

情報提供用資料

2019年11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. 39

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

米中通商協議の先行きが見通しやすくなれば、上値を試す展開へ

日本	11月28日	12-2月の予想レンジ
日経平均株価	23409.14円	22000円～25000円
TOPIX	1708.06p	1620p～1820p



米中通商協議の進展を好感して上昇

日本株式は世界的に景気が底打ちし、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、10月第2週以降、外国人の継続的な買いを背景に上昇してきました。直近も香港問題が一旦は小康に向かい、米中通商協議の進展を示す米中高官のコメントを受けて上値を試す展開が続いています。

マクロ経済に底打ちの兆し

国内経済は夏以降低迷を続けていますが、景気指標の一部には底打ちの兆しが見えてきました。実質賃金の前年比変化率は9月にプラスに転じ、消費増税の悪影響が懸念された10月の消費者態度指数や11月のPMI（企業景況指数）も前月の水準を上回りました。外需については、年明けまでには米中通商協議が部分合意に達し、来年上期には米中への輸出が回復に向かうと考えています。台風被害についても、中長期的には復興、減災、国土強靱化などの内需拡大につながると考えられます。

企業収益にも底打ちの兆し

上期決算では想定通り弱めの数字が発表されましたが、株価の反応はまちまちでした。業績が市場予想を下回った企業の株が買われ、上回った企業が売られるなど変則的な動きも見られました。一般的に企業業績が弱い年には、中間決算後に投資家の眼が

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11月28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。

来期収益に向かい、悪材料出尽くしから株価が上昇すると考えられています。

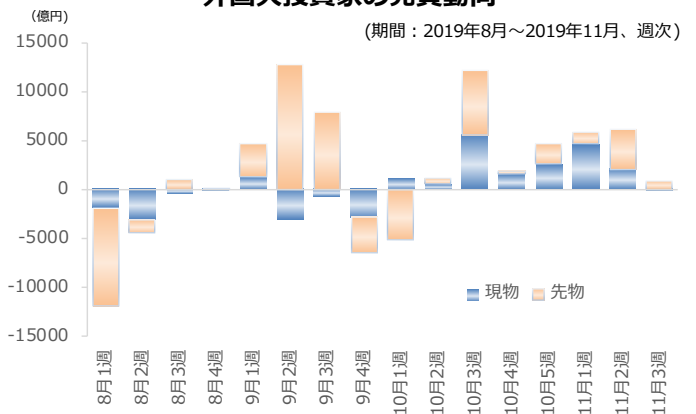
改正外為法が成立

安全保障上で重要な国内企業への海外投資家の出資を規制する改正外為法が成立しました。1%以上の出資で届け出が必要になることから、株式市場で一時警戒感が高まりましたが、財務省は事前届け出の対象となる企業をリスト化し、企業の経営に関与しない外国の運用会社に例外措置を設けることによって不安の解消を図りました。今後、政省令で定められる細部の取り扱いを見守る必要がありますが、大枠として外国人の日本株買いを抑制することにはつながらないと予想しています。ルールが明確化されることのプラス効果にも注目したいと考えています。

上値を試す展開へ

米中通商協議が物別れに終わり、米中経済がさらに下押しし、外需が回復しないことが最大のリスクです。逆に、外国人投資家のコーポレートガバナンスの改善や自己資本利益率（ROE）上昇への期待が高まっていることはプラス材料です。企業業績の先行きに自信を持ってないことからしばらく上値の重い展開が続く可能性もありますが、米中通商協議の先行きが見通しやすくなれば、さらに上値を試す展開に移行すると考えています。

外国人投資家の売買動向



米国株式

高値圏で一進一退の動きを続けると予想

米国	11月27日	12-2月の予想レンジ
NYダウ	28164.00ドル	26000ドル～29000ドル
S&P500指数	3153.63p	2950p～3250p



米中歩み寄りを受けて上昇へ

米中通商協議が第一段階の合意に近づいたとの観測が市場に広がり、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。連邦準備制度理事会（FRB）が早期に引き締めに向かないとの見通しもプラス材料となっています。

米国経済の先行きに2つのシナリオ

今後数カ月間は米国株式の投資判断を行うにあたって極めて重要な時期になります。ISM製造業景況指数（以下ISM）が3カ月連続で50を下回り、米国経済が景気後退の瀬戸際に立たされているからです。当面の米国の景気サイクルについてはISMの動きをなぞる形で次の2つのシナリオを描いています。

- 景気回復シナリオ：米中通商摩擦が緩和に向かい、第4弾の対中関税が見送られれば、米国の景気は回復に向かい、ISMはリーマン危機後4回目の上昇サイクルに入ると考えられます。
- 景気後退シナリオ：逆に米中通商協議が物別れに終わり、第4弾の対中関税が発動されれば、米国経済はこのまま景気後退に向かうと考えられます。この場合はISMは下落を続けると考えられます。

現時点でどちらのシナリオが実現するかは予想できませんが、景気回復シナリオが実現し、株式市場

が上昇を続ける可能性が高いと考えています

経済や企業のセンチメントは改善へ

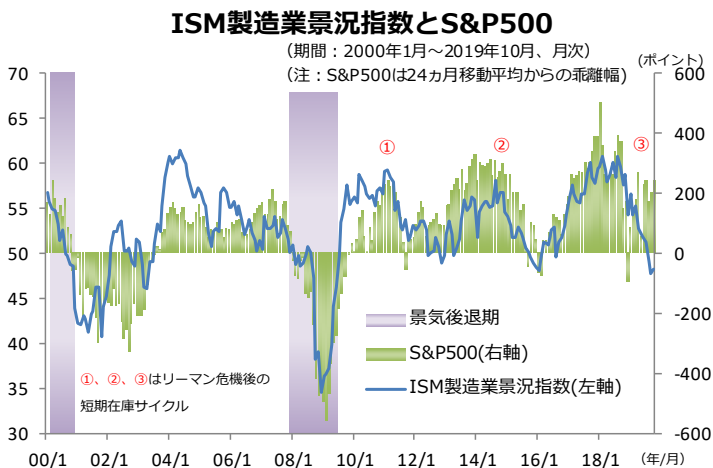
通商摩擦の影響を受けて減速した企業部門と底堅い労働市場を背景に成長が続く個人部門の乖離が鮮明になってきました。全米小売業協会は年末商戦で4%前後の売上成長を予想しています。企業部門の弱さが個人部門に波及する前に米中通商摩擦が解消に向かい、米国経済の景気後退入りは避けられると考えています。これまで米中通商摩擦の先行きが読みにくいことが企業に設備投資や人員拡大を躊躇させてきましたが、摩擦がこれ以上悪化しないと企業経営者が確信すれば、これまで控えられた投資が再開されることを期待しています。

上値を試す展開へ

トランプ大統領のこれまでの行動パターンを振り返れば、合意直前にブラフ（脅し）を行う可能性は否定できません。最終合意する時期を予断することはできませんが、少なくとも合意に近づいていることは確かだと考えています。米中通商協議の先行きが見通せるようになればもう一段上値を試す展開に移行すると考えていますが、バリュエーションが割高なことから中期的には高値圏で一進一退の動きを続けると予想しています。



(注) NYダウの期間は2016年1月～2019年11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。

景気底入れ後は業績回復が牽引する相場へ

欧州	11月28日	12-2月の予想レンジ
STOXXヨーロッパ600指数	409.25p	380p~430p



欧州株式も上昇基調へ

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。米中通商摩擦が緩和されれば米中経済が安定に向かい、その結果、ドイツの輸出業を中心に企業収益が回復に向かうとの観測が高まったことが背景にありました。

域内経済は来年上半期に回復へ

ドイツの成長率は7-9月期に辛うじてマイナス成長を免れましたが、欧州経済は依然として停滞しています。世界貿易の減速の悪影響を受ける外需・製造業の不振が継続する一方、域内の雇用環境は底堅く、欧州中央銀行（ECB）の金融緩和が継続するなか、個人消費を中心とする内需・サービス業は相対的に底堅く推移しています。市場参加者の平均的な予想によれば、ユーロ圏経済が底打ちするのは来年上半期まで後ずれすると考えられています。

成長率が想定通りに回復しなければ、健全財政を維持するドイツ、オランダなどが財政支出を拡大させたり、ECBが一段の追加金融緩和に踏み切ると、景気を下支えすると予想しています。

各国間で成長率格差が鮮明に

ユーロ域内では各国間の成長率格差が鮮明になってきました。過去10年ほどで中国経済への依存度を

高めたドイツの成長率は足元で著しく低下していますが、内需に敏感で輸出品目も最終消費財が中心のフランスは比較的高い成長率を維持しています。一方、構造改革が遅れ潜在成長率が一向に上向かないイタリアでは来年以降も成長率が低迷すると予想されています。英国では「合意なきEU離脱」が回避され、目先は経済が平時に戻り、EU離脱後は財政拡張が景気を押し上げることも予想されます。しかし、「移行期間」が終わる2020年末までに英EUの間で貿易協定が締結できなければ、再度経済が混乱に陥ることは避けられません。

景気底入れ後は業績相場に移行

米中通商摩擦が緩和に向かい、中国経済が回復に向かえば、中国に機械等を輸出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考えられます。また、世界経済が回復に向かえば、エネルギー、素材などの景気敏感企業を多く抱える欧州株式の上昇率が米国株式を上回る可能性もあります。これまでの株価上昇は期待先行のバリュエーション（PER）拡大による上昇でしたが、年明け以降に欧州経済や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、一株当たり利益（EPS）の成長が株価を牽引する業績相場に移行すると考えています。

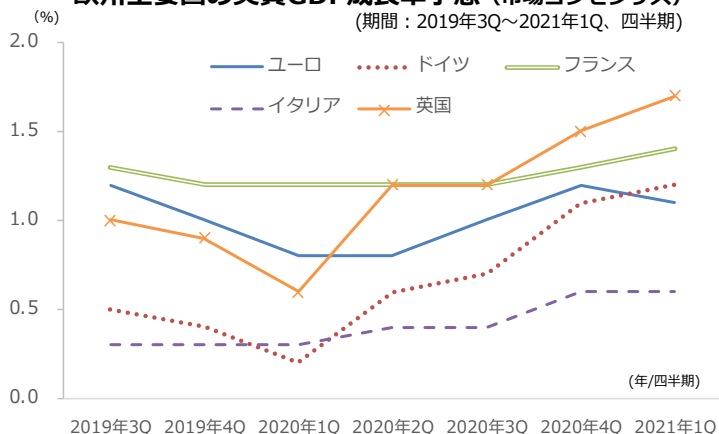
STOXXヨーロッパ600指数の推移



(注) STOXXヨーロッパ600指数の期間は2016年1月～2019年11月28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。

欧州主要国の実質GDP成長率予想 (市場コンセンサス)
(期間：2019年3Q～2021年1Q、四半期)



中国経済が持ち直し、徐々に下値を切り上げる展開に

アジア	11月28日	12-2月の予想レンジ
MSCI アジア(除く日本)指数	655.91p	600p~690p



低迷が続く中国経済

中国経済には依然として底打ちの兆しが見えません。鉱工業生産、固定資産形成、小売売上高など10月の主要指標は9月の水準を下回り、社会融資総量の伸びも減速しています。自動車売り上げの減速が続き、アフリカ豚コレラを背景としたインフレの加速が個人消費を鈍化させると考えられます。

一方、政府は継続的に景気刺激策を打ち出しています。金融政策では預金準備率の引き下げに加えて、中銀貸出金利やローンプライムレートの引き下げに踏み切りました。地方政府によるインフラ投資を資金面でサポートする動きも拡大しています。7-9月期の実質GDP成長率は前年比+6%まで減速しましたが、来年前半にはこれらの政策効果が表面化し、米中通商摩擦が緩和されることも相まって、中国経済は徐々に持ち直しに向かうと予想しています。

将来が不安視される香港経済

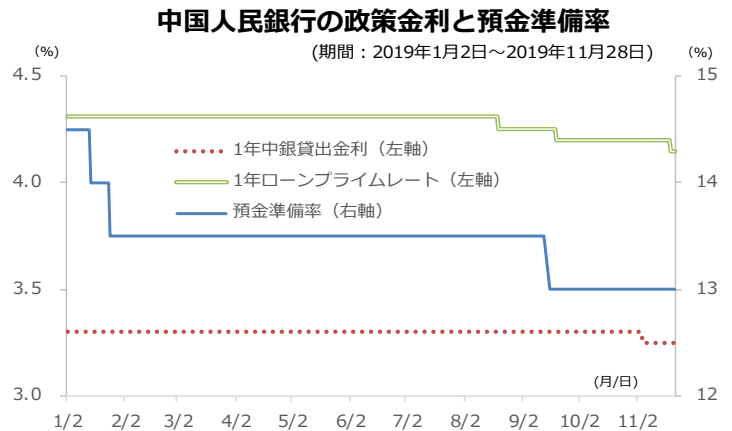
デモが長期化した香港でも経済は停滞しています。区議会選挙で「民主派」が躍進したことで社会不安は一旦は収束に向かうと予想しています。今後は「一国二制度」を堅持し、将来的に民主化を進めたい香港市民に対して、その動きを封じたい中国政府がどのように対応するかに焦点が集まりそうです。

香港に上場する企業のほとんどは中国本土やアジア各国でビジネスを展開していることから、香港内のデモや需要減少よりも中国本土の政策効果やアジア各国の内需拡大に反応しやすいと考えています。

香港の歴史を振り返れば、英国からの返還の道筋が確認された84年の中英共同宣言、北京で民主派勢力が武力で鎮圧された天安門事件の89年、英国からの返還が実現した97年にも大きな混乱がありました。しかし、2003年のSARS（重症急性呼吸器症候群）の例を挙げるまでもなく、香港が大きな経済危機に見舞われると北京政府が常に救いの手を差し伸べてきました。香港が資金調達や中継貿易の窓口（ゲートウェイ）として中国国内で重要な地位を占めている限りは、香港経済は北京政府の支援もあり危機を乗り越えることができると予想しています。

アジア株式は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、来年前半には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11月28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	11月28日	12-2月の予想レンジ
日本	-0.08%	-0.2%~0%
米国	1.77%	1.6%~2.1%
ドイツ	-0.36%	-0.5%~-0.1%



日本：日本銀行は追加緩和を見送り

日本銀行は当面の国内経済・物価について「景気の拡大基調が続くなか、マクロの需給ギャップは現状程度のプラスを維持し、中長期的な予想物価上昇率は上昇傾向をたどる」と考えている模様です。10月の展望レポートでは経済や物価の見通しが下方修正されましたが、それが金融政策に直接つながるとは考えていません。当面、現状の金融政策が維持されると予想していますが、年明け以降に何らかの外的ショックで円高が進めば、追加緩和を迫られる可能性があると考えています。その際、仮に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目配りすると思われる。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

市場には10月までに3回行われた「予防的利下げ」を1995、96年の利下げと比較する動きが見られます。メキシコ危機の悪影響が米国内に波及することを阻止するために3回の利下げを行った95年同様、今年も米中摩擦の悪影響を事前に予防するために利下げが行われました。96年の利下げ終了後

にFFレートは14カ月据え置かれ、その間、長期金利は堅調な経済を背景に1%以上上昇しました。一方、今回はアマゾン効果やIoT、AI、ロボットなどの新技術を背景にインフレや賃金が抑制されていることから長期金利は当時ほど上がらないと考えています。10年国債利回りは短期的には市場センチメントの改善にあわせて上昇することが想定されますが、3カ月程度では1.6-2.1%のレンジ内で推移すると予想しています。

欧州：ドイツの財政拡張が焦点に

11月1日に着任したECBラガルド新総裁の最初の課題は、投票制の導入などで金融政策の決定プロセスを透明化することや非伝統的な金融緩和に対する域内南北間の意見対立を解消することだと考えられています。また、追加金融緩和余地が狭まるなか、ECBの金融政策と各国政府の財政政策を調和させる同氏の手腕にも注目が集まります。実際の金融政策はドラギ前総裁の緩和路線を踏襲し、当面は現状の政策が維持されると予想しています。しかし、ドイツを中心に景気がもう一段下押しすれば、マイナス金利の深掘りなど追加金融緩和に踏み切る可能性があると考えています。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

日米欧通貨はしばらく方向感のない展開へ

外国為替	11月28日	12-2月の予想レンジ
ドル円	109.51円	106円～112円
ユーロドル	1.10ドル	1.085ドル～1.145ドル
ユーロ円	120.55円	117円～125円



ドル円相場は方向感のない展開を想定

ドル円レートはここ1カ月ほど1ドル108-109円を挟んだ狭いレンジ内で推移しています。世界の株式市場が上昇してもリスクオンの円安が進まず、米国金利が低下しても金利差縮小に着目した円高が進まない膠着状態が続いています。米中通商協議の先行きが見通しにくいなかで市場参加者がポジションをとりにくいことや、本邦の貿易収支が悪化し円高に振れにくくなっていることが背景にあると思われます。当面は米中通商協議の進展に注視する必要があります。基本シナリオとしては、合意までに曲折はあるものの、来年の早い時期に両国が何らかの部分合意に達すると予想しています。そのため、相対的にリスクオンの円安圧力がかかりやすい展開を想定しています。米国側の要因としては、年末に向けてドル需給がひっ迫すればドル高要因になる一方、FRBのバランスシートが短期国債買取りによって拡大すればドル安要因になると考えられます。3カ月程度では、このようなドル安要因・円安要因が交錯し、方向感のない展開が続くと予想しています。

ユーロドル市場でも強弱材料が交錯

ユーロドル相場も1ユーロ1.10-1.12ドルの狭いレンジ内の展開が続いています。米中通商協議が合意

に近づき、米中経済を中心に世界経済が回復に向かうとの観測が高まればユーロ高ドル安材料になりますが、12月12日に予定されている英国の総選挙前後にEU離脱を巡って不透明感が高まればユーロ安要因になると考えられます。FRB、ECBとも当面、金融政策の変更は予想されていませんが、投資資金がプラス金利がついている米国債へ向かえばドル高材料になると考えられます。3カ月程度のユーロドル相場はこれら両通貨に対する強弱材料を受けて方向感の出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

中国経済は米中通商協議が合意に向かうとともにこれまでの景気刺激策の効果が顕在化し、来年前半には安定に向かうと予想しています。アジア経済についても米国の緩和的な金融政策、域内のインフレの安定という2つの追い風に中国経済の持ち直しが加わり、底堅い成長が続くと考えています。世界的にインフレが安定し、国債金利が低下するなか、世界の投資家がイールドを求めて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。ラテンアメリカや中東で社会不安が高まっていることには注意が必要ですが、新興国通貨全体としてはしばらく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11月28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)