

情報提供用資料

2019年7月29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. 35

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

当面はボックス圏ながら、その後は割安感解消へ

日本	7月26日	8-10月の予想レンジ
日経平均株価	21658.15円	20000円～23000円
TOPIX	1571.52p	1440p～1680p



出遅れ感が鮮明に

日本株式の米国株式に対する出遅れ感が鮮明になってきました。米国株式が最高値を更新する一方、日経平均株価は5月以降狭いレンジ内の展開を続けています。米国の利下げ期待は米国株式にはプラス材料となる一方、利下げがドル安円高を想起させれば、日本株式にはマイナス材料になってしまいます。

市場の注目は日米貿易交渉へ

参院選が終わり、市場の注目は日米貿易交渉に向かっています。米国は農産品の市場開放を要求し、日本はその見返りに自動車部品などの関税引下げを主張しています。トランプ大統領は日米安保条約の片務性を交渉カードに使うとみられ、交渉の難航が予想されます。その間は為替市場で円高圧力がかかりやすくなると思われます。日銀短観による企業の想定ドル円レートは109.35円で、現在の108円からさらに円高が進めば、輸出企業を中心に収益の下方修正が進む可能性があります。

一方、参院選で与党は過半数を占めましたが、改憲勢力は憲法改正の発議に必要な2/3には届きませんでした。安倍政権が改憲論議を強行するよりも働き方改革、生産性改革などの経済政策を推進するようになるという点で金融市場にとって望ましい結果

だったと判断しています。消費増税対策や国土強靱化として早期に補正予算が組まれれば、株式市場は好感すると思われます。

バリュエーションは割安

日本株式のバリュエーションは米欧市場よりも著しく割安です。また、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変化率の動きがEPS変化率に先行していることがわかります。PER変化率が年初に底を打っていることから、EPS変化率も早晚底を打ち、それにあわせて株価騰落率も上昇に向かうと思われます。円高の進行は向かい風になりますが、米国経済や中国経済が年後半に持ち直せば、世界でも「景気敏感」とみなされる日本株式の割安感・出遅れ感が解消に向かうと考えています。

当面、ボックス圏を予想

しばらくは日米・米中貿易交渉を巡る不透明感が払拭されず、4-6月期の決算発表にも好材料が期待できないことから、目先はレンジ内の展開が想定されます。しかし3カ月で考えれば、割安なバリュエーション、コーポレートガバナンスの改善、米中経済の持ち直しを受けて下値を切り上げる展開に移行すると考えています。

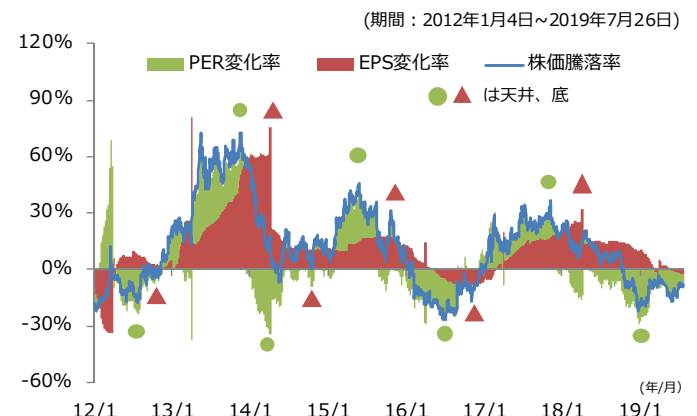
日経平均株価の推移



(注) 日経平均株価の期間は2016年1月～2019年7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。

TOPIXの株価騰落率・PER変化率・EPS変化率



米国株式

上下動を繰り返しながらも緩やかに上昇する展開へ

米国	7月26日	8-10月の予想レンジ
NYダウ	27192.45ドル	25500ドル～28500ドル
S&P500指数	3025.86p	2800p～3150p



高値更新を続けるNYダウ

NYダウは2018年1月に一旦ピークを付けたあと、上下動を繰り返しながらも10月、2019年7月と2度にわたって高値を更新してきました。直近は連邦準備制度理事会（FRB）の利下げ観測や米中通商摩擦の悪影響を受けにくいアマゾン、マイクロソフトなどのテクノロジー銘柄が株価を押し上げました。

減益が予想される4-6月期のEPS

S&P500の4-6月期の一株当たり利益（EPS）は前年比で減益が想定されています。米中通商協議の先行きが見通しにくいことが背景にあると思われます。しかし、この減益見通しはトランプ減税で嵩上げされた2018年の反動とも考えられ、実際の発表を経て増益に転じる可能性もあります。また、市場が4-6月期に底を付け、その後は増益基調に転じると捉えれば株価の押し上げ要因になります。また、2019年の自社株買いが2018年を超えて最高水準を更新することが現実になればEPS引き上げ要因になりそうです。

後ずれする景気後退のタイミング

足元で長短金利が逆転したことから市場では景気後退入りが近づいてきたと考えられています。今回の利下げを踏まえ米国の景気後退のタイミングについて以下の3つのシナリオを描いています。

- ① 利下げをしても景気の急減速を止められず、来年初頭にも景気後退を迎える。
- ② 労働市場が底堅いなかでFRBが利下げを行い、バブルが生まれる。バブルが弾けることによって2-3年後に景気後退を迎える。
- ③ FRBが景気を適切にコントロールし、適温（Goldilocks）経済が継続する。現在の景気拡大がさらに3-4年続く。

現時点でどのシナリオが実現するかを予断することは困難ですが、②または③のシナリオが実現し株式市場がしばらく上昇を続ける可能性が高いと考えています。

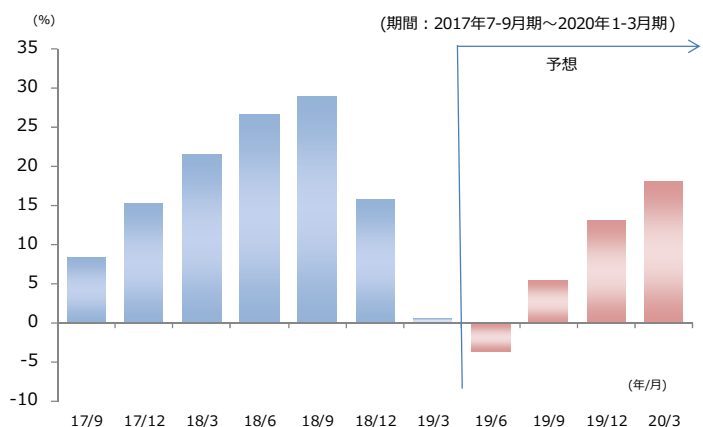
ISM景況指数も上向き始め、緩やかな上昇へ

7月末にFRBが実際に利下げを行うと株式市場は材料出尽くしから調整することも考えられます。第4弾の関税引上げが実施されたり、ISM製造業景況指数が50を下回れば、株式市場は景気後退に対する警戒感を強めると考えられます。株価のバリュエーションも割高です。しかし、今後3カ月程度では企業収益が底入れするとともに、ISM製造業景況指数も上向き始めると予想しています。そのため、2018年1月以降のように上下動を繰り返しながらも緩やかに上昇する相場がもうしばらく続くと予想しています。



(注) NYダウの期間は2016年1月～2019年7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

S&P500の一株当たり利益成長率（前年比）



※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。

欧州経済の底入れ後は上値を試す展開へ

欧州	7月26日	8-10月の予想レンジ
STOXXヨーロッパ600指数	390.73p	365p~410p



FRB、ECBの緩和期待で堅調な相場展開

欧州経済はドイツの製造業を中心に軟調な展開が続いています。米中通商摩擦を受けて中国経済が低迷し、欧州から中国への輸出が停滞していることが主な要因です。一方、FRBに加えて欧州中央銀行（ECB）が金融緩和に前向きな姿勢を明らかにしたことから域内の株式市場は堅調に推移しています。

期待される金融緩和と財政拡張の同時進行

この秋にEU各機関のトップが一斉に交替します。ECB総裁には現IMF専務理事のラガルド氏、EU委員長には現独国防相のフォンデアライエン氏が就任する予定です。金融市場はこれら2名の政策を見極めるステージに入ってきました。就任直後のラガルド氏は安全運転に徹するものの基本的にドラギ総裁の緩和路線を引き継ぐとされます。フォンデアライエン氏はEU委員長としてEU統合を深化させるか、出身国であるドイツの利害を追求するかの選択に迫られる可能性があります。同氏は自らを「欧州人」と標榜しており、時としてドイツが求める健全財政路線よりも欧州全体の最適解を優先することがあると考えています。その結果、欧州では低インフレやポピュリズムの伸張と戦うために金融緩和と財政拡張が同時進行する可能性が高まると予想しています。

特に欧州では金融緩和と財政拡張の相乗効果が期待されます。例えば、財政に余裕のあるドイツがEUルールの範囲内で財政を拡張し、国債を増発すれば、ECBによる資産買入れが容易になります。

高まった「合意なき離脱」の可能性

英国でEU離脱強硬派のジョンソン前外相が保守党党首・首相に就任したことによって「合意なき離脱」の可能性はむしろ高まったと見ています。10月末の交渉期限を控え、政府や議会をまとめきれなければ、同氏が解散・総選挙に踏み切り、政情がさらに不安定化する可能性も否定できません。足元で中国や日本に向かっていく米国の通商政策の矛先がいつ欧州に向かってくるかわからないことも、欧州の金融資産にとっては向かい風になりそうです。

欧州経済の底入れ後は上値を試す展開へ

足元の欧州経済は混迷を深め、これまでの上昇でバリュエーションも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す。しかし、中期的には中国経済が安定に向かい、外需産業を取り巻く環境が改善したり、金融緩和・財政拡張が始まれば、欧州経済も底入れのタイミングを探る展開に移行すると思われます。そのタイミングで株式市場はさらに上値を試す展開になると予想しています。

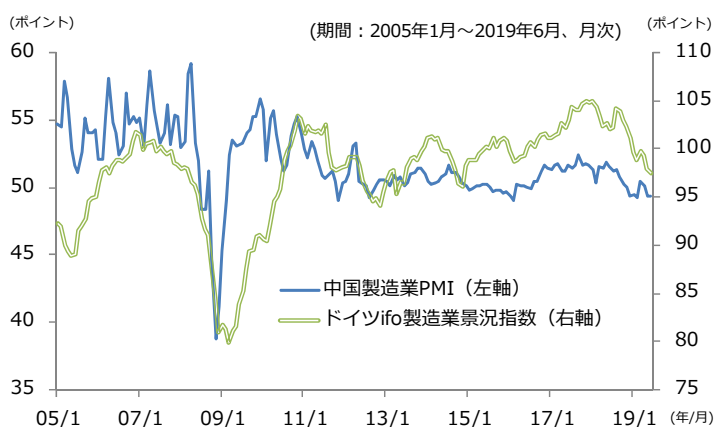
STOXXヨーロッパ600指数の推移



(注) STOXXヨーロッパ600指数の期間は2016年1月～2019年7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。

ドイツと中国の製造業景況指数



方向感の出にくい相場の後には上値を試す展開へ

アジア	7月26日	8-10月の予想レンジ
MSCI アジア(除く日本)指数	649.00p	600p~700p



習主席肝いりのハイテク新興市場

7月22日に中国でハイテク新興企業向けの新たな株式市場「科創板」の取引が開始されました。中国本土の株式市場を活性化し、「中国製造2025」に必要な国営企業または政府関連企業を育成するために習近平国家主席の肝いりで設けられた市場です。取引初日は大幅に上昇しましたが、2日目以降は落着きを取り戻しました。トランプ大統領が中国ハイテク企業への禁輸を進めるなか、共産党政権が主導する「中国製造2025」や米中の技術覇権争いの先行きを占う上で重要な市場になると考えられます。

見通せない米中貿易協議の結末

米中貿易協議については先行きが見通しにくい状況が続いています。6月末に一時休戦で合意した後も、実質的な交渉の進展は報じられていません。米中とも国家の威信をかけた主張を曲げることは難しく、一方で互いの国民生活を傷つけることも避けたいことから、中間点で落とし所を探る動きが続くと思われます。しかし、中国側が交渉に前向きな姿勢を示さなければ、来年の大統領選前に政治的な「手柄」を求めるトランプ大統領が一方向的に第4弾の約3000億ドルに25%ではなく10%程度の関税を発動する可能性も否定できません。

米中貿易摩擦を受けて営業マージンは低下

アジア企業の営業マージンは米中貿易摩擦の悪影響を受け昨年9月以降低下を続けています。一方、株価収益率（PER）は2010年以降の平均を上回る水準まで上昇してきました。アジア株式全体では米中貿易摩擦に伴う不透明感が上値を抑える展開がしばらく続くと思われます。一方、「米国の利下げ見通し」「域内インフレの安定」という2つの追い風は依然として健在です。来年にかけて中国経済が持ち直せば、アジア株式を押し上げる要因になると考えています。

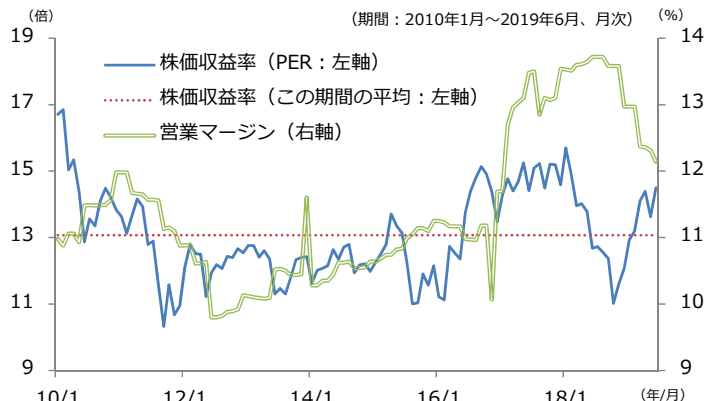
方向感の出にくい相場の後には上昇へ

アジア株式全体ではしばらく上値の重い展開が続くと思われますが、アジアの株式市場は一様ではありません。中国のインフラ投資や消費刺激策の恩恵を受ける中国の内需企業、製造業の生産拠点の移動先となる一部のASEAN市場では堅調な相場展開を予想しています。しばらくは米中貿易摩擦による株価押下げ要因とFRBや域内中央銀行の利下げ、中国経済の持ち直しに伴う株価押上げ要因が交錯し、方向感の出にくい相場が続くと考えています。しかし、3カ月程度では株価押上げ要因が優位になる展開を予想しています。

MSCIアジア（除く日本）指数の推移



MSCIアジア（除く日本）の株価収益率と営業マージン



(注) MSCIアジア（除く日本）指数の期間は2016年1月～2019年7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。

主要中銀が金融緩和に向かい、長期金利は低位安定か

10年国債利回り	7月26日	8-10月の予想レンジ
日本	-0.15%	-0.20%~-0.05%
米国	2.07%	1.8%~2.3%
ドイツ	-0.38%	-0.50%~-0.15%



想定できない日銀の追加金融緩和

先進国を中心に世界中の中央銀行が金融緩和に向かっていきます。リーマン危機後から続く低成長、保護主義的な通商政策による景気下押し圧力、構造的なインフレ低下圧力などが背景にあると思われます。日本のインフレは世界で最も安定している上、10月の消費増税は一時的にインフレ率を引き上げても、中期的には国内の総需要を減少させることを通してインフレ下押し圧力になると思われます。また、FRBが金融緩和を進めるなかで日本銀行が現在の政策を維持すれば、為替市場で円高が進み輸出企業の競争力を損なうことになりかねません。しかし、マイナス金利の副作用が議論されるなか、現時点で日銀が追加的な金融緩和に踏み切れることは想定していません。市場では「2020年春まで超低金利を続ける」とするフォワードガイダンス（先行き指針）の延長が取り沙汰されています。10年国債利回りは現状の低水準で安定的に推移すると考えています。

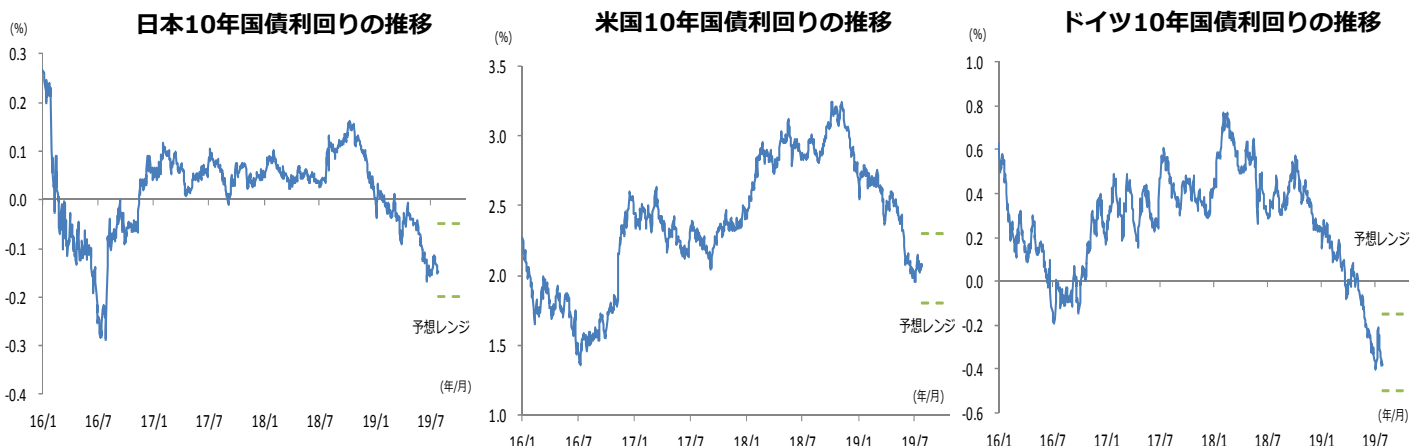
米国長期金利はレンジ内の展開を予想

7月末の連邦公開市場委員会（FOMC）では25bpの利下げが想定されています。市場では9月以降の金融政策の方向性を示すコメントが発表されるかどうか注目が集まっています。先物市場は年内2-3回の利下げを織り込んでいますが、労働市場が引締

まり、インフレ率の低下が一時的との見方から、これ以上の利下げに反対する意見も散見されます。利下げ後の10年国債利回りの動きは市場参加者の景気見通しに左右されると考えています。利下げを行っても景気減速に歯止めがかけられないと判断すれば長期金利はさらに低下し、景気が持ち直すと判断すれば上昇に向かうと思われます。米中貿易協議の先行きにも依存しますが、3カ月程度では現在の水準を挟んだレンジ内の推移を予想しています。

欧州でも金利は低位安定

ECBも明確に金融緩和路線に舵を切りました。FOMCを数日後に控えた7月のECBの政策理事会でドラギ総裁は早ければ9月にもマイナス金利の深掘りを行うことを示唆しました。FRBが金融緩和を続ける間はECBも金融緩和を進めなければ、為替市場でユーロ高ドル安が進み、ユーロ圏経済の屋台骨であるドイツの輸出企業の競争力が損なわれるおそれがあります。英国の「合意なき離脱」に備えて保険をかけておく必要があるかも知れません。ECBの次期総裁に指名されたラガルド氏も基本的にドラギ総裁の緩和的な金融政策を継続すると思われます。ドイツ10年国債利回りは-0.50~-0.15%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7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

日・米・欧の金融緩和余地の大きさから円高を想定

外国為替	7月26日	8-10月の予想レンジ
ドル円	108.68円	105円～111円
ユーロドル	1.11ドル	1.08ドル～1.16ドル
ユーロ円	120.95円	117円～124円



日銀の金融緩和余地乏しく円高方向を予想

FRBの金融緩和が予想されるなか、既にマイナス金利に踏み込んだ日欧の中央銀行に残された選択肢は、FRBに追随して追加的に金融緩和を進めるか、現在の政策を維持して自国通貨高を容認するかのどちらかだと考えられます。マイナス金利の副作用がEU域内よりも大きいと考えられる日本では金融政策の大枠は変えずに円高ドル安を受け入れざるを得ないと考えています。日米貿易交渉で為替条項が取り上げられれば、円高材料になりそうです。逆に7月末のFOMCで利下げが行われた後に米国の長期金利が上昇に転じれば円安材料になりそうです。いずれにしても、トランプ大統領は米国の貿易赤字を縮小させるためには「ドル高是正」が有効だと判断していることから、しばらくは円高ドル安が進みやすい展開が続くと予想しています。

ユーロドル相場は方向感の見えにくい展開か

ユーロ域内では、銀行はマイナス金利を法人顧客に転嫁することが可能で、健全な銀行の貸出しはむしろ拡大しています。ECBは「マイナス金利下でも政策金利の景気刺激メカニズムは失われていない」と判断していることから、ECBにはマイナス金利の深掘り、QE(資産買取り)再開など、追加的な金融

緩和の余地が残されていると考えています。そのため、ユーロが対ドルで継続的に上昇することは避けられそうです。英国の「合意なき離脱」の可能性が高まってきたことはユーロ域内の経済活動を混乱させることからユーロ安材料、来年にかけて中国経済が持ち直すことによって欧州経済が底打ちするとの期待が高まることはユーロ高材料になると考えています。3ヵ月程度のユーロドル相場は方向感の見えにくい展開を予想しています。

新興国通貨はしばらく安定した展開を予想

FRBが「利下げモード」に入ってきたことから、金利低下が見込まれる米国から新興国に資金が流れやすい環境になってきたと考えています。各国の個別要因には注意が必要ですが、アジアを中心とする新興国通貨全体ではしばらく堅調に推移すると予想しています。中国人民元についても、中国政府が米中交渉の戦術として一時的に元安を容認することはあっても、協議が進展する段階ではドル安元高に向かうと考えています。欧米の指数に人民元建ての株式や債券が組み込まれ、外国人が元建て金融資産への投資を増やすこと、来年にかけて中国経済が持ち直すことも元高材料になると考えています。

米ドルの対円相場



ユーロの対ドル相場



(注) グラフの期間は2016年1月～2019年7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(2019年6月末現在)

【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)