

情報提供用資料

2019年2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. 30

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

目先は不安定ながら、その後は戻りを試す展開へ

日本	2月26日	3-5月の予想レンジ
日経平均株価	21449.39円	20000円～23000円
TOPIX	1617.20p	1500p～1750p



米中通商協議への楽観論が株価を押し上げ

1月以降に行き過ぎた悲観論の揺り戻しと米連邦準備制度理事会（FRB）のハト派転換を受けて上昇に転じた日本株式は、2月以降も米中通商交渉への楽観的な見通しを受けて上昇基調を続けています。

円高見通し、中国経済はマイナス材料

しかし、米国の国境の壁や非常事態宣言を巡る大統領と民主党の争いや債務上限問題、ブレグジットを巡る不透明感など新たな政治リスクに注目が集まれば安全通貨である円が買われ、株式市場の上値を抑える可能性があります。米中交渉の先行きは予断を許さず、足元の中国経済の急減速が本邦輸出企業の収益にどれだけ悪影響を与えるかも依然として不透明です。来年度上期まで減益リスクを見ておく必要があるかも知れません。

日本固有の強気材料

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ことが考えられます。過去における消費増税前の駆け込み需要を見込んだ株価上昇は増税の3-4か月前にピークをつけたことを考慮すれば、今年も5-6月頃まで株価が上昇

日経平均株価の推移



(注) 日経平均株価の期間は2016年1月～2019年2月26日 (出所) Bloomberg、日本取引所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。

すると考えることもできそうです。中国経済が年央に持ち直せば、その恩恵を最も受けるのは本邦の輸出企業になると考えられます。

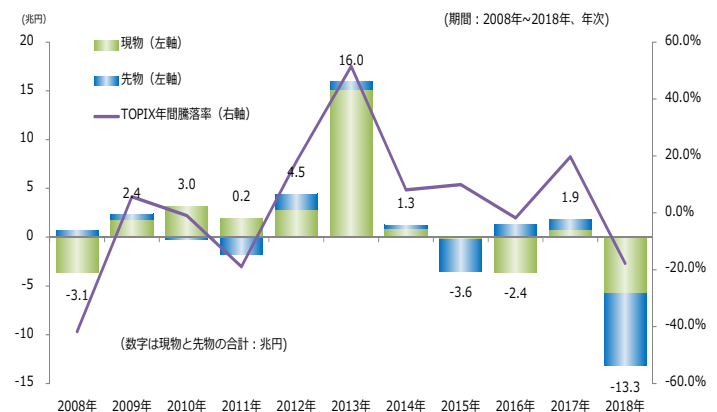
注目される外国人投資家の動き

これまで日本株式の騰落率は外国人投資家の動きに大きく依存してきました。リーマン危機時は外国人の売りで日本株式は大幅に下落し、アベノミクス初期は逆に外国人が買ったことで大幅に上昇しました。昨年の約13兆円の売越しの半分は先物でしたが、先物はいずれ買い戻されることとなります。今後、中国経済が持ち直し世界経済が回復に向かえば、国際的に景気敏感と考えられる日本株式への評価が高まり、外国人の先物の買い戻しに加えて現物の買いが膨らむと考えています。

不安定な推移の後は戻りを試す展開へ

米中通商協議については、中国が米国に歩み寄り追加関税は回避されると考えています。米国でFRBがハト派転換したことによって米国株式の上昇持続性が高まったことは日本株式にとってもプラスです。一方、円高や中国経済の急減速が企業収益に与える影響がつかみきれないことはマイナス材料です。当面不安定に推移することも考えられますが、その後は戻りを試す展開に移行すると考えています。

海外投資家による買越し、売越しと株価騰落率



米国株式

中期的な収益回復を織り込み、戻りを試す展開へ

米国	2月26日	3-5月の予想レンジ
NYダウ	26057.98ドル	24000ドル～27000ドル
S&P500指数	2793.90p	2600p～2930p



株式市場は続伸

米国株式は1月以降の上昇によって12月の下落幅のほとんどを取り戻しました。1月以降の上昇の背景には、12月の株式市場がアルゴリズムやボラティリティ指数を利用したトレードでマクロ経済では説明できない水準まで下落したこと、FRBのハト派転換、米中通商摩擦で最悪の事態が回避されるとの観測が高まってきたことがあったと考えています。

株式市場と国債市場は異なる解釈

一方、直近の景気指標は悪化の一途を辿っています。これまでは通商摩擦や政策に対する不安感から企業景況感や消費者信頼感などのソフトデータが低下していましたが、ここに来て小売売上高や鉱工業生産など実際に経済活動を示すハードデータの落込みが目立ち始めました。これまでの金利上昇から住宅や自動車市場にも陰りが見えてきました。これらのマクロ経済に対して金融市場は異なる解釈を行っています。景気鈍化の長期化を見込んだ10年国債利回りは2.6%台まで低下してきましたが、株式市場やクレジット市場は足元の景気の弱さよりも年後半の企業収益の回復を先取りして上昇しています。これらの異なる動きは「流動性相場」という言葉で説明可能ですが、今後国債市場と株式・クレジット市場のどちらの動きに収斂していくかに注目しています。

米中通商協議：関税の再引上げは回避

3月1日を期限としていた米中通商協議は一先ず延長され、関税の再引上げは回避されました。両首脳にとってこれまでに関税が国内景気に与えた打撃を考慮すれば、ある程度の妥協が現実的な判断になると考えます。しかし、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ます。

大統領選前年に株価は上昇

足元で低迷するマクロ経済や業績不安に注目するか、通商協議妥結後の経済・企業収益の回復を先取りするかが株式市場への弱気・強気に分かれ目になっています。1月に一時的にストップした利上げが年内に再開される見通しが高まれば株式市場の上値が抑えられる可能性があります。

過去の大統領選挙サイクルを振り返ると、大統領選前年にNYダウは最も上昇しました。トランプ大統領が先の一般教書演説で言及したように来年の大統領選を控えて大規模なインフラ投資を行えば株式市場は一時的に上昇する可能性があると考えています。メインシナリオとしては、これまでの上昇が急だったことから目先は上値がやや重くなっても、3カ月の視野では戻りを試す展開が続くと考えています。

大統領選挙サイクルとNYダウの年間騰落率

中間選挙年	大統領選挙前年	大統領選挙年	大統領選挙翌年				
1970年	4.8%	1971年	6.1%	1972年	14.6%	1973年	-16.6%
1974年	-27.6%	1975年	38.3%	1976年	17.9%	1977年	-17.3%
1978年	-3.1%	1979年	4.2%	1980年	14.9%	1981年	-9.2%
1982年	19.6%	1983年	20.3%	1984年	-3.7%	1985年	27.7%
1986年	22.6%	1987年	2.3%	1988年	11.8%	1989年	27.0%
1990年	-4.3%	1991年	20.3%	1992年	4.2%	1993年	13.7%
1994年	2.1%	1995年	33.5%	1996年	26.0%	1997年	22.6%
1998年	16.1%	1999年	25.2%	2000年	-6.2%	2001年	-7.1%
2002年	-16.8%	2003年	25.3%	2004年	3.1%	2005年	-0.6%
2006年	16.3%	2007年	6.4%	2008年	-33.8%	2009年	18.8%
2010年	11.0%	2011年	5.5%	2012年	7.3%	2013年	26.5%
2014年	7.5%	2015年	-2.2%	2016年	13.4%	2017年	25.1%
2018年	-5.6%	2019年	?	2020年	?	2021年	?
平均	4.0%	平均	15.4%	平均	5.8%	平均	9.2%



(注) NYダウの期間は2016年1月～2019年2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。

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	2月26日	3-5月の予想レンジ
STOXXヨーロッパ600指数	373.64p	340p~385p



低迷が続く欧州経済

欧州では中国などへの輸出低迷を背景に製造業を中心に景況感の低下に歯止めがかかりません。一方、株式市場では年明け以降、資本財・サービス、素材、一般消費財・サービスなどが市場全体の上昇を主導しています。しかし、これら景気敏感セクターの上昇は12月の売られ過ぎからの短期的な反発で、中期的なトレンドになるとは考えていません。

収束が見えない政治不安

英国のEU離脱（Brexit）は離脱期限までほぼ1カ月となりましたが、依然として結末を見通すことはできません。政府と議会のどちらが離脱交渉の主導権を握るかが不明確なため、現状は議会の反対がメイ首相の手足を縛っている状態です。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。EUへの「残留」を目指す国会議員が与党、野党から離脱する動きは「残留」の可能性を高めると思われますが、政界を不安定化させる悪影響も指摘されています。3月29日の離脱期限までにEUと折り合えず、時間切れで「合意なき離脱」となる可能性が高まってきました。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。イタリア連立政権の不安定化、スペインの総選挙などにも注意が必要です。

下方修正された欧州の成長率見通し

ユーロ圏最大の経済圏であるドイツでは7-9月期にマイナス成長を記録した後、10-12月期はゼロ成長に戻り、2四半期連続のマイナス成長と定義される「テクニカルリセッション」を辛うじて回避しました。一方、域内第3の経済圏であるイタリアは同時期に2四半期連続のマイナス成長を記録しました。中国経済の減速や英国のEU離脱に由来する不透明感が企業に設備投資や新規採用などの成長投資を足踏みさせています。欧州委員会は2019年のユーロ域内のGDP成長率見通しを下方修正し、欧州中央銀行（ECB）やイングランド銀行も欧州・英国経済に対する警戒感を強めています。

当面、不安定な相場展開を予想

欧州株式は3カ月の視野では域内の景気減速、政治の混乱、これらを背景とした企業景況感の低迷を受けて不安定な展開が続けると考えています。しかし中期的に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。

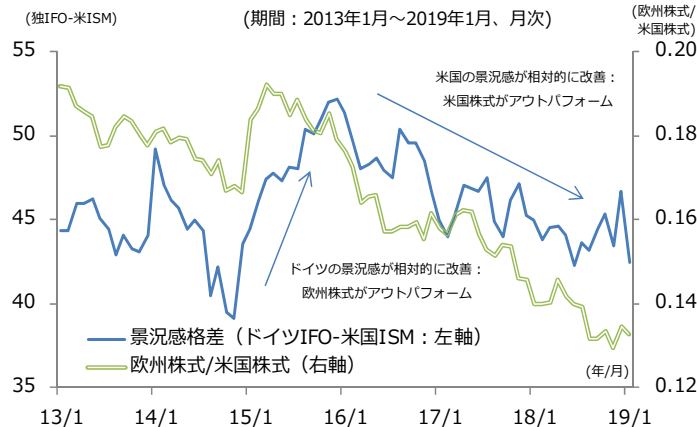
STOXXヨーロッパ600指数の推移



(注) STOXXヨーロッパ600指数の期間は2016年1月～2019年2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。

欧米の景況感格差と株価相対パフォーマンス



年央の中国経済持ち直しを先取りする展開が継続

アジア	2月26日	3-5月の予想レンジ
MSCI アジア(除く日本)指数	659.99p	620p~700p



FRBのハト派転換と域内のインフレ安定

年明け以降、アジアの株式市場ではFRBの「ハト派転換」を受けて下値を切り上げる展開が続いています。通常、FRBが利上げをストップすれば、米国金利が上がりにくくなり、ドル高圧力が後退します。その結果、新興国から米国への資金逃避がストップし、新興国の株式市場は安定に向かうと考えられます。昨年10月以降の原油安によるインフレ低下に加えて、通貨の安定によって輸入インフレが抑制されれば、中央銀行の金融緩和余地が拡大することが期待されます。実際、インドでは既に利下げが行われ、これまで利上げを進めてきた他の中央銀行からも金融緩和に前向きな発言が聞こえています。金融政策の裁量余地が拡大すれば、利下げで景気を刺激したり、外的ショックに見舞われても利下げで経済を安定化させることが可能になります。

米中通商協議の行方には楽観的

米中通商協議の期限は3月末を目途に延長されましたが、それまでに妥結するか、再度協議を継続することに双方が合意し、関税の再引上げは回避されると予想しています。貿易黒字の削減、知的財産権の保護、強制技術移転・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

どで中国が米国に一定程度歩み寄ると予想しています。しかし、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可能性があると考えています。

中国経済：徐々に表面化する政策効果

中国経済は足元で減速基調を強めています。しかし、昨年中盤から民間部門、特に中小・輸出企業を強化し、個人消費を加速させるために打ち出された様々な政策の効果が徐々に表面化し、年央には成長率が底打ち（軟着陸）に向かうと予想しています。小売売上や鉱工業生産などには既に景気底打ちの最初の兆候が見え始めました。

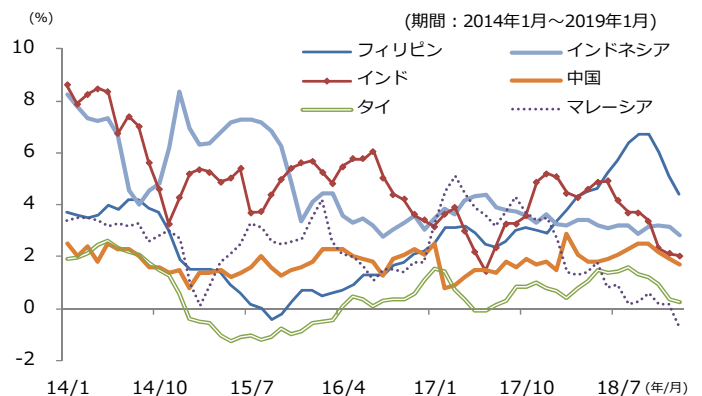
中国経済の軟着陸を先取りする展開へ

中国株式は年央の軟着陸を先取りし、既に安定感を取り戻しています。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、中国株式は割安なバリュエーションや景気の軟着陸観測を背景に戻りを試す展開が続けると考えています。アジア株式にとって米国金利の安定と中国経済の持ち直しは市場の流動性、輸出の両面で理想的な環境と考えることができます。アジア株式も中国株式に追随して安定的に上昇する展開を予想しています。

MSCIアジア (除く日本) 指数の推移



アジア主要国の消費者物価指数 (前年比)



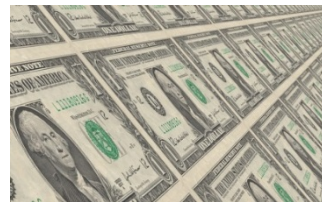
(注) MSCIアジア (除く日本) 指数の期間は2016年1月~2019年2月26日。MSCI指数はMSCI Inc.が算出している指数です。同指数に関する著作権、知的財産権その他一切の権利はMSCI Inc.に帰属します。またMSCI Inc.は、同指数の内容を変更する権利および公表を停止する権利を有しています。

(出所) Bloombergのデータより岡三アセットマネジメント作成

※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	2月26日	3-5月の予想レンジ
日本	-0.03%	-0.10%~0.05%
米国	2.64%	2.5%~2.9%
ドイツ	0.12%	0.0%~0.4%



日銀は現在の金融政策を継続か

足元で1%を下回ってきた前年比のコアCPIは原油価格が10月以降に大幅に下落したことや、教育無償化、携帯料金引下げの動きを受けてさらに低下することが見込まれます。厚労省の統計不正問題が賃金上昇率に対する判断を難しくしています。日本銀行は消費増税の影響を含めた物価指数を重視する姿勢を見せています。それによって表面の数字を一時的に高めることはできても、消費増税効果が前年比の数字から消える来年10月以降に再度低下圧力がかかりやすくなると思われます。2%の物価目標がさらに遠のいたことから、年内に日銀が金融政策の大枠変更を行うことは想定していません。FRBの利上げ打止め観測が拡がり、海外発の金利低下圧力が高まるなか、10年国債利回りは0.05%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2.9%程度が上限に

米中通商摩擦の悪影響や中国経済の急減速が米国経済に波及するとともに株式市場が下落したことを受けて、FRBは金融政策をハト派寄りに大きく修正しました。1月の連邦公開市場委員会（FOMC）ではほとんどの参加者が年内の資産縮小停止に前向きでしたが、利上げを再開する意見も出されました。

OISレートによれば市場は今回の利上げサイクルは既に終わったと解釈していますが、今年1、2回の利上げを予想するエコノミストも存在します。長期金利は景況感の改善を受けて短期的に上昇しても2.9%程度が上限になり、その後は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。

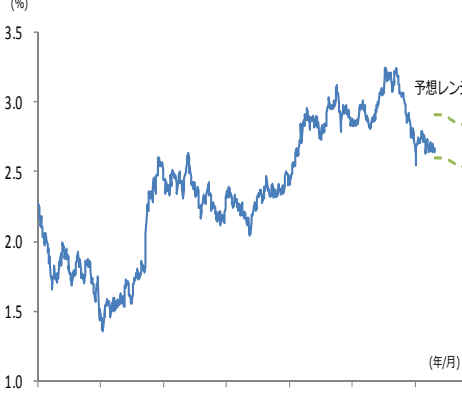
欧州でも金利は上がりにくい展開を想定

英国のEU離脱を巡る不安やフランスの黄色いベスト運動などを中心とする政治混乱、主要輸出先である中国の景気鈍化、自動車業界の新排ガス規制などを受けて欧州経済の減速が鮮明になってきました。昨年末に資産買入れをストップした欧州中央銀行（ECB）は「フォワードガイダンス」で年後半にマイナス金利の修正に着手することを明確にしています。足元の景気悪化を受けて、このガイダンスの変更を迫られる可能性が高まってきたと考えています。また、景気の悪化が止まらなければ一部の市中銀行にTLTROと呼ばれる低利の長期性資金を提供して景気を下支えすることも想定されます。このような環境で、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。

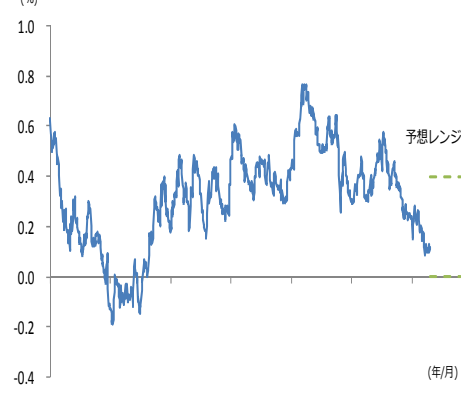
日本10年国債利回りの推移



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~2019年2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

膠着状態の後はドル高修正を視野に入れた展開へ

外国為替	2月26日	3-5月の予想レンジ
ドル円	110.59円	106円～113円
ユーロドル	1.14ドル	1.1ドル～1.18ドル
ユーロ円	125.95円	122円～128円



ドル円はドル安円高基調へ

通常、FRBの利上げ打止め観測が高まれば、ドル金利が頭打ちとなり、ドル安円高が進むと考えられますが、1月以降ドル高円安が進んでいます。米国金利の先高観が薄れても日欧と比較すれば米国金利は依然として高い水準を維持していることや、欧州経済の急減速を受けたドル高ユーロ安がドル円相場に波及していることが背景にあると思われます。2月中旬に商務省から自動車輸入の安全保障への影響に関するレポートを受け取ったトランプ米大統領は90日以内に日欧などからの自動車輸入に関して何らかの判断を行うことが求められています。TAG(日米物品貿易協定)交渉の開始は5月のトランプ米大統領の来日前になると考えられています。これらの交渉で仮に為替が俎上に載せられれば円高材料になることが考えられます。今後3ヵ月程度では、しばらく膠着状態が続く可能性があります。その後は緩やかなドル安円高基調に転換すると考えています。

ユーロドルはドル安ユーロ高へ

FRBの利上げ打止め観測が台頭するなかでも、足元では欧州経済の停滞や政治面での不透明感を背景にドル高ユーロ安が進んでいます。しかし、年央以降に中国経済の持ち直しにあわせて欧州経済に底打

ち見通しが高まってくれば、為替市場でも徐々にドル安ユーロ高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

FRBの次の一手が利上げになるか利下げになるかは予断を許しません。今回の利上げサイクルが既に終盤戦を迎えていることは新興国通貨にとって追い風になると考えています。中国経済が年央に持ち直せば、アジアを中心に新興国から中国への輸出拡大を通して新興国の通貨にとってもプラスです。一方、選挙の季節を迎える国で大衆迎合的な財政支出を拡大させれば、通貨の長期的な評価を押下げることになると考えられます。原油価格の新興国のインフレに与える影響からも目が離せません。いずれにしても、基本的に米国の金利安定や中国経済の持ち直しは新興国通貨にとって好ましい環境であり、新興国通貨は今後もしばらく安定的に推移すると考えています。中国人民元についても、年央以降の中国経済の軟着陸を先取りする形で安定的に推移すると予想しています。また、現在進行中の米中通商交渉で「人民元相場の安定を目指す」といった内容が盛り込まれば、人民元相場はさらに底堅さを増すと考えます。

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～2019年2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)