りそなアセットマネジメント

情報提供資料

2020 年 5 月 11 日

GW 中のマーケット動向と今後の見通しについて

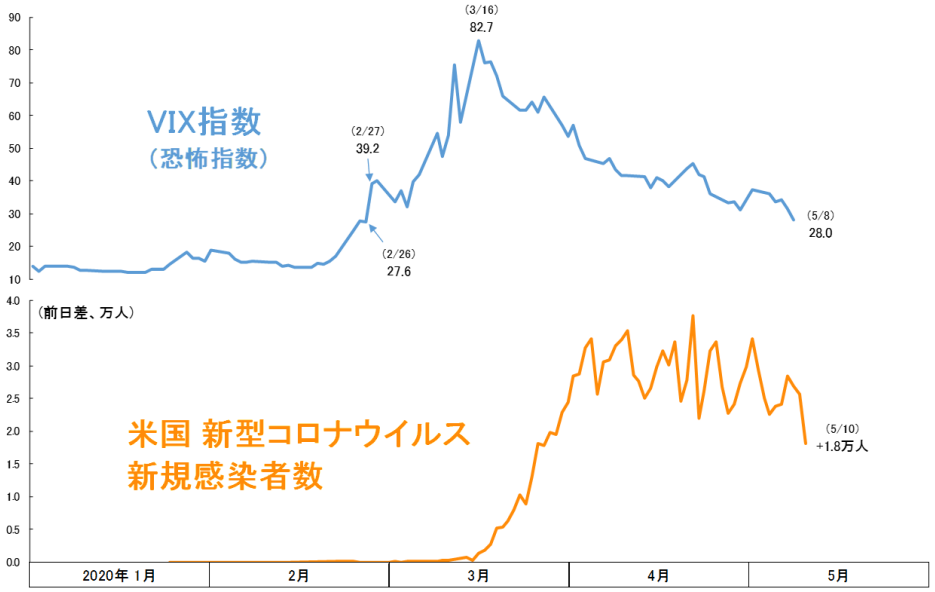
5 月 4 日に緊急事態宣言の期限延長が正式決定されましたが、連休明けの東京市場で日経平均株価が 2 万円台を回復するなど、主要国の株式市場では景気回復を先取りする動きが目立ってきております。他方、新興国では新型コロナウイルスの感染が急増し、景気悪化の懸念から通貨安が加速するなど、依然不安定な動きも見られます。以下に、「ゴールデンウイーク中の市場動向と注目点」、「当面の株式市場展望」、「ブラジル、トルコの見通し」について弊社の見解を述べさせて頂きます。

1. **GW 中の市場動向と注目点 -- 経済活動再開で「最悪期通過」の期待広がる:** 米 VIX 指数（≒恐怖指数）は 2 月末の水準まで低下。市場の不安心理が大きく後退したことを示唆
2. **当面の株式市場展望 -- 株価と実体経済（≒企業収益）の乖離の解消が焦点：**大規模な金融緩和で下値は限定される一方、更に上値を目指すには企業収益の回復が明確となる必要
3. **ブラジル、トルコの見通し -- 通貨は最安値更新　先行き要注視：**感染拡大で景気見通しが一段と悪化、通貨防衛の利上げ⇒景気悪化⇒資本流出の悪循環に陥るリスクに注意

1．GW 中の市場動向と注目点

過去 2 週間（4 月 27 日～5 月 8 日）で、米ダウ工業株 30 種平均（以下 NY ダウ）は+2.3%、独 DAX 指数は+5.5%など主要国株価指数は総じて上昇しました。8 日に発表された 4 月の米失業率が 14.7%と 80 年ぶりの水準に悪化するなど、この間発表された経済指標は軒並み急激な悪化を示しましたが、市場のリスク選好には殆ど影響を与えずに終わっています。この背景には、4 月後半から米･欧で経済活動の再開が段階的に始まったことが挙げられます。マーケットではこれを受け、新型コロナウイルスによる経済的な打撃は足元がピークで、今後は経済活

図表 1　市場の不安心理を表す米 VIX 指数（恐怖指数）は 2 月末の水準まで低下



VIX 指数：Volatility Index の略で、S&P500 指数のオプション取引のボラティリティ(変動率)をもとに算出される。
別名「恐怖指数」とも呼ばれ、 数値が高いほど投資家が先行きに対して不安を感じているとされる。

【出所】 ブルームバーグの公表データ等に基づき、りそなアセットマネジメントが作成

動の正常化に伴い景気の回復が期待されるとの見方が広がっているものと思われます。

市場の不安心理を表す米 VIX 指数は先週末(5/8)時点で約 28.0 と、マーケットが本格的に世界経済への深刻な打撃を織り込む「コロナショック相場」のスタート地点の水準まで低下しています（図表 1 をご参照ください）。

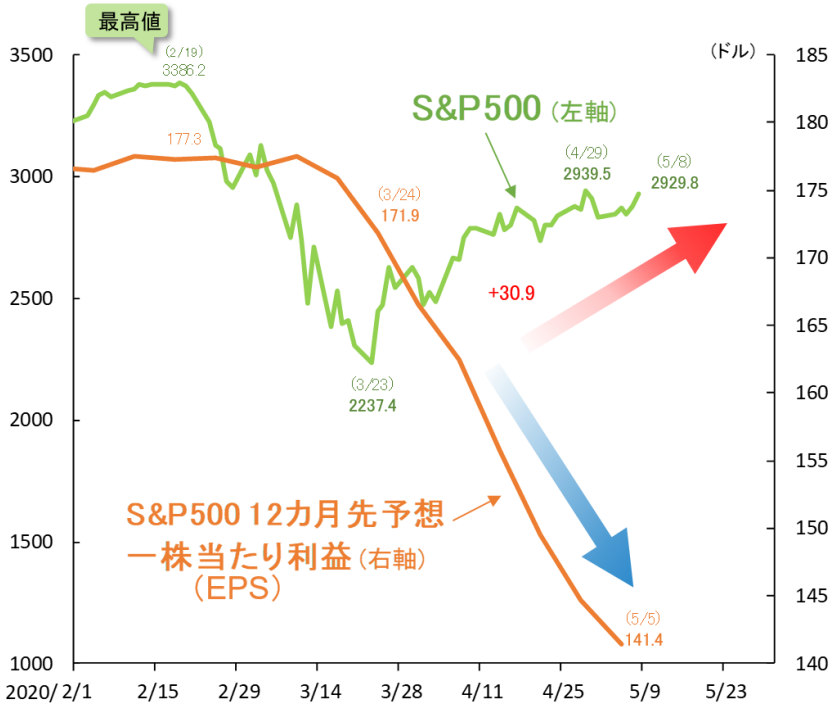
市場はこのように「最悪期は通過中」を前提に動き始めていますが、世界全体では新規感染者数の増加にまだ歯止めが掛かっていないことや、経済活動再開による感染再拡大のリスクなど、多くの不確実性が残る点には留意が必要と考えます。

2．当面の株式市場展望

米国の代表的株価指数の一つである S&P500 指数は先週末時点で、３月 23 日に付けた直近安値から約 30%上昇する一方、同指数の予想一株当たり利益（EPS）は約 2 割下方修正され、株価と予想利益が大きく乖離する状態となっています（図表 2 をご参照ください）。このような乖離が発生した理由としては、FRB（連邦準備制度理事会）が 3 月後半から大規模な量的緩和策で大量の流動性を市場に供給してきたことが挙げられます。通常、このような量的緩和策（≒流動性供給）が行われると、市場のリスク選好が高まり株価収益率（≒PER）の拡大を通じて株価が上昇し易くなります。

その量的緩和策は、4 月初めには一日 750 億ドル（≒8 兆円）規模の資産購入（≒流動性供給）が行われていましたが、足元では 7 億ドル（≒7500 億円）と 10 分の 1 以下の規模に縮小しており、株価収益率（≒PER）の上昇を通じた株価の押上げ効果は徐々に低下していると見られます。今後も緩和的な金融政策が株価の下支え要因になると期待されるものの、株価が更に上値を目指す為には、企業収益の回復が明確となる必要があると考えられます。

図表 2　株価と企業収益予想が大きく乖離　一段の株価上昇には企業収益の見通し改善が焦点



【出所】 ブルームバーグの公表データ等に基づき、りそなアセットマネジメントが作成

なお、企業収益については、経済活動再開後も個人・企業の慎重な消費・投資行動が続くと考えられることから、各国とも緩やかな回復ペースにとどまると見ております。

3. ブラジル、トルコの見通し

4 月 27 日付け情報提供資料「政策効果が見込みにくい新興国とハイイールド債市場について」で、新興国は新型コロナウイルス、資本流出、資源価格の下落など複数の困難（パーフェクトストーム）に直面する可能性を指摘させていただきました。その後、ブラジル、トルコについては、誠に残念ながらウイルス感染の拡大が続き、感染数累計ではブラジルが世界で 8 番目、トルコは 9 番目の多さとなっています。

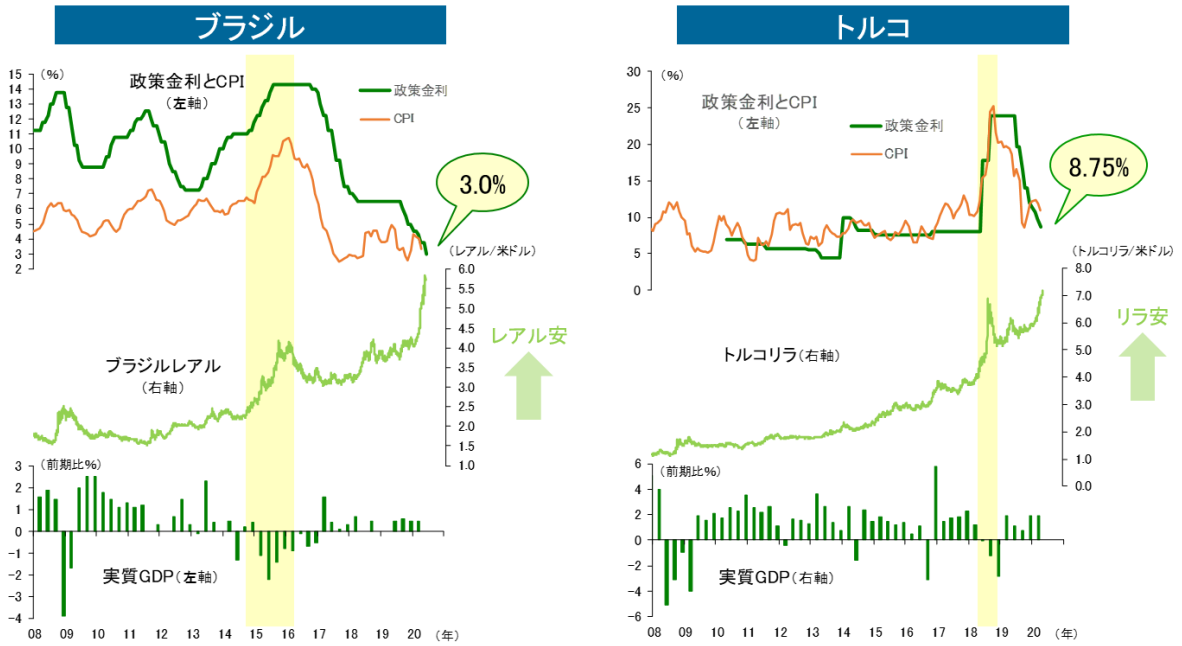
ウイルス感染拡大を受け経済見通しが一段と悪化するとの懸念から、外為市場ではブラジルレアル、トルコリラ売りが続き、両通貨とも対ドル、対円で最安値を更新しています。

現状、両国とも国内景気の落ち込みへの対処を優先し、大幅利下げを連続して実施しており（ブラジルは 3 月 18 日 50bp、5 月 6 日 75bp、トルコは 3 月 17 日 100bp、4 月 22 日 100bp）、それが両通貨の下落に拍車を掛ける形となっています（図表 3 をご参照ください）。

今のところ、両国が通貨安対策に消極的な姿勢を保っているのは、インフレが総じて落ち着いているためですが、この先も通貨安に歯止めが掛からなければ、早晩、輸入物価の上昇を通じてインフレ率の上昇が顕在化すると予想されます。その場合は、通貨防衛の為の利上げ⇒景気悪化⇒資本流出⇒通貨安という悪循環に陥る展開（ブラジルは 2015 年、トルコは 2018 年に経験したパターン）は予め想定しておく必要があると考えます。

なお、世界の 3 大格付け会社の一つであるフィッチは 5 月 5 日、ブラジルの外貨建て長期国債の信用格付けを BB マイナスで据え置く一方、格付け見通しを「安定的」から「ネガティブ」に下方修正しています。

図表 3　ブラジル・トルコの為替・政策金利･経済指標



【出所】 Haver Analytics、ブルームバーグの公表データ等に基づき、りそなアセットマネジメントが作成

今後も市場動向を鋭意点検し、みなさまの資産運用のお役に立てますよう有益な情報の提供に努めてまいります。

本資料は、りそなアセットマネジメント株式会社が投資環境についてお伝えすることを目的として作成したものであり、投資家に対する投資勧誘を目的とするものではありません。本資料は市場全般の推奨や証券市場等の動向の上昇または下落を示唆するものではありません。本資料は、信頼できると考えられる情報に基づいて作成しておりますが、情報の正確性、完全性を保証するものではありません。なお、掲載されている見解は本資料作成時点のものであり、将来の市場環境の変動等を保証するものではありません。また、事前の連絡なしに変更されることがあります。投資信託は、値動きのある資産を投資対象としているため、基準価額は変動します。したがって、元本を割り込むことがあります。投資信託の申込み・保有・換金時には、費用をご負担いただく場合があります。投資信託のお申込みにあたっては、販売会社よりお渡しします「投資信託目論見書（交付目論見書）」および一体としてお渡しする「目論見書補完書面」を必ずご確認のうえご自身でご判断ください。