

情報提供用資料

2018年9月27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. 25

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

## 1月の高値を抜き、上値を試す展開を予想

日本	9月26日	10-12月の予想レンジ
日経平均株価	24033.79円	22500円～25000円
TOPIX	1821.67p	1700p～1900p



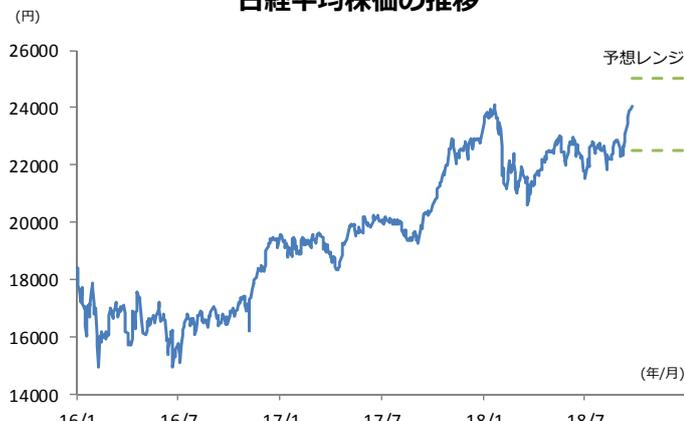
### 節目の23000円を上抜けた日経平均株価

日経平均株価は節目となる23000円を大きく上抜けしました。米中の貿易戦争や覇権争いが長期戦となり、自動車関税を中心とした日米通商協議の結末が見通せないなか、トランプ大統領の対中2000億ドルの関税発表によって一先ず不透明感が払拭され、短期筋が一斉に売りポジションを巻き戻した結果と考えられます。

### 自動車についても一先ずは安心感

これまでにトランプ大統領が発動した2500億ドルの中国製品への輸入関税が日本のマクロ経済や企業収益に与える影響は限定的だと考えています。今回の日米首脳会議では物品貿易協定（TAG）の交渉を行っている間は新たに関税などの貿易制限措置をとらないことが合意されました。それによって、これまで国内経済や株式市場にとって最大の懸案と考えられていた自動車の関税や輸出数量自主規制を迫られる可能性が当面低下したことから、株式市場にも一先ず安心感が拡がると予想しています。しかし、本邦の企業経営者が関税や米中の貿易摩擦や覇権争いを巡る不透明感を理由に成長投資（設備投資や新規採用）を躊躇したり中止したりすることになれば、長い目で見て日本経済や日本株式に悪影響を及ぼすことになると考えています。

#### 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9月26日

### 期待される収益の上方修正

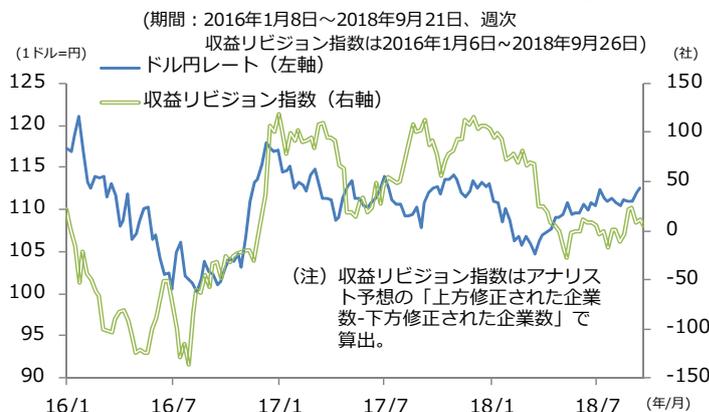
企業側のドル円の想定レートは1ドル107円程度ですが、足元のドル円は112円前後で推移しています。現在の為替レートが数カ月間継続し、中間選挙後にトランプ大統領の言動がマイルドになり、経営環境を巡る不透明感が後退すれば、年度末にむけて企業は通期の収益見通しを徐々に上方修正してくると思われれます。収益リビジョン指数でも、今後上方修正が下方修正を上回る基調が続くと考えています。

### 上値を試す展開を予想

今後3カ月で考えれば、貿易交渉に関する不透明感が完全に晴れたとは言えませんが、米国で中間選挙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、収益リビジョン指数が上向くと予想されることから、株式市場は上値を試す展開を続けると考えています。

来年は災害対策の国土強靱化や4月と7月に予定される統一地方選、参院選を前に選挙対策として公共投資が拡大し、5月の新天皇即位の前後には国民の間で祝賀ムードが高まるのが予想されます。年末にかけて市場参加者はこれらの公共投資や祝賀ムードが企業収益にもプラス材料になることを徐々に意識し始めると考えています。

#### 収益リビジョン指数とドル円レート



(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

## 米国一強の持続性を警戒するも、緩やかな相場上昇を予想

米国	9月26日	10-12月の予想レンジ
NYダウ	26385.28ドル	25500ドル～29000ドル
S&P500指数	2905.97p	2800p～3150p



### 1月高値を超えたNYダウ

米国株式市場は堅調な展開を続けています。既に1月の高値を抜けていたS&P500や成長力のあるテクノロジー企業が含まれるNASDAQに加えて、米国を代表する大企業30社で構成されるNYダウも9月20日に1月の高値を超えました。

9月24日にトランプ大統領は対中国の2000億ドルの輸入関税を発動しました。残りの2670億ドルの追加関税や対日欧加の貿易交渉の行方を予断することはできませんが、今回の発表によって一旦は先行き不透明感が後退しました。3月以降一貫してトランプ大統領の通商政策に向かっていった市場の焦点は今後米国経済や企業収益などのファンダメンタルズへ移行していくと思われます。

### ファンダメンタルズは絶好調

足元の米国経済は近年にない好況に沸いています。トランプ大統領就任前に始まった景気拡大は昨年末に発表された大型減税でさらに拡大スピードを速めています。高値圏で推移する株式市場が資産効果を通じて個人消費を盛り上げています。全米の企業景況感を示すISM指数、中小企業の景況感を示すNFIB指数に加えて消費者信頼感指数も数年来の高水準で推移しています。アトランタ連銀のGDPNowは実質

GDPが足元で4%を上回る勢いで成長していることを示しています。企業収益も少なくとも10-12月期までは20%を超える増益率が想定されています。正に「米国一強」の様相です。

### 緩やかに上値を追う展開を予想

基本的に今後3か月間の米国株式市場は足元の底堅い基調が継続し、緩やかに上値を追う展開が続くと考えています。しかし、米国一強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。輸入最終品、輸入部材の値上がり、企業経営者の先行き不透明感の高まりなど関税の悪影響はこれから顕在化してくると考えられます。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。

一方、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が最も上昇したことがわかります。今後、市場参加者は徐々に見えてくる景気・企業収益の減速と過去の株価パターンのどちらを追いかけるかという決断に迫られる時期を迎えると考えています。

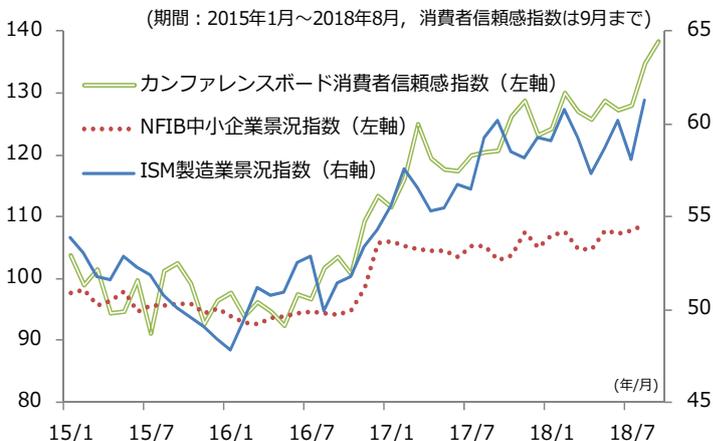
NYダウの推移



(注) NYダウの期間は2016年1月～2018年9月26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。

企業景況指数・消費者信頼感指数



## 政治面の不透明感が上値を抑える展開を予想

欧州	9月26日	10-12月の予想レンジ
STOXXヨーロッパ600指数	385.04p	360p~400p



### 対米国株式でアンダーパフォームが継続

2015年以降、欧州株式の米国株式に対するアンダーパフォーム（パフォーマンスの劣後）が続いています。欧州の株式指数にはドイツの機械・自動車メーカーやフランスの高額消費財メーカーなどの輸出企業が多く含まれているため、ユーロ安の時期にはこれらの企業の国際競争力が高まり米国株式をアウトパフォームし、ユーロ高局面では逆に米国株式をアンダーパフォームする傾向があります。

しかし、5月以降はこの関係が崩れ、ユーロ安と同時に欧州株式のアンダーパフォームが続いています。この背景には、欧州にはこの間大きく上昇したFANG+に代表されるテクノロジー企業が少なく、大幅に減速した欧州域内の経済活動や各国の政治不安が株価の上値を抑えたことがあったと思われます。この傾向はもうしばらく続くと考えています。

### 払拭されない不透明要因

引き続き政治的な不透明感が株価の上値を抑える展開が続くと予想しています。11月に期限が延期された英国のEU離脱交渉はメイ首相の指導力・求心力の欠如もあり一向に進んでいません。離脱後の関係を合意できずに離脱時期を迎える「無秩序離脱」に備える動きが英国・欧州企業の間で始まっています。

### 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9月26日 (出所) Bloombergのデータより岡三アセットマネジメント作成

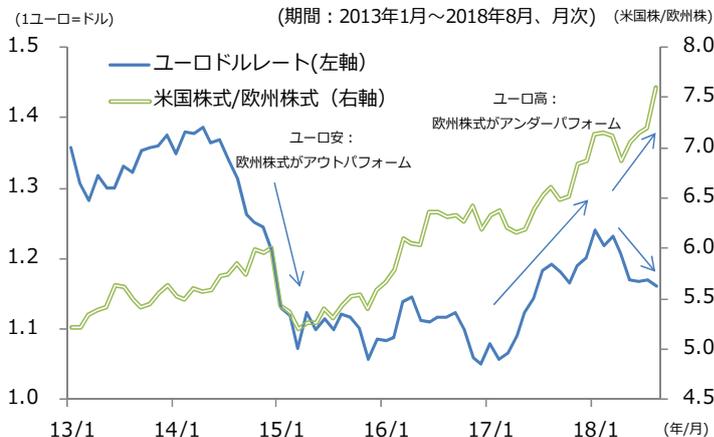
※上記の予想レンジや見通しは投資情報部の見解であり、ファンドの運用方針とは異なる場合があります。

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の間の意見対立は足元では落ち着いているように見えますが、来年の欧州議会選挙に向けてもう一波乱が予想されます。10月の独バイエルン地方選で連立政権を主導するCDU・CSU（キリスト教民主・社会同盟）が議席を減らせば、メルケル首相がさらに弱体化し、欧州全体の政治が混乱するとともに欧州統合の動きがストップすることにもつながりかねません。7月の米欧首脳会議以降、米欧間の通商問題は小康状態を保っています。しかし、ドイツは米国にとって第4位の貿易赤字国であることを考えれば、ドイツの自動車業界などがこのままの無風状態でいられるとは考えていません。

### 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しばらく欧州株式の上値を抑える展開が続くと思われます。欧州域内の企業景況感、消費者信頼感の低下に歯止めがかかり、米国一強が弱まれば、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。米国株式との比較においても、しばらくはアンダーパフォームが続くと考えています。

### 欧州株式と米国株式の相対株価とユーロドル



# アジア株式

## 米中の貿易戦争・覇権争いを背景に、上値の重い展開を予想

アジア	9月26日	10-12月の予想レンジ
MSCI アジア(除く日本)指数	655.67p	630p~690p



### 中国株式市場では「国家隊」が再始動か？

中国株式は景気減速や米中貿易摩擦の高まりを受けて継続的に下落してきましたが、トランプ大統領の対中2000億ドルの輸入関税発表をきっかけに当面の不透明感が払拭されたとの見方が広まり、底打ちに向かいました。また、上海総合指数が2016年1月の安値である2650ポイント前後まで下落したため、国家隊（政府関連の複数の機関投資家）が下値を買い支えたと報じられています。

### 下げ止まらない収益リビジョン指数

中国では固定資本形成の減速が続いていますが、小売売上やPMI（企業景況感）には底打ちの兆しが見え始めました。政府のインフラ投資、中央銀行の預金準備率引下げ、銀行の中小企業や輸出企業への貸出し拡大が奏功し始めたとも考えられます。一方、企業収益のリビジョン指数には下げ止まりの兆しが見えません。中国に先導される形でアジア全体の収益リビジョン指数も低下基調をたどっています。米国の関税については、単純にこれまでの500億ドルの25%に加えて2000億ドルの10%の税額分だけ輸出が減ると仮定すれば、GDPは0.26%減少する計算となります。マクロ経済への影響はそれほど大きく

なさそうですが、今後はこれらの関税が各企業の業績にどれだけ悪影響を与えるかを精査するステージに入ってくると思われます。当面は関税の企業業績への直接的な悪影響・企業センチメントへの間接的な悪影響とインフラ投資、減税、銀行に対する貸出し促進策、輸出振興策などの景気刺激策のプラス効果の綱引きに注目する必要があると考えています。

### 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通貨売りの波がインド、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。しかし足元ではトルコの大福利上げをきっかけに新興国通貨はやや落ち着きを取り戻しました。アジア各国の相対的に健全な経済構造を考慮すれば、アジア株式市場がさらに下押しする可能性は低いと考えています。

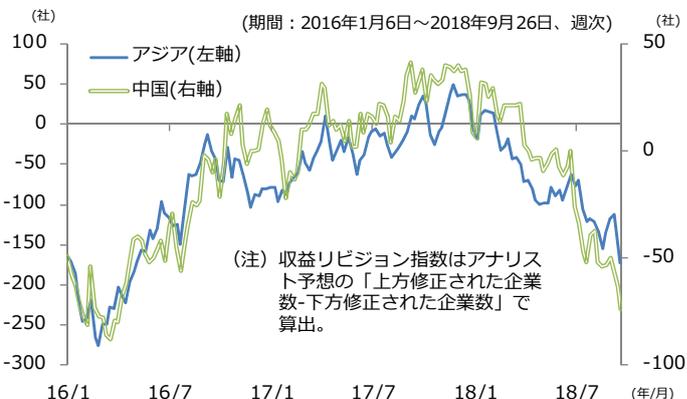
### しばらく上値の重い展開を予想

しかし、米中の貿易戦争・覇権争いの先行きが見えにくいことや米国の利上げが継続すること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。中国株式については、景気刺激策や政府の株式市場への介入が株価を押し上げる可能性が高まってきたと考えています。

MSCIアジア (除く日本) 指数の推移



収益リビジョン指数 (アジアと中国)



(注) MSCIアジア (除く日本) 指数の期間は2016年1月~2018年9月26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、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。

## 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	9月26日	10-12月の予想レンジ
日本	0.13%	0.0%~0.2%
米国	3.05%	2.6%~3.3%
ドイツ	0.53%	0.2%~0.8%



### 日銀は現在の金融政策を継続か

7月31日の日銀の緩和政策修正以降やや不安定に推移していた10年国債利回りも足元では0.1%程度で落ち着きを取り戻しました。基本的に日銀は長期金利水準、ETF購入額の変動を許容し、副作用に目配りしながら、金融政策の正常化に向けた地ならしを始めたと解釈しています。一方、金融政策がどのような変数にどのように反応するかという説明責任・透明性はやや後退したと考えています。いずれにしても、円高進行と金利の急騰を食い止め、株式市場を安定させることを通して政府のデフレ脱却という大命題を側面支援する姿勢に変化はないと考えています。このような環境で、年内に大枠として日銀の金融政策が変更されることは想定しておらず、10年国債利回りは今後3ヵ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。

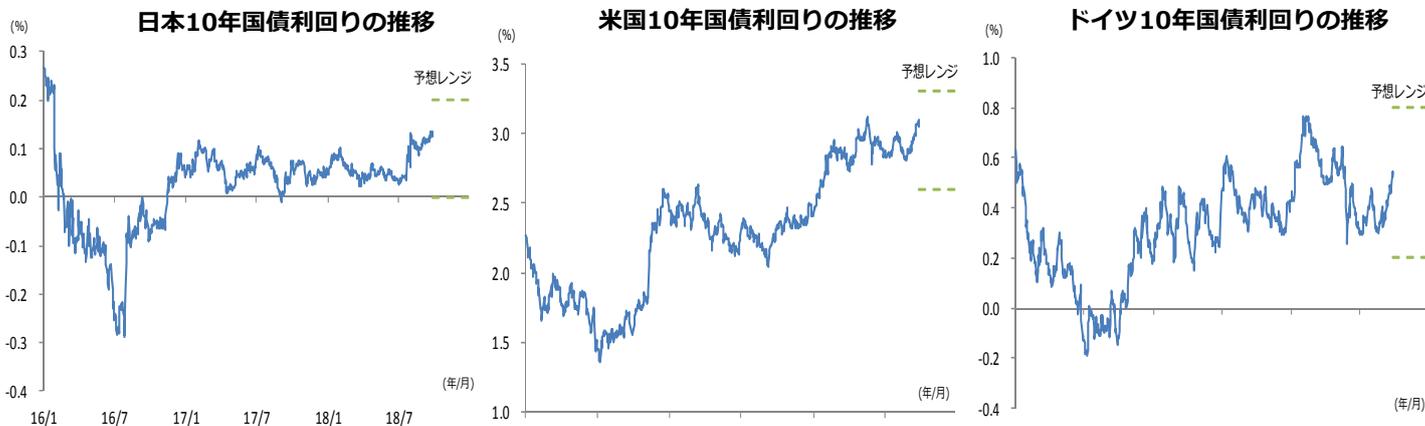
### 米国長期金利は3.3%が上限に

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「力強い成長が続けば、今後とも段階的な利上げが正当化される」と述べるとともに、過去2回の景気後退期にはインフレではなく金融市場の過剰が経済を不安定化させたと指摘しました。同議長が金融政策の舵取りを行う際にはインフ

レの加速のみならず低金利政策がもたらす金融市場の過剰（バブル）にも警戒するというを示しています。コアCPIは2.4%まで上昇し、FRBが重視するコアPCEデフレーターも目標とする2%にほぼ到達しました。このような環境でFRBは当面粛々とQT（量的引締め）と利上げを続けると考えています。今後3ヵ月程度の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、3.3%程度が上限になると予想しています。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

欧州中央銀行（ECB）は10月から債券買入れ額を半減させ、年明けには買入れをストップさせることが見込まれています。域内のCPIは2%を超えており、来年秋に任期を迎えるECBの総裁交代を前に金融政策の正常化が着々と進められると予想しています。一方、イタリアの来年度予算編成や英国のEU離脱に関わる不透明感が安全資産であるドイツ国債への需要を拡大させることも考えられます。今後3ヵ月では、ドイツの10年国債利回りは0.2%から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9月26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

## トルコの利上げを受けて落ち着きを取り戻した新興国通貨

外国為替	9月26日	10-12月の予想レンジ
ドル円	112.73円	110円～115円
ユーロドル	1.17ドル	1.15ドル～1.23ドル
ユーロ円	132.36円	129円～137円



### ドル円相場はやや円が売られやすい展開か

基調として米国の経済成長率が日本の成長率を上回る展開がしばらく続くと予想しています。FRBは12月にもう1回の利上げすることが見込まれる一方、年内の日銀の政策変更は想定していません。これまで新興国通貨に対して継続的に買われてきたドルが今後、買われ過ぎの反動で対新興国通貨で下げる過程で対円でも売られる可能性があると考えています。一方、トランプ関税によって今後米国の貿易赤字が減少すると考えられることや、原油価格の上昇を受けてエネルギー輸入金額が拡大し、日本の貿易収支が赤字に転じたことはドル高円安材料になると考えられます。今後3ヵ月ほどのドル円相場は円が売られやすい地合いを保ちながらも110円から115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

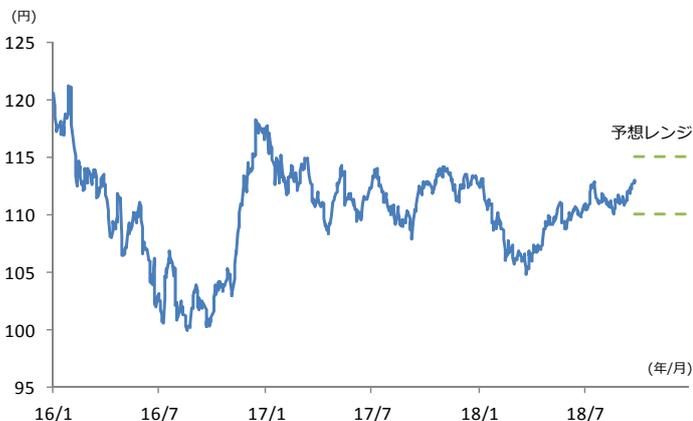
ドイツの企業景況感を示すifo指数は直近上昇に転じ、ECBは金融政策の正常化に向けて着実な道筋を歩み始めました。一方、米国経済は足元では絶好調ですが、この好調な地合いがいつまで続くかは予断を許しません。欧州ではイタリアの2019年度の予算編成、英国のEU離脱、ドイツのメルケル政権の弱体

化など様々な政治面での不透明感がユーロ安要因になると考えています。ユーロドルはしばらくは強弱材料が交錯し神経質な動きを続けるものの、来年以降の米国経済の減速やFRBの利上げスピードの鈍化が意識されれば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。

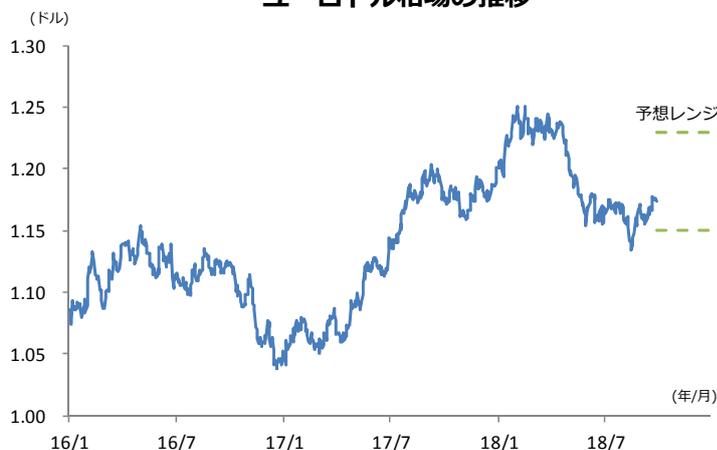
### 落ち着きを取り戻した新興国通貨

5月以降、トルコ、アルゼンチンに先導される形で下落基調を続けてきた新興国通貨はトルコ中銀による市場予想を上回る利上げをきっかけに落ち着きを取り戻しました。FRBが底堅い米国経済を背景に利上げを続ける間は新興国通貨が本格的に回復することは難しいと思われませんが、短期的なリバウンド局面に入った可能性も否定できません。アジアについては、インドネシア、インド、フィリピンなど経常赤字国の通貨が軟調に推移していますが、アジア通貨全体としては、他の新興国と比較して健全な域内の経済構造を背景に早晩底打ちから安定に向かうと考えています。もちろん米中貿易摩擦の悪影響には警戒する必要があります。中国政府が元安誘導を行わないという強いメッセージを発したことから、人民元のこれ以上の下落は予想していません。

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9月26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)