

情報提供用資料

2019年5月30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. 33

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

米中通商摩擦を受けてボックス圏の相場展開を予想

日本	5月29日	6-8月の予想レンジ
日経平均株価	21003.37円	19500円～23000円
TOPIX	1536.41p	1420p～1680p



大型連休以降、不安定な動き

米国政府は5月10日に中国からの輸入品約2000億ドルの関税を10%から25%に引き上げました。その後、中国は6月から報復関税を課し、米国はさらに関税の対象を全輸入品に拡大すると表明しました。株式市場はこれらの動きで経済や企業収益が甚大な悪影響を受けると判断し不安定な動きを続けています。

楽観視できない国内経済

1-3月期の実質GDP成長率は事前予想を大幅に上回りました。内需の柱である個人消費と設備投資がマイナス寄与する一方、輸入の減少や政府支出が成長率を押し上げました。設備投資の先行指標と考えられる機械受注も一足先に減速が鮮明になっています。今後徐々に表面化する米中摩擦の悪影響を考慮すれば、当面、国内経済について楽観的な見通しを持つことは難しいと考えています。

先行きが読みにくい米中通商摩擦

市場の一部では6月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し合意に至るとの見通しも聞かれますが、それまでには曲折が予想されます。先端技術分野への産業補助金、知的財産権の保護・技術の強制移転禁止などは中国にとって「中国製造2025」や「国家資本主

義」の原則に関わる問題なので簡単に妥協するとは思えません。米国も中国の軍事的・経済的なチャレンジを容認することはないと考えられます。メインシナリオは米中両国ともにこれまでに発表した関税を予定通り引き上げつつ協議を継続することです。

注目される2019年度通期業績見通し

4月の中国への輸出は米中通商摩擦のあおりを受けて半導体製造装置や電子部品が大幅に減速し、前年の水準を割り込みました。2018年10-12月期が企業収益の底になる見込みで、今後は2019年度の通期見通しに焦点が移っていくと思われます。現時点の会社側の見通しは2018年度比で若干の減益ですが、これは市場コンセンサスよりも低めです。会社側は足元の不安定なビジネス環境を背景にやや悲観的な見通しを発表したと考えています。これらの見通しが今後どのように修正されるかが注目されます。

当面、ボックス圏の相場展開を予想

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。米中通商摩擦に関するニュースが世間を賑わせている間はボックス圏の相場展開を予想しています。

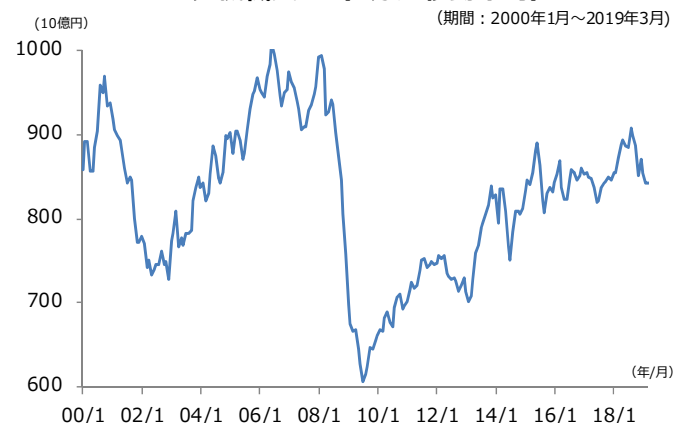
日経平均株価の推移



(注) 日経平均株価の期間は2016年1月～2019年5月29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。

コア機械受注 (3カ月移動平均)



米国株式

米中間の関税引上げで当面不安定な展開へ

米国	5月29日	6-8月の予想レンジ
NYダウ	25126.41ドル	24000ドル～27000ドル
S&P500指数	2783.02p	2600p～2950p



強気の姿勢を修正

これまで米国を中心に株式市場に対して強気の見通しを持っていた前提は、米連邦準備制度理事会（FRB）が利上げを打止めにしたことで米国経済が景気後退入りするタイミングが後ずれし、米中通商協議が早期に妥結して中国経済が年央に持ち直すことでした。しかし、今回の米国の関税引上げでこの前提に疑問符が付き始めました。国際通貨基金（IMF）は米中が相互に全輸入品に25%の関税をかければ米国の成長率を0.6ポイント、中国の成長率を1.5ポイント下振れさせると試算しています。

企業景況感と消費者信頼感

米国株式のモメンタム（勢い）と相関の高いISM製造業景況指数は、3月に一時持ち直しましたが4月に52.8まで低下しました。一方、個人消費の強さを示す消費者信頼感指数は歴史的な高水準で推移しています。両指数の方向は通常一致しますが、2015年初頭に続いて足元では逆方向に向かっています。2015年は消費者信頼感が企業景況感に近づく形で下方に収縮しましたが、今回はどのような形で収縮するか注目が集まりそうです。企業景況感が上昇サイクル入りし消費者信頼感に近づけば当面株式市場が大幅に下落することは免れますが、逆に消費者信頼感が下方に転じ、企業景況感が50を下回れば市場は

米国経済が景気後退期に近づいてきたと警戒感を強めることになると考えられます。

改善が遅れる企業収益

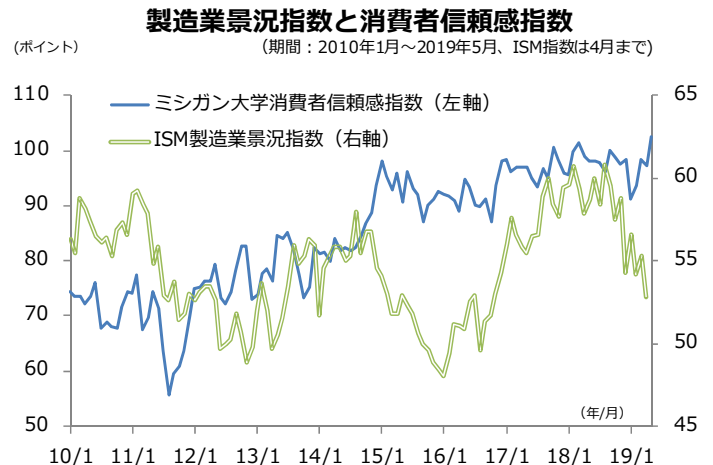
S&P500の企業業績は1-3月期に辛うじて前年比減益を回避しましたが、本格的な回復は10-12月期以降になると考えられます。現時点では収益リビジョン指数は改善傾向を示していますが、今回の米中通商摩擦の激化による輸入中間財・最終財の値上がりや一部セクターにおける人件費の上昇によってマージンに低下圧力がかかることが予想されます。中国の制裁対象企業への最新テクノロジーの禁輸や逆に中国のレアアースの米国への禁輸措置が企業収益をさらに下押しする可能性があります。

先行きが見通しやすくなるまで不安定な展開か

当面、通商摩擦の行方とともにこの問題がマクロ経済、企業収益に与える影響を冷静に分析する必要があります。その間は株式市場の先行きを慎重に見る必要があると考えています。年末に向けて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。米中通商協議、マクロ経済、企業収益の先行きが見通しやすくなるまで、市場は不安定な展開が続くと予想しています。



(注) NYダウの期間は2016年1月～2019年5月29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。

脆弱な経済、不安定な政治環境を受けて神経質な展開へ

欧州	5月29日	6-8月の予想レンジ
STOXXヨーロッパ600指数	370.51p	350p~400p



マクロ経済は再度軟化

2018年を通して減速基調を辿ってきたドイツの実質GDP成長率は2019年1-3月期に下げ止まり、工業受注も3,4月に回復の兆しを見せました。中国経済が底打ちし中国向けの輸出が伸びたことが背景にあったと思われます。しかし、5月にifo企業景況指数は下げ足を速めました。3月までに一時的に改善したドイツの企業活動が米中摩擦の 에스カレートを受けて再度軟化した形です。4月まで上昇を続けた域内の株式市場も5月以降は不安定な展開に転じました。

収束が見えない政治不安

5月25日に最終日を迎えた欧州議会選挙では事前の予想通りイタリアのサルビーニ副首相やハンガリーのオルバン首相が主導するポピュリスト・EU懐疑派が議席を伸ばし、伝統的な欧州の価値観を体現する既存政党が勢力を弱めました。今後欧州では自国第一や移民排斥の声が高まるとともに成長よりも再分配的な政策が幅を利かせ、EUの求心力も弱まるのが想定されます。また、拡張的な財政を目指すイタリアと健全財政路線を重視するEU（ブリュッセル）の対立が激化することも懸念されます。一方、期限が10月に先送りされたブレグジット（英国のEU離脱）を取巻く環境は益々混沌としてきました。メイ

首相は辞任を表明しましたが、後任人事や政界再編の行方は予断を許しません。米欧通商協議の期限が180日間延長されましたが、米国の通商政策の矛先が欧州に向けられたことにも注意が必要です。農産物の輸入拡大と引換えに自動車関税据置きが決まれば、農業国であるフランスと自動車王国であるドイツの間で溝が深まる懸念が懸念されます。

向かい風が続く銀行セクター

ドイツ銀行とコメルツ銀行の合併が破談となり、ドイツ銀行は大掛かりなリストラを余儀なくされています。イタリアやオランダの銀行を巻き込んだ業界再編の動きが加速する可能性もあります。足元で欧州銀行セクターのバリュエーションは歴史的な低水準にありますが、景気敏感なこのセクターの株価が回復に向かうには欧州や世界経済の回復やECBの金融政策の正常化が条件になると思われます。

当面、上値の重い展開を予想

中期的には中国経済が安定に向かい、中国依存度の高いドイツ企業を中心に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、上で述べた悪材料を背景にもうしばらく上値の重い展開が続くと考えています。

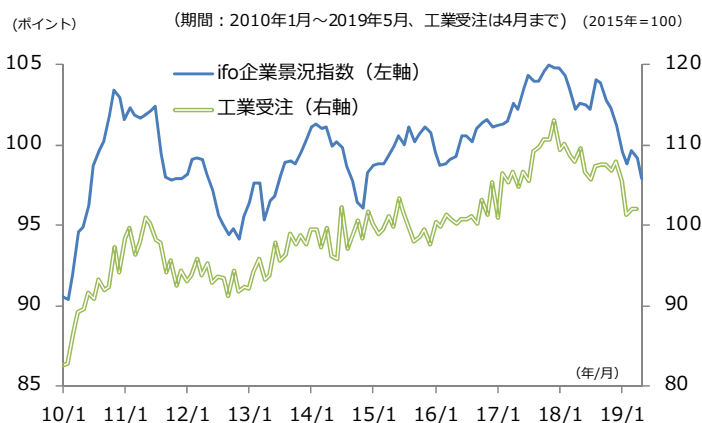
STOXXヨーロッパ600指数の推移



(注) STOXXヨーロッパ600指数の期間は2016年1月～2019年5月29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。

ドイツのifo企業景況指数と工業受注



米中通商摩擦を受けてしばらく上値の重い展開へ

アジア	5月29日	6-8月の予想レンジ
MSCI アジア(除く日本)指数	612.74p	570p~680p



中国経済が持ち直すタイミングが後ずれ

政府による景気刺激策が奏功し、3月には中国景気が持ち直す兆候が見え始めました。しかし、4月以降は鉱工業生産や製造業景況指数が再度下を向いてしまいました。景気刺激策が力不足で米中通商摩擦の悪影響が表面化してきたことが背景にあると考えられます。米国の約2000億ドルの関税引上げに対して中国は報復関税を宣言し、米国はさらに中国からの全輸入品への関税引上げを表明しました。両国がこれまでの表明通りに関税を引き上げれば中国経済の低迷はしばらく続くことになると考えられます。しかし、建国70年の節目の年に国内の社会不安を抑えたい中国政府は外需の穴を埋めるために内需を対象に景気刺激策を大幅に拡充することが想定されます。最も手っ取り早く成長率を高め雇用を創出することができるのはインフラ投資です。これまで年央には中国経済が持ち直す予想していましたが、その時期が後退する可能性が高まってきたと考えています。

米中通商摩擦のアジアへの影響

中国から米国への輸出がさらに減少すると思われる。関税対象が全輸出品に拡大されれば、これまでの家具やバッグなどに加えて携帯端末などのハイテク製品が含まれることとなります。韓国、台湾で

は、中国から米国に輸出されるハイテク製品に使われる電子部品、半導体関連製品などの中国への輸出が打撃を受けそうです。中国で製品を組み立て米国に輸出するアジア企業も悪影響を受けます。中国のインフラ投資やそれに伴う信用拡大の恩恵を受けるのは中国の産業関連や金融セクターになると思われる。中期的には輸入関税を避けるために米国への輸出財の生産基地を中国外に移転する動き（サプライチェーンの再構築）が進むことが予想されますが、その恩恵を受けるのはASEANを中心とする東南アジアになると考えられています。

しばらく上値の重い展開が続くと予想

しばらくはアジア株式が上値を追うことは難しいと思われる。しかし、アジア市場は一様ではなく、インフラ投資や個人消費促進策を背景とした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ことが期待されます。一方、インド、インドネシア、フィリピン、タイなどの国政選挙で既存の枠組みが維持されたことは経済の安定性の観点から好材料だと判断しています。米中協議については中国の報復関税に加えて6月下旬以降に米国の3000億ドル分の関税引上げが想定されるため、しばらくは上値の重い展開が続くと考えています。

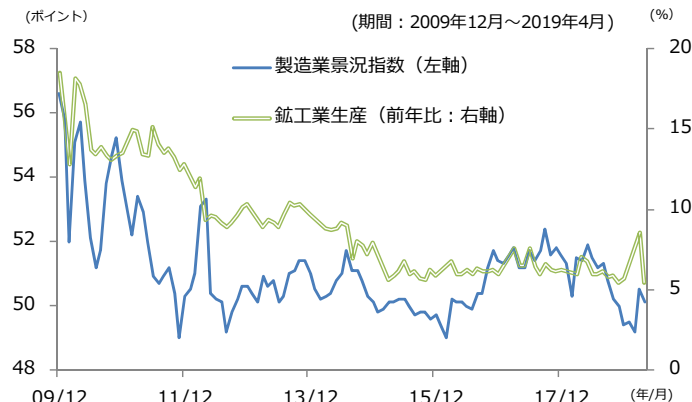
MSCIアジア (除く日本) 指数の推移



(注) MSCIアジア (除く日本) 指数の期間は2016年1月~2019年5月29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

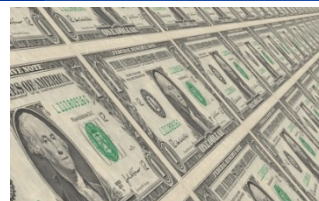
中国の製造業景況指数と鉱工業生産



※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。

日欧の長期金利は低位安定、米国では低下方向へ

10年国債利回り	5月29日	6-8月の予想レンジ
日本	-0.09%	-0.1%~0.0%
米国	2.26%	2.0%~2.5%
ドイツ	-0.18%	-0.2%~0.1%



当面、日銀は現在の金融政策を継続

外食、旅館、運輸、建設などサービス業で賃上げが加速していることや最低賃金を引き上げる動きはインフレを押し上げる要因になると思われます。一方、教育無償化、携帯料金引き下げ、消費増税による個人消費の停滞はインフレ下押し材料になりそうです。いずれにしてもインフレ率（生鮮食品を除くコアCPI）は継続的に1%を下回り、日銀の2%物価目標の達成は22年度以降になりそうです。

市場では「通貨の発行権限を持つ政府は自国通貨建て債務の返済に必要なお金をいくらでも調達できるので財政赤字を膨らませても問題ない」とする「現代貨幣理論（MMT）」が注目を集めています。この理論に基づいて日銀はインフレ目標を達成するために政府が発行する国債を積極的に購入すべきとの考え方もありますが、日銀の黒田総裁は「必ず高インフレをもたらし、経済に大ダメージを与えるというのが歴史の教訓だ」と否定的です。そのため、日銀は当面追加緩和にも緩和縮小にも動けず、年内は金融政策の大枠変更を行わないと予想しています。10年国債利回りはマイナス圏で安定的に推移すると予想しています。

米国長期金利は2.0%まで低下へ

米国経済の成長率は年末に向けて潜在成長率と推

計される2.0%弱まで減速すると考えています。これまでの利上げとドル高が景気を冷やし、トランプ減税の押し上げ効果が徐々に薄れ、これまでの関税引上げの悪影響が表面化するからです。5月以降の米中通商摩擦のエスカレートがさらに経済活動を下押しすると思われます。先物市場は年内複数回の利下げを織り込んでおり、米中協議が進展しなければ年内利下げもあり得ると思われます。トランプ大統領によるFRBの金融政策への介入に対して今後市場がどのように不快感を示すかにも注目しています。10年国債利回りは足元で急速に低下し3カ月金利を下回ってきました。これは景気後退の前兆になると考えられています。短期的には下げ過ぎが修正される可能性も否定できませんが、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%程度まで低下すると考えています。

欧州でも金利は低位安定

1-3月期のドイツ実質GDPはやや持ち直しましたが、足元の米中摩擦を受けて4-6月期以降は再度減速基調に戻ると予想しています。このような環境で欧州中央銀行（ECB）が金融政策を引締め方向に変更することは想定できません。3カ月間ではドイツの10年国債利回りは-0.2~0.1%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5月29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

膠着の後は「ドル高是正」を視野に入れた展開へ

外国為替	5月29日	6-8月の予想レンジ
ドル円	109.59円	105円～112円
ユーロドル	1.11ドル	1.08ドル～1.15ドル
ユーロ円	121.99円	116円～126円



ドル円は当面膠着相場を予想

ドル円相場は年初以降ほぼ107-113円の狭いレンジ内で推移しています。当面上にも下にも動きにくくレンジ内の展開が続くと予想しています。しかし、溜まったマグマが一旦噴出すればどちらかに大きく振れる可能性があるため注意が必要です。金利差は長・短、名目・実質、全てがドル高を示唆していますが、FRBに利下げの可能性がある一方、日銀にはマイナス金利を深掘りする余地がないと思われることは円高要因になりそうです。また、TAG（日米物品貿易協定）交渉で為替条項が取り上げられる可能性があり、米中通商摩擦の激化は市場のリスクオフを招き円高要因になると考えられます。1980年代のプラザ合意やその後の日米交渉を振り返れば、トランプ大統領が対中国で強硬姿勢に出る理由の一つは米国製品の国際競争力を高めるための「ドル高是正」だと考えられます。この観点からは、ドル円相場は目先膠着状態が続いてもその後はドル安円高に向かうと考えています。

不安が続いていること、米国金利が相対的に高止まっていたことが背景にあったと考えています。1-3月期に一旦持ち直すかに見えた欧州経済が4月以降に再度下向きに転じていることから今後3か月間はユーロ安圧力が続くことも想定されます。しかし、その後は米国経済の緩やかな減速を受けてユーロが強含む展開に移行すると考えています。

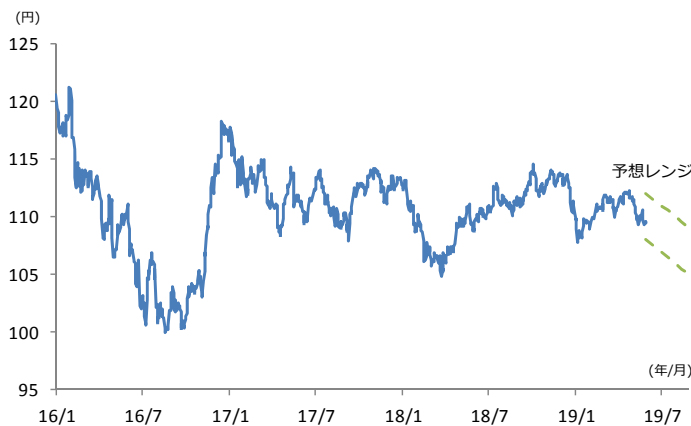
新興国通貨はしばらく安定した展開を予想

FRBがハト派転換し中国経済に持ち直しの兆しが見え始めたことからアジアを中心とする新興国通貨は堅調に推移してきました。しかし、足元では米中通商摩擦の激化を背景に中国経済が持ち直すタイミングが後退するとの観測が高まってきました。中国政府は関税引上げの悪影響を弱めるために元安を容認しているとみられ、一部のアジア通貨も弱含んでいます。一方、アジア主要国で国政選挙が大過なく終わったことはアジア通貨にとってはプラス材料です。新興国通貨全体はしばらく安定的に推移すると考えますが、経常収支などの個別要因で通貨を選別する必要が出てきたと考えています。中国人民元については、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。

ユーロドルも膠着の後はドル安ユーロ高へ

一方、ユーロドル相場は2018年以降緩やかなユーロ安ドル高基調が続いています。「米国一強」が揺らぐ以上に欧州経済が急減速したこと、欧州で政治

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～2019年5月29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4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)