



## コラム

## 「柏原延行」の Market View

## #105 日経平均株価は上昇基調を取り戻したのか？

皆さま こんにちは。

アセットマネジメントOneで、チーフ・グローバル・ストラテジストを務めます柏原延行です。

学生時代を海の側で育った私は、一度潮に流され、危うく遭難しかねない状況に陥ったことがあります。瀬戸内であってすら、潮の流れを読み違ふと怖い思いをするものです。

- ・ 北朝鮮を巡るニュースがメディアの紙面を大きく飾る中で、市場の潮目が変わった可能性、具体的には日経平均株価が（緩やかながらも）上昇基調を取り戻した可能性がある。
- ・ 米10年国債利回りは4月下旬に、ついに3%台まで上昇（シンボリックな材料）。適温経済・相場（ゴルディロックス経済・相場）がいよいよ終焉するシグナルか？（なお、筆者は適温経済・相場終焉後に、我が国株式市場の投資環境はむしろ**改善する**と考えています）。
- ・ 通常、ゴルディロックス終焉は市場の下落要因であると捉えられるにも関わらず、「我が国の株式市場が下値を切り上げ、かつ円安・米ドル高が進展していること」をどのように評価するかが（将来の）市場予測のポイントと思われる。
- ・ 今年の初頭に起こった我が国株価の下落、円高・米ドル安という流れの潮目が変わった可能性に注目したい。

米10年国債利回り（以下 利回り）は、4月下旬に一時3%台にまで上昇しました。

適温経済・相場（ゴルディロックス経済・相場）の構成要素がなにであるかには議論がありますが、米国の金利安定が有力な構成要素であることに異議を唱える方は少ないのではないのでしょうか？

私は、利回りの3%超えは、ゴルディロックス終焉のシグナルであると考えています。

一般的には、ゴルディロックスの終焉は株価の下落要因とされることが多いと思われませんが、終焉後の我が国株式を巡る投資環境は、かえって改善すると私が考えていることは、2018年の最初のコラムでお伝えした通りです（2018年1月5日付「[#89 日経平均株価の上値は27,000円を見込む](#)」）。

利回りの3%台への到達は、シンボリック（象徴的）な材料であるにも関わらず、我が国の日経平均株価は、執筆時点で22,500円前後で推移しており、2018年の終値ベースの安値約20,600円(3月23日)から下値を切り上げています（利回り上昇は、投資の落ち込み、米国のインフレ懸念、利上げの加速などの連想を生み、通常は株価の悪材料と捉えられると考えます）。

※本資料中の図表などは、将来の経済、市況、その他の投資環境にかかる動向などを示唆、保証するものではありません。

※巻末の投資信託に係るリスクと費用およびご注意事項を必ずお読みください。

もちろん、北朝鮮問題の緊張緩和がプラス材料として働いているとの解説はあり得るのですが、私には、この問題が今年の我が国株式市場に大きなマイナス材料として働いていたという感覚がありません。

むしろ、我が国の国会の混乱は継続していますし、通商問題も解決の道筋がつかないという評価は困難であり、悪材料は山積している状況だと思っています。

そして、このような状況の中で、利回りがシンボリックな3%に到達したにも関わらず、「我が国の株式市場が下値を切り上げていること、為替市場で円安・米ドル高で推移していること」を軽視してはいけな~~い~~と

特に、米ドル/円の動きを追った場合、2017年は利回り上昇時に、円安・米ドル高になる傾向が鮮明でした（図表1、日米金利差の拡大を理由とする）。

実はこの関係は、日経平均株価が下落基調に入った時期（2018年の高値は1月23日の約24,100円、安値も（3月の）23日）に、先立つ2018年1月上旬頃から既に失われていました（図表2 緑の部分 この時点だけを考えれば、株価下落の先行指標となっていたという考え方も成り立ちます）。

しかし、4月頃から、利回り上昇時に円安・米ドル高が進展するという2017年と同様の動きを取り戻しているように見えます（図表2 為替については、2018年2月1日付「[#93 2018年を通しては、今より米ドル高・円安を見込む（その1）](#)」をご参照）。

図表1：米ドル/円と米10年国債利回り（2017年）



図表2：米ドル/円と米10年国債利回り（2018年）



出所：ブルームバーグのデータを基にアセットマネジメントOneが作成

そして、私はこの利回り上昇時に円安・米ドル高が進展するという市場の反応が、2018年の前半にあった我が国株式の下落という流れの潮目が変わった証しではないかと考えています。

なお、この主張に対しては、利回りの上昇を受け、米国の株式市場は、停滞しているとの反論が可能であると思われます。しかし、私は、2017年後半から2018年1月までの米国株式市場は上昇のテンポが速すぎたと考えており、米株式市場は利回り上昇の影響を我が国株式市場以上に受けやすいと考えます。

（2018年5月2日 9:45執筆）

#### 【当資料で使用している指数についての留意事項】

「日経平均株価」は、株式会社日本経済新聞社によって独自に開発された手法によって、算出される著作物であり、株式会社日本経済新聞社は、「日経平均株価」自体および「日経平均株価」を算定する手法に対して、著作権その他一切の知的財産権を有しています。

※本資料中の図表などは、将来の経済、市況、その他の投資環境にかかる動向などを示唆、保証するものではありません。

※巻末の投資信託に係るリスクと費用およびご注意事項を必ずお読みください。

# 投資信託に係るリスクと費用およびご注意事項

## 【投資信託に係るリスクと費用】

### ● 投資信託に係るリスクについて

投資信託は、株式、債券および不動産投資信託証券（REIT）などの値動きのある有価証券等（外貨建資産には為替リスクもあります。）に投資をしますので、市場環境、組入有価証券の発行者に係る信用状況等の変化により基準価額は変動します。このため、投資者の皆さまの投資元本は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。ファンドの運用による損益はすべて投資者の皆さまに帰属します。また、投資信託は預貯金とは異なります。

### ● 投資信託に係る費用について

[ご投資いただくお客さまには以下の費用をご負担いただきます。]

#### ■ お客さまが直接的に負担する費用

購入時手数料：上限3.78%（税込）

換金時手数料：換金の価額の水準等により変動する場合があるため、あらかじめ上限の料率等を示すことができません。

信託財産留保額：上限0.5%

#### ■ お客さま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）：上限 年率2.6824%（税込）

※上記は基本的な料率の状況を示したものであり、成功報酬制を採用するファンドについては、成功報酬額の加算によってご負担いただく費用が上記の上限を超過する場合があります。成功報酬額は基準価額の水準等により変動するため、あらかじめ上限の額等を示すことができません。

#### ■ その他費用・手数料

上記以外に保有期間等に応じてご負担いただく費用があります。投資信託説明書（交付目論見書）等でご確認ください。その他費用・手数料については定期的に見直されるものや売買条件等により異なるため、あらかじめ当該費用（上限額等を含む）を表示することはできません。

※ 手数料等の合計額については、購入金額や保有期間等に応じて異なりますので、あらかじめ表示することはできません。

※ 上記に記載しているリスクや費用項目につきましては、一般的な投資信託を想定しております。費用の料率につきましては、アセットマネジメントOne株式会社が運用するすべての投資信託のうち、徴収するそれぞれの費用における最高の料率を記載しております。

※ 投資信託は、個別の投資信託ごとに投資対象資産の種類や投資制限、取引市場、投資対象国が異なることから、リスクの内容や性質、費用が異なります。投資信託をお申し込みの際は、販売会社から投資信託説明書（交付目論見書）をあらかじめ、または同時にお渡ししますので、必ずお受け取りになり、内容をよくお読みいただきご確認のうえ、お客さまご自身が投資に関してご判断ください。

※ 税法が改正された場合等には、税込手数料等が変更となることがあります。

## 【ご注意事項】

- 当資料は、アセットマネジメントOne株式会社が作成したものです。
- 当資料は、情報提供を目的とするものであり、投資家に対する投資勧誘を目的とするものではありません。
- 当資料は、アセットマネジメントOne株式会社が信頼できると判断したデータにより作成しておりますが、その内容の完全性、正確性について、同社が保証するものではありません。また掲載データは過去の実績であり、将来の運用成果を保証するものではありません。
- 当資料における内容は作成時点のものであり、今後予告なく変更される場合があります。
- 投資信託は、
  1. 預金等や保険契約ではありません。また、預金保険機構および保険契約者保護機構の保護の対象ではありません。加えて、証券会社を通して購入していない場合には投資者保護基金の対象ではありません。
  2. 購入金額について元本保証および利回り保証のいずれもありません。
  3. 投資した資産の価値が減少して購入金額を下回る場合がありますが、これによる損失は購入者が負担することとなります。