

情報提供用資料

2017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.15

岡三アセットマネジメント株式会社  
投資情報部

# 国内株式

## 世界同時景気拡大を背景に、年末にかけて上値を試す動きへ

日本	11月28日	12-2月の予想レンジ
日経平均株価	22486.24円	21000円～23700円
TOPIX	1772.07p	1650p～1900p



### 相場上昇の第2弾へ

9月中旬以降の相場上昇で、海外株式市場と比較した日本株式の出遅れ感はほぼ解消されたと考えています。業績発表も一巡し、今後は、相場の主役がヘッジファンドなどの足の速い短期・投機筋から腰を落着けた年金などの長期投資家に移っていくことが期待されます。一方、これまで市場をサポートしてきた「世界同時景気拡大」、「底堅い企業収益」、「緩和的な金融政策」に変化はありません。

### 日本株式に有利な相場展開

世界経済が同時に拡大する現在のような局面では、海外市場と比較してより景気敏感と考えられる日本株式が、他市場にアウトパフォームすることが期待されます。世界経済の拡大が輸送用機器や電機、機械などの外需関連セクターの収益を押し上げると考えられます。また、コネクテッドカー、自動運転、IoT、データセンター向けなどの半導体需要が急拡大していることや、世界中の企業が人手不足に直面し、生産性向上のために工場の自動化投資を積極化していることが、日本のテクノロジー企業への追い風になると考えます。

### 高まる銘柄選別色

これまでのインデックス先物に先導された相場から、今後は銘柄選別色の強い相場に移行すると考えます。企業物価の上昇率が消費者物価を上回る環境では、最終消費に近い川下セクターよりも値上げが可能な原材料などの川上セクターに資金が集まると予想されます。川下セクターでも、ブランド力があり、値上げが可能な企業が好まれると思われます。

### 当面は上値を試す展開

北朝鮮問題、中国経済の急減速、米国で減税法案が頓挫することがリスクです。また、世界中の金融市場で高値警戒感とボラティリティが高まっていることには注意が必要です。一方、企業の想定為替レートは現在よりも円高水準なので、年度末にかけて、通期収益ガイダンスの上方修正が見込まれます。下値は日銀のETF買いが支えると期待しています。

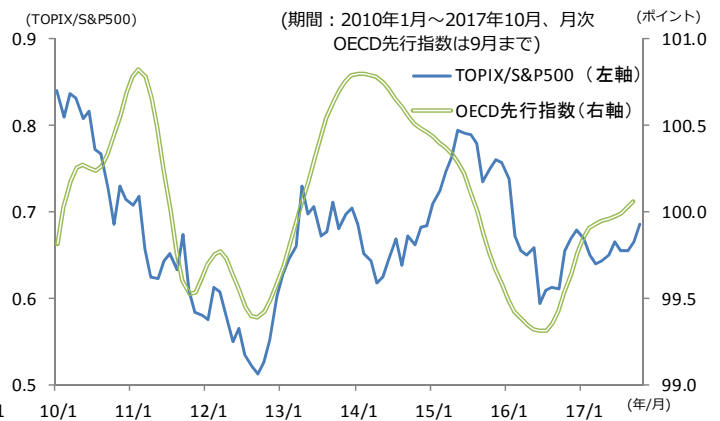
これまでのような急激な相場上昇は期待できませんが、12月の米連邦公開市場委員会(FOMC)前後までは上下を繰り返しながらも、緩やかに上昇する相場を予想します。米国で税制改革の審議が進み、来年以降の米国経済の成長期待が高まれば、日本株式にとっても、もう一段の追い風になると考えられます。

(円) 日経平均株価の推移



(注) 日経平均株価の期間は2015年1月～2017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

G7先行指数(OECD)と日本株式/米国株式



※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

## 年末商戦、税制改革への期待を背景に一段高へ

米国	11月28日	12-2月の予想レンジ
NYダウ	23836.71ドル	22500ドル～25000ドル
S&P500指数	2627.04p	2500p～2750p



### 世界景気の拡大を背景に高値圏で推移

世界同時景気拡大や税制改革への期待を背景に、NYダウは23000ドルを超えて、歴史的な高値圏で推移しています。ISMの製造業・非製造業景況指数や消費者信頼感指数が示すとおり、国内の経済活動は力強く拡大し、年初来のドル安も多国籍企業の収益への追い風になると考えられます。税制改革についても、既にある程度は株価に織り込まれていますが、今後、詳細の議論が進む過程で、さらに織込みが進むと思われれます。

### 税制改革法案は下院を通過

税制改革法案がこれまでに下院を通過しましたが、上院での審議には曲折があると予想されます。上院には、トランプ大統領に反旗を翻し、既に減税法案に反対の意向を示す共和党議員が複数存在するためです。上院を通過しても、その後に上院案と下院案の擦り合わせが行われます。法案が最終的に成立する可能性は、12月までで30%、来年4月までで70%程度と見積もっています。減税が経済や企業収益に与える好影響が目に見えてくるのは来年後半になると考えられますが、減税の実現可能性が高まっていく過程で「期待」が株価をさらに押し上げると考えられています。法人税率が35%から20%に引き下げ

られれば、その分は株主、従業員などに還元され、いくつかの経路をたどって株価を押し上げることになると考えられます。レパトリ減税によって、ITや医薬品企業が海外に保有するキャッシュを国内に戻せば、その資金は成長投資や自社株買いに使われ、株価を引き上げることになりそうです。

### 期待される年末商戦

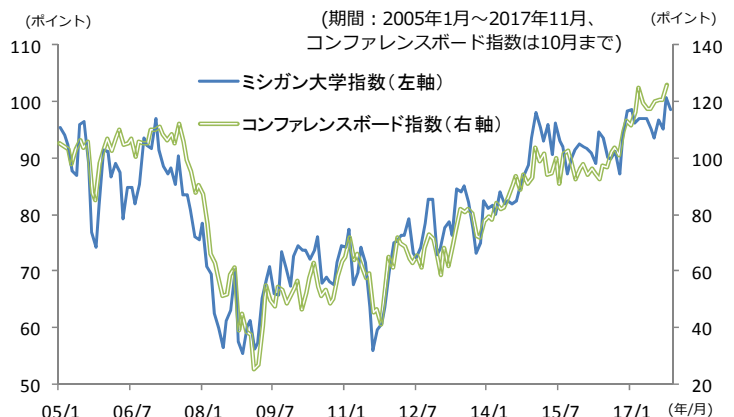
全米小売業協会は、今年の年末商戦の売上げが昨年を3.6-4.0%上回ると予想しています。失業率の低下、株価の上昇による資産効果、減税に対する期待が背景にあると思われれます。また、利用する販売チャネルのアンケートでは、オンラインの59%が百貨店の57%を初めて上回りました。小売セクターにおける、アマゾンとウォルマートの主導権争いがさらに熾烈になることが予想されます。

良好なマクロ環境、力強い企業収益、減税への期待を背景に当面、株式市場は上値を追う展開が継続すると考えています。しかし、12月に入り、税制改革の目途が立ち、連邦準備制度理事会（FRB）が利上げを行えば、材料出尽くしから、株式市場は一旦は、上値の重い展開に移行する可能性があると考えられます。

NYダウの推移



消費者信頼感指数



(注) NYダウの期間は2015年1月～2017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。

## 収益環境は内外需とも良好。米国株式とともに上昇へ

欧州	11月28日	12-2月の予想レンジ
STOXXヨーロッパ600指数	387.02p	370p~410p



### 外需に加えて内需も改善へ

ユーロ圏の実質GDP（前年比）は2013年7-9月期以降、17四半期連続でプラス成長を続け、2016年10-12月期以降は4四半期連続で成長率が加速しました。企業景況感や消費者信頼感も歴史的な高水準で推移しています。成長の牽引役は、アジア向けを中心とした外需に加えて、欧州中央銀行（ECB）の非伝統的な金融緩和策を受けて拡大に転じた信用創造の恩恵を受ける内需にも広がってきました。

リーマン危機後、雇用環境が順調に改善してきたドイツでは、南部のバーデンビュルテンベルク州やバイエルン州では、人手不足が深刻になってきました。人手不足が生産のボトルネックになるか、逆に賃金の上昇を通して個人消費を加速させるかを見極めるべき局面に入ってきたと言えます。

### ドイツで連立交渉が決裂

9月に行われたドイツの連邦議会選では、メルケル首相率いるキリスト教民主・社会同盟が第一党となりましたが、自由民主党、緑の党との連立交渉が決裂しました。欧州統合、移民、環境に対する3陣営の意見集約の難しさが露呈した形です。今後は、一度下野を発表した社会民主党との大連立、少数与

党としての政権運営、再選挙、自由民主党との再交渉などの可能性があります。いずれのケースでも、メルケル氏の政治基盤は著しく弱体化し、「メルクロン」と呼ばれる独仏が主導する欧州統合深化の動きに黄信号が灯ることになると考えられます。

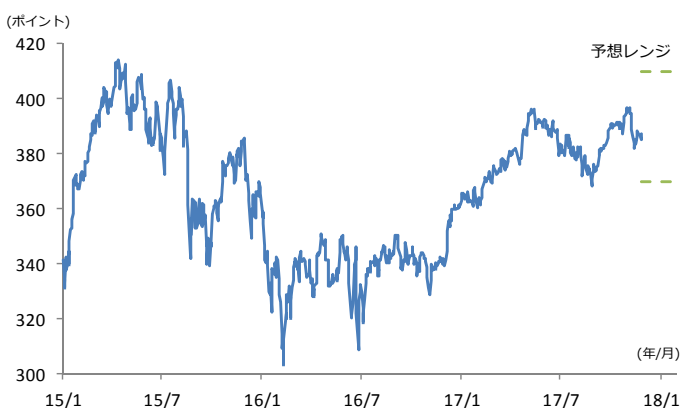
### 力強い企業の景況感・収益環境

域内企業の収益性（ROE）はマクロ環境の改善や企業景況感の上昇とともに順調に回復してきました。市場参加者の予想によれば、域内の代表的な企業の今後12カ月の収益成長率は15%を超えています。

一方、国際通貨基金（IMF）はユーロ圏の2018年の経済成長率が、2017年の2.1%から1.9%に減速すると予想しています。域内の経済・企業活動は、しばらくは歴史的な高水準で推移すると思われませんが、中期的には、その先を見通す必要があるかも知れません。

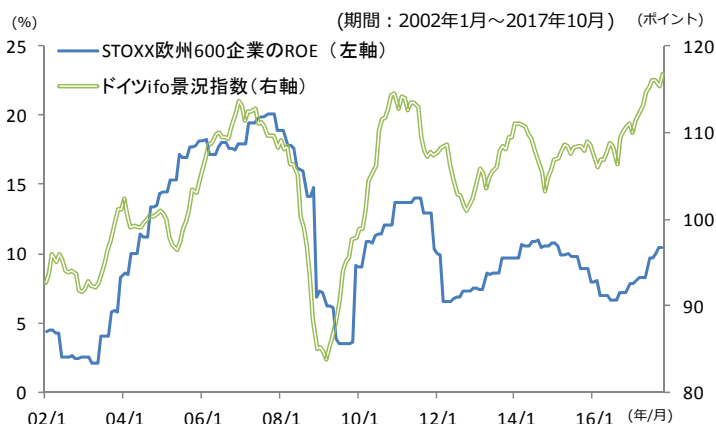
欧州株式のバリュエーションは米国よりも割安な水準にあります。世界同時景気拡大の恩恵を受ける輸出セクターとともに、内需セクターが牽引する形で、もうしばらく欧州株式は堅調な展開を続けると考えています。

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2015年1月～2017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

欧州企業の自己資本利益率（ROE）とドイツ景況指数



※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。



## マクロ・ミクロ環境は良好。ハト派の米連銀次期議長も追い風

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	711.07p	680p~760p



### 共産党大会後の中国経済

これまで市場では、共産党大会後に、負債比率の引下げ（デレバレッジ）を目的とした金融引き締めや国有企業改革、公共投資の一巡を受けて、景気が減速もしくは失速することが懸念されていました。足元では、金融引締めへの警戒感がやや高まってきましたが、これまでに発表された指標からは、幾分の減速は見えても、失速の兆しは見えません。我が国から中国への電子部品などの輸出数量も底堅く推移しています。工業企業の総利益も、素材産業の余剰設備の廃棄、国有企業の経営効率化の動きなどを背景に、生産者物価の上昇に歩調を合わせる形で、拡大しています。11月11日の「独身の日」にEコマースのアリババは1日で2兆8000億円を超える売上げを記録し、年末に税制優遇が切れる自動車の来年の販売見込みも楽観的です。

### 上昇が続くテクノロジーセクター

中国のアリババ、テンセント、韓国のサムスン電子、台湾の台湾セミコンダクターなどのテクノロジー企業の株価上昇が続いています。中国の2社は、チャット、買い物、支払い、ゲーム、音楽、金融など、中国人の行動のほとんどを収益に結びつける

（マネタイズする）ビジネスモデルを確立し、21世紀の中国を代表する企業に成長しました。サムスン電子、台湾セミコンダクターは、アップルへの電子部品供給のみならず、IoT、車載、データセンター向けなど新たな半導体需要の拡大の恩恵を受けることになりそうです。こうした新世代の長期ストーリーを背景に、これらのセクターの株価は、もうしばらく上昇を続けると考えています。

### 当面は上昇基調を継続

FRBのイエレン議長の後任としてハト派とみられるパウエル理事が昇格する見通しとなったことは、アジア株式にとってもプラス材料だと思われます。米国で利上げスピードが速まらなければ、ドルが安定し、新興国からの「資金逃避」も進まないと考えられるからです。商品価格の安定も追い風になりそうです。アジア株式市場は、足元の底堅いマクロ環境を受けて、しばらく上昇を続ける可能性があります。しかし、中期的には、共産党大会後の金融引き締めが経済に与える影響を見極める必要があり、半導体セクターでも、設備・供給の拡大によって、企業のマージンが今後どのように推移するかを継続的にモニターする必要があると考えています。

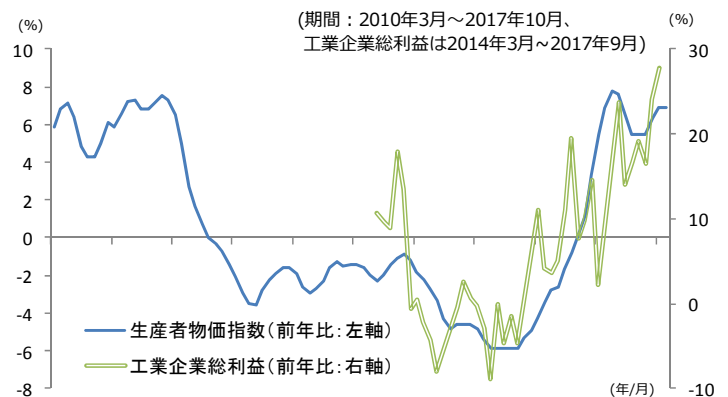
MSCIアジア (除く日本) 指数の推移



(注) MSCIアジア (除く日本) 指数の期間は2015年1月~2017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

中国の生産者物価と工業企業の総利益

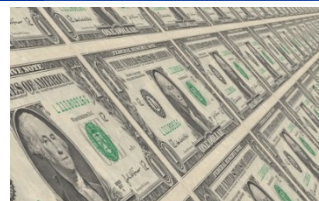


※上記の予想レンジや見通しは投資情報部の見解であり、ファンドの運用方針とは異なる場合があります。

# 内外債券 | 長期金利

## 米欧金利は上がりにくい展開へ。国内金利は低位安定

10年国債利回り	11月28日	12-2月の予想レンジ
日本	0.04%	0%~0.12%
米国	2.33%	2.2%~2.6%
ドイツ	0.34%	0.25%~0.8%



### 日銀は現行の金融緩和策を継続する見通し

日銀の黒田総裁はスイスでの講演で、政策金利を、それ以上引き下げると、銀行部門が脆弱化し、金融仲介機能が阻害され、金融緩和効果を相殺してしまう「リバーサル・レート」という考え方に言及しました。これまでの複数の政策委員による講演内容からも、日銀が2%のCPI目標に固執せず、より柔軟な姿勢に転換する兆しが見えてきたと考えています。

一方、足元の消費者物価指数（コア）は前年比+0.7%にとどまり、今後も低水準で推移することが想定されるため、日銀は現在の長短金利操作付き量的・質的金融緩和政策を継続すると考えられています。そのため、10年国債利回りも当面、上限を0.12%程度とするレンジ内で安定した動きが続くと予想しています。FRBが利上げを進めるなか、当面は海外からの金利上昇圧力と、金利を低位に抑えたい日銀とのせめぎ合いが続くと考えます。

### 米国のイールドカーブは平坦化

実質GDP成長率が2四半期連続で3%台に乗せ、企業や消費者の景況指数が歴史的な高水準で推移する環境下で、短期金利が上昇する一方、10年国

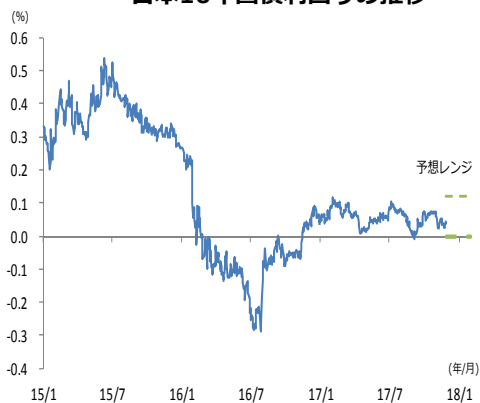
債利回りは2.5%を超えられず、イールドカーブの平坦化（長短金利差の縮小）が鮮明になってきました。低所得のパートタイマーが増え、賃金上昇率が想定ほど加速せず、アマゾン効果もあって物価が上がりにくいことや、長期債への根強い需要が背景にあると思われます。

2月に退任するイエレンFRB議長の後任にはパウエル理事が昇格する見込みです。基本的に同氏は前任者の政策を踏襲することが想定されているため、就任後に急速な利上げが市場を混乱させることは想定していません。3カ月程度の視野では、金融政策の正常化を背景に、長期金利は上昇しても2.6%程度にとどまると考えています。

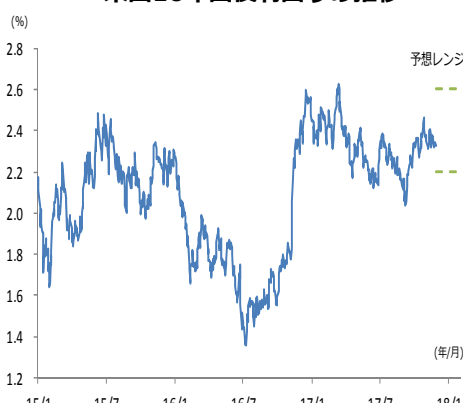
### ユーロ圏の長期金利も上がりにくい展開

ECBは、1月から月300億ユーロ程度に減額した債券購入を9月まで続ける見通しです。ECBがFRBに追随して金融政策の正常化を進めるなか、欧州の長期金利にも上昇圧力のかかりやすい展開が続く一方、ドイツの政局を巡る不透明感が上値を抑える可能性があります。ただ、長期的には、米独の長期金利格差は歴史的な水準まで拡大しているため、欧州の長期金利の上昇幅は米国よりも大きくなる可能性があると考えます。

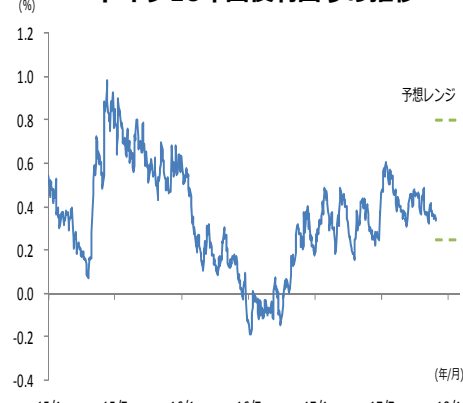
日本10年国債利回りの推移



米国10年国債利回りの推移



ドイツ10年国債利回りの推移



(注) グラフの期間は2015年1月~2017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。

# 外国為替

## ドル円はレンジ内の展開。ユーロドルもしばらく膠着状態

外国為替	11月28日	12-2月の予想レンジ
ドル円	111.48円	107円～116円
ユーロドル	1.18ドル	1.12ドル～1.22ドル
ユーロ円	132.00円	127円～137円



### ドル円相場はレンジ内の展開

ドル円レートは年初来、108円と115円を挟むレンジ内で推移してきました。足元では、米国景気の堅調さを背景に米国の短期金利が上昇しても、ドル高が進みにくい展開が続いています。

FRBが金融政策の正常化を粛々と進める一方、日銀は現在の緩和的な金融政策をしばらく継続すること、税制改革が米国の成長率を加速する可能性があることは、ドル買い材料になると思われます。さらに、共和党、民主党ともに導入に前向きな、米国企業の海外留保利益を低税率で本国に回帰させる「レパトリ減税」の実行可能性が高まれば、一段のドル高要因になると考えます。

一方、トランプ大統領を巡る政局の不透明感や北朝鮮との緊張が高まれば、安全通貨と考えられる円が買われる展開が想定されます。また、本邦の対外収支の改善が進み、経常収支に加えて貿易収支も黒字が定着してきたことも円高要因になると考えます。

当面、こうした材料に注目が集まっても、大きく市場を動かすことにはならず、影響も一時的にとどまるため、ドル円レートは、今後もレンジ内で推移すると考えています。

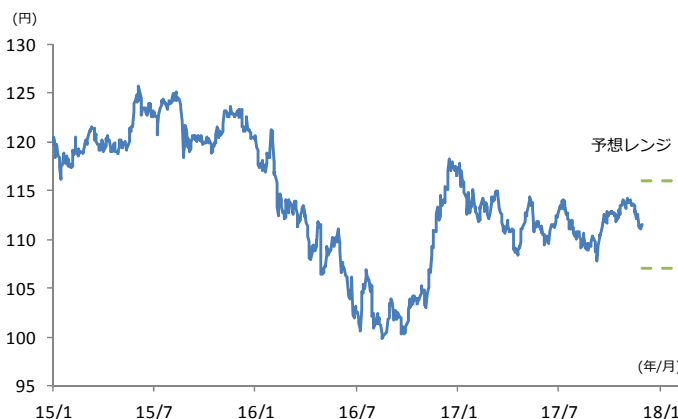
### ユーロドル相場もしばらく膠着状態

FRBとECBの金融政策を比較すると、正常化のステージではFRBが先行していますが、今後の長短金利の上昇余地はユーロ圏の方が大きいと判断されます。FRBの次期議長に、ハト派と考えられるパウエル理事の昇格が見込まれることから、米国の金利が急上昇することは見込んでいません。一方、ドイツでメルケル首相の連立交渉が決裂し、ユーロに対する信認が揺らいでいることから、ユーロドル相場はしばらく膠着状態が続くと予想しています。

ドルの各貿易相手国通貨に対する強さを加重平均した「ドルインデックス」は、これまで6年程度上昇し、ほぼ9年間下落するサイクルを描いてきました。このサイクルに基づけば、ドルインデックスは16年にピークを打った可能性があります。そのため、ユーロドルレートについても、短期的なノイズはあっても、中長期的には緩やかにドル安が進むと考えています。

ユーロ円については、先物市場でユーロの買い持ちポジションと円の売り持ちポジションが高水準で推移していることから、何らかのきっかけで、円高ユーロ安が急激に進む可能性があります。

ドル円相場の推移



ユーロドル相場の推移



(注) グラフの期間は2015年1月～2017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  
**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）