

情報提供用資料

2019年8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. 36

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、その後は下値を切り上げる展開へ

日本	8月27日	9-11月の予想レンジ
日経平均株価	20456.08円	19500円～22000円
TOPIX	1489.69p	1400p～1600p



先進国に対するアンダーパフォームが継続

日本株式は先進国株式に対してアンダーパフォームが続いています。4-6月期業績は製造業を中心に市場予想を下回り、トランプ大統領の第4弾の対中関税が米中経済のみならず世界中の経済活動を抑制するとの見通しが高まってきたことが背景です。ドイツ、中国で弱めの景気指標が発表されたことも日本株式の向かい風になりました。

改善の糸口がつかめない企業収益

内需・非製造業の収益の一部には底堅さが見えますが、米中摩擦の悪影響を受けやすい外需・製造業は改善の糸口がつかめない状況です。9月、12月に発動予定の第4弾の制裁関税のみならず既に発動済みの米国による約2500億ドルの対中関税やテクノロジーの米中分断が日本の輸出セクターの先行きに暗い影を投げかけています。中国では政策が内需を下支えすると考えられてきましたが、その効果はまだ表面化していません。同様に欧州経済が底打ちする時期も逃げ水のように遠ざかっている印象です。対ドル、対ユーロで円高が進んでいることも企業収益にはマイナスとなり、収益リビジョン指数は下方修正優位の展開が続いています。このようなマクロ環境で景気敏感とされる日本株式に対する外国人投資

家の関心も薄れ、8月第1、2週に外国人は現物・先物合計で日本株式を約1.6兆円売り越しました。

日本株式への好材料

一方、日本株式への好材料も散見されます。今後、行き過ぎた米国長期金利の低下が反転・上昇に向かえば、一時的にせよドル高円安が進み日本株式への追い風になることも考えられます。10月の消費増税以降に個人消費が振るわなければ年内にも景気刺激策として大規模な補正予算が組まれる可能性があります。世界の半導体売上に先行する我が国の電子部品・デバイス工業の出荷・在庫バランスは既に底を打っています。半導体サイクルが上向けば、日本株式が上昇に転じるきっかけになることも期待されます。日本株式のバリュエーションは欧米市場よりも著しく割安です。

当面、ボックス圏内の展開を予想

しばらくは欧・中・米経済に対する悲観的な見通しや日米・米中貿易交渉を巡る不透明感が払拭されず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、半導体サイクルの改善など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。

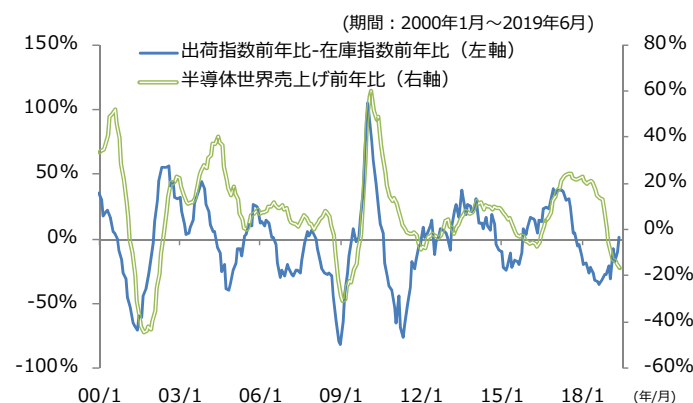
日経平均株価の推移



(注) 日経平均株価の期間は2016年1月～2019年8月27日 (出所) Bloomberg、経済産業省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。

電子部品・デバイス工業の出荷・在庫バランス



米国株式

上下動を繰り返しながら高値圏で推移すると予想

米国	8月27日	9-11月の予想レンジ
NYダウ	25777.90ドル	24500ドル～27500ドル
S&P500指数	2869.16p	2750p～3050p



株式市場は一転、不安定な展開へ

7月後半に高値を更新した米国株式は8月以降、不安定な展開が続いています。その理由としてはトランプ大統領が第4弾の対中制裁関税を発表したこと、ドイツ、中国で弱めの景気指標が発表されたことに加えて、2年と10年の米国債利回りが逆転し米国経済への悲観的な見通しが高まったことが考えられます。景気に対して強気だった株式市場が景気に弱気な債券市場の動きに収束してきたと解釈しています。

債券市場の景気見通しは過度に悲観的？

足元で米国の企業部門と個人部門の景況感の違いが鮮明になってきました。米中通商摩擦の悪影響を受けやすい製造業の景況指数は昨年9月からの下落が止まらない一方、消費者信頼感指数は高水準で推移しています。個人部門は引締まった労働需給や賃金上昇率に支えられています。債券市場の参加者は企業部門の停滞が個人部門に波及し米国経済が早期に景気後退入りすると考えている模様です。一方、エコノミストのコンセンサスは実質GDP成長率が来年にかけて潜在成長率と考えられる2%弱に向けて徐々に減速していくと予想しています。いずれの予想が実現するかは予断できませんが、トランプ大統領が追加関税を発動しても、その悪影響は連邦準備制度理事会（FRB）の利下げや大統領選を前に想定され

るインフラ投資などの財政政策である程度相殺され则认为しています。

上下動を繰り返しながら高値圏で推移

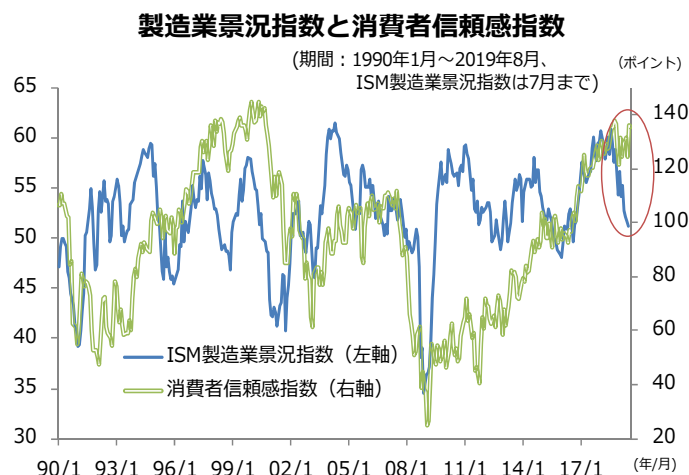
それでも、今後の米国株式が一方向の上昇基調を辿るとは考えていません。リーマン危機後のS&P500の軌道を2018年1月までの安定的な上昇局面とそれ以降の上下動を繰り返しながら高値圏で推移した局面に分けるなら、今後は2018年1月以降の展開を繰り返すと予想しています。企業の増益率は早晚最悪期を脱するものの、米国経済が徐々に景気後退に近づいていることや、米中通商摩擦を巡る不透明感が払拭されないことが背景です。

景気後退は来年後半以降に

過去の2年と10年の国債利回り差と景気後退の関係から判断すれば、米国経済の景気後退入りは早くても来年後半以降になると思われ、それまでは株式市場の大きな調整は避けられると考えています。しかし、世界中で国債利回りが低下し、地政学リスクや米中通商摩擦が高まるなか、株式市場が7月に付けた高値を更新するかどうかは予断を許しません。しばらくは神経質な動きが続きますが、FRBの利下げや米中関係の改善などの好材料に反応しやすい市場環境が続くと予想しています。



(注) NYダウの期間は2016年1月～2019年8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。

欧州経済の底入れ後は下値を切り上げる展開へ

欧州	8月27日	9-11月の予想レンジ
STOXXヨーロッパ600指数	373.62p	350p～390p



停滞する経済に素直に反応した株式市場

欧州経済はドイツの製造業を中心に停滞を続けています。ドイツの4-6月期実質GDPは前期比でマイナス成長となりました。米中摩擦のあおりを受けて振るわない外需や環境対応や新技術への投資がかさむ自動車産業の不振が背景にあると思われます。実際、ドイツの製造業への受注は欧州債務危機時のレベルまで落ち込んでいます。株式市場では自動車、銀行などのシクリカルセクターが下落し、食品・ヘルスケアなどのディフェンシブセクターが上昇しました。

政治面の不透明要因は継続

しばらくは政治面の不透明感が株式市場の上値を抑えそうです。英国のジョンソン首相はEUからアイルランド国境問題への解決策を示すよう迫られていますが、それが簡単に見つかるとは思えず、合意なきEU離脱の可能性は益々高まってきたと認識しています。イタリアでは昨年6月に成立した左派「五つ星運動」と極右「同盟」による連立政権が崩壊しました。各政党は新たな連立を模索しています。新たな連立政権を樹立できなければ解散・総選挙が視野に入ります。その場合、勢力を伸ばすと想定される「同盟」とEUとの間で来年度予算を巡る意見対立が再度先鋭化する可能性があります。

期待される金融緩和と財政拡張

足元でマクロ経済、政治環境はともに株式への向かい風となっていますが、金融政策と財政政策への期待が将来への希望を繋いでいます。足元の低インフレや経済の停滞を背景に欧州中央銀行（ECB）は9月にもう一段の金融緩和を進めると予想されています。マイナス金利の深掘り、資産買入れの再開、マイナス金利での長期資金の供給などが具体策と考えられています。財政政策についてはドイツのシュルツ財務相が経済危機に陥れば500億ユーロ規模の財政出動を行う用意があると発言しました。リーマン危機後に打ち出された自動車買替え特典の再開、環境対策、先端技術振興などが狙い上がっている模様です。これらの政策により欧州経済が息を吹き返せば、株式市場が上昇に転じるきっかけになると思われます。

欧州経済の底入れ後は下値を切り上げる展開へ

足元で欧州経済が混迷を深め、政治不安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、中期的には金融緩和や財政政策が大胆かつ効率的に遂行されれば、欧州経済も底入れのタイミングを探り、株式市場も下値を切り上げる展開に移行すると思われます。

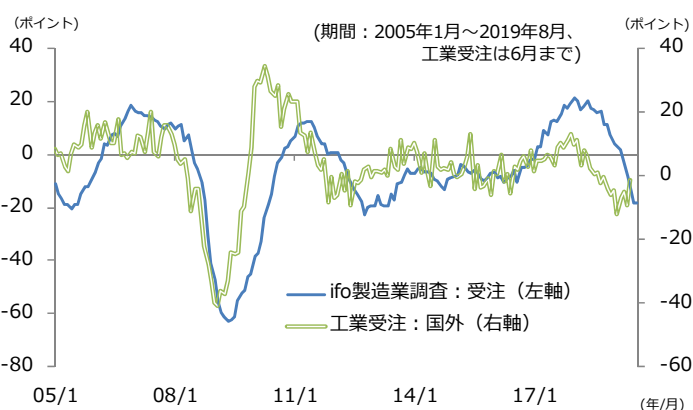
STOXXヨーロッパ600指数の推移



（注）STOXXヨーロッパ600指数の期間は2016年1月～2019年8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。

ドイツ製造業の受注



短期的に反発しても、中期的にはレンジ内の展開を予想

アジア	8月27日	9-11月の予想レンジ
MSCI アジア(除く日本)指数	600.22p	570p~660p



見通せない米中通商協議の結末

米国による対中の第4弾制裁関税は予定通り9月1日に約1000億ドル、12月15日に残りの約1600億ドル分が引き上げられると予想しています。米中間では9月初めに閣僚級会議が、9月中旬の国連総会と11月のAPEC総会で首脳会談が予定されています。しかし、両国とも国家の威信をかけた主張を曲げることは難しく、農産物とファーウェイで部分的かつ表面的なディールが成立することはあっても、実質的な交渉の進展は期待していません。トランプ大統領を翻意させることができるのは同大統領の選挙基盤からの批判の高まり、米国経済の急減速、米国株式の大幅調整だと考えています。同大統領が米中通商協議に香港・台湾問題を絡めようとしていることも先行きを読みにくくしています。香港問題は10月の中国建国70周年までは下火にならず、台湾についても来年1月の総統選まで曲折があると考えています。

政策効果も期待薄

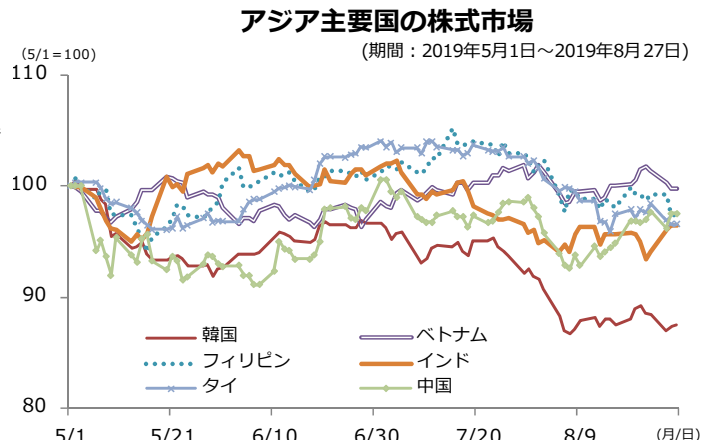
このような環境で中国を含むアジア経済の急回復は期待できず、アジア株式も上値の重い展開が続くと予想しています。一方、株式市場は依然として中国の政策効果に期待を寄せています。追加的な金融緩和や消費刺激策の可能性は残されていますが、構

造的な政策課題として「債務削減」を掲げる政府にインフラ投資など大規模な財政拡張を期待することはできません。既に高収益のインフラ投資案件はほとんど残っていないとも考えられています。表向きは6%程度の成長が維持されますが、それが中国やアジアの株価を大きく押し上げる要因になるとは考えていません。

8月以降のアジア株式は不安定な動きを続けていますが、米国の金融緩和、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。今後、米中を中心に世界経済がさらに下押ししなければ、アジア株式はこれまで4ヵ月ほどのレンジ内での推移が続くと考えています。

レンジ内の展開を想定

しかし、アジアの株式市場は一様ではありません。トランプ大統領が第3弾の制裁関税を発表した5月以降の各国の株価を振り返ると、製造業の生産基地の移転先となるベトナムを中心とするASEAN諸国が比較的堅調に推移し、米中問題のみならず日韓問題でも悪影響を受ける韓国市場が低迷しています。アジア株式はしばらくレンジ内の展開が続くと思われますが、これまでにレンジの下限近くまで売られてきたため短期的には反発も予想されます。



(注) MSCIアジア (除く日本) 指数の期間は2016年1月～2019年8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。

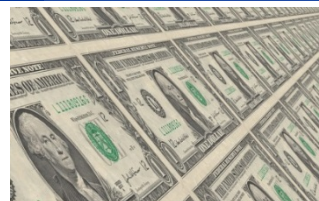
(出所) Bloombergのデータより岡三アセットマネジメント作成

※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。

内外債券 | 長期金利

中期的には低位安定ながら、3カ月では金利上昇も

10年国債利回り	8月27日	9-11月の予想レンジ
日本	-0.26%	-0.35%~-0.1%
米国	1.47%	1.3%~1.8%
ドイツ	-0.69%	-0.8%~-0.4%



金融緩和競争に参戦する日本銀行

先進国の金融緩和競争がエスカレートしてきました。FRBは7月末に続いて9月にも追加利下げを行い、ECBも9月に何らかの追加緩和を行うと予想されています。このような環境で日本銀行もある程度これらの動きに追随しなければ、大幅な円高を招き、消費増税の影響が懸念される日本経済の足腰をさらに弱めることにもなりかねません。足元で10年国債利回りは日銀が誘導目標下限とする-0.2%を下回っています。9月中旬の政策決定会合では、国債購入の増額、先行き指針の延長、金利誘導目標の変更など何らかの政策変更が行われると考えています。10年国債利回りは米長期金利につられて幾分上昇することはあっても、低水準で推移すると考えています。

足元の金利低下は行き過ぎか？

FRBのパウエル議長はジャクソンホールシンポジウムで9月の利下げに前向きな発言を行いました。先進国国債の30%以上の金利がマイナスに沈む現状は、市場参加者の経済見通しが過度に悲観的で、先進国の中央銀行が追加緩和に前のめりで、リスクフリー資産への需要が過度に高いことを示していると考えています。市場がFRBの利下げに前のめりな理由は米中通商摩擦の先行きが見通しにくいことです

が、7月の連邦公開市場委員会（FOMC）では複数のメンバーが利下げに異論を唱えたことも伝えられています。今後は経済に対する通商のマイナス面を財政・金融政策のプラス面でどれだけ補えるかが鍵になると考えられます。10年国債利回りは中期的には低位で安定すると考えていますが、直近の急低下はやや行き過ぎと考えているため、3カ月程度では現在の水準よりもやや上昇すると予想しています。

ドイツに財政拡張を催促する国債市場

ドイツで30年国債利回りまでがマイナスに沈んだことは、国債市場が財政に余裕のあるドイツが低金利で国債を発行し、EUルールの範囲内で財政を拡張することを催促していると解釈できそうです。これまで「欧州のパワーハウス」と呼ばれてきたドイツが「欧州の病人」と呼ばれた90年代に後戻りすることを防ぐためには積極的な財政出動が求められ、それが欧州全体の経済を救うことにもつながると考えています。ドイツが国債を増発すればECBによる資産買入れが容易になり、財政政策と金融政策の相乗効果が期待できます。ドイツ10年国債利回りは当面低位で安定すると思われますが、国債増発の流れが表面化し、景気回復の兆しが見えてくれば金利は底打ちに向かうと考えています。



(注) グラフの期間は2016年1月～2019年8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

日・米・欧の金融緩和余地の違いから円強含みを想定

外国為替	8月27日	9-11月の予想レンジ
ドル円	105.75円	102円～109円
ユーロドル	1.11ドル	1.08ドル～1.15ドル
ユーロ円	117.30円	112円～122円



中期的には円強含みを予想

国際通貨基金（IMF）は「自国通貨安を誘導しても貿易収支の改善効果は限られる」とし、各国の金融緩和を通じた通貨安競争・近隣窮乏化政策に対して警鐘を鳴らしました。9月は12日にECB理事会、17,18日にFOMC、18,19日に日銀政策決定会合が開催されます。為替市場は3中銀とも追加金融緩和を行うと予想しており、大きなサプライズがなければ為替相場を動かす要因にならないと考えています。一方、米中通商摩擦の悪化、香港デモの長期化、英国の「合意なきEU離脱」などは安全資産とされる円高材料になると考えられます。

また、中期的に日銀の金融緩和余地がFRBより限られており、中国の為替操作国認定に見られるようにトランプ政権の為替政策の主眼が「ドル高是正」であることを考慮すれば、3ヵ月程度で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

ECB、FRBはともに追加金融緩和に前向きなことから、しばらくは両中銀の金融政策や金利差がユーロドル相場を大きく動かす要因になるとは考えていません。一方、英国のEU離脱、イタリア政局など域内の政治不安や景気低迷はユーロ安材料になりそう

です。逆にトランプ政権が欧州からの輸入車に高関税を課すかどうかの判断を行う11月中旬に向けてユーロ高圧力が高まる可能性があります。3ヵ月程度のユーロドル相場は強弱材料が交錯し方向感の見えにくい展開が続くと予想しています。

新興国通貨は底堅い展開を予想

トランプ大統領の第4弾関税発言以降、新興国通貨は不安定な動きを続けています。今後、米中を中心とする世界経済が大幅に減速すればアジアを中心とする新興国経済は大きな打撃を受けると考えられますが、これをメインシナリオとは考えていません。また、インフレや経済構造が安定し金融緩和余地のある新興国の通貨は想定よりも外的ショックへの耐性が強いと考えています。中国人民元についても、トランプ政権の為替政策の主眼が「ドル高是正」であることを考慮すれば、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。グローバル投資家が利用する株式や債券指数に人民元建て資産が組み込まれ、外国人が元建て資産への投資を増や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8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(2019年7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の方が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い合わせ先＞

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)