

情報提供用資料

2017年10月4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.13

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

米国発の好材料を受けて、年末にかけて上値を試す動きへ

日本	2017年9月末	10-12月の予想レンジ
日経平均株価	20356.28円	19200円～21500円
TOPIX	1674.75p	1580p～1760p



日経平均株価は水準を訂正

6月以降、20000円を中心にレンジ内で膠着状態を続けてきた日経平均株価は、9月中旬に上放れし、20300円を挟むレンジ相場に水準訂正しました。それまで潜在的なリスクと考えられていた米国における債務上限や暫定予算の審議が3カ月間延期されたことや、米議会で減税に関する議論が始まり、為替市場がドル高円安に振れたことが背景にあったと考えられます。また、国内では解散・総選挙の可能性が高まり、アベノミクスが継続すると考えられたこともプラス材料となりました。

米国発のニュースは改善傾向

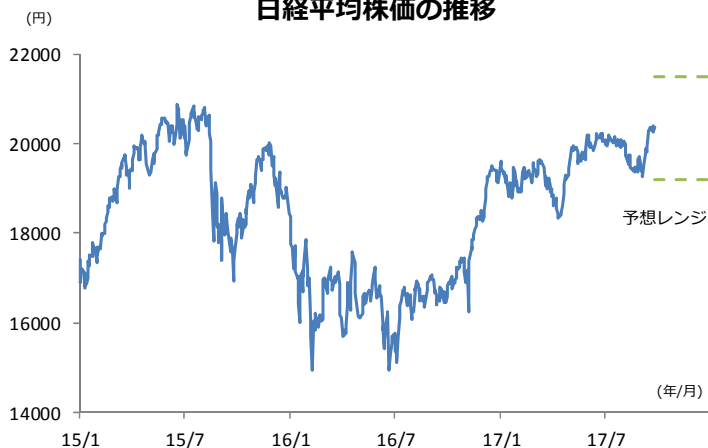
これまで米国発のニュースは、何も決められない大統領と議会、大統領の人種差別的発言、南部を襲ったハリケーン、北朝鮮との挑発の応酬など、マイナスの内容ばかりでした。しかし直近では、このような状況に変化が見え始めました。大統領と議会の話し合いによって、米国債のデフォルトや連邦機関閉鎖が回避されました。ハリケーンも、中長期的には復興需要がGDP成長率を押し上げる可能性が出てきました。トランプ大統領の目玉政策である減税についても、議会とホワイトハウスの主要メンバーに

よって具体案が発表されました。もちろん、減税の内容や財源を巡って、野党民主党や共和党内の財政健全派との難しい交渉が想定されますが、少なくとも、これまでの袋小路から抜け出す可能性は高まってきました。その結果、米国株式・金利、米ドルが同時に上昇する「トランプ相場」が復活し、それにあわせて日本株式が上昇する兆しが見えてきました。

短期的には警戒が必要

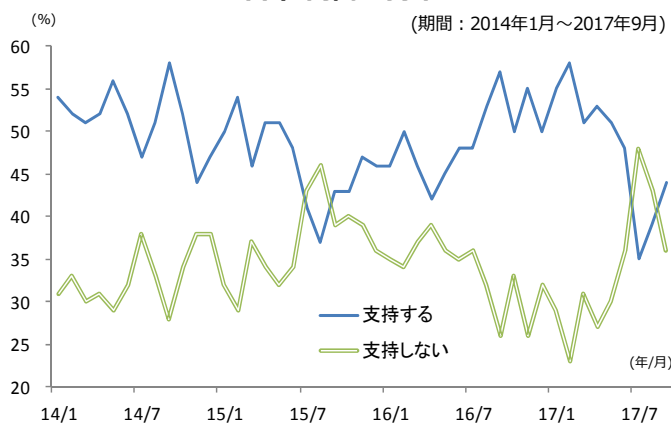
2日に発表された日銀短観では、景気回復の裾野が広がっていることが示されました。企業の想定為替レートは109.29円となっており、足元のドル高円安を受けて、今月下旬に始まる上半期決算以降に企業収益の上方修正が期待されます。世界経済は2007年以来の世界同時景気拡大の様相を呈しています。このような局面では、グローバルに「景気敏感」と考えられる日本株式が海外市場にアウトパフォームする可能性が高まります。しかし、米国で連邦準備制度理事会(FRB)がバランスシートの縮小を始めれば、世界の株式市場の上値が重くなる可能性があり、国内でも衆院選を巡る不透明感が高まってきたため、当面は警戒が必要になると考えています。

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9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

日本 内閣支持率



(期間: 2014年1月～2017年9月)
(出所) NHK放送文化研究所の政治意識月例調査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

マクロ経済は追い風。減税等の実現性が高まれば一段高へ

米国	2017年9月末	10-12月の予想レンジ
NYダウ	22405.09ドル	21400ドル～23100ドル
S&P500指数	2519.36p	2400p～2600p



復興需要、減税に期待し堅調な展開

7-9月期のGDP成長率はハリケーンの影響もあり、前期の3.1%からやや減速すると予想されています。しかし、600万戸、100万台とも言われる被災した住宅の復旧や自動車の買替え需要に加え、インフラや企業の生産設備の復興需要が10-12月期以降のGDPを押し上げると予想されています。株式市場は、このようなマクロ見通しや減税法案への期待を背景に、下値を切上げる展開が続いています。

注目される減税審議の行方

議会では、具体的な減税案の議論が始まりました。法人税率の引下げ（35%から20%）、米国企業の海外利益を低税率で国内に回帰させるレパトリ減税、所得税の簡素化、相続税の廃止などがテーブルに載せられています。今後は内容や財源を巡って曲折が予想されますが、共和党の財政健全派も1.5兆ドルの赤字拡大は容認すると伝えられています。

減税が経済や企業収益に与える影響が目に見えてくるのは来年の後半になると考えられます。しかし株式市場では、今後減税案が徐々に具体化し、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ています。セクター別には、国内

収益の比重が高い小型株やエネルギー、金融が税率引下げの恩恵を受け、ITや薬品セクターは税率引下げよりもレパトリ減税の恩恵を受けそうです。

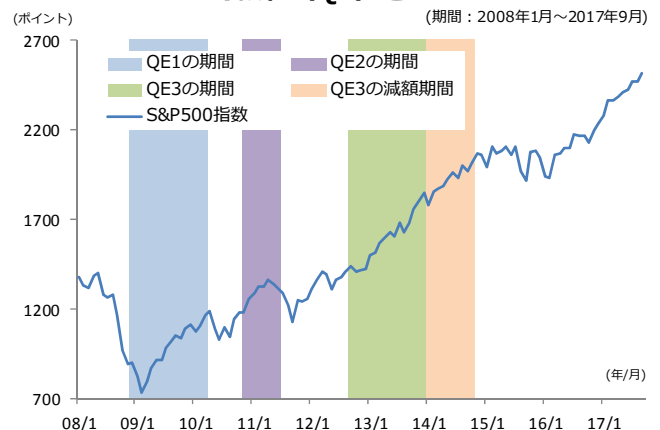
FRBのバランスシート縮小と北朝鮮がリスク

FRBは今月からバランスシートの縮小（債券再投資額の減額）を開始しました。2008年のリーマン・ショック後に始まった国債などの購入を通じた量的緩和策（QE）は、株式など資産市場の価格を下支えしてきたと考えられています。バランスシートの縮小開始が金融市場に与える影響については、市場参加者の間でも意見が分かれています。3回にわたるQEが行われている間は資金が債券から株式に流れ、QEが終わると資金が株式から債券に戻ってきたことを考えれば、今後、バランスシートの縮小が株式市場を不安定化させることも考えられます。しかし、インフレは比較的落ち着いており、縮小のスピードも緩やかで、市場との対話も適切に行われていると思われることから、長期金利や株式市場への悪影響は大きくならないと考えます。一方、トランプ大統領と北朝鮮との舌戦がエスカレートすれば、一時的にせよ株価に悪影響を及ぼすことになると考えられます。

NYダウの推移



量的緩和（QE）とS&P500



(注) NYダウの期間は2015年1月～2017年9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。

欧州株式

堅調なマクロ環境。ユーロと米国金利が鍵に

欧州	2017年9月末	10-12月の予想レンジ
STOXXヨーロッパ600指数	388.16p	370p~400p



足元では米国株式にアンダーパフォーム

「マクロン期待」を背景に5月まで上昇してきた欧州株式は、その後ユーロ高を受けて下落し、米国株式に対してアンダーパフォームを続けました。しかし、足元ではFRBが金融政策の正常化を予定通り進めることが確認されたほか、米議会では減税法案が具体化してきたことから、ドル高ユーロ安が進み、欧州株式も底打ちしました。

マクロ経済は依然として健全

これまでユーロ圏で唯一弱めの指標と捉えられてきたマーケットPMIのサービス業指数も上昇に転じ、目下、ユーロ域内の経済は製造業/サービス業、企業部門/個人部門ともに力強く成長しています。欧州債務危機以降、出遅れていたイタリアやスペインなどの経済も立ち直りをみせています。この勢いは、しばらく継続すると考えています。

通貨ユーロと米国金利が鍵

今後の企業収益を占う上では、直近やや軟調に推移するユーロと米国金利の行方が鍵を握ると思われます。欧州中央銀行（ECB）のドラギ総裁が牽制するように、今後さらにユーロが上昇すれば、ドイツ

の資本財、フランスやイタリアのラグジュアリー・グッズなどの輸出セクターが打撃を受けると考えます。一方、ユーロ高による輸入価格低下によって購買力が高まり、個人消費関連の内需セクターが潤うと思われます。逆にユーロ安が進めば、域内経済の屋台骨である輸出セクターが潤い、欧州株式の上昇が継続すると思われます。

また、今後米国金利がさらに上昇すれば、リフレードとして、世界の景気拡大の恩恵を受ける景気敏感や金利上昇の恩恵を受ける金融が上昇し、ディフェンシブ、高クオリティ、テクノロジーと呼ばれるセクターのパフォーマンスが劣後すると予想されます。

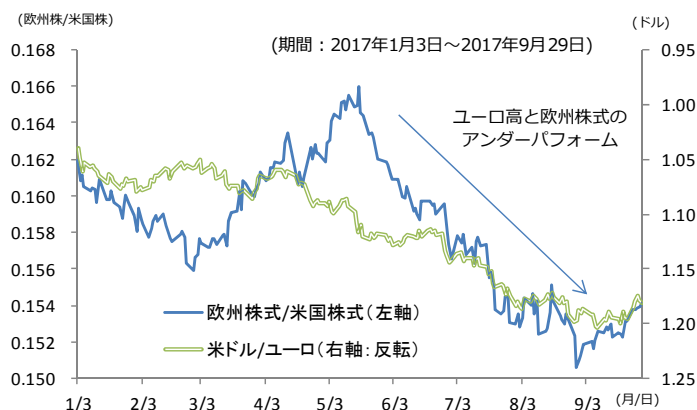
相対的に割安なバリュエーション

9月のドイツ連邦議会選挙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。しかし、今後の連立工作が紛糾すれば、短期的に株式市場が不安定化する可能性は否定できません。一方、株価バリュエーションは米国よりも割安で、域内の経済、企業収益は今後も底堅く推移すると思われることから、欧州株式市場は、中期的に米国株式とともに穏やかな上昇基調をたどると考えています。

STOXXヨーロッパ600指数の推移



欧州株式の対米国相対パフォーマンスとユーロドル



(注) STOXXヨーロッパ600指数の期間は2015年1月～2017年9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。

中国経済の先行きと先進国の金融政策を睨んで横ばいの動き

アジア	2017年9月末	10-12月の予想レンジ
MSCI アジア(除く日本)指数	660.98p	620p~680p



短期的には中国経済の先行きに警戒

足元で、中国の2つの企業景況感指数が異なる動きを示しています。大企業や国営企業を主な調査対象とする物流購買連合会の指数は上向いていますが、中堅企業が調査対象に含まれる財新Markitの指数は下向いています。10月18日に予定されている共産党大会を前に、政権が社会不安や経済不安を回避するためにインフラ投資などで人為的に成長スピードを下支えする一方、負債バブルの形成を避けるために金融引締めを行っていることが、景況感の違いに表れていると考えられます。

共産党大会で習近平国家主席の権限がさらに強化されれば、社会不安を回避するために短期的に景気を持ち上げる重要性が薄れ、長期的に持続可能な経済成長を目指し、国営企業の改革、過剰生産設備の削減など、構造改革を優先する可能性が高まると考えられます。また、長期的に健全な経済発展を達成するためには、持続不能と思われる水準まで拡大した経済全体の負債比率を引き下げること（デレバレッジ）が待ったなしと考えられます。秋の共産党大会後は、構造改革とデレバレッジの組み合わせによって、経済活動がやや減速すると予想されます。

中期的には戦略分野が下支え

一方、中国政府は「メイド・イン・チャイナ2025」などの名のもとに、環境対策、電気自動車、自動運転、人工知能、オートメーション、ドローンなど戦略的な技術を政府主導で高めようとしています。それに呼応する形で、関連する民間企業もR&Dや設備投資を拡大する意図を鮮明にしています。今後は、過剰設備を抱える従来型の素材、エネルギーなどのセクターと、上記の政策の恩恵を受けるテクノロジー、設備投資銘柄を選別することが重要な投資戦略になると考えます。

注目される先進国の金融政策正常化

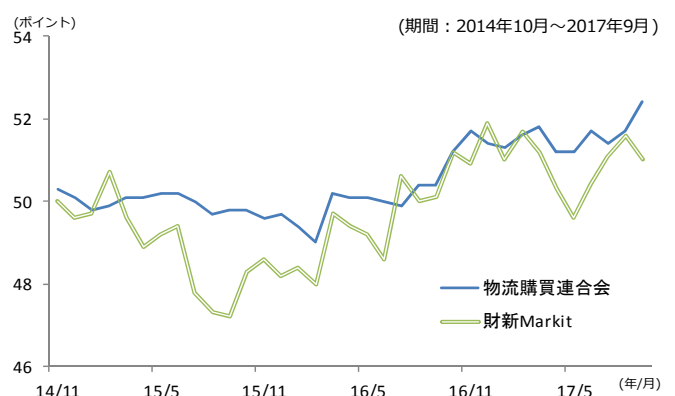
足元で原油価格（WTI）が50ドル/バレルを超え、商品市況全体に安定感が出てきたことは、資源国を含むアジア株式市場には追い風になると考えられます。一方、今月からFRBが金融政策の正常化を始めましたが、先進国の利上げは「資金逃避」を連想させ、新興国の株式、債券、為替市場には向かい風になる可能性があると考えられます。アジア株式市場は、株価バリュエーションが割安感に乏しい水準にあると思われることから、当面、横ばい圏で推移すると予想されます。

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9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

中国の企業景況感（製造業）指数

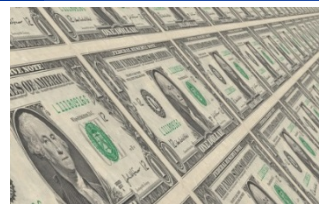


※上記の予想レンジや見通しは投資情報部の見解であり、ファンドの運用方針とは異なる場合があります。

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9月末	10-12月の予想レンジ
日本	0.07%	-0.05%~0.25%
米国	2.33%	2.0%~2.6%
ドイツ	0.46%	0.25%~0.70%



日銀は現行の金融緩和策を継続する見通し

円が昨年11月の米大統領選後に急落し、その後安定的に推移していることを考えれば、輸入インフレの影響を受けやすい消費者物価は早晩一旦はピークを打つと思われれます。一方、失業率が低下すればインフレが加速するとされる「フィリップス曲線」の理論からは、2.8%の失業率はインフレを惹起するレベルに近づいてきたと考えられます。いずれにしても、消費者物価が日銀が目標とする2%に近づくのはまだ先になると予想しています。

市場では、来年4月に任期を終える黒田総裁の続投が予想されています。しかし、仮に続投しなくても、黒田路線を踏襲する人が後任に選ばれられると考えられています。そのため、日銀の長短金利操作付き量的・質的金融緩和策はしばらく継続し、国内の10年国債利回りは、上限を0.25%程度とするレンジ内で安定した動きが続くと考えます。しかし、22日に投開票を迎える衆院選では、与野党ともに財政赤字の拡大に注意を払わず、国民の人気取り政策にまい進することが懸念されます。当面は、財政リスクによる金利上昇が意識されやすい展開が続く可能性もあります。

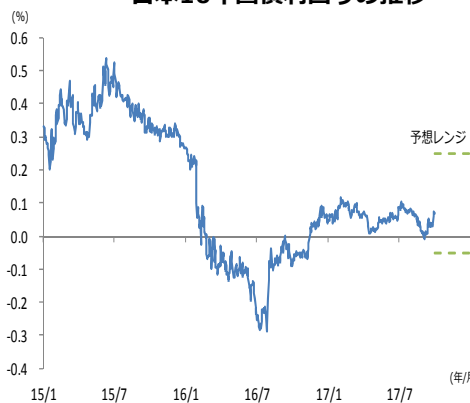
米国の長期金利は緩やかな上昇基調に

FRBは10月からバランスシートの縮小を開始しました。バランスシートの縮小は、景気指標によらず粛々と進められる一方、利上げのスピードはその時点のインフレ率、雇用指標などに依存すると思えます。FRBは今年中に1回、来年3回の利上げを予想していますが、長期のFFレートの見通しを3%から2.75%に引き下げました。長期の期待成長率が低下し、貯蓄・投資のバランスが貯蓄超過に傾いていることが背景にあると思えます。いずれにしても、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を続けると思われれます。

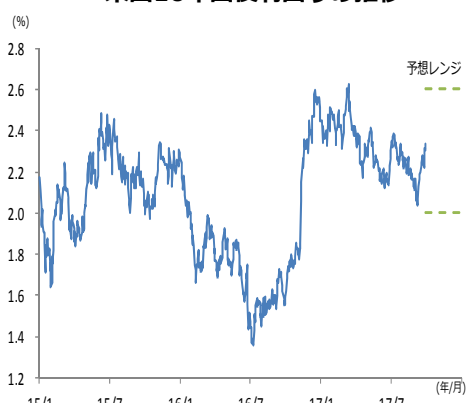
ユーロ圏の長期金利にも上昇圧力

ECBは、年内は月間600億ユーロの債券購入を継続し、来年初頭に購入額の減額を開始すると予想しています。しかしECBは、金融政策の正常化に積極的な姿勢を示せばユーロ高が進み、その結果、景気の減速とインフレ率の低下を招き、正常化の後退を迫られるというジレンマに直面しています。ECBがFRBに追随して金融政策の正常化を進める過程で、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れます。

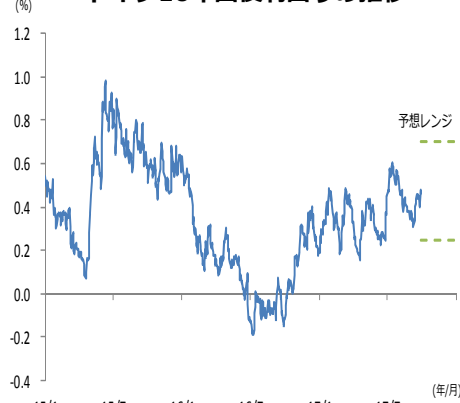
日本10年国債利回りの推移



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9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

円安を予想。ユーロドルは両中銀の綱引き

外国為替	2017年9月末	10-12月の予想レンジ
ドル円	112.51円	107円～117円
ユーロドル	1.18ドル	1.12ドル～1.22ドル
ユーロ円	132.92円	130円～137円



ドル円相場はドルが買われやすい展開へ

米国で、ホワイトハウスと議会共和党の間で減税の審議が進展する兆しが見えてきたこと、FRBの金融政策の正常化の道筋が確認されたことなどを受けて、米国金利が上昇し、その結果、ドルが主要通貨に対して上昇に転じました。

今後は、年末にかけて減税法案がより具体化し、その実現性が高まっていく過程で、米国経済の成長期待や金融政策正常化の確度が高まり、ドルがさらに強含むと予想します。一方、本邦の衆院選については、市場は現与党の勝利を織り込んでいる模様ですが、もしも波乱があれば、為替市場で円高圧力が高まると考えます。また、北朝鮮とトランプ大統領との非難の応酬がエスカレートしたり、北朝鮮の核・ミサイル開発が米国が考えるレッドライン（超えてはならない一線）を超えたと判断されれば、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。今月から始まったFRBのバランスシート縮小が米国金利や為替レートに与える影響が不透明な状況がしばらく続くと考えます。

いずれにしても、大きな方向性として、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継続すると予想されるため、中

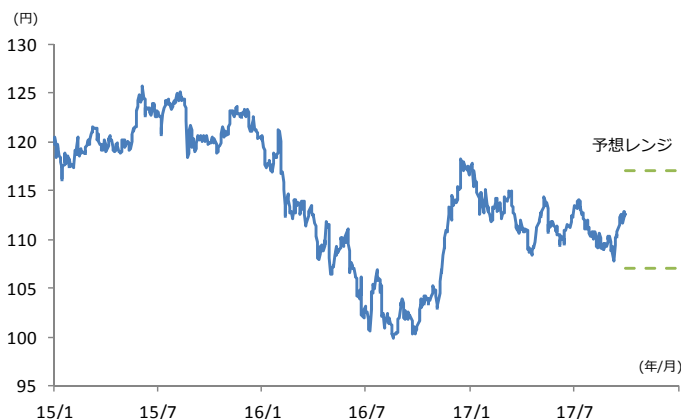
長期的には、ドル高円安が進みやすいと考えています。

ユーロドルは両中銀の綱引き

9月中旬の米国連邦公開市場委員会(FOMC)を境に、年始以来続いてきたユーロ高ドル安の流れが反転する兆しが見えてきました。FRBがバランスシート縮小とともに来年にかけて予定通り利上げを進める姿勢を示したことが背景にあったと思われます。また議会で減税法案の審議が始まったことも、米国金利の上昇を通してドル高を後押しする材料になったと考えています。

今後は、10月に発表されるECBの金融政策正常化を背景としたユーロ高圧力と、米議会の減税法案審議とFRBの金融政策正常化を受けたドル高圧力の綱引きが繰り広げられると考えています。ドイツの連邦議会選挙では、メルケル首相率いる与党が第一党となりましたが、今後の連立交渉次第ではユーロ売り圧力が高まることも想定されます。さらに、先物市場で依然としてユーロの買持ちポジションが高水準で推移していることは、今後も潜在的なユーロ売り圧力になると考えられます。

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9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）