

情報提供用資料

2018年5月31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. 21

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

当面は不安定ながら、その後は上値を試す展開を想定

日本	5月30日	6-8月の予想レンジ
日経平均株価	22018.52円	21000円～23500円
TOPIX	1736.13p	1650p～1850p



日本株式が上昇する典型パターンに変調

3月末以降、米国長期金利の上昇、円安ドル高、日本株高が同時に進行する典型的な日本株式の上昇パターンをたどってきました。この間、企業側の慎重な当期の収益見通しの悪影響を外国人による先物の買い戻しが相殺する形となりました。米国経済の成長スピードが再加速するとの思惑が高まったことや米朝融和ムードが広がってきたことが背景にあったと考えています。しかし足元では米朝関係が逆回転する可能性が高まり、リスクオフの円高の兆しも見え始めました。上昇相場が継続するかどうかを考える際には、為替レートと企業収益予想の修正トレンド、外国人による先物買い戻しの余地が鍵を握ると考えています。

為替レートと企業収益予想

企業側から発表された19年3月期の収益予想は市場の予想を下回る慎重なものでした。経常増益率については市場参加者の約8%に対して企業側は3%前後と予想しています。為替の前提を市場は1ドル110円、企業は105円程度と置いていること、企業側が人件費、設備投資・R&Dコストを市場より多めに見積もっていることなどが背景です。今後、為替レートが現在の水準で推移すれば、企業の収益見通しが市場見通しに収斂して株価が上昇すると考えられますが、ド

ル円レートが105円に向かって円高が進めば、市場見通しが企業側の慎重な見通しに収斂し、株価も上値の重い展開に移行すると考えています。為替見通しの変化によって不安定に推移する相場がしばらく続きそうです。

外国人の先物買い戻し

3月までに大量に売ってきた株式先物を外国人が買い戻しを始めたタイミングで、株式市場が上昇局面に入りました。1月から直近までの売買額を合計すると、売越し額が買越し額を3兆円以上上回っています。これらの買い余力が残っているため相場が大きく下押しすることは回避されると考えています。

当面、不安定な展開を予想

国内のマクロ経済は底堅く推移すると予想しています。3月短観における企業の設備投資計画は例年よりも高めに出てきました。トランプ減税の恩恵を受ける米国や省力化投資が見込める中国への機械輸出の伸びが期待されます。米国の輸入自動車への関税引上げについても注視する必要があると考えます。株式市場は当面、北朝鮮情勢、安倍政権を巡る不透明感、円安の揺り戻しに対する警戒感から不安定に推移すると予想します。しかし、その後は収益見通しの改善を受けて上値を試す展開に転換する可能性があると考えています。

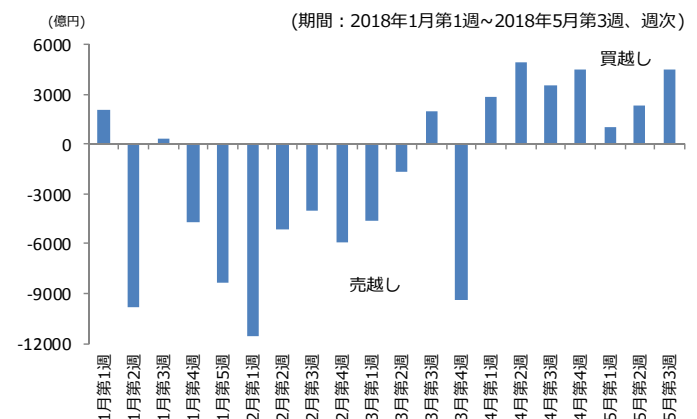
日経平均株価の推移



(注) 日経平均株価の期間は2016年1月～2018年5月30日

※上記の予想レンジや見通しは投資情報部の見解であり、

外国人投資家の先物売買差引き額



(出所) Bloombergのデータより岡三アセットマネジメント作成
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

3%程度の長期金利にも慣れ、底堅い展開を予想

米国	5月30日	6-8月の予想レンジ
NYダウ	24667.78ドル	23700ドル～26000ドル
S&P500指数	2724.01p	2600p～2840p



1-3月より加速する4-6月の実質GDP成長率

ISM製造業景況指数が3月、4月と連続して前月を下回り、景気の先行きに不透明感が漂ってきました。しかし、これはトランプ減税やハリケーン後の復興需要を受けて実体以上に高まった企業経営者の景況感が修正された結果だと考えています。5月のフィラデルフィア連銀の製造業景況指数は大幅に上昇し、アトランタ連銀が発表するGDPNowは4-6月期の実質GDP成長率が4%程度まで加速することを予想しています。ISM製造業景況指数は短期的に55～56まで低下することがあっても、そのレベルでは底堅く推移すると予想しています。

原油高のインパクト

原油価格が一時70ドル/バレルを超え、ガソリン価格の上昇によって個人消費が減退するとの懸念が高まってきました。しかし、ガソリン値上げによるマイナス効果はトランプ減税による可処分所得の増加によって一定程度打ち消され、エネルギー関連の設備投資の拡大が成長率を高めることも期待されます。

トランプの通商政策

米中通商摩擦については、米国が中国からの輸入品への関税を保留し、中国が輸入関税引き下げなど

を通して農産物、エネルギー、自動車などの輸入拡大を進めることで一先ず歩み寄りを見せました。一方、先週検討が始まった輸入自動車の関税引上げは自動車価格の上昇を通して、個人の消費マインドや物価に悪影響を与えるとも考えられます。基本的にトランプ大統領の交渉スタイルは最初に拳を高く振り上げ、その後の交渉を通して落とし所を探るものなので、彼の初動に過度に反応することは控えるべきだと考えています。特に同氏の通商政策の究極的な目的は米国の有権者を豊かにすることにあるので、米国企業に対する悪影響は限定的だと考えています。

米国株式は底堅い展開か

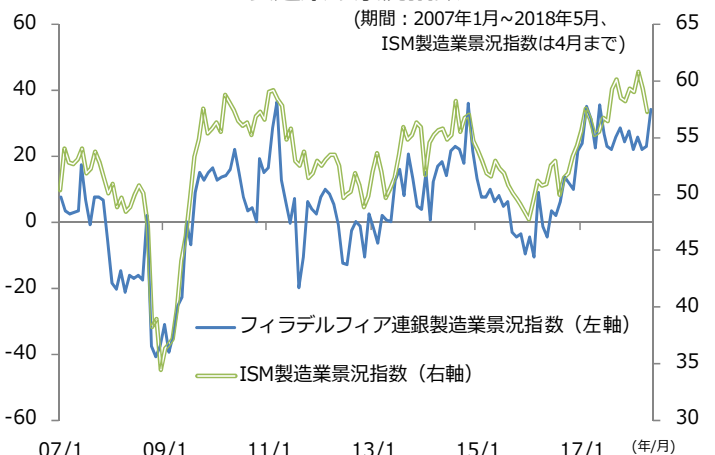
底堅いマクロ経済やトランプ減税の効果で少なくとも10-12月期までは前年比で20%を超える1株利益の成長が見込まれています。長期金利の上昇が株式市場に悪影響を与えるとの思惑もありますが、2月の大幅下落時と異なり、市場参加者は既に3%の長期金利に慣れてきたと考えています。3.5-3.8%までの長期金利の上昇は株価上昇につながると考えています。金利サイクル上、米国経済は景気過熱期を迎え、株価の上値が重くなる局面を迎えますが、過去にも米国株式は景気後退を迎えるまで上昇を続けたので、今回もしばらく底堅い展開が続くと予想しています。

NYダウの推移



(注) NYダウの期間は2016年1月～2018年5月30日 (出所) Bloombergのデータより岡三アセットマネジメント作成

製造業の景況指数



※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。

欧州株式

米国株式に対してアンダーパフォームしやすい展開を想定

欧州	5月30日	6-8月の予想レンジ
STOXXヨーロッパ600指数	385.49p	370p~405p



欧州株式は米国株式をアウトパフォーム

3月以降、欧州株式は米国株式に対してアウトパフォームし、英仏の株価指数は1月の高値を抜きました。3月以降のユーロ安・ポンド安、原油高が追い風となりました。フランス市場では、アジアでの売上げ拡大が見込まれたラグジュアリー（高級品）セクターが上昇を牽引しました。

中期的に底打ちが期待される企業景況感

ユーロ圏のPMI（企業景況指数）からも読みとれるように、足元の欧州経済は17年後半と比べればやや精彩を欠いています。歴史的に欧州の企業景況指数の動きは米国や中国の景況指数に3-4カ月遅れします。米中の一部の景況指数が上向き始めたことから、欧州の景況感は一時的に低迷した後は底打ちに向かうと考えています。一方、賃金や物価の伸びは安定しており、欧州中央銀行（ECB）の拙速な金融政策の正常化が景気を冷やすことも想定していません。

原油相場の見通し

2017年以降のOPEC減産や中東の地政学リスクの高まりを背景に原油価格が上昇し、ブレント先物は一時80ドル/バレルに乗せました。米国と比べて欧州

の株価指数にはエネルギーや素材銘柄が多く含まれていることから、これまでも原油高は欧州株式の背中を押してきました。しかし、今回の原油価格の上昇過程では米国シェールが増産を進め、6月22日のOPEC総会を控えて加盟国やその他産油国が増産に向けた議論を始めたことから、足元では原油価格に天井感が見えてきました。今後、原油価格が軟調に推移すれば、欧州株式が米国株式にアウトパフォームする理由が一つ消滅することになると考えられます。

警戒されるトランプ政権の通商政策

トランプ政権は安全保障を理由に輸入自動車の関税引上げの検討を開始しました。打撃を受けるのは日本やドイツから米国に輸出する車、日独メーカーがメキシコで組み立てて米国に輸出する車です。かけ声倒れに終わる可能性もありますが、米国のイラン制裁によって欧州企業がイランビジネスから撤退を迫られる可能性とともに警戒が必要です。イタリアの政局が市場混乱の震源地になる可能性も高まってきました。当面ドル高が続く可能性がありますが、中期的にドル高や原油高に一服感が出てくれば、欧州株式は米国株式に対してアンダーパフォームしやすい展開に転換すると予想しています。

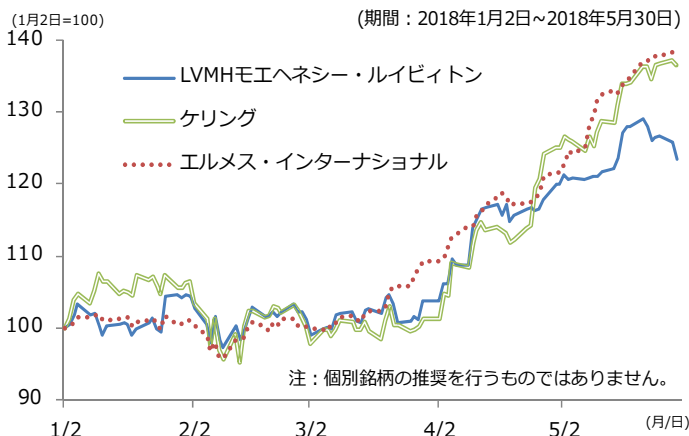
STOXXヨーロッパ600指数の推移



(注) STOXXヨーロッパ600指数の期間は2016年1月～2018年5月30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。

フランスのラグジュアリー（高級品）セクターの株価



注：個別銘柄の推奨を行うものではありません。

通貨不安はアジア全体に伝播しないが、不安定な相場を予想

アジア	5月30日	6-8月の予想レンジ
MSCI アジア(除く日本)指数	702.18p	670p~750p



通貨不安のアジア市場へ伝播は想定せず

教科書的な米国の金利上昇に触発された新興国から先進国への資金逃避が加速してきました。アルゼンチンやトルコに端を発した資金流出の波がアジア各国に波及するかどうかを見極める重要な局面を迎えました。1994年の米国利上げ時にアジア株式市場は大幅に調整しましたが、2004年に始まった利上げ局面ではアジア株式は上昇基調を継続しました。今回は1994年と2004年のどちらのパターンをたどるかが注目されています。

アジアの経済ファンダメンタルズは依然として健全だと考えています。成長率も安定的に先進国を上回り、インフレも足元の原油高にもかかわらず低水準で安定しています。最も注目される経常収支もインド、インドネシア、フィリピンなど一部の国を除けば黒字を維持しています。アジア通貨危機時と比べても、中央銀行の独立性が高まり、多くの通貨が固定相場制から変動相場制に移行するなど構造改革も進んでいます。一部、ファンダメンタルズの弱い国が狙い撃ちされる可能性はありますが、アルゼンチン、トルコの混乱がアジア全体に伝播することは想定していません。結論としては1994年よりも2004年に近いパターンをたどると予想しています。

想定よりも底堅い中国経済

習近平2期目の中国経済は、数年前に市場が想定していたよりも底堅く推移しています。従来型の住宅、インフラ投資に牽引された建設、鉱工業部門が余剰設備の廃棄や負債縮小（デレバレッジ）の流れを受けて減速する一方、Eコマースなどのサービス、ICT（情報通信技術）セクターが経済を牽引しています。このような動きの恩恵を受けるセクター、銘柄には依然として上値余地があると考えています。モバイルデータの通信量は一段と増加しており、それにあわせる形でBAT（Baidu, Alibaba, Tencent）の売上げも加速しています。

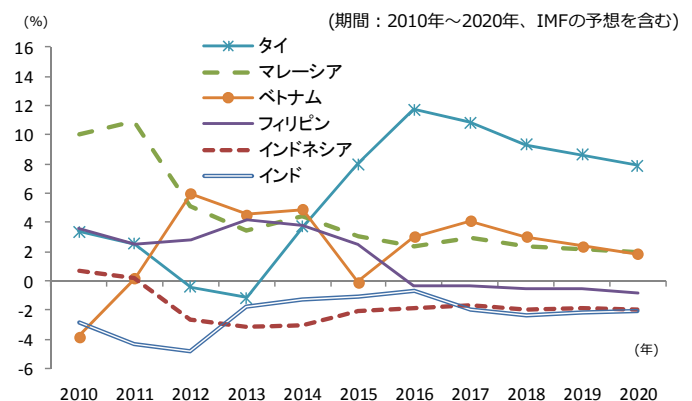
当面、不安定な相場展開を予想

米中通商交渉は一先ず歩み寄りを見せましたが、先行きは予断を許しません。もしも米中の貿易戦争が現実になれば、中国、日本、米国の製造業のサプライチェーンに組み込まれたアジア企業や米国や中国向けの輸出セクターが最も大きなダメージを受けると考えられます。米国金利の動きからも目が離せません。今後数カ月のアジア株式は、ボラティリティの高い不安定な展開が継続すると予想しています。

MSCIアジア（除く日本）指数の推移



アジア各国の経常収支（GDP比）



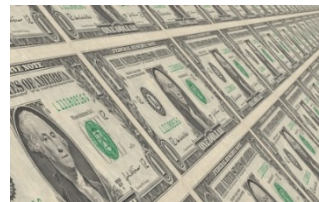
(注) MSCIアジア（除く日本）指数の期間は2016年1月～2018年5月30日。MSCI指数はMSCI Inc.が算出している指数です。同指数に関する著作権、知的財産権その他一切の権利はMSCI Inc.に帰属します。またMSCI Inc.は、同指数の内容を変更する権利および公表を停止する権利を有しています。
(出所) Bloomberg、国際通貨基金（IMF）のデータより岡三アセットマネジメント作成

※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

日本、米国、欧州とも金利が上がりにくい展開を想定

10年国債利回り	5月30日	6-8月の予想レンジ
日本	0.04%	0.0%~0.1%
米国	2.86%	2.6%~3.3%
ドイツ	0.37%	0.1%~0.7%



日銀は現行の金融緩和策を継続する見通し

3月の実質賃金総額は前年同月比で0.7%増加しました。名目賃金の伸びが物価上昇率を安定的に上回るようになれば、消費者の購買意欲が高まり物価も上昇すると考えられます。しかし、マクロレベルでこのような環境へ転換するにはしばらく時間がかかると予想しています。

このような環境下で、日銀の「長短金利操作付き量的・質的金融緩和政策」の大枠が年内に変更されることは想定していません。一方、黒田日銀総裁の非伝統的な金融緩和政策の後ろ盾である安倍首相が森友・加計問題で退陣を余儀なくされたり、対日貿易赤字の削減を念頭に置いた米トランプ政権が、日銀の金融政策が円安を引き起こしていると判断すれば、金融政策の正常化圧力が高まる可能性があります。その結果、長期金利が不安定化することも考えられますが、いずれのケースもメインシナリオとは考えていません。今後3カ月程度で10年国債利回りは上限を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。

米国でもレンジ内で推移か

ISM製造業景況指数はまだ下げ止まっていませんが、その他の指標には米国景気の底堅さが見えてきました。トランプ減税や財政拡張による景気底上げ

効果はこれから顕在化してくるため、連邦準備制度理事会（FRB）のバランスシート縮小と利上げは予定通り粛々と進められると考えています。10年国債利回りは当面FFレートの引上げにあわせて上昇するものの、ある時点を過ぎると上昇したFFレートが景気を冷やし始めることから、上がりにくくなり、長短金利差（イールドカーブ）は徐々に縮小（フラット化）すると予想しています。そして10年国債利回りが短期金利を下回ると、米国経済は景気後退を迎えると考えられています。今後3カ月程度では10年国債利回りは3.3%程度を上限とするレンジ内で推移す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

イタリアで誕生する連立政権が放漫財政に向かい、反EUの姿勢を強めることが懸念されています。ECBが10月に債券購入額を減額し、年内に購入を打ち切り、来年後半に利上げを開始することをメインシナリオとしていますが、イタリアの混乱が拡大したり、域内の企業景況感が下げ止まらなければ、金融政策正常化のスピードはこの想定よりも遅れる可能性が高まると考えています。今後3カ月程度ではドイツの長期金利は0.1-0.7%のレンジ内で推移すると予想しています。



(注) グラフの期間は2016年1月~2018年5月30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

ユーロ圏経済減速と伊政局の混乱を受け、ユーロに売り圧力

外国為替	5月30日	6-8月の予想レンジ
ドル円	108.91円	105円～112円
ユーロドル	1.17ドル	1.12ドル～1.21ドル
ユーロ円	127.02円	122円～132円



ドル円相場は緩やかな円高ドル安を予想

3月後半以降、米国景気への見方が改善したほか、米中の通商摩擦や北朝鮮を巡る地政学リスクが後退したことから安全通貨と考えられる円が売られました。しかし直近、米朝首脳会談の中止が発表され、市場は一気にリスクオフに振れ、円高が進みました。

金融政策の正常化でFRBが日本銀行に先行していることを材料にドルが買われる展開が続く可能性はあります。しかし、当面は米朝関係の悪化や米国の保護主義的な通商政策を強化する姿勢を受けて市場が不安定化すれば、安全通貨である円が買われやすくなると考えています。中期的にも、米国の「双子の赤字」の拡大や米国外の経済も徐々に上向くと考えられることから、ドルが売られやすい展開が続くと予想しています。米国のムニニューシンの財務長官は「長期的にはドル高が望ましい」と発言しましたが、11月の中間選挙までは米国発のドル安円高圧力がかかることにも警戒しています。

ドル円相場は、当面これまでの円安の揺り戻しで現在の水準からはやや円高が進むものの、3カ月程度では105円と112円程度のレンジ内の展開を想定しています。

ユーロドルはしばらくユーロ安継続を予想

ユーロドル相場でもドル高が続いてきました。欧州の景況感や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つけるため、将来的にはドル安ユーロ高が進むと考えられます。

しかし、目先はイタリア新政権がユーロ売り材料になると考えています。連立政権を樹立すると考えられる極右の「同盟」とポピュリストの「五つ星運動」は反EU、反移民、財政拡張を掲げて選挙戦を戦ってきました。欧州ではギリシャに次いでGDP比の政府債務比率が高いイタリアが一層の財政赤字拡大につながる最低所得保障や減税などを打ち出してきました。域内第3位の経済大国であるイタリアがマーストリヒト条約以来のEUの健全財政路線に反旗を翻せば、ユーロの信任に傷がつくことになりそうです。政権が樹立できず、再選挙の可能性も出てきました。また先物市場におけるユーロ買いポジションが縮小すれば、ユーロ安が進むと思われます。

ユーロ円については、ユーロ圏の景況感が底打つタイミングやイタリアの政策にもよりますが、当面はユーロ安が継続すると考えています。

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2016年1月～2018年5月30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)