

情報提供用資料

2019年3月28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. 31

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

## 目先はレンジ内ながら、その後は戻りを試す展開へ

| 日本     | 3月27日     | 4-6月の予想レンジ    |
|--------|-----------|---------------|
| 日経平均株価 | 21378.73円 | 20000円～23000円 |
| TOPIX  | 1609.49p  | 1500p～1750p   |



### 足元では上値の重い展開

1月に行き過ぎた悲観論の揺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、3月以降は企業収益に対する悲観的な見方が払拭できず上値の重い展開を続けています。

### 期待される景気拡大の「いざなぎ超え」

政府は3月の月例経済報告で景気の総括判断を「緩やかに回復している」から「輸出や生産の一部に弱さもみられるが、緩やかに回復している」に変更しました。足元の輸出や生産の落込みを反映して表現を下方修正しましたが、景気回復が続いているとの認識は維持しました。2012年11月に始まった今回の景気回復局面は1月には74ヵ月目を迎え、戦後最長のいざなぎ景気（2002年1月～2008年2月）超えが期待されています。しかし、景気一致指数は11月以降下落基調を強め、既に景気後退が始まったとの見方も浮上しています。2012年を除けば過去の景気後退局面に国内株式が大幅に調整したことが株式市場の上値を抑える要因になっています。

### 日本固有の強気材料

今後、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

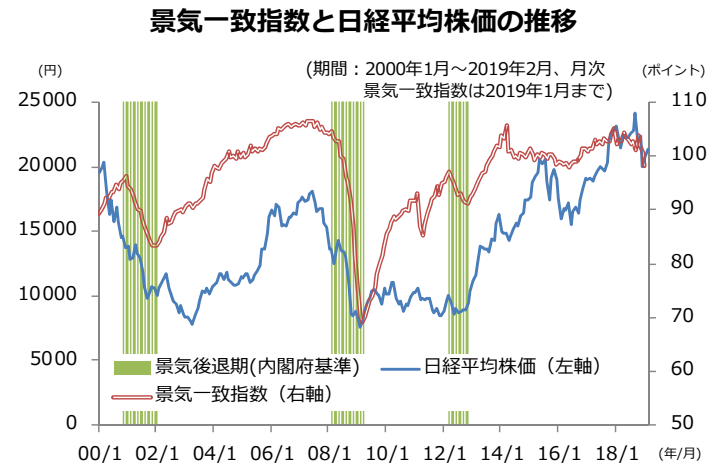
料が意識されることが考えられます。これまで消費増税前の駆け込み需要を見込んだ株価上昇は増税の3-4カ月前にピークをつけたことを考慮すれば、今年も5-6月頃まで株価が上昇すると考えることもできそうです。中国経済が年央に持ち直せば、その恩恵を最も受けるのは本邦の輸出企業になると考えられます。

### FRBのハト派転換は円高ドル安要因

FRBメンバーが予想する今年の利上げ回数がゼロに引き下げられたことは流動性の面で世界の金融市場にとってプラス材料になると考えられます。しかし、この動きによって米国金利に低下圧力がかかり、円高ドル安につながるとの連想が広がれば日本株式の上値を抑える要因になると思われます。

### 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がさらにハト派転換したことによって世界の金融環境が改善する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。目先はレンジ内で推移することが予想されますが、その後は戻りを試す展開に移行すると考えています。



(注) 日経平均株価の期間は2016年1月～2019年3月27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。

# 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       | 3月27日      | 4-6月の予想レンジ      |
|----------|------------|-----------------|
| NYダウ     | 25625.59ドル | 24000ドル～27000ドル |
| S&P500指数 | 2805.37p   | 2600p～2950p     |



### 相場上昇には経済・収益見通しの改善が必要

米国株式は1月以降の上昇で12月の下げ幅のほとんどを回復しました。しかし、当面の好材料は既に株価に織り込まれ、足元で景気後退観測が高まってきたことから目先は上値の重い展開が続くと思われま。今後、株価がさらに上昇するためには実際の経済活動や企業収益見通しが改善に向かう必要があると思われま。

### 弱気・強気に分かれ目

アトランタ連銀のGDP成長率予想は足元で大幅に悪化しましたが、これは米中通商摩擦、政府機関閉鎖、冬の悪天候などの影響を受けた可能性があります。S&P500の1-3月期の企業収益は2016年4-6月期以来の前年比減益になることが予想されています。前述した悪材料を受けて企業経営者や市場参加者のセンチメントが悪化していることに加えて前年同期の企業利益が減税によってかさ上げされたことが背景にあると考えています。しかし、4-6月期からは増益基調に戻ることが想定されています。足元で低迷する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。

### 注目される個人部門の持続性

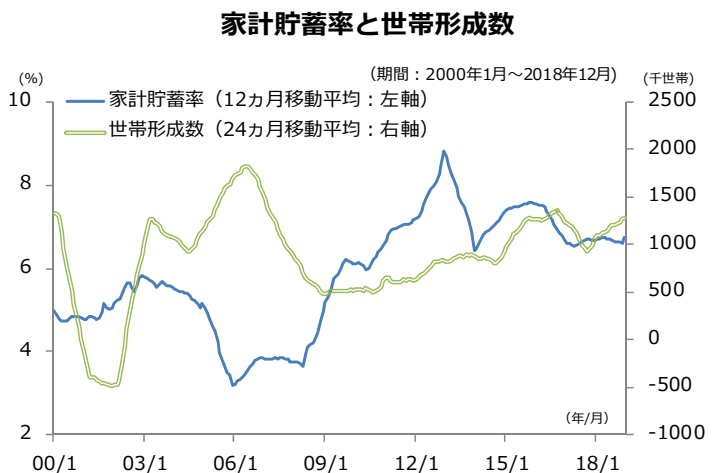
経済活動の将来を占うには、企業部門よりも相対的に堅調に推移している個人部門の持続性が鍵になると思われま。家計貯蓄率は依然として高水準を維持しています。リーマン危機前に貯蓄を取り崩して消費に励んだ個人の家計は、その後の息の長い景気拡大を経ても健全なままです。また、世帯形成数が着実に増加していることから、住宅や耐久消費財への需要が急減速することも考えられま。このような環境で消費者信頼感指数は依然として高水準を維持しています。企業景況感も今後米中通商協議がある程度の内容で妥結すれば改善に向かうことが期待されま。

### FRBのハト派転換で景気の持続性は向上

FOMC（連邦公開市場委員会）後の米国長期金利の大幅低下は過剰反応だったと考えています。FRBのハト派転換によって景気拡大の持続性はむしろ向上したと判断しています。過去においては、米国株式は米国経済が景気後退に陥る直前まで上昇を続けま。今後のメインシナリオとしては、1月以来の上昇がやや急だったことから目先は上値が重くなっても、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。



(注) NYダウの期間は2016年1月～2019年3月27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              | 3月27日   | 4-6月の予想レンジ |
|-----------------|---------|------------|
| STOXXヨーロッパ600指数 | 377.28p | 340p~400p  |



### 低迷が続く欧州経済

欧州中央銀行（ECB）は2019年のユーロ圏の経済成長見通しを昨年12月の見通しから0.6%引下げ、1.1%としました。企業景況指数は底堅い雇用環境を受けてサービス業には底打ちの兆しが見え始めましたが、製造業は外需の低迷を受けて下落を続けています。ECBはマクロ経済の低迷を受けて、利上げ開始時期を今年後半から来年に後退させるとともに市中銀行に対する企業向け貸出しを拡大させることを条件とした長期の低利融資（TLTRO）を発表しました。TLTROの恩恵を受けるのはユニクレディトなどのイタリアの銀行になると思われます。伊銀行は不良債権処理が道半ばで、大量保有するイタリア国債に値下がりリスクがあると考えられています。

### 収束が見えない政治不安

英国のEU離脱（Brexit）については、3月29日の交渉期限は延期されましたが依然として先行きは予断を許しません。メイ首相は「合意なき離脱」の可能性を前面に押し出して瀬戸際戦術を続けています。EUは英国に4月12日までに具体的な離脱方針を示すよう求めており、「合意なき離脱」の可能性も否定できません。長期の延期になれば首相退陣・総選挙・再国民投票の可能性も高まります。いずれにし

ても経済界や市場の混乱はしばらく続きそうです。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、伝統的な欧州の価値観を体現する中道勢力が弱体化し、欧州全体が混乱に陥ることが懸念されます。

### ドイツ銀行とコメルツ銀行の合併交渉

ドイツ政府の後押しでドイツの商業銀行1位、2位のドイツ銀行、コメルツ銀行の合併交渉が始まりました。もともと州立銀行、協同組合銀行などの競合が厳しい上にECBのマイナス金利が長期化したことで収益力はさらに低下しました。ドイツ銀行は過去の資金洗浄・金融商品の不当販売などに絡む規制コストや不良債権が嵩み、単独での生き残りが難しいとも言われています。今後、交渉の先行きが明確になり、市場が合併後のシナジーを確信できるようになるまで、株価は不安定に推移すると思われます。

### 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を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。

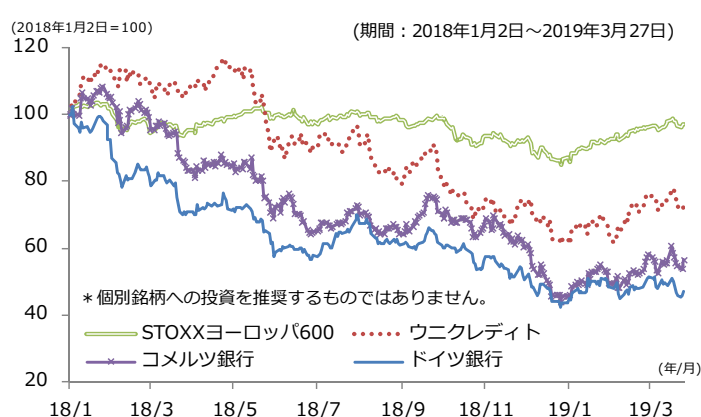
STOXXヨーロッパ600指数の推移



(注) STOXXヨーロッパ600指数の期間は2016年1月～2019年3月27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。

ドイツ・イタリア主要銀行の株価推移



\* 個別銘柄への投資を推奨するものではありません。

— STOXXヨーロッパ600    ●●●● ユニクレディト

— コメルツ銀行    ———— ドイツ銀行

# アジア株式

## 3つの追い風を受けて、戻りを試す展開へ

| アジア              | 3月27日   | 4-6月の予想レンジ |
|------------------|---------|------------|
| MSCI アジア(除く日本)指数 | 655.79p | 620p~700p  |



### 上値の重い展開に

アジア株式は年明け以降、FRBが利上げを休止し、米中通商交渉に対する楽観的な見通しが台頭してきたことを受けて上昇を続けてきました。しかし、3月以降はこれらの好材料が既に株価に織り込まれやや上値の重い展開を続けています。

### アジア株式に3つの追い風

しかし、今後3カ月程度のアジア株式市場を取り巻く環境は良好だと見えています。①FRBの利上げ休止、②中国経済の持ち直し、③インフレ安定、が追い風になると考えています

通常、FRBが利上げを停止すれば、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収束し、新興国では通貨や株式市場が安定に向かうと考えられます。中国の全人代で発表された本年のGDP成長率目標は6.0%-6.5%と昨年よりも低めとなりましたが、これは景気を失速させないという強いメッセージと捉えています。足元で製造業景況指数は悪化を続け、中国経済は減速基調を強めています。しかし、経済全体に供給される資金量を示す新規社会融資総量の伸びは拡大基調を辿っており、中国経済はこれまでに発表された政策の効果が徐々に表面化し、年央には

持ち直しに向かうと予想しています。昨年10月以降の原油安によるエネルギー価格の下落に加えて通貨安定によって輸入物価が抑制され、アジア諸国のインフレは低下傾向を示しています。その結果、域内中央銀行の金融緩和余地が拡大し、経済の安定性が増すと思われます。

### 政治の季節を迎えるアジア各国

24日に行われたタイの総選挙では親軍政党とタクシン派政党が接戦となり、今後の連立工作には曲折が予想されます。5月までにインドネシア、インドでも国政選挙が予定されています。大衆迎合的な財政支出が拡大すれば国債や通貨の評価を下げることにつながりますが、株式にとっては需要喚起の点から短期的にはむしろ好材料になるとも考えられます。

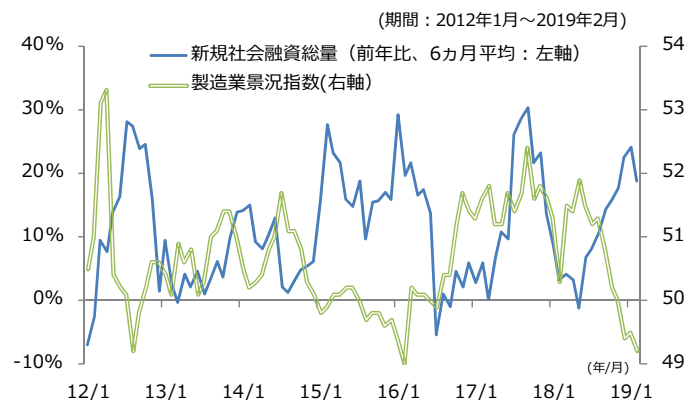
### 目先上値が重くても、戻りを試す展開へ

MSCIなどの国際的な市場ベンチマークが中国本土株のウェイトを高める動きにあわせて海外から中国株式への資金流入はしばらく継続すると思われます。テクノロジー企業に特化した市場が新設されることも好材料です。アジア株式全体でも目先は上値の重い展開が続いても、その後は前述した3つの追い風を受けて戻りを試す展開に移行すると考えています。

MSCIアジア (除く日本) 指数の推移



中国の新規社会融資総量と製造業景況指数



(注) MSCIアジア (除く日本) 指数の期間は2016年1月~2019年3月27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。

## 日欧の長期金利は低位安定、米国では低下方向へ

| 10年国債利回り | 3月27日  | 4-6月の予想レンジ   |
|----------|--------|--------------|
| 日本       | -0.07% | -0.15%~0.05% |
| 米国       | 2.37%  | 2.2%~2.7%    |
| ドイツ      | -0.08% | -0.1%~0.2%   |



### 当面、日銀は現在の金融政策を継続

1月以降のFRBのハト派転換を受けて世界中の中央銀行は利下げに前向きになってきました。日本も例外ではなく、国会内の答弁で政策スタンスを問われた黒田日銀総裁は「日銀はハト派」との認識を示しました。審議委員の顔ぶれも、緩和の副作用に警戒するタカ派色が薄れ、ハト派メンバーが徐々に増えてきました。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。2%の物価目標がさらに遠のき、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すると予想しています。

### 米国の10年国債利回りは2.7%程度が上限に

直近のFOMCでは2019年の経済成長率見通しが下方修正され、今年の想定利上げ回数がゼロに低下するとともに資産縮小停止時期の前倒しが発表されました。足元の景気減速やインフレが高まらないことへの危機感を受けた判断だと思われます。長期金利の低下（長短金利差の縮小）で反応した債券市場は

FRBのハト派への転換が足元の景気減速に追い付いていないと判断した可能性があります。一方、FRBとともに債券市場も足元の景気減速に注目し過ぎているとの意見も聞かれます。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が、今後、米中通商協議が妥結に向かい、過度に悲観に傾いた景況感が改善に向かえば、長期金利は短期的に上昇することも考えられます。しかし、その場合も2.7%程度が上限になり、その後は緩やかな景気減速を背景に2.2%程度まで低下すると考えています。長短金利差（イールドカーブ）は一時的に拡大しても、このような環境を背景に縮小（フラット化）基調を続けると予想しています。

### 欧州でも金利は低位安定

ECBは2019年のユーロ圏の経済成長率見通しを1.1%に引き下げ、利上げ開始時期を来年に後ずれさせるとともに、市中銀行に対して企業向け貸出しを拡大させることを条件に長期の低利融資を行う制度（TLTRO）を発表しました。ユーロ域内経済が日本の「失われた20年」に近づいてきたと判断しています。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-0.1~0.2%のレンジ内で安定的に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3月27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  | 3月27日   | 4-6月の予想レンジ   |
|-------|---------|--------------|
| ドル円   | 110.51円 | 106円～113円    |
| ユーロドル | 1.12ドル  | 1.1ドル～1.18ドル |
| ユーロ円  | 124.26円 | 122円～128円    |



### ドル円は当面膠着相場を予想

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円高ドル安が進みますが、1月以降のドル円相場は109円と112円の狭いレンジ内で推移しています。ドル金利の先高観が薄れても日欧と比較すれば水準は依然として高く、米国金融資産の魅力が薄れていないことが背景です。日米通商交渉については、TAG(日米物品貿易協定)交渉が5月のトランプ米大統領の来日前にスタートすることが予想されていますが、米国側はサービス分野を含めたFTA(自由貿易協定)交渉を念頭に置いていると伝えられています。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。また、不安定な金融市場が継続すれば安全通貨である円への需要が高止まりすることも考えられます。今後3カ月程度では、しばらく膠着状態が続きますが、その後は米国金利の低下を受けて緩やかな円高ドル安基調に転換すると考えています。

国経済の持ち直しにあわせて欧州経済の底打ち見通しが高まってくれば、徐々にドル安ユーロ高が進みやすい展開に変わっていくと考えています。

### 新興国通貨はしばらく安定した展開を予想

米国の利上げサイクルが少なくとも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、アジアを中心とする新興国から中国への輸出拡大を通して新興国通貨にとってもプラスになります。一方、選挙の季節を迎える国で大衆迎合的な財政支出が拡大すれば、通貨の長期的な評価を引き下げることになると思われます。原油価格が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、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す。経常収支などで通貨を選別する必要性は増してきましたが、全体として新興国通貨は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。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れば人民元相場はさらに底堅さを増すと考えています。

### ユーロドルも膠着の後はドル安ユーロ高へ

FRBの利上げ休止に続いてECBもハト派姿勢を鮮明にしたことから、ユーロドル相場は足元で1.12ドルと1.16ドルのレンジ内で推移しています。当面膠着状態が継続すると考えていますが、年央以降に中

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3月27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)