

【日本株式】

国内株式市場は、回復局面に入ると予想する。年初来、日銀の追加金融緩和見送り、消費税増税、企業業績予想の下方修正といった悪材料を受けて、国内株式市場は調整を余儀なくされてきた。しかし、今後は、景気指標の改善、企業業績予想の上方修正、法人税率引き下げ議論の進展など株式市場にとっての好材料が増加すると思われる。こうした好材料を受けて、株式市場は回復局面入りしよう。

【欧米株式】

欧米株式市場は、米国企業の良い業績が株式市場を牽引すると思われるものの、株価バリュエーションが割高水準にあるとみられることから高値圏で徐々に上値が重くなろう。米国においては、個人消費や景況感の一部が市場予想を下回ったが、労働市場の改善は続いており、景気の持ち直しが株式市場を支える要因になると思われる。欧州では、実体経済の回復が予想よりも緩慢であるものの、金融緩和策に対する期待が株価の支援材料となろう。

【アジア株式】

香港・中国株式市場は、中国経済の成長減速や流動性逼迫への懸念から戻りの鈍い展開になると予想する。中国では、6月末に納期を迎える法人税の納税や銀行の預貸率規制対応など季節的な資金需要が増えると予想され、短期金利の動向が次第に注目されよう。他のアジア市場では、タイの政治的なリスクが一旦治まっているほか、外需の回復や域内の底堅い内需に対する再評価の動きが継続し、緩やかに上昇する展開を予想する。



調整を終えて回復局面へ

日経平均株価の推移

(2014/1/6~2014/5/30)



(出所) Bloombergデータより岡三アセットマネジメント作成

日米欧 予想PERの推移

(2013/6/3~2014/5/30)



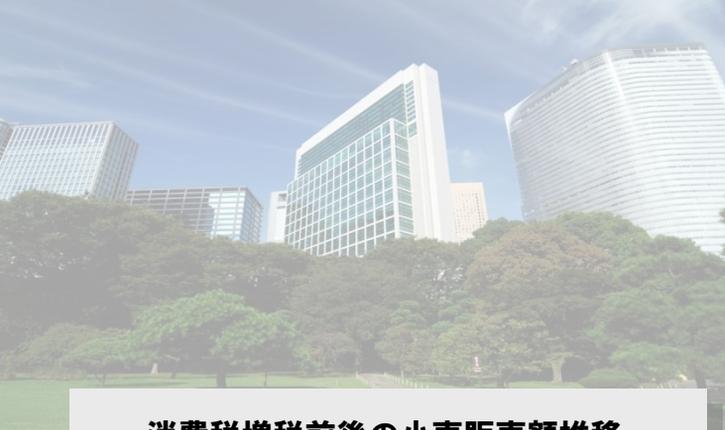
(出所) Bloombergデータより岡三アセットマネジメント作成

株価底打ちの可能性

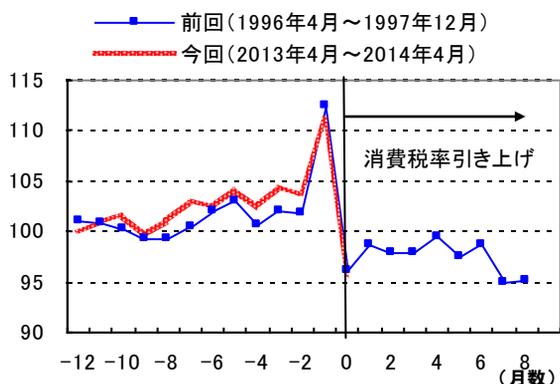
5月の国内株式市場は、底値固めの動きとなった。月初は、米国株高などを受けて堅調な値動きで始まった。しかし、連休中にウクライナ情勢が緊迫化し、リスク回避の動きから円高が進んだことや、ナスダック市場を中心に米国株が下落したことを受けて、連休明けの7日に国内株は急落した。中旬に入ると、NYダウが高値を更新したことや、為替が対ドルで円安に振れたことなどを受けて一時的に反発する場面も見られたが長続きせず、再び軟調な展開となった。下旬から月末にかけては、株価水準が年初来安値近辺にあり出遅れ感が目立っていたことに加えて、円高の一服や海外株高を受けて戻りを試す展開となった。急落していたマザーズなど新興株式市場も、月末にかけては急反発となるなど、底打ちを示唆する動きとなった。

下値リスクは限定的

6月の国内株式市場は、回復局面に入ると予想する。年初来、消費税増税、日銀の追加緩和見送り、TPP交渉未妥結、弱い2014年度業績見通しなど株式市場にとっての悪材料が続き、国内株式市場は調整を余儀なくされてきた。しかし、TOPIXの予想PERは13倍台に低下し、16倍台の米国株や、15倍台の欧州株と比較して低い水準となっており、バリュエーションの面から日本株の下値リスクは限定的になっていると考えられる。今後は、落ち込みからの回復を示す景気指標の増加、法人税率引き下げ議論の進展、年金積立金管理運用独立行政法人(GPIF)の国内株式投資拡大、企業業績予想の上方修正、日銀による追加金融緩和、TPP交渉の進展など、株式市場にとって上昇を支える要因が増えてくることが期待される。このため、国内株式市場は年初来の調整局面を終えて、回復局面に入るものと考えられる。



消費税増税前後の小売販売額推移 (前年比)

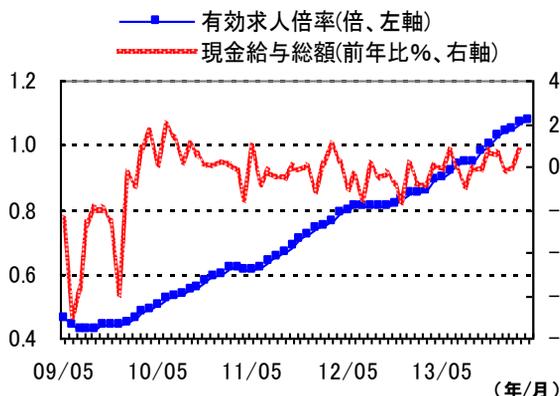


消費税率引上げ月をゼロとして表示

(出所) 経済産業省データより岡三アセットマネジメント作成

雇用情勢と賃金動向

(2009/5～2014/4)



(出所) Bloombergデータより岡三アセットマネジメント作成

消費の反動減は想定内に

国内景気は、消費税増税に伴う駆け込み需要の反動減から調整場面に入っているものと見られる。4月の景気ウォッチャー調査の景気の現状判断DIは1年3ヵ月ぶりに景況分岐点の50を下回るなど、事業者の景況感は停滞している。当面、駆け込み需要の反動減を背景に、景気は調整色の強い状態が続くと見られる。

ただ、自動車や家電製品、高額品などは増税前に前回の消費税増税時（1997年）と同程度の駆け込み需要があったと見られるが、今のところその反動減は事前の想定範囲内に留まっている様子である。雇用・所得環境の改善を背景に消費者マインドの下振れが回避されていると見られることに加えて、企業側でも消費需要の喚起に様々な工夫を凝らしていることなどがその背景にあると考えられる。企業の設備投資が底堅い動きを維持していることもあり、今後、景気の調整が加速していく恐れは小さいものと見られる。

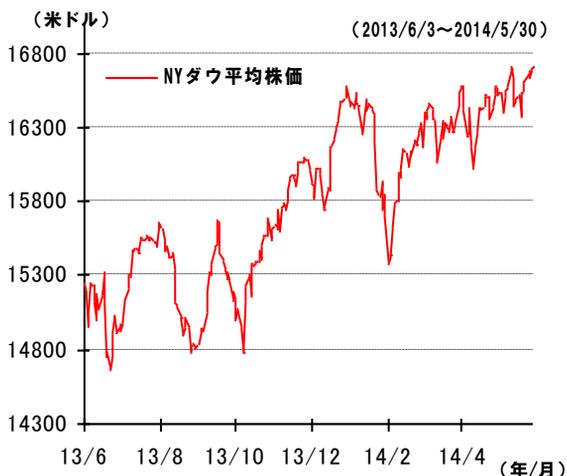
公共投資も景気をサポートへ

少し先を見据えると、夏場に向けて景気は回復の動きになると予想される。その要因として第1に、消費の持ち直しが期待される。消費税増税に係る駆け込み需要の反動減は徐々に和らいでくると見られることに加えて、①労働需給の逼迫が続くなど、雇用環境の改善が著しいこと、②大企業を中心とした賃上げの広がりや今夏の賞与も増加が予想されることなどが消費者マインドの回復を促すことが期待される。第2に、公共投資によるサポートが見込めることがある。政府は総額5.5兆円の景気対策を盛り込んだ2013年度補正予算と2014年度予算を一体化して、公共事業を上期に前倒し発注・執行を行う方針である。このため公共工事の発注は高水準を維持し、景気を押し上げるものと見られる。

また、輸出については欧米向けを中心に7-9月期以降に持ち直しが期待されることあり、景気の落ち込みは一時的に留まり、徐々に回復に向かうと見られる。

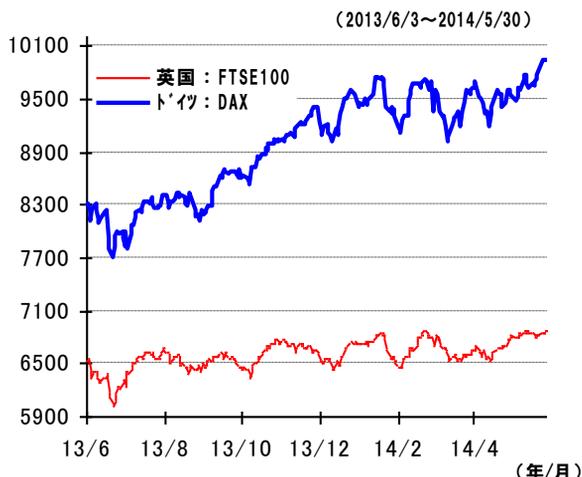
徐々に上値が重くなる展開へ

米国の株価推移



(出所) Bloombergデータより岡三アセットマネジメント作成

欧州の株価推移



(出所) Bloombergデータより岡三アセットマネジメント作成

欧州の追加金融緩和への期待

5月の欧米株式市場は、米国の雇用統計や個人消費支出が良好であったものの、ウクライナ情勢が再び緊迫化したことや、欧州の複数の大手銀行が1-3月期決算で市場予想を下回る業績を発表したことから、上旬は弱含む展開となった。その後、米国の食品メーカーや製薬会社によるM&Aが活発化したことから投資家心理が改善したことに加え、イエレン米連邦準備制度理事会（FRB）議長のハト派的な議会証言が好感され、主要な欧米株式指数は過去最高値を更新する展開となった。また、欧州中央銀行（ECB）が政策金利を据え置いたものの、ドラギECB総裁が6月にも金融緩和をする可能性があることと示唆したことも上昇要因となった。中旬以降、4月の米小売売上高が弱い伸びにとどまったことや、1-3月期のユーロ圏実質GDP成長率が市場予想を下回ったことから上値の重い展開となった。その後、好調な米住宅指標を受けて上昇し、月末にかけては欧州の追加金融緩和期待も高まり、高値更新の動きとなった。

米金融セクターに不透明感

6月の欧米株式市場は、米国企業の良い業績が株式市場を牽引すると思われるものの、株価バリュエーションが割高水準にあるとみられることから高値圏で徐々に上値が重くなる。米国においては、個人消費や景況感の一部が市場予想を下回ったが、労働市場の改善は続いており、景気の持ち直しが株式市場を支える要因になると思われる。企業業績については、1-3月期の業績発表がほぼ終了し、S&P500社採用銘柄では売上が2.7%増、EPSが4.7%増となり、米国企業の底堅い業績が示された。また、足元では2014年の成長率予想が上方修正され始めていることは株式市場の支援材料となろう。しかし、金融セクターに関しては金融当局の規制強化やトレーディング収益の落ち込みに加え、住宅ローンの借り換え需要が一巡し減収となった。また、FRBの四半期調査によると富裕層向けを含めた住宅ローン需要が縮小していることから、金融セクターの業績動向には不透明感が残る。株価バリュエーション面では株価の上昇に伴い、



欧米市場の予想PER推移

(2010/6/4~2014/5/22)



(出所) Bloombergデータより岡三アセットマネジメント作成

予想PERは過去数年来で高い水準にあり、一段の拡大余地は限られよう。

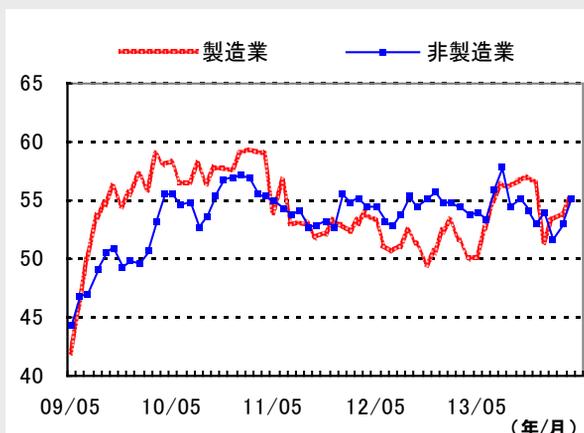
欧州においては、ユーロ圏の1-3月期の実質GDP成長率がイタリアやオランダが前期比マイナス成長となったことなどから、全体としては市場予想を下回る小幅なプラス成長にとどまり、実体経済の回復が予想よりも緩慢であることが明らかとなった。また、欧州企業の1-3月決算では、約60%の企業の売上高が予想を下回っていることや、ウクライナ問題をめぐりエネルギー供給に先行き不透明感が残ることから、高値圏でもみ合う展開になると予想する。しかし、ECBの金融緩和策に対する期待は根強く、株価の下支え要因になるとと思われる。

米国は消費主導の回復が続く

米国景気は、天候不順による悪影響から回復し持ち直しの動きが続いている。足元では、雇用者数が前月比20万人を超える増加が続いているほか、小売売上高も堅調な推移となるなど総じて良好な指標が多い。今後も、株高や住宅価

米国のISM景況感指数

(2009/5~2014/4)



(出所) Bloombergデータより岡三アセットマネジメント作成

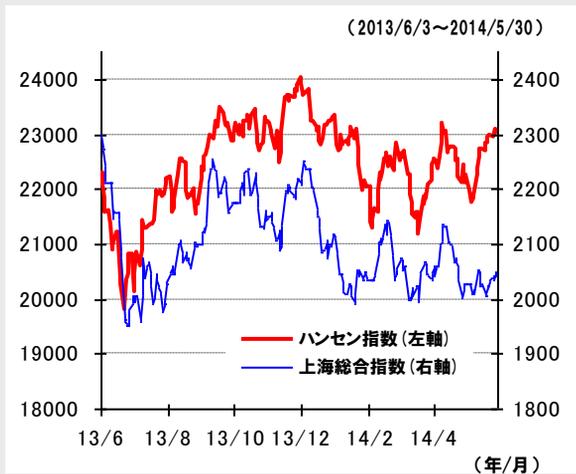
格上昇による資産効果の継続や、雇用・所得環境の改善を背景に消費が先導役となり、景気は回復の動きを強めていくと予想される。さらに、企業部門も持ち直しが予想される。ISM景況指数では製造業を中心に景況改善業種が増加するなど、回復の輪に広がりが見られる。消費の持ち直しが企業景況感の改善を促しているものと考えられ、生産活動や設備投資の回復を促していくことが期待される。

欧州景気は緩やかに回復

ユーロ圏の景気は、回復の動きが続いている。1-3月期の実質GDPは前期比0.2%増と4四半期連続のプラス成長となった。ただ、ドイツの成長が加速したものの、フランスやイタリアの低調さに足を引っ張られ、回復テンポは緩やかなものに留まっている。当面、景気は消費や設備投資などの内需の持ち直しに支えられて回復の動きが継続すると見られる。ただ、ウクライナ問題や高失業率、信用収縮などが足かせとなり、景気は引き続き緩やかな回復ペースとなろう。

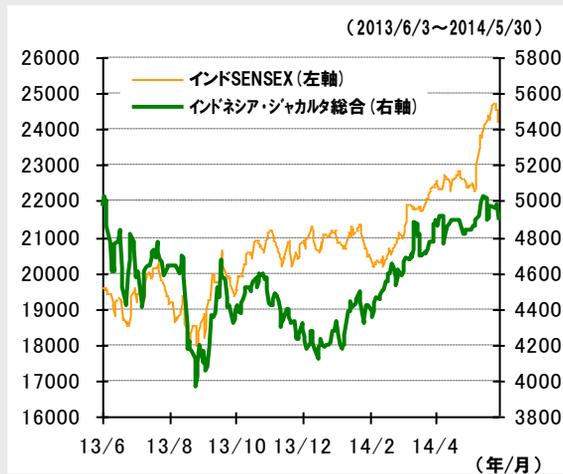
緩やかな上昇基調へ

中国株価指数の推移



(出所) Bloombergデータより岡三アセットマネジメント作成

アジアの主要株価指数の推移



(出所) Bloombergデータより岡三アセットマネジメント作成

戻りを試す展開

5月の香港・中国株式市場は、中国の鉄道建設予算の引き上げを受けて景気支援への期待が強まったことから、上昇して始まった。その後、本土において需給悪化懸念が強まったことや製造業の景況感悪化を受けて、下落に転じた。中旬以降は、中国の国務院が資本市場の改革を促進する政策を発表したことから株式市場対策への期待感が高まり、反発する展開となった。月末にかけては、不動産規制や金融政策の緩和への期待から自律反発の動きが強まり、戻りを試す展開となった。

他のアジアの株式市場は、上旬は欧米向けの輸出回復に伴う景況感の改善が期待される一方、中国の景気減速懸念や、タイの政治混乱などが嫌気され一進一退の値動きとなった。中旬以降は、米国の主要株価指数が過去最高値を更新する中、海外からの資金流入への期待が強まり上昇に転じた。インド、韓国、マレーシア、インドネシアなどが年初来高値を更新する展開となった。

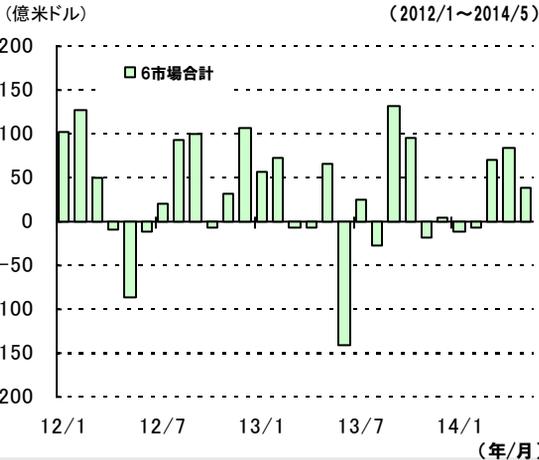
中国は流動性逼迫が懸念要因

6月の香港・中国株式市場は、中国経済の成長減速や流動性逼迫への懸念から戻りの鈍い展開になると予想する。6月末に納期を迎える法人税の納税や、銀行の四半期ごとの預貸率規制対応など季節的な資金需要が増えると予想され、流動性の状況を表す短期金利の動向が次第に注目されると考える。マクロ面に関しては、景気回復のペースは引き続き緩慢なものにとどまると予想する。一方で、中国政府は、鉄道インフラの投資拡大などの景気支援策を発表したほか、一部の地方政府による不動産規制の緩和など、景気の下支えを意識した政策運営に軸足を移しつつある。追加的な景気対策への期待が投資家心理の改善につながる。

他のアジアの株式市場は、タイの政治的リスクが一旦治まっているほか、先進国を中心とした外需の回復や域内の底堅い内需に対する再評価の動きが継続し、緩やかに上昇する展開を予想する。マクロ面では、台湾やシンガポールは、先進国の景気回復から輸出の回復が続いて

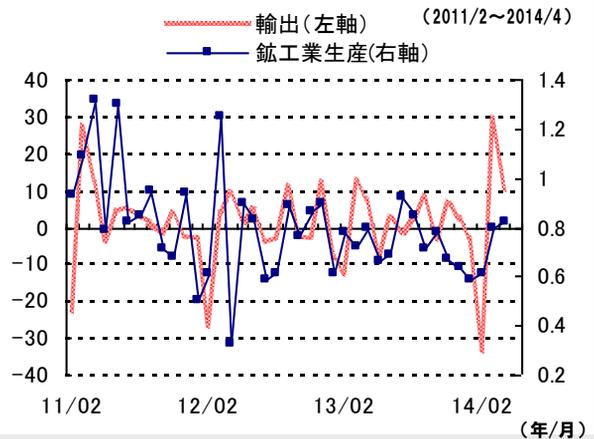


アジア6ヵ国・地域の外国人売買動向 (韓国、台湾、インド、タイ、インドネシア、フィリピン)



(出所) Bloombergデータより岡三アセットマネジメント作成

中国の輸出と生産 (季節調整済み前月比%)



(出所) Bloombergデータより岡三アセットマネジメント作成

いる。また、フィリピンは底堅い内需が景気を牽引している。域内の物価は足元で概ね落ち着いており、緩やかな金融政策は維持される見通しである。需給面では、新興国に対する投資家心理の改善から緩やかながらも資金流入の動きは継続しよう。

タイの政権運営に注目

5月20日、タイ全土に戒厳令が発動され、22日には陸軍司令官が憲法停止と全権掌握を発表し、軍によるクーデターが発生した。クーデターで実権を掌握したタイ国家平和秩序評議会が、政局の混迷で影響を受けた経済の立て直しに着手し、6月上旬には経済政策を発表すると見られる。軍事政権はまた、来年度予算(2014年10月-2015年9月)を予定通り編成するほか、総額2兆バーツ(640億米ドル相当)のインフラ整備計画の一部を継続する方針である。インフラ投資の停滞や、観光や小売など消費の落ち込みが懸念される中、軍事政権による政権運営に注目が集まると予想される。

中国景気は持ち直しへ

中国の4月の主要経済指標は、前年比では強弱まちまちの動きとなったが、前月比では固定資産投資を除き、輸出や小売売上高、鉱工業生産などが1-2月をボトムに3-4月にかけて底入れの動きとなっている。当面、景気は内外需の持ち直しに支えられ緩やかに回復していくものと予想される。内需では、4月に打ち出された景気対策が期待されるほか、所得の改善や物価の落ち着きを背景に消費も底堅い動きが見込まれる。外需は、先進国向けの増加などで回復の動きを強めてくるものと考えられる。人民元安や5月の輸出奨励策もこれを後押しするものと見られる。

中国以外のアジア諸国の景気は、全体としてはまだ減速している。しかし、先進国の景気回復が先行き域内全体の輸出増加を通じて景気を下支えしていくと見られ、今後は緩やかな回復に向かうことが予想される。ただ、タイについては政情混乱から景気後退懸念が強まっており、留意が必要と思われる。

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
換金時手数料：公社債投信 1万口当たり上限108円（税抜100円）
その他の投資信託にはありません
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すべての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。