していますが、一時的に「踊り場」を迎える可能性が高まってきたと判断しています。

総動員された政策

ECB（欧州中央銀行）の9月の政策理事会では新たな金融緩和策の発表は見送られました。これまでに打ち出された市中銀行への長期資金供給の条件緩和、パンデミック緊急購入プログラムなどの効果を見極める段階に入ってきました。財政に関しても、EUレベルでは復興基金のうち3900億ユーロは返済義務のない補助金として南欧諸国の支援に向けられます。各国レベルでは、ドイツでは付加価値税が引き下げられ、そ

他の国でも環境、新テクノロジーへの補助金の発表や雇用維持のための財政支援の延長が相次いでいます。EU首脳は時期尚早な財政引締めを回避する動きを強めています。ECBのラガルド総裁は復興基金の無期限延長を提案し、銀行のレバレッジ規制から国債保有分を除外し、貸出を促進させようとしています。欧州経済が一時的に踊り場を迎えても、これらの政策が下支えし、二番底は回避できると予想しています。

英EU：進展のない離脱後の通商交渉

12月の交渉期限が迫ってきましたが、英国はFTA（自由貿易協定）なしの離脱を辞さない構えを見せています。足元では北アイルランドの国境管理、英国水域の漁業権、政府補助金などの平等な競争環境を巡って交渉が紛糾しています。このような動きを受けて足元で英ポンドがやや売られています。交渉の進展が見えてこなければ、通貨のみならず英国株式も神経質な展開になると予想しています。

来年の景気回復を見通し、戻りを試す展開へ

当面、コロナ感染の動向から目が離せない相場環境が続くと思われます。経済活動が「踊り場」を迎えても、それは一時的なものにとどまると考えています。3カ月程度で考えれば、来年以降の景気回復や企業業績の底入れが見通せるようになり、欧州株式は戻りを試す展開に徐々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

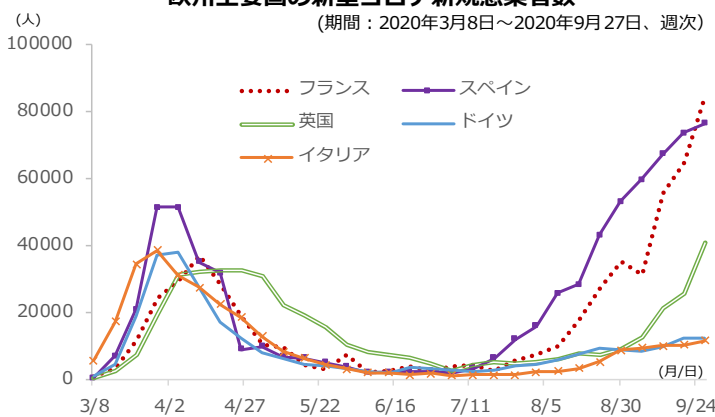


(注) STOXXヨーロッパ600指数の期間は2016年1月～2020年9月29日 (出所) Bloombergのデータより岡三アセットマネジメント作成

※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。

欧州主要国の新型コロナ新規感染者数

(期間：2020年3月8日～2020年9月27日、週次)



企業収益の回復基調が確認され、上値を追う展開に

アジア	9月29日	10-12月の予想レンジ
MSCI アジア(除く日本)指数	704.54p	650p~780p



力強い回復が確認された中国経済

先進国に先行してコロナ禍から回復に向かった中国経済の力強さが直近の景気指標で確認されています。企業景況感を示す財新のPMIはコロナ前の水準を超え、特に製造業指数は順調に上昇を続けています。鉱工業生産の伸び率もほぼコロナ前の水準を回復し、固定資産投資もプラス転換が視野に入ってきました。油圧ショベルなどの建設機械の売上也大幅に伸びています。これまで、景気回復を先導してきたのは政策主導のインフラ投資、国有企業の生産、住宅建設などで、労働市場や個人消費の回復の足取りは鈍いと考えられてきました。しかし、8月の小売売上は本年度初めて対前年比でプラスに転じました。Eコマース、自動車、住宅購入に伴う耐久消費財の売上が伸びたと考えられます。また、輸入は依然として前年比でマイナスとなっていますが、輸出は6月以降3カ月連続でプラス成長となっています。

共産党五中全会

10月には中国共産党の五中全会が開催される予定です。14次五カ年計画と2035年までの長期目標に関する提言が行われると思われる。経済の「量から質」への転換を掲げる共産党政権がコロナ禍を背景に成長率目標をどのような形で発表するかに注目が

集まります。1990年代から10%超で推移してきた中国の実質GDP成長率は2010年以降6%程度まで減速してきました。共産党政権がコロナ禍を機会に成長率目標を先進国並みに引き下げれば、世界中の投資家が中国経済を見る目は大きく変わってくると思われます。しかし、2021年は共産党設立100年にあたるため、政府には来年に向けて経済活動を急回復させるインセンティブが働くと考えられます。

中国株式の投資テーマ

政府は供給サイドの高度化・発展を念頭に国家戦略として「新インフラ整備」を打ち出しました。科学技術の発展につながる5G基地局、超高压送電線、都市間高速鉄道、都市鉄道交通、新エネルギー車充電機器、データセンター、人工知能(AI)などが対象です。これらの恩恵を受ける情報技術、ネット関連、新エネルギー車などが中国株式における中期的な投資テーマになると考えています。

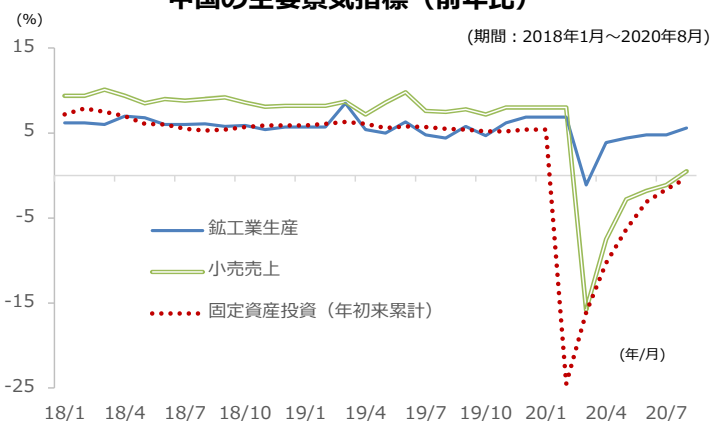
米大統領選後は上値を追う展開へ

中国を中心とするアジア株式は米大統領選まではトランプ大統領の中国に対する不安定な言動から上値の重い展開が続く可能性があります。しかし、その後は企業収益の回復基調が確認され、上値を追う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



中国の主要景気指標 (前年比)



(注) MSCIアジア (除く日本) 指数の期間は2016年1月~2020年9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	9月29日	10-12月の予想レンジ
日本	0.02%	-0.2%~0.2%
米国	0.65%	0.4%~1.1%
ドイツ	-0.55%	-0.70%~-0.20%



日本：新政権下でも日銀は政府と協調

日銀の黒田総裁は新政権下でも政府との協調姿勢に変化がないことを鮮明にしました。また、「オーバーシュート型コミットメント」を例に日銀が以前からFRB（米連邦準備制度理事会）の「平均インフレ率目標」と同様の考え方を持っていたことを強調しました。コロナ禍で国内需要が急減速し、デフレ脱却が見通せないなか、日銀は当面、新型コロナウイルスの感染動向、企業の資金繰り、雇用環境、海外主要中銀の金融政策、為替市場を睨みながらこれまでに実行された政策の効果を見極める姿勢を続けると思われる。10年国債利回りは、国債が増発されても日銀が引き受けるとの思惑から当面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：「平均インフレ率目標」を発表

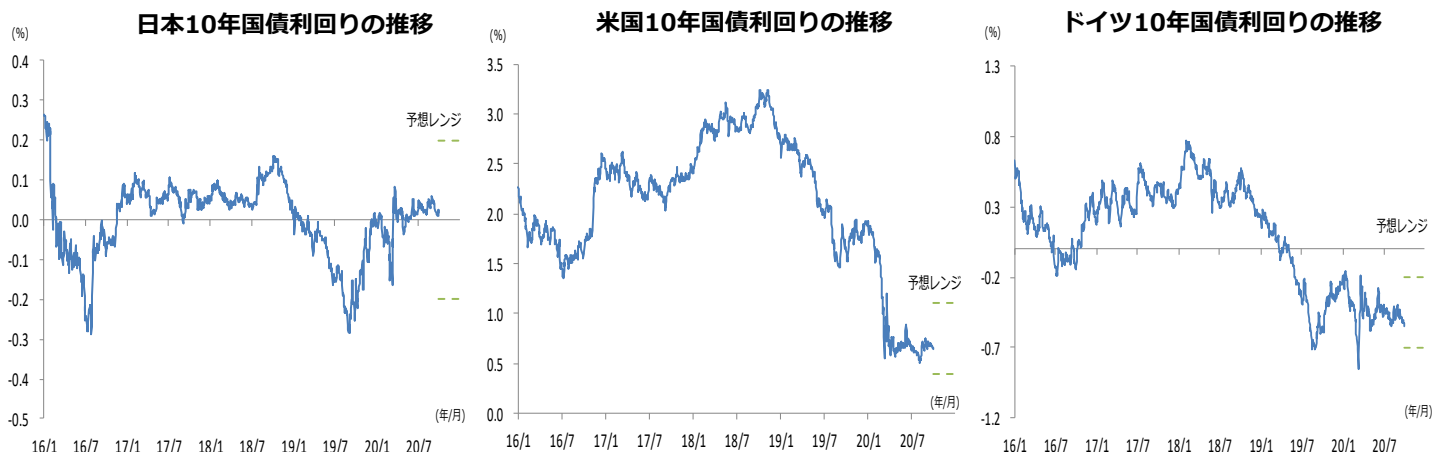
FRBの景気認識は依然として慎重です。パウエル議長は議会の金融サービス委員会で「景気回復は長い道のりになる。中小企業や低所得層には政府による直接的な財政支援が必要」と発言し、切れ目ない財政による雇用・所得支援を求めました。市場にはジャクソンホール会議で発表された「平均インフレ率目標」の実際の金融政策への落とし込みが不十分との意見も聞かれます。FRB首脳はFFレートを2023年末まで据え置くことを想定していますが、量的緩

和（QE）の先行きは明示されていません。

日欧のインフレ指標が低下している一方、米国のコアCPI（消費者物価指数）は対前年比で3カ月連続で上昇しました。中古車価格の上昇などの特殊要因もありますが、米国景気が相対的に底堅いと考えられることができるかも知れません。足元で米国債市場のボラティリティ（価格変動の度合い）が史上最低水準で推移していること、大統領選でトランプ氏が再選されれば、前回の大統領選が行われた2016年11月と同様に一時的に10年国債利回りが急上昇する可能性があることにも留意したいと考えています。いずれにしても、コロナ禍の企業・雇用支援のため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、10年国債利回りは当面低水準で推移すると考えています。

欧州：ECB（欧州中央銀行）は様子見姿勢

8月のユーロ圏ヘッドラインCPIは前年比で2016年以來のマイナスに落ち込みました。市場にはこれまでのユーロ高が域内の輸入インフレをさらに下押しするとの懸念も高まっています。ECBはこれまでの政策に微調整を加えながらも緩和的な金融政策を継続すると予想されます。このような環境で、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。



※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

しばらくドルが堅調な地合を予想

外国為替	9月29日	10-12月の予想レンジ
ドル円	105.66円	102円～110円
ユーロドル	1.17ドル	1.12ドル～1.22ドル
ユーロ円	124.08円	115円～130円



米大統領選後はドル高円安

ドル円相場は依然として1ドル104円-108円のレンジ内で推移しています。9月以降、株式市場の調整にあわせて為替市場ではリスクオフのドル高が進みましたが、安全通貨と考えられる円も同様に買われ、その結果、円は対ドルでは方向感のない動きとなりました。過去には米大統領選前にドル安円高が進み、大統領選が終わるとそれまでの反動でドル高円安が進みました。コロナ後の世界経済の回復は米国が牽引すると考えていることから、ドル円相場でも中長期的にドル高円安が進むと予想しています。

しばらくドルが堅調な地合を予想

9月初め以降、ドルは円を除く通貨に対して上昇しています。米国の実質金利が下げ止まったことや先物市場で3月以降に積み上げられたドルの売りポジションの巻き戻しが発生したことが背景にあったと考えられます。また、この時期は欧州でコロナ感染の第2波が始まり、行動制限や景気減速に対する思惑が浮上し、米国経済の相対的な優位性が高まった時期とも重なります。このままドル高基調が続くか、再びドル安基調に戻るかは予断できません。短期的にはコロナ感染が世界的に収束に向かえばリスクオンでドル安、逆の場合はリスクオフでドル高が進むと思われる。中期的にはコロナ後の世界経済の拡大

は米国が牽引し、ドル高が進むと予想しています。過去にも大統領選が終わればドル高が進むケースがありました。長期的には双子の赤字の先行きやドルの基軸通貨として位置付けにも注目しています。いずれにしても、為替市場ではしばらく不安定ながらドルが堅調な地合いが続くと見えています。

新興国通貨はしばらく神経質な展開

新興国通貨は9月以降、ドル高の裏側で軟調に推移しています。マクロ経済が底堅いアジア各国の通貨は比較的堅調ですが、ロシアやトルコなどの通貨が売られています。一部の新興国では3月以降のドル安で隠されてきたファンダメンタルズの脆弱性が露呈される形となりました。ドル高を背景に新興国の利下げ余地は小さくなり、ソブリンCDSのスプレッドも足元で拡大していることから、しばらく新興国通貨は神経質な展開が続くと予想しています。

中国人民元は比較的底堅く推移すると予想しています。一足先にコロナ禍から立ち直った中国の国債には先進国の国債と比べて金利面で投資妙味があると考えています。FTSEラッセルは2021年10月から中国国債を世界の国債指数に組み入れることを発表しました。これによって資金が急激に入ってくることは見込めませんが、来年にかけてじわりと元高材料になると考えています。

米ドルの対円相場



(注) グラフの期間は2016年1月～2020年9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

ユーロの対ドル相場



※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)