

情報提供用資料

2016年10月6日

株式・債券・為替市場の見通し

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

企業収益の改善期待と好需給を背景に下値を切り上げる展開へ

日本	9月末	10-12月予想レンジ
日経平均株価	16449.84円	16000円～18000円
TOPIX	1322.78p	1275p～1450p



企業収益は下期以降に改善へ

日銀による「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」の発表後の市場の焦点は、中央銀行による金融政策から、企業収益や米国の大統領選挙の動向にシフトしつつあると考えられます。

10月中旬以降に発表が本格化する7-9月期決算では、輸出関連企業を中心に業績の下振れが予想されます。ただ、今後、100円を上回る円高が回避されれば、企業収益への円高の悪影響は徐々に緩和され、来期にかけて増益基調に回帰していくと思われれます。

米国経済の動向が鍵に

今後、米国経済が順調に拡大基調を維持すれば、連邦準備制度理事会（FRB）が12月にも政策金利を引き上げるとの観測が高まることが予想されます。米国の金利上昇による日米金利差の拡大によってドル高円安が進めば、輸出企業を中心とした国内企業の収益に対する追い風となり、株式市場は戻りを試す動きになると思われます。

政治・需給が相場を下支え

安倍総理は、来年初頭にも取り沙汰される衆院解散・総選挙に向けて、支持率や株価を意識した政権運営を行うと思われます。現時点でも高い支持率を維持していますが、ロシアとの領土交渉が進展し平和条約を結ぶことができれば、支持率や株価の上昇に繋がると考えられます。

また、日銀によるETF買入れ額が増額されたことや、公的年金に買い余力があると見られることは、相場の下支え要因になると考えられます。しかし、こうした「官製相場」は、長期的には株式市場の歪みを生み、産業の新陳代謝を阻害することが危惧されます。

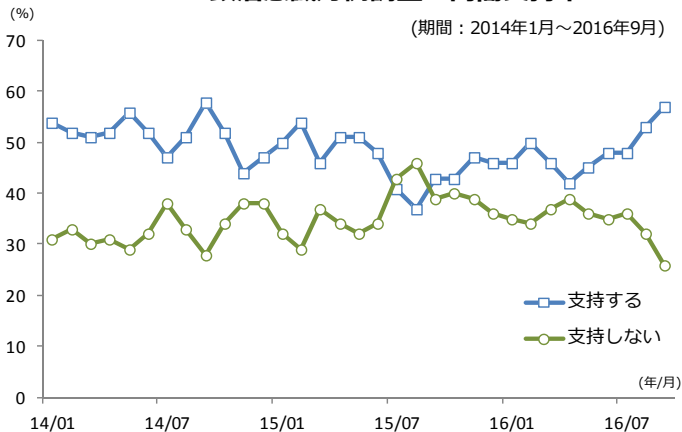
徐々に下値を切り上げる展開へ

国内株式市場は、徐々に下値を切り上げる展開になると考えています。ただ、11月8日の米大統領選を前に市場で先行き不透明感が高まれば、市場のボラティリティを高め、上値が抑えられる要因になると思われます。

日経平均株価の推移



NHK政治意識月例調査 内閣支持率



(注) 日経平均株価の期間は2015年1月～2016年9月（出所）Bloomberg、NHK放送文化研究所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。

米国株式

割高なバリュエーションが上値を抑制し高値圏でもみあい

米国	9月末	10-12月予想レンジ
NYダウ	18308.15ドル	17500ドル～18750ドル
S&P500指数	2168.27p	2050p～2200p



政治的な不透明感はマイナス要因

11月8日の大統領選までは、市場参加者、企業経営者とも、政策の先行き不透明感から新たな動きを取りにくい状態が続くと思われます。両候補ともインフラ投資に前向きなことは株式市場にとってプラスと考えられますが、クリントン候補が「大きな政府」を指向し、トランプ候補が大規模な減税と財政赤字の拡大に傾いていることは、金利上昇につながる恐れを考慮すると、株式市場にとってマイナス要因になる可能性があります。

また、両候補とも通商政策では保護主義を、トランプ候補は安全保障で孤立主義を指向していることは懸念材料と考えます。仮に民主党のクリントン候補が勝利しても、民主党は伝統的に成長よりも所得再分配に重点を置く傾向が見られ、株式市場が素直に好感することは難しいと思われます。

バリュエーションはやや割高

株価収益率（PER）で見たバリュエーションは、やや割高な水準で推移しています。足元の水準は、2005年以降の平均や、リーマンショック前の水準を上回っています。

明るさを増す企業の業績見通し

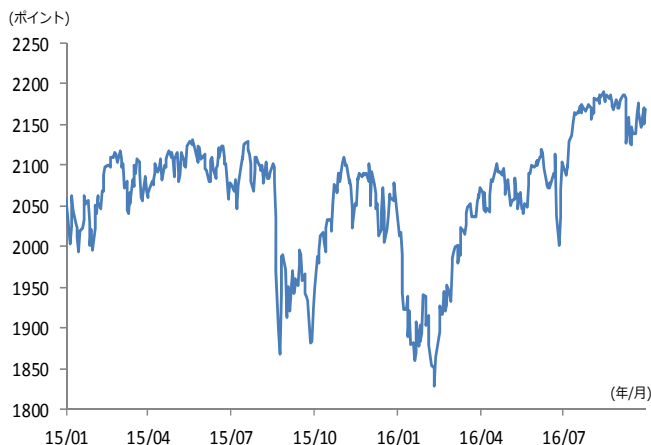
S&P500指数ベースの一株当たり利益（EPS）は、対前年同期比で2016年4-6月期までマイナス成長が続きました。しかし、ドル高の一本によって輸出や海外売上を主体とする多国籍企業の収益が安定することに加え、原油価格の反転によってエネルギー関連企業の収益見通しも下げ止まりつつあるものと見られます。そのため、米国の企業業績は、2016年7-9月期以降に、増益に転じることが予想されます。

生産性の低下がリスクに

このような環境を背景に、米国株式市場は、今後3か月ほどは大きく上がることもなく、下値も堅い「高原状態」で推移すると予想しています。

ただ、景気サイクルが後半戦入りして賃金上昇に転じ、設備投資の伸び悩みなどを背景に企業の生産性の上昇スピードが減速しつつあると見られることは、米国株式市場の中長期的なリスク要因になると思われます。

S&P500指数の推移



S&P500指数ベースの株価収益率の推移



(注) S&P500指数の期間は2015年1月～2016年9月（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。

政治を巡る不透明感が上値を抑制してもみあう動き

欧州	9月末	10-12月予想レンジ
STOXXヨーロッパ600指数	342.92p	320p~360p



現時点でBrexitの影響は軽微

英国のEU離脱問題（Brexit）が欧州・英国経済に与える悪影響は、これまでのところ深刻なものにはなっていないと思われます。英国では、ポンド安を背景に、外国人によるショッピングが個人消費を押し上げていると考えられます。

また、ユーロ圏経済の成長率は、1%を超える安定した伸びを続けています。ドイツでは、構造的に高まった企業競争力の恩恵や欧州中央銀行（ECB）の緩和的な金融政策を背景に、貸出しが拡大するとともに、賃金・住宅価格が上昇し、個人消費を中心とした内需全般の堅調な推移が見られます。

緩和的な金融政策はプラス材料

ECBやイングランド銀行(BOE)が、ディスインフレ環境を背景に、量的緩和やマイナス金利といった非伝統的な金融政策を維持または拡大させる姿勢を示していることは、株式市場にとってプラスと考えられます。ECBの「貸出し担当者調査」でも各行の貸出し基準が緩和されていることが窺われます。

銀行セクターが不安材料

欧州におけるマイナス金利の長期化は、米銀と比べて収益力の劣る欧州銀行の経営を悪化させると考えられます。ドイツ銀行などの個別行の問題が欧州銀行業界全体に波及する可能性が、株式市場全体のリスク要因と考えられます。

相対的に低いバリュエーション

株価のバリュエーションは米国よりも割安と考えられます。リーマンショック後に始まった景気サイクルが後半戦に入った可能性のある米国と比較して、ソブリン危機以降に始まった欧州の景気サイクルは相対的に若く、拡大の余地があると考えます。クレジットサイクルも初期の段階と考えられ、ECBの金融政策が社債金利（スプレッド）の低下を促し、企業の資金調達を容易にしていると思われます。

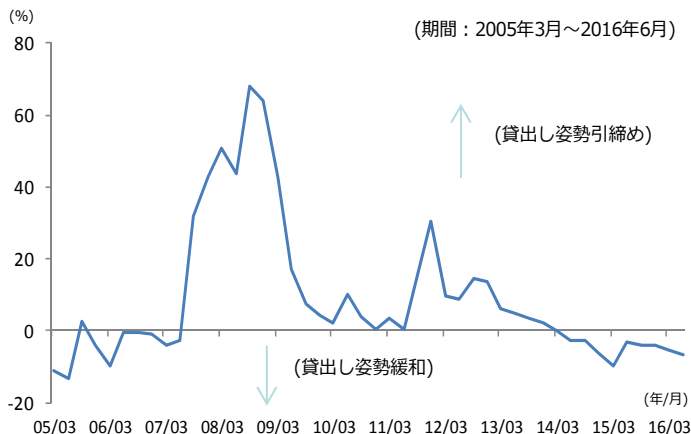
以上のように、欧州の株式市場には中期的に米国よりも好パフォーマンスが期待できますが、当面は移民やテロ問題、政治不安などに上値を抑えられ、レンジ内の推移が予想されます。

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2015年1月～2016年9月（出所）Bloombergのデータより岡三アセットマネジメント作成

欧州中央銀行（ECB）貸出し担当者調査



※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。

米国の利上げに対する警戒感が高まるも下値は限定的に

アジア	9月末	10-12月予想レンジ
MSCI アジア(除く日本)指数	550.93p	530p~590p



中国経済の減速は向かい風

中国では、鉄鋼やセメントなどのオールドエコノミーセクターにおいて、過剰設備を背景とした価格競争力の大幅な低下が見られます。銀行セクターでも、国内景気の減速を背景に貸出しの伸びが減速するとともに、資金マージンの低下が見込まれます。政府が主導する貸出し債権の債券化・株式化が銀行の収益をさらに圧迫することも予想されます。

中国における構造的な経済成長率の減速は、アジア株式全体に対して若干のマイナス要因になると考えられます。しかし、アジア諸国は、中間所得層の台頭を背景に、経済構造を中国や先進国への輸出主導から内需主導に転換させてきたことから、その悪影響は以前よりも軽減されることが考えられます。

企業収益に明るい兆し

一方、これまで低迷してきた域内企業の収益には明るい兆しが見え始めました。商品市況とともに域内の鉱工業生産が底打ちし、生産性の伸びが賃金の伸びを上回るようになってきたと

考えられます。その結果、企業のマージンや株主資本利益率（ROE）が上昇に向かっていると判断されます。これまで非効率な設備投資を抑えてきたことから、キャッシュフローの改善も窺われます。その結果、MSCIアジア(除く日本)指数ベースの一株当たり利益（EPS）は、来年に向けて改善することが見込まれます。

米利上げ観測の高まりに警戒感も

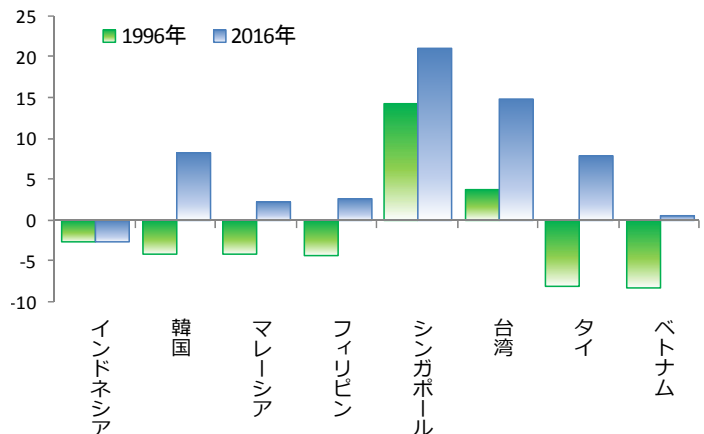
今後3ヵ月程度のアジア株式市場は、緩やかに下値を切り上げる展開になると予想しています。しかし、アジア市場を巡るリスク要因として、FRBによる利上げ観測が急速に高まることが挙げられます。ドル高・アジア通貨安を見越した資金流出や、輸入インフレによる金融引締め懸念などが、株価の下落要因になると考えられるためです。

ただ、各国の対外収支はアジア危機以前の1996年と比べれば大幅に改善しています。2015年までの下落によって新興国通貨の対ドル相場下落余地は限定的と見られることなどから、株式市場の下値余地も限られると考えます。

MSCIアジア (除く日本) 指数の推移



アジア各国・地域の対外経常収支 対GDP比



(2016年は予想。International Monetary Fund, World Economic Outlook Database, April 2016)

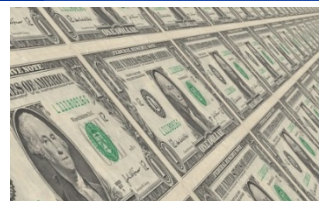
(注) MSCIアジア (除く日本) 指数の期間は2015年1月~2016年9月 (出所) Bloombergのデータより岡三アセットマネジメント作成

※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

緩和的な金融政策を背景に「低位安定」が継続

10年国債利回り	9月末	10-12月予想レンジ
日本	-0.09%	-0.1%~0.1%
米国	1.59%	1.4%~1.9%
ドイツ	-0.12%	-0.2%~0.1%



中長期では金融政策から財政政策へ

先進国では「金融政策の限界」が叫ばれ、「財政政策」や「成長戦略（構造改革）」への方向転換が求められているものの、これらへの取り組みには時間がかかると考えられます。当面は、日欧を中心に、金融政策による金利の低下圧力が継続すると考えています。

日本の長期金利は「0%前後」で安定

日銀は「総括的な検証」を踏まえて「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」を発表しました。金融政策の軸足を「量」から「金利」に移し、短期金利は「-0.1%」、10年国債利回りは「0%」に誘導される見込みです。

景気失速や急激な円高に対してはマイナス金利の深掘りなどの追加緩和策が打ち出されると予想されますが、当面は長短金利とも日銀が誘導目標とする水準付近で安定的に推移すると考えられます。また、10年以上の超長期ゾーンに対する需要が根強いことから、金利の期間構造を示すイールドカーブについては、超長期を中心にフラット化すると予想しています。

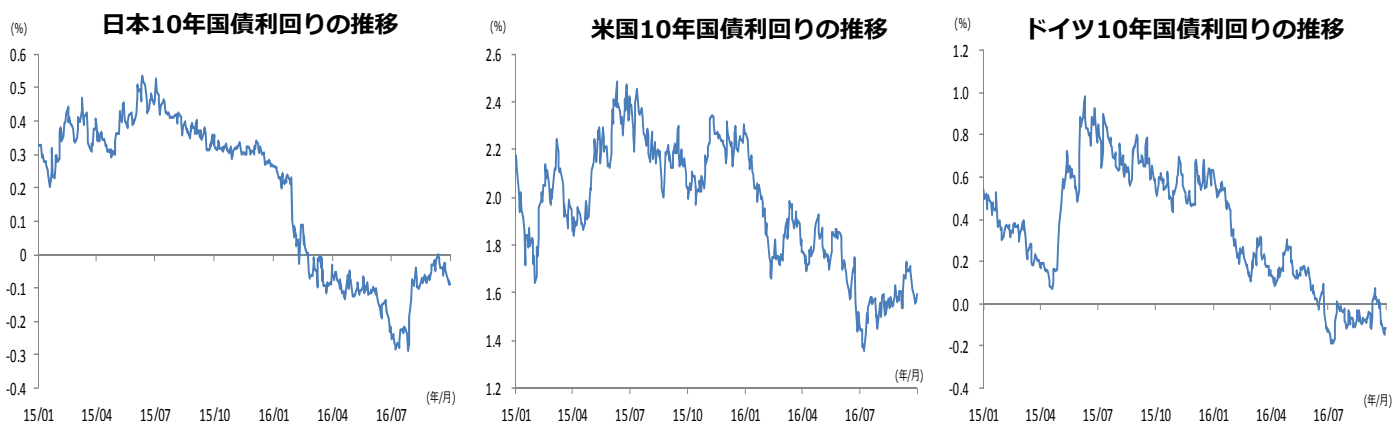
米国は上昇圧力のかかりやすい展開

12月の連邦公開市場委員会（FOMC）において利上げが実施されるとの観測が高まっていくことが予想されます。利上げ観測の高まりを受けて、長期金利にも上昇圧力のかかりやすい展開が想定されます。

しかし、長期停滞（Secular Stagnation）論が示すように、米国の潜在的な成長率はリーマンショック前の水準を大幅に下回っていると見られ、FFレート、長期金利ともに現在の水準から大幅に上昇することはないと考えられます。

ユーロ圏はレンジ内で安定的に推移

ECBの量的緩和、マイナス金利といった非伝統的な金融政策に対する風当たりが強まってきました。早晩、ECBも日銀同様に、金融政策の枠組みの変更を迫られると考えています。ドイツの財政は依然としてデフレ的と考えられ、消費者物価がECBがターゲットとする「2%に近い2%以下」を大きく下回る状況が続くと予想しています。このような環境下、ドイツの長期金利は、現在の水準を挟むレンジ内で安定的に推移すると考えます。



(注) グラフの期間は2015年1月～2016年9月（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

ドル円、ユーロ円とも方向感の出にくい展開

外国為替	9月末	10-12月予想レンジ
ドル円	101.35円	97~105円
ユーロ円	113.92円	110円~118円



ドル円は当面レンジ内の展開に

新たな金融政策の枠組みの中で、日銀は長期金利を0%近辺に誘導するために、国債買入れを減額する可能性も否定できないと思われます。それが「緩和姿勢の後退」とみなされれば、短期的に円高が進むこともあり得ると考えています。

FRBが利上げのタイミングを窺う一方、日銀が緩和的な金融政策を維持することは、金利差の拡大を通じてドル高圧力になると考えています。しかし、市場の焦点は、次回の利上げ以降に移っていくことが予想されます。継続的に利上げができるほど米国経済が強ければ、ドル高基調が続くと考えられる一方、それほど強くなければ、今回の利上げサイクルがこれ以上のドル高要因にはなりにくいと考えています。

米大統領選については、民主党、共和党の両候補とも、米国内の産業保護を目的にドル安歓迎の姿勢を示しています。しかし選挙後は、両候補ともに、米国企業の海外資金を国内に還流させて国内投資を促すと見られます。この観点からは、同様の措置をとった2005年の例に鑑みるとドル高要因になると考えられます。

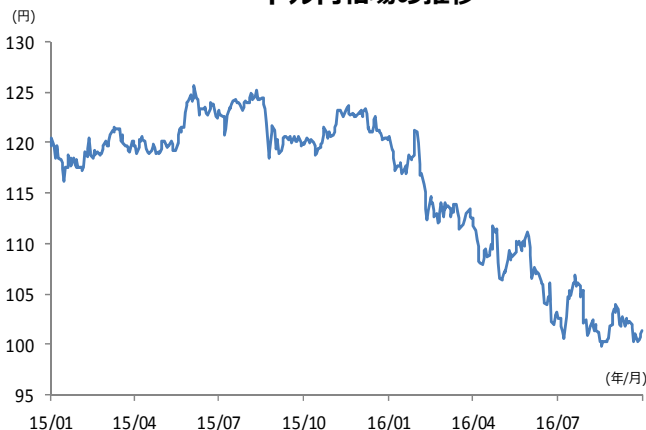
また、エネルギー価格の反転によって本邦の対外収支が悪化すれば、中期的に円安圧力になると予想しています。ドル円レートは当面は米大統領選への思惑に左右されながらも、中期的には米国経済の強さに依存する展開になると考えます。

ユーロ円も方向感の出にくい展開に

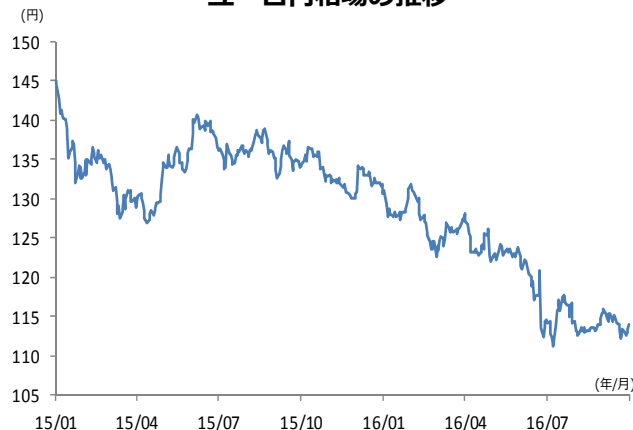
英国のEU離脱懸念や移民問題にもかかわらず、ユーロ圏経済は1%を上回る水準で安定的に成長しています。一方、物価上昇率は依然としてECBの目標を大幅に下回っています。そのため、ユーロ円は日欧両中央銀行の緩和姿勢を反映し、方向感の出にくい展開を予想しています。

また、ECBの量的緩和に対する限界論が台頭し、マイナス金利に対する風当たりも強まっていることから、ECBも早晩、日銀と同様に金融政策の枠組みの見直しを迫られると考えています。短期的には移民やテロの問題、中期的には来年のユーロ圏主要国における選挙に関連して不透明感が高まる可能性がある点は、安全資産とされる円が買われる要因になると考えられます。

ドル円相場の推移



ユーロ円相場の推移



(注) グラフの期間は2015年1月~2016年9月(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＞

カスタマーサービス部 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）