

情報提供用資料

2020年12月29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. 52

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

流動性相場から業績相場へ移行し、株価は上昇へ

日本	12月28日	1-3月の予想レンジ
日経平均株価	26854.03円	25500円～29000円
TOPIX	1788.04p	1700p～1950p



12月の日本株式は「一休み」

11月の米大統領選後に急上昇した日本株式は12月に入ると「一休み」の様相を見せています。バリュエーションが高まってきたことや新型コロナの感染拡大が止まらないことが背景です。

マクロ経済と企業収益

マクロ経済と企業収益については年中盤に向けて改善傾向が続くと予想しています。海外では新型コロナのワクチン接種が始まり、日本でも五輪までにはある程度の範囲で接種が可能になると予想しています。前半は経済活動の正常化への期待が徐々に高まっていくと思われます。第3次補正に来年度の本予算を加えた約73兆円の経済対策（財政支出は約40兆円）が景気を下支えすると思われる。IMF（国際通貨基金）の経済予想によれば、2021年の世界の成長率は2020年の-4.4%から+5.2%に回復し、日本も-5.3%から+2.3%に回復します。日経平均の企業業績は本年1-3月期を底に回復に向かい、10-12月期、来年1-3月期とやや低迷した後、来年4-6月期、7-9月期は再度拡大することが想定されています。

流動性相場から業績相場へ

2000年初頭以降のTOPIXの株価騰落率（12カ月）をPER（株価収益率）変化率とEPS（一株当たり利益）変化率に分解すると、概ねPER変化率（赤）が

EPS変化率（緑）に先行していました。2008年のリーマン危機後には、PERの変化率が大幅に上昇した後にEPSの変化率が上昇しました。それ以外にもPERの拡大がEPSの成長に先行したケースが複数回見られました。2021年は期待先行でPERの拡大が株価を牽引した「流動性相場」から実際のEPSの拡大が相場を牽引する「業績相場」に移行することが期待されます。しかし、流動性相場から業績相場に移行する局面では短期的に株価の上値が重くなったり、業績相場に移った後もEPSの成長の裏側でPERが縮小する傾向があることには注意が必要です。

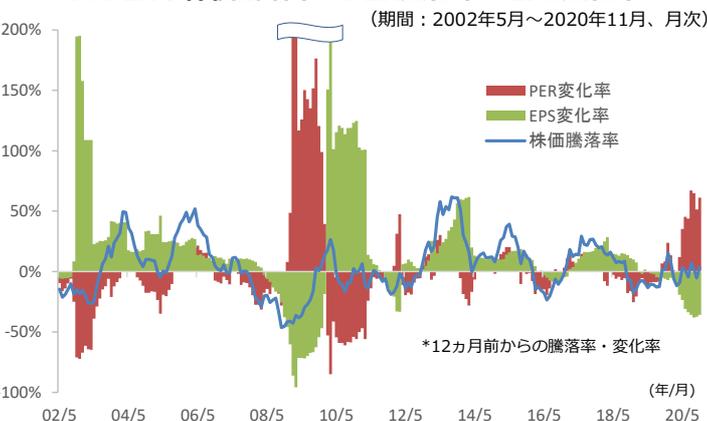
当面、上昇基調が継続すると予想

「コロナ禍からの回復局面」を迎える2021年は景気敏感な日本株式にとって望ましい年になりそうです。当面、各国の財政・金融政策による経済対策が金融市場を下支えする状態が継続すると予想しています。外国人投資家もこのような見通しから11月以降、現物と先物をあわせて日本株式を3兆円以上買い越しています。一方、株価は既に高い水準まで買われていることから、新年早々にも、景気や収益成長の「持続性」が市場の焦点になってくると考えています。少なくともワクチン接種が進むオリンピック・パラリンピックまでは株価の上昇基調が継続すると予想しています。



(注) 日経平均株価の期間は2017年1月～2020年12月28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



※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

景気・企業収益で次のステージを視野に入れ株価は上昇へ

米国	12月28日	1-3月の予想レンジ
NYダウ	30403.97ドル	28500ドル～33000ドル
S&P500指数	3735.36p	3500p～4000p



米国株式は上値の重い展開

NYダウは11月に史上初の30000ドル超えを達成した後、上値の重い展開を続けています。新型コロナウイルスの感染拡大が止まらず、議会で追加コロナ対策の審議が膠着したことが背景でした。しかし、足元で個人への現金給付、失業給付の増額、中小企業支援などを含む9000億ドル程度のコロナ対策法案が議会を通過し、トランプ大統領が署名したことで市場の地合いが好転する可能性があります。

ワクチンの接種で経済活動は正常化

米国でも新型コロナウイルスのワクチン接種が始まりました。その有効性、副反応、接種率などの課題は残されていますが、前半にはほとんどの州で接種が終了すると見られています。その過程で人々は精神面で抑圧から解放され、旅行、外食などの経済活動は大きく正常化に向かうと予想しています。過去の平均を上回る家計貯蓄率も個人消費を後押しすると考えています。目先は感染拡大が続き、企業、家計とも先行きに対する不安感から経済活動を抑制することが想定されますが、その後の景気回復の確度はむしろ高まったと考えています。このような環境で、これまで減益基調を辿ってきたS&P500のEPS（一株当たり利益）は2021年1-3月期以降は増益基調に戻ることが想定されています。

注目されるジョージア州の上院議員選挙

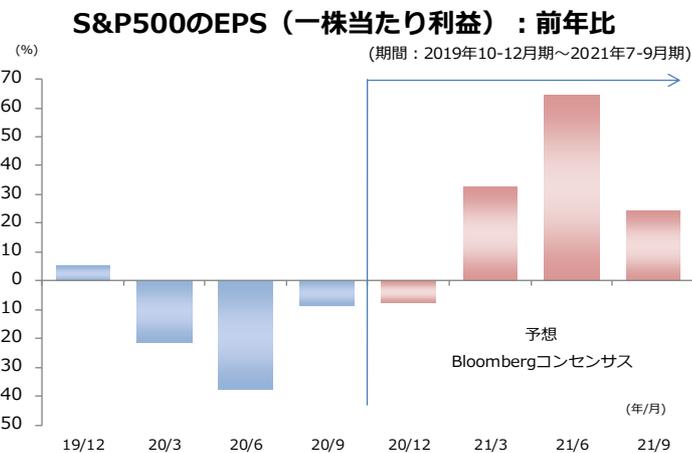
来年以降の「政策」を占う上で当面の鍵となるのが2議席が争われるジョージア州の上院議員選挙です。民主党が2議席とも獲得すれば、大統領、上院、下院の全てで民主党が主導権を握ることになります。この場合は、法人・富裕層増税、キャピタルゲイン課税の強化など株式市場が望まない左派的な政策が打ち出される可能性が高まります。逆に共和党が一議席でも獲得すれば、上院は共和党、下院は民主党が押さえる「ねじれ議会（Gridlock）」となり、民主党バイデン大統領の法案は成立しにくくなると考えられます。この場合は、バイデン大統領と上院の共和党院内総務のマコネル氏との交渉が焦点になると考えられます。

マクロ経済・企業収益とも次のステージへ

これまでの株価上昇は緩和的な金融政策や拡張的な財政政策の結果であり、株式市場は実体経済と大きく乖離しているとの意見が聞かれます。株価のバリュエーションも高まってきました。しかし、2021年は景気が後退から回復に、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、少なくとも前半は上昇基調を維持すると予想しています。



(注) NYダウの期間は2017年1月～2020年12月28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	12月28日	1-3月の予想レンジ
STOXXヨーロッパ600指数	398.58p	370p~430p



マイナス成長下で浮上した3つの好材料

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ぎ、欧州経済の「二番底」が現実になりつつあります。市場はユーロ圏で2020年10-12月期のマイナス成長、2021年1-3月期のプラス成長を予想していますが、英国で拡大する変異種が大陸に波及すれば1-3月期もマイナス成長となり、2四半期連続のマイナス成長と定義される景気後退に陥る可能性が高まります。そんななか、欧州株式市場にとって3つの好材料が浮上してきました。

①7500億ユーロの復興基金が始動

2020年夏に合意した7500億ユーロの復興基金に基づいた財政支援が年明けにも始動する予定です。これまで支援先となる国にEUの基本的な価値観である法治（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るハンガリーやポーランドが反対してきましたが、12月に両国が実質的にこのルールを受け入れました。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は予定通りに始まる見通しです。

②英EUが通商協定で合意

英EUが英国のEU離脱後の通商協定に合意しました。これまでは英海域におけるEU船舶の漁業権、公正な競争環境の確保を巡って対立を続けてきましたが、土

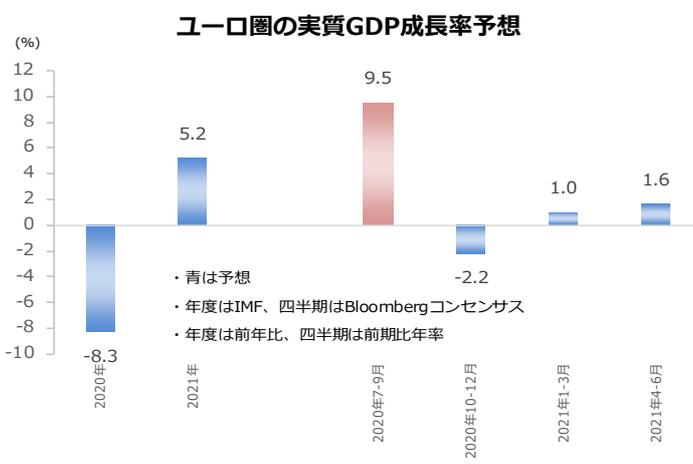
壇場で両者が歩み寄りました。これによって関税復活という最悪のシナリオは回避されましたが、国境の通関手続きが復活し、関税優遇を受けるための複雑な原産地規則が導入されます。一方、英国の欧州悲観論者の間で英国の主権（Sovereignty）が十分確保されないとの不満が高まる可能性もあります。いずれにしても、一先ず将来の不透明感が払しょくされたことは株式市場にとってプラス材料になると考えられます。

③ワクチン接種を開始

英国では12月8日に米ファイザー/独ビオンテックの新型コロナのワクチン接種が始まりました。EMA（欧州医薬品庁）もEU加盟27カ国での使用を許可し、12月27日には接種が始まりました。足元で英国を中心に拡大する新型コロナの変異種が懸念されますが、ヨーロッパの冬が終わる頃には人々の生活は徐々に正常化に向かうと考えています。

景気回復を見通し、上値を試す展開へ

欧州でもワクチンの接種が始まり、二番底もそれほど深くはならないと考えています。ECB（欧州中央銀行）の追加金融緩和も発表されました。しばらく軟調な展開が続いても、2021年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。



(注) STOXXヨーロッパ600指数の期間は2017年1月～2020年12月28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。

アジア株式

2021年もしばらく底堅い動きを予想

アジア	12月28日	1-3月の予想レンジ
MSCI アジア(除く日本)指数	815.00p	760p~900p



回復に向かうアジア経済

IMF（国際通貨基金）の経済予想によれば、2021年のアジア新興国の成長率は2020年の前年比-1.7%から+8.0%に回復し、アジア経済を主導する中国の成長率も同+1.9%から+8.2%に加速するとみられています。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発表された景気指標で再確認されました。鉱工業生産の前年比の伸びはコロナ前の水準に並び、小売売上高、固定資産投資、不動産投資もプラス圏に上昇しました。半導体サイクルは5G、データセンターなどからの需要拡大を受けて2021年も上昇が続くと考えられ、台湾・韓国を中心に恩恵を受けると考えられます。このような見通しを先取りする形でこの地域の経済サプライズ指数や収益リビジョン指数は既に大きく上昇しています。

アリババ包囲網

11月初めに予定されていたアリババの金融子会社であるアントグループのIPOが直前で中止されました。その後、個人情報保護、ノンバンクの資本規制、独占禁止法を強化する方向性が立て続けに発表されました。本質的にはこれまで自由競争で拡大してきたプラットフォームの力が強まり、共産党政権を脅かす存在になってきたことが背景にあると思われま

す。アリババ帝国の解体・分割が進み、一部は国有化される可能性も浮上してきました。国家が経済活動への介入を強化する「国進民退」がより鮮明になってきたと考えています。

2021年の投資テーマ

アセアンではこの地域の景気回復を背景に景気敏感株が選好される展開が続くと予想しています。特に新型コロナのワクチン普及によって人々の生活が正常化すればこれまでロックダウン（在宅勤務、Eコマースなど）の恩恵を受ける企業からコロナ禍で売られてきた旅行・運輸・外食などのセクターに資金が流れ込むと考えられます。中国では国策でもある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）などの新テクノロジーとそれに伴うインフラ開発の恩恵を受けるセクターが優位な展開がしばらく続くと予想しています。

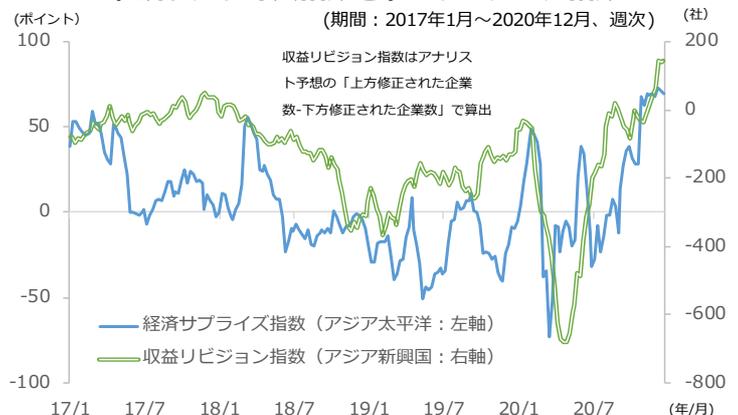
アジア株式にとって望ましい環境が継続

アジア経済が中国に先導されて回復から拡大に向かう一方、米国でゼロ金利政策が継続し、ドルが買われにくい展開がしばらく続くと予想しています。このような環境下で、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。

MSCIアジア (除く日本)指数の推移



経済サプライズ指数と収益リビジョン指数



(注) MSCIアジア (除く日本) 指数の期間は2017年1月~2020年12月28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	12月28日	1-3月の予想レンジ
日本	0.03%	-0.1%~0.2%
米国	0.92%	0.6%~1.3%
ドイツ	-0.57%	-0.8%~-0.2%



日本：日銀は金融政策の「点検」を発表

ECB（欧州中央銀行）、FRB（米連邦準備制度理事会）の緩和強化策に続いて日銀も12月の政策決定会合で資金繰り支援特別プログラムを2021年9月未まで6カ月延長することを決めました。また、3月までにこれまでの金融政策の「点検」を行うことを発表しました。黒田総裁は「現行の長短金利操作付き量的・質的金融緩和の枠組みを前提とし、オーバーシュート・コミットメントやマイナス金利政策を見直す意図はない」とコメントしているため、点検の結果はETFの買取り限度額変更や金融政策に「グリーン」の要素を加えるといったテクニカルな微修正にとどまると予想しています。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：FRBはQE（量的緩和）の指針を発表

FRBは12月に米国経済に十分な前進(Substantial Further Progress)が見られるまで現状のQE（量的緩和）を継続すると発表しました。2020年夏に導入した「平均インフレ率目標」に向けてQEに関わる具体的な政策指針が示された形です。

バイデン氏の経済政策は相対的にはインフレ的で長期金利を引き上げる要因になると予想しています。4年間で2兆ドルを超えるインフラ投資計画は財の需

要拡大を通してインフレを招くと考えられます。民主党の政策は伝統的にサプライ（供給）サイドよりもデマンド（需要）サイドを重視するため、潜在成長率を高めるよりも目先の需要を拡大させる効果が大きく、需給ギャップの観点からもインフレ的です。「バイアメリカ」などの保護主義的な通商政策も資源の最適配分に逆行することから物価を引き上げる要因になると考えられます。

2021年の長期金利は金利引上げ要因（新型コロナウイルスのワクチン普及による経済活動の正常化）と金利引下げ要因（構造的な低インフレ環境、政策としての金利上昇抑制）の綱引きになると考えています。今後3カ月ではワクチン接種によって人々の行動様式が大きく正常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

ECBも12月にパンデミック緊急購入プログラムの増額と期間延長、条件付き長期リファイナンスオペの優遇延長を決定しました。足元でコロナ感染の拡大に歯止めがかからず、サービス業の書き入れ時となるホリデーシーズンの行動制限による景気下押しを防ぐ意図がうかがえます。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。



(注) グラフの期間は2017年1月～2020年12月28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

しばらくドルが緩やかに下落する展開を予想

外国為替	12月28日	1-3月の予想レンジ
ドル円	103.81円	100円～106円
ユーロドル	1.22ドル	1.18ドル～1.28ドル
ユーロ円	126.82円	122円～130円



ドルが緩やかに下落する相場を予想

2021年の為替市場では本年4-5月に始まった「ドル安基調」が継続するかどうか最大の焦点になると考えています。これまでのドル安の背景には、①コロナ禍でFRBがゼロ金利政策に踏み込み、日欧との金利差におけるドルの優位性が失われたこと、②3月を底に金融市場で「リスクオン」の動きが続き、安全通貨と考えられるドルからユーロや新興国通貨などへ資金がシフトしたことがありました。

主要貿易相手国通貨に対するインフレ調整後の購買力を示すドルの「実質実効為替レート」は2002年からほぼ9年間下落した後、2011年から9年間上昇し、本年4月をピークに下落基調に転じた可能性があります。ドル安材料と考えられる米国の「双子の赤字」についても、対GDPの経常赤字はシェール開発で米国が原油・石油関連製品の純輸出国になったことから安定的に推移していますが、財政赤字はコロナ対策の財政拡張を受けて大幅に拡大しています。これらの要因によりドルは当面、他の主要通貨に対して緩やかな低下基調を続けると予想しています。

円高ドル安の後は反転へ

一方、円はドル同様に安全通貨と考えられているため「リスクオン」局面が続いても、それ自体が強力なドル安円高材料になるとは考えていません。し

かし、今後はドルの実質実効為替レートが低下することから円高ドル安がしばらく継続すると予想しています。一方、2021年に想定される世界経済のコロナ禍からの回復はテクノロジーに強みを持つ米国経済が主導し、既に底を打った米国の長期金利はさらに上昇するとの見方があります。その結果、長期的には日米金利差は拡大に向かい、成長率格差からもドル高円安が進むと考えられます。

人民元の買われやすい状況が続くと予想

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ことを背景に、国際的な投資マネーはドルから新興国へ向かいやすくと考えています。11月以降の新興国通貨はほぼ例外なく対ドルで上昇してきましたが、今後は各国の経済ファンダメンタルズに基づいて通貨の差別化が必要になってくると考えています。

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。①中国では米国よりも安定的に高い経済成長率が期待でき、②政府が掲げる「双循環」により外需依存度が低下し、元高を受け入れやすくなること、③中国の経常黒字が拡大し、④高い実質金利に惹かれて海外から資金流入が継続することが理由です。

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12月28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)