

情報提供用資料

2017年12月28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.16

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

アベノミクスの成果が試される2018年の株式市場

日本	12月22日	1-3月の予想レンジ
日経平均株価	22902.76円	21000円～24000円
TOPIX	1829.08p	1680p～1920p



2018年の相場展望

2018年はアベノミクスが本格始動して5年、コーポレートガバナンス・コードが適用されて3年目を迎えます。この間、政府はデフレ脱却を目標に金融・財政政策に加えて規制緩和、成長戦略を進め、経済構造の変革を促してきました。企業も投資家との対話を通して収益性・生産性を引き上げる取組みを進めてきました。2018年に、これらの努力が実を結び、経済構造・企業の変革が本格的に進み、日本経済が「失われた20年・慢性的なデフレ体質」から脱却し、国内企業の自己資本利益率（ROE）も10%を超える水準まで上昇することが期待されます。

期待される経済の好循環

このシナリオが実現するには、人手不足セクターを中心に企業が賃上げを行い、懐が温まった個人が企業の値上げを受け入れ、利益を増し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る必要があります。この好循環の胎動期には「価格決定力」の強い企業の株価が上昇すると考えます。特に、テクノロジー、機械など技術・競争力を世界に誇る産業や、化粧品、食品など底堅さを見せ始めた内需の恩恵を受けるセクターに注目しています。

PERに拡大余地

2013年以降の日米株式市場の上昇要因を分解すると、米国では企業収益とPER（株価収益率）がバランスよく株価を押し上げてきましたが、日本では企業収益が押し上げた一方、PERはむしろ株価の引下げ要因だったことがわかります。今後、経済が好循環に入り、企業の改革が実を結び、ROEが上昇基調に入ることを通して、PERの拡大が株価の押し上げ要因になっていくと考えます。

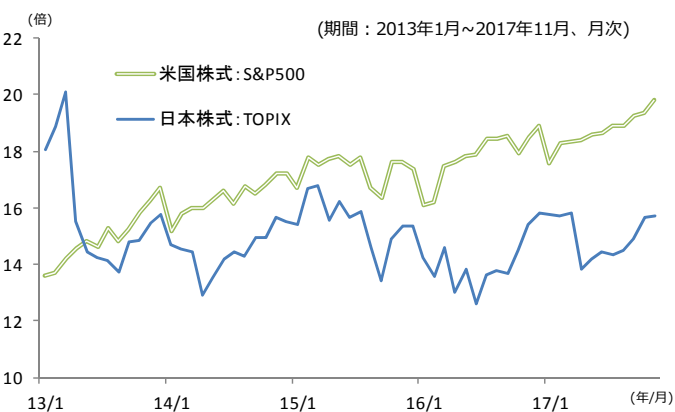
当面、上値を試す展開を予想

12月の日銀短観における企業の想定為替レートは現在よりも円高水準にあることから、3月の期末に向けて、収益の上方修正が株価を押し上げられると見られます。これまでの上昇が急だったことから当面上値の重い展開が予想される米国株式が上昇に転じれば、国内株式も上値を追う展開に戻ると考えます。年明け以降に、北朝鮮関連の地政学リスクが高まれば一時的に相場が崩れることも想定されますが、国内の経済構造・企業の変革、テクノロジー企業の収益拡大を背景に、当面、上値を追う展開が続くと考えています。

(円) 日経平均株価の推移



日米株式の株価収益率（PER）



(注) 日経平均株価の期間は2015年1月～2017年12月27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。

米国株式

減税への「期待相場」から「実際の業績相場」へ

米国	12月22日	1-3月の予想レンジ
NYダウ	24754.06ドル	23000ドル～25800ドル
S&P500指数	2683.34p	2500p～2800p



減税「期待」を受けて高値圏まで上昇

トランプ減税への「期待」や世界同時景気拡大を背景に、NYダウは24000ドルを超えて、歴史的な高値圏まで上昇してきました。11月下旬に一時的に下落したFANGプラス指数（大型ハイテク企業）も高値近くまで値を戻してきました。

税制改革法案が成立

減税規模が10年間で1兆5000億ドルにも及ぶ税制改革法案が大統領の署名を経て成立しました。個人減税は1月から開始されると考えられていますが、税制改革がマクロレベルで経済や企業収益に本格的に寄与し始めるのは年央以降になると思われます。法人税率が35%程度から21%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と考えられます。国内の法人税率引下げの恩恵を受けるのは、大型の多国籍企業よりも、国内売上比率の高い中小型企業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。設備投資の即時償却では、資本財、ITなどの設備投資銘柄が恩恵を受

けると考えられます。個人所得税の軽減、基礎控除の引上げ、相続税の縮小は、富裕層から低所得層まで、家計の消費意欲を高めることを通して、贅沢品から生活必需品まで個人消費関連セクターを潤すことになると考えられます。

期待される業績の押上げ

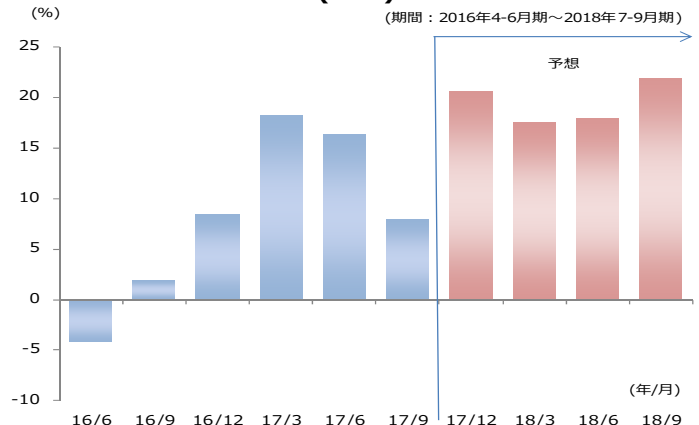
株式市場はこれまで減税への「期待」を背景に上昇してきました。法案が成立したことで、材料出尽くしから、一旦は上値の重い局面を迎える可能性があります。次の段階では個人・法人減税が実際に経済活動を活発化させ、企業収益を押し上げることを通して株式市場は上昇に向かうと思われます。実際に一株当たり利益（EPS）を押し上げるのは春以降になると考えられますが、企業・アナリストからの収益予想の上方修正はその前から始まると思われます。次の上昇相場では減税の恩恵を巡って、セクター・企業間の選別色が一層強まると考えられます。

基本的に、マクロ・収益環境は良好であり、連邦準備制度理事会（FRB）の緩やかな利上げも株式市場の向かい風にはなりにくく、目先は調整しても1-2カ月のうちには再度上値を追う展開に戻っていくと考えています。

NYダウの推移



S&P500の一株利益(EPS)成長率(前年同期比)



(注) NYダウの期間は2015年1月～2017年12月27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。

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	12月22日	1-3月の予想レンジ
STOXXヨーロッパ600指数	390.28p	370p~410p



マクロ経済は引続き堅調

2017年の欧州株式は米国株式をアンダーパフォームしましたが、その要因としては、9月まで続いたユーロ高によって輸出企業が悪影響を受けたことと、米国と比べてテクノロジー企業が少ないことなどが挙げられます。セクター別には、域内経済が良好だったことから、輸出セクターよりも内需の恩恵を受けやすい中小型企業が良好なパフォーマンスを示しました。

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2.6%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や欧州委員会が発表する消費者信頼感指数とも上昇を続けていることから、10-12月期も力強い成長が続いていると予想されます。

期待されるドイツの大連立

9月以降、ドイツでは政治の空白が続いています。国内政治が空転するばかりでなく、フランスのマクロン大統領が進める欧州統合プロセスや英国のEU離脱交渉の障害にもなっています。しかし、18年の早い時期にキリスト教民主・社会同盟と社会民主党の大連立がまとまる可能性が高まってきました。財政拡張や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思われます。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、ユーロ圏全体の経済に安定感をもたらし、ユーロ圏全域の内需セクターの収益を押し上げると考えられます。一方、18年5月までに行われるイタリア総選挙で、EUに対して懐疑的な「五つ星運動」が勢力を伸ばせば、イタリア政局が混乱に陥り、欧州株式、ユーロが売られるリスクが高まると考えられます。英国についても、EU離脱交渉が第二弾（離脱後の通商交渉）に移りますが、当面将来の不透明感は払拭できないと考えています。

景気敏感セクターに注目

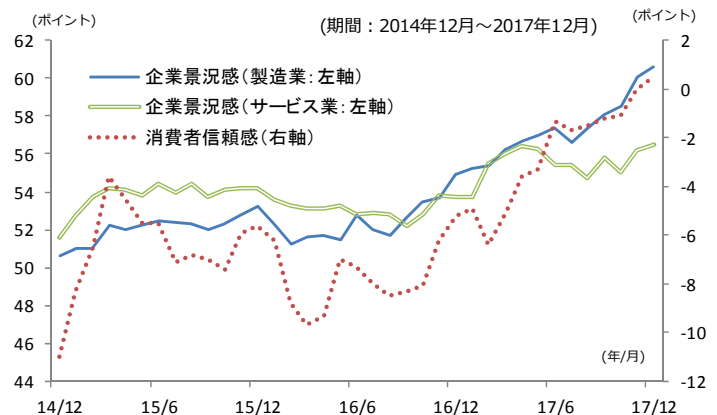
欧州株式のバリュエーションは米国よりも割安な水準にあります。力強い域内の経済活動と世界同時景気拡大を受けて、内外需セクターともに底堅く推移すると思われます。セクター別には、ディフェンシブよりも景気敏感を選好し、欧州では希少価値のあるテクノロジーセクターにも注目しています。今後3カ月では、米国株式の動きにあわせる形で欧州株式も堅調な展開が続けると考えています。

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12月27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消費者信頼感



※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。

アジア株式

中国経済、FRB、商品市況が鍵を握る展開へ

アジア	12月22日	1-3月の予想レンジ
MSCI アジア(除く日本)指数	704.47p	670p~750p



3つの注目材料

アジア株式は、11月下旬に半導体関連銘柄を中心に調整しましたが、その後、再度上昇基調に回帰しています。今後3カ月のアジア株式を見通すにあたっては、中国経済の先行き、FRBの利上げスピード、原油を中心とする商品市況の動向が鍵を握ると考えています。

中国経済の先行き

20日までの経済工作会議で、18年以降の経済運営方針が話し合われました。経済成長率目標の発表は見送られましたが、金融行政については「貸出しと社会融資規模は合理的な伸びを保つ」と発表され、融資の伸びを圧縮し、経済全体の負債拡大に歯止めをかける姿勢を鮮明にしました。これまで、習近平2期目の共産党大会後に経済が急減速すると懸念されていましたが、これまで発表された景気指標によれば中国経済の減速は緩やかなものにとどまっています。今後数カ月間の中国経済は「減速しても失速はない」との見方をメインシナリオとしています。そのため、当面、中国経済がアジア株式の大きなストレスになることは想定していません。

FRBの利上げスピード

FRBは12月に今回の引締めサイクルで5回目の利上げを行い、18年も2-3回の緩やかな引締めが継続すると予想されています。次期議長になるパウエル理事はイエレン現議長の緩やかな引締め政策を踏襲すると考えられていることも、当面アジア株式やアジア通貨にとって、追い風になると思われます。

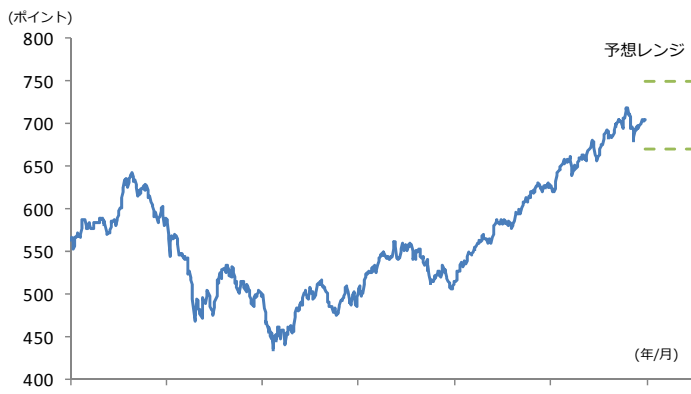
原油・商品市況の動向

原油については、OPECその他産油国が減産を続ける一方、米国のシェールは増産を続けています。産業メタルについては、世界経済が同時拡大している一方、中国経済は減速傾向を強めています。そのため、原油・商品市況が急激に動意づくことによって、アジア株式が混乱することは予想していません。

当面は緩やかな上昇基調を予想

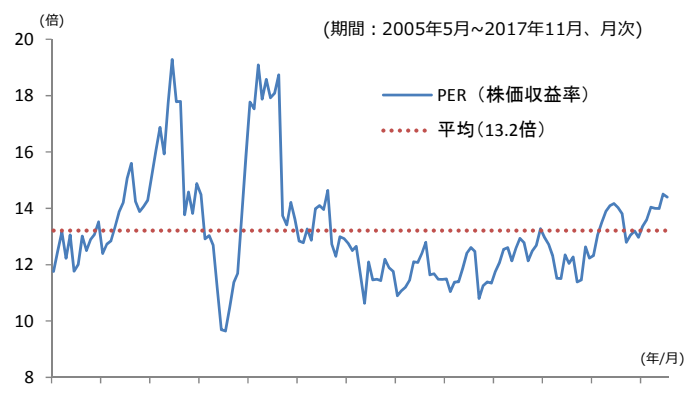
現在の株価バリュエーションはやや割高な水準にあることから、今後数カ月間のアジア株式は、上昇基調を維持するものの、過去1年間と比べれば、上昇スピードは減速すると考えています。また足元で、半導体セクターの需給が懸念されていますが、中長期的には新たな需要によって売上げ成長を継続すると考えています。

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12月27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

MSCIアジア (除く日本) 指数のバリュエーション

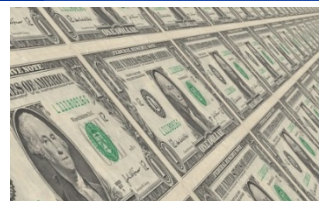


※上記の予想レンジや見通しは投資情報部の見解であり、ファンドの運用方針とは異なる場合があります。

内外債券 | 長期金利

米国金利は減税で上昇も、その後低下へ。国内金利は低位安定か

10年国債利回り	12月22日	1-3月の予想レンジ
日本	0.05%	0%~0.12%
米国	2.48%	2.2%~2.7%
ドイツ	0.42%	0.25%~0.7%



日銀は現行の金融緩和策を継続する見通し

伝統的な経済学は労働市場が逼迫し、失業率が低下すれば、賃金が上昇し、インフレ率も上昇すると考えますが、我が国ではいまだにこのプロセスは実現していません。また、インフレ率に影響を与えると考えられるエネルギー価格とドル円レートが当面現在の水準から大きく動かないと仮定すれば、前年比でエネルギー価格はこの先ややインフレ率を高める方向に作用するものの、ドル円レートによるインフレ圧力は徐々に減退していくと予想されます。

日銀の黒田総裁は18年4月に任期満了を迎えます。同氏が続投しても、新たな総裁が就任しても、当面は現在の緩和路線を継続すると予想しています。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。しかし、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。

注目されるトランプ減税の影響

日本と同様に、米国でも景気や労働市場が改善しても、インフレ率が上がらないことをイエレン議長は「ミステリー」と表現しました。税制改革

の影響については「金融政策に大きな影響を及ぼさない」とコメントしましたが、市場では、既に完全雇用に近い環境で、減税でこれ以上景気を刺激しても、インフレ率が高まり財政収支や対外収支の悪化を招くだけとの意見も聞かれます。

2月にFRBの議長に昇格するパウエル理事は基本的にイエレン氏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か月程度の視野では、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2.7%程度まで上昇しても、その後は、落ち着い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。

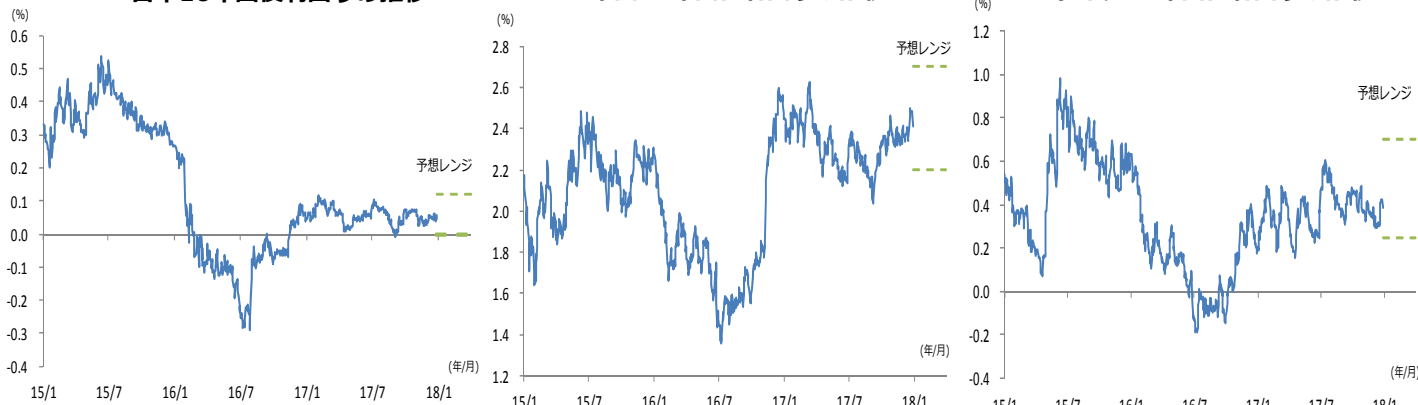
ユーロ圏でも上がりにくい展開を予想

欧州中央銀行（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が徐々に金融政策の正常化を進めても、安定したインフレ環境を背景に、欧州の長期金利も上がりにくい展開が続くと考えます。政治面では、イタリア政局を巡る不透明感が欧州金利の上昇を抑える一方、ドイツの連立政権による財政拡張への期待は金利を引き上げる要因になると考えます。

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12月27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と予想

外国為替	12月22日	1-3月の予想レンジ
ドル円	113.29円	108円～117円
ユーロドル	1.19ドル	1.15ドル～1.22ドル
ユーロ円	134.36円	127円～137円



ドル円相場はレンジ内でややドル高を想定

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、米国で景気が底堅く、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。

米国では、FRBがバランスシートの縮小を進めるとともに、18年中に利上げを2-3回行うことが予想されています。一方、日銀は少なくとも、前半は現在の金融政策を継続すると考えられています。トランプ減税は概ね、米国金利とドルを引き上げる方向に作用すると考えられます。そのため向こう3か月では、概ね108円と117円のレンジ内の推移が続くものの、ドルがやや優位な展開となることも予想されます。

その他の材料としては、春から夏にかけて北朝鮮関連の地政学リスクが高まったり、16年以降、我が国の貿易収支の黒字が定着し、対外経常黒字のGDPに占める割合が3%を超えて拡大を続けていることは円高圧力になると思われます。一方、米国のレパトリ減税を受けて、米国の多国籍企業が海外の利益を本国回帰させる動きを強め、ドル高が進む可能性があります。

ユーロドル相場もしばらく膠着状態か

足元で欧州の長短金利が米国を2%程度下回っていることは、教科書的にはドル高要因になると考えられます。しかし、市場で金利の方向性に焦点があたり、欧州金利の上昇余地が米国金利の上昇余地よりも大きいと判断されれば、ユーロ高要因になることも考えられます。

政治面では18年の早い時期にドイツでキリスト教民主・社会同盟と社会民主党の大連立がまとまると予想しています。その結果、欧州統合への動きが加速すればユーロの下支え要因になると考えます。

FRBは金融政策の正常化を粛々と進める一方、ECBは9月まで月額300億ユーロの資産買取りを続けると予想されています。夏前には、10月以降の資産買取りの減額、停止といったテーパリング（緩和縮小）の検討を開始すると予想していますが、今後3か月では、レンジ内で膠着状態が続くと予想しています。

ユーロ円については、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、概ねレンジ内の展開を予想しています。しかし、欧州の政局や北朝鮮の動向に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～2017年12月27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い合わせ先＞

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）