

情報提供用資料

2018年11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. 27

岡三アセットマネジメント株式会社
投資情報部

国内株式

目先は不安定ながらも、下値を切り上げる展開へ

日本	11月28日	12-2月の予想レンジ
日経平均株価	22177.02円	20500円～23500円
TOPIX	1653.66p	1530p～1770p



不安定なレンジ相場

日経平均株価は不安定な展開を続けています。需要見通しが悪化したテクノロジー、原油安を嫌気したエネルギー、貿易戦争のあおりを受ける景気敏感セクターなどが相場の上値を抑えています。

力強さに欠けた決算発表

7-9月期の決算発表が一巡しましたが、総じて力強さに欠ける内容でした。製造業を中心に売上や経常利益の伸びが減速し、利益率も悪化しています。コスト増を価格に転嫁しにくい環境が続いていることを示しています。10-12月期の増益率はさらに減速することが想定され、2019年3月期の通期見通しも下方修正されています。米中貿易戦争の先行きが見通せないことが弱気の最大の原因だと思われます。

注目される米中首脳会議

当面の焦点は12月初めに予定される米中首脳会議です。安全保障やテクノロジーにおける覇権争いは長いプロセスになると思われますが、両首脳とも自国経済にダメージを与える貿易戦争をエスカレートさせることを望んでいるとは思えません。何らかのディールが成立すれば、過度に悲観的な見方が後退すると思われます。しかし、長期的には米国による中国のテクノロジー封じ込めの一環として、半導体

製造装置など日本から中国に輸出される高度の先端技術が禁輸対象になることが懸念されます。

通期予想の上方修正を示唆する為替レート

日本株式の収益リビジョン指数はこれまでドル円レートとほぼ同じ方向に動いてきましたが、足元では為替市場で円安が進んでいる一方で収益リビジョン指数は下落を続けています。企業側の想定ドル円レートは108円前後で足元のドル円レートは113円程度です。今後、市場の焦点は来年度の増益率に徐々にシフトすると思われませんが、米中貿易戦争が首脳会議後に改善の方向に向かい、来年3月の年度末に向けて為替レートが現在の水準で推移すれば、輸出企業を中心に今年度の通期見通しが上方修正され、株式市場も上昇に向かうと予想しています。

不安定ながらも下値を切り上げる展開を予想

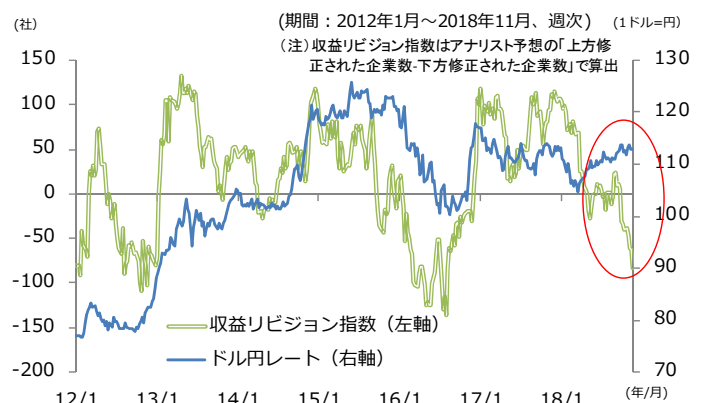
当面、貿易摩擦に関する不透明感や軟調な業績見通しから一進一退の動きが続くと思われます。しかし、米中首脳会議後に過度に悲観的なセンチメントが後退する可能性はあると考えています。来年前半は選挙前の財政支出、増税前の駆け込み需要、新天皇即位前後の祝賀ムードなど日本固有の強気材料も想定されます。今後3カ月で考えれば株式市場は不安定ながらも下値を切り上げる展開を想定しています。

日経平均株価の推移



(注) 日経平均株価の期間は2016年1月～2018年11月28日

収益リビジョン指数とドル円レート



(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。

米国株式

米中協議を睨みながら、3カ月では戻りを試す展開を予想

米国	11月28日	12-2月の予想レンジ
NYダウ	25366.43ドル	23500ドル～26500ドル
S&P500指数	2743.79p	2500p～2850p



テクノロジー企業が下げを主導

中間選挙で不透明感が払拭され、市場は安定に向かうとの事前予想に反して、米国株式は神経質な展開が続いています。米国景気の過熱感や貿易戦争に関する不透明感の高まりが背景にあったと思われます。この間相場の下落を主導したのはアップル、エヌビディアなどのテクノロジー企業でした。

焦点となる米中関係

中間選挙では野党民主党が下院を制し、上下両院で主導権を握る政党が異なるねじれ議会が現実となりました。議会運営が滞るからこそ、トランプ大統領は良い意味でも悪い意味でもある程度自らの裁量が認められている外交・安全保障に前のめりになる可能性があると考えています。米中の貿易戦争については、米中首脳会議で何らかのディールが成立することを期待しています。米国は中国から今後の行動計画を受け取ったことを明らかにしましたが、その内容に満足するかどうかは予断を許しません。これまでに課した関税や貿易抑制措置はそのままにして、単に協議入りすることで合意することも考えられます。逆に米中首脳会議が物別れに終われば、貿易戦争が泥沼化する可能性もあります。いずれにしても、株式市場が上昇に転じるには市場参加者に貿

易戦争がこれ以上エスカレートしないと確信させることが必要だと思われます。

減速が予想される2019年の収益成長率

これまで8回行われた利上げや足元のドル高が経済の重荷となり、来年はトランプ減税のプラス効果が剥落することに加えて関税引上げの悪影響が表面化すると予想しています。その結果、企業の収益成長率が減速することが株式市場に向かい風になると思われます。また、テクノロジー銘柄については需要の鈍化や各国の規制強化を背景に増収率や増益率がこれまでの想定に届かない可能性が高まってきたと考えています。

景気後退まで株式市場は上昇すると予想

市場では2020年以降に長短金利が逆転し、景気後退を迎えると考えられています。しかし、過去において米国株式は景気後退の直前まで上昇を続けました。テクノロジー企業の株価を中心にこれまでの下落が急だったため市場のセンチメントが立ち直るには時間がかかると考えられます。しかし、3カ月程度では米中協議が妥結の方向に進展し、市場の過度に悲観的な見方が後退すれば、米国株式は戻りを試す展開に移行すると思われます。

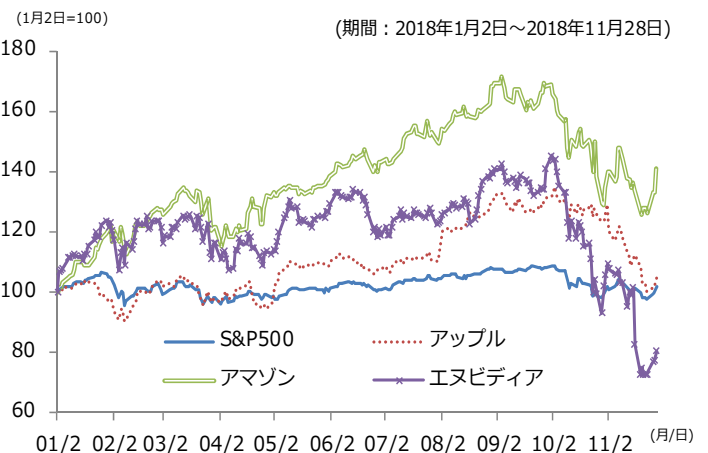
NYダウの推移



(注) NYダウの期間は2016年1月～2018年11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。

S&P500と主要テクノロジー企業の株価



政治不安を受けて、当面方向感の出にくい展開を予想

欧州	11月28日	12-2月の予想レンジ
STOXXヨーロッパ600指数	357.39p	340p~380p



不安定な動きが継続

依然として域内の政治不安が欧州株式の上値を抑えています。10月以降は米国下落に追随したテクノロジー、貿易戦争のあおりを受けた化学・資本財・自動車などの景気敏感、原油安の影響を受けたエネルギー関連銘柄が下げを主導しました。

収束が見えない政治不安

域内の政治を巡る混乱が早期に終結するとは考えていません。英国のEU離脱については、英・EUは離脱協定案、政治宣言案を決定しましたが、この「ソフト」な離脱案が英議会で承認される見通しは立っていません。野党労働党に加えて与党保守党内にも強硬な反対勢力が存在しています。政府の不信任案が提出される可能性も残されています。離脱案が議会で否決されれば「合意なき離脱」の可能性が高まり、仮に再国民投票が現実になれば市場の不透明感は一時的にせよさらに高まると思われます。

2019年度予算を巡るイタリア新政権とEUの対立にも収束の兆しは見えません。イタリア政府はベーシックインカム（最低所得保障）を含む財政拡張路線を小幅に修正する意思を見せていますが、EU側は「過剰財政赤字是正手続き(EDP)」に基づきイタリアにペナルティを課す検討を行っています。

来年5月に行われる欧州議会選挙でも波乱が予想されます。これまで域内各国の選挙で見られたように、ポピュリストの左右両極グループが議席を伸ばす可能性があります。そうなれば、独仏で推進するEU共通予算などEUの統合深化を目指す動きが頓挫したり、EUが主張する健全財政路線が修正を迫られ、EU離脱を唱える国・地域が出てくることも考えられます。

当面、方向感の出にくい展開を予想

輸出企業が多く含まれる欧州株式のパフォーマンスはユーロ安の時期には米国株式を上回り、ユーロ高局面では米国株式を下回る傾向があります。しかし今年はユーロ安が進んでも欧州株式が米国株式にアンダーパフォームしています。米国経済が力強く拡大する一方で欧州経済が減速傾向を示したほか、欧州域内の政治不安も背景にあったと思われます。

当面、このような環境を受けて欧州株式は方向感の出にくい展開が継続すると考えています。しかし、これまでのユーロ安で欧州域内の輸出企業の競争力が高まり、中国経済の底打ちタイミングが視野に入り、米国でテクノロジー企業の株価下落が続けば、中期的に出遅れ気味の欧州株式が米国株式にアウトパフォームする局面に入る可能性も否定できません。

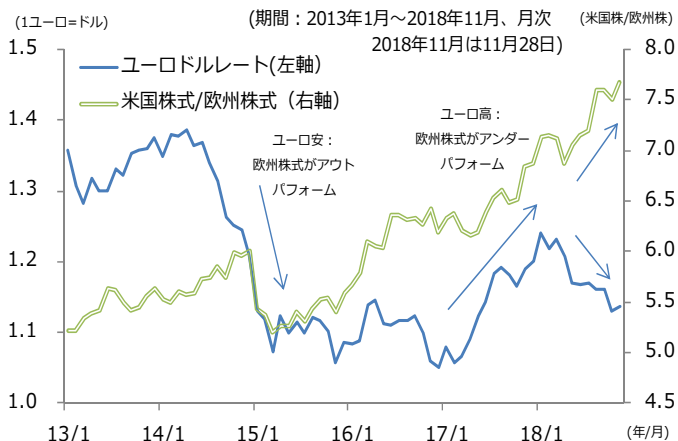
STOXXヨーロッパ600指数の推移



(注) STOXXヨーロッパ600指数の期間は2016年1月～2018年11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。

欧州株式と米国株式の相対株価とユーロドル



アジア株式

割安な水準まで売り込まれた中国株式は戻りを試す展開へ

アジア	11月28日	12-2月の予想レンジ
MSCI アジア(除く日本)指数	612.95p	560p~670p



中国経済は「L字の軟着陸」

中国経済は減速基調が続いています。インフラを含む固定資産投資には底打ちの兆しが見え始めたものの小売売上高は前月よりも伸びが鈍化しました。今後、政府の財政・金融政策による景気刺激効果が徐々に表面化し、来春には成長率は底打ちに向かうと予想しています。しかし、今回の景気刺激策はリーマン危機後の4兆元の景気対策やチャイナショック時よりも小粒になるため、底打ち後の成長率の軌道はV字やU字回復ではなく「L字の軟着陸（ソフトランディング）」になると考えています。習国家主席はこれまでに党内の権力闘争に勝利し、任期が終身となったことから、短期的な景気刺激策よりも経済全体の負債圧縮（デレバレッジ）を念頭に置いた構造改革を重視する姿勢を維持すると考えています。

中国経済が6%程度の成長率に軟着陸すれば、アジア諸国から中国への輸出の減速もいずれは底打ちに転じると考えています。原油安はインドネシアなどの資源国にとってはマイナスでも、インドなどの資源輸入国にとってはプラスです。また、米中間の関税の引き上げによって生産基地を中国からASEAN諸国にシフトする動きが活発化すれば、アジア株式にとっては追い風になると思われます。

中国株式は割安な水準

10月中旬以降、軟調な先進国市場を横目にアジア株式は底堅く推移しています。米中貿易摩擦が改善方向に進み、資本財・サービスなどの景気敏感セクターに対する楽観論が台頭してきたことが背景にあったと考えています。中国の本土株を代表するCSI300指数の株価を一株当たり利益（EPS）と株価収益率（PER）に分解すると、年初来でEPSは緩やかに切り上がっている一方、PERは一貫して低下してきました。しかし、足元でPERが下げ止まっていることから中国株式は既に最悪期は脱したと判断しています。今後市場の焦点は、貿易摩擦、足元の景気失速、デレバレッジなどの向かい風のなか、EPSの緩やかな拡大基調が今後も続くかどうかに移っていくと考えています。

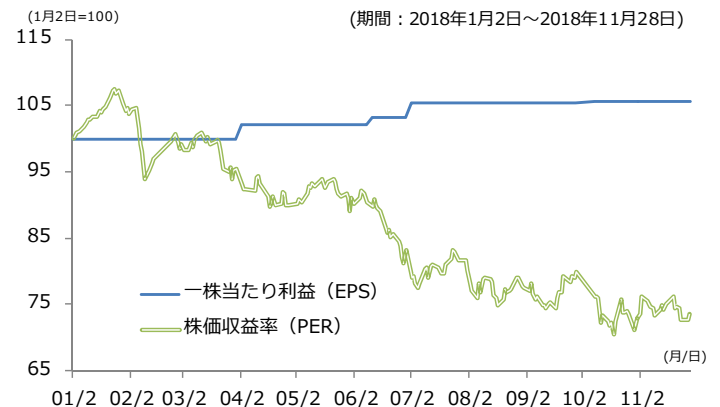
中国株式は戻りを試す展開へ

中国株式については、引続き貿易摩擦の企業収益への悪影響を注視する必要がありますが、投資家のセンチメントが改善すれば、割安なバリュエーションを背景に戻りを試す展開に移行すると考えています。アジア株式全体でも中国株式に追随する展開を想定しています。

MSCIアジア（除く日本）指数の推移



中国株式：CSI300指数の株価分解



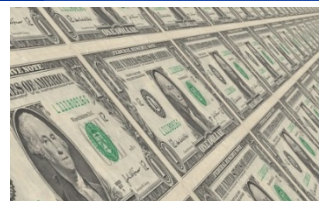
(注) MSCIアジア（除く日本）指数の期間は2016年1月～2018年11月28日。MSCI指数はMSCI Inc.が算出している指数です。同指数に関する著作権、知的財産権その他一切の権利はMSCI Inc.に帰属します。またMSCI Inc.は、同指数の内容を変更する権利および公表を停止する権利を有しています。

(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。

日米欧とも長期金利は上がりにくい展開を予想

10年国債利回り	11月28日	12-2月の予想レンジ
日本	0.10%	0.05%~0.20%
米国	3.06%	2.9%~3.3%
ドイツ	0.35%	0.2%~0.6%



日銀は現在の金融政策を継続か

日銀内外で金融政策の正常化を求める議論が高まってきました。国債市場における市場機能の低下と流動性の枯渇、金融機関の経営悪化、財政規律の喪失などの副作用や、2020年以降に予想される米国経済の後退に備えて日銀も金融緩和余地を拡大しておく必要があるとの議論です。金融市場では、来年10月の消費増税前後に政策変更を行うと市場や経済が混乱するため、政策を変更するなら来年の早い時期に行うべきとの見方と、1%のコアCPIが日銀の目標である2%を大幅に下回る現状で政策変更は難しいとの見方に分かれています。次の政策変更としては現在0.2%の10年金利の誘導上限を引き上げることが考えられます。しかし、メインシナリオとしては今後3ヵ月間に変更されることは想定していません。そのため、海外の長期金利の動きにもよりますが、10年国債利回りは0.2%程度を上限として低位で安定的に推移すると予想しています。

米国の10年国債利回りは3.3%程度が上限に

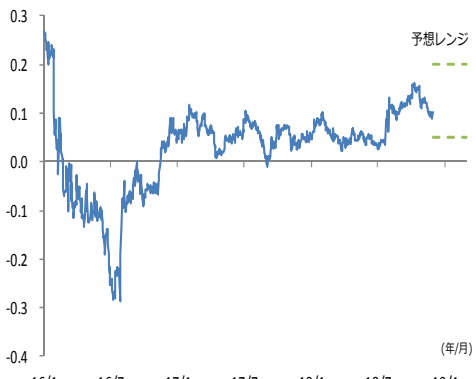
足元で金融市場の混乱や貿易戦争による世界経済の悪化見通しを受けて金利先物市場が予想する1年後の短期金利は2.8%を切る水準まで低下してきました。これは連邦準備制度理事会（FRB）による今年あと1回、来年3回の利上げ予想とは大きくかい離し

ています。一方、失業率は自然失業率を下回る3.7%まで低下し、労働市場の引締まりが鮮明になってきました。このような状況でFRBは労働市場を軟着陸させ、インフレ圧力を抑えるために段階的な利上げを続けると予想しています。一方、関税による輸入価格の上昇や財政赤字の拡大が想定されることや、10月からFRBによる国債売却のペースが最大になったことは長期金利の上昇要因になると思われます。しかし、長期的には市場参加者の米国経済の減速観測は今よりも強まると思われることから、10年国債利回りは上昇しても3.3%程度が上限になると考えています。長短金利差（イールドカーブ）はFRBによる利上げ継続と景気減速を見込んで縮小（平坦化）基調を続けると予想しています。

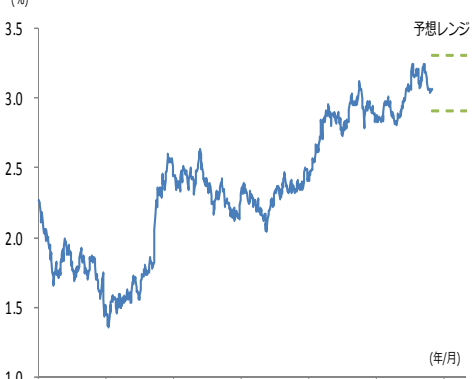
欧州でも金利は上がりにくい展開を想定

欧州市場における政治的な不透明感はもうしばらく継続すると考えています。自動車の排ガス規制の影響でドイツの7-9月期の実質GDPはマイナス成長となり、複数の調査機関は欧州域内の成長率見通しを下方修正しました。このような環境で、欧州中央銀行（ECB）による金融政策の正常化が予定通りに進むかどうかは予断を許しません。今後3ヵ月では、ドイツの10年国債利回りは0.2%~0.6%のレンジ内で推移すると考えています。

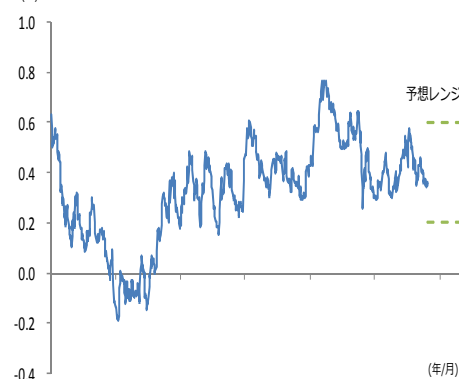
日本10年国債利回りの推移



米国10年国債利回りの推移



ドイツ10年国債利回りの推移



(注) グラフの期間は2016年1月~2018年11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

これまでのドル高修正を視野に入れた展開へ

外国為替	11月28日	12-2月の予想レンジ
ドル円	113.68円	109円～115円
ユーロドル	1.14ドル	1.10ドル～1.18ドル
ユーロ円	129.21円	123円～133円



ドル円は当面レンジ内の展開を予想

ドル円相場では金利差、政策金利の方向性の違い、成長率格差からドルが買われやすい地合いが続くと考えています。短期的には米中首脳会議の結果次第で市場がリスクオンになれば円安圧力が強まり、リスクオフになれば円高圧力が高まると思われれます。一方、年明けにも開始されるTAG（物品貿易協定）交渉で為替条項が議論されるという観測が高まれば、一時的に円高に振れる可能性もあります。ドル円相場は当面、強弱材料が交錯し膠着状態が続くと考えています。その後はこれまでの利上げやドル高を背景に米国経済の減速感が高まり、市場にFRBの利上げ打止め感が台頭し、ドル安円高基調に移行すると思われれます。

ユーロドルはユーロ安からドル安へ

これまでECBの金融政策に大きな変化がなかった一方、FRBは利上げを継続し、バランスシートの縮小を着々と進めてきました。欧州経済が減速する一方で米国経済はトランプ減税もあって底堅く推移してきたことも、これまでのドル高ユーロ安の背景にあったと思われれます。欧州域内の政治不安もユーロの上値を抑えてきたと考えています。政治不安はもうしばらく続くと思われれますが、その他の要因は潮

目が変わる時期に近づきつつあると考えています。来年以降、米国では景気減速や利上げスピードの鈍化が意識され、逆にECBは年末までに新規の債券買入れをストップし、来年後半にはマイナス金利の修正に着手することが予想されています。欧州経済に底打ちの兆しが見え始めれば、徐々にドル安圧力のかかりやすい展開に移行していくと考えています。

落ち着きを取り戻した新興国通貨

9月以降、新興国の通貨は落ち着きを取り戻しました。今後は中国経済の動向と米国金利に注目が集まると考えています。中国ではこれまでの景気刺激策の効果が年明け以降に表面化し、来年中盤にも成長率が底打ちすると考えています。米国の長期金利も米国経済の減速観測が徐々に広がるため来年前半にはピークを打つと考えています。このような環境で新興国通貨は、安定に向かうと考えています。このような環境で中国人民元も対ドルで当面7.0を割ることは想定していません。しかし、この予想に対するリスクシナリオは12月の米中首脳会議が物別れに終わり、中国経済の下押しが続き、米中間の貿易戦争が世界に波及し、世界中の経済活動や貿易が縮小することです。この場合の新興国へのダメージは先進国へのダメージよりも大きくなると思われれます。

ドル円相場の推移



ユーロドル相場の推移



(注) グラフの期間は2016年1月～2018年11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3.78%(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1.991088%(税抜1.8436%)程度

※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0.01296%(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)