

情報提供用資料

2018年3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.19

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

日米の不透明な政治・政策や円高が企業収益に与える悪影響に警戒

日本	3月28日	4-6月の予想レンジ
日経平均株価	21031.31円	19500円～22500円
TOPIX	1699.56p	1580p～1820p



日米の不透明な政治・政策が市場の焦点に

2月以降、日本株式は軟調な展開を続けています。国内では森友問題を受けて国会審議が空転し、これまで長期安定政権を誇ってきた安倍首相の基盤が弱体化してきたことや、米国のトランプ政権が中国を主な標的として保護主義的な通商政策を打ち出し、世界的な「貿易戦争」が始まる可能性が高まってきたことが背景にあったと考えています。

懸念される円高と北朝鮮情勢

このような不透明な政治・政策を受けて為替市場がリスクオフに振れたり、米国の貿易赤字を削減するためにトランプ政権がドル安を選好するとの観測を受けてさらに円高が進めば、本邦企業の収益予想に暗雲を投げかけることとなります。19年3月期の増益率については、ドル円レートが現在の水準で推移すれば一桁台前半に下方修正され、仮に100円程度まで円高が進めば減益予想になることも想定されます。

北朝鮮情勢については、5月の米朝首脳会談までは紆余曲折が予想されます。仮に会談が決裂して、中間選挙を前に国民の関心を引くためにトランプ大統領が敵対的な手段に訴えることになれば、市場参加者の不安感が一層高まると考えています。

適温経済後の株式市場

1月まで世界中で金融市場の変動性（ボラティリティ）が低下してきた理由としては、世界的なGDP成長率などマクロ経済指標の変動性の低下や各国中央銀行の量的緩和による金融市場への大量の流動性供給が挙げられます。今後は米国でいち早く適温経済が終わり、米欧中銀が量的緩和の縮小を進め、マクロ経済指標の変動性が高まることが予想されます。その結果、金融市場の変動性が高まることが想定されますが、市場参加者はこのような状態に徐々に慣れていく必要があると考えています。

当面、不安定な相場展開を予想

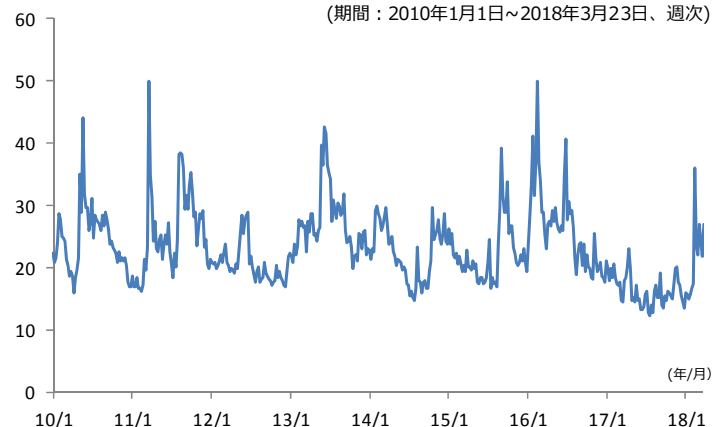
これまで国内株式をサポートしてきた世界同時景気拡大、日銀の緩和的な金融政策というストーリーに変化はありませんが、当面は日米の不透明な政治・政策や円高が企業収益に与える悪影響に警戒する必要があると考えています。しばらく調整した後には、悪材料の出尽くしや外国人の売り一巡から、米国株式を追う形で底打ちする可能性も否定できません。しかし、グローバル投資家の間では、米中貿易摩擦のマクロ経済への影響が見通せない中、円高や北朝鮮情勢を材料に日本株式が選好されにくい展開がしばらく続くと考えています。

日経平均株価の推移



日経平均ボラティリティ指数

(期間：2010年1月1日～2018年3月23日、週次)



(注) 日経平均株価の期間は2015年1月～2018年3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。

米国株式

米中貿易摩擦の結末は予断できず、当面不安定な展開か

米国	3月28日	4-6月の予想レンジ
NYダウ	23848.42ドル	22700ドル～25600ドル
S&P500指数	2605.00p	2490p～2820p



不透明な政治・政策を受けて下落

2月初めの大幅な株価調整以降、不安定な相場展開が続いています。ロシアゲート疑惑や政権高官の辞任・解任騒動に加えて、トランプ政権の保護主義的な通商政策や金融政策の不透明感が株価の上値を抑えています。また、Facebook利用者によるデータの不正漏えいによって、巨大テクノロジー企業に対する規制強化の議論が台頭してきたことも相場全体のセンチメントを悪化させました。

中期的なマクロ・収益環境は良好

政治・規制面の不透明感とは裏腹にマクロ経済や企業収益を取巻く環境は依然として良好です。トランプ減税の発表や昨年夏のハリケーンで打撃を受けた自動車、生産設備、住宅などの復興需要を背景に足元の消費者信頼感や製造業の景況指数は高水準で推移しています。一方、復興需要や減税発表を受けた消費者信頼感の高まりは一時的なものとも考えられ、1-3月期のGDP成長率は厳冬の影響からも減速することが懸念されています。

しかし、基調として米国のマクロ経済や企業収益は底堅く推移すると考えています。トランプ減税は7割程度が個人減税で占められており、法人税率の引下げによって浮いた企業の利益は賃上げなどを通し

て従業員にも還元され、中期的に個人の懐を温めることになると考えられます。設備投資の即時償却やレパトリ減税を受けて海外から還流させた資金を活用し、企業が設備投資を拡大させると予想しています。これらの政策が当面の成長率を押し上げ、経済全体の生産性向上に寄与することが期待されます。また、国内に還流させた資金で自社株買いを行えば、株価の上昇に繋がると考えられます。

景気循環や株価の勢い（モメンタム）に連動すると考えられるISM製造業企業景況指数で考えれば、短期的に55程度まで下がることはあっても、そのレベルでしばらく底堅く推移すると予想しています。

米中貿易摩擦の結末は予断できず

株式市場の焦点は「良好な経済・収益成長」よりも「不透明な政策」に向かっており、しばらくは軟調な展開が続くと思われれます。トランプ政権の敵対的な通商政策に対して、中国が大人の反応を示せば貿易摩擦のエスカレートは回避され、株式市場はしばらくもみ合った後、年央にかけて下値を切り上げる展開に戻っていくと考えます。しかし、現時点では中国による報復関税など米中経済摩擦の結末やそのマクロ経済への影響を予断することはできません。

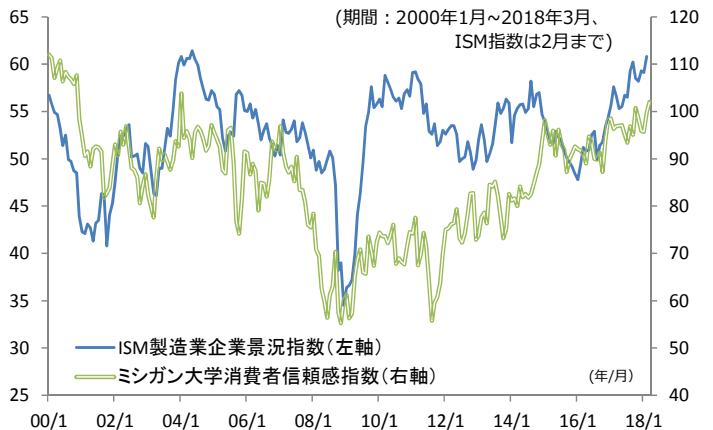
NYダウの推移



(注) NYダウの期間は2015年1月～2018年3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。

製造業の企業景況指数と消費者信頼感指数



欧州株式

域内PMIと貿易摩擦の先行きを焦点に、方向感のない展開へ

欧州	3月28日	4-6月の予想レンジ
STOXXヨーロッパ600指数	369.26p	350p~400p



企業景況感にピークアウトの兆し

2016年中盤以降、安定的に上昇してきたユーロ域内のPMI（企業景況指数）に陰りが見えてきました。これまでのユーロ高を受けて輸出の拡大スピードが減速したことが背景にあると思われます。足元の指数の低下がこれまでの上昇の「小休止」ととどまるか、それとも欧州中央銀行の緩和縮小や米国の保護主義的な通商政策を背景に企業景況感がさらに低下基調を続けるかが今後の焦点になりそうです。米国株式との比較においては、前者の場合は、金融や景気敏感のウェイトが高い欧州株式がアウトパフォームし、後者の場合は、テクノロジーなど成長株のウェイトの高い米国株式がアウトパフォームする蓋然性が高いと考えます。

懸念される貿易摩擦の激化

現在、トランプ政権による関税引上げの標的は中国となっていますが、将来的には米国の第4位の貿易赤字国であるドイツが標的になることも想定されます。北大西洋条約機構（NATO）における欧州諸国の軍事費負担を拡大させることが究極の目的とも考えられますが、米国で中間選挙が近づいてくれば、トランプ大統領が支持基盤とする中西部の自動車産

業の集積地を懐柔するために、欧州、特にドイツの高級車の輸入が標的になることも想定されます。英国のEU離脱によって、将来的にユーロ圏から英国への自動車輸出に関税がかかることも想定されます。またこれまで積極的に開発を進めてきたディーゼル車への規制が強化され売上げが縮小すれば、EU域内の自動車産業への大きな打撃になると考えられます。

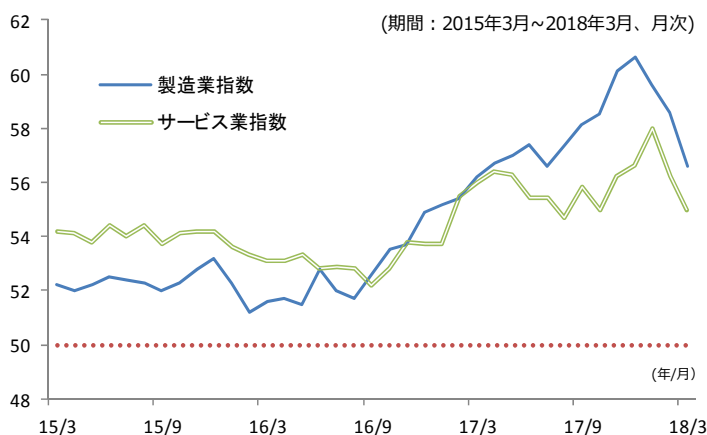
PMIと貿易摩擦の先行きが焦点

域内のPMIが示す通り、欧州株式を取巻くマクロ経済、企業収益は重要な転換期を迎えました。欧州経済の方向性を見通す際には、中国や米国を中心とする世界経済の動向が鍵になります。米国を震源とする保護主義の大波に飲まれて米中経済が急減速することは想定していませんが、米中のみならずその他新興国向けも含めてこれまで強かった輸出の勢い（モメンタム）に陰りが見え、PMIも当面軟調に推移することも想定されます。足元の市場の混乱が収まれば、欧州株式も米国株式の動きにあわせる形で堅調な展開に戻ると考えていますが、当面、貿易摩擦が欧州や世界の経済に与える悪影響には警戒が必要だと考えています。

STOXXヨーロッパ600指数の推移



マークイット社のPMI（企業景況指数）



(注) STOXXヨーロッパ600指数の期間は2015年1月～2018年3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。

米中貿易摩擦を受けて当面、不安定な相場展開へ

アジア	3月28日	4-6月の予想レンジ
MSCI アジア(除く日本)指数	712.17p	670p~780p



警戒される米中貿易摩擦

トランプ政権は鉄鋼、アルミニウムに対する関税（通商拡大法232条）に加えて、中国による知的財産権の侵害を理由に、年600億ドル（約6.3兆円）に相当する同国製品に高関税を課す制裁措置（通商法301条）を発表しました。ターゲットとなるのは中国政府が「メイド・イン・チャイナ2025」で戦略セクターに指定した先進的なIT製品（ロボット、航空機器、電気自動車・自動運転車など）や新素材、バイオ薬品、先進医療機器などになると報道されています。一方、米国の措置に対して中国は米国からの輸入品（農産品、航空機、自動車、産業機械など）に高率の報復関税をかけることを発表しました。しかし、両国が本格的な貿易戦争に突入するよりも、中国が一定の関税を課すことはあっても、輸出自主規制や国内市場の開放といったより穏当な手段で対米貿易黒字の削減を進める可能性が高いと考えます。

工業企業の利益は、昨年秋の共産党大会以降、公共投資の一巡や金融引締めを受けて、製造業のPMI（企業景況指数）にあわせる形で低下傾向を辿ってきました。今後は、鉄鋼、アルミニウムを中心とする素材産業に加えて上記の戦略セクターの企業収益が打撃を受ける可能性があります。

中国経済は新時代へ

2018年は習近平体制2期目の最初の年であるとともに「改革開放40周年」にあたり、経済面で極めて重要な年になると考えられています。そのため景気が急速に冷え込むリスクは極めて小さいと考えます。国有企業の改革にはほぼ目処がついたことから、今後はオンライン消費、ビッグデータ・AI、行政・医療・教育などのネット化、5G、新エネルギーなどニューエコノミー・イノベーション型の国家建設が進むと考えています。

当面、上値の重い展開が続くと予想

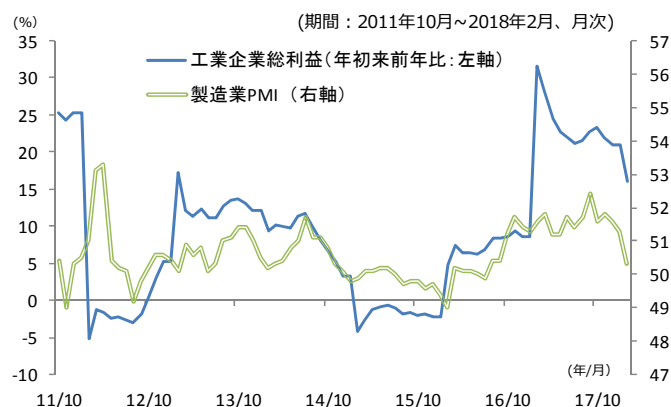
米国の輸入関税によって、これまで米国に向かっていた低価格の素材、ハイテク製品がアジア市場に流れ込む可能性があります。その結果、域内の商品市況が悪化したり、域内企業間で競争が激化すればアジア株式にとっては向かい風です。一方で米ドルが低下基調を辿ると想定されていることは追い風になると思われます。今後数カ月のアジア株式は、域内で需要拡大が見込まれる情報通信技術や消費・サービスセクターが底堅く推移するものの、米中貿易摩擦の域内経済に与える影響が不透明なことからしばらくは上値の重い展開が続くと考えています。

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2015年1月～2018年3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

中国：工業企業総利益と製造業PMI（企業景況指数）



※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。

内外債券 | 長期金利

日本では低位安定、米欧では緩やかな金利上昇を予想

10年国債利回り	3月28日	4-6月の予想レンジ
日本	0.04%	0.0%~0.1%
米国	2.78%	2.6%~3.2%
ドイツ	0.50%	0.4%~0.9%



日銀は現行の金融緩和策を継続する見通し

直近の生鮮食料品を除いたコアCPIは1%まで上昇してきました。しかし、賃金の上昇スピードは依然として緩やかで、エネルギー価格の上昇は足元の円高による輸入価格の低下に相殺されています。そのため、コアCPIはしばらく1%前後で推移すると考えています。

このような環境と「デフレ脱却と持続的な経済成長の実現のための政府・日本銀行の政策連携」を背景に、日銀の黒田新執行部は今後も緩和的な金融政策を継続することが見込まれます。しかし森友問題によって安倍政権の基盤が揺らぎ、海外の中央銀行が量的緩和の縮小を積極化するなか、日銀の政府からの独立性の議論が浮上してきました。安倍政権の将来が不透明になれば日銀の非伝統的な金融緩和政策の将来も危ぶまれ、円高によるデフレ圧力が高まればリフレ派と考えられる若田部副総裁が追加金融緩和を働きかけることも考えられます。しかし、いずれもメインシナリオではなく、年内に2%のインフレ目標の旗を降ろしたり、0%の長期金利目標が変更することは想定していません。10年国債利回りは、海外からの上昇圧力と低位に抑え込みたい日銀のせめぎ合いが続き、3ヵ月程度では上限を0.1%程度とするレンジ内の動きが続くと予想しています。

米国では緩やかな金利上昇を予想

先週行われたパウエル新議長による最初の連邦公開市場委員会では、今回の引締めサイクルで6回目の利上げが行われました。足元の力強い景気拡大や今後表れてくる減税効果を背景に、18年、19年の成長率見通しを引き上げ、失業率見通しを引き下げました。参加メンバーが想定する利上げ回数は18年は3回にとどまりましたが、19年は2回から3回に増えました。基本的に前議長の段階的に利上げを進める政策を踏襲し、タカ派ともハト派ともとれる曖昧なスタンスが窺える発表内容となりました。10年国債利回りは足元でやや安定感を取り戻しましたが、このような金融政策を背景に、今後3ヵ月では3.2%程度まで上昇することもあると予想しています。

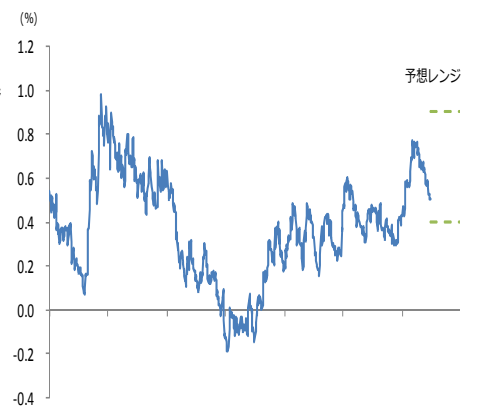
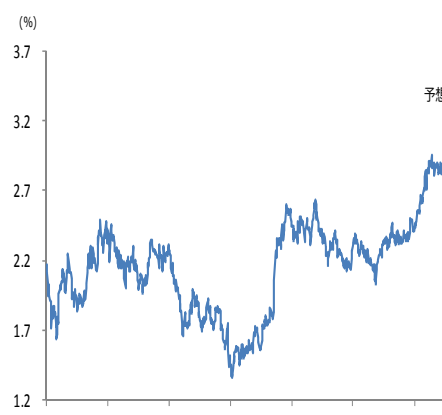
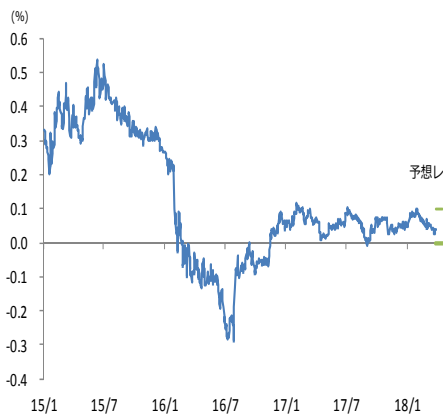
欧州でも緩やかな金利上昇を予想

欧州中央銀行は9月まで月300億ユーロの資産買取りを続けることが想定されていますが、夏前には10月以降のテーパリング（緩和縮小）の検討を開始すると予想しています。イタリアの連立工作の行方によっては市場が再び不安定化することも考えられ、域内のPMIがピークアウトしたこともあり、欧州の長期金利は米国と比較すればやや上がりにくい展開を想定しています。

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2015年1月~2018年3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

当面、対ドル・対ユーロで円高圧力の残る展開か

外国為替	3月28日	4-6月の予想レンジ
ドル円	106.85円	99円～110円
ユーロドル	1.23ドル	1.20ドル～1.28ドル
ユーロ円	131.49円	125円～135円



ドル円相場は緩やかな円高ドル安を予想

22日に発動、発表された「通商拡大法232条」、「通商法301条」を受けてドル円相場は円高が進みました。トランプ政権の通商政策が急速に保護主義に傾斜し、世界が貿易戦争に突入するとの懸念が高まり安定通貨と考えられる円が買われました。米国が対中貿易赤字を削減するためにドル安誘導を進めるとの観測が高まったことも背景にありました。

11月の中間選挙を控えてトランプ政権が当面ドル安を選好するとの見方や日本銀行の来年以降の金融政策の「変化」に着目した円高観測が足元の円高ドル安基調の根底にあるならば、この円高基調が短命に終わるとは考えられません。

ドルの各貿易相手国通貨に対する強さを加重平均した「ドルインデックス」は2016年にピークを打った可能性があります。そのためドル円レートについても、米連邦準備制度理事会の利上げなど短期的なノイズはあっても、中長期的には緩やかにドル安が進むと考えています。

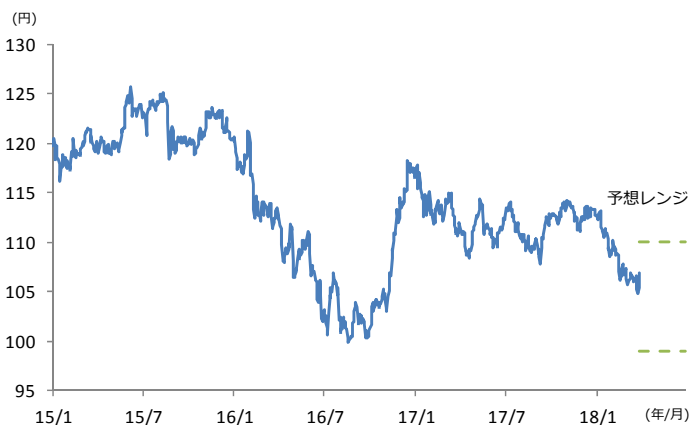
目先は市場の焦点が一時的に金利差に回帰しドル高が進む可能性もありますが、3ヵ月程度では99円程度まで円高が進む可能性があると考えています。

ユーロドルもドル安基調の継続を予想

一連のトランプ大統領の発言や今回の対中報復関税の発表によって、同政権の通商政策の基本方針が徐々に明らかになってきました。トランプ大統領の通商政策の究極的な目標が国内雇用の拡大と貿易赤字の削減にあるなら、中国、メキシコ、日本に次ぐ貿易赤字国であるドイツが次のターゲットとなり、トランプ政権がドル安ユーロ高誘導を強化することも想定されます。また、2014年中盤以降、米国の金融政策の正常化を先取りする形で上昇してきたドルを、これから金融政策の正常化が本格化するユーロが追いかけると仮定すれば、今後もドル安ユーロ高が続くと考えることができます。そのため、短期的な揺り戻しはあっても、中期的にはドル安ユーロ高の基調が継続すると考えています。

ユーロ円については、日欧中銀の金融政策のステージに大きな違いがないため、概ねレンジ内で推移すると予想しています。しかし、円高要因としての金融市場のリスクオフへの傾斜、北朝鮮情勢、イタリアの連立工作を巡る不透明感に注視する必要があると考えています。

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2015年1月～2018年3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)