

情報提供用資料

2020年11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. 51

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

来年の景気回復や増益転換を織り込み、株価は上昇へ

日本	11月27日	12-2月の予想レンジ
日経平均株価	26644.71円	24000円～27500円
TOPIX	1786.52p	1600p～1850p



24000円を上抜けした日経平均株価

米大統領選が終わると日経平均株価は節目の24000円を上抜けしました。10月まで相場を牽引してきたテクノロジーなどの成長株のみならず出遅れていた景気敏感のバリュー株にも資金が向かい、セクター間の循環物色が始まったとの声も聞かれます。上期決算で悪材料が出尽くし、来期の増益決算を織り込み始めたと考えています。足元では新型コロナウイルスの感染が拡大していますが、株式市場は来年以降のワクチンの普及を先取りする様相です。

2021年の投資テーマ

来年の投資テーマとしては温暖化対策を中心とする「グリーン改革」と地銀再編、中小企業改革、デジタル庁構想などが中心となる「構造改革」を考えています。菅首相は「温暖化ガス、2050年までの実質ゼロ」を表明し、G20では「積極的な温暖化対策が産業構造や経済社会の変革をもたらし、成長につながる」とコメントしました。これまで国内企業は洋上風力発電などの技術では欧州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展すると思われます。地銀再編を促すための独占禁止法の特例法が施行され、日銀は経営統合を含む効率化を進めた地域金融機関の当座預金に金利を上乗せする政策を新たに発表しました。中小企業の効率化、地方

経済の活性化、政府・民間部門のデジタル化の進展によって経済全体の生産性が高まり、企業収益の底上げが実現すると期待しています。

回復基調をたどる企業収益

7-9月期の決算発表が一巡しましたが、発表された数字が市場の想定を上回る「上方着地」が50%強を占めました。市場コンセンサスでは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されています。アナリストによる収益予想が上方修正された企業数から下方修正された企業数を引いた「収益リビジョン指数」は米中通商摩擦が激化する前の2018年9月以来のプラス圏に浮上しました。足元でバリュエーション（PER：株価収益率）は急速に高まってきましたが、今後はEPS（一株当たり利益）の成長が株価を押し上げると予想しています。

徐々に上値を追う展開へ

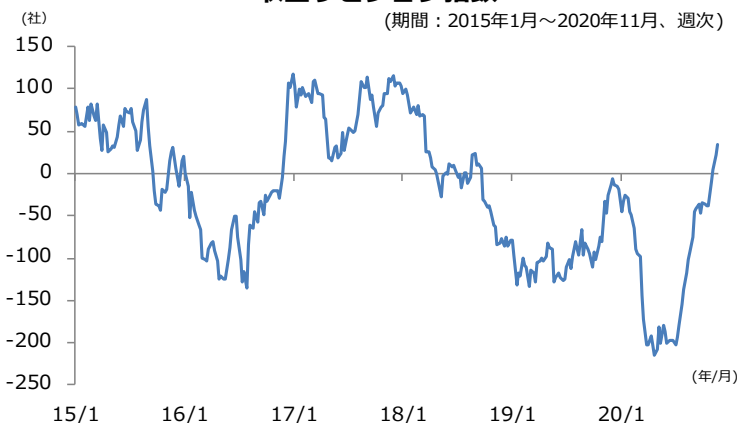
このところ、景気敏感と考えられる日本株式への外国人投資家の評価が徐々に高まり、日本株式の米国株式に対する出遅れ感は解消に向かっています。目先はこれまでの上昇が急だったことから調整すること考えられますが、3カ月程度では来年の景気回復や増益転換を織り込む形で株価は徐々に上値を追う展開に移行していくと予想しています。

日経平均株価の推移



(注) 日経平均株価の期間は2017年1月～2020年11月27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

目先は調整しても、次のステージを視野に入れ株価は上昇へ

米国	11月27日	12-2月の予想レンジ
NYダウ	29910.37ドル	27000ドル～31000ドル
S&P500指数	3638.35p	3300p～3800p



大統領選後に切り返した米国株式

大統領選で民主党のバイデン候補が勝利を確実にし、選挙結果を巡る不透明感が払拭されたことからNYダウは急速に切り返し、10月24日の終値は史上初の30000ドル超えを達成しました。議会の「ねじれ（gridlock）」が想定され、法人・富裕層増税、メガIT解体など左派的な政策を打ち出しにくくなるとの思惑が広がったほか、新型コロナワクチンの開発が進展したことも上昇の背景にありました。一方、足元では新型コロナの感染拡大に歯止めがかからず、これまでの株高を先導したのは景気刺激的な金融政策や財政政策で、株価と実体経済の乖離は依然として解消されていないとの意見も聞かれます。

国民の結束（Unity）を目指すバイデン氏

トランプ大統領は依然として選挙の不正を訴えています。来年1月20日にバイデン新大統領が誕生するのは確実だと思われます。過去4年間に分断された米国を癒し、国民の結束を目指すバイデン氏にとって、ワシントンでの民主党と共和党の協調が政権運営の最大の鍵になると思われます。共和党が主導権を握ると考えられる上院は閣僚を含む政府高官の任命権を持つことから、同氏にとっては共和党の重鎮で上院の多数派院内総務であるマコーネル氏と良好な関係を築くことが第一に求められます。

バイデン氏の経済政策

バイデン氏の経済政策の詳細はまだ発表されていませんが、FRB（連邦準備制度理事会）のパウエル議長が述べるように、金融政策が限界に近づく現在、市場の焦点は財政政策に向かっています。予算の主導権は議会が握るためここでもマコーネル氏との交渉が焦点になりそうです。新型コロナ感染の第3波に収束の兆しが見えないなか、民主党は2兆ドルを上回る追加景気刺激策を求めています。マコーネル氏は少なくとも年内は限定的なパッケージにとどめるとコメントしています。バイデン氏が求める4年間で2兆ドルを超えるインフラ投資の実現にも曲折が予想されます。

マクロ経済・企業収益とも次のステージへ

2021年は景気が後退から拡大に、企業収益が減益から増益に転じ、拡張的な金融・財政政策やコロナワクチンの普及が株式市場を後押しし、少なくとも年前半は上昇基調を維持すると予想しています。しかし、11月初め以降の相場上昇でバリュエーションが急速に高まってきたことから目先は調整局面を迎える可能性が高まってきたと考えています。3カ月程度では、市場はマクロ経済・企業収益とも次のステージを視野に入れ始め、調整後の株価は再度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2017年1月～2020年11月27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。

「二番底」後は景気回復を見通し、上値を試す展開へ

欧州	11月27日	12-2月の予想レンジ
STOXXヨーロッパ600指数	393.23p	360p~410p



欧州経済の「二番底」が現実

欧州経済の「二番底」が現実となってきました。域内で新型コロナウイルスの感染が止まらず、各国でロックダウン（経済封鎖）を含む行動制限が相次いだことが背景です。市場参加者が予想するユーロ圏の10-12月期の実質GDP成長率は11月に入ると急速に下方修正され、現時点では-1.9%（前期比年率）が予想の平均になっています。また、企業景況感を示す域内の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、サービス業は41.3まで低下してきました。中国や米国からの外需が好調な輸出産業を中心とする製造業と行動制限の悪影響を受けやすいサービス業の間で二極化が進んでいます。しかし、欧州各国は新型コロナ第1波の経験から経済活動と感染防止を両立する方策を学び、一部の国は既に行動制限の解除に向かっていきます。また、ECB（欧州中央銀行）は早ければ12月の政策理事会で追加の金融緩和措置を発表するとみられることから、二番底は比較的浅く、短期間で終わると予想しています。

政治の混乱が経済の打撃に

昨年夏にEU加盟国が合意した7500億ユーロの復興基金の先行きに不透明感が漂ってきました。支援先となる国にEUの価値観の根本である法治（Rule of

Law）を求める案に対して、全体主義的な国家運営を進め、司法の独立が危ぶまれるハンガリーやポーランドが異論を投じています。そのため、年明けにも予定されていた新型コロナで打撃を受けた国に対する財政支援が遅延する可能性が高まってきました。

移行期間終了後の英EU間の通商協議の先行きも見通せません。英国では離脱強硬派のカミングス上級顧問が政権を去りましたが、ジョンソン首相のスタンスは明確ではありません。12月末までに双方の承認手続きを終えるためには、ここ数週間が交渉の山場になると思われます。FTA（自由貿易協定）なしに英国がEUを離脱すれば、国境で通関手続きが復活して物流が滞るだけでなく、ロンドンの国際金融センターとしての地位や英国ミッドランドの製造業の拠点としての地位がさらに脅かされることになると考えられます。

来年の景気回復を見通し、上値を試す展開へ

域内経済の「二番底」が現実になってきたことから、欧州株式が日米株式に劣後する状態がしばらく続く予想しています。しかし、追加の金融緩和が想定され、二番底もそれほど深くはならないと考えています。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れば、欧州株式も上値を試す展開に移っていくと予想しています。

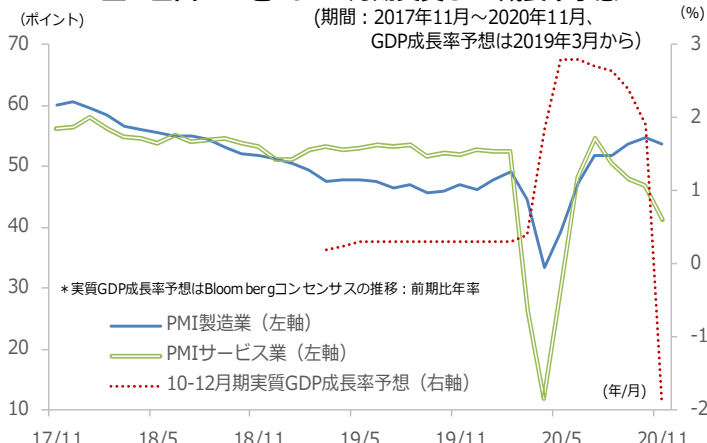
STOXXヨーロッパ600指数の推移



（注）STOXXヨーロッパ600指数の期間は2017年1月～2020年11月27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。

ユーロ圏PMIと10-12月期実質GDP成長率予想



* 実質GDP成長率予想はBloombergコンセンサスの推移・前期比年率

2021年は企業収益が拡大し、底堅い動きを予想

アジア	11月27日	12-2月の予想レンジ
MSCI アジア(除く日本)指数	808.30p	750p～850p



力強い回復が再確認された中国経済

「独身の日」のセールス期間におけるアリババの取扱高は7.9兆円を超え、昨年を大幅に上回りました。7-9月期の実質GDP成長率は前年比4.9%と4-6月期の同3.2%からさらに加速し、コロナ禍からいち早く回復に転じた中国経済の力強さが再確認されました。鉱工業生産と企業景況感を示すPMIはコロナ前の水準を超え、不動産投資にも底打ちの兆しが見え始めました。小売売上高、固定資産投資、輸出・輸入の前年比の伸びもプラス圏で安定的に推移しています。

政策に打ち止め感

このような力強い景気拡大を背景に、コロナ禍で打ち出された様々な企業支援策が打ち切れようとしています。企業向け社会保障費減免や減税、国有銀行による中小企業向け融資の拡大、企業の利払い猶予などが尻つぼみになってきた結果、社債市場では国有企業も含めて債務不履行（デフォルト）が増加しています。習国家主席の母校である清華大学が支援する半導体メーカーの紫光集団や独BMWとの合併事業を傘下に抱える自動車メーカーの華晨汽車集団が相次いで債務不履行に陥りました。社債市場には激震が走りましたが、株式市場では「中国では社債の不履行は珍しくない」との意見もあり、それほ

ど大きな材料にはなっていない模様です。2021年は共産党創立100周年にあたり、2022年には共産党首脳的人事が行われるため、今のうちにゾンビ企業の淘汰を進める意図がうかがわれます。

2021年はアジア企業の収益拡大の年に

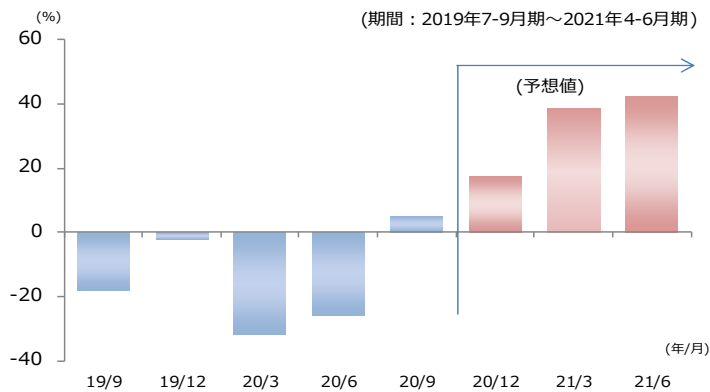
アジア企業のEPS（一株当たり利益）は本年1-3月期に底を打ち、7-9月期には早くも前年比で増益に転じました。2021年上期は30%を超える増益率が予想されています。アセアン諸国は製造業の「中国プラス1」の動きや米中摩擦緩和の恩恵を受けると考えられます。新型コロナの感染が比較的抑制されていることも追い風です。2021年にさらに上向くと予想される半導体サイクルが台湾、韓国に限らず半導体の国産化を目指す中国にとっても好材料になると思われます。中国の国策でもある新テクノロジー育成の流れに乗って、株式市場でもテクノロジーセクター優位の展開がしばらく続くと考えています。

米中関係の改善期待もサポート材料

米国で低金利政策が継続し、ドルが軟調に推移するなか、アジア株式はしばらく底堅く推移すると予想しています。バイデン次期大統領の下で米中関係が従来より改善すると考えられることもアジア株式のサポート材料になりそうです。

MSCIアジア（除く日本）のEPS成長率（前年比）

MSCIアジア（除く日本）指数の推移



(注) MSCIアジア（除く日本）指数の期間は2017年1月～2020年11月27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。

内外債券 | 長期金利

ワクチン普及で米長期金利はもう一段の上昇も

10年国債利回り	11月27日	12-2月の予想レンジ
日本	0.03%	-0.1%~0.2%
米国	0.84%	0.5%~1.2%
ドイツ	-0.59%	-0.8%~-0.2%



日本：日銀は現状維持

10月のコアCPI(除く生鮮食品)は前年比-0.7%と9月の同-0.3%からマイナス幅が拡大しました。昨年10月の消費増税から1年が経過し、その押し上げ効果が剥落したことも影響していますが、エネルギー価格やGoToトラベルによる宿泊料の低下も寄与しています。コロナ後も依然としてデフレ脱却が見通せないなか、日銀は当面、新型コロナの感染動向、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を運営すると見えています。10年国債利回りは米国長期金利の動き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：金融市場は「イエレン財務長官」を歓迎

金融市場は財務長官に前FRB議長であるイエレン氏を起用する動きを高く評価しています。労働経済学の大家でもあるイエレン氏はコロナ後の雇用拡大を先導し、中央銀行との協調、金融市場との対話にも手腕を発揮すると期待しています。同氏の経済政策の基本線は金融緩和の継続と拡張的な財政政策になると思われます。2兆ドルを超えるインフラ投資などで財政赤字が拡大しても、国債市場から信頼が得られれば、「悪い金利上昇」は避けられると予想しています。2023年末までFFレートが現水準にとどま

ると見込まれるため、長期的には、経済がコロナ禍から回復すれば長短金利差は拡大に向かうと予想しています。しかし、景気拡大を伴わずに長期金利が上昇すればFRBは長期金利の抑え込みにかかり、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。足元では慎重な景気認識を持つFRBの主要メンバーは長期金利を抑え込むために量的緩和の拡充を議論している模様です。しかし、早ければ年末にも予想される新型コロナワクチンの接種開始によって人々の行動様式が大きく変化すると市場が予想すれば、10年国債利回りはもう一段上昇すると考えています。

欧州：ECBは追加金融緩和へ

コロナ感染の第2波により欧州経済はサービス業を中心に急速に悪化しています。一部の国では行動制限を解除する動きが見られますが、先行きは予断を許しません。このような環境で、市場参加者はこれまで様子見を続けてきたECBが12月の政策理事会で追加の金融緩和措置を発表すると予想しています。副作用が大きいマイナス金利の深掘りよりも資産購入や銀行への低利融資の拡充が軸になると考えています。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。



※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

しばらくドルが緩やかに下落する相場を予想

外国為替	11月27日	12-2月の予想レンジ
ドル円	104.09円	102円～109円
ユーロドル	1.20ドル	1.14ドル～1.24ドル
ユーロ円	124.48円	115円～130円



ドルが緩やかに下落する相場を予想

ドルを先進国の主要貿易相手国の通貨と比較した「ドル指数」はコロナ禍で急激に上昇した3月以降、低下基調をたどってきました。金融市場が正常化する過程で市場の「リスクオン」の動きにあわせて資金がドルから他通貨に流出したことが背景です。来月以降のバイデン政権では財政拡張を通して米国経済が回復に向かい、その結果、金利が上昇し、為替市場でドル高が進むと見る向きもあります。一方、財政赤字が拡大し、個人消費が拡大し輸入が増加すれば「双子の赤字」に注目が集まりドル安要因になることも考えられます。バイデン政権は対中で関税引下げの代わりにドル安誘導を行うことによって国内製造業の雇用拡大を進めるとも考えられます。財務長官への起用が噂されるイエレン氏の経済政策は金融緩和と財政拡張の継続を基盤にすると考えられ、これは為替市場ではドル安方向に作用すると思われる。基本線としては、世界経済がコロナ禍から回復に向かい、安全通貨であるドルから資金が流出し、ドルが緩やかに下落する相場を予想しています。

円とドルはともに安全通貨と考えられているため、このような環境では両通貨とも売られ、ドル円相場は上下に大きく振れない展開を予想しています。

ユーロドルは方向感の出にくい展開を予想

欧州では新型コロナウイルスの感染拡大が止まらず、サービス業を中心に企業景況感が悪化し、ECBの追加金融緩和も予想されています。一方、来年の世界経済の回復見通しを背景に市場のリスクオンの動きにあわせてドルを売る動きがしばらく続くと考えています。そのため、ユーロドル相場は当面方向感の出にくい展開が続くと予想しています。

人民元の買われやすい基調が続くと予想

世界経済がコロナ禍の景気後退から回復に向かう一方、FRBが利上げを急がない環境で国際的な投資マネーはドルから新興国へ向かいやすいと考えています。新興国で新型コロナワクチンが普及するには時間がかかるとは考えられますが、ワクチンへの期待が新興国資産の魅力を下支えすると予想しています。

6月以降、対ドルで安定的に上昇してきた中国人民元はしばらくこの基調を続けると予想しています。これまでのドル元相場では米中関係が悪化すれば元安、改善すれば元高が進みましたが、米国の次期政権は対中政策のスタンスを現政権よりやや軟化させると考えられることが理由です。先進国で新型コロナの感染拡大が経済活動を抑制する一方、中国経済は力強く拡大していることも元高材料になると考えています。

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2017年1月～2020年11月27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に帰属します。

【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）