

情報提供用資料

2019年6月27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. 34

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

米中通商摩擦を受けてしばらくボックス圏の相場を予想

日本	6月26日	7-9月の予想レンジ
日経平均株価	21086.59円	20000円～23000円
TOPIX	1534.34p	1440p～1680p



薄商いでレンジ内の展開

日経平均株価は5月中旬以降、21000円を挟んだレンジ内の展開を続けています。米中通商交渉の先行きやその日本企業の収益への影響が見通せないなか、投資家は上にも下にも大きくポジションを傾けにくい状況です。このような環境で株式市場の取引金額も低迷しています。

先行きが読みにくい米中通商摩擦

6月末に大阪で開催されるG20サミットでトランプ米大統領と習近平中国国家主席が会談することが予定されています。しかし、その場で両者が何らかの妥結に至るとは考えにくく、協議が継続することが予想されます。首脳会談後、早ければ7月にも米国で約3000億ドルの中国からの輸入品の関税が最大25%に引き上げられ、株価が一時的に大幅下落することをメインシナリオとしていましたが、その可能性はこれまでに一定程度低下してきました。米中ともに互いが主張する原理原則を曲げることは考えられませんが、表面的に妥結する方法を探る展開が続くと考えています。

収益リビジョン指数は底這い

四半期ベースの営業利益の対前年成長率は4-6月期が底になると予想されています。一方、5月に一時的

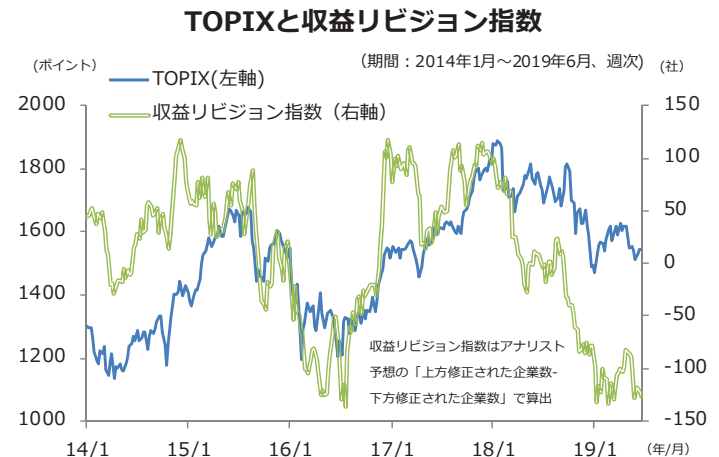
に底打ちした収益リビジョン指数は足元で年明け以来の低水準まで下落してきました。外需企業は足元で円高が進んでいることや米中摩擦の先行きが見通せないこと、内需企業は1-3月期GDPが示したように内需の柱である個人消費や設備投資が低迷していることが原因です。米中通商交渉の結果にもよりますが、しばらくは企業収益の急激な改善は見通しにくいと考えています。

バリュエーションは割安

一方、株価収益率（PER）や株価純資産倍率（PBR）で見たバリュエーションはレンジの下限に近づいてきました。また、米連邦準備制度理事会（FRB）が利下げの可能性を示唆するなか、円高が進み株式市場がさらに下落しても、日本銀行は国債のみならずETF（上場投資信託）買入りの増額に踏み切る可能性があると考えています。

当面、ボックス圏を予想

国土強靱化、増税前の駆け込み需要、自社株買いなどの株主還元の拡大、コーポレートガバナンスの改善など日本固有のプラス材料も見られますが、これらの材料が市場全体を押し上げるとは考えていません。しばらくは米中通商交渉の先行き、FRBの金融政策に一喜一憂する展開が続くと考えています。



(注) 日経平均株価の期間は2016年1月～2019年6月26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

※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

当面不安定ながら、早晚視界が開け上値を目指す展開へ

米国	6月26日	7-9月の予想レンジ
NYダウ	26536.82ドル	25000ドル～28000ドル
S&P500指数	2913.78p	2700p～3100p



高値更新したS&P500指数

6月に入ってFRBの利下げ見通しを受けて上昇に転じた株式市場はその後、月末のG20大阪サミットにあわせて開催される米中首脳会談で最悪の事態が回避されるとの観測が浮上し、S&P500は歴史的な高値を更新しました。

米中協議と利下げのコンビネーション

米中首脳会談は大阪で開催されますが、その場では結論は出ず、新たな関税引上げを見送りながら協議が継続される可能性が高いと考えています。仮に7月以降に米国が第4弾の関税を引上げ、一時的に株価が下落しても、その後にFRBが利下げを行えば株価は持ち直す可能性があります。逆に、何らかの形で米中が妥結すれば、株式市場は上値を追う展開に移行すると思われます。米中ともに自らの主張を曲げることは難しく、一方で互いの経済や国民生活を傷つけることも回避したいことから、中間点で落とし所を模索する動きが続くと思われます。トランプ大統領が、経済への影響が大きい一部の消費財を関税対象からはずしたり、税率を低水準にとどめることも考えられます。

利下げ開始後の株式市場

米国の金融政策が利下げサイクルに入った後の株

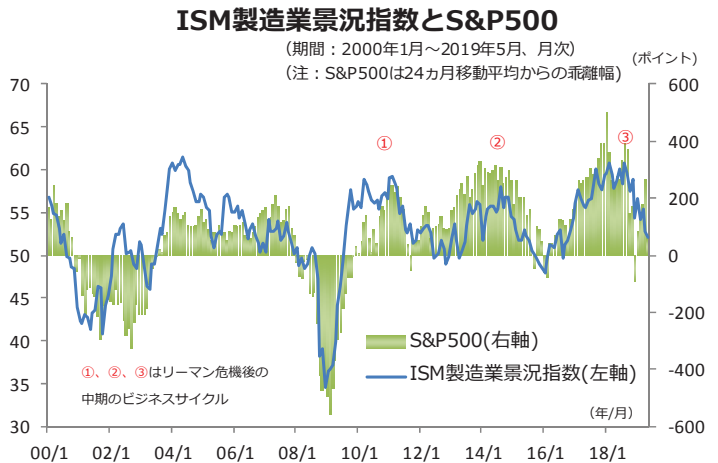
価を予想するには、米国経済の動向が最も重要な鍵になると考えています。1990年以降、4回の利下げ開始以降の株価推移を振り返ると、メキシコ危機やアジア危機の米国経済への波及を回避するために行われた95年、98年の「予防的」な利下げ後の株価は上昇しました。一方、FRBが利下げを行っても景気後退を回避できなかった2001年、2007年の株価は大幅続落しました。今後の株価推移は、FRBの利下げが「予防的」と判断されるか「手遅れ」と判断されるかに大きく依存すると思われます。直近52.1まで低下してきたISM製造業景況指数が上昇に転じるか、50を下回って低下を続けるかが有効な判断材料になると考えています。

先行きが見通しやすくなり、上値を目指す展開へ

マクロ経済面では通商政策のマイナス面を金融政策・財政政策によるプラス面でどれだけ相殺できるかが焦点になると考えられます。一方、機関投資家のポートフォリオにおけるキャッシュ比率は2011年以来の高水準に達し、株式の買い余力は拡大しています。長期金利が低下し、株式の相対的な魅力も高まってきました。米中協議、マクロ経済、企業収益の先行きが見通しやすくなれば、株式市場はさらに上値を目指す展開を続けると考えています。



(注) NYダウの期間は2016年1月～2019年6月26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

脆弱な域内経済や米中摩擦を受けて神経質な展開へ

欧州	6月26日	7-9月の予想レンジ
STOXXヨーロッパ600指数	382.20p	360p~405p



ハト派転換したECB

FRBに続いて欧州中央銀行（ECB）のドラギ総裁も「経済・物価情勢が改善しなければ追加の刺激策が必要になる」と発言し、金融緩和に前向きな姿勢を鮮明にしました。株式市場はこの発言を好感して上昇に転じましたが、この発言の裏には域内経済が低迷し、物価が上がりにくい状態があることを十分認識する必要があると考えています。

製造業とサービス業で二極分化

欧州経済全体は低迷を続けていますが、製造業とサービス業の間で二極化が鮮明になってきました。米中通商摩擦の悪影響を受け、中国やアジア向けの輸出を中心とする製造業が低迷する一方、2013年をピークに安定的に低下する失業率を受けてサービス業は底堅く推移しています。この二極化は企業景況指数に如実に表れています。株式市場では2018年初頭以降、ユーロ安を背景に製造業を中心とする外需セクターがサービス業を中心とする内需セクターをアウトパフォームしてきましたが、今後この基調が反転する可能性があると考えています。

高まった「合意なき離脱」の可能性

欧州議会選挙も終わり、英国のEU離脱（ブレグ

ジット）、イタリアとEUの財政を巡る対立を除けば政治面の不透明感は一服したように見えます。英国では保守党の党首選が始まりましたが、EU離脱強硬派のジョンソン前外相がリードしていることから「合意なき離脱」の可能性はむしろ高まったと見ています。足元で中国や日本に向かっていく米国の通商政策の矛先がいつ欧州に向かってくるかわからないことにも警戒が必要です。

構造改革を進めるドイツ銀行

ドイツ銀行は焦げ付いたデリバティブ契約や不良債権を「バッドバンク」に分離することを発表しました。投資銀行の縮小、決済銀行・ウェルスマネジメントの拡大などの構造改革を打ち出していますが、同行149年の歴史で最安値まで売り込まれた株価が反転に向かうかどうかは予断を許しません。

当面、神経質な展開を予想

中期的には中国経済が安定に向かい外需産業を取り巻く環境が改善したり、ECBが金融緩和を再開させれば、欧州株式が上値を試す展開に移行する可能性はあります。しかし、しばらくは停滞する域内経済や不透明な米中協議を受けて神経質な展開が続くと予想しています。

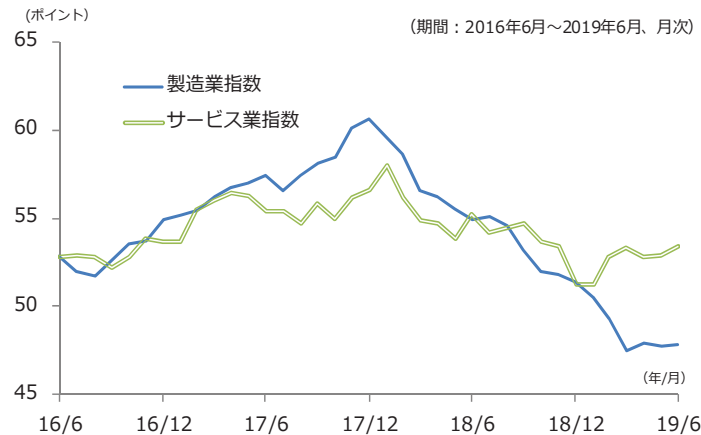
STOXXヨーロッパ600指数の推移



(注) STOXXヨーロッパ600指数の期間は2016年1月～2019年6月26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。

ユーロ圏企業景況指数（マークイット）



アジア株式

米中摩擦のマイナス面と米利下げのプラス面のせめぎ合い

アジア	6月26日	7-9月の予想レンジ
MSCI アジア(除く日本)指数	647.34p	600p~700p



底打ちしたアジア株式

日本の連休中に伝えられたトランプ米大統領の「関税引上げツイート」以降、アジア株式は大幅に下落しましたが、その後、FRBが早期に利下げを行い米中協議が進展するとの見通しが高まり、底打ちから上昇に転じました。

中国経済が持ち直すタイミングが後ずれ

中国経済については年央にはソフトランディングすると予想していましたが、米国による2000億ドル分の関税引上げと中国の報復関税によってそのタイミングが後ずれしたと考えています。しかし、10月には建国70年、来年は所得倍増計画の最終年にあたり、2021年には共産党創立100年を迎えるため、共産党政権にとっては景気が失速し国民の社会不安が高まることを避けることが当面の至上命題となっています。そのため、これまでに打ち出された景気刺激策の効果が現れてこなければ、さらに強力な追加策が打ち出されると予想しています。

アジア株式に2つの追い風

中国経済の持ち直し時期は後ずれしましたが、アジア株式全体に対しては2つの追い風が吹き続けていると考えています。一つはFRBの金融政策が利上げ

休止から一歩進んで「利下げモード」に入ってきたことです。FRBの利下げが始まると米国の長短金利が低下し、ドル安圧力が高まります。その結果、より高いリターンを求めてドル資産から新興国に資金が向かいやすくなると思われます。もう一つは域内のインフレ安定を背景にアジア中銀の金融緩和余地が拡大してきたことです。関税引上げの悪影響が鮮明になってきた中国でも人民銀行は金融緩和に前向きです。実際の金融緩和や金融緩和余地の拡大によって域内経済の安定感が増し、株式市場への流動性供給が拡大すると予想しています。

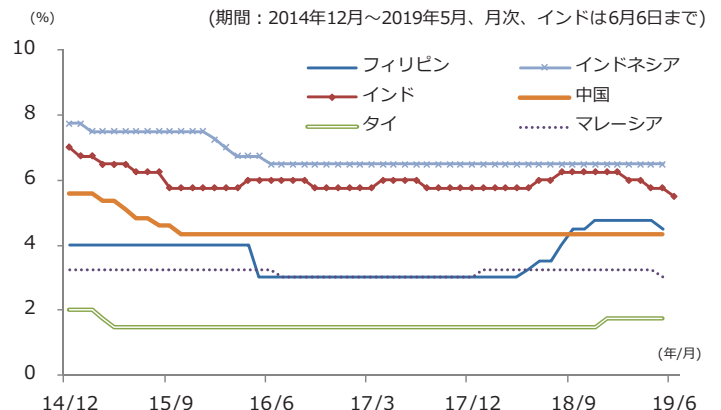
しばらく上値の重い展開が続くと予想

米中通商摩擦が落ち着くまではアジア株式が上値を試すことは難しいと思われます。しかしアジアの株式市場は一様ではありません。中国のインフラ投資や消費奨励策の恩恵を受ける中国の内需関連や東南アジアの一部セクターが相対的に高リターンを挙げると考えています。また、中期的に中国からアセアン諸国へ生産基地を移す動きが進めばベトナム、フィリピン、マレーシア、タイの経済や株式市場が恩恵を受けると考えられます。しばらくは米中摩擦によるマイナス要因とFRBの利下げに起因するプラス要因のせめぎ合いが続くと考えています。

MSCIアジア (除く日本) 指数の推移



アジア主要国の政策金利



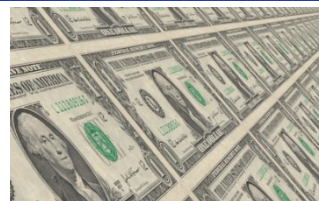
(注) MSCIアジア (除く日本) 指数の期間は2016年1月~2019年6月26日。MSCI指数はMSCI Inc.が算出している指数です。同指数に関する著作権、知的財産権その他一切の権利はMSCI Inc.に帰属します。またMSCI Inc.は、同指数の内容を変更する権利および公表を停止する権利を有しています。

(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。

日米欧の金融緩和競争入りを受けて長期金利は低位安定

10年国債利回り	6月26日	7-9月の予想レンジ
日本	-0.14%	-0.20%~-0.05%
米国	2.05%	1.8%~2.3%
ドイツ	-0.30%	-0.40%~-0.05%



日銀も金融緩和競争へ

FRB、ECBに続いて日銀の黒田総裁も世界的な金融緩和競争に参戦する意思を表明しました。黒田総裁は20日の金融政策決定会合後の会見で「世界経済を巡る下振れリスク」に言及し、追加緩和の手段として①短期政策金利の引下げ、②長期金利操作目標の引下げ、③上場投資信託（ETF）などの資産買入れの拡大、④国債購入額の増額などによるマネタリーベース拡大ペースの加速を挙げました。金融緩和による副作用を考慮すれば、これらは米中通商摩擦がエスカレートした際の対抗措置だと思われます。市場ではフォワードガイダンス（先行き指針）が延期される可能性が最も高いと考えられています。10年国債利回りは現在の操作目標の下限である-0.2%まで低下する可能性もあると考えています。

米国長期金利は緩やかな低下基調を予想

6月の連邦公開市場委員会（FOMC）では利下げが見送られましたが、先物市場では年内2-3回の利下げが既に織り込まれ、大方の市場参加者は7月のFOMCで利下げが行われると予想しています。NY連銀が算出する製造業景況指数は大統領選直前の水準まで低下し、米中通商摩擦によって米国景気が急減速することが懸念されています。FRBのパウエル議長もこの懸念を共有していることから、金融緩和に

転換するタイミングが想定よりも早まる可能性が高まってきました。コアCPIは2%まで低下し、長短金利ともに足元で急速に低下しています。短期的には下げ過ぎの修正も想定されますが、トレンドとしては緩やかな景気減速を背景に10年国債利回りは2.0%を下回って低下すると考えています。

欧州でも金利は低位安定

ECBのドラギ総裁はポルトガルで行われた中銀フォーラムで「経済・物価情勢が改善しなければ追加の刺激策が必要になる」と語りました。具体的な刺激策の選択肢としては①マイナス金利の深掘り、②昨年末に打ち切られた量的緩和（資産買取り）の再開、③20年前半まで利上げを行わないという先行き指針の変更、④市中銀行へのマイナス金利での貸出しなどが挙げられます。欧州の経済や金融構造が「日本化」する可能性が高まってきたと考えています。米中通商摩擦が世界経済に暗雲を投げかけ、先進国の中央銀行が金融緩和競争に突入するなか、先進国で発行された国債残高の20%以上がマイナス金利に沈んでいます。ブレグジットに関する不透明感やイタリアとEUの財政を巡る意見の対立も安全資産であるドイツ国債の魅力を高めそうです。ドイツ10年国債利回りは-0.40~-0.05%のレンジ内で安定的に推移すると予想しています。



(注) グラフの期間は2016年1月~2019年6月26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

「ドル高是正」を視野に入れた展開へ

外国為替	6月26日	7-9月の予想レンジ
ドル円	107.79円	105円～111円
ユーロドル	1.14ドル	1.10ドル～1.18ドル
ユーロ円	122.54円	119円～126円



金融緩和余地の大小が円高材料

日米欧の中央銀行がそろって金融緩和に舵を切るなか、緩和余地の大小が為替市場を動かす要因になっています。日銀の短期金利目標が-0.1%である一方、米国の政策金利は2%を上回っています。日銀よりもFRBの利下げ余地の方が大きいとの思惑から1ドル=107円台までドル安円高が進みました。TAG（日米物品貿易協定）交渉で為替条項が取り上げられるとの観測が浮上してきたことも円高材料となりました。大阪で予定される米中首脳会談では新たな関税引上げを棚上げしつつ協議を継続することで合意すると思われます。その合意自体がドル円レートに大きな影響を与えるとは考えていませんが、その後の米中協議に曲折が予想されることは安定通貨である円の買い材料になりそうです。1980年代のプラザ合意やその後の日米交渉を思い返せば、トランプ大統領が対中国で強硬姿勢に出る目的の一つは米国の貿易赤字を縮小させるための「ドル高是正」にあると考えることができます。そのため、ドル円相場でもしばらくはドル安円高圧力がかけられ続けると考えています。また、FRBによる7月の利下げは市場にほぼ織り込まれていますが、その前後にはドル安円高が進みやすくなると思われます。

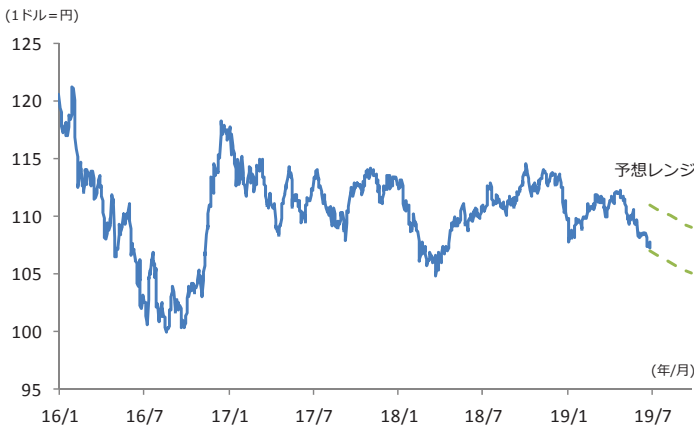
中期的にユーロ高ドル安へ

ユーロドル相場でも中央銀行の緩和余地の違いを材料にユーロ高ドル安が進んでいます。マイナス金利の深掘りに前向きな姿勢を示すECBのドラギ総裁に対してトランプ大統領は不満をもらしています。物価目標を達成するための金融政策を為替介入と同列に扱うことに対する市場の評価はわかれています。同大統領の「ドル高是正」の姿勢が短期間で修正されるとは考えていません。3カ月程度では、先進国の金融緩和競争が止まらないなかで、限られたECBの緩和余地や米国経済の緩やかな減速基調を背景にユーロ高ドル安トレンドが継続すると予想しています。

新興国通貨はしばらく安定した展開を予想

FRBが「利下げモード」に入ってきたことから、金利低下が見込まれる米国から新興国に資金が流れやすい環境になってきたと考えています。アジアを中心とする新興国通貨はしばらく堅調に推移すると予想しています。中国人民元についても、中国政府が米中交渉の戦術として一時的に元安を容認することはあっても、協議が進展する段階ではドル安元高に向かうと考えています。

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2016年1月～2019年6月26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(2019年5月末現在)

【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)