

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. 37

国内株式

目先下落しても、下値を切り上げる展開へ

日本	9月26日	10-12月の予想レンジ
日経平均株価	22048.24円	20500円～23500円
TOPIX	1623.27p	1500p～1730p



出遅れ感は解消へ

9月以降、日本株式のその他先進国株式に対する出遅れ感は急速に解消に向かいました。米中協議が進展するとの観測が台頭し、ドル高修正が進み、割安なバリュエーションを背景に短期筋が先物を積極的に買ってきことが背景にありました。

依然として不透明な企業収益見通し

しかし、企業収益について楽観的な見通しを持つには至っていません。米中摩擦、中国・欧州経済の減速を背景に外需の盛り上がり期待できず、内需についても10月の消費増税後の個人消費には不安が残ります。収益リビジョン指数は依然としてマイナス圏で底這っています。一方、2019年度は経常減益でも2020年度は増益に転じると予想しています。これまで数四半期にわたってマイナス成長を続けてきた一株当たり利益（EPS）成長率は2019年10-12月期にプラスに転じる見込みです。米中通商摩擦や中国経済の減速を背景に低迷してきた企業収益は早晩最悪期を脱すると予想しています。

注目が集まる米中協議の行方

米中協議は好ましい方向に向かっていると考えています。来年秋の大統領選を控えてトランプ大統領は対中姿勢を軟化させ、年内または来年初頭には通

商面で部分的・表面的な合意に持ち込む可能性が高いと考えています。その結果、市場センチメントは好転し、米中経済の後退・失速は回避され、本邦外需企業の収益を押し上げることになると考えられます。

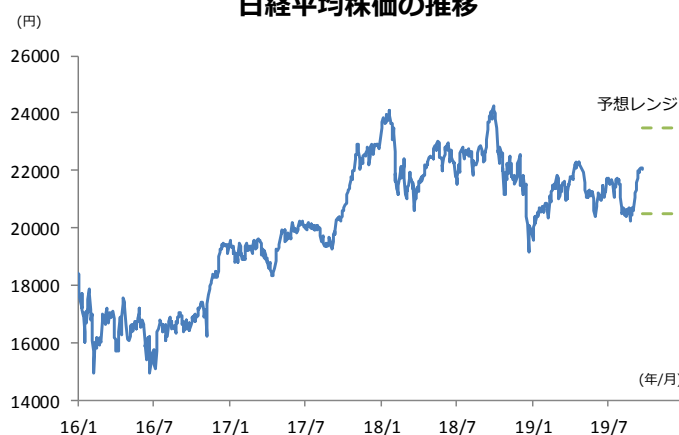
期待される外国人投資家の見直し買い

足元で外国人投資家は先物を買って越していますが、現物は売りが優勢です。これは長期の外国人投資家が消費増税の影響を見極めようとしていることを物語っていると思われます。秋の臨時国会では農業対策、年度明けの通常国会では国土強靱化に関する補正予算が編成され、内需を下支えすると思われます。仮に増税後に個人消費が失速しそうになっても迅速に追加景気対策が打たれると考えています。依然として割安なバリュエーションとあわせて、外国人投資家が見直し買いを入れてくる可能性があると考えています。

目先下落しても、下値を切り上げる展開に

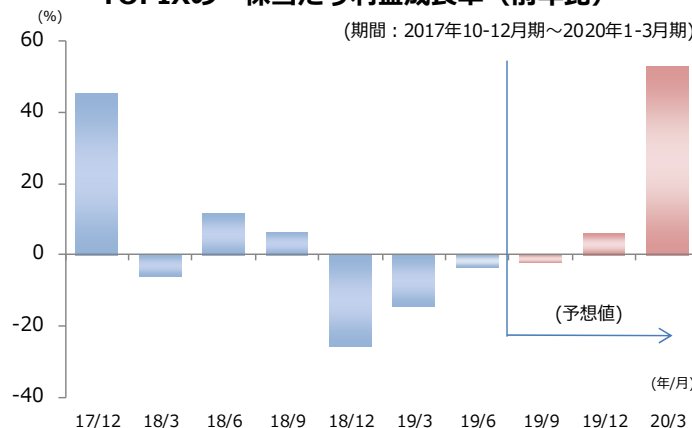
9月の上昇が急だったことから目先は上値の重い展開が続くことも考えられます。しかし3カ月程度で考えれば、上期決算で悪材料が出尽くし、消費増税の影響が明確になり、コーポレートガバナンスの改善、半導体サイクルの改善などの好材料を受けて下値を切り上げる展開に移行すると考えています。

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9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

TOPIX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。

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	9月26日	10-12月の予想レンジ
NYダウ	26891.12ドル	25500ドル～28500ドル
S&P500指数	2977.62p	2850p～3150p



米中「暫定合意」期待から堅調な展開

今年の株式市場はトランプ大統領の「つぶやき」に振り回されてきました。5月、8月の市場急落は同大統領の対中関税第3弾、第4弾に関するつぶやきがきっかけとなりました。9月の相場上昇は米中が「部分合意」に達するとの見通しが背景にありました。今後も米中協議に対する同大統領の言動に振り回される地合いが続くと予想しています。

米中協議は好ましい方向へ

米中協議は好ましい方向に向かっていると考えています。中国は技術の強制移転や知的財産権の詐取に目をつぶっても「中国製造2025」を強力に推進する姿勢を、米国はそれを阻止する姿勢を簡単に変えるとは思えません。しかし、大統領選を控えたトランプ大統領には何らかの政治的な「手柄」が必要で、習主席にとってもこれ以上の景気減速は容認できません。早ければ11月のAPEC首脳会議時に、中国が市場開放や農作物の輸入を行い、米国はこれ以上の関税引上げを行わないことで合意する可能性があります。その結果、米国や中国経済のこれ以上の下押しは回避され、市場のセンチメントも好転すると思われます。しかし、これまでの同大統領の交渉パターンを考えれば、合意に至るまでには紆余曲折がある

と思われます。

安定に向かう米国経済

ISM製造業景況指数は景気拡大と後退の境界となる50をほぼ2年ぶりに下回り、7月まで高水準を維持してきた消費者信頼感も直近は大幅に低下しました。貿易摩擦を背景とした企業活動の低迷が個人にも波及し始めたと解釈できそうです。しかし、今後米中関係が改善に向かえば、これらの指数も徐々に安定すると予想しています。7月以降の利下げの恩恵が経済全体に浸透し、高止まりする株価や住宅価格が資産効果を通して個人消費を刺激すると考えられます。その結果、四半期ベースの前年比増益率も2019年7-9月期を底に上向くと予想しています。

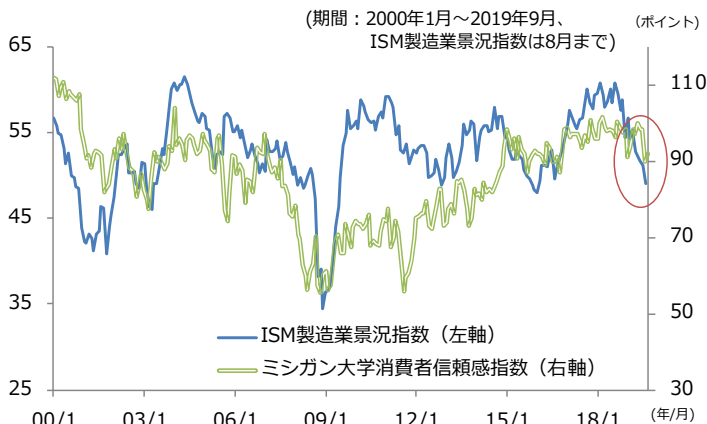
上下動を繰り返しながら高値圏で推移

米中協議は暫定合意に向かい、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予想しています。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。もちろん、米中協議が決裂することが最大のリスク要因であり、米国債利回りが低位で推移している間は景気に対する警戒感を緩めるべきではありません。米国株式はしばらく上下動を繰り返しながらも高値圏の推移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9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

製造業景況指数と消費者信頼感指数



※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。

欧州経済の底入れ時期はやや後ろ倒しに

欧州	9月26日	10-12月の予想レンジ
STOXXヨーロッパ600指数	389.95p	360p~410p



下げ止まらない製造業の景況感

中国経済の減速が続くなか、ドイツの外需セクターを中心にユーロ圏の製造業景況指数には下げ止まりの兆しが見えてきません。一方、個人消費の影響を受けやすいサービス業景況指数は、失業率の低下を背景に50を上回った状態が続いています。今後は製造業の低迷がサービス業や個人消費に波及するかどうか焦点になると考えられます。一方、ドイツの単位労働コストが上昇基調を辿っていることにも注目しています。労働市場の強さを示しているとも考えられますが、景気停滞下で賃上げによってインフレが加速する「スタグフレーション」のリスクが高まってきたと考えることもできそうです。

政治面の不透明要因は継続

英国のEU離脱の行方が最大の不透明要因です。最高裁はジョンソン首相による議会閉会を「違法」と判断し、議会での審議が始まりましたが、10月末までに合意なき離脱、合意による離脱、離脱延期のいずれの道を選ぶかは予断を許しません。3か月間延期されても、総選挙や国民投票の結末はさらに予想が困難です。11月中旬に迎える米欧自動車協定の期限を前に欧州自動車業界を巡る不透明感がさらに高まることも考えられます。

主役は金融緩和から財政拡張へ

欧州中央銀行（ECB）は9月の理事会でマイナス金利の深掘り、資産買入れ（QE）の復活、マイナス金利での市中銀行への長期資金の供給（TLTRO）を決定しました。金融市場にとっては満額回答に近い内容でしたが、市中銀行からはマイナス金利の深掘りに対する批判が相次ぎました。TLTROによって市中銀行の貸出態度はさらに緩和されそうです。今後は域内の経済政策の主役が金融から財政に交代すると予想されます。ドイツでは財務相が経済危機に陥れば500億ユーロの財政出動を行うと発言し、連立与党は気候変動対策として2023年までに500億ユーロを拠出することに合意しました。ドイツでは2四半期連続のマイナス成長が視野に入り、財政拡張に対する外堀は徐々に埋められてきたと考えています。

景気底入れ後は下値を切り上げる展開へ

9月の株価上昇の背景には金融・財政政策への期待の高まりがあったと考えています。英国のユーロ離脱がどのような形になってもしばらくは神経質な相場展開が続くと思われます。しかし、中期的には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。

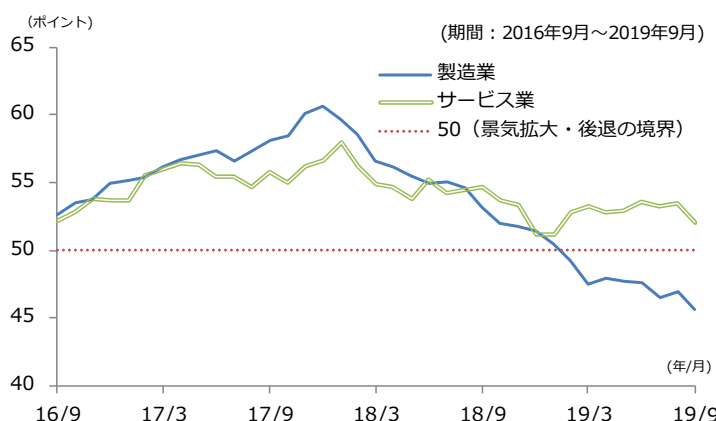
STOXXヨーロッパ600指数の推移



（注）STOXXヨーロッパ600指数の期間は2016年1月～2019年9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。

ユーロ圏のPMI（企業景況指数）



徐々に下値を切り上げる展開に

アジア	9月26日	10-12月の予想レンジ
MSCI アジア(除く日本)指数	621.50p	590p~680p



米中協議の進展に一喜一憂する市場

9月中旬までのアジア市場は米中協議の進展期待や先進国中銀の追加金融観測から上昇基調を辿りました。しかし、足元ではトランプ大統領が「悪い合意は行わない」と発言し協議進展への期待が萎むなか、上値の重い展開が続いています。今後も米中協議の行方に左右される相場展開が続くと予想しています。

歩み寄りが予想される米中協議

米中協議は歩み寄りに向かうと考えています。来年の大統領選を控えてトランプ大統領は政治的な「実績」を欲し、習主席はこれ以上の景気減速は容認できないからです。早ければ11月にチリで開催されるAPEC首脳会議時に暫定合意することが期待されます。このような見方が市場に浸透する過程で中国を中心とするアジア株式市場は徐々に下値を切り上げる展開に移行していくと考えています。

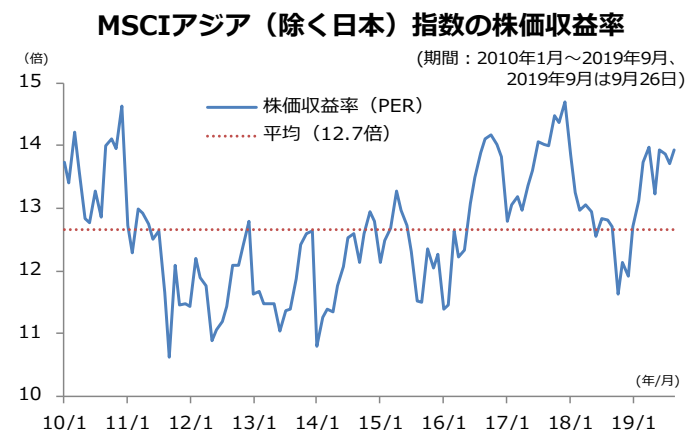
持ち直しに向かう中国経済

もう一つの焦点である中国経済は足元で減速基調を強めています。関税の悪影響を受けて外需が低迷するなか、これまでに打ち出された景気刺激策の効果は経済全体のデレバレッジ（債務圧縮）で打ち消されてきました。しかし、来年は所得倍増計画の最

終年、2021年は共産党設立70年の重要な年にあたることから、共産党政権は景気を盛り上げようと躍起になっています。金融政策ではローンプライムレートや預金準備率の引下げに加えて、市中銀行に永久債の発行を通して貸出しを促し、シャドウバンクを通じた資金供給も復活させました。財政面では地方政府に専項債の前倒し発行を容認しインフラ投資の拡大を図っています。自動車や家電購入を促進する政策にも期待が寄せられています。このような政策が奏功し、年明け以降に中国経済は持ち直しに向かうと予想しています。

徐々に下値を切り上げる展開に

米中協議が歩み寄りに向かい、中国経済が持ち直すことに加えて、インフレが安定し、世界中で金融緩和が進んでいることはアジア株式にとって望ましい環境です。しばらくはトランプ大統領の言動に振り回される地合いが続く可能性がありますが、その後は徐々に下値を切り上げる展開に移行していくと考えています。しかし、バリュエーションが歴史的に高い水準にあることから大幅な株価上昇は期待できず、株価上昇は収益の成長率程度にとどまると予想しています。



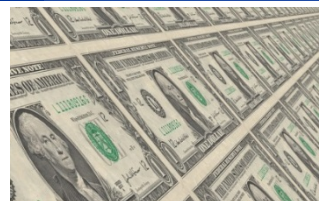
(注) MSCIアジア（除く日本）指数の期間は2016年1月～2019年9月26日。MSCI指数はMSCI Inc.が算出している指数です。同指数に関する著作権、知的財産権その他一切の権利はMSCI Inc.に帰属します。またMSCI Inc.は、同指数の内容を変更する権利および公表を停止する権利を有しています。

(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。

日米欧とも長期金利の低位安定が継続

10年国債利回り	9月26日	10-12月の予想レンジ
日本	-0.25%	-0.3%~-0.1%
米国	1.69%	1.5%~2.0%
ドイツ	-0.58%	-0.75%~-0.25%



物価モメンタムの維持を目指す日本銀行

9月には米連邦準備制度理事会（FRB）、欧州中央銀行（ECB）が追加金融緩和に踏み切った一方、日銀はこれまでの政策を維持しました。8月のコアCPIが前年比0.5%に減速するなか、消費増税後の個人消費の下押しに備えて緩和カードを温存した形です。黒田総裁は直近の講演会で「強力な金融緩和を粘り強く続け、物価安定の目標に向けたモメンタムを維持していくことが重要だ」と発言しました。展望レポートを発表する10月の政策決定会合で国債購入の増額、フォワードガイダンスや金利誘導目標の変更など何らかの政策変更が発表される可能性があると考えています。10年国債利回りは米長期金利の動向にもよりますが、低水準で推移すると考えています。

見通しにくいFFレートの先行き

9月の連邦公開市場委員会（FOMC）では7月に続いて2度目の利下げが決定されました。17人のメンバーによる年内の政策金利シナリオは7人が1回の利下げ、5人が据え置き、5人が1回の利上げとなっており、メンバー間で意見が統一されていないことを露呈しました。トランプ大統領から利下げ圧力を受けても、現時点ではFRBは独立した判断を維持していると認識しています。米中協議が暫定合意に向かえば、足元の経済環境にもよりますが関税の悪影響

響を予防するためのもう一段の利下げは不要になるかも知れません。逆にFRBがさらに利下げを行えば、同大統領の対中強硬姿勢を誘発することにもなりかねません。基本的に今後の金融政策はその時々々のデータに依存すると考えています。足元で10年国債利回りは一時期よりも上昇しましたが、米国景気が急速に過熱に向かうとは考えていないため、3カ月程度では1.5-2.0%のレンジ内で推移すると予想しています。

ドイツに財政拡張を催促する独国債市場

9月のECB理事会ではマイナス金利の深掘り、資産買入れの復活、マイナス金利での市中銀行への長期資金の供給などが発表されました。イタリア出身のドラギ総裁が市場予想を上回る緩和政策を任期最後の理事会への「置き土産」にした形です。マイナス金利の副作用への批判が高まってきましたが、後任のラガルド総裁は基本的に緩和路線を踏襲すると予想しています。ドイツの2四半期連続のマイナス成長が視野に入るなか、マイナスの国債金利は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ドイツに催促していると解釈できそうです。ドイツ10年国債利回りは財政拡張に伴う国債増発の流れが表面化するまでは低位で安定すると予想しています。



※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

円・ドル・ユーロは方向感の見えにくい展開

外国為替	9月26日	10-12月の予想レンジ
ドル円	107.83円	104円～111円
ユーロドル	1.09ドル	1.07ドル～1.15ドル
ユーロ円	117.78円	113円～123円



ドル円相場はレンジ内の展開を予想

9月にFRB、ECBが追加金融緩和を行った一方で日銀が政策を維持した後の為替市場では、ドル円、ユーロ円ともに小動きとなりました。金利差や中央銀行の金融政策の違いが為替市場の材料になりにくくなってきたとの意見も聞かれます。

今後、米中協議が進展し株式市場が上昇に向かえば、為替市場もリスクオンに傾き円安が進む可能性があります。米国下院でトランプ大統領の弾劾手続きが進む場合は、それによって同大統領の対中姿勢がどう変わっていくかが焦点になると考えられます。対中姿勢を硬化すれば円高材料、逆に支持率を維持するために国内経済を優先し、対中姿勢を軟化させれば円安要因になると考えられます。また、2011年以降、10-11月は円安に振れる傾向が強かったことにも注意が必要です。3カ月程度のドル円相場は円高にもドル高にも大きく振れず、現在の水準を挟んだレンジ内で推移すると考えています。

ユーロドル相場も方向感の見えにくい展開か

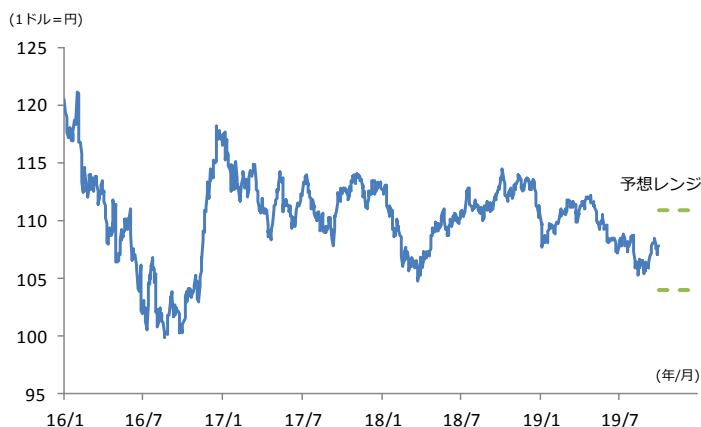
9月にECBが市場の期待を上回る金融緩和を行ったことから、今後の追加金融緩和余地はむしろ後退したと考えています。一方、FRBにとっても米中協議が進展すれば、これ以上の予防的利下げは不要にな

ると思われます。そのため、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りにくいと考えています。一方、10月末の英国のEU離脱期限の前後に欧州の政治や経済が大きく混乱すればユーロ安材料になりそうです。逆にトランプ政権が欧州産輸入車の関税を引き上げるかどうかを判断する11月中旬にかけてユーロ高圧力が高まる可能性もあります。3カ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

米中協議が短期間で物別れに終わったり、FRBの金融政策が一気に引締めに向かうとは考えにくく、新興国通貨はしばらく安定した展開が続けると予想しています。世界的にインフレが安定し、国債金利が低下するなかで「イールド」を求める世界の投資家が新興国債券に資金を振り向けていることも新興国通貨には追い風です。しかし、10月末に行われる選挙後に左派政権によるバラマキが想定されるアルゼンチンなど、個別のリスク要因には警戒が必要です。中国人民元については、米中協議が進展し、年明け以降に中国経済が持ち直すと考えているため、底堅い展開が続くと予想しています。

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9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8月末時点）

【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2.052%（税抜1.90%）

※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）