

情報提供用資料

2019年10月31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. 38

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

## 市場センチメントが改善し、下値を切り上げる展開へ

日本	10月30日	11-1月の予想レンジ
日経平均株価	22843.12円	21000円～24000円
TOPIX	1665.90p	1550p～1750p



### 上昇に転じた日本株式

米中通商協議がワシントンでの「部分合意」によって歩み寄りに向かい、英国の「合意なきEU離脱」が回避されるとの観測が高まったことを受けて日本株式は10月上旬に上昇に転じ、年初来高値を更新しました。為替市場でリスクオンの円安が進んだことも追い風となり、外需・景気敏感セクターが上昇を牽引しました。

### 依然として不透明な企業収益見通し

しかし、国内経済は依然として低迷を続けています。内閣府による直近の月例経済報告は「景気は輸出を中心に弱さが長引いている」と前回の報告から下方修正され、消費者態度指数も低下を続けています。このような環境で、消費増税が中期的に実体経済にどのような影響を与えるかが注目されています。企業収益についても、11月に本格化する上期決算では実績、企業側の通期ガイダンスとも弱めの数字が予想されています。マイナス圏で底這っている収益リビジョン指数も一段の下押しが懸念されます。

### メインシナリオは米中経済の回復

一方、米中通商協議は好ましい方向に向かっていていると考えています。今回の部分合意によって米中商摩擦が最悪期を脱し、米中経済とも回復に向かう

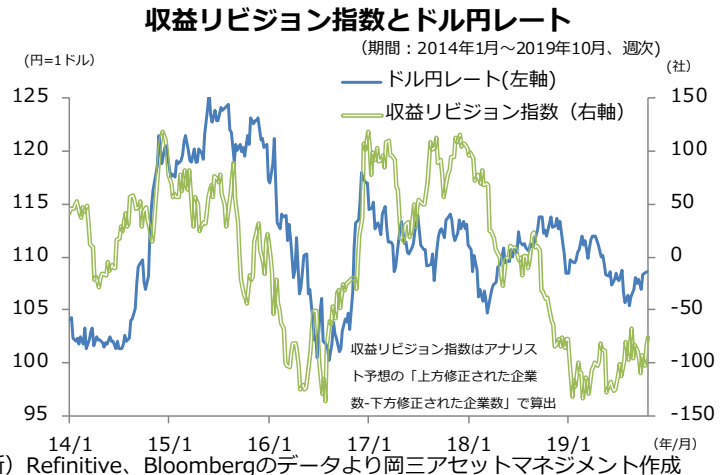
ことをメインシナリオとしています。その結果、本邦の外需産業を中心に企業経営者の景況感が改善に向かい、上期決算で「悪材料出尽くし」となれば、市場センチメントも好転すると考えています。

### 注目される外為法改正案

先日、外為法改正案が閣議決定されたと報じられました。外国投資家が指定業種の上場企業の株式を取得する際に事前届出が必要な取得比率が10%以上から1%以上に引き下げられる一方、投資先の経営に関与しないポートフォリオ投資家は事前届出が免除される見込みです。今後、当法案の審議内容を見守る必要がありますが、外国投資家の負担が増えれば、スチュワードシップ・コードなどによって投資家との対話を通じて企業の持続的成長を目指してきたこれまでの動きに逆行することが懸念されます。

### 目先調整しても、下値を切り上げる展開に

これまで米中商摩擦や英国のEU離脱を巡る不透明感によって下押しされた企業景況感が今後改善に向かえば、株式市場のセンチメントも大きな転換点を迎える可能性があります。10月の上昇が急だったことや現時点で来期以降の企業収益に自信を持てる投資家が少ないことが当面の懸念材料ですが、上期決算で悪材料が出尽くせば、下値を切り上げる展開に移行すると考えています。



※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。

# 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	10月30日	11-1月の予想レンジ
NYダウ	27186.69ドル	25500ドル～28500ドル
S&P500指数	3046.77p	2850p～3150p



### 米中の「部分合意」を受けて上昇へ

国際通貨基金（IMF）は10月に2019年の世界の成長率見通しを4月時点の見通しから0.3ポイント下方修正し3.0%としました。米中間の通商摩擦や世界的な地政学リスクの高まりを受けて製造業の生産活動や貿易量が減速していることが背景にあると考えられます。一方、S&P500指数はIMFの下方修正を横目に米中通商協議の「部分合意」を好感し、最高値を更新しました。

### IMFの成長率見通しの下方修正は行き過ぎか

IMFは各年の成長率見通しを前年4月から発表を始め、その年の10月まで大枠として3回見直しを行います。これまでの傾向としては、2010年、2017年前後の景気拡大局面を除いて、最初に高めの予想を発表し、その後一貫して下方修正を行いました。さらに、多くのケースでIMFは実際の成長率を下回る水準まで下方修正を続けました。2019年の見通しが下方修正された理由と考えられる、米中通商摩擦や英国のEU離脱に関する不透明感が今後解消に向かうと仮定すれば、2019年の世界の成長率が3.0%まで減速すると考えるのは行き過ぎかも知れません。経済は生き物なので、企業経営者や個人のセンチメントが改善に向かえば下方修正が続いたIMFの世界経済見通しも大きな転換点を迎える可能性があります。

### 経済や株式市場のセンチメントは改善へ

世界経済が転換点を迎えるかどうかを占ううえで最も重要なのは、トランプ大統領の対中政策だと考えています。米中首脳が早期に合意文書に署名するか、12月15日に予定されている第4弾の残りの対中関税引上げが見送られるかが当面の焦点です。大統領選を控えた同大統領には何らかの政治的な「手柄」が必要で、習主席もこれ以上の景気減速は容認できないと思われます。そのため、今回の部分合意が米中通商協議が望ましい方向に向かう第一歩となり、経済や株式市場のセンチメントも転換点を迎える可能性が高いと考えています。

### 上値を試す展開へ

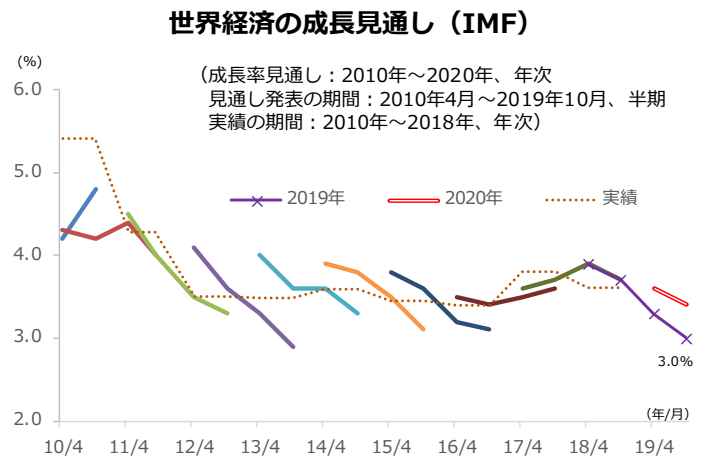
米国株式は米中通商協議を見守る形で当面神経質な展開が続く可能性があります。今後1、2カ月間に発表される景気指標や企業決算はあくまでも過去を映す鏡（バックミラー）であり、経済の転換点では将来の見通しに注目する必要があります。年末商戦は前年比4%程度の売上成長を予想しています。12月15日の関税引上げ判断の前に米中通商協議の先行きがある程度見えてくれば、上値を試す展開に移行すると思われます。しかし、その場合もバリュエーションが割高なことから、高値圏で上下動を繰り返す展開を想定しています。



(注) NYダウの期間は2016年1月～2019年10月30日

(出所) Bloomberg、国際通貨基金（IMF）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。



(成長率見通し：2010年～2020年、年次  
見通し発表の期間：2010年4月～2019年10月、半期  
実績の期間：2010年～2018年、年次)



## 景気底入れ後は下値を切り上げる展開へ

欧州	10月30日	11-1月の予想レンジ
STOXXヨーロッパ600指数	398.70p	380p~430p



### ドイツ株式が米国株式をアウトパフォーム

世界経済や貿易の動向に敏感に反応するドイツ経済は4-6月期、7-9月期と2四半期連続のマイナス成長が想定されています。一方、企業の景況感を示すifoによるサーベイには底打ちの兆しが見え始め、米中通商協議や英国のEU離脱に対する楽観的な見通しが高まったことから、欧州株式は一足先に上昇に転じました。その結果、年初来の株価騰落率ではドイツ株式が米国株式を上回っています。

### 欧州株式を取り巻く環境は改善へ

これまで欧州株式のアキレス腱と考えられてきた域内政治の不透明感と経済の低迷が今後3-6カ月で改善に向かう兆しが見えてきました。英国の「合意なきEU離脱」の可能性を完全に否定することはできませんが、ここ半月余りの展開によってその確率は著しく低下しました。一方、来年の欧州全体の成長率は今年よりもやや加速すると見込んでいます。米中通商摩擦がこれ以上エスカレートせず、英国のEU離脱を巡る不透明感が払拭され、欧州中央銀行（ECB）の追加金融緩和によって企業景況感や消費者信頼感が改善に向かうと考えているからです。ドイツを中心に財政が健全な国で政府支出が拡張される可能性も高まっています。一方、マイナス金利に

よって収益性が著しく低下した銀行がECBの意図に反して貸出しを抑制したり、バブル崩壊後の日本で見られたように企業の資金ニーズが拡大してこないことが中期的なリスク要因になりそうです。

### 出遅れた商品市況

世界の金融市場を見渡すと、株式市場や主要国の国債金利は楽観的な景気見通しを受けて上昇していますが、原油や銅などの商品市況はやや出遅れています。中国経済の回復タイミングが継続的に後ずれていることや、市場参加者が米中通商協議や英国のEU離脱の行方に確信が持てないことが背景にあると思われます。今後、商品市況が持ち直し、株式や国債市場に追いついてくれば、米国株式と比較してテクノロジーなどの成長株のウェイトが低く、エネルギー、素材セクターのウェイトが高い欧州の株価指数がさらに上昇することもあると考えています。

### 景気底入れ後は下値を切り上げる展開へ

10月の株価上昇が急だったことから目先は上値の重い展開になると考えています。しかし、中期的には世界経済が上向き、金融・財政政策が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、株式市場も再度下値を切り上げる展開に移行すると予想しています。

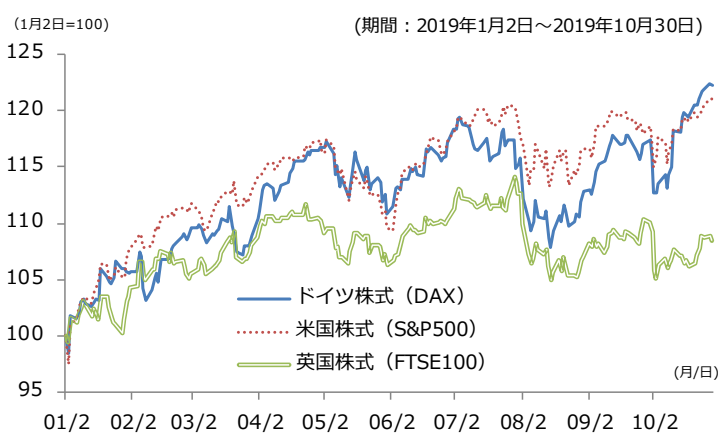
STOXXヨーロッパ600指数の推移



(注) STOXXヨーロッパ600指数の期間は2016年1月～2019年10月30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。

米欧株式市場の推移



## 徐々に下値を切り上げる展開に

アジア	10月30日	11-1月の予想レンジ
MSCI アジア(除く日本)指数	642.96p	600p~690p



### 歩み寄りが予想される米中通商協議

「部分合意」によって米中通商協議の見通しが改善し中国経済が持ち直すとの見通しが台頭した結果、アジア株式も上昇に転じました。しかし、交渉妥結までには曲折があると思われるため、短期的にはこのまま一方向に上昇を続けるとは予想していません。

### 割安感が鮮明になってきた香港市場

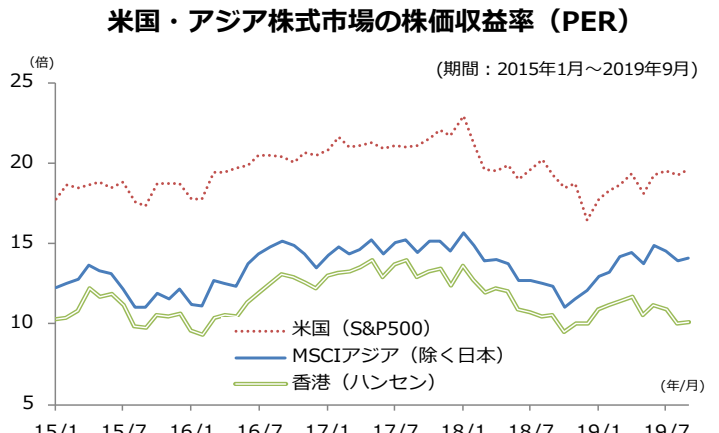
社会不安が収束せず下落を続けてきた香港株式に注目が集まっています。逃亡犯条例案をきっかけとしたデモ発生以降、大幅に売られた香港株式は10月にやや持ち直しましたが、依然としてバリュエーション（株価収益率：PER）は割安な水準で推移しています。香港のハンセン指数には香港のみならず中国本土やアジア全域で事業を展開する企業が多く含まれています。これらの企業は香港内のデモや需要減速などの悪影響よりも中国本土における政府の景気刺激策やアジア各国の内需拡大の好影響を受けやすいと考えられます。また、若者の住宅難解消を目指す林鄭行政長官による住宅改革によって恩恵を受けるのは、香港市場に上場する不動産大手になると考えています。そのため、割安なバリュエーションを背景に香港株式への資金回帰がしばらく継続すると予想しています。

### 魅力を増したインド・韓国市場

その他にもインド・韓国市場の魅力が高まってきたと考えています。インドでは10月に法人実効税率が30%から約25%に引き下げられました。これによってインド企業の収益は10%前後拡大すると予想しています。その裏で財政赤字の拡大が懸念されることから、投資資金が国債から株式にシフトすることも想定されます。米中通商摩擦が今後緩和されれば、グローバルに貿易が回復し、その恩恵を受けるのは韓国企業になると考えられます。しかし、通商摩擦が緩和されても米中間のテクノロジー分断が続けば、韓国や台湾のテクノロジー企業の収益には中長期的に下方圧力がかかることには注意が必要です。

### 徐々に下値を切り上げる展開に

米中通商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。政府が景気刺激策を打ち出しても中国経済が持ち直すタイミングが継続的に後退していることが懸念され、しばらくは米トランプ大統領の言動に振り回される相場が続く可能性はあります。しかし、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10月30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を予想

10年国債利回り	10月30日	11-1月の予想レンジ
日本	-0.11%	-0.25%~-0.05%
米国	1.77%	1.5%~2.0%
ドイツ	-0.35%	-0.7%~-0.1%



### 日本：日本銀行は追加緩和を見送り

生鮮食品を除くコアCPIは前年比+0.3%まで伸びが低下してきました。一方、日銀の政策決定会合では先行き指針が修正されましたが、マイナス金利の深掘りなど大掛かりな政策変更は見送られました。海外中銀が追加緩和に踏み込むなか、日銀が動かなければ追加緩和余地がないとみなされるリスクがありました。ドル円レートが安定するなか、消費税後の景気動向が明確になるまで追加緩和カードを温存した形です。黒田総裁は「副作用にも手当てする」と述べているため、今後マイナス金利の深掘りが行われても、当座預金の構造調整（マイナス金利が課される部分の縮小）、超長期金利目標の導入などで金融機関の収益にも配慮すると思われます。このような環境で、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。

### 米国：米中歩み寄りで予防的利下げは打止めに

10月の連邦公開市場委員会（FOMC）では今回の利下げサイクルで3度目の利下げが行われました。しかし、米中通商摩擦が緩和に向かい、米国経済を脅かすリスクが解消されれば、予防的利下げは3回で打ち止めになると考えています。米中歩み寄りにより米国経済が想定通りに回復するなかでさらに利下げを行えば、景気過熱、企業債務の拡大、資産価

格の過度な上昇を招くこともあると考えています。一方、構造的にインフレが安定している環境で連邦準備制度理事会（FRB）が利上げを急ぐ理由も見当たりません。今後の金融政策はその時々データに依存すると思われます。10年国債利回りは市場センチメントの改善にあわせてさらに上昇することも想定されますが、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。

### 欧州：不満が高まったECBの追加金融緩和

ドラギ総裁が決定したECBの追加金融緩和策に対するECB内外からの不満が高まってきました。マイナス金利の深掘りによって銀行収益への圧力が一層強まり、金融機能が低下する「リバーサルレート」に近づいてきたとの批判が高まっています。量的緩和（QE）における各国の国債買入れ額はECBへの出資比率を基準とし、発行残高の三分の一を上限としていることから、既にドイツやオランダ国債は買入れ上限に接近しています。新任のラガルド総裁は緩和路線を踏襲すると思われますが、内外の不満を背景に苦難の船出になることが予想されます。QEを進めるためにECBがドイツに財政拡張を求めることも考えられます。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

## リスクオンを受けて緩やかなドル高円安を予想

外国為替	10月30日	11-1月の予想レンジ
ドル円	108.85円	106円～112.5円
ユーロドル	1.12ドル	1.08ドル～1.15ドル
ユーロ円	121.37円	117円～127.5円



### リスクオンのドル高円安を予想

ドル円レートは10月上旬に株式や米国長期金利の上昇にあわせてリスクオンの円安が進みました。その後は方向感のない動きとなっていますが、今後も金融市場のリスクオン/オフに依存する展開が続くと思われます。市場のリスクオン/オフは当面米中通商協議に対する米トランプ大統領の言動に左右されると考えています。米中首脳が早期に合意文書に署名するか、12月15日に予定されている第4弾の残りの対中関税引上げが見送られるかが当面の焦点になると思われますが、基本的には米中通商摩擦は緩和の方向に向かうと考えています。その結果、当面緩やかにリスクオンの円安が進むと考えています。また、日本の貿易収支が悪化していることや、日欧の国債金利がマイナスに沈むなか、本邦の機関投資家がプラスの金利がついている米国債に資金を振り向けると思われることもドル高円安要因になると思われます。3カ月程度のドル円相場は大きな値動きは想定していませんが、ドル高円安に振れやすい展開を予想しています。

### ユーロドル相場は緩やかなユーロ高を想定

米中通商協議が歩み寄りに向かい、米中経済を中心に世界経済が回復に向かえばユーロ高ドル安に向

かうと予想しています。英国による「合意なきEU離脱」の可能性が低下してきたこともユーロ高材料となりそうです。8月に対中第4弾の関税、10月初めに欧州産航空機やワインなどへの関税が発表された後にユーロ高が進んだように、トランプ政権が自動車関税の引上げ判断を行う11月中旬まではユーロ高圧力がかかる可能性があります。3カ月程度のユーロドル相場はこれらの材料を受けて緩やかなユーロ高ドル安が進むと予想しています。

### 新興国通貨は底堅い展開を予想

米中通商協議が物別れに終われば、為替市場ではリスクオフが進み新興国から米ドルに資金逃避が発生すると思われますが、これはメインシナリオではありません。世界的にインフレが安定し、国債金利が低下するなか、「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、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国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通商協議が進展し、年明け以降に中国経済が持ち直すと考えているため、対ドルで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10月30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へ帰属します。

### 【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率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3.85%(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2.09%(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0.0132%(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)