

情報提供用資料

2019年12月27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. 40

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

当面は上値の重い展開ながら、その後は上値を試す展開へ

日本	12月26日	1-3月の予想レンジ
日経平均株価	23924.92円	22500円～25500円
TOPIX	1731.20p	1650p～1850p



米中通商協議の進展を好感して上昇

日本株式は10月以降、米中通商協議が部分合意に近づいたとの観測が高まったことから上昇してきました。しかし、12月13日に実際の合意が発表された後は「材料出尽くし」からやや上値の重い展開が続いています。

景気減速を見込む市場参加者

市場予想（コンセンサス）は2020年の日本の実質GDP成長率が+0.3%と今年との+0.9%から減速するとみられています。消費増税の悪影響やオリンピック・パラリンピック後の需要減退が主な理由だと考えられます。一方、弊社では米中通商摩擦が緩和し、米中経済が持ち直すことを背景とした外需の拡大や公共投資がこれらの悪影響を相殺し、減速幅は市場予想ほど大きくならないと考えています。

企業収益にも底打ちの兆し

このような経済環境を背景に企業収益には底打ちの兆しが見えてきました。アナリストの企業収益予想の上方修正数から下方修正数を引いた収益リビジョン指数は依然としてマイナス圏で推移していますが、水準は大幅に切り上がってきました。米中通商摩擦の悪影響を受けて続けてきた下方修正が足元で減り始めていることを示しています。12月の日銀

短観におけるドル円の下期想定レートは106.9円だったことから、現在のドル円水準が継続すれば輸出業者が牽引する形で収益リビジョン指数はプラスに転じることも考えられます。年度末に向けて、市場の焦点が来年度収益に移っていけば、株価がさらに上向くことも想定されます。

流動性相場から業績相場への移行期

TOPIXの株価騰落率をPER（株価収益率）とEPS（一株当たり利益）の変化率に分解すると、直近の株価上昇は期待が先行したPER上昇による流動性相場だったことが窺われます。これまでPER変化率がEPS変化率に先行してきたことを考えれば、早晚EPS変化率も底を打ち、近い将来に収益成長に裏打ちされた業績相場がやってくると考えています。今後数カ月は流動性相場から業績相場に移行できるかどうかの正念場を迎えると考えています。

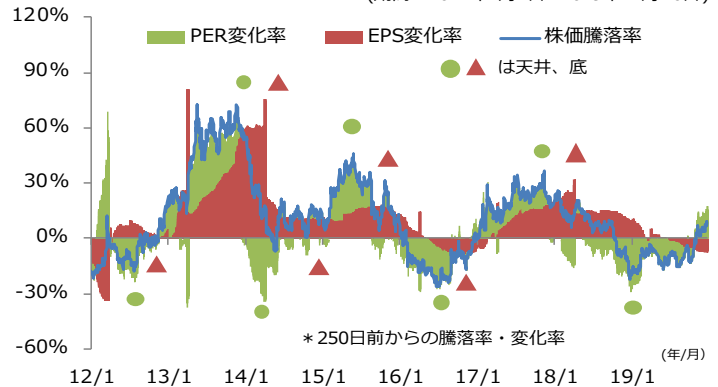
3カ月程度では上値を試す展開へ

目先は実際の業績拡大が見極めづらく、流動性相場から業績相場への移行期に通常みられる上値の重い展開が続く可能性があります。しかし、その後は米中通商摩擦の緩和を受けて世界経済の成長率が減速から加速へ転換すると思われることから、世界でも景気敏感と考えられる日本株式への資金流入が加速し、上値を試す展開に移行すると考えています。



TOPIXの株価騰落率・PER変化率・EPS変化率

(期間：2012年1月4日～2019年12月26日)



※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

目先は調整しても、3カ月では上値を試す展開を予想

米国	12月26日	1-3月の予想レンジ
NYダウ	28621.39ドル	27000ドル～30000ドル
S&P500指数	3239.91p	3100p～3400p



最高値の更新を続ける米国株式

12月13日に米中が第一段階の通商合意に達したことに加えて、雇用環境・個人消費を中心に米国経済の底堅さが確認されたことから、米国株式は最高値の更新を続けています。

2020年は大統領選挙の年

2020年の米国株式は大統領選挙抜きには語れません。1970年以降の平均では大統領選挙の年の株価騰落率は前年を大幅に下回りました。このパターンに従えば、2020年の米国株式のリターンは2019年よりも低下すると予想されます。投開票日は11月3日ですが早くもアイオワ州の予備選が行われる2月3日には選挙戦の火ぶたが切られます。

現時点ではトランプ大統領（共和党）が再選され、上院は共和党、下院は民主党が主導権を握ると予想しています。市場にはこのような分断が続けば政策が何も決められないと見る向きがある一方、大統領と議会、議会上下院が分断されれば極端な政策が打ち出されず、株式市場にはむしろプラスになるとの見方もあります。一方、民主党から成長や競争よりも所得の再分配を目指す左派や社会主義者を自任する候補者が本選に進めば、株式市場は大きく混乱すると思われる。当面、民主党のウォーレン、サンダース両候補の動向には注意が必要です。

米国景気に対する楽観論と悲観論

米国景気に対する楽観論者は、対中関税の数次にわたる引上げがこれまでの景気減速の原因だったと仮定すれば、12月の米中通商合意後に企業経営者がこれ以上の関税引上げを想定しなくなれば、これまで控えられてきた設備や人員への投資が再開されると考えているようです。一方、これまでの景気減速の原因が米中通商摩擦だけではなかったと考える悲観論者は、米中通商摩擦が緩和されただけで景気が力強い拡大に転じるとは考えていない模様です。今後数カ月間はどちらの見方が正しいかを判断する重要な局面になると思われます。

3カ月程度では徐々に上値を試す展開へ

2019年は米中通商摩擦を背景とした景気減速で企業収益は低迷しましたが、FRB（連邦準備制度理事会）の3回の利下げと秋以降は米中通商摩擦の緩和による景気回復期待が米国株式を押し上げました。2020年は金融緩和が継続する中で世界経済が回復に向かうことが株式市場にとって強い追い風になると思われます。目先は景気見通しが定まらず、これまでの上昇が急だったことから、調整局面を迎える可能性も否定できません。しかし、今後3カ月程度では徐々に上値を試す展開に戻っていくと考えています。



(注) NYダウの期間は2016年1月～2019年12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

大統領選挙サイクルとNYダウの年間騰落率

中間選挙年	大統領選挙前年	大統領選挙年	大統領選挙翌年
1970年	4.8%	1971年	6.1%
1974年	-27.6%	1975年	38.3%
1978年	-3.1%	1979年	4.2%
1982年	19.6%	1983年	20.3%
1986年	22.6%	1987年	2.3%
1990年	-4.3%	1991年	20.3%
1994年	2.1%	1995年	33.5%
1998年	16.1%	1999年	25.2%
2002年	-16.8%	2003年	25.3%
2006年	16.3%	2007年	6.4%
2010年	11.0%	2011年	5.5%
2014年	7.5%	2015年	-2.2%
2018年	-5.6%	2019年	20.3%
平均	4.0%	平均	15.4%
		2020年	?
		2021年	?
		平均	5.8%
		平均	9.2%

(注) 2019年は11月まで、大統領選挙前年の平均に2019年は含まず

※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。

景気底入れ後は業績回復が牽引する相場へ

欧州	12月24日	1-3月の予想レンジ
STOXXヨーロッパ600指数	418.86p	395p~445p



欧州株式も最高値更新へ

欧州株式市場も米中通商協議の進展を先取りする形で10月以降上昇に転じました。直近は世界経済の底打ち観測が浮上し、小売り、金融などの景気敏感株が中心に買われ、STOXXヨーロッパ600指数は最高値を更新しました。域内経済が低迷するなか、いわゆる「不況下の株高」の様相を強めています。

欧州の経済・企業収益の回復は先に

2012年前後の財政危機後に息の長い拡大を続けてきた欧州経済は、2018年以降はそれまでのユーロ高や米国の保護主義的な通商政策を受けて輸出セクターを中心に減速に転じました。特に中国向け資本財輸出への依存度を高めてきたドイツ経済が大きな打撃を受けました。その後、英国のEU離脱を巡る不透明感の後退、米中通商摩擦の緩和、中国経済が早晚持ち直すと観測などから欧州経済の先行指標と考えられるifo企業景況指数にも下げ止まりの兆しが見え始めました。しかし、ドイツ産業界の基盤とも言える自動車産業を取り巻く環境は厳しさを増しています。域内の燃費規制への対応やCASE（コネクテッド、自動運転、シェアリング、電動化）へ莫大な投資を迫られると考えられます。また、終わりの見えないマイナス金利が域内銀行の収益力を蝕んでいます。フランスで年金改革に対するデモが早期に

収束しなければ、経済に悪影響が及ぶことも考えられます。このような環境では、欧州の経済や企業収益が本格的な回復局面を迎えるにはもう少しばかり時間がかかると考えています。

財政健全全国に財政拡張を求める声

世界中で「金融政策から財政政策への転換」が喧伝されるなか、ドイツ、オランダなどの財政健全全国への財政拡張圧力が高まることが予想されます。足元でこの考えに否定的なドイツの連立政権も、自国経済の回復が遅れば方向転換を迫られる可能性があります。その場合、短期的な需要刺激策よりも環境・新技術など「賢い支出」が求められることになりそうです。ドイツが財政拡張に走れば株式市場のセンチメントがさらに改善することが期待されます。

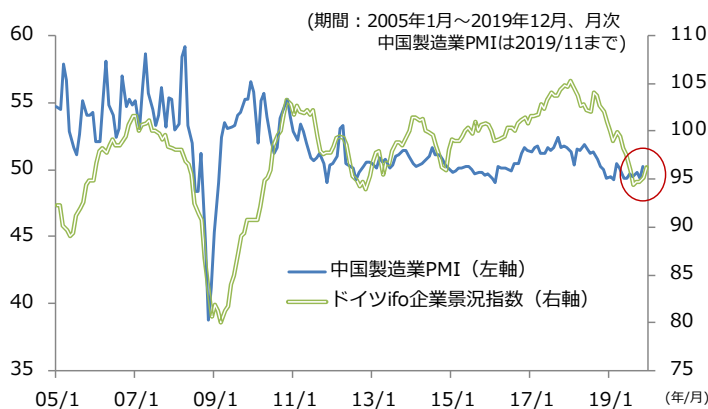
景気底入れ後は業績相場に移行

米中の第一段階の通商合意によって関税が徐々に引き下げられる局面を迎えれば、中国への輸出に依存するドイツの資本財セクターなどが恩恵を受けることになると思われます。また、世界経済が回復に向かえば、エネルギー、素材、金融などの景気敏感企業を多く抱える欧州株式が上がりやすくなると思われれます。年中盤にかけて世界経済の底入れが確認されれば、企業収益も回復に転じ、EPSの成長が株価を押し上げる展開に移っていくと予想しています。

STOXXヨーロッパ600指数の推移



ドイツと中国の企業景況指数



(注) STOXXヨーロッパ600指数の期間は2016年1月～2019年12月24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。

中国経済が持ち直し、徐々に上値を試す展開に

アジア	12月26日	1-3月の予想レンジ
MSCI アジア(除く日本)指数	685.43p	630p~720p



期待先行のアジア株式

アジア企業の株価を実際の企業利益を示すEPSと市場の期待を示すPERに分解すると、2019年には域内の景気減速を反映してEPSは低下しましたが、PERは大幅に上昇しました。2019年の前半にはFRBの利下げや世界的な金融緩和への期待が、後半は米中通商摩擦の緩和によって来年以降に景気・企業収益が回復に向かうとの期待がPERを引き上げたと思われます。今後、期待先行（PER上昇）による流動性相場から企業業績（EPS）の成長に裏打ちされた業績相場に移行できるかどうか市場の焦点になると考えられます。

底打ちの兆しが見え始めた中国経済

アジア株式が業績相場に移行できるかどうかは、これまで減速を続けてきた中国経済の先行きに左右されると思われます。直近では政府の景気刺激策や米中通商摩擦が緩和に向かうとの見通しを受けていくつかの指標には底打ちの兆しが見えてきました。「債務削減（デレバレッジ）」という中期的な政策目標に変わりはないものの、共産党政権は財政政策、金融政策、民間や政府系金融機関の貸出拡大、規制緩和など様々な手段を使って中国景気を浮揚させることが可能だと考えています。2020年前半はインフ

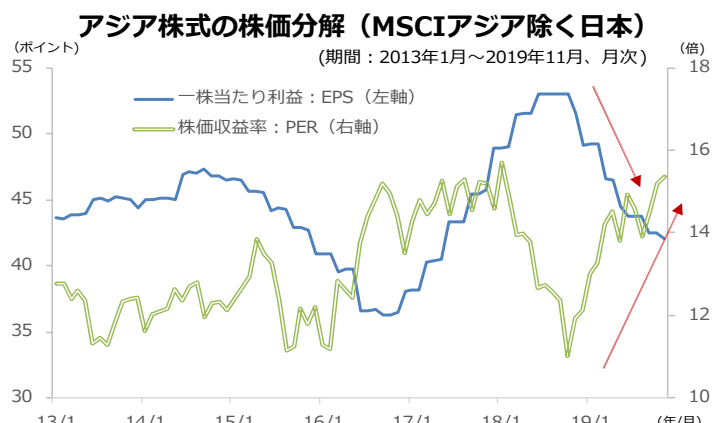
ラ投資などの財政政策、豚肉価格が落ち着くと思われる年後半は金融政策が期待されます。その結果、2020年も6%前後の実質GDP成長率が達成できると考えています。このような環境でアジアの企業収益も減益から増益に転換し、株式市場も近い将来に業績相場へ移行できると予想しています。

良好な金融環境

当面は良好な金融環境が継続すると予想しています。FRBは底堅い労働市場と安定したインフレを背景に当面、政策金利を据え置くと考えています。一部を除いたアジア諸国もインフレ安定を背景に金融緩和を続けています。中国も年後半には金融緩和を積極化する可能性があります。FRBの政策金利据え置きに加えて、日欧の中央銀行が量的緩和を続けるなか、為替市場では円・ドルが軟調に推移し、新興国通貨が買われる展開を予想しています。

アジア株式は上値を試す展開へ

アジア株式は日独とともに米中通商摩擦の緩和によって最も恩恵を受ける市場の1つだと考えられています。これまでの上昇が急だったことや業績相場への移行に時間がかかることから、しばらくは上値の重い展開が続く可能性はありますが、その後は徐々に上値を試す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12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を予想

10年国債利回り	12月26日	1-3月の予想レンジ
日本	-0.01%	-0.1%~0.1%
米国	1.89%	1.7%~2.2%
ドイツ	-0.24%	-0.5%~0%



日本：金融政策は当面据え置き

11月のコアCPIは前年比で+0.5%にとどまり、日銀が目標とする2%を大きく下回った状態が続いています。一方、マイナス金利の深掘りなどもう一段の金融緩和を行えば、銀行、生保など様々な業態から反対意見が寄せられるとされます。そのため、日銀は当面、現状の金融政策を維持すると予想しています。10年国債利回りは米長期金利の動向にもよりますが、0%を挟んだ低水準で安定推移すると考えています。

米国：FRBは当面、現状の金融政策を維持

FRBが重視するコアPCEデフレ率は目標の2%を下回り、失業率は歴史的な水準まで低下しています。今後、FRBが利下げを続ければ労働市場はさらに過熱し、利上げを行えばインフレ目標の達成は遠のくと予想されます。そのため、少なくとも2020年前半は現状の金融政策が据え置かれると予想しています。

一方、2020年前半にFRBは金融政策の「枠組み見直し」を行う見込みです。FRBは低成長・低インフレ環境下でインフレ率が2%の目標を継続的に下回れば人々のインフレ期待が低下し、その後に物価が上がりにくくなることを最も恐れているとされます。インフレの芽を拙速に摘んでしまうことを避けるために、FRBは「平均インフレ率目標」を打ち出

す可能性があると考えています。この枠組みにおいては、1-2年間の平均インフレ率が2%を上回るまでFRBは金融引締めを見合わせるとされます。そのため、2020年に米国景気が回復・拡大に向かい、コアPECデフレ率が一時的に2%を超えても、FRBがすぐに利上げに転じるとは考えていません。3カ月程度では、景気底打ちによって企業景況感が改善すれば10年国債利回りは上昇すると予想していますが、その場合も2.2%が上限になると考えています。

欧州：ドイツの財政拡張が焦点に

ユーロ域内のコアCPIもECBが目標とする「2%に近い2%未満」の水準を継続的に下回り、市場参加者による長期の期待インフレ率も1.2%前後まで低下してきました。そんななか、ECBも金融政策の「戦略見直し」を開始すると発表しました。FRB同様に目標を下回るインフレを放置し、人々のインフレ期待が低下することを避けたいと考えていると思われる。基本的にラガルド総裁は前総裁の緩和路線を踏襲し、当面現在の政策を維持すると予想しています。「金融政策から財政政策への転換」が喧伝されるなかドイツなどの財政健全国への財政拡張圧力が高まることも想定されます。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

円・ドル・ユーロ相場はしばらく方向感のない展開へ

外国為替	12月26日	1-3月の予想レンジ
ドル円	109.63円	106円～112円
ユーロドル	1.11ドル	1.085ドル～1.145ドル
ユーロ円	121.65円	117円～125円



円・ドル・ユーロ相場は方向感のない展開へ

ドル円相場は、当面106円から112円のレンジ内で推移すると予想しています。米中間の緊張が緩和し、米国景気が回復に向かい、米国長期金利が緩やかに上昇する一方、日本で消費増税やオリンピック・パラリンピック後の景気下押しが織り込まれ、国内金利が上がりにくくなれば、ドル高に振れる可能性があります。日本の潜在成長率が1%に満たない一方、米国の潜在成長率が2%前後であることも、成長率格差を通じて長期的にドル高要因になりそうです。一方、大統領選を控えてトランプ大統領がドル安誘導を強めるとの観測が高まれば、ドル安に振れることも考えられます。そのため、3カ月程度のドル円相場は方向感が出にくい展開を予想しています。

ユーロドル相場も方向感のない展開を想定しています。金利格差や成長率格差はドル高要因になる一方、米政権がドル安政策を打ち出してくればユーロ高要因になると考えるからです。

人民元は対ドルで緩やかな上昇を予想

2018年以降のドル人民元相場ではトランプ大統領による数次にわたる関税引上げの度に元安が進みました。12月13日に発表された第1段階の通商合意を受けて、米国は第4弾後半の関税引上げを見送り、第

4弾前半の税率を引き下げました。その結果、これまで続けてきた米国による関税引上げの流れが今後は引下げの流れに変わっていくと考えています。また、この合意には中国の人民元安誘導に歯止めをかける「為替条項」が含まれるとも考えられます。今後、第2段階の米中協議で中国の国家資本主義の原則に関わる内容が取り上げられても、中国側が容易に妥協するとは考えていません。しかし、1980年代以降の日米通商協議時に継続的にドル安円高が進んだことを考慮すれば、米中が何らかの協議を続けている間はドル安円高が続くと予想しています。また、今回の米中合意によって中国経済が持ち直せば、元売り圧力も後退に向かうと思われる。その結果、3カ月程度では緩やかなドル安円高が続くと予想しています。

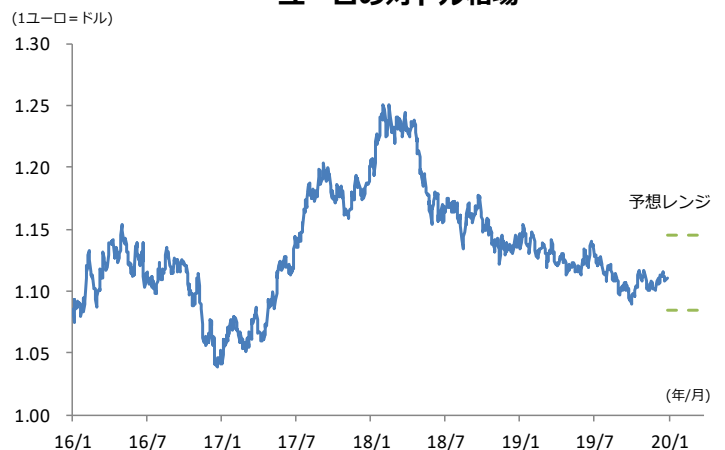
2020年は主要通貨の「序列」に変化

2018年中盤以降の為替市場では、米中通商摩擦を受けた世界経済の減速を背景に安全通貨が選好された結果、主要通貨では円、ドル、ユーロ、人民元の順に買われました。2020年は米中通商摩擦が緩和に向かい、世界経済が減速から加速への転換点を迎えると考えているため、為替市場ではこれまでとは逆の動きが進むと予想しています。

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12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

【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)