

情報提供用資料

2018年6月28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. 22

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

収益見通しの改善を背景に下値を切り上げる展開に

日本	6月27日	7-9月の予想レンジ
日経平均株価	22271.77円	21500円～24000円
TOPIX	1731.45p	1650p～1850p



日本経済は持ち直しへ

1-3月期の実質GDP成長率は前期比年率-0.6%と、9四半期ぶりにマイナス成長となりました。しかし、企業業績の回復を背景に夏のボーナスは前年より高い伸びが見込まれ、今後は失業率の改善など雇用の安定が消費を下支えすることが期待されます。外需についても、米国経済が年後半にかけて持ち直し、中国経済も底堅い成長を保つことが想定されるため、底堅く推移すると思われます。4-6月期以降は内需・外需とも持ち直し、1%台半ばの成長が期待されます。

為替レートの安定は株価の押し上げ要因に

5月に企業側から発表された2019年3月期の経常増益率見通しは前年比約3%と、市場参加者が予想した同8%程度よりも慎重なものでした。為替の前提を企業は1ドル105円程度、市場は110円程度と置いていることがその背景とみられます。ドル円レートは、堅調な米国経済を背景に連邦準備制度理事会（FRB）が利上げを継続する一方、日本銀行は従来の金融緩和政策を継続すると予想されていることから、当面ドル円レートが急激に円高方向に振れるとは考えておらず、企業の収益見通しが市場見通しに収斂する形で上方修正され、株価が上昇すると予想しています。

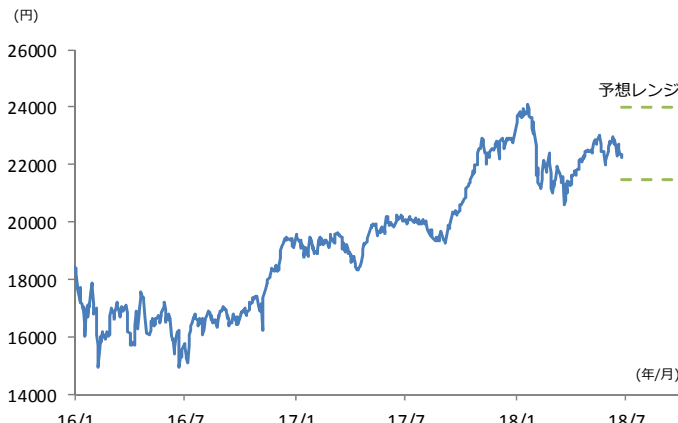
ファンダメンタルズ以外が当面の悪材料に

マクロ経済や企業収益などのファンダメンタルズ（基礎的条件）は株式市場の追い風になると期待されますが、トランプ米大統領の通商政策がしばらく株価の上値を抑える要因になると考えています。中国からの2500億ドルの輸入品に課税することを検討開始し、EUや日本などの伝統的な同盟国までも敵に回す強硬な姿勢は11月の中間選挙前まで続くと思われる。株式市場がニュースのヘッドライン（見出し）によって一時的に不安定化する地合いは当面続くものの、その悪影響は徐々に薄れていくと考えています。

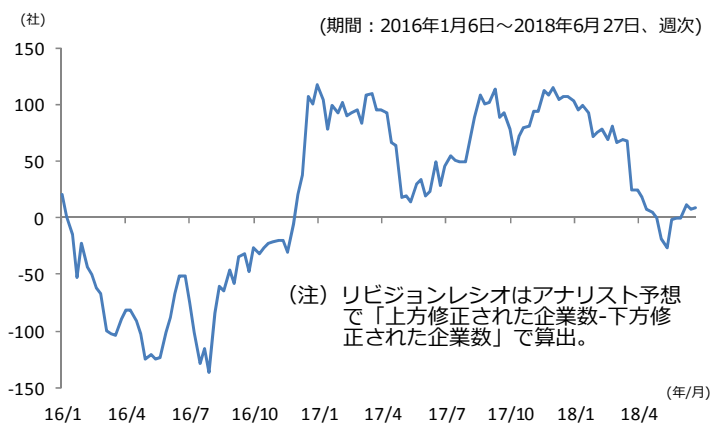
徐々に下値を切り上げる展開を予想

FRBや欧州中央銀行（ECB）からリーマン危機以降続けてきた非伝統的な金融緩和措置に終止符を打つ方向性が示されたことから、世界の金融市場の至る所でストレスが顕在化してきました。当面、これらのストレスと予測不能なトランプ政策が株価の上値を抑えると思われる。しかし、今後3カ月程度では収益見通しの改善を背景に日本株式は徐々に下値を切り上げる展開をメインシナリオとしています。中長期的にはFRBの利上げが米国経済を冷やし、米国金利の上昇が止まり、為替市場で円高ドル安が進むことがリスクシナリオになりそうです。

日経平均株価の推移



企業収益リビジョンレシオ



(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。

米国株式

景気サイクルの後半戦に突入するも、底堅い展開を予想

米国	6月27日	7-9月の予想レンジ
NYダウ	24117.59ドル	23500ドル～26200ドル
S&P500指数	2699.63p	2600p～2930p



4-6月期以降は潜在成長率以上の成長を予想

1-3月期の実質GDP成長率は前期比年率+2.2%と、前期の同+2.9%から減速しました。しかし、これは想定外に盛り上ったクリスマス商戦の反動減や悪天候など一時的な動きだったと考えています。4-6月期以降は個人消費の回復、設備投資の拡大などを背景に持ち直すと予想しています。3月、4月と連続して前月を下回ったISM製造業景況指数は5月には上昇に転じました。NY連銀が発表するNowcastは4-6月期の実質GDP成長率が2.9%程度まで加速することを予想しています。2018年通年の米国GDPは潜在成長率を上回る2%台後半の成長率を予想しています。

10-12月期までは底堅い企業収益を想定

トランプ減税と良好なマクロ見通しを受けて、10-12月期までは前年同期比20%を超える一株当たり利益の成長が見込まれています。しかし、減税の押し上げ効果が薄れる来年1-3月は15%程度に減速すると予想されています。一株当たり売上成長率は昨年の10-12月期にピークを打ちました。市場は、来年以降も15%程度の利益成長が続くことに注目すべきか、売上成長のピークは既に過ぎ、賃金が上昇するなか、利益率拡大による利益押し上げにも限界があると考えられるべきかを見極める重要な時期に入ってきました。

トランプの通商政策

11月の中間選挙まではトランプ大統領の予測不能な通商政策が株価の上値を抑える可能性があります。しかし、同氏の通商政策の究極的な目的は米国民を豊かにすることにあるので、国民生活に打撃を与える政策はいずれ骨抜きになると考えています。足元でも内需依存度が高いと考えられる中小型株のほかテクノロジーセクターの株価は堅調に推移しています。底堅いマクロ経済と企業収益、一時よりは低下してきたバリュエーションを背景に今後3カ月程度の株式市場は底堅い展開を続けると予想しています。

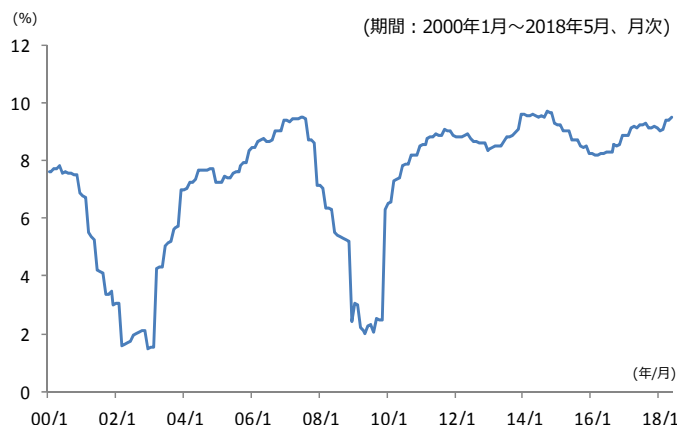
米国株式は底堅い展開か

足元で堅調に推移している米国経済も景気サイクルでは後半戦に突入したとみられます。労働需給の逼迫が賃金上昇を加速させることが懸念されますが、足元では企業の利益率は依然として拡大を続けています。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、市場参加者は既に3%程度の長期金利には慣れてきたと考えています。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



S&P500企業の利益率（利益/売上）



(注) NYダウの期間は2016年1月～2018年6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。

欧州固有のマイナス材料を受けてやや上値の重い展開を予想

欧州	6月27日	7-9月の予想レンジ
STOXXヨーロッパ600指数	379.97p	360p~400p



域内経済は持ち直しへ

ユーロ圏経済も日米経済同様に1-3月期に減速局面を迎えましたが、これは昨年後半の景気の盛りりの一時的な反動減だったと考えられます。世界同時景気拡大を背景に外需は堅調に推移するとみられるほか、企業による設備投資の進展も見込めます。年内は緩和的な金融政策が景気の下支えになり、雇用の改善を背景に個人消費や住宅投資も底堅く推移するとみられます。ユーロ圏経済は日米に比べれば底打ちの時期はやや遅行するものの、1-3月期の減速から持ち直し、2018年通年の実質GDP成長率は2%台前半となることが予想されます。

世界経済の持ち直しはサポート要因に

域内経済の持ち直しに加えて、日米を中心とする先進国経済が再加速し、中国経済も構造的には緩やかな減速基調をたどりながらも6%を超える成長が続くマクロ環境は欧州株式にとってサポート要因になると考えています。欧州の株価指数にはエネルギー、素材、一般消費財・サービス、金融などの景気敏感企業や輸出企業が数多く含まれていることが背景です。2月以降のユーロ安、これまでのエネルギー価格

の上昇も追い風になると考えています。

欧州固有のマイナス材料

一方、欧州株式の上値を抑える要因もいくつか考えられます。直近、トランプ米大統領は通商摩擦の矛先を欧州、特にドイツの自動車産業に向け始めました。中国が報復関税を課せば、ダイムラーなどが米国で製造し中国に輸出する高級車が関税の対象となる可能性があります。イタリア新政権の放漫財政路線が来年度の予算策定過程で表面化すれば、イタリア国債が再度売られることも考えられます。その際に市場の標的となるのはイタリア国債を大量に保有し不良債権処理も道半ばのウニクレディトなどのイタリア銀行になると考えられます。数年間にわたって株価が下落してきたドイツ銀行も、株主を納得させられる抜本的な構造改革を断行するまで株価の底打ちは期待しにくいと考えられます。ECBが拙速に金融政策の正常化を進めれば、銀行株は好感するかもしれませんが、せっかく勢いを取り戻した欧州経済が再度下押しするリスクも否定できません。ドイツのメルケル首相の指導力がドイツ国内のみならず欧州圏全体で弱まっていることも懸念材料です。今後3か月を見通せば、欧州株式市場はやや上値の重い展開が継続すると考えています。

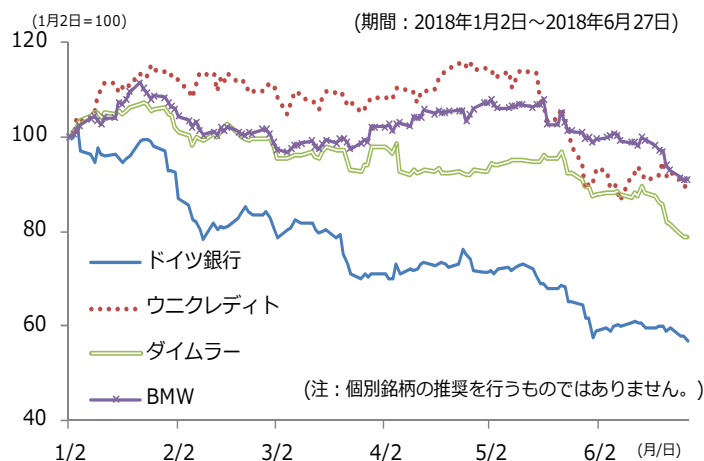
STOXXヨーロッパ600指数の推移



(注) STOXXヨーロッパ600指数の期間は2016年1月～2018年6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。

銀行・自動車セクターの株価



(注：個別銘柄の推奨を行うものではありません。)

当面、2つの向かい風を受けて上値の重い展開を予想

アジア	6月27日	7-9月の予想レンジ
MSCI アジア(除く日本)指数	664.53p	640p~720p



中国経済はほぼ想定通りの展開

5月に発表された経済指標は中国経済が「減速しても失速しない」緩やかな減速基調をたどっていることを確認する内容でした。固定資産形成、不動産投資、小売売上高の伸びが減速している一方、輸出入や国外からの直接投資は拡大しています。足元で企業景況指数が底堅く推移しているほか、中国人民銀行は預金準備率を下げました。今後も景気が失速しそうになれば、金融・財政政策が迅速に下支えに動くと考えています。そのため、中国経済の浮き沈みがアジア株式全体に与える悪影響は当面限定的と考えています。しかし、アジア株式に対しては足元で次に挙げる2つの向かい風が吹きつけています。

向かい風1：米利上げ継続の悪影響

1994年のメキシコ危機や1998年のアジア通貨危機が示すように、米国の利上げ局面では新興国株式が軟調に推移しやすいと考えられています。米国で利上げが続くと、新興国から米国への資金流出懸念から通貨安が進み、通貨の下落や輸入価格の上昇を食い止めるために中央銀行が予防的な利上げに動くことで、景気が減速すると思われる。今回のFRBの引締めサイクルでは既に7回の利上げが行われました。この間、アジア株式は今年1月までは力強く上昇

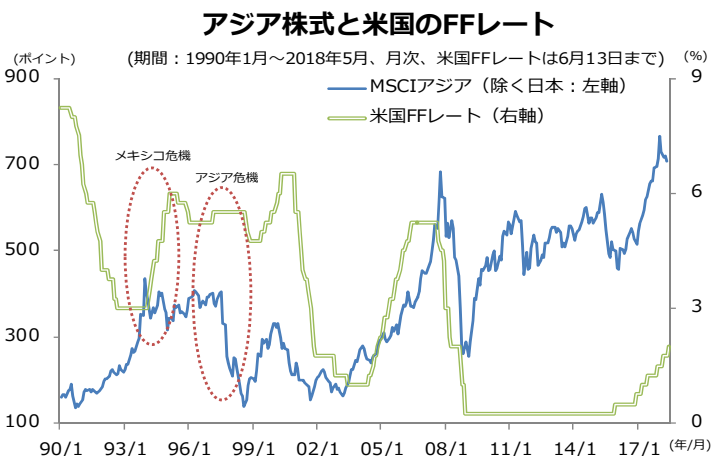
してきましたが、その後は調整に転じています。景気の先行き不透明感の台頭には留意する必要があると考えています。

向かい風2：貿易戦争の可能性

万一、米中が報復が報復を呼ぶ貿易戦争に突入すれば、最もダメージを受けるのは米国への輸出に依存した中国企業や中国、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になると思われれます。7月6日に迫る米国の340億ドルの中国製品への追加関税の発動まで、両国間で繰り広げられる水面下の交渉の行方が注目されます。

しばらく上値の重い展開を予想

米国の利上げは来年まで続くことが予想され、トランプ米大統領による通商摩擦も11月の中間選挙前まで続くと考えられます。一方、中国政府が目指す「中国製造2025」や国民のデジタル化の波に乗ったBAT (Baidu, Alibaba, Tencent) などのテクノロジー銘柄が選別される展開がしばらく続くと考えます。また、これまでの貿易戦争懸念から実力以上に売り込まれた銘柄の自律反発も期待されます。しかし、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。



(注) MSCIアジア (除く日本) 指数の期間は2016年1月~2018年6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。

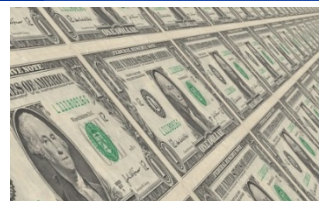
(出所) Bloomberg、国際通貨基金 (IMF) のデータより岡三アセットマネジメント作成

※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	6月27日	7-9月の予想レンジ
日本	0.04%	0.0%~0.1%
米国	2.83%	2.7%~3.2%
ドイツ	0.32%	0.20%~0.65%



日銀は現行の金融緩和策を継続する見通し

原油価格の上昇やサービス業における賃上げは通常なら物価を引き上げる方向に作用しますが、直近発表された5月のCPI（生鮮食品を除く）は前年比+0.7%で前月の水準と変わらず、加速する兆しは見えません。日銀は4月に、「2019年度ごろ」としていた2%のインフレ目標の達成時期を正式に削除しました。

金融機関の収益力低下や財政ファイナンスなど非伝統的な金融緩和政策の副作用に関する議論が高まってきました。しかし、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。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。

米国でもレンジ内の推移か

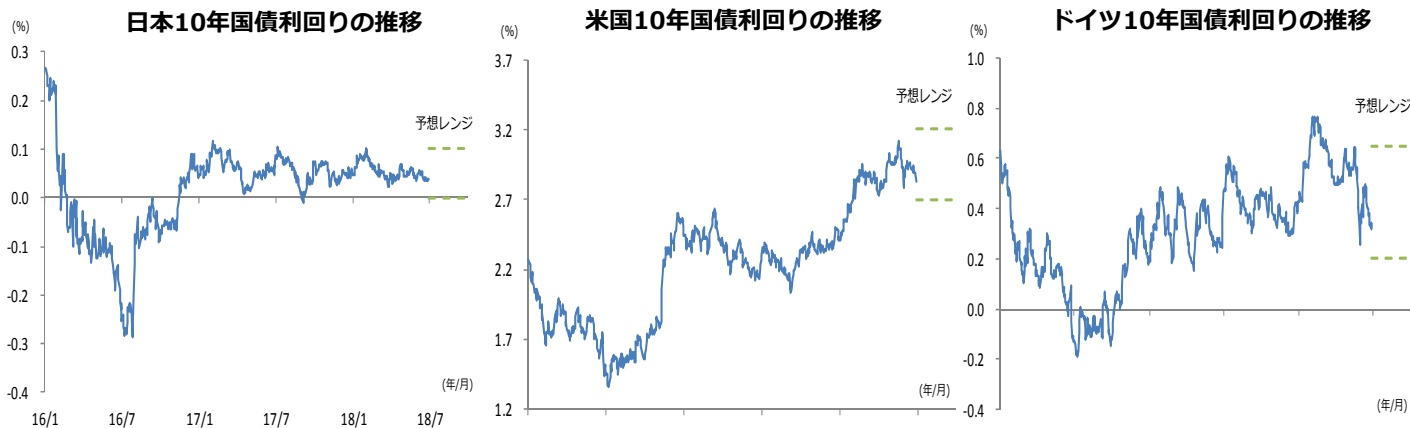
FRBのパウエル議長はポルトガルで行われた経済フォーラムで「失業率はさらに下がり、段階的な利上げの継続が適切」と発言しました。労働市場が従来以上に引締まり、コアCPIは2.2%、コアPCEデフレタも1.8%まで上がってきました。市場の焦点は、利上げが長期的なFFレートの均衡点と考えられる2.9%程度で打止めになるか、この水準を超えて続けられるかに移ってきました。関税の引上げは輸

入価格の上昇をもたらし、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と考えられるため、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予想しています。

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）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

6月のECB理事会で債券購入を年内に打ち切ることが決まりました。その後は、来年秋以降に利上げを開始することが想定されています。足元のインフレ加速が一時的な原油高に起因していることや金融政策の正常化はユーロ高を招くリスクがあることを考えれば、金融政策を正常化するスピードはこの想定よりも遅れる可能性もあると考えています。今後3カ月程度ではドイツの長期金利は0.20-0.65%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6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

ドル円、ドルユーロとも当面はレンジ内の展開を予想

外国為替	6月27日	7-9月の予想レンジ
ドル円	110.26円	105円～112円
ユーロドル	1.16ドル	1.1ドル～1.2ドル
ユーロ円	127.39円	122円～132円



ドル円相場は3カ月程度では円高の可能性も

5月以降、ドル円レートは108-112円の狭いレンジ内で方向感が出にくい展開を続けてきました。FRBが利上げを行い日米金利差が拡大してもドル高が進まず、貿易戦争の可能性が高まってもリスクオフの円高は進みませんでした。市場参加者が明確な為替見通しを持っていないことが示されています。

金融政策の正常化でFRBが日銀に先行していることを材料にドルが買われる展開も考えられます。一方、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ことも想定されます。中期的には米国の「双子の赤字」の拡大や米国外の経済が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に移行する可能性もあります。

ドル円相場は、当面は現在のレンジ内で推移すると思われそうですが、3カ月程度では円高方向に振れる可能性があると考えています。

ユーロドルは当面レンジ内の展開を予想

イタリアでは3カ月続いた政治空白に終止符が打たれ、極右の「同盟」とポピュリストの「五つ星運動」が連立政権を樹立しました。新政権のEUやユー

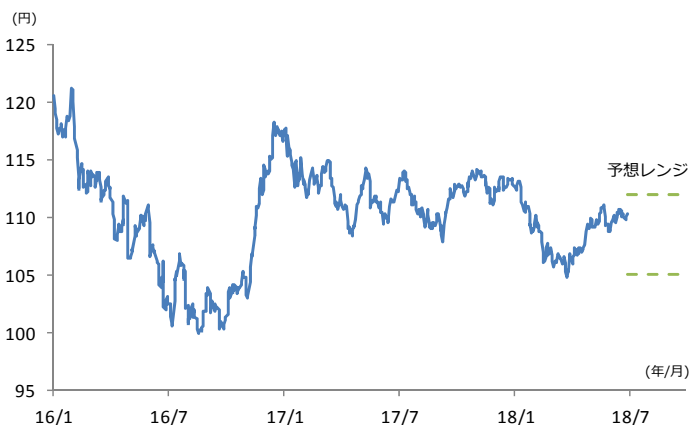
ロに対する姿勢は選挙期間中よりも軟化してきましたが、人気取り（ポピュリズム）政策、放漫財政、強硬な移民政策を推進する方針に変わりはありません。秋以降にイタリア政府が欧州委員会から来年度予算の事前承認を受ける過程で市場が再度混乱する可能性があります。一方、ドイツでは移民政策やEU統合における財政負担を巡って連立政権内に亀裂が走り、メルケル首相の指導力への不安が高まってきました。政治面からは、ユーロに対して強気の見通しを持つことは当面難しい状況です。

一方、欧州の景況感もいずれは回復に転じると考えられることや、通商摩擦に起因する市場不安の後退はドル安ユーロ高方向に作用すると考えます。2014年中盤以降に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かけると考えれば、中期的にはドル安ユーロ高が進むと予想されます。

ユーロドル相場は、当面強弱材料が交錯しレンジ内の展開を想定しています。

ユーロ円についても、ユーロ圏の景況感が底打つタイミングやECBと市場とのコミュニケーションの内容にもよりますが、当面は方向感の出にくい相場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6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)