

情報提供用資料

2018年7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. 23

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

当面レンジ内で推移するも、その後は底堅い展開へ

日本	7月27日	8-10月の予想レンジ
日経平均株価	22712.75円	21500円～24000円
TOPIX	1775.76p	1650p～1870p



日経平均株価は23000円を前に反落

米中間の貿易戦争の一服感や収益拡大期待を材料に上昇基調を強めてきた日経平均株価は23000円の節目を前に反落しました。高値警戒感とともに貿易戦争に対する不透明感が再度高まってきたことが背景にあったと考えています。

マクロ経済はまちまち

日銀短観では大企業製造業を中心に業況判断に頭打ち感が見え始めましたが、企業の設備投資計画は例年に比べて高い水準で推移しています。人件費や原材料価格の上昇に対して省力化投資を積極化する企業が増えてきました。通商摩擦などの不透明感が払拭されれば能力増強投資も拡大に向かうと考えています。一方、インバウンド消費は依然として好調ですが、小売業の既存店売上高の伸びは弱く、個人消費の盛上がりは今一つです。

上方修正が期待できる企業収益

4-6月期の企業収益はコスト増を背景に予想を下振れる可能性があります。一方、現在のドル円レートは企業側が想定している107円程度よりも円安水準で推移しています。足元でやや円高が進んでいますが、現在の為替水準が継続し、貿易摩擦に起因する先行き不透明感が払拭されれば、上期決算以降に外

需企業を中心に通期の収益予想が上方修正されると予想しています。その過程では株価も上昇に向かう可能性が高いと考えています。

改訂版 コーポレートガバナンス・コード

改訂されたコーポレートガバナンス・コードで、企業は「自社の資本コストを把握し、収益率・資本効率に関する目標を株主に提示すること」が求められています。その結果、企業は従来以上に部門別の投下資本利益率（ROIC）に注目し、選択と集中を積極化させると考えられます。直近、10%近くまで上昇してきた株主資本利益率（ROE）は、ビジネスサイクルからは目先やや低下することも考えられますが、長い目で見ればこのような企業努力によってさらに上昇することも期待されます。

秋には市場の焦点は経済・企業収益に回帰へ

企業収益の拡大はプラス材料ですが、貿易戦争への懸念が上値を抑え、当面株価はレンジ内で推移すると考えています。秋以降に米中間選挙が目前に迫り、トランプ大統領の派手な言動も幾分沈静化すれば、市場参加者の焦点は企業収益やマクロ経済などのファンダメンタルズに回帰すると予想しています。そのため、3カ月程度の視野では、日本株式は底堅い展開に戻っていくと考えています。

日経平均株価の推移

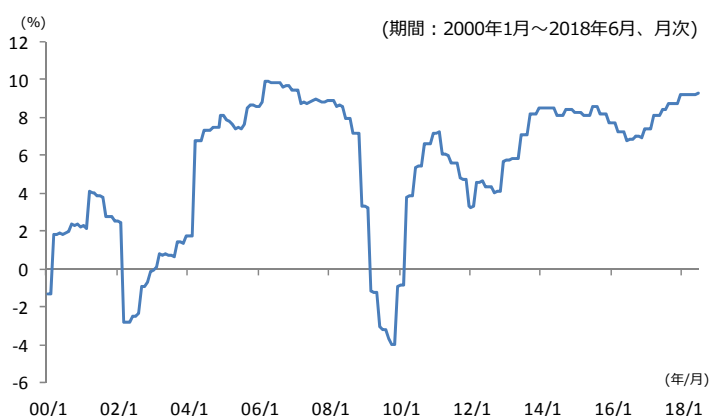


(注) 日経平均株価の期間は2016年1月～2018年7月27日

(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。

TOPIXの株主資本利益率（ROE）の推移



米国株式

本格的な貿易戦争回避後は下値を切り上げる展開へ

米国	7月27日	8-10月の予想レンジ
NYダウ	25451.06p	23700ドル～27000ドル
S&P500指数	2818.82p	2640p～2950p



貿易戦争懸念から不透明な地合いが継続

直近の米国株式は貿易戦争の 에스カレート を懸念し上値の重い展開に移行してきました。これまでに発表された鉄鋼・アルミと対中国の340億ドル分の輸入関税が米国経済に与える悪影響は限定的だと思われませんが、これが対中国の2000億ドル分や自動車に対する輸入関税に拡がれば、米中のみならず世界経済は大きな打撃を受けることになると思われます。

最悪のシナリオは回避される見込み

トランプ大統領の強硬な通商政策を止めることができるのは、中国の穏当な対応もしくは米国民の不満の高まりだと考えています。過去の日韓への攻撃的な対応と異なり、今回中国政府は米国に対して「大人の対応」を見せています。トランプ大統領の究極的な目標が11月の中間選挙に勝つことだとすれば、貿易戦争によって米国民が疲弊したり、株価を下落させては元も子もありません。既に一部の国民や企業からは強硬な通商政策に対する悲鳴があがり始めました。今後トランプ大統領が政策を転換させる可能性は徐々に高まっていくと考えています。そのため、米国が2000億ドルの対中関税を発動したり、世界各国が輸入自動車に追加関税をかけ合うような本格的な貿易戦争は回避されると考えています。

良好なファンダメンタルズ

一方、米国のマクロ経済は一時的に減速した1-3月期から4-6月期は持ち直し、実質GDP成長率は前期比年率で+4.1%と2014年7-9月期以来の高成長となりました。S&P500の動きと連動するISM製造業景況指数も高水準で推移しています。企業収益はトランプ減税を受けて少なくとも10-12月期までは前年比20%を超える増益率が続くと思われています。

貿易戦争回避後はファンダメンタルズが鍵に

当面は底堅いマクロ経済や企業収益と通商政策の不透明感という強弱材料が交錯し、方向感の定まらない展開が続くと思われます。しかし、最悪のシナリオが回避されるとの見方が市場で支配的になれば、市場はマクロ経済や企業収益などのファンダメンタルズに焦点を移していくと予想しています。その段階でも米国経済は力強い拡大基調を保っていると考えられることから、株式市場は下値を切り上げる展開に移行することがメインシナリオです。しかし、その時点で景気の過熱感や連邦準備制度理事会（FRB）の継続的な利上げを受けて景気後退が連想されれば、上値が重くなることも考えられます。

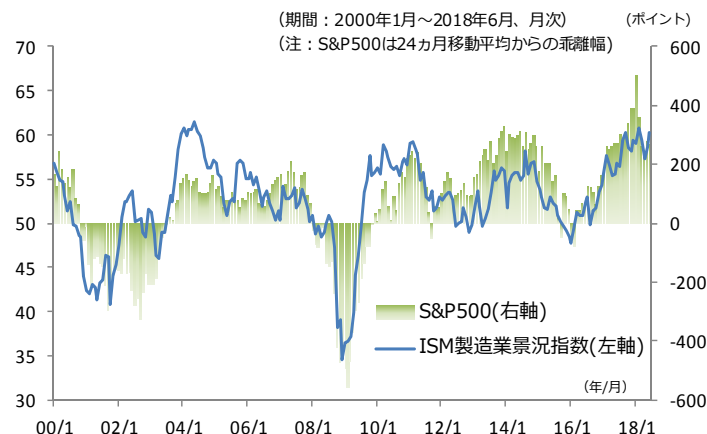
NYダウの推移



(注) NYダウの期間は2016年1月～2018年7月27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。

ISM製造業景況指数とS&P500



政治面の不透明感が上値を抑える展開を予想

欧州	7月27日	8-10月の予想レンジ
STOXXヨーロッパ600指数	392.08p	360p~400p



深まった欧米間の溝

春以降に回復に向かうと予想されていた欧州経済には、依然として明確な回復の足取りが見えません。そんななか、欧米間で政治面の溝が深まり、域内のマクロ経済や企業収益に暗雲が垂れ込め始めました。直近の米EU首脳会議では交渉が進展する兆しが見え始めましたが、依然として先行きを予測することはできません。貿易戦争が本格化すれば、米国の自動車産業を保護するためにドイツの高級車メーカーが狙い撃ちされたり、機械などの資本財や医薬品の欧州から米国への輸出が滞る可能性もあります。イランへの経済制裁はこれまでイランビジネスを積極的に進めてきたフランスの自動車・エネルギー企業に打撃を与える可能性があります。安全保障を巡る北大西洋条約機構（NATO）における協議でトランプ大統領は欧州各国に軍事費の増額を迫りました。トランプ大統領の本音は米国から欧州に軍備品を輸出し、対欧州の貿易赤字を削減することにあると思われませんが、逆にこの点は欧州の軍事産業にもある程度、恩恵をもたらすことになると考えられます。

期限が迫る英国のEU離脱交渉

Brexitについて、英国は脱退時期の2019年3月の半年程度前（10月）には主要な交渉を終える必要が

あります。しかし、与党保守党はEUの関税同盟から完全に離脱する「強硬離脱」を目指すグループとEUルールに従いながら関税同盟に残留する「穏健離脱」を目指すグループに二分され、意見集約ができない状態が続いています。このままいけば、EUとの交渉が進まず、離脱後の関係について何の合意もなしに英国がEUから放り出される「無秩序離脱」が現実になることも考えられます。ユーロ圏の一部であるアイルランドと地続きの北アイルランドの位置づけも依然として不透明です。

しばらくは上値の重い展開を予想

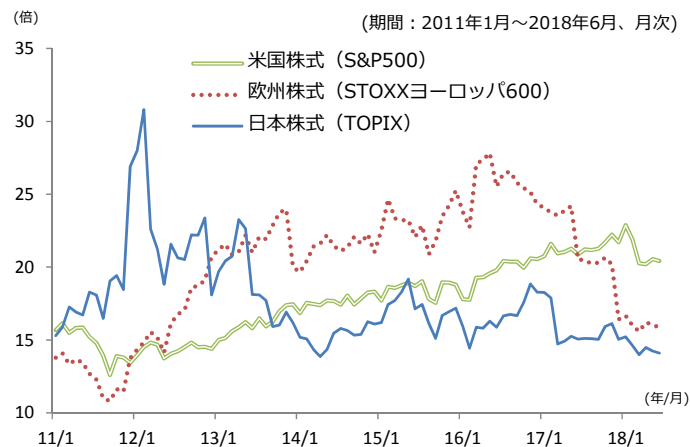
欧州経済や欧州企業が直面するこれらの不透明感が一朝一夕に払拭されるとは考えてはいません。このような環境では、企業も新規の投資や採用を躊躇せざるを得ないと思われれます。一方で、欧州株式のバリュエーションは魅力的な水準まで低下してきました。政治不安でユーロやポンドが下落すれば、欧州企業の競争力が高まり、企業収益にとっては追い風になると思われれます。足元で底這っている欧州経済が将来的に回復に転じ、通貨安が企業収益に効き始めれば、欧州株式も上昇に転じると考えられます。しかし、もうしばらくは上値の重い展開が続くと予想しています。

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～2018年7月27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。

日米欧 株式市場の株価収益率（PER）



アジア株式

通商摩擦に関する先行き不透明感から、上値の重い展開を予想

アジア	7月27日	8-10月の予想レンジ
MSCI アジア(除く日本)指数	678.61p	620p~700p



一時的に落ち着きを取り戻したアジア株式

アジア株式市場は6月以降、トランプ大統領の通商摩擦の拡大懸念、米国利上げ観測の高まり、中国経済への先行き懸念を受けて下落しました。しかし、過去1ヵ月ほどは利上げの織込みも進み、通商摩擦の一服感から落ち着きを取り戻しました。今後のアジア株式の先行きを見通すにあたっては、米国の通商政策と中国経済の動向が鍵になると考えています。

通商摩擦と中国経済

国際通貨基金（IMF）は直近のレポートで、世界経済は健全なスピードで成長しているが貿易戦争と新興国経済の弱体化がリスク要因だと指摘し、米国発の貿易戦争で最も大きな打撃を受けるのは米国とともにアジア新興国であると発表しました。しかし、最終的にはトランプ大統領も国内外からの反発に耳を貸し、世界中の国が輸入自動車を中心に関税をかけ合う全面的な貿易戦争は回避されると考えています。しかし、そこに至る過程でアジア市場はもうしばらく不安定な展開が継続すると考えています。

中国経済の減速や中国人民元安が金融市場を不安定化させています。デレバレッジ（経済全体の債務縮小）が中国政府の中期的な目標であることに変わりはないものの、一部では金融緩和が行われ、健全

MSCIアジア（除く日本）指数の推移



な中小企業向けを中心に資金供給が促進されています。減税やインフラ投資などの景気刺激策も打ち出されました。一方、元安については共産党政権が米国の関税への対抗策として人為的に通貨切下げを行っているのか、ファンダメンタルズの悪化を見込む市場が元を売っているのかを見極める必要があると考えています。いずれにしても、2015-16年のように中国経済が金融市場の混乱の震源地になることは想定していません。

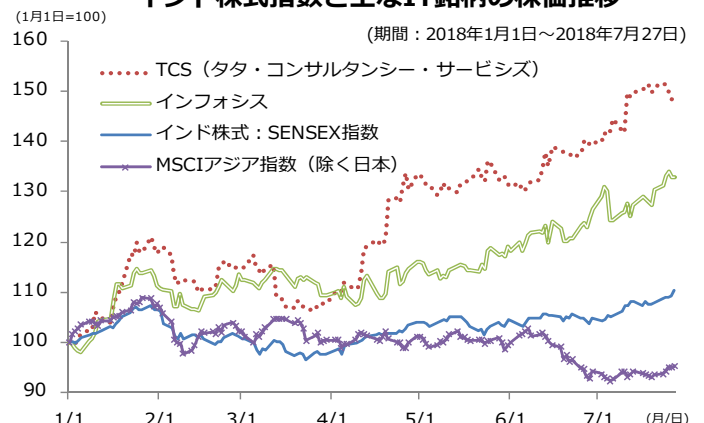
堅調な地合いを保つインド株式

軟調に推移する他市場を横目に、インド株式は高値更新を続けています。ドル建ての売上が多く、ルピー安の恩恵を受けやすいTCSなどのIT企業が市場を牽引し、貿易戦争の悪影響を受けにくいことも買材料となっています。

しばらく上値の重い展開を予想

通商摩擦は11月の中間選挙前まで続くと考えられます。その間、通商摩擦の悪影響を受けにくいアセアンの内需関連企業や中国のAI、ビッグデータなどイノベーションの先端を走るテクノロジー銘柄が選別される展開が続くと考えます。市場全体では今後3カ月は上値の重い展開が継続すると予想しています。

インド株式指数と主なIT銘柄の株価推移



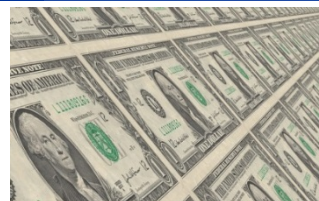
(注) MSCIアジア（除く日本）指数の期間は2016年1月～2018年7月27日。MSCI指数はMSCI Inc.が算出している指数です。同指数に関する著作権、知的財産権その他一切の権利はMSCI Inc.に帰属します。またMSCI Inc.は、同指数の内容を変更する権利および公表を停止する権利を有しています。

(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。

日本では金融政策の修正を織り込み始める展開を予想

10年国債利回り	7月27日	8-10月の予想レンジ
日本	0.10%	0.0%~0.25%
米国	2.95%	2.7%~3.2%
ドイツ	0.40%	0.20%~0.65%



日本では長期金利に上昇圧力

日銀は7月の展望レポートで18、19年のインフレ予想を引き下げると予想されています。物価目標の達成時期が遠ざかるなか、金融緩和の持続性を巡る議論が活発化してきました。金融機関の収益を圧迫し金融システムを不安定化する、財政規律を低下させる、国債・株式市場の価格発見機能を低下させるといった「副作用」を是正するためには、現行の金融緩和政策をより持続可能な形態に変える必要があると考えられています。そのための方策として、買いオペの減額、イールドカーブコントロールにおける長期金利の誘導目標の柔軟化、ETF（上場投資信託）の買入れ減額または配分見直し（日経平均連動からTOPIX連動へ）などが挙げられます。

今後3カ月程度では、ETFの配分見直し、買いオペの減額、誘導目標の柔軟化まで踏み込む可能性があると考えています。そのため、10年国債利回りも一時的に0.25%程度まで上昇することがあると予想しています。

米国ではレンジ内の推移か

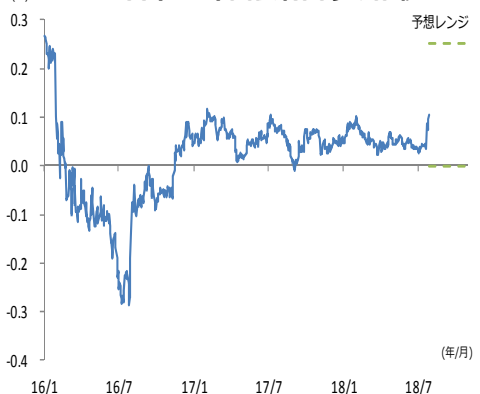
パウエルFRB議長は「米国経済は力強く拡大し、当面段階的な利上げ継続が正当化される」と発言しました。足元で失業率が低下基調を続け、コアCPI（消費者物価指数）が2%を上回る環境で、FRBは

バランスシートの縮小や利上げを予定通り進めると考えています。しかし、低金利を好むトランプ大統領が利上げに反対の姿勢を明示すれば、同氏の財政拡張路線とも相まって、インフレ警戒から一時的に長期金利がもう一段上昇することも考えられます。パウエル議長が利上げに前向きなタカ派かどうかは別として、中期的には段階的な利上げの結果として市場が景気減速を見込み始め、10年国債利回りが上がりにくくなり、長短金利差（イールドカーブ）は徐々に縮小（フラット化）に向かうと予想しています。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3.2%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。

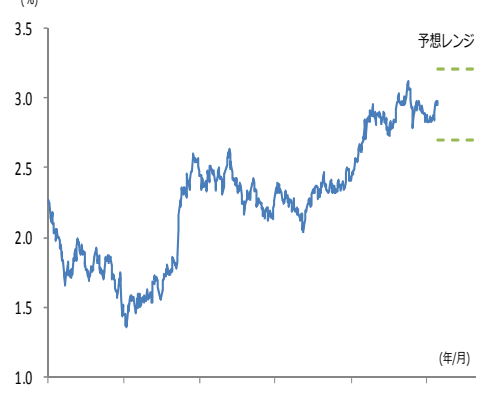
欧州でも金利は上がりにくい展開を想定

欧州経済は、1-3月期の減速が一時的なものだったか、中長期の減速基調の始まりかを見極める重要な局面を迎えています。欧州中央銀行（ECB）は年末に債券購入を打ち切り、来年後半以降にマイナス金利の修正に着手することを決定しました。しかし、ECBの判断が後者となれば、金融政策の正常化スピードが想定よりも遅れる可能性が高まると考えます。今後3カ月程度ではドイツの長期金利は0.20-0.65%のレンジ内で推移すると予想しています。

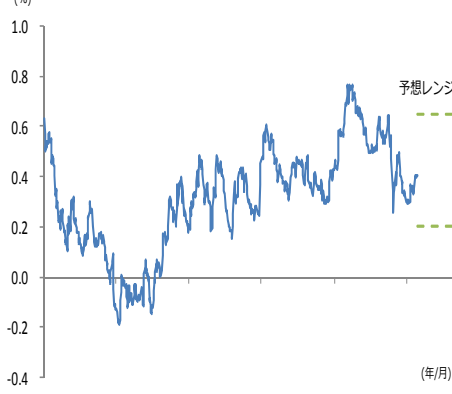
日本10年国債利回りの推移



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2016年1月~2018年7月27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

トランプ大統領の為替市場への口先介入が焦点に

外国為替	7月27日	8-10月の予想レンジ
ドル円	111.05円	105円～114円
ユーロドル	1.17ドル	1.12ドル～1.22ドル
ユーロ円	129.45円	124円～133円



ドル円相場は円高に振れやすい展開か

4月以降、米国の力強い景気拡大とFRBの利上げ観測を受けて、世界中から資金が米国に還流し、ドルが上昇しました。依然として米国経済に減速の兆しが見えないことから、米国への資金還流が早期に反転するとは考えていません。

一方、トランプ大統領は中国とEUを「通貨安誘導を行っている」と名指しで批判しました。これまで貿易赤字を減らす手段として関税や外資規制などを展開してきた同氏が今後、貿易相手国の為替、金融政策などに口を出す可能性が高まってきたと判断しています。中間選挙に向けて対中欧のみならず日本に対してもドル安円高圧力をかけ、さらに日銀の緩和的な金融政策が円安を招いていると圧力をかけてくる可能性も否定できません。日銀が金融政策の正常化に舵を切り始めると市場に判断される可能性もあります。ドル円相場は、当面は105円から114円のレンジ内で推移すると思われませんが、円高方向に振れやすい展開を想定しています。

ユーロドルは当面レンジ内の展開を予想

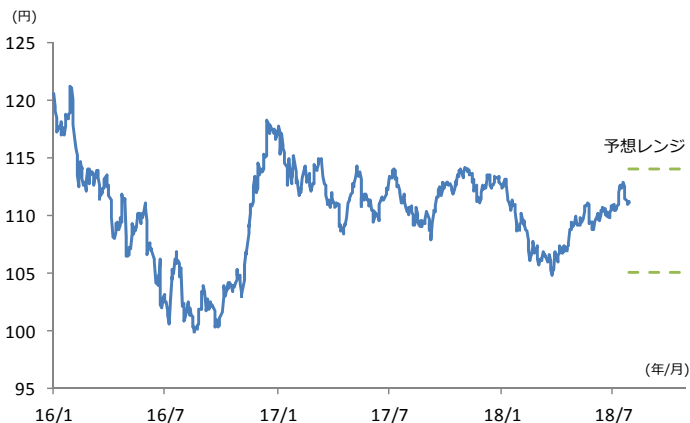
ユーロドル相場は6月以降、トランプ政権の通商政策の先行き不透明感を背景に、1.15-1.18ドルの

狭いレンジ内で膠着状態を続けています。ここに来てトランプ大統領が関税に加えて通貨を通商交渉の手段にしてくる可能性が高まってきました。本来政権幹部が為替レートに口出しすることはルール違反と考えられていますが、中間選挙に向けて同氏がなりふり構わずユーロ高ドル安圧力をかけてくることも考えられます。逆にユーロ圏で景気回復の兆しが見えず、米国経済の強さが際立つなか、両中央銀行の金融政策の違いが鮮明になれば、ユーロ安ドル高が進む可能性もあります。いずれにしても、足元で通商、イラン制裁、安全保障など様々な側面で米欧間の溝が深まっていることを背景に、ユーロドルはしばらく神経質な動きを続けると考えています。

ドル高是正は新興国通貨の売り圧力を緩和

4月に米国利上げ観測を受けて下げ足を速めた新興国通貨指数は過去1カ月ではやや落ち着きを取り戻しました。しかし、インドネシア、インド、フィリピンなど一部の国の通貨は下落を続けていることから、新興国通貨に投資する際には經常収支などで慎重に選別する必要があると考えています。今後、トランプ大統領がドル高是正を進めれば、新興国通貨への売り圧力は緩和されると予想しています。

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7月27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)