

情報提供用資料

2018年1月30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.17

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

## 賃上げで高まる「デフレ脱却」と内需セクターへの期待

日本	1月29日	2-4月の予想レンジ
日経平均株価	23629.34円	22500円～25500円
TOPIX	1880.45p	1780p～2030p



### 年明け以降に急上昇

日経平均株価は年明け後の3営業日に1000円を超える上昇を記録し、その後も高値圏で推移しています。米国で減税が決まったことから、金融市場でリスクをとる姿勢が拡がり、債券から株式への資金シフトが発生したことや、国内企業の収益上方修正が相次いだことが背景にあったと考えています。過去を振り返れば、大発会を含む年明けの5営業日に1000円を超えて上昇した年(88年、94年)の日経平均株価は通年で平均27%上昇しました。国際通貨基金(IMF)が今年と来年の世界のGDP成長率予想を上方修正したことも、相対的に景気敏感と考えられる日本株式の上昇に拍車をかけました。

### 注目される春闘とデフレ脱却

政府は春闘を控えて企業経営者に3%の賃上げを要請しています。官製賃上げの是非については意見が分かれますが、今春に例年以上の賃上げが実現すれば、「企業が賃上げを行い、懐が温まった個人が消費意欲を高め、値上げや売上げ増加で利益を高めた企業がさらに賃上げや設備投資を行う」という好循環が生まれ、経済全体がデフレから脱却する可能性が高まると考えています。その結果、内需産業の価格決定力が高まり、人手不足セクターがさらに効率

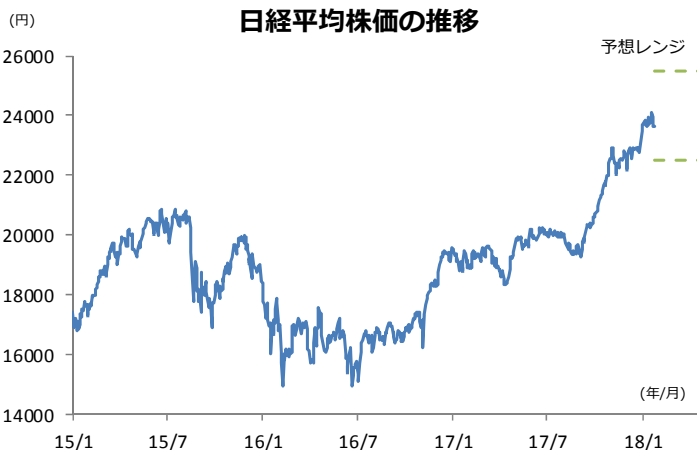
化投資を推進すれば、生産性が高まり、中長期的に収益力を大幅に高めることが可能になると考えます。

### 株式市場の為替離れ

ここ数カ月、為替市場で円安が進まなくても、株式市場が上昇する「株式市場の為替離れ」が鮮明になってきました。近年は生産を海外に移し、1ドル=100円でも利益が出る外需企業が増加するとともに、デフレ脱却への期待を背景に内需企業の存在感も高まってきました。そのため、上場企業の収益と為替レートの関係は以前より薄れてきたと考えられます。今後この傾向が継続するかどうか注目しています。

### 当面、緩やかに上昇する展開を予想

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、緩和的な金融政策というストーリーに変化はありません。足元で進む円高や北朝鮮情勢に対する警戒は必要ですが、国内株式は今後も緩やかに上昇する展開が続くと考えます。当面はセクター間よりも銘柄間の跛行色が強まる相場が予想されます。また、インフレ、金融政策に対する市場参加者の見通しの変化にあわせて、相場の主役が機械や半導体関連に代表される成長株と銀行などの割安株に循環しながらも、市場全体が上昇する展開を想定しています。



(注) 日経平均株価の期間は2015年1月～2018年1月29日

(出所) Bloomberg、IMF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。

### 国際通貨基金 (IMF) の成長率予想 (%)

	2018年		2019年	
		修正*		修正*
世界	3.9	0.2	3.9	0.2
先進国	2.3	0.3	2.2	0.4
米国	2.7	0.4	2.5	0.6
日本	1.2	0.5	0.9	0.1
ユーロ圏	2.2	0.3	2.0	0.3
新興国	4.9	0.0	5.0	0.0
中国	6.6	0.1	6.4	0.1
インド	7.4	0.0	7.8	0.0

(\*) 前回予想 (2017年10月) からの修正

# 米国株式

## 税制改革法の経済・企業収益への好影響が当面の焦点に

米国	1月29日	2-4月の予想レンジ
NYダウ	26439.48ドル	24500ドル～28000ドル
S&P500指数	2853.53p	2650p～3000p



### 高値更新を続けるNYダウ

NYダウは歴史的な高値の更新を続けています。25000ドルを超えて、26000ドルに到達するまでにかかった日数はわずか9日でした。トランプ減税への「期待」や世界同時景気拡大とともに、景気拡大が続いても低インフレを背景に金融引締めが進まない「適温(Goldilocks)経済」がしばらく続くとの思惑も株価を押し上げたと考えています。しかし、足元の株式市場はトランプ減税の「企業収益を押し上げるプラス効果」と「景気を過熱させ、インフレを招くマイナス効果」のうち、先行するプラス効果のみを先取りしていると考えています。

### 税制改革法の好影響が当面の焦点に

減税が実際のマクロ統計に好影響を与えるのは年中盤以降、企業収益への好影響も1-3月期の決算発表以降になりますが、市場参加者は早くも収益予想の上方修正を始めています。一部の銀行は、欠損金の繰延資産取崩しで一時的に損失を計上しましたが、法人税率の引下げで浮いた収益やレパトリ減税によって国内に回帰した資金は株主、従業員、取引業者、顧客などのステークホルダーに幅広く還元され、最終的にはマクロレベルの企業収益や株価を押し上げ

ることに繋がると考えられます。実際、いくつかの企業は既にボーナス支給、賃上げ、新規の国内設備投資・採用計画を発表しました。これまでの原油価格の上昇やドル安トレンドも今後の収益拡大に寄与すると考えます。

### トランプ大統領2年目

トランプ大統領は就任2年目に入りました。これまで外交・安全保障や移民政策では国内外から様々な非難を浴びてきましたが、経済については、就任前から始まっていた循環的な景気拡大にうまく便乗し、就任式以降、株価は30%超上昇しました。市場参加者は、同氏悲願の税制改革が一時的な需要喚起に終わるか、持続的な成長率の引上げに繋がるかを見極める必要があると考えます。

### 上昇基調が継続か

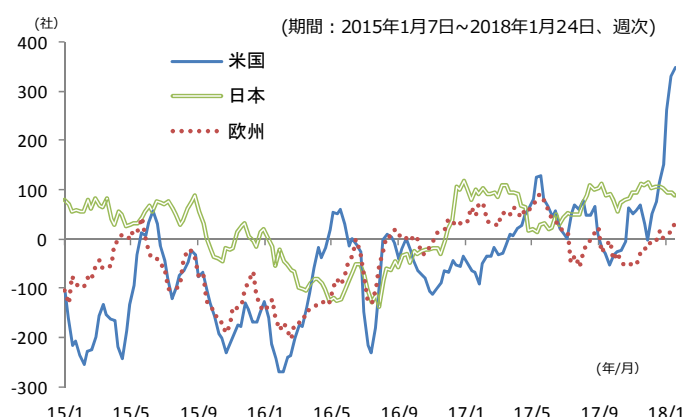
これまでの上昇が急だったことから、目先は株式市場が短期的に調整する可能性も否定できません。しかし、年末まで2桁の増益率が継続することが見込まれ、当面、景気が過熱して利上げスピードが加速することも想定していません。そのため、株式市場は年央にかけて上昇基調を維持すると考えています。

NYダウの推移



(注) NYダウの期間は2015年1月～2018年1月29日  
(出所) Bloombergのデータより岡三アセットマネジメント作成

各国・地域の企業収益リビジョンレシオ



(注) リビジョンレシオは、アナリスト予想が「上方修正された企業数-下方修正された企業数」で算出。(出所) Thomson Reuters Datastream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。

# 欧州株式

## 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	1月29日	2-4月の予想レンジ
STOXXヨーロッパ600指数	399.80p	370p~430p



### ユーロ圏の経済は好調持続

ユーロ圏の実質GDP(前年比)は4-6月期の+2.4%から7-9月期は+2.8%に加速しました。マークイット社が算出するユーロ圏の企業景況感指数が近年にない高水準で推移していることから、10-12月期に続いて1-3月期のGDPも力強く成長していることが窺われます。また、IMFはユーロ圏の18年、19年の成長率予想をそれぞれ0.3%引き上げました。

このように好調な域内経済や米中に代表される輸出相手国の底堅い需要を受けて、株式市場は2000年のITバブル、07年のサブプライムバブル、15年の中国ショック前以来の高値圏で推移しています。また、昨年央から上昇基調を続ける原油価格も、エネルギー・素材セクターのウェイトが高い欧州の株価指数を押し上げる要因となりました。

### ドイツは財政拡張路線に転換も

9月以降、政治空白が続いているドイツでは、メルケル首相率いるキリスト教民主・社会同盟と社会民主党の大連立が成立する可能性が高まってきました。所得再分配、財政拡張、欧州統合に前向きな社会民主党が政権内で発言力を増せば、「健全財政」の急先鋒と考えられてきたドイツが拡張的な財政政策に

転換する契機になると考えられます。ドイツの財政出動やドイツから南欧諸国へ所得移転が実現すれば、中期的にユーロ圏全体の経済に安定感をもたらし、ユーロ全域の内需セクターの収益を押し上げることになると考えています。

### 足元の好調な景気は将来的にリスク要因に

足元で、欧州株式は域内の好調な経済情勢を受けて高値圏で推移しています。しかし年後半以降を見通せば、現在の好ましい環境に陰りが見え始めることに加えて、ユーロ高、エネルギー価格の下落、米国金利のさらなる上昇が株式市場への中長期的なリスク要因になると考えています。

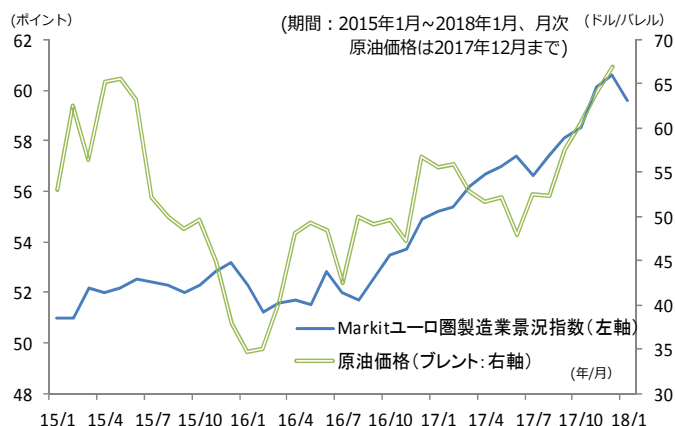
しかし、域内の設備投資サイクルや金融政策を考慮すれば、欧州経済の高成長はもうしばらく継続することが想定されます。3月に予定されているイタリア総選挙前後の波乱には注意が必要ですが、今後3カ月程度では、力強い域内の経済活動と世界同時景気拡大を受けて、内外需セクターともに底堅く推移し、バリュエーションも米国株式よりも割安な水準にあることから、米国株式の動きにあわせる形で欧州株式も堅調な展開を続けると考えています。

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~2018年1月29日(出所) Bloombergのデータより岡三アセットマネジメント作成

ユーロ圏の企業景況感と原油価格



※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。

## 注目される中国のオンライン、韓・台の半導体関連銘柄

アジア	1月29日	2-4月の予想レンジ
MSCI アジア(除く日本)指数	775.33p	720p~810p



### 共産党大会後に急減速が懸念された中国経済

中国の10-12月期の実質GDPは前年比で6.8%成長しました。中国では、昨年秋に行われた5年に一度の共産党大会後に経済活動が急減速すると懸念されていましたが、現時点では、この心配は杞憂に終わる見通しです。しかし、一部のセクターへの資金供給が抑制されていることや、理財商品の規制が強化されていることは、共産党政権が経済全体の負債拡大に歯止めをかける強い意志を持っていることを示しています。その結果、住宅・不動産、インフラなどの固定資産形成の減速が鮮明になってきましたが、それを相殺する形で、イーコマース、IT、テクノロジーなどの成長が加速してきました。中国経済は概ね「減速しても失速はない」というこれまでの見通しどおりに推移しています。

### 成長が期待されるテクノロジーセクター

GDPに占める不動産や建設のウェイトが徐々に低下する一方、ICT（情報通信技術）のウェイトは年々高まっています。インターネット人口が7億人を超え、オンラインのショッピング、資金決済、資産運用、シェアサービスなどの利用者が急増しています。中国はキャッシュレス化の流れでも世界に先行しています。その結果、モバイルデータの通信量が急拡大

し、光ファイバー、データセンターなどの通信インフラとともに消費者との接点となるソフトウェアへの需要にも息の長い拡大が期待されます。このようなトレンドの恩恵を受けるBAT(Baidu, Alibaba, Tencent)に代表される中国のオンライン銘柄や韓国・台湾の半導体関連銘柄が当面、アジア株式を牽引すると予想しています。

### 米国金利の上昇が中長期的な向かい風に

足元で2.6%を超える水準まで上昇してきた米国長期金利がさらに上昇すれば、中長期的にアジア株式の向かい風になる可能性があります。トランプ大統領の減税やインフラ投資が景気を過熱させ、インフレが加速して、米国金利が上昇すれば、アジア株式やアジア通貨から米国への資金逃避が加速することが想定されます。一方、上海の銀行間で取引される人民元の金利が年初来、安定していることは株式市場に買い安心感を与えています。

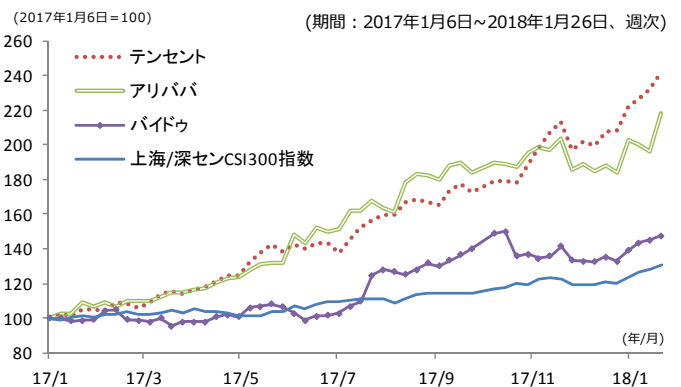
### 当面は緩やかな上昇基調を予想

今後数カ月間のアジア株式は、このような強弱材料が交錯しながらも、世界同時景気拡大と先進国の緩和的な金融政策を背景に緩やかな上昇基調を維持すると考えています。

MSCIアジア (除く日本) 指数の推移



中国テクノロジー企業の株価推移



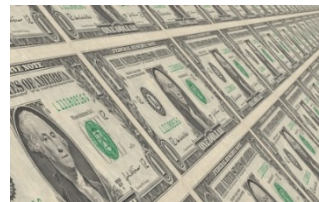
(注) MSCIアジア (除く日本) 指数の期間は2015年1月～2018年1月29日。MSCI指数はMSCI Inc.が算出している指数です。同指数に関する著作権、知的財産権その他一切の権利はMSCI Inc.に帰属します。またMSCI Inc.は、同指数の内容を変更する権利および公表を停止する権利を有しています。

(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。

## 日銀は緩和路線を継続。米国金利も上昇一服へ

10年国債利回り	1月29日	2-4月の予想レンジ
日本	0.09%	0.02%~0.12%
米国	2.69%	2.2%~2.9%
ドイツ	0.69%	0.25%~0.90%



### 日銀は現行の金融緩和策を継続する見通し

直近の日銀政策決定会合では、短期金利を-0.1%、長期金利を0%程度とする従来の金融緩和政策の継続が決まり、展望レポートでも当面の成長率、インフレ見通しが据え置かれました。市場の焦点は4月に任期末を迎える日銀の総裁人事に向かっています。黒田総裁が続投する可能性が高く、当面は現在の緩和路線が継続すると予想しています。18年中に2%のインフレ目標や長期金利のターゲットが変更されることは予想していませんが、日々の市場調節を通して、長期金利がこれまでの目安となっていた0.1%を上回ることを容認したり、資産買入れについてもより柔軟に運用されることが想定されます。政府のデフレ脱却宣言が出されるタイミングにも注目が集まっています。需給ギャップは既にプラス転換し、コアCPIは1%程度まで上昇してきましたが、GDPデフレーターや賃金上昇率は依然として政府の想定を下回っていると思われる。そのため、公式なデフレ脱却宣言はもう少し先になると考えます。短期的には足元の原油高がインフレに与える影響に注意が必要ですが、10年国債利回りは当面、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。

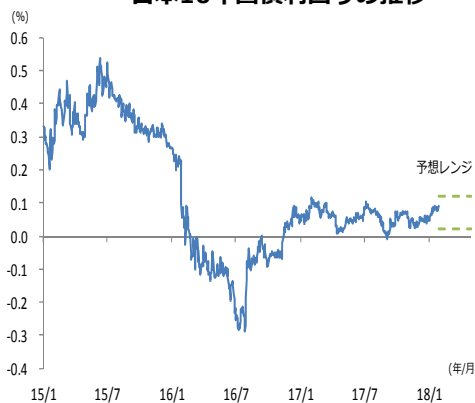
### 米国では安定したインフレ環境の継続を予想

米国の長期金利は期待インフレ率の上昇にあわせて2.6%台まで上昇してきました。為替市場でのドル安の動きとあわせて考えれば、米国から資金が流出していると解釈することもできます。しかし、景気が強くても物価が上がりにくい環境（適温経済）が続きインフレ率は目標とする2%に届いていません。企業が人件費を柔軟にコントロールするために非正規雇用を増やし、AI、IoT、ロボットが人間を代替し、アマゾン効果により小売業の実店舗の従業員数が減れば、賃金や物価が上がりにくくなると思われれます。3カ月程度の視野では、トランプ減税を受けて成長・インフレ期待が一時的に高まり、長期金利が2.9%程度まで上昇しても、その後は安定したインフレを背景に、再度イールドカーブの平坦化（長期金利の低下）が進むと考えています。

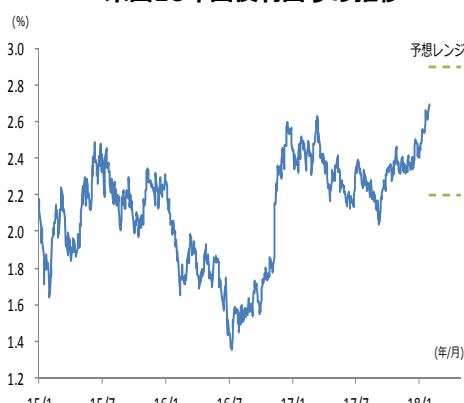
### ユーロ圏でも金利は上がりにくい展開を予想

ユーロ域内経済の拡大を受けて、欧州中央銀行（ECB）による金融正常化のスピードが速まるとの思惑が高まりドイツの長期金利も上昇に転じました。しかし、域内の安定したインフレ環境からはECBの金融政策の正常化が加速するとは考えにくく、欧州の長期金利も上昇しにくい展開が続くと考えます。

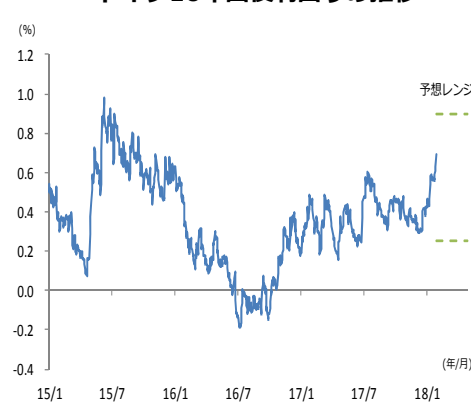
日本10年国債利回りの推移



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~2018年1月29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

## 対円・対ユーロでドルの緩やかな下落基調が続くと予想

外国為替	1月29日	2-4月の予想レンジ
ドル円	108.96円	105円～113円
ユーロドル	1.24ドル	1.20ドル～1.31ドル
ユーロ円	134.91円	130円～140円



### ドル円相場は緩やかなドル安を予想

足元で米国の長期金利が2.6%を超えて上昇しても、ドルは対主要通貨で弱含んでいます。為替レート長期金利離れが鮮明になってきました。直近のムニューシン財務長官によるドル安容認発言もドル安の動きに拍車をかけました。

日米中銀の金融正常化のステージでは米国が明らかに先行していますが、今後の引締め余地の観点からは、中期的に円高圧力がかかりやすい相場展開が想定されます。11月の中間選挙を控えてトランプ政権から貿易赤字の削減や保護主義を進める発言が相次げば、ドル安円高が進むことも想定されます。

4月までの3カ月間では、目先はこれまでの円高ドル安の短期的な揺り戻しも想定されますが、基調としては105円に向けて緩やかな円高ドル安が継続すると予想しています。

### ユーロドルもドル安基調の継続を予想

為替レートの長期金利離れが継続するかどうか、継続するならば、金利が変わって何が次のドライバーになるかが、当面の市場の焦点になると考えます。

米国では、今回の引締めサイクルにおけるFRBの利上げ回数は既に5回を数え、バランスシート縮小

も当初の計画通り粛々と進められる見通しです。一方、ECBは9月まで資産買取りを続けると予想されていますが、域内の景気やインフレ次第では正常化が前倒しされる可能性があります。利上げ開始（マイナス金利の解消）時期も来年以降になると予想されています。今後の利上げ余地や市場へのサプライズの可能性を考えれば、米欧の金融政策の違いはユーロ買い材料になりやすいと考えます。IMFが算出する購買力平価説による均衡為替レートは現在よりもユーロ高を示しています。ユーロ圏と米国の経常収支の格差もユーロ高要因になると考えられます。市場の一部には、直近の人民元高がドル安要因になっているとの意見も聞かれます。

ECBによるユーロ高牽制を受けてドルが一時的に下げ止まる可能性もありますが、今後3カ月ではドルが緩やかに下落する基調が継続すると考えます。

ユーロ円についても、日欧中銀の金融政策に当面大きな変更が想定されないことから、概ねレンジ内で推移すると予想しています。しかし、北朝鮮の動向や両中銀首脳発言、ユーロ買持ち・円売持ちに傾いている先物市場における投機家のポジションにも注視する必要があると考えています。

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～2018年1月29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）