

情報提供用資料

2018年10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. 26

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

目先は神経質な地合いも、その後は戻りを試す展開へ

| 日本 | 10月29日 | 11-1月の予想レンジ |
|--------|-----------|---------------|
| 日経平均株価 | 21149.80円 | 20000円～24000円 |
| TOPIX | 1589.56p | 1500p～1800p |



不安定なレンジ相場

日経平均株価は、米国長期金利の上昇に端を発した海外株式の急落、米国のムニューシン財務長官のTAG（日米物品貿易協定）に為替条項を含めるとの発言、貿易戦争の悪影響への懸念、国内企業の経営判断が米国の安全保障政策に左右されるようになることへの警戒感の高まりを受けて急落しました。

企業収益の上方修正期待は後退

これまで市場で語られてきた「為替レートが想定よりも円安水準で推移していることから上期決算発表時に企業が通期の収益ガイダンスを上方修正する」との期待は徐々に後退してきました。市場がリスクオフに振れてもドル円レートが112円前後の水準で安定していることは輸出企業の収益には追い風ですが、米国トランプ大統領の通商政策に落ち着きが見えてくるまで企業が通期見通しの上方修正に踏み切ることは難しいと思われます。

見逃せない強気材料

一方、日本株式の買い材料も少なからず残されています。臨時国会では被災地の復旧・復興のための補正予算が組まれ、来年度予算でも国土強靱化に向けた予算が計上される見込みです。来年4月と7月に予定される統一地方選、参院選を控えて選挙対策と

しての公共投資や10月の消費増税前の駆け込み消費が国内の需要を喚起すると考えられます。5月の新天皇即位の前後に国民の間で祝賀ムードが拡がり、10連休になれば個人消費をさらに刺激することも期待されます。

中長期的にはコーポレートガバナンスの向上にあわせて企業経営者は事業の効率化に邁進していることもプラス材料です。これまで売上げの伸びを重視してきた国内企業も収益性を優先し、非中核部門の売却など「選択と集中」が進むことが期待されます。実際、欧米のプライベート・エクイティ・ファンドは日本への投資を拡大する動きを見せています。

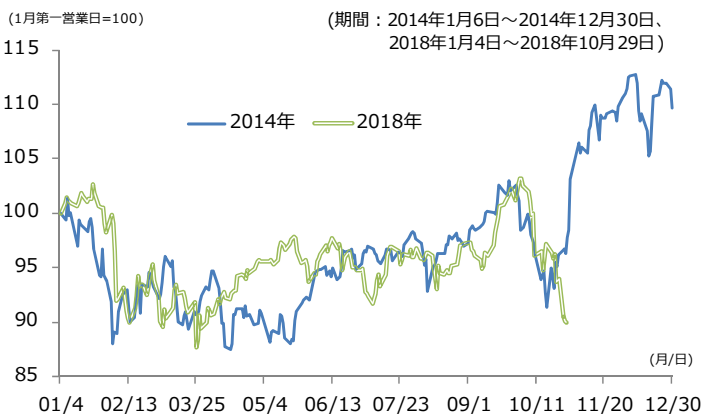
中間選挙前後に底を打った2014年の相場

今年の日経平均株価の動きは米国で前回中間選挙が行われた2014年に似ていると言われています。2014年の相場が繰り返されると仮定すれば、今年も中間選挙で政治的な不透明感が払拭され、年末に向けて株価が上昇に向かうことが期待されます。

現時点では貿易交渉に関する不透明感が払拭される兆しは見えませんが、中間選挙後は通商問題を含む米国政治全般を覆う不透明感が徐々に後退していくと考えています。そのため、今後3カ月で考えれば、株式市場はしばらく神経質な展開が続くものの、その後は戻りを試す展開に移行すると考えています。

2014年と2018年の日経平均株価

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10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。

米国株式

企業収益と長期金利が焦点。3カ月では戻りを試す展開を予想

| 米国 | 10月29日 | 11-1月の予想レンジ |
|----------|------------|-----------------|
| NYダウ | 24442.92ドル | 24000ドル～27000ドル |
| S&P500指数 | 2641.25p | 2600p～2900p |



景気や企業収益の先行きへの警戒感から急落

10月10日の急落後に不安定な動きを続けてきた米国株式市場は24日に再度大幅に下落しました。急落の原因は、長期金利の上昇や貿易摩擦を背景とした景気や企業収益に対する不安の高まりに加えて、サウジアラビアやイタリアの政治リスク、中国経済の減速など様々な悪材料が重なったことと考えています。今回の急落と2月の急落には類似点と相違点があると考えています。長期金利の急激な上昇が株価の大幅下落につながったことは類似していますが、2月の株価下落は経済活動の拡大局面で発生した一方、今回は景気にピークアウトの兆しが見え始めたタイミングで発生していることが相違点です。

企業収益と長期金利が焦点

市場の変動性に注目するリスクパリティ型のファンドからの売却が一定期間続く可能性があり、短期的には神経質な相場展開が続くと思われます。その後の動きを見通すには、企業収益への市場の解釈や長期金利の動向に注目しています。

S&P500の一株当たり利益（EPS）成長率は10-12月期まで前年比+20%を超えますが、減税効果が一巡する来年1-3月期以降は10%台に減速することが予想されています。もしも市場が「20%台から10%

台に減速する」と判断すれば株価の上値は重くなりますが、市場はむしろ「減速しても10%台で成長する」と肯定的に解釈し、株価も早晚堅調な地合いに戻っていくと予想しています。

米国の長期金利については当面現状維持もしくは緩やかに上昇するシナリオを描いています。これは市場参加者が、米国経済が貿易紛争の悪影響を乗り越え堅調に推移すると判断するシナリオです。貿易摩擦によって過度に悲観に振れた企業の成長見通しが妥当な水準に戻り、株式市場が3.1%を上回る長期金利に慣れるにはある程度の時間が必要ですが、その後は安定した経済活動を背景に株式市場は戻りを試す展開に移行すると考えています。

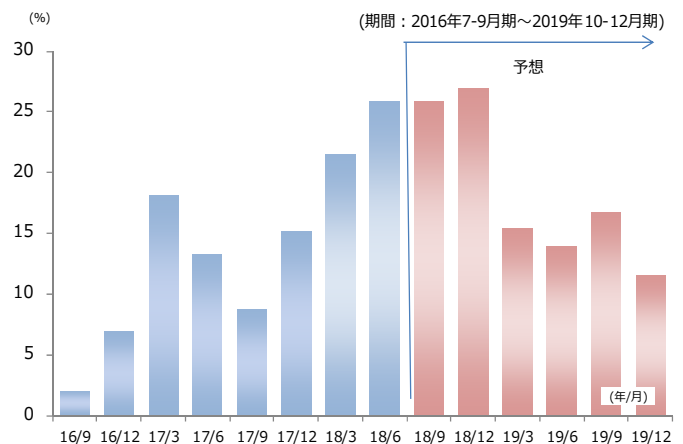
景気後退まで株式市場は上昇すると予想

過去の大統領選サイクルを振り返ると、4年サイクルのなかで中間選挙の翌年に株価は最も上昇しました。一方、市場では数年のうちには長短金利が逆転し、景気後退を迎えると考えられています。来年の米国株式は上がりやすいことに加えて、過去において米国株式は景気後退の直前まで上昇し続けたことを考えれば、米国株式は早晚戻りを試す展開に移行すると思われます。来年に向けてEPSの成長率と同程度の株価上昇が期待できると考えています。

NYダウの推移



S&P500の一株当たり利益成長率（前年比）



(注) NYダウの期間は2016年1月～2018年10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。

政治面の不透明感が上値を抑える展開を予想

| 欧州 | 10月29日 | 11-1月の予想レンジ |
|-----------------|---------|-------------|
| STOXXヨーロッパ600指数 | 355.51p | 340p~390p |



米国株式につられて急落

欧州株式市場も米国につられて下げ足を速めています。域内の企業景況感指数は低下基調をたどり、セクター別には自動車やテクノロジーが下げを主導しました。

停滞する英国のEU離脱交渉

実質的にクリスマス前まで期限が延長された英国のEU離脱交渉はメイ首相の指導力・求心力の欠如もあり、想定よりも遅れています。北アイルランドの国境問題に解決の糸口は見えず、仮に期限までに英EU間で何らかの合意がなされても、その内容が英議会で承認されるかどうかは依然として疑問です。

イタリアとEU委員会の対立

財政拡張を指向するイタリア新政権と健全財政を維持したいEUの間の意見対立が足元で加速しています。EU委員会から差し戻されたイタリアの来年度予算案に対して伊政府、EU委員会がどのように対応するかが次の注目材料です。伊政府はEUからの離脱は明確に否定していますが、予算編成を巡る不透明感から伊国債が大幅に売られています。伊国債を大量に保有するユニクレジットなどのイタリアの銀行株への売り圧力も高まっています。

後退するメルケル首相の指導力

バイエルン州に続いてヘッセン州の地方選でも連立政権を構成するCDU・CSU（キリスト教民主・社会同盟）とSPD（社会民主党）は大幅に議席を減らしました。その結果、メルケル首相の指導力はさらに弱体化し、欧州の政治が何も決められない状況に陥ることが懸念されます。また、足元では米欧間で通商交渉は小康状態を保っていますが、ドイツは米国にとって第4位の貿易赤字相手国であることを踏まえれば、このまま無風でいられるとは思えません。

しばらくは上値の重い展開を予想

このような政治面での不透明感が直接欧州企業の収益に大きな悪影響を及ぼすことは想定していません。しかし、このような不透明感を理由に域内の企業経営者が成長投資（設備投資や新規採用）を躊躇したり中止すれば、長い目で見て欧州経済や欧州株式に悪影響を及ぼすことになると考えています。

今後、企業景況感や消費者信頼感の低下に歯止めがかかれば、出遅れ気味の欧州株式が上昇に転じる可能性もありますが、それはしばらく先になると予想しています。欧州株式は目先売られ過ぎの反動はあっても、その後は上値の重い展開が続くと思われるます。

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10月29日

伊独10年金利格差とイタリア銀行の株価



(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

割安な水準まで売り込まれた中国株式は戻りを試す展開へ

| アジア | 10月29日 | 11-1月の予想レンジ |
|------------------|---------|-------------|
| MSCI アジア(除く日本)指数 | 571.40p | 550p~670p |



中国株式が大幅下落

10月以降に下げ足を速めた上海・シンセンCSI 300指数は1月の高値から既に25%を超える下げ幅を記録しました。米国を中心とする海外株式の下落、中国経済の減速、米中通商摩擦、株式を担保とする融資の問題など複数の悪材料が重なり合った結果だと考えています。

中国株式は割安な水準

通常、中国株式に対しては中国国内の投資家が欧米の投資家よりも強気ですが、今回に限ってはモメンタム（勢い）を重視する国内投資家はファンダメンタルズ（基礎的諸条件）を重視する欧米投資家よりも弱気だと言われています。モメンタムで動く国内投資家が売り浴びせた結果、足元の株価がファンダメンタルズで正当化されるレベルを下回り、割安な水準まで下落した可能性があります。株価収益率（PER）も2014年以来の水準まで低下してきました。

今後表面化する景気刺激策の効果

中国株式に関しては、株価が割安であること以外にも複数の強気材料が考えられます。7-9月期の実質GDP成長率は6.5%まで減速しましたが、これまでの景気刺激策の効果が時間差で表面化し、今後は成長

率が安定に向かうと考えています。当局は市中銀行に民間の中小企業や輸出企業への貸出し（融資）を増やすよう指導し、預金準備率は今年に入って既に3回引き下げられました。地方都市の地下鉄などのインフラ投資が積極化され、個人減税や自動車減税も発表されました。これまでの人民元安は輸出企業の競争力を高め、関税の悪影響を部分的に打ち消すことも可能です。

また、当局は株式市場を支える意思を明確に示し、国家隊（政府関連の複数の機関投資家）が下値を支えているとの観測も高まっています。MSCIなどの株式指数がA株を含める動きを進め、JPモルガンなどの債券指数も中国の国債や社債を含める動きを見せています。今後導入されるロンドン・上海ストックコネクトとともに中国本土の金融資産への中長期的な強気材料になると考えています。

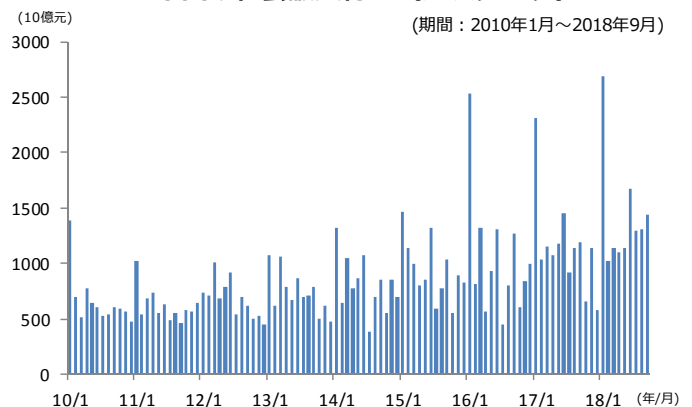
中国株式は戻りを試す展開へ

中国株式については、引続き貿易摩擦の企業収益への悪影響を注視する必要がありますが、景気の底打ちが確認され、投資家のセンチメントが改善すれば、割安なバリュエーションを背景に戻りを試す展開に移行すると考えています。アジア株式全体でも中国株式に追随する展開を想定しています。

MSCIアジア（除く日本）指数の推移



中国の社会融資総量（月次データ）



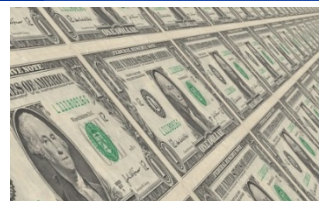
(注) MSCIアジア（除く日本）指数の期間は2016年1月～2018年10月29日。MSCI指数はMSCI Inc.が算出している指数です。同指数に関する著作権、知的財産権その他一切の権利はMSCI Inc.に帰属します。またMSCI Inc.は、同指数の内容を変更する権利および公表を停止する権利を有しています。

(出所) Bloombergのデータより岡三アセットマネジメント作成

※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。

日米欧とも長期金利は上がりにくい展開を想定

| 10年国債利回り | 10月29日 | 11-1月の予想レンジ |
|----------|--------|-------------|
| 日本 | 0.11% | 0.05%~0.20% |
| 米国 | 3.08% | 2.8%~3.4% |
| ドイツ | 0.38% | 0.2%~0.8% |



日銀は現在の金融政策を継続か

コアCPIは1%まで上昇してきましたが、依然として日本銀行が目標とする2%には遠く及ばない状況が続いています。このような環境で、QQE+YCC（長短金利操作付き量的・質的金融緩和政策）を中心とする現在の政策の枠組みは当面維持され则认为しています。副作用や海外動向をにらんで性急に金融政策の変更を行えば、急激な金利上昇や円高を通して景気を腰折れさせ、来年10月の消費税率上げを再度延期させる材料になりかねないと考えています。10年国債利回りは0.2%程度を上限として低位で安定的に推移すると予想しています。

米国の10年国債利回りは3.4%程度が上限に

関税や貿易摩擦が成長率や物価に与える影響がいまだ不透明ななか、連邦準備制度理事会（FRB）は今年あと1回、来年3回の利上げを想定しています。マクロ環境によっては来年の利上げ回数が減る可能性も否定できませんが、パウエル議長はインフレの加速とともに低金利政策がもたらす金融市場の過剰（バブルの芽）にも警戒しています。FRB首脳からは「一時的に中立金利を超える水準までFF金利を引き上げることが適切」との意見も聞かれます。川上のメーカーからは関税や賃上げを価格に転嫁するとの発言が相次いでおり、当面は段階的な利上げが続

くことをメインシナリオとしています。FRBの利上げや利上げに前向きな発言は、これまでは長期金利を上げる方向に作用してきましたが、景気の足腰に対する不安が高まってくれば、長期金利を下げる要因に変わっていくと考えています。今後3カ月程度の10年国債利回りは底堅い米国経済やインフレの高まりを受けて上昇する展開が想定されますが、3.4%程度が上限になると考えています。長短金利差（イールドカーブ）は来年以降の景気減速を見込んで縮小（フラット化）を続け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

欧州市場における政治的な不透明感はもうしばらく継続すると考えています。ドイツ連銀は自動車生産の低迷で7-9月期にドイツの成長が一時的に止まると予想しています。欧州中央銀行（ECB）は年明けには新規の債券買入れをストップし、来年後半にはマイナス金利の修正に着手する予定ですが、このような環境で、ECBによる金融政策の正常化が予定通りに進むかどうかは予断を許しません。イタリアの予算編成を巡る対立は、伊国債の金利を一時的にもう一段上昇させることはあっても、ユーロの信頼を揺るがすことにはつながらないと考えています。今後3カ月では、ドイツの10年国債利回りは0.2%~0.8%のレンジ内で推移すると考えています。



(注) グラフの期間は2016年1月~2018年10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

トランプ政権からの口先介入による円高圧力に警戒

| 外国為替 | 10月29日 | 11-1月の予想レンジ |
|-------|---------|---------------|
| ドル円 | 112.37円 | 109円～115円 |
| ユーロドル | 1.14ドル | 1.10ドル～1.18ドル |
| ユーロ円 | 127.80円 | 123円～133円 |



ドル円相場はほぼレンジ内の展開か

米国のムニューシン財務長官による「TAGで為替条項が話し合われる」とのコメントを受けてドル円相場は円高に振れました。しかし、交渉の場に米国が為替を持ち出しても、日本が受け入れることはないと考えています。また、トランプ政権は日銀の緩和的な金融政策が円安を招いたと考えている可能性がありますが、最新の「半期為替報告書」で日本の為替操作国への認定は見送られました。しかし、為替市場は些細なニュースにも敏感に反応することがあるため、トランプ政権の口先介入が散発的に円高圧力を高める可能性があることには注意が必要です。

米国の経済成長率が基調として日本の成長率を上回り、FRBが来年に向けて利上げを続ける一方、日銀は現在の金融政策を続けると考えられていることから、目先はリスクオフから円高が進む可能性があります。その後は円が売られやすい地合いを保ちながらも、109～115円のレンジ内で推移すると予想しています。

ユーロドルはユーロ安からドル安へ

当面は米国で利上げが続く一方、欧州ではイタリアの2019年度の予算編成、英国のEU離脱、ドイツのメルケル政権の弱体化など政治面の不透明感から

ユーロ安が進みやすい展開が続くと考えています。しかし、年明け以降は米国経済の減速やFRBの利上げスピードの鈍化が意識され、徐々にドル安圧力のかかりやすい展開に移行していくと考えています。

落ち着きを取り戻した新興国通貨

9月以降、新興国の通貨は落ち着きを取り戻しました。これまで市場の関心はトルコやアルゼンチンなどファンダメンタルズの弱い一部の国に向けられてきましたが、今後は中国経済と米国金利に注目が集まると考えています。中国ではこれまでの景気刺激策の効果が来年以降に顕在化し、来年早々にも成長率に底打ちの兆しが見え始めると考えています。米国の長期金利についても、米国経済の減速観測が徐々に広がるため来年初頭にもピークを打つと考えています。このような環境で新興国通貨は、対円では目先リスクオフの円高が想定されますが、対ドルでは徐々に安定から上昇に向かうと予想しています。しかし、この予想に対するリスクシナリオは米中の貿易戦争が世界に波及し、世界中の経済活動や貿易が縮小することです。この場合の新興国へのダメージは先進国へのダメージよりも大きくなると思われます。

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10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

【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)