

情報提供用資料

2020年10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. 50

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

年明けに向けて徐々に上値を追う展開へ

日本	10月29日	11-1月の予想レンジ
日経平均株価	23331.94円	22000円～25500円
TOPIX	1610.93p	1550p～1750p



まちまちな国内経済

足元の国内経済はまちまちな状態にあると判断しています。GoToキャンペーンの盛上りを背景に政府は10月の月例経済報告で個人消費の判断を上方修正しました。輸出は米中向け自動車、中国やアセアン向けの半導体・電子部品が堅調に推移しています。一方、企業景況感を示すPMIは好不況の分岐点となる50を下回ったままで、内閣府の消費者態度指数もコロナ前の水準には戻っていません。企業、家計ともコロナ感染の将来に楽観的な見通しが持てない状態を示しています。輸出についても冬に向けて米国にコロナ第3波、欧州に第2波が本格化すれば、中国向けを除いて減速に転じることが想定されます。

回復基調をたどる企業収益

上期決算の発表が始まりました。市場は4-6月期の前年比-60%の営業減益を底に7-9月期、10-12月期と減益幅が縮小し、1-3月期には増益に転じると予想しています。前回の決算発表で今後の見通し発表を見送った企業も通期見通しを発表し、視界も徐々に広がっていくと思われます。コロナ感染の再拡大によって業績低迷が長期化し、悪影響が損益計算書から貸借対照表に及ぶ企業が出てくるのが懸念されます。「ウィズコロナ」に向けてビジネスモデルの変革が進められる企業とそうでない企業の間で収益・株価の格

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10月29日 (出所) Bloomberg、BP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。

差が拡大することが予想されます。

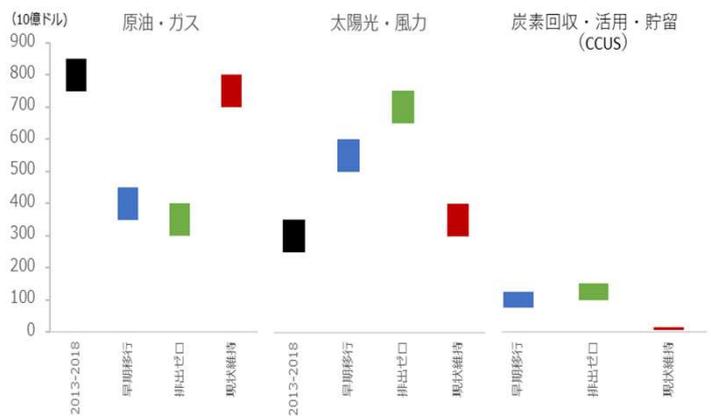
「温暖化ガス2050年までに実質ゼロ」

菅首相は10月26日の所信表明演説で「温暖化ガス2050年までに実質ゼロ」を表明しました。目先の目に見える改革に注力する傾向があった菅政権が長期の「国家ビジョン」を示した形です。これまで国内企業は風力発電などの環境技術で欧州や中国に後れをとってきましたが、今後は政府の強力な後押しを受けて技術革新が急速に進むと思われます。英BPは2050年までに世界の温暖化ガス排出量を95%減らす「排出ゼロ」、70%減らす「早期移行」、過去数年間の取組みを続ける「現状維持」の各シナリオにおける各技術への全世界の必要投資額を下記の通り予想しています。太陽光、風力発電のみならず炭素回収・活用・貯蓄の分野でも日本企業の急速な技術革新が期待されます。

年明けに向けて徐々に上値を追う展開へ

直近、海外株式に対する日本株式の出遅れ感が解消に向かっていますが、当面の焦点は冬に向けてコロナ感染の第3波がやってくるかどうかです。衆院解散・総選挙の日程にも注意が必要です。米大統領選の結果が判明する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、年明け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。

2020-2050年の必要投資額 (年間)



米国株式

政治空白はリスクながら、中期的には上昇へ

米国	10月29日	11-1月の予想レンジ
NYダウ	26659.11ドル	25500ドル～30500ドル
S&P500指数	3310.11p	3100p～3700p



勢いを取り戻したテクノロジー株

9月初めに一時的に大幅調整したGAFA（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を含むFANG+指数やフィラデルフィア半導体指数は9月中旬以降、S&P500をアウトパフォームしています。司法省がグーグルを反トラスト法違反の疑いで提訴するなど、プラットフォームに対する風当たりは急速に強まっています。しかし、市場ではウィズコロナの時代もこれらの企業の優位性は損なわれず、5Gやデータセンターなどで使われる半導体への需要は拡大を続けるという楽観論が支配的です。一方、米国株式全体は11月3日の大統領選を控えて一進一退の展開を続けています。次期大統領の経済政策に対する不透明感よりも通常のプロセスで大統領が決まらず政治空白が長期化することが懸念されていると思われます。

バイデン候補優勢の大統領選

最終盤を迎えた大統領選については、バイデン候補優勢が伝えられていますが依然として結果は予測できない状況だと考えています。両候補とも来年以降の財政支出の大幅拡大を訴えています。株式市場では目先の政府支出の大きさに注目して「バイデン＝株高」との見方が大勢となっています。しかし、短期的な財政支出の多寡のみならず両党の理念や過

去の政策の違いにも留意する必要があると考えています。小さな政府、減税、規制緩和で民間の競争を促進する共和党よりも、大きな政府、増税、経済への政府の関与を指向する民主党の政治の方が長期的には株価にマイナスになると考える向きもあります。

セクター別にはバイデン候補が勝利した場合には、環境・温暖化対策の強化で再生エネルギーや電気自動車、米中通商摩擦の軟化や格差是正で小売り、短期的な景気拡大と金利上昇で銀行セクターが恩恵を受けると考えられています。一方、化石燃料の使用が抑制されて伝統的なエネルギー、国民皆保険で薬価引下げ圧力が高まる薬品、競争政策の強化でテクノロジーセクターが悪影響を受けると予想されます。

政治・企業収益とも次のステージへ

大統領選の結果が投開票日の11月3日に判明しない可能性が高まってきました。その結果政治空白が発生したり、新型コロナの第3波が到来しても迅速に追加景気対策がまとまらなければ市場センチメントが大きく悪化する可能性があります。一方、足元で先物市場におけるネットの買持ちポジションが低下していることは好材料です。3カ月程度では市場は政治・企業収益とも次のステージを視野に入れ始め、株価は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10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

テクノロジー、半導体株式の相対株価



※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。

来年の景気回復を見通し、戻りを試す展開へ

欧州	10月29日	11-1月の予想レンジ
STOXXヨーロッパ600指数	341.76p	320p~400p



「踊り場」か「二番底」か？

欧州の新型コロナの新規感染者数は秋以降、大幅に増加し、足元では米国、インドを上回ってきました。夏のホリデーシーズンに域内で人々が大量に移動し、秋以降に気温が低下したことが背景にあると思われる。チェコやアイルランドでは都市封鎖（ロックダウン）が行われ、スペイン、フランス、ドイツでも夜間外出禁止、飲食店の夜間営業禁止など厳しい行動制限が再開されました。このような動きを受けて、域内のPMIは、製造業指数は好不況の分岐点となる50を上回っていますが、サービス業や全体の指数は50を下回ってきました。また、製造業に強みを持つドイツやイタリアでは中国や米国向けの輸出が伸びる一方、社会的距離の悪影響を受けやすいサービス・内需産業が強いフランスやスペインの回復スピードは相対的に緩慢です。欧州経済は「踊り場」で踏みとどまるか「二番底」に向かうかの瀬戸際を迎えていると判断しています。しかし、域内の景気失速が鮮明になってくればECB（欧州中央銀行）は追加金融緩和を行う可能性があり、来年以降に「復興基金」による財政支援が実行に移されれば景気は徐々に底打ちから回復に向かうと予想しています。

政治の介入

欧州大陸にはかねてより政治による民間の経済活動

への介入を容認する風潮がありました。直近、コロナ禍を受けてこのような伝統が復活しつつあることが懸念されています。競争、健全財政の観点からEU加盟国は民間企業への公的支援は原則として禁止されていました。しかし、コロナ禍でこの「たが」が外れ、経済が急収縮したイタリア政府は空運、鉄鋼、インフラ、自動車など戦略的に重要な産業への国家介入を進めています。中国やフランスなど海外からの国内企業の買収を阻止する措置との声も聞かれます。また、EUは欧州域内における米国の巨大IT企業への規制強化に合わせる形で欧州の数少ないテクノロジー企業（例えばオンライン旅行予約サイト）への規制を強化しようとしています。このような政治による経済活動への介入が中長期的には域内の健全な競争や世界で戦える欧州のテクノロジー企業の成長を阻害することになると懸念されています。

来年の景気回復を見通し、戻りを試す展開へ

当面、コロナ感染の第2波が拡大するなか、域内経済が「踊り場」に踏みとどまるか「二番底」に向かうかが最大の焦点になりそうです。しかし、3ヵ月程度では、米大統領選の結果も判明し、市場全体の不透明感が払拭され、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、欧州株式も戻りを試す展開に移っていくと予想しています。

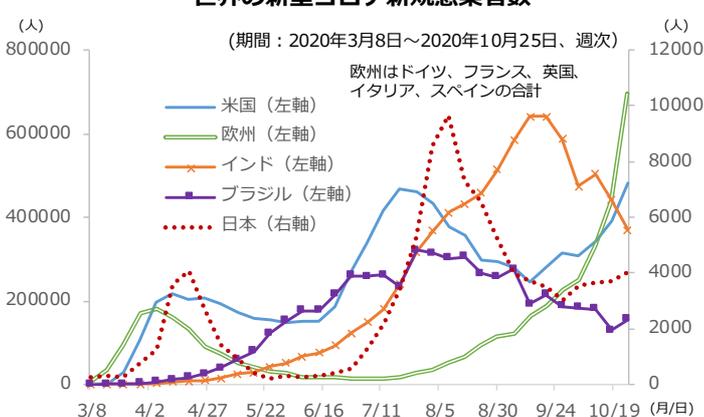
STOXXヨーロッパ600指数の推移



(注) STOXXヨーロッパ600指数の期間は2016年1月～2020年10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。

世界の新型コロナ新規感染者数



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	10月29日	11-1月の予想レンジ
MSCI アジア(除く日本)指数	744.85p	700p~800p



力強い回復が確認された中国経済

コロナ禍からいち早く回復した中国経済の力強さが直近の景気指標で再度確認されました。鉱工業生産や企業景況感を示す国家統計局、財新が発表するPMIはともにコロナ前の水準を超え、小売売上高、固定資産投資も前年比でプラス転換しました。不動産投資にも底打ちの兆しが見えてきました。輸出、輸入の前年比の伸びはプラス転換し、GDP対比の経常黒字も安定的に拡大しています。海外からの直接投資(FDI)も拡大しています。当社では米国や欧州経済に対する判断を下方修正する一方、中国経済に対する評価を引き上げました。

中国共産党5中全会

10月下旬に中国共産党の5中全会が開催されました。14次五カ年計画の骨格や2035年までに一人当たりGDPを中位先進国並みに引き上げる方針が示されました。「経済の双循環」をキーワードに個人消費の底上げと外需依存度の引下げが打ち出されました。この目標に向けて最低賃金の引上げ、社会保障の充実を求める声が上がっています。共産党政権にとって米国の対中封じ込めに対抗するためには技術面で優位性を確立することが最重要課題になると考えられます。国を挙げて環境技術も含めて新テクノロジー

の振興を図ることが予想されます。また、2021年は共産党創立100周年にあたるため、政府には来年に向けて経済活動を拡大させるインセンティブが働くと考えられます。

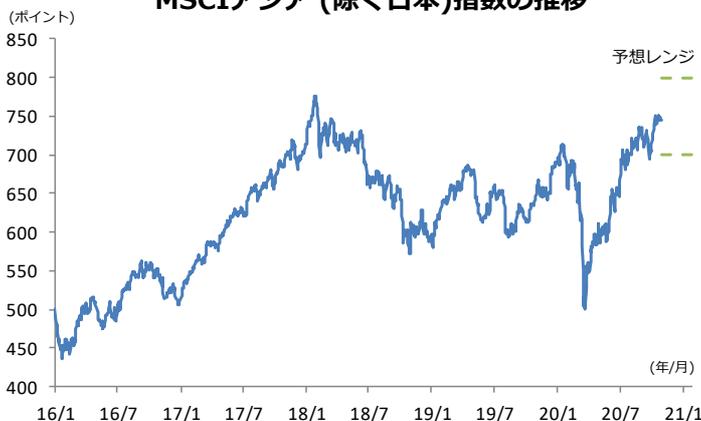
アントグループのIPO（新規株式売出し）

アリババの子会社でフィンテック大手の「アントグループ」が上海・香港株式市場に上場される予定です。入札倍率は280倍を超え、売出し金額は340億ドル(3.5兆円)を超えます。IPOの調達金額は昨年のサウジアラムコの記録を上回り、時価総額は米JPモルガンに匹敵する規模となります。上海市場では7月の半導体大手SMICに次いでテクノロジー企業に特化した科创板に上場されます。今後も国策としての新テクノロジー振興の流れに乗って、株式市場でもテクノロジーセクター優位の展開がしばらく続くと考えています。

米大統領選後は上値を追う展開へ

中国経済がいち早く景気回復局面入りしたことを背景にアジア株式は足元で先進国株式をアウトパフォームしています。米大統領選を巡る不透明感が長期化する可能性はありますが、3カ月程度では来年以降の企業業績の回復が確認され、上値を追う展開が続くと予想しています。

MSCIアジア (除く日本) 指数の推移



アジア株式の相対パフォーマンス

(期間：2000年1月4日～2020年10月29日)



(注) MSCIアジア (除く日本) 指数の期間は2016年1月～2020年10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。

バイデン勝利なら米長期金利は上昇へ

10年国債利回り	10月29日	11-1月の予想レンジ
日本	0.03%	-0.2%~0.2%
米国	0.82%	0.5%~1.2%
ドイツ	-0.64%	-0.70%~-0.20%



日本：日銀は現状維持

日銀は10月の金融政策決定会合で金融政策の現状維持を決定しました。黒田総裁は景気の下振れリスクを強調しましたが、2021年3月に期限を迎えるコロナ対策の資金繰り支援の延長は12月以降の会合に持ち越されました。これに先立つ10月16日の会見で若田部副総裁は為替の動きが日本経済に極めて重要な要素だと発言しました。コロナ禍で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に加えて為替市場の動きを睨みながら金融政策の運営を行うと考えられます。10年国債利回りは、米国長期金利に反応しながらも当面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：バイデン勝利なら長期金利は上昇へ

今後3ヵ月程度の10年国債利回りは大統領選の結果に大きく左右されると考えています。9月のコアCPIは前年比1.7%、8月のコアPCEデフレーターも同1.6%上昇しました。中古車価格の値上がりなど一時的な要因もあると思われませんが、コロナ感染の第1波直後と比べればFRB（米連邦準備制度理事会）が目標とする2%に近づいてきました。しかし、慎重な景気認識を維持するFRBの主要メンバーはFFレートは2023年末まで現在の水準が維持されると見えています。

長期的にはコロナ禍から回復に向かう過程で長短金利差（イールドカーブ）は拡大に向かうと予想していますが、景気拡大を伴わずに長期金利が急激に上昇すれば、FRBが長期金利の抑え込みにかかることも想定しています。逆にコロナ後の景気拡大の足取りが想定以上にしっかりしてくれば、2023年末を待たずに利上げを始める可能性もあると考えています。現時点では大統領選でどちらの候補が勝つか判断できませんが、財政拡張に前向きな民主党のバイデン候補が勝利すれば10年国債利回りは上昇を続けると予想しています。

欧州：ECB（欧州中央銀行）は様子見姿勢

コロナ感染の第2波により欧州経済の見通しは急速に悪化しています。デフレの兆候が見え始めるなか冬に向けて感染がさらに拡大すれば、ECBは12月にも追加の金融緩和を行うことが想定されています。副作用の大きいマイナス金利の深掘りよりもQE（量的緩和）の拡大や企業への資金繰り対策の拡充が狙い上がってくると考えています。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推移すると考えています。しかし、欧州域内でコロナ感染が長期化したり、南北間の成長格差が顕著になってくれば南欧国債の対独利回り格差が拡大に転じることに注意が必要です。



(注) グラフの期間は2016年1月~2020年10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

しばらくドルが堅調な地合を予想

外国為替	10月29日	11-1月の予想レンジ
ドル円	104.61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	122.12円	115円～130円



米大統領選後はドル高円安

大統領選でバイデン候補が勝利すると仮定すれば、財政拡張によるリフレ政策を通して米国経済の成長加速が予想されます。その結果、金利も上昇し、日米金利差が拡大し為替市場ではドル高円安が進む可能性があります。一方、財政赤字の拡大や個人消費の拡大で輸入が拡大すれば「双子の赤字」がクローズアップされドル安円高要因になると考えられます。環境政策の一環として米国で化石燃料の生産が抑制されればエネルギー輸入が拡大し、長期的にドル安要因になることも考えられます。民主党の通商政策が現政権より柔軟になる可能性もありますが、民主党は伝統的に労働者寄りの政党です。TPP（環太平洋パートナーシップ）への復帰は考えにくく、関税を引き下げてもドル安円高方向への為替レートの調整で対外収支の改善を図る可能性もあります。現時点では大統領選後はドル高、ドル安双方のシナリオが考えられますが、基本線としてはコロナ後の先進国経済の回復は米国が牽引すると考えていることから、ドル高円安が進むと予想しています。逆に円高が進む条件としてはクレジットサイクルの急激な悪化、世界経済の二番底、FRBの追加緩和、日本銀行の時期尚早な金融正常化などが考えられますが、いずれもメインシナリオとは考えていません。

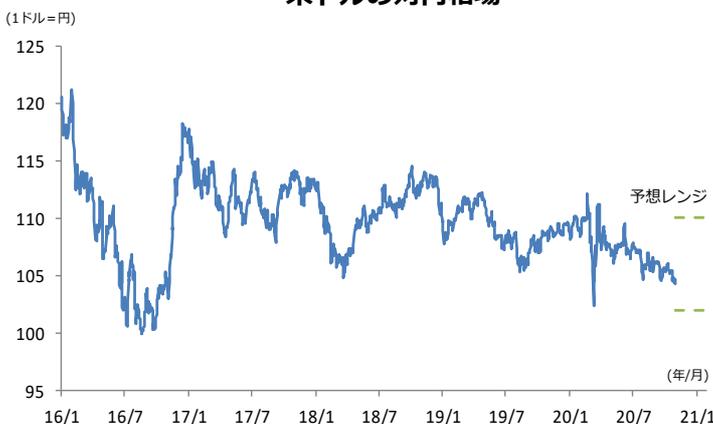
しばらくユーロが軟調な地合を予想

欧州では新型コロナの感染拡大が止まらず、景況感が悪化し、ECBの追加金融緩和も想定されています。このような環境で、為替市場ではユーロが売られやすい地合いがしばらく続くと考えています。

人民元の買われやすい基調が続くと予想

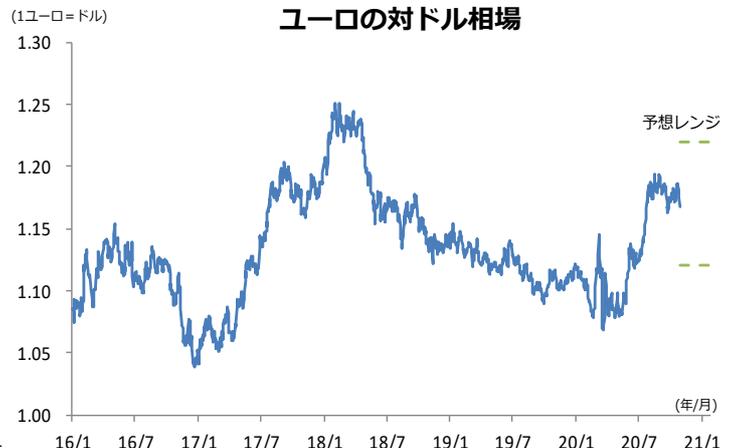
6月以降、人民元が対ドルで強含んでいます。中国で新型コロナ感染が早期に収束し、経済活動がいち早く回復に転じたことや米大統領選を控えて米中の通商摩擦が一旦落ち着いていることが背景にあると考えています。中国人民銀行は元高を牽制する姿勢を示していますが、次の5点から人民元が買われやすい基調が当面続くと予想しています。①米欧の新型コロナの感染状況を考慮すれば中国経済の先進国に対する相対的な優位性はしばらく揺るがないと考えられます。②大統領選後の米中関係は不透明ですが、仮にバイデン大統領が誕生した場合、対中スタンス（特に関税などの通商分野）は現政権より軟化する可能性があります。③上海市場等におけるIPOの拡大によって人民元への需要が増えそうです。④米国で大統領選の結果が判明せず政治空白・政情不安が続けばドル売り材料になりそうです。⑤足元で貿易収支、経常収支が改善し、外貨準備高が安定していることは中長期的に元相場を安定させると考えられます。

米ドルの対円相場



(注) グラフの期間は2016年1月～2020年10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)