

情報提供用資料

2017年7月5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.10

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

4-6月期の決算発表と外部要因が相場を押し上げる展開へ

| 日本 | 2017年6月末 | 7-9月の予想レンジ |
|--------|-----------|---------------|
| 日経平均株価 | 20033.43円 | 19500円～21200円 |
| TOPIX | 1611.90p | 1570p～1700p |



日経平均株価は大台乗せ後に膠着状態

6月初旬に20000円に乗せた日経平均株価は、その後1カ月ほど膠着状態となりました。国内では3月期決算の発表が一巡したほか、中国経済の頭打ち感、米国のトランプ政権の政策に関する好ましいニュースが途絶えたことなどが背景にあると思われる。ただ、下値は日本銀行による実質的な日本株の買入れや、企業の自社株買いに支えられていると考えられます。株式市場は日銀や公的年金に下支えされ、一般投資家の売買が減っているとみられ、値動きが穏やかな理由の一つになっていると思われる。

4-6月期決算発表などが上値を試す契機に

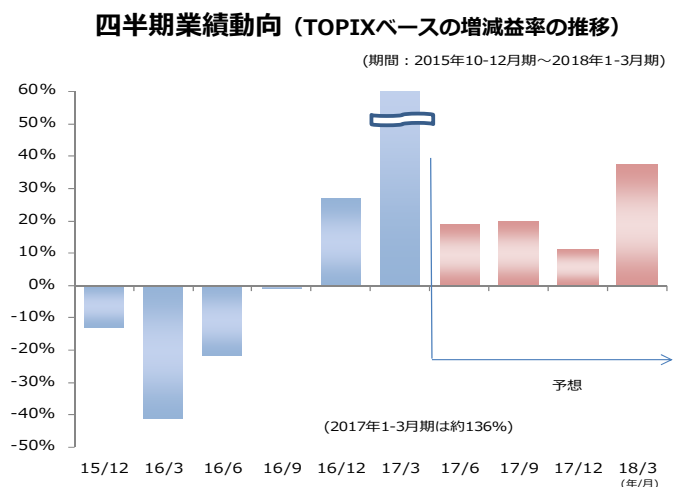
今回の株主総会シーズンでは、企業統治改革の一環として、個別案件ごとに議決権行使状況の開示を表明する機関投資家が増加しました。「エンゲージメント（関係構築）投資」を通して、機関投資家が企業経営者と積極的に対話を行って企業の収益性を高め、長期的に企業価値の向上に貢献することが期待されます。継続的な対話を通して、数年後には日本企業全体の株主資本利益率

（ROE）が現在よりも高まっていることが期待されます。

当面の企業業績については、対前年比の四半期決算が18年1-3月期まで増益基調が続くと予想されています。7月中旬以降は、4-6月期決算発表が本格化するとみられますが、好調な業績が明らかになることによって、国内株式相場の追い風になるものと考えます。

トランプ米大統領の政策実行力も重要

国内株式市場が、米国のマクロ経済や政策、ドル円レートの動きに影響を受けることには変わりがないと思われます。夏休み後に共和党議員がワシントンに戻ってくれば、議会主導で減税などの具体的な法案が提出されると思われます。その時点で、減税やインフラ投資によって米国経済が加速するとの期待が金融市場に広がり、米国金利が上昇し、ドルが対円で上昇する「トランプ相場」が復活する展開が想定されます。これを受けて国内株式市場も、堅調な企業業績と割安感のあるバリュエーションを背景に、上値を試す動きを強めていくことが期待されます。



(注) 日経平均株価の期間は2015年1月～2017年6月30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

良好なファンダメンタルズ。減税等の実現性が高まれば一段高へ

| 米国 | 2017年6月末 | 7-9月の予想レンジ |
|----------|------------|-----------------|
| NYダウ | 21349.63ドル | 20700ドル～22000ドル |
| S&P500指数 | 2423.41p | 2340p～2490p |



トランプ・トラップ（震）からの脱却を模索

減税やインフラ投資など、株式市場が期待している政策が近日中に出てくる可能性は、足元では低下しています。減税については、財源に関して共和党の財政健全派との議論が必要で、租税特別措置や各種控除の廃止には利害関係者の反発が予想されます。インフラ投資についても、政権は民間とのパートナーシップによって財源を確保したいと考えている模様ですが、民間を満足させる収益が上がるかどうかは定かではありません。サウジアラビアとの合意にみられたように、外国政府から投資を呼び込むにも、時間がかかると考えられます。

大統領の任期4年に対して、下院議員の任期は2年です。下院主流派の共和党議員にとって、来年11月の中間選挙までに何らかの実績を残す必要があると考えられます。そのため、夏休み明けには、トランプ大統領が動かなくても、議会共和党が主導してアクションが起これると考えます。

良好なマクロ経済と企業収益

米国の経済指標については、鉱工業生産などの

ハードデータ（実体経済を示す指標）が底堅く推移しています。企業収益についても、18年1-3月期まで増益基調を続けることが予想されています。そのため、株式市場を取り巻くファンダメンタルズは依然として良好と判断されます。

足元では、Apple, Amazon, Facebookなどのテクノロジー企業を多く含むNASDAQ指数に、やや頭打ち感がみられます。一方、ストレステストを無事通過したJPモルガンなどの大手銀行は、増配など株主還元強化の意図を明確に示しています。今後予想される金利上昇と相まって、市場の注目が、テクノロジー企業から銀行などに移っていく可能性があると思われれます。

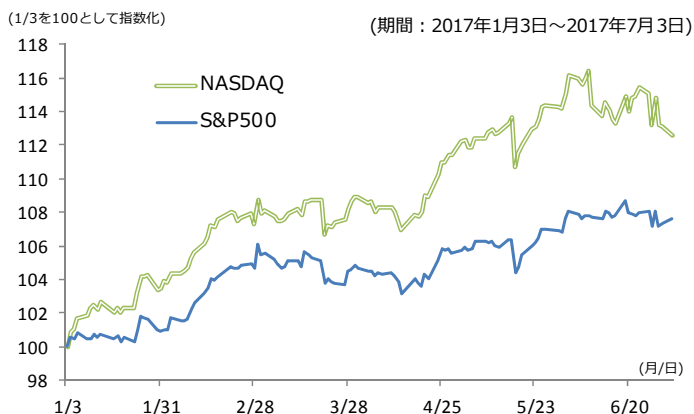
トランプ政権の減税策が鍵

2017年の前半を無為に過ごしてしまったとみられる下院では、夏休み明けに、法人・所得減税や、企業の海外利益を低税率で本国に回帰させるリパトリ減税などの審議が始まると予想されます。足元で政策への期待が低下しているからこそ、議会審議が進展すれば、株式市場はそれを好感し、一段高の展開になる可能性があると考えます。

NYダウの推移



NASDAQとS&P500の推移（指数化）



(注) NYダウの期間は2015年1月～2017年6月30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。

マクロン旋風を受けて、出遅れ感のあるフランス株などに期待

| 欧州 | 2017年6月末 | 7-9月の予想レンジ |
|-----------------|----------|------------|
| STOXXヨーロッパ600指数 | 379.37p | 370p~400p |



フランス市場にマクロン旋風が吹くか？

独仏株式市場を比較すると、ドイツのDAX指数が歴史的な高値圏で推移する一方、フランスのCAC指数はリーマン前の水準を下回ったままです。

フランスのマクロン大統領は、解雇条件の緩和などの労働市場の改革、政府歳出の削減、公務員数や年金制度の適正化など、国民の痛みを伴う改革を断行しつつ、法人減税や企業の社会保障負担の削減、若年層の職業訓練、最先端産業への資金拠出などを通じ、フランス経済の構造を革新し、企業の競争力を高めることを目指しています。同大統領が、任期中にこれらの構造改革を確実に実行することができれば、数年後にCAC指数がDAX指数に迫り着く可能性もあると思われます。しかし、これらの構造改革には、歴代の大統領が挑戦しては挫折してきた苦い歴史があるため、現時点でその成否を予断することは簡単ではありません。

英国のEU離脱交渉の行方に不透明感

英国では、メイ政権が民主統一党の閣外協力を得て、信任投票を辛うじて乗り切りました。しかし、EU離脱に対する交渉スタンスが依然として不

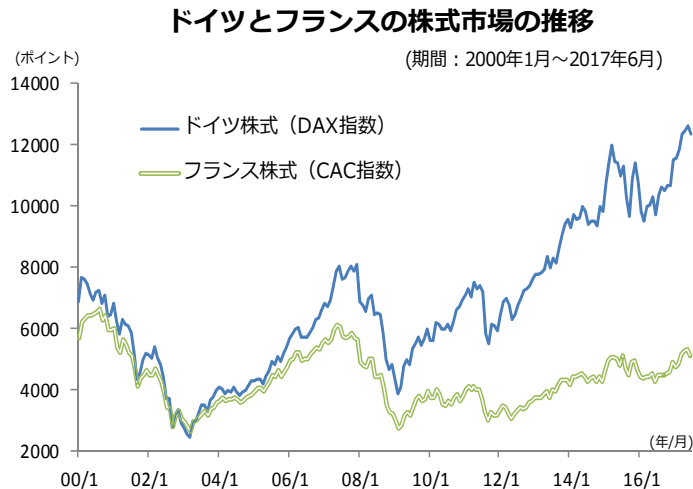
透明なことや、メイ首相個人への求心力が低下していることから、今後の政局が混迷する可能性が残されています。株式市場も当面、上値が抑えられやすい展開が続くと思われます。

イタリアでは地域銀行に公的資本

イタリア政府は、北東部の地域銀行2行の経営危機を回避するために、公的資金を注入し、預金者やシニア債券（返済順位の高い債券）の保有者を守りました。これは、国民の税金を使った銀行救済を禁じるEUのルールに反する動きと言えます。この救済劇は、短期的にイタリア経済の失速を回避することはできても、長期的にはEUによる銀行同盟を設立する動きに水を差すことになりそうです。

相対的に割安なバリュエーション

企業景況感、消費者信頼感などは、欧州経済が健全に成長していることを示しています。PERでみたバリュエーションは割安な水準と考えられるうえに、企業の業績見通しの変化を示すリビジョン・レシオも上向いています。そのため、欧州株式は当面、上値を追う展開が続くと予想されます。



(注) STOXXヨーロッパ600指数の期間は2015年1月～2017年6月30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。

アジア株式

中国経済の先行きと米国の金融政策に留意しながら横ばいの動き

| アジア | 2017年6月末 | 7-9月の予想レンジ |
|------------------|----------|------------|
| MSCI アジア(除く日本)指数 | 625.37p | 590p~650p |



中国A株がMSCIに組入れ

14年11月の上海コネクト、16年12月の深センコネクトを通して、外国人投資家は香港経由で中国本土で上場されているA株に投資することが可能になりました。そして先月、世界の機関投資家がベンチマークとするMSCI指数へのA株の組入れが決まりました。来年5月の組入れ開始時のMSCIアジア(除く日本)におけるウェイトは0.8%程度ですが、数年後には約19%に上昇し、香港H株などを含む中国企業全体のウェイトは45%程度まで上昇するとの試算もみられます。これらの動きを背景に、今後数年間、国際投資家が徐々に中国株の組入れを増やしていくことが予想されます。

秋の共産党大会前の3ヵ月間は、習近平国家主席とその対抗勢力との権力闘争がクライマックスを迎える可能性があるため、党内の政局に目を凝らす必要があると思われます。また、共産党大会後の経済の動向にも注視していく必要があると思われます。

中国経済の勢いがやや弱まるなか、NANDやDRAMなどの半導体価格の上昇スピードに減速感が見え始めました。商品市場も、中国経済の減速を反映して方向感を失っているように窺われます。その結果、これまで改善を続けてきたアジア企業の収益率に、陰りがみえてくる可能性があると思われます。

中国経済の先行きには注視が必要

足元の金融引締めや理財商品の取締り強化によって、中小金融機関やリスクの高い事業会社の資金調達環境が悪化し、広義の流動性を示すM3の伸びに鈍化がみられます。その結果、固定資産投資や住宅販売の減速が続いています。一方、直近発表された製造業のPMI景況感指数には、底打ちの兆しが見え始めました。

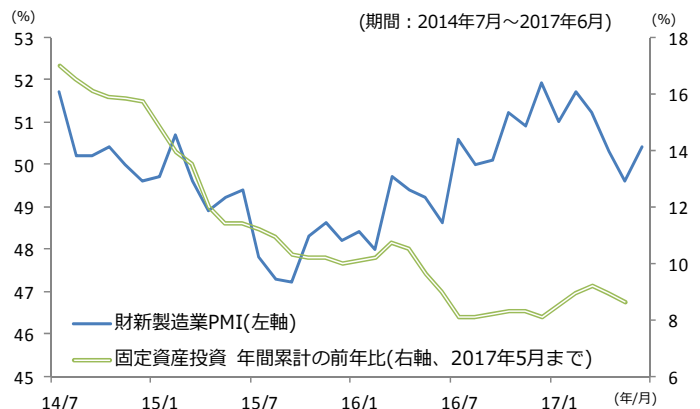
注目される米国の利上げスピード

米連邦準備制度理事会(FRB) が利上げサイクル入りしていることは、新興国市場の警戒感につながりやすいとみられます。企業収益はしばらく増益基調を維持することが予想されるものの、その勢いに陰りが見えるほか、バリュエーションもやや割高な水準と思われる。アジア株式市場は、当面、横ばい圏での動きになると予想されます。

MSCIアジア(除く日本)指数の推移



中国：企業景況感(PMI)と固定資産投資の推移



(注) MSCIアジア(除く日本)指数の期間は2015年1月~2017年6月30日。当該指数は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。

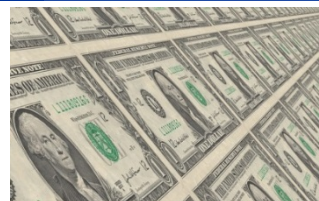
(出所) Bloombergのデータより岡三アセットマネジメント作成

※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。

内外債券 | 長期金利

米欧金利は緩やかに上昇へ。国内金利にも上昇圧力がかかる展開

| 10年国債利回り | 2017年6月末 | 7-9月の予想レンジ |
|----------|----------|--------------|
| 日本 | 0.09% | -0.05%~0.20% |
| 米国 | 2.30% | 2.15%~2.55% |
| ドイツ | 0.47% | 0.20%~0.70% |



日銀は現行の金融緩和策を継続の見通し

国債の日銀による保有割合が40%に近づき、民間の市場参加者が減少するなか、国債市場の価格発見機能が失われていると懸念されています。

需給ギャップがプラス（国内の総需要が総供給を上回る状態）に転じ、賃上げから物価上昇への道筋がおぼろげながら見えてきました。しかし、消費者物価指数(CPI)は依然としてゼロ近辺にとどまり、日銀は、7月の金融政策決定会合で物価見通しを下方修正することが予想されます。そのため日銀は、長短金利操作付き量的・質的金融緩和政策を継続し、国内の10年国債利回りは、上限を0.2%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。ただ当面は、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。

米国の長期金利は緩やかな上昇基調に

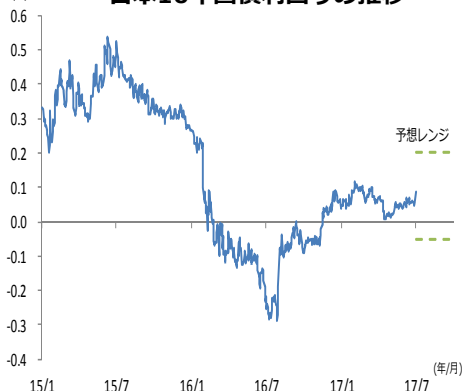
FRBが、9月にもバランスシートの縮小（債券再投資の部分的な停止）を開始し、12月に再度利上げを行うことが予想されます。雇用者数の伸びが鈍化し、インフレ指標として注目されるコアPCEデフレーターは2%を継続的に下回っていますが、イエ

レン議長は強気な成長見通しを維持しています。これまで景気見通しに弱気だった債券市場でも、直近、10年国債利回りが上昇する動きとなっています。減税やインフラ投資などの政策効果が出てくるのは来年中盤以降になると思われませんが、足元の製造業の出荷・在庫バランスは健全とみられ、今後、企業の設備投資が拡大することが見込まれます。そのため、今後数カ月は、底堅い景気とFRBの金融政策の正常化を背景に、長期金利は緩やかな上昇基調を辿ると考えます。

ユーロ圏の長期金利にも上昇圧力

足元で経済活動が力強く拡大するなか、物価は原油価格の低迷を受けて低水準で推移しています。しかし、欧州中央銀行（ECB）のドラギ総裁は「デフレがリフレにとって代わられた」と発言し、ECBも米国に続いて、今後数年かけて金融政策の正常化を進めることを示唆しました。年内は月間600億ユーロの債券購入を継続するものの、来年初頭には購入額の減額を開始し、マイナス金利の是正はその後になると予想されます。この過程で、ドイツの長期金利にも上昇圧力のかかりやすい展開が続くと思われま

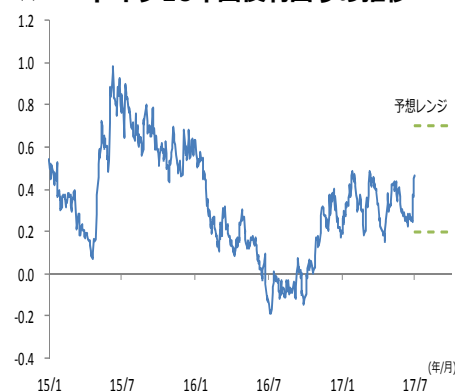
日本10年国債利回りの推移



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6月30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

金融政策などから、ドル、ユーロ、円の順に強い展開を予想

| 外国為替 | 2017年6月末 | 7-9月の予想レンジ |
|-------|----------|---------------|
| ドル円 | 112.39円 | 110円～117円 |
| ユーロドル | 1.14ドル | 1.09ドル～1.16ドル |
| ユーロ円 | 128.40円 | 126円～132円 |



ドル円相場はドルが買われやすい展開へ

米国では、FRBが9月にバランスシートの縮小を始め、12月に今回の利上げサイクルで5回目となる利上げを行うことが予想されます。イエレン議長は金融政策の正常化を確実に進めていく意図を明確に示しています。一方、日本では、日銀が現在の緩和的な金融政策を継続すると予想されます。このように、日米の政策金利差が拡大する方向にあることや、FRBのバランスシートが縮小方針の一方で日銀のバランスシートが拡大を続けることは、中期的にドル高円安要因になると考えます。

米国の1-3月期のGDP成長率は1.4%にとどまりましたが、4-6月期以降は成長率が加速することが見込まれます。秋以降に減税法案の審議が始まり、来年以降にインフラ投資が経済成長率を押し上げるとの思惑が高まれば、一段とドルを支える要因になると考えられます。

各中央銀行の金融政策正常化の順番が影響

仏大統領選で親EUのマクロン氏が勝利したことで、前半に欧州の金融市場を覆っていた政治面の不透明感が概ね払拭されたと思われれます。直近では、

ECBのドラギ総裁が域内の経済や物価環境に対して強気のコメントを発表したことから、ユーロは対ドル、対円で上昇基調を強めました。

しかし、金融政策正常化のステージは、FRBがECBに先行していると考えられます。FRBは9月にも債券再投資の縮小を始めることが見込まれますが、ECBは債券購入額の減額タイミングを模索している段階です。換言すれば、FRBのバランスシートは近い将来に縮小される一方、ECBのバランスシートは当面は拡大が続くと予想されます。

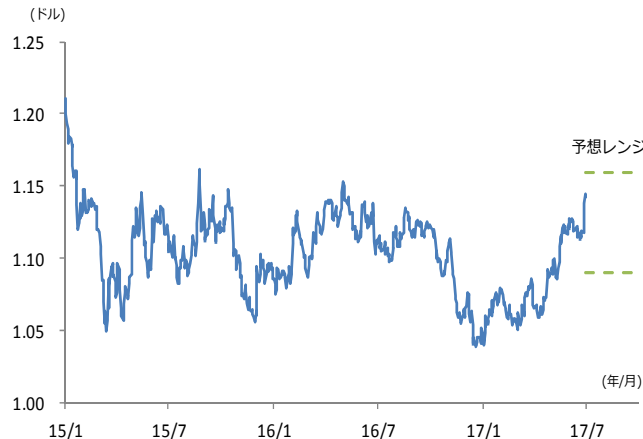
また、FRBの政策金利の誘導目標が1-1.25%であるのに対して、ECBの政策金利の下限となる中銀預金金利は-0.4%です。経済環境についても、足元では欧州経済の強さが目立つものの、中長期的には、米国経済の成長率が欧州経済の成長率を上回ると考えています。目先は、ユーロ資産への資金流入がユーロをさらに押し上げることも考えられますが、中長期的には、ドルが対ユーロで買われやすい展開に移行すると予想しています。

ユーロの対円相場については、金融政策の正常化でECBが日銀に先行すると予想されていることから、ユーロが対円で緩やかに上昇する相場展開になると考えます。

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6月30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＞

カスタマーサービス部 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）