

情報提供用資料

2019年1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. 29

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

## 通商摩擦や業績不安から、しばらく不安定な展開を予想

日本	1月29日	2-4月の予想レンジ
日経平均株価	20664.64円	19000円～22500円
TOPIX	1557.09p	1420p～1700p



### 過度な悲観論の揺り戻し

昨年末の国内株式は米国の景気後退を織り込む形で大幅に調整しましたが、年明け以降は行き過ぎた悲観論の揺り戻しで堅調な展開を続けています。セクター別には海運、精密機器、機械など12月に大きく下げたセクターが相場上昇を主導しました。

### 足元で低迷する外需

23日に財務省から発表された貿易統計によれば、18年の貿易収支は原油高を背景に3年ぶりの赤字に転落しました。12月の輸出数量・金額も前年同期を大幅に下回りました。米中通商摩擦のあおりを受けて、半導体や工作機械など中国向け輸出が急減したことが主な理由です。2019年に米国を中心に世界経済が減速すれば、輸出が低迷し貿易赤字基調が継続する可能性があります。モーター大手の日本電産は通期見通しを下方修正するとともに中国での売上げを「尋常でない落ち込み」と表現し、警戒感を強めています。しかし、同社の株価はその後悪材料出尽くしから上昇に転じました。

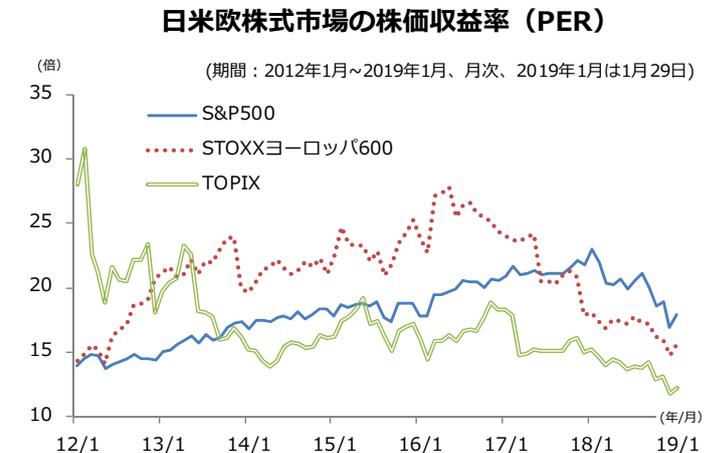
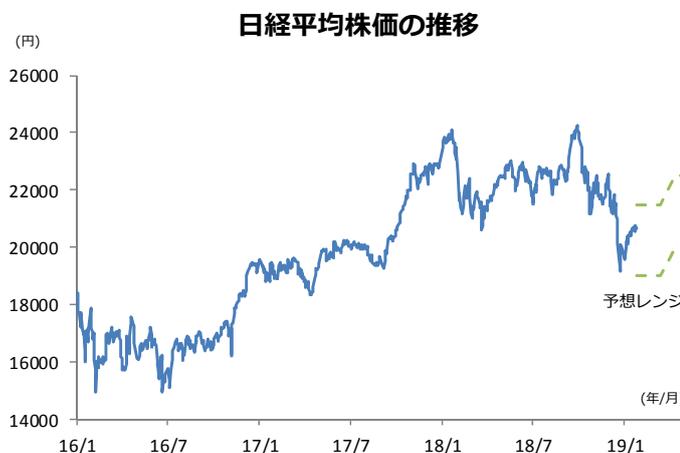
### 2019年に加速する日本の成長率

国際通貨基金（IMF）は2019年の世界の経済成長率が昨年の3.7%から3.5%に減速すると予想してい

ます。米国、ユーロ圏、中国ともに2019年に減速が想定されている一方、消費増税前の駆け込み需要が期待される日本は昨年の0.9%から1.1%に加速すると予想されています。昨年10月の見通しと比べても、世界各国が軒並み下方修正されているなか、日本は先進国で唯一上方修正されました。足元ではあまり市場の注目を集めていませんが、今後選挙対策の景気刺激策、新天皇即位前後の祝賀ムード、国土強靱化を名目とした公共投資、消費増税前の駆け込み消費、消費増税対策など、内需に関する日本固有の強気材料が意識される可能性もあります。中国経済が年度中盤にソフトランディングして最も恩恵を受けるのは本邦の輸出企業や国内株式だと考えられます。

### 当面、不安定な相場展開を予想

米中通商協議は中国が一定程度米国に歩み寄り一先ずは表面的に手打ちになると考えています。株価収益率で見たバリュエーションも米欧市場と比べて魅力的な水準です。外国人は日本企業のコーポレートガバナンスの改善に注目し始めています。一方、為替市場で円高が進めばマイナス材料となり、米中通商摩擦や来年度の業績に対する警戒的な見方はもうしばらく継続しそうです。そのため、当面不安定な相場展開が続くと予想しています。



(注) 日経平均株価の期間は2016年1月～2019年1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。

# 米国株式

## 収益見通しの底打ちまではレンジ内の展開を予想

米国	1月29日	2-4月の予想レンジ
NYダウ	24579.96ドル	22500ドル～26000ドル
S&P500指数	2640.00p	2450p～2800p



### 「催促相場」から反発

昨年末の米国株式の大幅下落は、米国経済の景気後退を織り込みつつ、トランプ政権と連邦準備制度理事会（FRB）に政策変更を迫る「催促相場」だったと考えています。トランプ政権に対してはこれ以上貿易摩擦がエスカレートすれば米国経済への打撃になるとのメッセージであり、FRBに対しては従来ペースで利上げを続ければ米国経済が失速し、早期に景気後退に陥るとの警鐘だったと考えています。実際、年が明けてトランプ政権が米中交渉の妥結に向けて動き出し、FRBが利上げの判断を柔軟に行うと発表すると市場は戻りを試す展開に転じました。

### 収益予想の回復に遅れ

一方、企業収益に対する市場の見方は依然として悲観的です。12月の相場下落が行き過ぎだったため収益予想が下げ止まる前に株価が上昇してもおかしくないとの見方が存在する一方、収益予想が下げ止まらなければ株式市場も下げ止まらないという意見も聞かれます。昨年来の米中通商摩擦やトランプ政策への不安、株式市場の下落が実際の経済活動に悪影響を与えた可能性があります。今回の市場の調整は2015-16年のチャイナ危機前後に似ているとの声が聞こえます。しかし、当時は株式市場と収益リビ

ジョン指数はほぼ同時に底入れしました。今回も株式市場が本格的な回復に向かうには、収益リビジョン指数の底入れを待つ必要があると考えています。

### 米中協議は妥結の方向へ

米中通商協議は、3月1日までに貿易面で妥結するか、協議を延長することに双方が合意することで一先ずは停戦に持ち込まれると予想しています。中国が輸入を拡大し、対米貿易黒字を縮小することは個人消費の強化を目指す共産党の経済政策にも合致した動きです。一方、中国はテクノロジー企業への補助金や「中国製造2025」など新たな技術覇権を目指す動きを止めることには抵抗を示すと思われることから、協議継続の可能性も高いと考えています。

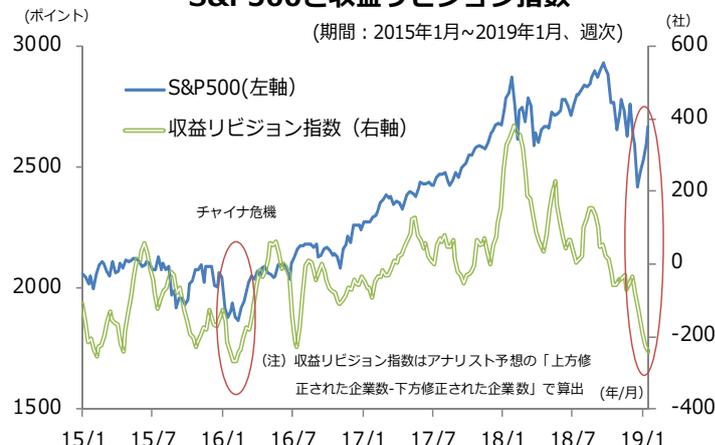
### 景気後退まで株式市場は上昇すると予想

今年に入ってFRBの金融政策が中立方向に修正されたことから、景気拡大の持続性がやや高まったと考えています。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たことから、当面12月の下値を割り込むことは想定していません。一方、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ないため、すぐに上値を追う展開にも転じにくいと考えています。しばらくレンジ内で推移した後に戻りを試す展開に移行すると考えています。

NYダウの推移



S&P500と収益リビジョン指数



(注) NYダウの期間は2016年1月～2019年1月29日 (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。

## 経済の低迷や政治不安を受けて、不安定な展開を予想

欧州	1月29日	2-4月の予想レンジ
STOXXヨーロッパ600指数	357.23p	330p~370p



### 低迷が続く欧州経済

欧州の企業景況指数は下落基調を続けています。足元で中国への輸出低迷、域内の政治不安が経済活動を抑えています。しかし、欧州株式は年明け以降堅調に推移し、米国株式とほぼ同程度のパフォーマンスを挙げています。

### 収束が見えない政治不安

フランスではマクロン大統領に対する「黄色いベスト」のデモが続いています。同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同大統領でさえ、歴代大統領が挫折を繰り返した構造改革を実現できないことに市場は落胆の色を強めています。金融市場では南欧諸国に加えてフランス財政の脆弱性にも注目が集まっています。英国のEU離脱（Brexit）は離脱期限まで2カ月を切りましたが、依然として結末は見通せません。メイ首相が打ち出した離脱協定案は下院で否決され、最大の懸案事項である北アイルランドの国境問題に解決の糸口はつかめません。金融市場は再国民投票によって「残留」が選択されることを期待していますが、その可能性は限定的です。3月末の離脱期限までにEUと折り合えず、時間切れで「合意なき離脱」となる可能性も否定できません。離脱す

るか残留するか、離脱する場合もどのような形態をとるかは予断できず、いずれの結末になっても当面不安定な相場が続くと思われます。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、欧州全体を混乱に陥れることが懸念されます。

### 注目されるポンドと英国株式の動き

これまでポンド安が進めば英国株式がドイツ株式にアウトパフォームし、ポンド高が進めば英国株式はアンダーパフォームしました。直近はBrexitの交渉期限が延長されるとの楽観論が台頭しポンド高が進み英国株式がアンダーパフォームしました。現時点でBrexitの結末を断じることができませんが、振り子が一度悲観に振ればポンド安が進み、英国株式がアウトパフォームすることも考えられます。

### 当面、不安定な相場展開を予想

3カ月の視野では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不安定な展開を続けると考えています。しかし中期的には、中国経済が安定に向かえば、中国依存度の高いドイツを中心に欧州株式が堅調に推移し、米国株式をアウトパフォームする展開に移行することも考えられます。

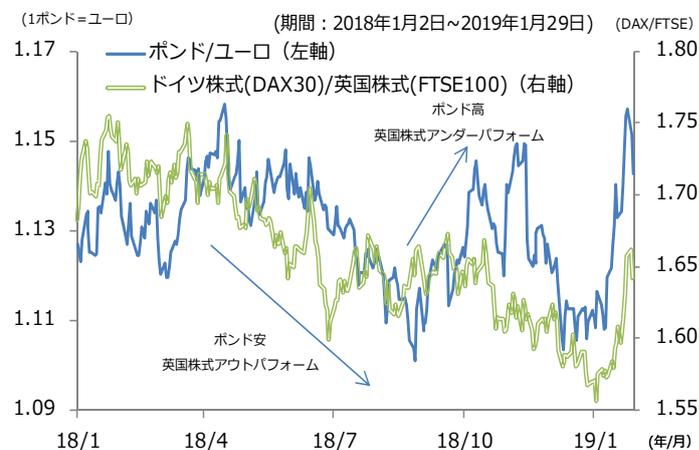
STOXXヨーロッパ600指数の推移



(注) STOXXヨーロッパ600指数の期間は2016年1月～2019年1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。

欧州主要国の株式市場



## 年央の中国経済持ち直しを先取りする展開へ

アジア	1月29日	2-4月の予想レンジ
MSCI アジア(除く日本)指数	629.38p	590p~700p



### 米中協議の行方には楽観的

3月1日に期限を迎える米中通商協議の行方については概ね楽観しています。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、知的財産権の保護、強制的な技術移転・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るからです。両首脳とも景気減速や金融市場の混乱など国内事情を考慮すれば、ある程度の妥協を迫られる状況にあると考えています。しかし、妥結に至る過程では紆余曲折が想定され、そのたびに市場のセンチメントも大きく揺れると予想しています。この妥結で米中関係が改善に向かうとは考えていません。長期的には米国による中国へのテクノロジー封じ込めが常態化する時代がやってくると考えています。

### 徐々に表面化する政策効果

昨年の中国の実質GDP成長率は6.6%と28年ぶりの水準に減速し、自動車販売も前年比で2.8%減少し28年ぶりの前年割れとなりました。しかし、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、年央には成長率は底打ちに向かうと予想しています。共産党政権は民間の中小企業、輸出産業

を強化する意図を明確にしています。預金準備率は昨年来4回引き下げられ、中国人民銀行は市中銀行に中小向け融資を拡大するよう促しています。インフラ投資も積極化し、所得減税、自動車購入の優遇税制、輸出企業向けの減税なども予定されています。しかし、今回の景気刺激策は負債削減（デレバレッジ）を伴う構造改革と同時に進められるため、底打ち後の軌道はV、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。このようなマクロ環境を受けて市場では5Gや高速鉄道関連銘柄が選好されるとの観測が高まっています。

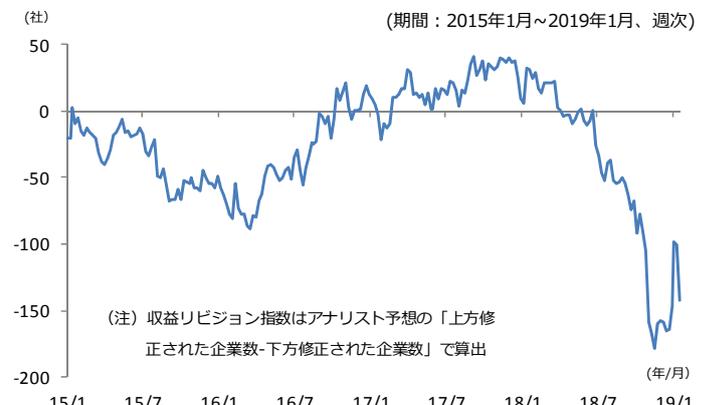
### 中国経済の持ち直しを先取りする展開へ

足元でほとんどの景気指標が下を向き、文字通り中国経済は「夜明け前が最も暗い」状態にあります。しかし、株式市場はその先の軟着陸を先取りし、既に安定感を取り戻しています。収益リビジョン指数も12月中に底打ちしました。引き続き米中通商摩擦の企業収益への悪影響を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、中国株式は割安なバリュエーションや年央の景気持ち直し観測を背景に戻りを試す展開を続けると考えています。アジア株式も中国株式に追随する動きをたどると予想しています。

MSCIアジア (除く日本)指数の推移



中国株式の収益リビジョン指数



(注) MSCIアジア (除く日本) 指数の期間は2016年1月~2019年1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、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。

## 金利サイクルで先行する米国では長期金利は低下方向へ

10年国債利回り	1月29日	2-4月の予想レンジ
日本	0.01%	-0.10%~0.10%
米国	2.71%	2.4%~3.0%
ドイツ	0.20%	0.0%~0.4%



### 日銀は現在の金融政策を継続か

日銀は直近の展望レポートで今年、来年の物価見通しをそれぞれ0.9%、1.4%に引き下げました。この見通しには教育無償化は反映されていますが、携帯料金引下げの影響は反映されていません。2%の物価目標がさらに遠のいたことから、日銀は年内、長期金利の誘導目標の変更などテクニカルな調整は行っても、金融政策の大枠の変更は見送ると予想しています。今年も国政選挙、消費増税などの重要イベントが続くことも日銀を動きにくくしています。米国経済が減速し、FRBの利上げ打止め観測が広がるなか、日銀は次の景気減速に備えて金融緩和を行う余地（バッファ）を設けておく必要がありますが、現状では困難だと思われる。海外金利の動きにもよりますが、10年国債利回りは0.1%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。

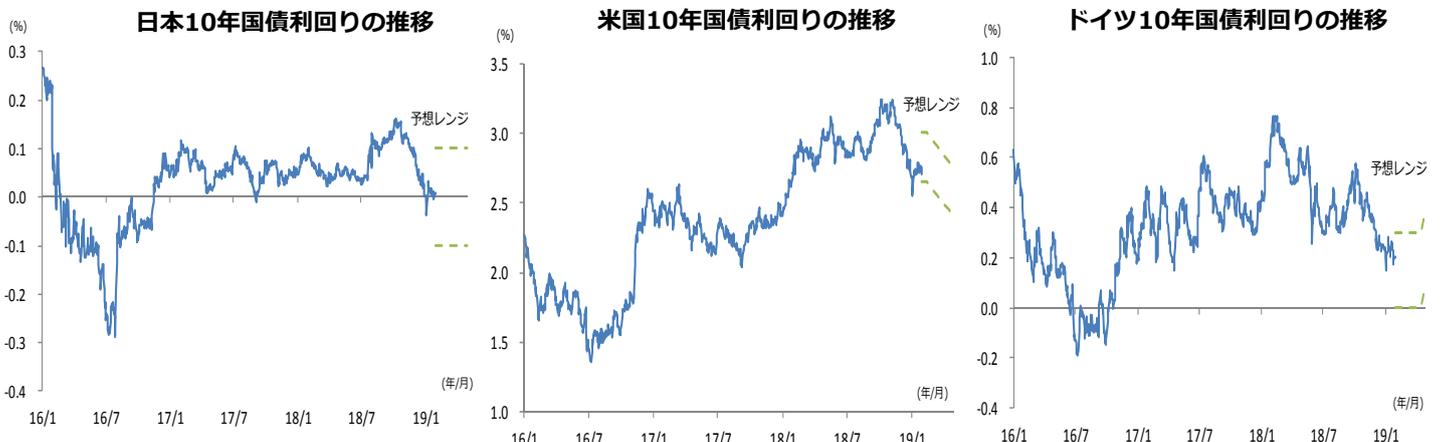
### 米国の10年国債利回りは3.0%程度が上限に

米中通商摩擦の悪影響が国内経済に波及し、12月に株価が下落したことによって、FRBは金融政策に対するスタンスをハト派寄りに変更しました。OISカーブで市場が織り込む1年後のFFレートは現在の水準とほとんど変わらず、市場は今回の利上げサイクルは終わったと判断しています。米国の成長率は今後も減速が続くと予想されますが、足元の失業率

は3.9%と既に自然失業率を下回っています。3月には利上げが見送られると考えていますが、その後のFFレートの道筋はその時々々の労働市場やインフレ環境とそれらの見通しに依存するため、現段階で予断することはできません。長期金利は景況感の改善を受けて短期的に上昇しても3.0%程度が上限になり、その後はこれまでの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低下に向かうと考えています。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

欧州経済は減速基調を続けています。Markit社が発表した製造業、サービス業の景況指数は景気拡大と後退の分岐点となる50を若干上回る50.5、50.8まで低下してきました。英国のEU離脱交渉は混迷を深め、5月の欧州議会選では反EUのポピュリストが勢力を伸ばし、欧州全体を混乱に陥れることが懸念されます。このような環境で、昨年末に資産買入れをストップした欧州中央銀行（ECB）はユーロ圏の景気見通しを引き下げました。マイナス金利解除のタイミングを後退させる可能性も高まってきました。今後3カ月間にドイツの10年国債利回りは0.0%~0.4%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~2019年1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

## これまでのドル高修正を視野に入れた展開へ

外国為替	1月29日	2-4月の予想レンジ
ドル円	109.40円	104円～113円
ユーロドル	1.14ドル	1.10ドル～1.20ドル
ユーロ円	125.07円	120円～130円



### ドル円はドル安円高基調へ

1月3日に市場の一時的な混乱を受けて104円台まで円高が進みましたが、その後109円台まで戻しています。今後のドル円レートを占うには、米国の金融政策の方向が鍵になると考えています。日銀が当面現在の緩和的な金融政策を維持するなか、FRBの首脳から利上げに前向きな発言が聞こえてくればドル高円安が進み、逆に利上げ速度を緩めたり、利上げ打止めを示唆するような発言が出てくれば円高ドル安が進むと思われます。TAG（日米物品貿易協定）交渉で為替条項が議論されれば、一時的な円高ドル安材料になる可能性があります。一方、本邦の対外収支の悪化に注目が集まれば、円安材料になることも考えられます。今後3ヵ月程度では、緩やかなドル安円高基調に転換すると思われます。

### ユーロドルはドル安ユーロ高へ

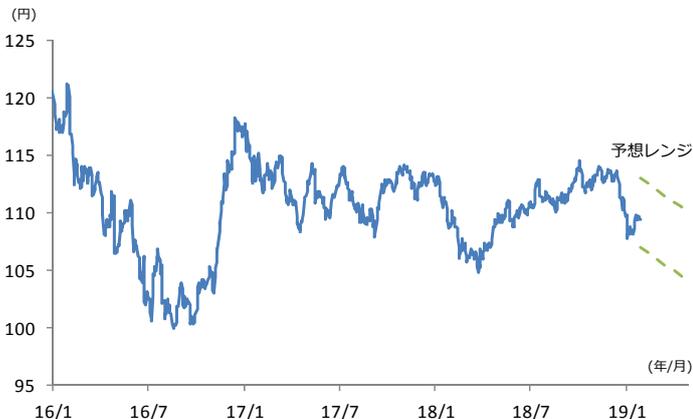
昨年5月以降、「米国一強」を背景にドル高ユーロ安が進みましたが、11月以降はユーロが対ドルで下値を切り上げる展開に移行しました。欧州でも政治不安などの懸念材料は根強いものの、米中通商摩擦の米国経済への悪影響が意識されたことが背景にあったと思われます。今後、米国経済が減速基調を

強める一方、欧州経済はしばらく減速が続いた後、年央以降に中国経済の安定にあわせて外需セクターを中心に回復に向かうと予想しています。その結果為替市場でも徐々にユーロ高ドル安が進みやすい展開に移っていくと考えています。

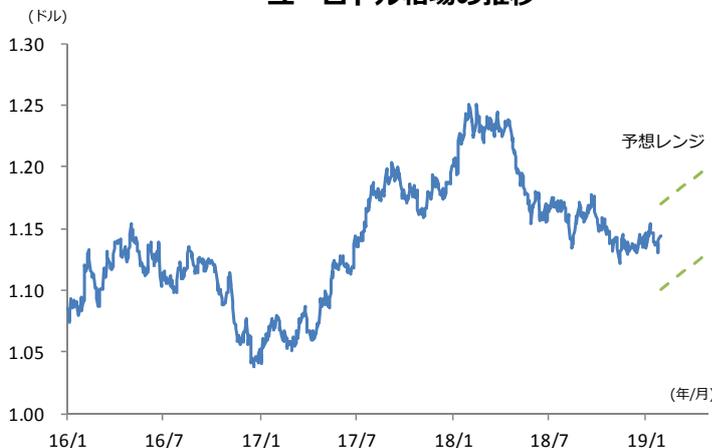
### 落ち着きを取り戻した新興国通貨

昨年9月に底打ちした新興国通貨指数は株式市場が混乱した12月以降も安定的に上昇してきました。新興国通貨の行方を占う上では中国経済と米国金利の先行きが鍵になると考えています。中国では景気刺激策が奏功し年央には成長率が底打ちすると予想しています。米国の長期金利は米国経済の減速観測が広がるため、早晩低下基調入りすると考えています。このような環境を受けて新興国通貨の安定はしばらく継続すると思われます。中国人民元も、足元の中国経済は減速基調を続けていますが、年央以降のソフトランディングを先取りする形で昨年11月には底打ちしました。当面底堅く推移すると予想し、中期的に7.0を割ることは想定していません。米中通商摩擦がエスカレートすれば新興国へのダメージは先進国を大きく上回ると考えられますが、これはメインシナリオではありません。

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～2019年1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)