

情報提供用資料

2018年4月26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. 20

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

米国発のドル安円高圧力、国内政局、北朝鮮情勢が当面のリスク

日本	4月25日	5-7月の予想レンジ
日経平均株価	22215.32円	20500円～23200円
TOPIX	1767.73p	1620p～1850p



通商摩擦に関わる不透明感がやや後退

3月末以降の日本株式は、米中通商摩擦に関わる不透明感が幾分後退し、為替市場で円安が進んだことを背景に回復基調を辿ってきました。直近は日米首脳会談で貿易不均衡の是正に向けて米国から具体的な圧力がなかったことや米朝間の非核化交渉に進展が期待されたことも好感されました。

マクロとミクロで異なる見方

現時点で通商摩擦の結末を予断することはできませんが、マクロの視点からは米中間で摩擦がある程度エスカレートしても日本経済に与える悪影響は限定的になるとの見方が大勢です。一方、個別企業（ミクロ）の視点からは米国に製品を輸出する中国メーカーに部品や製造装置を供給する本邦企業の収益に与える悪影響には警戒する必要があると考えています。

マクロ的には日本人の節約志向は依然として根強いと判断していますが、ミクロの視点からは一部の企業は製品の付加価値を高めることを通して消費者に値上げを受け入れてもらえるケースも散見されます。同一セクター内でも、ミクロの視点から個別株の選別を進めることが益々重要になってきたと考えています。

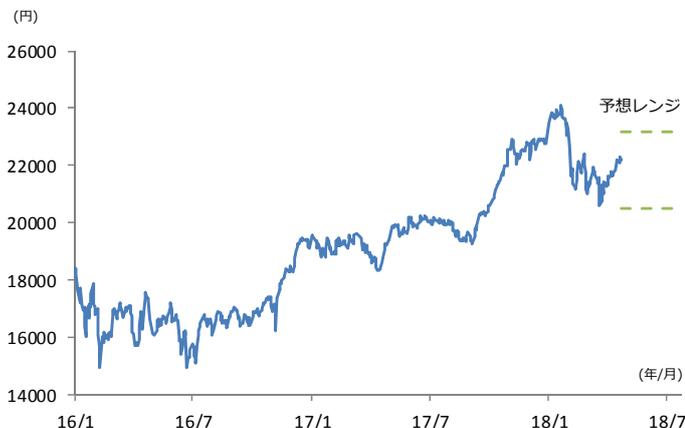
リスクは米国発のドル安圧力と国内政局

これまでは一時的にリスクオンが進み円が売られてきましたが、中間選挙を控えて対日貿易赤字を減らすことを念頭に置いた米トランプ政権がドル安円高圧力をいつ強めてもおかしくないと考えます。森友・加計問題の追及が先鋭化し、安倍首相の退陣観測が高まれば、外国人投資家が再度売りに回る可能性も否定できません。首相交代によって政府と日銀が連携して進めてきた金融緩和政策が終わり、円高が進むとの観測が高まることも考えられます。6月上旬までに予定されている米朝首脳会談に向けた米朝間の水面下の交渉からも目が離せません。

当面不安定ながら下値を固める展開を予想

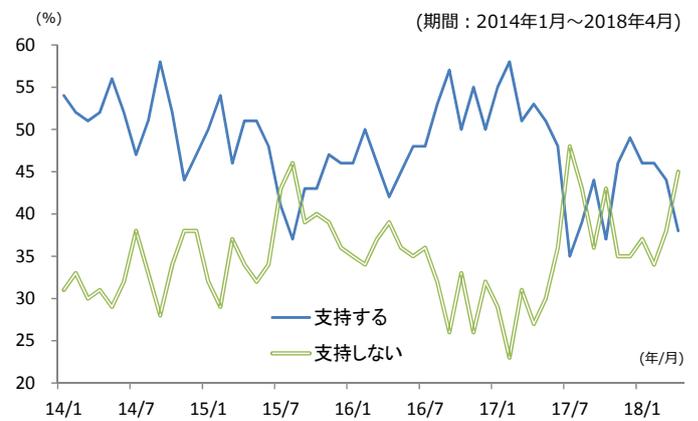
世界経済は足元でピークアウト感が見え始めましたが、依然として堅調に推移しています。日銀短観による企業の想定ドル円レートは109.7円で、市場は19年3月期については7%程度の増益率を想定しています。5月の決算発表で慎重な通期ガイダンスが発表され悪材料が出尽くせば、年初来先物を大量に売ってきた外国人の買戻しが進むと思われます。当面は安倍政権を巡る不透明感、ドル安円高観測、北朝鮮情勢を材料に不安定に推移しますが、徐々に下値を固める展開に移行すると予想しています。

日経平均株価の推移



(注) 日経平均株価の期間は2016年1月～2018年4月25日

内閣支持率の推移



(出所) NHK放送文化研究所の政治意識月例調査、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

企業収益の成長を背景に底堅い展開を予想

米国	4月25日	5-7月の予想レンジ
NYダウ	24083.83ドル	23000ドル～25700ドル
S&P500指数	2639.40p	2550p～2830p



世界経済の勢いにピークアウトの兆し

3月以降、市場参加者がトランプ政権の高官交代、保護主義的な通商政策、強硬な外交・安全保障政策などの政治イベントに焦点を当てている間に、これまで健全に拡大してきた世界経済の雲行きがやや怪しくなってきました。欧州の企業景況指数が大幅に下落したほか、NY連銀が発表した製造業の6カ月後の景況予想は2016年初めのチャイナショック時を上回る下げ幅を記録しました。

トランプ政策の効果は差引きでプラス

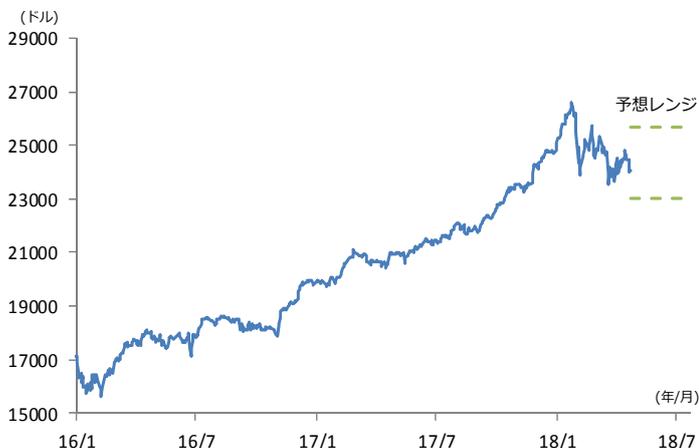
トランプ政権の保護主義的な通商政策によって米中間で貿易戦争が勃発することが懸念されています。しかし、中国からの輸入品に関税をかけて打撃を受けるのは中国から原材料や部品を輸入する米国企業や中国から輸入品を買う米国の消費者になると考えられています。一方、中国側は国内市場の開放、米国からの自動車輸入関税の引下げ、非関税障壁の撤廃など大人の対応によって対米貿易黒字の削減に努めようとしています。現時点では米中経済摩擦の結末やその経済への影響を予断することはできませんが、最終的な着地点では、両国のマクロ経済や企業収益に与える悪影響はそれほど大きなものにはならないと考えています。

一方、税制改革の効果が企業収益やマクロ経済に表れてくるのはこれからだと考えています。1-3月期の決算発表では法人減税による収益引上げ効果が顕在化してきました。また、税率引下げによって増えた利益やレパトリ減税で国内に還流させた資金を元手に企業が自社株買いや配当を拡大させることが期待されます。大統領選後に減速していた商業銀行の事業会社向けの貸出しの伸びが加速し始めていることも見逃せません。S&P500の1株当たり利益（EPS）は今後数四半期、前年同期比で20%程度の成長が続くと予想されています。

米国株式は底堅い展開か

目先は、足元の長期金利の上昇が良い金利上昇か悪い金利上昇かを見極める展開が続くと考えます。天井感が見え始めたISM製造業景況指数は短期的には55～56まで低下することも考えられますが、そのレベルでは底堅く推移すると予想しています。当面は米中通商摩擦や急上昇した長期金利を材料に不安定な株式市場が続く可能性があります。トランプ大統領の通商政策は国民の雇用・生活や米国企業の利益を守ることを究極的な目的としているため、その恩恵を受ける米国株式市場は年後半に向けて下値を切り上げる展開に戻っていくと考えます。

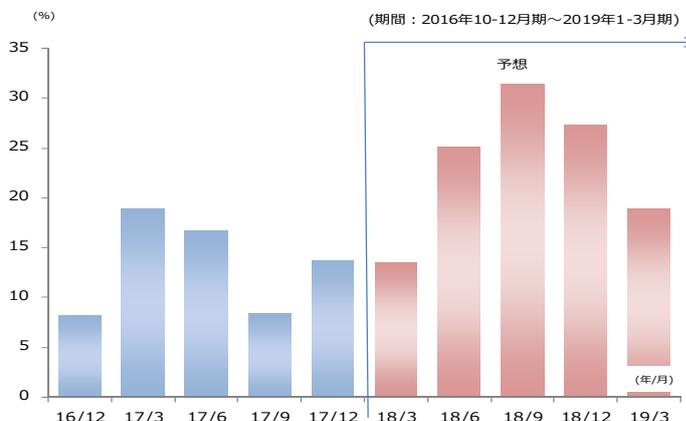
NYダウの推移



(注) NYダウの期間は2016年1月～2018年4月25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。

S&P500の1株当たり利益(EPS)成長率 (前年同期比)



注目される域内PMIの動きとトランプ政権発のドル安圧力

欧州	4月25日	5-7月の予想レンジ
STOXXヨーロッパ600指数	380.17p	360p~400p



企業景況感にピークアウトの兆し

2016年中盤以降、安定的に上昇してきたユーロ域内のPMI（企業景況指数）に陰りが見えてきました。これまでのユーロ高を受けて輸出の伸びが減速したことが背景にあると考えています。これを景気失速の兆しだと判断する見方もあれば、昨年後半の経済活動が強すぎたことへの反動減で、域内の経済活動は基調としては底堅いという見方も存在します。強気派は、欧州財政危機後に始まった欧州の設備投資サイクルはリーマン後に始まった米国よりも若いことを理由の一つに挙げています。欧州中央銀行は既に金融政策の正常化を開始していますが、マイナス金利の修正は来年以降になることから、企業の資金調達環境はしばらく良好な状態が続くと考えます。そのため、PMIは短期的に下向きに推移するものの、景気拡大と後退の分かれ目となる50を下回ることは想定していません。モメンタム（勢い）は幾分弱まったものの、経済活動の水準そのものは底堅く推移すると考えています。

政治に対する過度な警戒は禁物

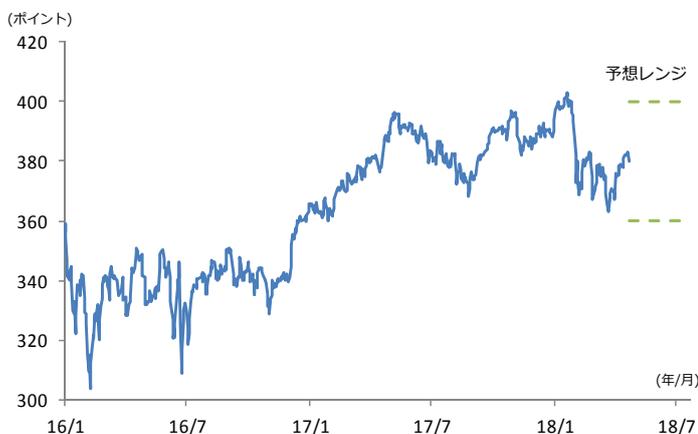
3月に総選挙が行われたイタリアではいまだに新政権が発足していません。現時点では中道右派、極右勢力が連立工作を主導していることから、新たな政

権が金融市場寄りの政策を推進する可能性は低いと考えています。「メルクロン」と呼ばれ、これまで手を携えて欧州統合の深化に取り組んできたドイツのメルケル首相とフランスのマクロン大統領の間にも、財政負担を巡って隙間風が吹き始めました。しかし、欧州ではこの程度の政治を巡る不透明感は常に存在してきたので、市場参加者は過度に警戒的になる必要はないと考えます。あくまでもマクロ経済や企業収益の動きを重視すべきだと考えています。

警戒されるトランプ政権のドル安政策

欧州株式は昨年初め以来、米国株式を継続的にアンダーパフォームしてきました。ユーロ高やこの間好パフォーマンスを残したテクノロジー企業が欧州に少ないことが背景にあったと考えています。一方、欧州にはエネルギーや素材関連の企業が多く存在することから、今後、原油価格が現在の水準で安定的に推移すれば、欧州株式には追い風になると思われます。域内・世界のマクロ経済環境は依然として良好ですが、11月の中間選挙まではトランプ政権がドル安ユーロ高圧力を強める可能性があるため、欧州株式は米国株式にアンダーパフォームしやす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4月25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。

欧州株式の対米相対パフォーマンスとユーロドル



米中通商摩擦を受けて当面、上値の重い相場展開が継続か

アジア	4月25日	5-7月の予想レンジ
MSCI アジア(除く日本)指数	705.14p	670p~760p



長期的な効果が期待される中国市場の開放

中国で直近発表された景気指標は政府によって巧みにコントロールされた「緩やかな景気減速」を示す内容でした。住宅、インフラなどの固定資産形成が減速する一方で電子商取引を中心に小売売上が堅調に拡大していることは、政権が推進する経済構造のリバランスが進展していることを示しています。

米中間の通商摩擦が本格的な貿易戦争に発展するとは考えていません。自由貿易の推進者を自任する習近平国家主席はボアオ・アジアフォーラムで様々な市場開放策を発表し、対米貿易黒字の削減に努める姿勢を明確にしています。自動車の輸入関税の引下げは短期的に国内自動車メーカーの収益への打撃になるとは思われますが、自動車のみならず船舶や航空機、金融セクターにおける外資の出資上限の撤廃・引上げは長期的には健全な市場競争を通して、現地企業または外資との合弁企業の競争力を高めることに貢献すると考えています。

国際化が進む中国本土の株式市場

同時に上海・深セン株式市場と香港市場を結ぶストックコネクトの上限引上げや、中国ロンドンコネクトへの取組みを強化することが発表されました。

また、世界中で利用されているMSCIインデックスが6月に中国本土のA株を新興国インデックスに含めることが決まっています。中国本土の株式市場に従来より多くの外国人投資家が参入することによって市場の厚みや安定性が増すと考えられます。また、投機的な個人と異なりファンダメンタルズを重視して銘柄選択を行う海外の機関投資家の影響力が高まることによって、長期的には株式市場のみならず中国企業の健全な発展が期待されます。

当面、上値の重い相場展開を予想

メインシナリオではありませんが、もしも米中の貿易戦争が現実になれば、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や米国や中国への域内の輸出セクターが最も大きなダメージを受けることになるとは思われます。一方、原油や商品価格の上昇は域内の一部の資源国経済にプラスの影響を与えることや、米国で長期金利が安定的に推移し、米ドルが低下基調をたどると想定されていることもアジア株式にとって追い風になると考えています。今後数カ月のアジア株式は、好材料と悪材料が交錯し、ボラティリティの高い不安定な展開がもうしばらく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



(注) MSCIアジア (除く日本) 指数の期間は2016年1月~2018年4月25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

CRB商品指数とアジア企業の自己資本利益率 (ROE)



※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、欧州とも方向感の出にくい展開を想定

10年国債利回り	4月25日	5-7月の予想レンジ
日本	0.07%	0.0%~0.1%
米国	3.03%	2.6%~3.2%
ドイツ	0.63%	0.4%~0.9%



日銀は現行の金融緩和策を継続する見通し

2%の物価目標の妥当性、日本銀行の政府からの独立性には議論の余地が残ると考えますが、年内に日銀の「長短金利操作付き量的・質的金融緩和策」の大枠が変更されることは想定していません。一方、黒田日銀総裁の非伝統的な金融緩和政策の後ろ盾でもある安倍首相が森友・加計問題で退陣を余儀なくされたり、対日貿易赤字の削減を念頭に置いた米トランプ政権が日銀の金融政策が円安を引き起こしていると判断すれば、金融政策の正常化圧力が高まる可能性があると考えています。その結果、長期金利が不安定化することが考えられますが、いずれのケースもメインシナリオとは考えていません。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。

米国でもレンジ内で推移か

足元ではグローバルな原油・素材価格の上昇を受けて米国内でもインフレ加速の兆しが見え始め、10年国債利回りは3%に乗せてきました。連邦準備制度理事会（FRB）のパウエル新議長は緩やかな利上げを進める意向を示し、これまでにトランプ大統領が副議長や理事に指名したクラリダ氏、グッドフレンド氏、ボウマン氏も基本的にこの路線に同調する

と考えられています。そのため、当面はFRBの金融政策が米国債市場を混乱させることはないと考えています。しかし、長期的にはトランプ大統領の意向を受けたハト派の理事とタカ派と考えられる地区連銀総裁の間で意見集約が難しくなることがリスクだと考えています。

減税によって米国経済の成長スピードが加速し、市場のインフレ期待が高まることもあり得る一方、ミシガン大学の期待インフレ調査が示すように一般大衆のインフレ予想は低位で安定しています。このような環境のなか、基調としてはイールドカーブのフラット化が継続し、10年国債利回りは今後3カ月程度では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

これまでのユーロ高や賃金上昇率の低迷を背景に域内のコアCPIは1%前後で推移しています。直近、域内の企業景況感に陰りが見えてきたことから、欧州中央銀行が拙速に金融政策の正常化に動けば、さらにユーロ高を進めて、域内経済の勢いを削いでしまうおそれがあります。そのため正常化のスピードは従来の想定よりも遅れる可能性が高まったと考えています。欧州の長期金利は米国同様に上がりにくい展開を想定しています。



(注) グラフの期間は2016年1月～2018年4月25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

当面、トランプ政権発のドル安圧力に警戒が必要

外国為替	4月25日	5-7月の予想レンジ
ドル円	109.43円	102円～112円
ユーロドル	1.22ドル	1.20ドル～1.28ドル
ユーロ円	133.07円	125.0円～137.5円



ドル円相場は緩やかな円高ドル安を予想

3月後半以降、米中の通商摩擦や北朝鮮を巡る地政学リスクがやや後退したことを受けて、市場がリスクオンに振れ、安全通貨と考えられる円が売られました。4月17、18日に行われた日米首脳会議では米国から通商に関して目立った圧力がなかったことから、一時的に円の売り安心感が強まりました。

しかし、今後は茂木経済財政・再生相とライトハイザー米通商代表部代表による新たな枠組みを通して、我が国は二国間FTA（自由貿易協定）の締結、米国の防衛装備品や液化天然ガスの輸入、非関税障壁の撤廃などを迫られることになると考えられます。11月の中間選挙まではこれらの圧力とともに米国発のドル安円高圧力がかけやすい地合いが続くと考えています。また、6月上旬までに予定されている米朝首脳会議が万一決裂したり、安倍政権の支持率が低迷し将来が不安定化することも円高材料になると考えます。

短期的には両国の金利差や両中銀の金融政策に注目が集まり円安が進むことも考えられますが、3カ月程度では円高材料としての上述した政治イベントに警戒する必要があると考えられます。

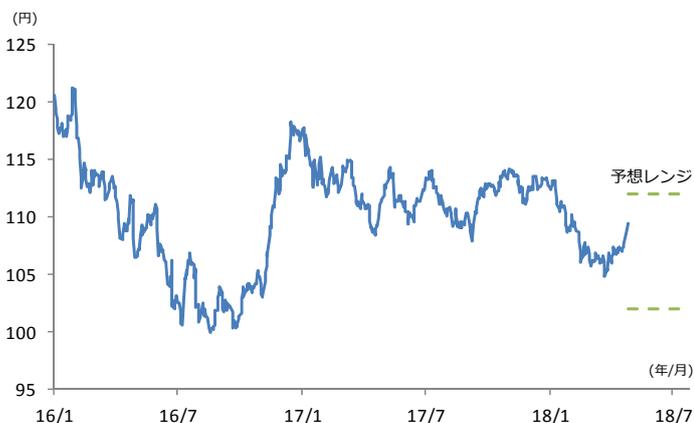
ユーロドルもドル安基調の継続を予想

現在、トランプ大統領の通商政策の矛先は中国に向かっていますが、将来的には中国、メキシコ、日本に次ぐ貿易赤字国であるドイツが標的になることも想定されます。そのため今後、米国からドル安ユーロ高圧力がかかる可能性があると考えています。

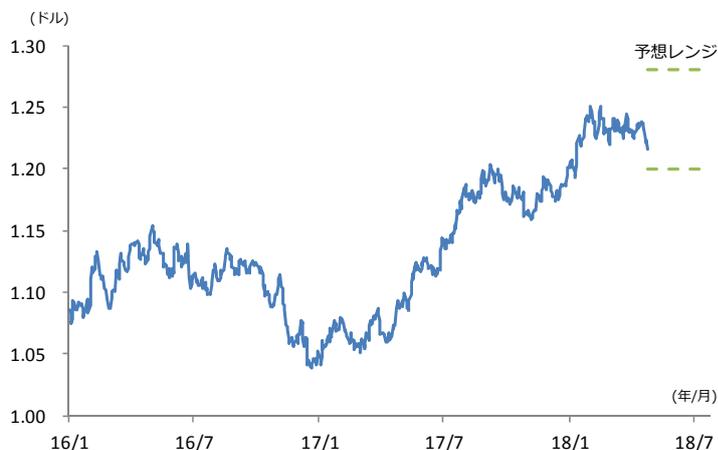
足元の経済成長率を比較すれば、欧州よりも米国の成長率の方が高く、この点はドル高材料になると思われれます。しかし、2014年中盤以降に米国の金融政策の正常化を先取りする形で上昇してきたドルをこれから金融政策の正常化が本格化するユーロが追いつけると仮定すれば、ドル安ユーロ高が進むと考えることもできます。そのため、短期的な揺り戻しはあっても中期的にはドル安ユーロ高の基調が継続すると考えています。

ユーロ円については、日欧中銀の金融政策のステージに大きな違いがないため、概ねレンジ内で推移すると予想しています。しかし、円高要因としての金融市場のリスクオフへの傾斜、安倍政権の将来、北朝鮮情勢に注視する必要があると考えています。一方、本邦企業による海外企業の大型買収案件が決まれば一時的な円安材料になるとも考えられます。

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4月25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)