

情報提供用資料

2018年12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. 28

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

業績見通しの悪化を受け、しばらく底値を探る展開を予想

日本	12月26日	1-3月の予想レンジ
日経平均株価	19327.06円	18500円～21500円
TOPIX	1431.47p	1350p～1630p



日経平均株価は弱気相場入り

直近、日経平均株価は年初来のレンジを下離れし、節目とされる2万円を割り込みました。このままの水準で年末を迎えれば、2018年はアベノミクスが始まる前の2011年以来の年末の株価が年始を下回る「陰線」となりそうです。日経平均株価は10月2日の高値から一時20%以上下落し、一般に「直近高値から20%下落」と定義される「弱気相場」に入りました。

継続する企業収益の下方修正

企業収益に関しては弱気見通しが急速に高まっています。製造業を中心に売上や経常利益の伸びが減速し、利益率も悪化しています。内需・サービス関連を中心に人件費などのコスト増を価格に転嫁しにくい環境が続いています。安倍政権が外国人労働者の受入れを決めましたが、人件費の高騰は一朝一夕に解決するとは考えにくく、少なくとも五輪前までは続くと考えています。短観の設備投資計画は高水準を維持していますが、今後は減価償却費という形でコスト増要因になる可能性があります。そこに米中通商摩擦が追い打ちをかける形となりました。10-12月期から前年比で減益基調に入ることが予想され、今後、2020年3月期の収益予想が徐々に下方修正されることも想定されます。

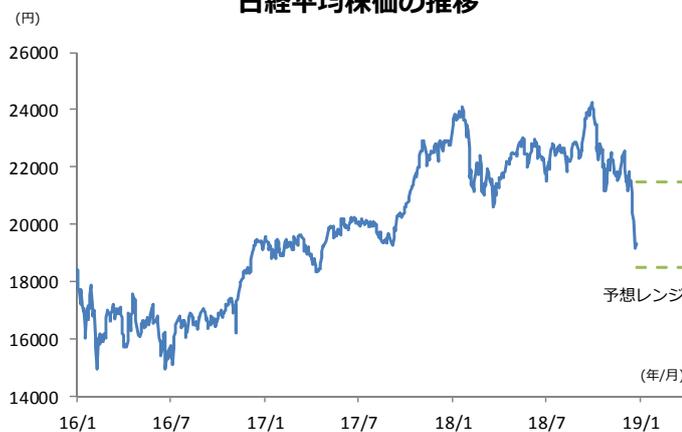
株価騰落率をPER変化率とEPS変化率に分解

過去250日間のTOPIXの株価騰落率をPER（株価収益率）変化率とEPS（一株当たり利益）変化率に分解すると、PER変化率がEPS変化率に先行していることがわかります。何らかのショックを受けると、先ず市場参加者の思惑が変化してPERが上下し、その後に実際の企業収益であるEPSが後を追います。昨年11月にPER変化率が天井を打ち、5ヵ月後の本年4月にEPS変化率が天井を打ち、今でもPER変化率は低下しています。しばらくはEPS変化率も低下を続けると思われ、その結果、株価も上がりにくい展開が続く可能性が高いと考えています。

しばらく底値を探る展開が継続すると予想

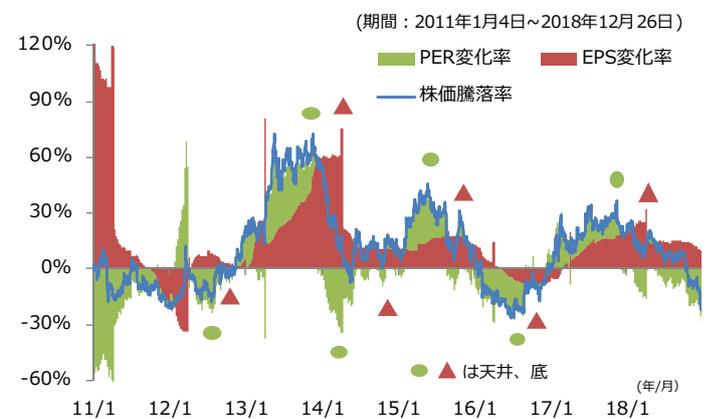
当面、通商摩擦に関する不透明感や軟調な業績見通しから、しばらく底値を探る展開が続くと思われます。しかし、3月1日の米国による関税猶予期限が近づけば、中国がある程度米国に歩み寄ることが想定されます。その頃には、中国経済の底打ちも見え始め、国内では選挙対策の景気刺激策、新天皇即位前後の祝賀ムード、国土強靱化を目指した公共投資、消費増税前の駆け込み消費など、日本固有の強気材料が意識され始め、株式市場は不安定ながらも戻りを試す展開に移行すると予想しています。

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12月26日

TOPIXの株価騰落率・PER変化率・EPS変化率



(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。

米国株式

FRBや米中協議を横目に、3カ月では底打ちを試す展開を予想

米国	12月26日	1-3月の予想レンジ
NYダウ	22878.45ドル	21000ドル～24500ドル
S&P500指数	2467.70p	2270p～2650p



FRBのハト派転換は不十分

12月にFRB（連邦準備制度理事会）は来年の想定利上げ回数を減らし、金融政策に対するスタンスをやや「ハト派」に転換しました。しかし、株式市場ではFRBの姿勢転換が不十分との見方が浮上し、その後株価は大幅に下落しました。これまでの相場下落はトランプ政権に対してこれ以上貿易摩擦をエスカレートさせれば米国経済への大きな打撃につながるという警鐘だったと考えられます。

焦点となる米中通商摩擦

中国に90日間の猶予期間（モラトリアム）が設けられましたが、これは単なる交渉の先延ばしであり本質的な解決には程遠いと考えています。農産物・エネルギーなどの輸入拡大を通じた貿易黒字の削減とともに、知的財産権の保護、強制的な技術移転やサイバー攻撃に対する規制・監督の強化、テクノロジー企業への補助金の削減などで中国が一定程度、米国に歩み寄ることによって一先ず手打ちになると予想しています。しかし、問題の本質は貿易赤字よりも安全保障やテクノロジーにおける米中間の覇権争いです。対中強硬論は超党派で一致したコンセンサスなのでトランプ大統領が去れば収束する問題でないと考えています。金融市場はこの対立を1-2年と

いうよりも10-20年続く問題だと認識し、このように不安定な通商・安全保障環境に慣れる必要があると考えています。中期的には最先端テクノロジーの中国禁輸の影響を注視したいと考えています。

高配当・配当成長銘柄が買われる局面へ

これまでの利上げにあわせてリスクフリーの3カ月財務省証券の利回りがS&P500の配当利回りを上回ってきたことから、足元で米国株式から短期金融商品への資金シフトが進んでいる模様です。このような局面では株式市場の中でも高配当かつ配当が安定的に成長する銘柄が選好されると思われます。

景気後退まで株式市場は上昇すると予想

米中通商摩擦やホワイトハウスを巡る不透明感が払拭できず、企業収益の下方修正も止まらないため、しばらくは不安定な相場が続くと思われます。FRBの金融政策への思惑も市場の不安材料になる可能性があります。市場では2020年以降に長短金利が逆転し、景気後退を迎えると考えられています。しかし、過去において米国株式は景気後退の直前まで上昇を続けました。3カ月程度では米中通商摩擦が改善の方向に進み、市場の過度に悲観的な見方が後退し、米国株式は底を打ち下値を切り上げる展開に移行すると思われます。

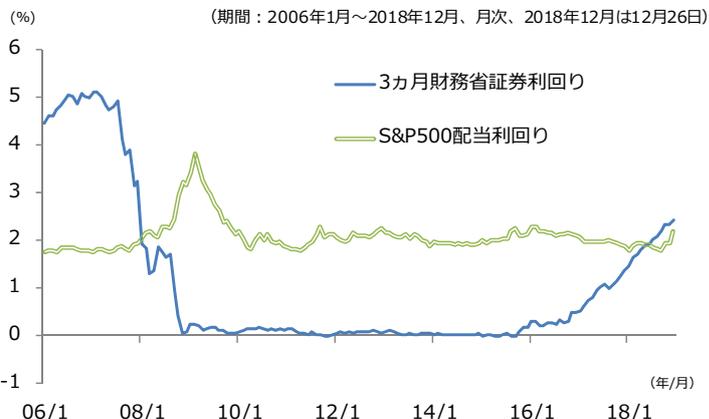
NYダウの推移



(注) NYダウの期間は2016年1月～2018年12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。

S&P500配当利回りと3カ月財務省証券利回り



政治不安を受けて、底値を探る展開を予想

欧州	12月24日	1-3月の予想レンジ
STOXXヨーロッパ600指数	335.24p	310p~360p



不安定な動きが継続

域内経済の減速と政治不安を背景に欧州株式は下落基調で推移しています。しかし、米国株式との比較においては12月以降、欧州株式の相対的な打たれ強さが目立ち始めました。足元の世界株式の調整は、米中通商摩擦のエスカレートやこれまでの米国一強の修正を受けた動きだったと考えることができます。

収束が見えない政治不安

域内の政治を巡る混乱が早期に終結するとは考えられません。足元では混乱の中心がイタリアからフランスに移動してきました。2019年度予算を巡るイタリア新政権とEUの対立はイタリア政府が選挙戦で公約として掲げた財政拡張策の一部を修正してEUに歩み寄ることで落ち着く見込みです。この動きは長期的には国債市場にはプラスでも、デフレ的な動きと解釈されれば株式市場にとってはマイナスになるかも知れません。フランスではマクロン大統領に対する「黄色いベスト」によるデモが続いています。マクロン大統領の市場寄りの構造改革に対して大衆が反旗を翻した形です。古い政治体制から脱却したマクロン大統領でさえ、歴代の大統領が挫折を繰り返した構造改革を実現できなかったことで市場は落胆の色を強めています。英国のEU離脱については、

メイ首相が打ち出した離脱協定案が下院で承認される目途は立っていません。議会での棄却が即「合意なき離脱」に繋がることはありませんが、混乱の拡大が想定されます。金融市場は再国民投票によって「残留」の機運が高まることを期待しています。来年5月に行われる欧州議会選挙でも波乱が予想されます。ポピュリストの左右両極グループが議席を伸ばし、欧州全体で混乱を招く可能性があります。

ドイツ株式がアンダーパフォーム

欧州主要国の株価指数の年初来パフォーマンスを比べると、世界貿易減速の悪影響を最も受けると考えられるドイツが劣後しています。イタリアは春の総選挙後に大幅に下落しましたが、足元では安定に向かっています。

当面、底値を探る展開を予想

域内政治や米中通商摩擦に対する不透明感を受けて欧州株式はしばらく底値を探る展開が継続すると考えています。しかし、これまでのユーロ安で欧州域内の輸出企業の競争力が高まり、中国経済の底打ちタイミングが視野に入り、米国でテクノロジー企業の株価下落が続けば、中期的に出遅れ気味の欧州株式が米国株式にアウトパフォームする局面が続く可能性も否定できません。

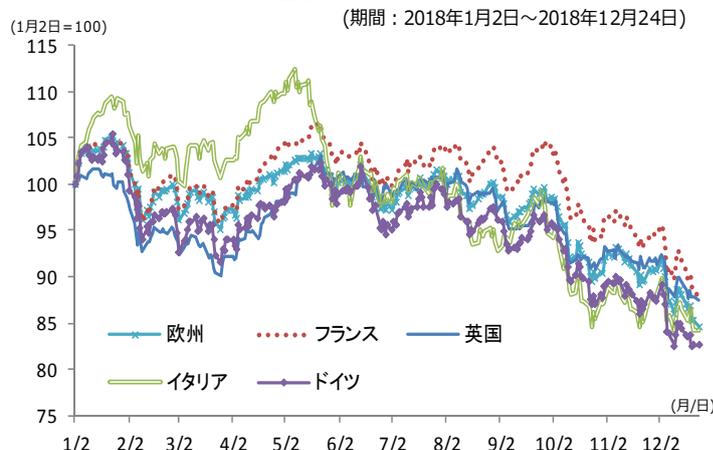
STOXXヨーロッパ600指数の推移



(注) STOXXヨーロッパ600指数の期間は2016年1月~2018年12月24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。

欧州主要国の株式市場



アジア株式

年央の中国経済持ち直しを先取りする展開へ

アジア	12月26日	1-3月の予想レンジ
MSCI アジア(除く日本)指数	588.73p	560p~650p



中国経済：「夜明け前が最も暗い」

中国では現在ほとんどの景気指標が下を向いています。年初以降に打ち出された景気刺激策がほとんど効果をあげていないと考えられます。負債圧縮（デレバレッジ）の掛け声のもとシャドーバンクを締め付けた結果、民間の中小企業の資金繰りが悪化し、同時に米中通商摩擦によって企業の景況感は悪化の一途をたどっています。唯一の例外が地方都市における地下鉄建設などのインフラ投資が固定資産投資を押し上げていることです。小売、住宅投資に加えて、関税発動前の駆け込み輸出が一巡すれば輸出の落込みも想定されます。一方、共産党政権は民間部門、特に中小企業、輸出企業を強化する意図を明確にしています。人民銀行は中小向け融資を条件に市中銀行向けの貸出金利を引き下げました。来年は大規模な所得減税や輸出企業向けの減税が行われる見込みです。今後、政府の財政・金融政策による景気刺激効果が徐々に表面化し、来春には成長率は底打ちに向かうと予想しています。しかしその後の成長軌道はV字やU字回復ではなく「L字の軟着陸（ソフトランディング）」になると考えています。

米中通商摩擦の行方については、90日間の関税引上げ猶予期間中に中国が農産物・エネルギーなどの

輸入拡大、関税引下げ、非関税障壁の撤廃を通じた貿易黒字の削減とともに知的財産権の保護、強制的な技術移転やサイバー攻撃に対する規制強化、テクノロジー企業への補助金削減、市場開放などで米国に一定程度歩み寄ると予想しています。長期的には米国による中国へのテクノロジー封じ込めの一環として5G（次世代通信）、AI、IoTなどの先端技術に関して、米国の同盟国と中国の間で市場が分断される可能性を見ておく必要があると考えています。

安定基調に入った中国株式・人民元

中国のマクロ経済は文字通り「夜明け前が最も暗い」状態にありますが、株式市場や為替市場はその先のソフトランディングを先取りして既に安定感を取り戻しました。収益リビジョン指数も既に12月初めには底打ちしました。

中国株式は戻りを試す展開へ

中国株式については、引続き通商摩擦の企業収益への悪影響に注視する必要がありますが、投資家のセンチメントが改善すれば、割安なバリュエーションを背景に戻りを試す展開に移行すると考えています。アジア株式全体でも中国株式に追随する展開を想定しています。

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12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のデータより岡三アセットマネジメント作成

中国株式（CSI300指数）と人民元



※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。

米国長期金利は短期的に上昇しても、その後は低下基調へ

10年国債利回り	12月26日	1-3月の予想レンジ
日本	0.02%	-0.05%~0.15%
米国	2.81%	2.6%~3.1%
ドイツ	0.25%	0.1%~0.5%



日銀は現在の金融政策を継続か

国内のコア消費者物価（CPI）は日銀が目標とする2%を下回った状態が続き、来年は今秋以降の原油安、幼児教育無償化、政府主導の携帯料金引下げなど、マクロの需給要因以外の低下圧力がかかると考えられます。そのため、来年前半に日銀は長期金利の誘導目標の若干の変更などテクニカルな調整は行っても、金融政策の枠組み変更を見送ると予想しています。1月にも始まるTAG（日米物品貿易協定）交渉で為替条項の議論が高まったり、米国で利上げ打止め感が高まってドル安円高が進めば、日銀の政策変更には逆風になると考えられます。そのため、海外の長期金利の動きにもよりますが、10年国債利回りは0.15%程度を上限として低位で安定的に推移すると予想しています。

米国の10年国債利回りは3.1%程度が上限に

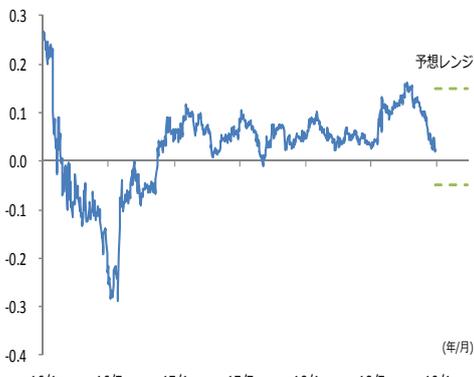
12月の連邦公開市場委員会（FOMC）では今回の引締めサイクルで9回目の利上げが行われ、来年以降に想定される利上げ回数を4回から3回に、FFレートの中立水準を3%から2.75%に引き下げました。市場の一部からは、金融市場が不安定化し、来年の景気減速が予想されるなか、FRBの利上げ継続に反対する声も聞こえます。しかし、失業率が自然失業率を下回る3.7%まで低下するなか、FRBは労働市場

を軟着陸させ、インフレ圧力を抑え込むために利上げを続けると予想しています。現在よりは改善する市場センチメントやFRBの利上げ継続を受けて長期金利は短期的に上昇しても3.1%程度が上限になると考えます。その後は利上げやドル高を受けて減速する米国景気や安定したインフレを背景に長期金利は低下に向かうと考えられます。長短金利差（イールドカーブ）はこのような環境を背景に縮小（平坦化）基調を続けると予想しています。

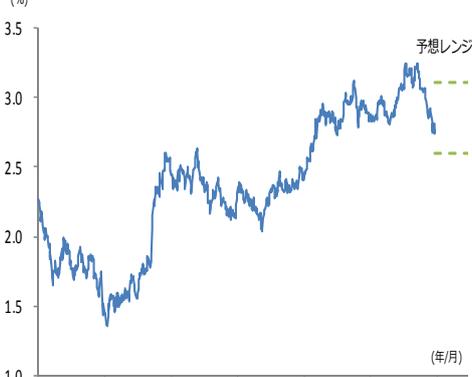
欧州でも金利は上がりにくい展開を想定

欧州経済の減速が止まりません。Markit社が発表する企業景況指数は製造業、サービス業とも景気拡大と後退の分岐点となる50を若干上回る51.4まで低下しました。2019年度予算を巡るイタリア新政権とEUの対立はイタリアがEUに歩み寄ることで収束する見込みです。11月末以降この動きを織り込む形でイタリア国債の対独スプレッドは縮小傾向を示しています。欧州中央銀行（ECB）は12月末には資産買入れをストップし、来年後半にはマイナス金利の修正を始める予定です。しかし、マイナス金利修正の時期は来年以降の経済やインフレ環境次第で柔軟に決定されると思われます。今後3カ月では、ドイツの10年国債利回りは0.1%~0.5%のレンジ内で推移すると考えています。

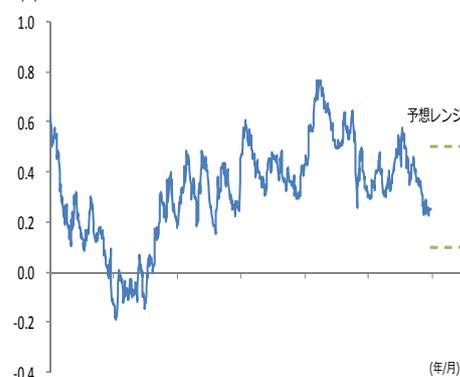
日本10年国債利回りの推移



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12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

これまでのドル高修正を視野に入れた展開へ

外国為替	12月26日	1-3月の予想レンジ
ドル円	111.37円	105円～114円
ユーロドル	1.14ドル	1.11ドル～1.20ドル
ユーロ円	126.43円	123円～133円



ドル円は中期的にドル安基調へ

足元で世界の株式市場が不安定に推移し、米中通商協議の先行きが見通しにくいことは、為替市場ではリスクオフの円高ドル安圧力になると思われます。一方、市場参加者による米国経済の見通しは足元で過度な悲観に傾いていると考えています。今後、過度に悲観的な見通しが解消に向かい、長短金利が幾分でも切り上がることになれば、円安ドル高材料になると思われます。一方、年明けにも開始されるTAG（日米物品貿易協定）交渉で為替条項が議論されれば、一時的にせよ円高ドル安材料になる可能性があります。ドル円相場は当面強弱材料が交錯し膠着状態が続くと考えています。その後はこれまでの利上げやドル高を背景に米国経済の減速感が高まり、市場にFRBの利上げ打止め感が台頭し、ドル安円高基調に移行すると思われます。

ユーロドルはユーロ安からドル安へ

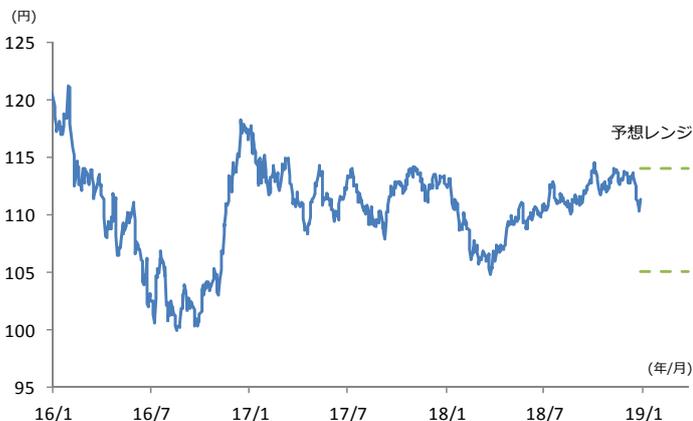
5月以降、米国一強や欧州内の政治不安や景気減速を材料にドル高ユーロ安が進んできました。この間、FRBは利上げを継続し、バランスシートの縮小を着々と進めた一方、ECBの金融政策に大きな変化はありませんでした。欧州の政治不安はもうしばらく続くと思われませんが、その他の要因は潮目が変わ

る時期に近づきつつあると考えています。来年以降米国では景気減速や利上げスピードの鈍化が意識され、逆にECBは年後半にはマイナス金利の修正に着手することが予想されています。欧州経済に底打ちの兆しが見え始めれば、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

先進国株式が大幅に下落するなかでも、新興国の通貨は対ドルで安定的に推移しています。中国ではこれまでの景気刺激策の効果が年明け以降に表面化し、来年中盤にも成長率が底打ちすると考えています。米国の長期金利は米国経済の減速観測が徐々に広がるため来年前半には低下基調入りすると考えています。このような環境で新興国通貨は安定に向かうと考えています。同様に中国人民元も対ドルで当面7.0を割ることは想定していません。しかし、2月までの猶予期間中に米中が合意できず、関税が引き上げられ、中国経済の下押しが続き、米中間の貿易戦争が世界に波及し、その結果、世界中の経済活動や貿易が縮小することが最大のリスクです。この場合の新興国へのダメージは先進国へのダメージよりも大きくなると思われます。

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12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)