

情報提供用資料

2018年2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.18

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

調整後は相場上昇を予想するも、円高や北朝鮮情勢に警戒

日本	2月26日	3-5月の予想レンジ
日経平均株価	22153.63円	20000円～24500円
TOPIX	1774.81p	1630p～1960p



米国株式の調整にあわせて大幅下落

2月初め以降、米国株式の調整にあわせて日本株式も大幅に下落しました。その後、米国株式がいち早く安定に向かった一方、日本株式は依然として不安定な展開が続いています。この違いの最大の理由は「ドル安円高」にあったと考えています。これまで幾度となく「日本株式の為替離れ」が議論されてきましたが、今回は円高に弱い日本株式の一面が再確認された形となりました。「内需セクターが強くなった、輸出企業の収益も為替の影響を受けにくくなった」という意見が聞かれる一方、MSCI日本の収益リビジョンレシオは依然としてドル円レートの影響を受けています。

ドル安円高の理由

一般的に、米国で長期金利が上昇すれば日米金利差の拡大を通してドル高円安が進みますが、ここ数週間は逆にドル安円高が進んでいます。これは、市場参加者が中間選挙を控えて貿易収支を改善したいトランプ政権がドル安を選好すると判断したとともに、来年以降に想定される日銀の引締め方向への政策変更を見込み始めた結果とも考えられます。この仮説に基づけば、足元の円高基調は年後半まで継続すると考えられそうです。その結果、輸出企業を中

心に収益見通しが悪化し、日本株式の上値が抑えられる可能性が高まってきたと考えます。

懸念される北朝鮮情勢

現時点では、北朝鮮のほほ笑み外交を受けて韓国の文在寅（ムン・ジェイン）大統領は対北で融和的な姿勢を強めています。しかし、米国は朝鮮半島の非核化を、北朝鮮は核保有国としての米朝関係の構築を究極の目標としていることに変わりはなく、3月18日にパラリンピックが終了し、米韓合同軍事演習が始まれば、情勢が一気に流動化することも想定されます。株式市場が安定化する前に朝鮮半島情勢が悪化することが懸念されます。

調整後は緩やかに上昇する展開を予想

これまで市場をサポートしてきた世界同時景気拡大、底堅い企業収益、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。10-12月期の決算発表を終え、18年3月期の経常利益は約15%、19年3月期も8%程度の増益率が予想されています。しばらく調整した後の国内株式は米国株式を追う形で緩やかに上昇すると考えます。しかし、円高や北朝鮮情勢を材料に、日本株式のパフォーマンスが米国株式に劣後する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

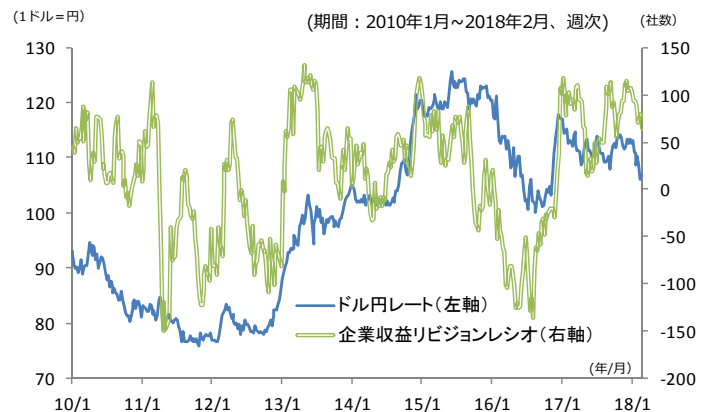


(注) 日経平均株価の期間は2015年1月～2018年2月26日

(出所) Bloomberg, Thomson Reuters Datastream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。

ドル円レートと企業収益リビジョンレシオ



(注) リビジョンレシオは、アナリスト予想で「上方修正された企業数-下方修正された企業数」で算出。



米国株式

もみ合い後は米国経済が過熱するまで緩やかな相場上昇か

米国	2月26日	3-5月の予想レンジ
NYダウ	25709.27ドル	22900ドル～27000ドル
S&P500指数	2779.60p	2490p～2900p



足元で大幅調整したNYダウ

2月初めの株価下落のきっかけは、平均時給の伸びが加速し、市場に連邦準備制度理事会（FRB）の利上げスピードが速まるとの観測が拡がり、10年金利が急上昇したことでした。しかし、本質的には、市場参加者が「適温(ゴルディロックス)経済の終わり」を「相場の終わり」と受け止めてしまったこと、1月までの相場上昇が急すぎたこと、VIX（市場の変動性を示す指数）関連の金融商品からの売りが広がったことが背景にあったと考えています。一方、米国株式を取巻く経済ファンダメンタルズや企業収益見通しが良好であることに変わりはありません。

注目されるパウエル議長の議会証言

これまで市場参加者の間には、株式市場が調整しそうになってもFRBが金融引締めを中断し株価下落を止めてくれる、という暗黙の合意がありました。それによって、リーマン危機後米国株式は大きく調整することなくここまで上昇してきましたが、逆にバブルの形成を促したとの批判も聞かれます。今回FRBの新議長に就任したパウエル氏は、前任のイエレン氏同様、株式市場に寄り添った金融政策を展開するか、インフレ抑制を旗印に株式市場が大幅調整

しても金融引締めを続けるかに注目が集まっています。2月27日、3月1日に行われる同氏の議会証言である程度方向性が示されると考えています。

トランプ政策の功罪

今回の税制改正の一部である設備投資の即時償却やレパトリ減税を受けて、海外から国内に還流させた資金を活用し、企業の設備投資が拡大に転じると予想しています。リーマン危機以降、GDP比の固定資産形成は順調に拡大してきましたが、危機前の水準には戻っていません。ここ数年低下してきたGDP比の政府支出も今後インフラ投資によって下げ止まることが期待されます。減税や歳出拡大で長期金利が上昇してしまうことはリスク要因となりますが、これらの政策が当面の成長率を押し上げるとともに経済全体の生産性向上に寄与することが期待されます。

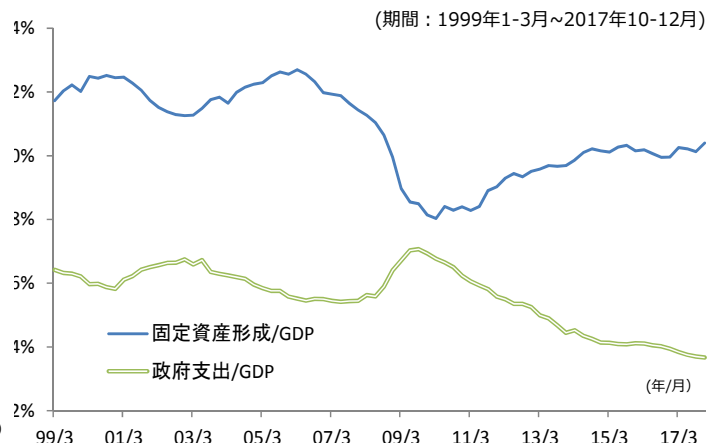
調整終了後は上値を目指す展開に

米国株式は適温経済が終わっても、景気が過熱するまで上昇を続けると考えています。トランプ政権が進める通貨安政策も米国企業の収益にはプラスです。米国株式は、しばらくもみ合った後は年央にかけて上値を目指す展開に戻っていくと考えています。

NYダウの推移



固定資産形成、政府支出のGDPに占める割合



(注) NYダウの期間は2015年1月～2018年2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

しばらく調整が続くも、その後は米国株式とともに堅調な展開へ

欧州	2月26日	3-5月の予想レンジ
STOXXヨーロッパ600指数	383.06p	355p~410p



ユーロ圏では内需・外需ともに好調

12月のユーロ圏の貿易黒字はフランスの航空機輸出を受けて前月から拡大しました。これまでのユーロ圏高にもかかわらず、輸出数量は17年を通して拡大基調を続けてきました。ドイツを中心にユーロ域内の失業率は順調に低下し、ドイツ最大の労働組合である金属産業労組（IGメタル）は4月から4.3%の賃上げと育児・介護が必要な組合員の時短を認めることで妥結しました。今後、雇用環境が改善してきたユーロ圏北部では賃上げや労働条件の改善が進み、個人の消費意欲が益々高まっていくと思われます。その結果、ユーロ圏全体の経済がさらに安定し、内需セクターの収益拡大に繋がると考えています。

懸念されるドイツ・イタリアの政局

ドイツで現在進められているメルケル首相のキリスト教民主・社会同盟(CDU/CSU)と社会民主党(SPD)の連立交渉が頓挫すれば、CDU/CSUは独力で不安定な少数政権を打ち立てるか、極右政党の勢力伸長が確実視される総選挙のやり直しを迫られるとみられています。万一連立交渉が頓挫すれば、ドイツのみならず欧州全体でリーダー不在が長期化し、政情の不安定化が進むと懸念されます。また、3月4日に

投開票が行われるイタリアの総選挙では現与党で中道左派の民主党、右派のフォルツァ・イタリア、ポピュリスト政党である五つ星運動が三つ巴の戦いを繰り広げています。いずれの政党が第一党になっても過半数には届かず政治の混迷が想定されます。五つ星運動が政権の一翼を担うようになれば、混迷はさらに深まり、欧州株式が一時的に不安定化することが懸念されます。

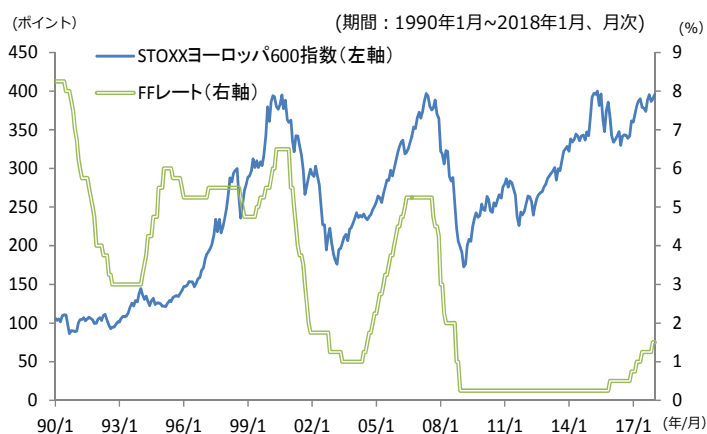
米国の利上げと欧州株式

2015年以降、FFレートを既に5回引き上げてきたFRBは今年さらに3回の利上げが予想されています。一般的に米国の利上げは世界の株式市場を不安定化させると考えられています。しかし、過去の米FFレートと欧州株式の動きを比べると、インフレが想定外に加速した1994年を除けば、利上げ局面でも欧州株式は堅調に推移してきたことがわかります。堅調な世界・米国経済を背景とした利上げ局面には、輸出産業や資源セクターを中心に欧州企業の収益拡大への期待が高まったと考えています。今回の利上げ局面でも、米国経済が過熱しインフレが加速するステージに至るまでは、欧州株式も米国株式の動きにあわせる形で堅調な展開を続けると考えています。

STOXXヨーロッパ600指数の推移



米FFレートと欧州株式の推移



(注) STOXXヨーロッパ600指数の期間は2015年1月～2018年2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。

アジア株式

米国金利の上昇局面では北東アジアが東南アジアにアウトパフォーム

アジア	2月26日	3-5月の予想レンジ
MSCI アジア(除く日本)指数	741.24p	680p~790p



注目されるインド株式

国連の「2017年版世界人口予測」によればインドの人口は2024年までに中国を抜き世界首位になることが予想されています。国際通貨基金（IMF）は中国の実質GDP成長率が2018年から2019年に減速する一方、インドでは7.4%から7.8%に加速すると予想しています。2018年には、モディ政権の構造改革の成果が表れるとともに2017年に行われたGST（物品サービス税）導入や2016年に行われた高額紙幣廃止の経済活動への悪影響がなくなることが成長率を押し上げると考えられます。銀行が不良債権の圧縮と資本増強を進め、一部の企業がデレバレッジを進めていることは一時的に景気の下押し要因になる可能性があります。中期的には経済構造の強化に繋がると考えます。株価のバリュエーションは他のアジア新興国と比べればやや割高ですが、世界経済の拡大、資源価格の安定、人口増加や都市化の動きが中期的に企業収益を押し上げると考えています。

注目される米金利上昇への耐性

米国の長期金利は足元で2.9%前後まで上昇してきました。かねてより米国金利の上昇やドル高は、新興国から米国への資金逃避を促すことから、アジ

ア株式への向かい風になると考えられてきました。しかし、アジア各国の経済基盤が強化された昨今、金利上昇が世界経済の拡大を背景とした金利上昇であれば、アジア株式にとって必ずしも逆風になるとは考えていません。

リーマン危機の悪影響が一服した2010年以降、米国の長期金利が上昇する局面では北東アジア（韓国・台湾・香港）の株価が東南アジア（タイ・インドネシア、フィリピン）の株価をアウトパフォームする傾向が窺えます。北東アジアには輸出産業が数多く存在し、拡大する米国並びに先進国経済の好影響を受ける一方、東南アジアには相対的に内需に依存する企業が多く、米国金利の上昇による資金逃避の悪影響を受けやすいことも背景にあると考えます。

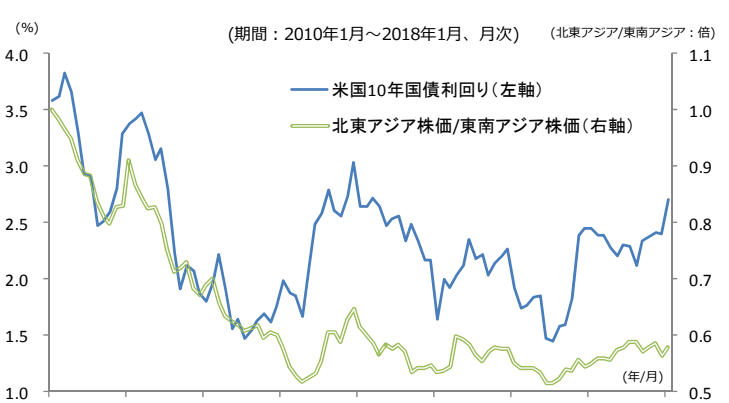
当面は緩やかな上昇基調を予想

好調な世界経済・域内経済に変化はありません。今後数カ月間のアジア株式は、足元の調整が終われば、アジア全域で需要拡大が見込まれるICT（情報通信技術）や消費・サービスセクターに牽引され、緩やかに上値を追う展開に回帰することが見込まれます。しかし、米国の長期金利やドルの動きには目を凝らす必要があると考えています。

MSCIアジア（除く日本）指数の推移



米国10年国債利回りと相対株価



(注) MSCIアジア（除く日本）指数の期間は2015年1月～2018年2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。



内外債券 | 長期金利

米欧でインフレ見通し・金利見通しを上方修正

10年国債利回り	2月26日	3-5月の予想レンジ
日本	0.05%	0.02%~0.12%
米国	2.86%	2.60%~3.25%
ドイツ	0.65%	0.6%~1.0%



日銀は現行の金融緩和策を継続する見通し

日銀の黒田総裁の1期目5年を振り返ると、目標とする「2年で2%」のインフレには手が届きませんでした。円安の進展を背景に国内の雇用環境や企業の収益環境が大幅に改善し、「デフレ脱却」を概ね達成できたことは高く評価できると考えています。4月以降も黒田総裁が続投し、3月には日銀内で金融政策の経験が豊富な雨宮理事やリフレ派の若田部早大教授が副総裁に起用される見通しです。新執行部は当面現在の金融緩和路線を継続すると予想されています。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。上場株式（ETF）などの資産買入れ目標を変更することも難しいと考えています。10年国債利回りは、当面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カ月程度では上限を0.12%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

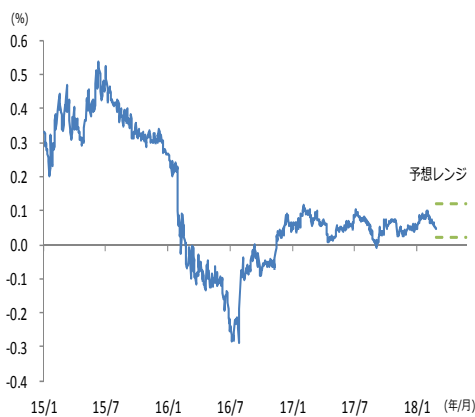
米国のインフレに関しては、人口知能などの技術革新やアマゾン効果などの構造的な下振れ要因と、賃金の上昇、ドル安を受けた輸入インフレ、原油高

などの循環的な上振れ要因を分けて考える必要があります。2018年通年の物価動向を見通せば、構造的要因で物価は上がりにくいものの、循環的な引上げ要因を受けて現在1.5%程度で推移するPCEデフレーターが2%前後まで上昇することもあると考えています。このようなインフレ環境およびトランプ政権の拡張的な財政運営を背景とした金利上昇によって、足元で2.9%前後まで上がってきた10年国債利回りは3.25%程度までさらに上昇することもあると予想しています。

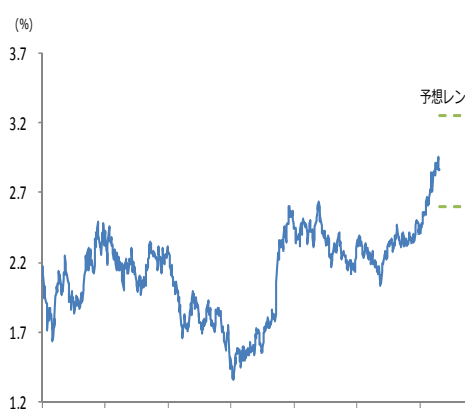
ユーロ圏でも緩やかに上を目指す展開か

ユーロ圏全体の12月の失業率は8.7%と我が国と比較すれば高い水準で推移していますが、ドイツの1月の失業率は5.4%まで低下し、賃上げの機運とともにインフレの芽が広がってきました。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。ドイツの連立工作の行方、イタリアの選挙結果によっては市場が不安定化すること考えられますが、欧州の長期金利も米国同様に緩やかに上を目指す展開が続くと予想しています。

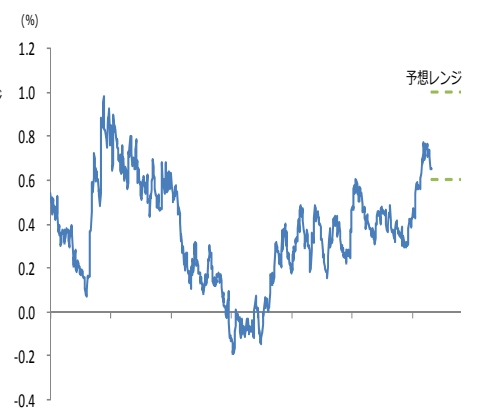
日本10年国債利回りの推移



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2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

対円・対ユーロでドルの緩やかな下落基調が続くと予想

外国為替	2月26日	3-5月の予想レンジ
ドル円	106.93円	103円～110円
ユーロドル	1.23ドル	1.20ドル～1.31ドル
ユーロ円	131.70円	126円～138円



ドル円相場は緩やかなドル安を予想

1月以降、米国で長期金利が上昇し日米金利差が大幅に拡大しても、為替市場ではドルが買われにくい地合いが続いています。

その理由としては、市場参加者が来年以降に予想される日本銀行の金融政策の「変化」に注目し始めたことや、11月の中間選挙を控えてトランプ政権が貿易収支の赤字削減のために保護主義的な通商政策を強化するとともに為替市場でドル安を進めるとの観測が高まったことが挙げられます。また、中国が元高を抑えるために、ドル以外の通貨を買っているとの意見も聞かれます。

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、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103円近辺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

米国では長期金利が急上昇し、3月にはFRBの利

上げが予想されています。一方欧州ではイタリア総選挙の結果やドイツの連立政権樹立の可否など政治面で不安が高まっています。それでも基調としてユーロ高ドル安が進んでいる背景では、これらのユーロ高ドル安要因を上回るユーロ高ドル安要因が作用していると考えられます。2014年中盤以降、原油安にあわせて、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過程にあると考えています。また、経常収支は米国の赤字に対してユーロ圏では黒字なため、為替市場では恒常的にユーロ買いが発生しています。米国で好況時の財政拡張によって双子の赤字が拡大するとの思惑が浮上してきたこともドル売り材料になると考えます。短期的な揺り戻しはあっても、中期的にはしばらくユーロ高ドル安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ション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、北朝鮮情勢やユーロ買持ち・円売持ちに傾いている先物市場における投機家のポジション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2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

【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が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2.052%（税抜1.90%）
- ※ 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）