

情報提供用資料

2018年8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. 24

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

足元は冴えないものの、徐々に戻りを試す展開へ

日本	8月29日	9-11月の予想レンジ
日経平均株価	22848.22円	21500円～24000円
TOPIX	1739.60p	1650p～1850p



日経平均株価はレンジ内の展開

5月以降、日経平均株価は21500円と23000円のレンジ内で上下を繰り返してきました。下限では日銀のETF（上場投資信託）買いや企業収益の上方修正期待が下値を支え、上限では米トランプ大統領の通商政策への不透明感が上値を抑えてきました。

新興市場株に売り圧力

東証マザーズ指数など新興市場でも4月以降売り圧力が高まっています。先進国の主要中央銀行の基本姿勢がQE（量的緩和）からQT（量的引締め）に移行する過程で、リスクが高く流動性が乏しい中小型銘柄が敬遠されていることが背景にあると思われます。メルカリなど直近のIPO銘柄が下げに転じたことや中小型株を投資対象とする投資信託への資金流入が先細っていることもこの動きに拍車をかけています。中小型よりも大型株が優位なマーケットの地合いは当面継続すると予想しています。

トランプ大統領の政策アジェンダ

国内株式はこれまでも米国情勢の影響を受けやすいと考えられてきました。9月中旬に米中間選挙の予備選が終了すれば、トランプ大統領の政策アジェンダ（課題）も様変わりすると考えています。それま

では共和党予備選でトランプ寄りの候補者を本選に送り込むために過激な政策を打ち出すことが必要です。しかし、予備選が終了し、共和党候補者が民主党候補者と戦う本選が視野に入ってくれば、トランプ大統領は中間層を取り込むために過激な政策・発言を控えざるを得なくなると予想しています。

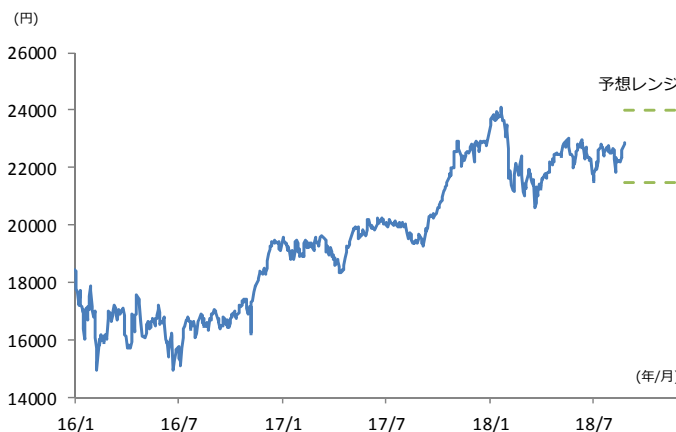
期待される収益の上方修正

企業側のドル円の想定為替レートは107円程度ですが、実際の為替市場は110-111円程度で推移しています。上期決算発表が始まる10月まで現在の為替レートが継続すると仮定すれば、企業側は通期の収益見通しを上方修正してくる可能性が高いと思われます。アナリストの収益見通しの変化を表すリビジョン指数はこれまでゼロ近辺に張り付いていましたが、10月に向けて上向くことが期待されます。

徐々に戻りを試す展開へ

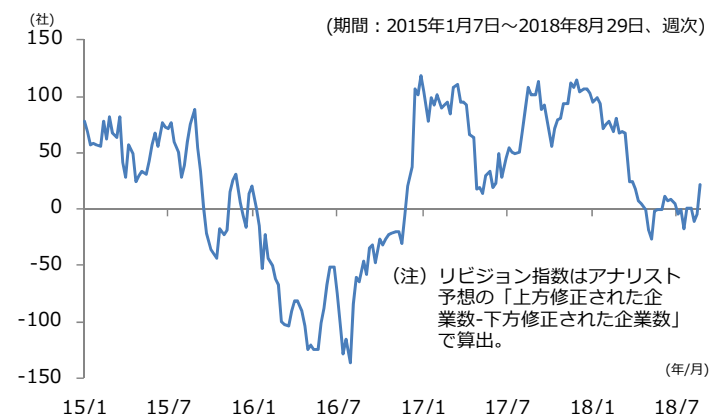
目先はトランプ大統領の不透明な政策を背景に上値の重い展開が続くと考えています。しかし今後3か月で考えれば、バリュエーションは海外と比較して魅力的な水準にあり、米国で予備選が終わりトランプ大統領の言動がやや穏当なものに変化し、企業が収益ガイダンスを上方修正する過程で株式市場は戻りを試す展開に移行していくと考えています。

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8月29日

企業収益リビジョン指数の推移



(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

適度な警戒感を背景に、緩やかな相場上昇を予想

米国	8月29日	9-11月の予想レンジ
NYダウ	26124.57p	24500ドル～27600ドル
S&P500指数	2914.04p	2730p～3070p



上昇相場の最長記録を更新

米国株式市場は2009年3月の大底から、弱気相場と考えられる20%超の調整を経験せずに上昇を続ける最長記録を更新しました。リーマン危機後の量的緩和、昨年末のトランプ減税、金余りを背景とした自社株買いなどが長い相場上昇を演出しました。

米国株式一強とも言われる直近の相場上昇の背景には良好なマクロ経済と企業収益という裏付けがあったと考えています。4-6月期の実質GDP成長率は前期比年率+4.2%と潜在成長率を大きく上回り、同時期のS&P500構成企業の前年比増益率は25%を上回りました。最先端のテクノロジー企業に加えてオールドエコノミーの先行指標と考えられるダウ輸送株指数も高値を更新しています。

FANG+指数

1月以降、Facebook、Amazon、Apple、Google親会社のAlphabetなどテクノロジー企業で構成されるFANG+指数はS&P500を大幅にアウトパフォームしてきました。しかし、直近はこれらの企業に対する規制当局からの風当たりが厳しくなり、高値警戒感からも株価は軟調に推移しています。一部にはPER（株価収益率）が100倍を超える銘柄も散見されます

が、収益成長率に対して株価がどこまで買われているかを示す指標「PEGレシオ（PER÷利益成長率）」を見れば、FANG+はS&P500とほぼ同水準にとどまっています。9月に行われるMSCI（世界を代表する株式インデックス）の業種分類の変更によって、これまで「情報技術」に分類されていたこれらの企業が「一般消費財・サービス」や「通信サービス」に分散されることになりました。その結果、短期的には情報技術セクターを投資対象とするETFから売りが出る可能性があります。長期的には投資資金が分散することによって市場の上昇はより持続性のあるものになると考えています。

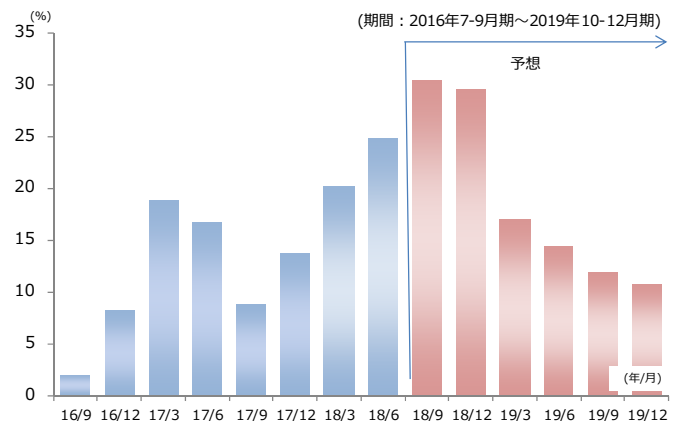
米国株式の「一強」はいつまで続くか？

米国株式一強の地合いがいつまで続くかは予断を許しません。減税による景気押し上げ効果は今年が最大で、継続的な利上げによって来年以降は景気が減速すると考えられます。企業収益についても減税効果が剥げ落ちる来年1-3月期には前年比増益率が20%台から10%台に減速することが想定されています。しかし、市場参加者の間に高いバリュエーションなど適度な警戒感が残っていることから、もう少ししばらく上値を追う展開が継続すると考えています。

NYダウの推移



S&P500一株当たり利益 (EPS) 成長率 (前年同期比)



(注) NYダウの期間は2016年1月～2018年8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。

マクロ面、政治面の不透明感が上値を抑える展開を予想

欧州	8月29日	9-11月の予想レンジ
STOXXヨーロッパ600指数	386.58p	360p~400p



米EU間の貿易戦争は回避

7月25日にユンケル欧州委員長とトランプ大統領がワシントンで首脳会談を開き、自動車を除く工業製品の関税を下げる協議を始めることに合意し、交渉が続いている間は新たな関税をかけ合わないことを決めました。これによってEUと米国の「貿易戦争」はひとまず回避されることになりました。

マクロ面、政策面の不透明要因は目白押し

2017年下期まで順調に拡大を続けてきた欧州経済は本年1月以降、減速基調を続けています。春先までは冬の悪天候が主因と考えられていましたが、夏を迎えても回復の兆しは見えてきません。トランプ大統領の通商摩擦については、EUは米国との直接対決はどうか回避できましたが、中国をはじめとするアジア向けの輸出が間接的に悪影響を受ける可能性は残されています。

直近のトルコ危機によってイタリアのユニクレディット、スペインのBBVA、フランスのBNPパリバなどトルコで事業を展開している欧州銀行の株価は大幅に下がりました。10月が交渉期限と考えられている英国のEU離脱が、離脱後の関係を合意できないまま「無秩序離脱」になれば、英国企業のみならず欧州大陸の企業へも大きな打撃になると考えられます。

米国は8月7日に対イランで鉄鋼、アルミ、自動車の経済制裁を発動し、11月には石油、エネルギー、金融セクターへの制裁を発動する構えです。イランビジネスを続ける外国企業が米国ビジネスから締め出される「二次制裁」を恐れて、仏自動車大手のPSA社はイランの合併会社から撤退し、同エネルギー大手トタル社はイランのガス田の権益を中国企業に売却しました。イタリアの高速道路の高架橋崩落によってイタリアの来年度予算や高速道路や空港などのコンセッション（政府と民間企業との運営権契約）の行方にも不透明感が高まってきました。

しばらくは上値の重い展開を予想

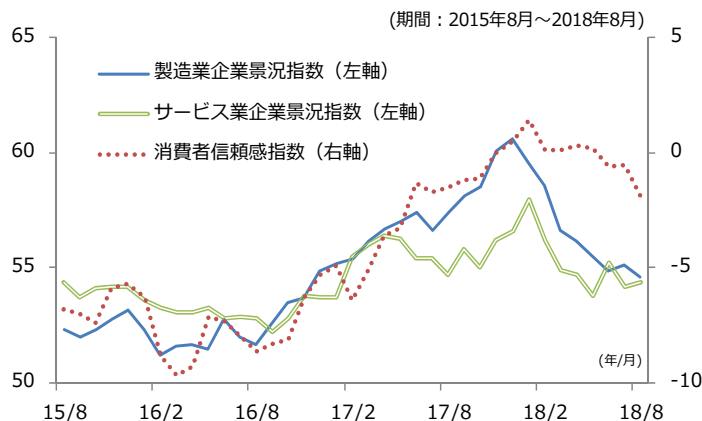
欧州企業が直面するこれらのマクロ面、政治面の不透明感が一朝一夕に払拭されるとは考えてはいません。このような環境で企業は新規の投資、M&A、採用を躊躇せざるを得ず、個人も高額品を中心とする消費を手控える傾向が強まると考えられます。企業景況感、消費者信頼感の低下に歯止めがかかれば景気敏感セクターがいち早く上昇に転じることも考えられますが、株式市場全体ではもうしばらくは上値の重い展開が続くと予想しています。米国株式との比較においても、しばらくアンダーパフォームが継続すると考えています。

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8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。

欧州の企業景況指数と消費者信頼感指数



アジア株式

貿易戦争や新興国からの資金逃避から、上値の重い展開を予想

アジア	8月29日	9-11月の予想レンジ
MSCI アジア(除く日本)指数	673.39p	610p~690p



中国経済の減速と人民元安

中国経済はここに来て減速感を強めています。政府が主導するデレバレッジ（債務の削減）を背景に減速してきたインフラ、不動産投資などの固定資産形成に加えて小売売上高の伸びも鈍ってきました。消費主導の経済発展を目指す政府にとって、足元の小売売上高の減速は想定外です。個人消費の勢いが失われてきた背景としては、都市部を中心に住宅価格が上昇し人々が住宅購入を手控えたり、耐久消費財の保有が飽和状態になってきたことが挙げられます。このような動きと米国で利上げ継続期待が高まったことを受けて人民元も大幅に下落しました。

足元の景気減速を受けて中国人民銀行は預金準備率を引き下げ、政府はインフラ投資や銀行の貸出しを積極化させることを通して景気を上向かせようとしています。デレバレッジの動きが完全に反転するとは考えていませんが、下期以降は少なくともGDP成長率がこれ以上下押しするとは考えていません。

通商摩擦とアジア企業

8月23日に米中両国が160億ドル相当の輸入品への25%の関税を発動しました。対象品目は米国は半導体、プラスチック・ゴム製品など、中国は自動車、

古紙、銅くずなどです。これは7月6日に発動された340億ドルに継ぐ第2弾の措置です。米国は9月以降に第3弾として2000億ドルに追加関税をかけ、中国も600億ドルの報復措置をとる構えを見せています。現時点で貿易戦争の先行きを見通すことはできませんが、貿易戦争がエスカレートすれば、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が最も大きなダメージを受けることになると考えられています。

新興国売りの波

アルゼンチンやトルコに端を発した新興国売りの波がインド、インドネシア、フィリピンなどの経常赤字国にも押し寄せてきました。この動きが域内でさらに拡大するかどうかについては、域内各国の経済の健全性とともにも米国の金利上昇やドル高の動きが焦点になると考えています。

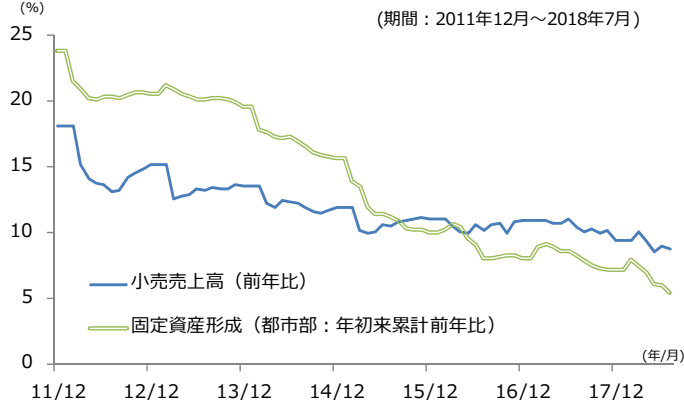
しばらく上値の重い展開を予想

年後半に中国経済が財政・金融政策による景気刺激策によって底打ちに向かうと見込まれることはプラス材料です。しかし、米中の貿易戦争や新興国からの資金逃避の流れを背景にアジア株式はもうしばらく上値の重い展開が継続すると予想しています。

MSCIアジア (除く日本) 指数の推移



中国の小売売上高と固定資産形成



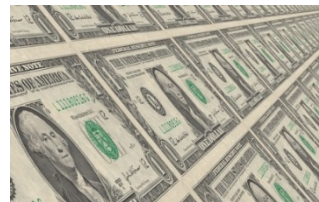
(注) MSCIアジア (除く日本) 指数の期間は2016年1月～2018年8月29日。MSCI指数はMSCI Inc.が算出している指数です。同指数に関する著作権、知的財産権その他一切の権利はMSCI Inc.に帰属します。またMSCI Inc.は、同指数の内容を変更する権利および公表を停止する権利を有しています。

(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	8月29日	9-11月の予想レンジ
日本	0.10%	0.0%~0.2%
米国	2.88%	2.6%~3.1%
ドイツ	0.40%	0.20%~0.60%



日銀の金融政策は行き詰まりか？

7月31日の日銀による記者会見では実質的に、ファンダメンタルズに基づく金利上昇圧力をオペ運営で無理やり抑えつけない、という意味が伝えられたと理解しています。しかし、これが単なる長期金利水準の柔軟化なのか、金融政策正常化への第一歩なのかという点については依然として市場の解釈は分かれたままです。新たに導入された「フォワードガイダンス」への市場の理解も未だに定まっていません。日銀の金融政策は副作用が強まるなかで長期化を迫られ、袋小路に入り込んでしまった様相です。市場との対話も後退しています。長期金利は、足元でやや安定感を取り戻しましたが、依然として今後の落ち着き所を見極めようとする敏感な動きが続いています。10年国債利回りは今後3カ月程度では一時的に0.2%程度まで上昇することはあっても低位で安定的に推移すると予想しています。

米国ではレンジ内の推移か

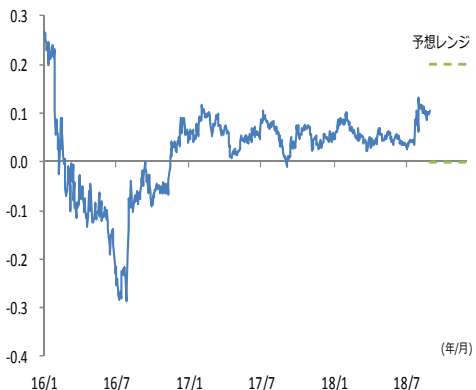
連邦準備制度理事会（FRB）のパウエル議長はジャクソンホール会議で「所得と雇用の強い改善が続けば追加の緩やかな利上げが正当化され、当面は緩やかな金融政策の正常化が適切」と述べ、市場にはややハト派的な発言と受け止められました。また、FRBが来年以降の利上げ打止めを意識し始めている

ことも示されました。軟調な新興国市場や低金利を好むトランプ大統領の金融政策への干渉などが混乱を招くことも考えられますが、当面FRBは粛々とQT（量的引締め）と利上げを続けると考えています。中期的には、継続的な利上げの影響もあり米国経済は減速に向かい、10年国債利回りは上がりにくくなり、長短金利差（イールドカーブ）は縮小（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3.1%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。

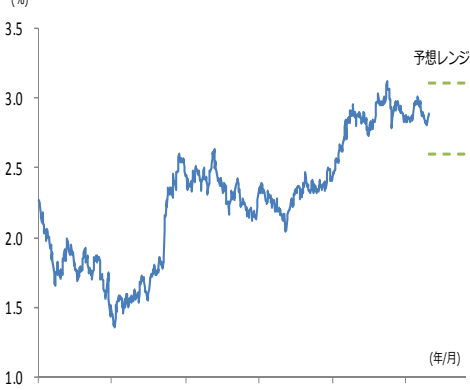
欧州でも金利は上がりにくい展開を想定

9月末にEUへの提出期限を迎えるイタリアの来年度予算に向けた議論が始まりました。直近は格付会社のMoody'sが伊国債の見直し期限を延長したことで、伊国債のリスクプレミアムを示す独伊スプレッドは高水準で安定しています。しかし年末に向けて、積極財政を目指すイタリアの連立政権と健全財政の原則を堅持したいEUとの交渉には曲折が予想されます。先日の高速道路高架橋の崩落が伊国内の財政拡張派を勢いづかせることになりそうです。イタリアの混迷は逆に安全資産としての独国債への需要を高めることになると考えられます。

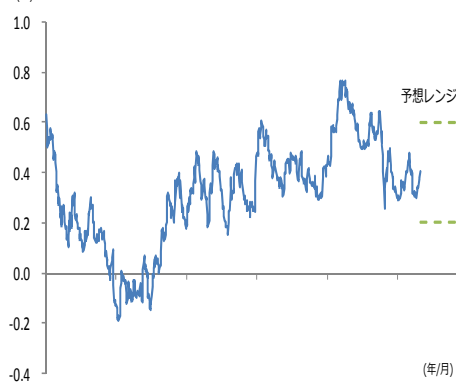
日本10年国債利回りの推移



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8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

パウエルFRB議長のハト派発言で新興国通貨安に一服感か

外国為替	8月29日	9-11月の予想レンジ
ドル円	111.68円	107円～113円
ユーロドル	1.17ドル	1.10ドル～1.20ドル
ユーロ円	130.75円	124円～133円



ドル円相場はレンジ内の相場展開か

日銀が年後半に政策変更を行うことは想定していません。そのため、短期金利が上昇することは当面考えられず、長期金利が0.1%から一定程度上昇しても、円高要因にはなりにくいと考えています。一方、FRBは9月、12月に利上げを行うことが想定されており、日米の金融政策の違いはドル高要因になると考えます。より長い目で見れば、米国経済は、来年以降にトランプ減税の影響が薄れ、利上げの影響からも減速が想定されます。一方、日本では19年夏の参院選前に補正予算が組まれ、10月の消費税引上げ前の駆け込み需要や新天皇即位前後の消費の盛り上がりも見込まれます。そのため、円が対ドルで大幅に下がることは予想していません。トランプ大統領は中国とEUを「通貨安誘導を行っている」と批判しています。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てくる可能性も否定できません。ドル円相場は、当面は107円から113円のレンジ内で推移すると思われます。

ユーロドルも当面レンジ内の展開を予想

これまでトルコ危機やイタリア国債に対する悲観的な見方を受けて下落してきたユーロは、目先対ドルでリバウンドが続くことが想定されます。また

FRBのパウエル議長がジャクソンホールでややハト派的な発言をしたことも短期的にドル安要因になる可能性があります。欧州中央銀行のドラギ総裁は年内に債券買取りを終了する構えで、来年10月の任期末までにマイナス金利からの脱却の道筋をつけたいと考えているとみられます。一方、米欧経済を比較すると足元で米国経済が圧倒的に優位にあることはドル高材料となり、新興国で新たな混乱が発生すれば安定通貨としてドルが買われる地合いがもうしばらく継続すると思われます。いずれにしても、ユーロドルはしばらく神経質な動きを続けるものの、相対的には小幅ながらドル安圧力のかかりやすい展開を想定しています。

目先は新興国通貨のリバウンドを予想

新興国通貨はトルコ危機で売られ過ぎていたところにパウエルFRB議長のハト派的な発言が飛び出しリバウンドの機会をうかがう展開となりました。この展開はもうしばらく続くと考えていますが、足元でもインドネシア、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ます。新興国通貨全体では経常収支などを材料に跛行色の強い展開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8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)