

情報提供用資料

2017年2月3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.5

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

業績改善期待から上値を試す展開。米国の為替政策には注意

日本	2017年1月末	2-4月予想レンジ
日経平均株価	19041.34円	18250円～20800円
TOPIX	1521.67p	1470p～1650p



良好な業績、バリュエーション、株式需給

国内のマクロ経済環境は、外需を中心に改善傾向となっています。企業業績についても、これまでの円安進行などを背景に、10-12月期決算の発表時に通期業績見通しの上方修正の動きが強まり、さらに、2017年度も増益基調をたどることが予想されます。

株価バリュエーション（PER）は依然として割安と考えられます。足元ではドルベースの日経平均株価が戻り高値を更新する動きとなっていることから、海外投資家は日本株の「持たざるリスク」にも注目し始めています。また、米国ではトランプ政権の政策に対して賛否が分かれ、欧州では重要な選挙が相次ぐなか、日本では安倍内閣への高い支持率と政治の予見可能性が高いことが、日本市場の優位性の一つだと考えられます。

さらに、企業の自社株買いや日本銀行による株価指数連動型上場投資信託（ETF）の買入れが下値を支えると予想されます。

米国新政権の為替政策に注意

しかし、短期的には米トランプ政権の内向き、

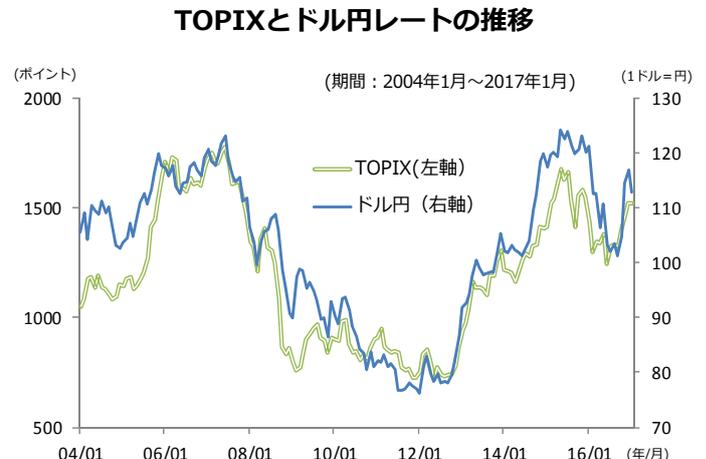
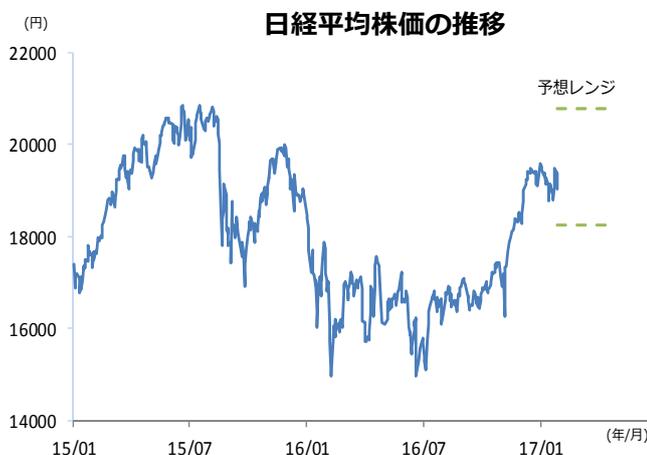
保護主義的な通商・外交政策が、相場の下振れ要因となる可能性があります。同政権の為替政策にも注意が必要と思われます。長期的には、經常赤字を抱える米国が、減税とともに大規模なインフラ投資を行うためには、海外から資金を呼び込む必要があり、ドル高政策を維持してドル資産の魅力を高める必要があると思われます。中期的にも、金利差などからドル高が進むことが予想されます。

しかし当面は、自動車業界の工場労働者など、同氏の選挙基盤の支持をつなぎ止めるためには、「ドル高牽制」が最もシンプルかつ効率的な手法になるとみられ、米政権側からのドル安誘導の動きが国内株式市場に影響するものと思われます。

調整一巡後に再び上値を試す動きへ

米国新政権の為替政策以外には、欧州の政治情勢や中国人民元の動きなどが国内株式市場にとってリスク要因になると考えられます。

ただ、わが国のデフレ脱却の動きは変わらず、政策支援の効果も期待できることから、リスク要因が顕在化した場合でも、調整一巡後に株価は再び上値を試す動きになると考えます。



(注) 日経平均株価の期間は2015年1月～2017年1月31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

「トランプ政策」を見極めながら、上値を試す動き

米国	2017年1月末	2-4月予想レンジ
NYダウ	19864.09ドル	19250ドル～21000ドル
S&P500指数	2278.87p	2220p～2400p



新政権の政策を見極める局面

トランプ大統領はこれまでに、通商・外交を中心に18件の大統領令に署名しました。「米国第一」を掲げたトランプ政策に対して、世界各国で賛否両論が繰り広げられていますが、これらの「保護主義旋風」が吹き荒れるなか、NYダウは2万ドルの大台を達成しました。

今後、株価がさらに上昇するには次のようなシナリオが実現する必要があると考えています。

- 予算決定の主導権を握る議会共和党との交渉が進み、減税、インフラ投資などの政策が実行に移されて米国経済の成長スピードが速まる。
- トランプ政策の「正の側面」(減税、インフラ投資、規制緩和による需要拡大)が「負の側面」(保護貿易、内向き政策による経済活動の減速とインフレ)を上回る。
- 所得再分配を目指す民主党政権の8年間が終わり、ビジネス寄りの共和党が政権についたことで米国に「アニマル・スピリット」が復活する。
- インフラ投資の拡大によって、経済の持続性ととも潜在成長率が高まる。

一方、株価が下落に転じるリスクシナリオとして、以下の場合が挙げられます。

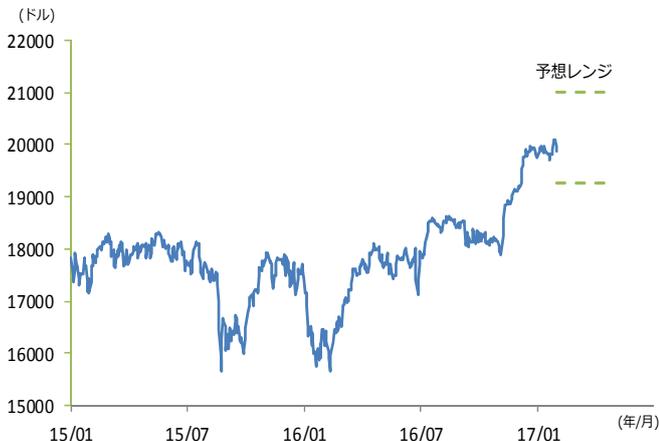
- 議会との交渉が進まず、前述の政策が実行に移されない。
- 「負の側面」が「正の側面」を上回る。
- トランプ政策の「非連続性」や「不確実性」によって、企業経営者の投資意欲や個人の消費意欲がそがれる。
- インフラ投資による需要拡大が一時的なものにとどまるなかで利上げスピードが速まり、景気後退時期が早まる。

バリュエーションはやや割高な水準

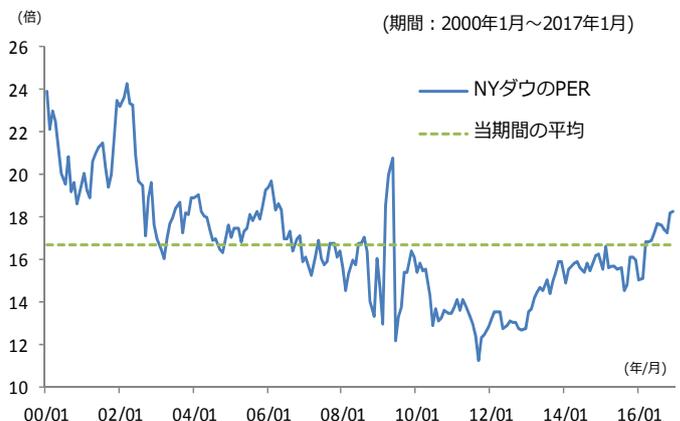
1株当たり利益(NYダウベースのEPS)は、昨年後半から増益基調に転じましたが、株価収益率(PER)で見たバリュエーションは、過去の平均などと比較すると、やや割高な水準と思われます。

ただ、今後3カ月程度については、米国企業がトランプ氏の政策の恩恵を受けるとの見方が優勢になると考えています。米国株式市場は、業績の改善基調を評価する動きから、緩やかに上値を追う展開が続くと考えます。

NYダウ指数の推移



NYダウベースのバリュエーション (PER)



(注) NYダウ指数の期間は2015年1月～2017年1月31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。

政治が相場の変動要因。堅調なマクロ経済や企業業績が下支え

欧州	2017年1月末	2-4月予想レンジ
STOXXヨーロッパ600指数	360.12p	350p~380p



マクロ経済は緩やかに拡大

ユーロ圏経済は、2014年以降、1%~2%の間で安定的な成長軌道を描いてきました。直近は、ユーロ安、欧州中央銀行（ECB）の緩和的な金融政策を背景とした銀行貸出しの伸び、賃金の上昇などを背景に、企業景況感、消費者信頼感とも高レベルで推移しています。主な輸出相手国である米国経済が上向いていることに加え、新興国にも景気底打ちの兆しが見え始めました。

2017年は、外需が引き続き堅調に推移することが予想されるものの、内需は実質賃金の伸び悩み、ECBの緩和縮小（テーパリング）などからやや減速へ向かう可能性があると思われま

世界のリフレ傾向は欧州株式のプラスに

ユーロ域内の需要が若干減速しても、外需の底堅さを背景に、欧州企業の業績は今後数カ月、増益基調で推移すると予想されます。米大統領選以降、米国を中心として世界的に需要が拡大するとの期待が高まってきました。英国を含む欧州株式市場において比較的ウェイトの高い、エネルギー、金融、一般消費財・サービス、素材などの景気敏

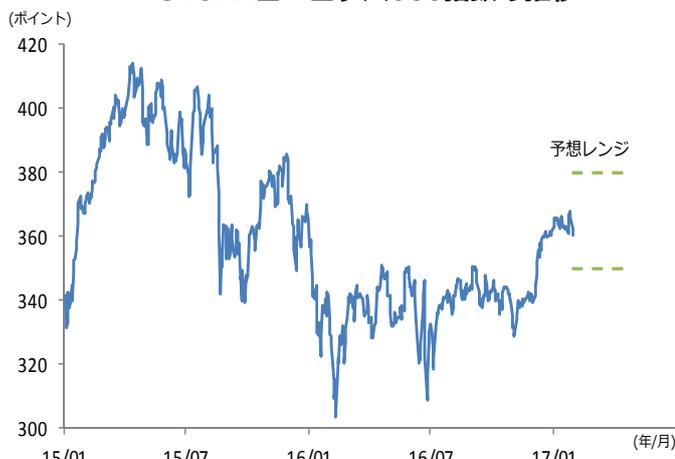
感セクターは、この流れの恩恵を受けると考えられます。また、先進国の金利上昇が、欧州の金融セクターの株価上昇につながることを期待されます。

「政治」が不安材料

しかし今年、オランダ、ドイツの総選挙、フランスの大統領選挙が予定され、英国のEU離脱交渉が3月に始まることや、イタリアの総選挙の前倒しが予想されています。ユーロ圏の選挙で反ユーロ・反移民の極右政党が政権の中核を担う可能性は高くないとみられますが、英国のEU離脱は、EU共通市場へのアクセスよりも移民制限や司法権の独立を優先する「ハード」な離脱になることが想定されています。これらの政治イベントに対する不透明感が、当面、金融市場の不安材料になると予想されます。

欧州株式のバリュエーションは、日米と比べて割安な水準と考えます。底堅い世界経済と企業業績が、政治不安などのマイナス材料を相殺し、株価が緩やかに上昇する展開が予想されます。

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1月31日

(出所) Bloomberg, Thomson Reuters DataStreamのデータより岡三アセットマネジメント作成

MSCI指数のセクターウェイト (2017年1月末時点)

MSCIセクター(%)	日本	欧州	アメリカ
エネルギー	0.9	7.8	7.4
金融	13.9	20.4	14.6
生活必需品	20.9	10.8	12.6
一般消費財・サービス	7.5	13.8	9.2
素材	6.1	8.2	2.9
ヘルスケア	7.5	12.8	13.6
情報技術	10.7	4.2	20.9
資本財・サービス	20.1	12.8	9.7
公共	2.1	3.5	3.2
電気通信サービス	5.8	4.2	2.7
不動産	4.6	1.4	3.0
景気敏感セクター	53.0	64.3	47.0

(注) 数値の単位は%。ここではエネルギー、金融、一般消費財・サービス、素材、資本財・サービス、不動産の合計を景気敏感セクターとしています。四捨五入の関係で数値が合わない場合があります。

※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

ドル高の一服を受けて株価は下値を切り上げる展開へ

アジア	2017年1月末	2-4月予想レンジ
MSCI アジア(除く日本)指数	546.16p	520p~580p



当面、中国経済は安定成長

中国では、輸出入のマイナス成長が続いていますが、イーコマースを中心に個人消費は堅調に推移しています。国営企業（SOE）改革（業界再編、経営の高度化）、石炭、鉄鋼セクターなどの余剰設備の廃棄一巡などを背景に、企業収益も上向き始めました。過去10年ほどの企業物価指数(PPI)と企業収益の関係を考慮すると、PPIが現在の水準を維持すると、企業収益は改善することが予想されます。PPIが上昇に転じたことによって、製造業の在庫積み増しが始まることも期待されます。

また、鉄道・道路などのインフラ投資が、少なくとも前半の成長を押し上げると考えています。仮に後半に失速しても、新たな財政措置が景気を下支えすると予想しています。

海外への資金流出、企業の急激なバランスシート調整、住宅市場の過度な引き締め、対米関係の悪化などがリスク要因として指摘されるものの、昨年までとは異なり、今年は中国発の市場の混乱は起きにくいと考えます。

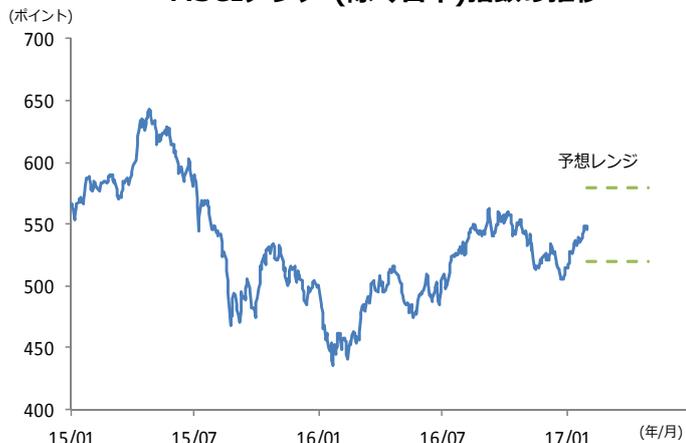
アジア諸国の改革に注目

中国のSOE改革に加えて、アジア各国でもさまざまな改革（リフォーム）が進行中です。インドでは、高額紙幣廃止は一時的に国民を混乱させましたが、長い目で見れば、徴税システムや経済構造の強化につながると考えられます。2015年に導入された4%のインフレ目標により、インド経済は長年悩まされてきた高インフレ体質から脱却しつつあります。インドネシアでも、租税恩赦や海外からの新規投資の手続き簡略化などが、経済へ好影響を与えると期待されます。

注目される米国の利上げスピード

足元では、ドル高の一服によってアジア株式市場にも安心感が拡がりやすいと考えます。しかし、米国では年内に3回程度の利上げが予想されています。これまでの米国の政策金利とアジア株式の関係を勘案すると、今後、利上げスピードが加速すれば、アジア株式への売り圧力が強まる可能性があると思われれます。また、トランプ米大統領の通商政策によって貿易が停滞する可能性が、リスク要因になると考えています。

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1月31日

(出所) Bloomberg, Thomson Reuters DataStreamのデータより岡三アセットマネジメント作成

中国 企業物価指数 (PPI) と利益 (EPS) 成長率



※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

米金利は緩やかに上昇。日欧の金利にも上昇圧力がかかる展開

10年国債利回り	2017年1月末	2-4月予想レンジ
日本	0.09%	-0.05%~0.15%
米国	2.45%	2.2%~2.7%
ドイツ	0.44%	0.2%~0.7%



日銀は金融緩和政策を継続

消費者物価指数（CPI）は、これまでのエネルギー安の効果が薄れることから、徐々に緩やかな上昇に向かうと予想されます。一方、日本銀行は、物価目標の達成時期を2018年度頃に据え置きました。当面、長短金利操作付き量的・質的金融緩和政策を継続するとみられ、国内金利は安定した動きが続くと考えます。ただ、米国金利がさらに上昇したり、米トランプ政権から「日銀の緩和的な金融政策が円安ドル高を招いている」といった批判が噴出してくれば、国内金利にも上昇圧力がかかり、実質的なテーパリング（緩和の縮小）が始まる可能性があると思われます。今後数カ月は、市場の金利上昇圧力と、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。

米国の金利は緩やかな上昇基調に

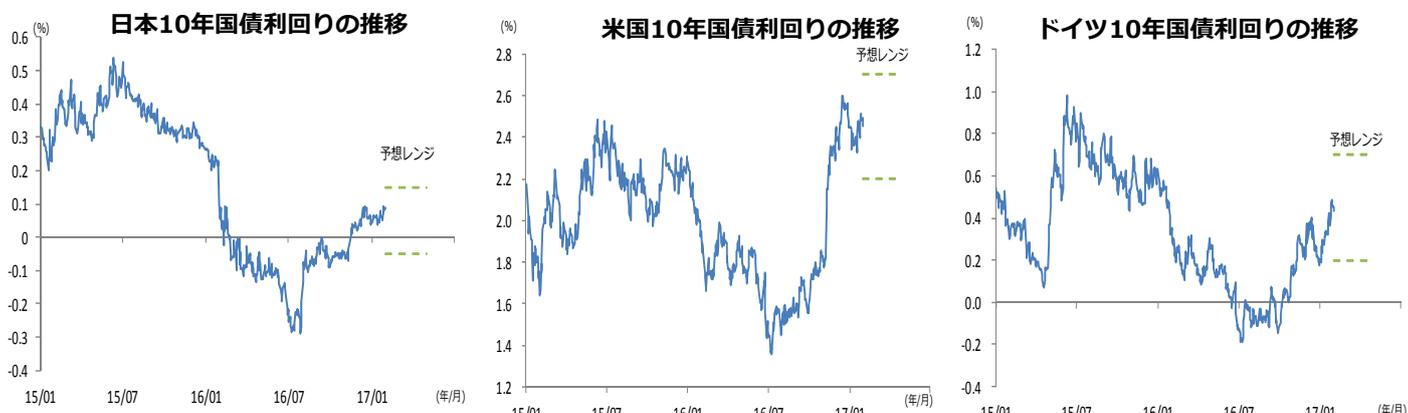
米国のマクロ経済が堅調に拡大し、連邦準備制度理事会（FRB）が年3回の利上げを予想していることは、中期的に米国金利が上昇することを示唆していると考えます。さらに米国経済が概ね完全雇用に近いとみられるなかでインフラ投資と減税を行えば、賃金の上昇を通してインフレ圧力が

高まり、利上げスピードがさらに速まる可能性もあります。しかし、当面はトランプ政策の先行きを読みづらいなか、保護主義的な通商・外交政策が米国経済の足腰を弱めるとの思惑が高まれば、安全資産である米国債市場に資金が流れ込み、金利が低下することも考えられます。

ユーロ圏の長期金利に上昇圧力

ユーロ圏のCPIは直近1.8%まで高まりました。エネルギー安による物価引下げ圧力が徐々に薄れてきたことが、背景にあると考えられます。当面、景気が底堅いドイツを中心に、物価はさらに上昇することが想定されます。一方、エネルギー価格の底打ちなどを受けて、域内の実質賃金が低下し始めているとみられ、物価上昇の勢いは急激には高まらないとの見方もあります。しかし、米国の金利上昇を背景に、ユーロ域内の金利に上昇圧力がかかりやすい地合いは続くことが予想されます。

一方、今年の欧州は「政治の季節」を迎えるため、政治情勢に起因した市場の混乱に備え、ECBは予防的に緩和措置を継続すると思われます。そのため、ドイツの長期金利は、上昇圧力を受けながらも、相対的に低位で安定すると思われます。



(注) グラフの期間は2015年1月~2017年1月31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

米政権のドル高牽制に注意。日米金利差等のドル高要因は継続

外国為替	2017年1月末	2-4月予想レンジ
ドル円	112.80円	111円～118円
ユーロドル	1.08ドル	1.04ドル～1.1ドル
ユーロ円	121.80円	121円～125円



ドル円は、当面ドルが買われやすい展開

トランプ政権の為替政策が注目されます。これまでの常識に反して、二国間の通商協定に為替条項を盛り込むことが模索されています。しかし、ムニューチン次期財務長官の「過度に強いドルは米国経済に短期的にマイナス」だが、「強いドルは長期的には重要」との主張が、徐々に政権中枢に浸透していくと思われます。また、政権のこれまでのドル高牽制は、対人民元で行われた可能性が高いと思われます。ドル円相場については、短期的なノイズと中長期的な基調を分けて考える必要があると思われます。

米国では、FRBの利上げや、新政権が推進するとみられるインフラ投資や減税などの政策が、米国金利を押し上げると考えられます。一方、日銀は長短金利操作付き量的・質的金融緩和を維持し、国内では低金利の継続が予想されます。そのため、金利差の観点から、ドルが買われやすい地合いが継続すると考えます。

1990年代前半の日米通商摩擦時には、金利差の拡大にもかかわらず円高が進みましたが、当時と比べて自動車セクターなどの現地生産が進んでいるため、貿易紛争がエスカレートすることはな

いと考えます。米国で財政出動と減税の政策ミックスを推進するためには、海外から資金を呼び込む必要があるため、「強いドル」政策を維持することが必要とみられる点も、ドル高基調につながると考えます。

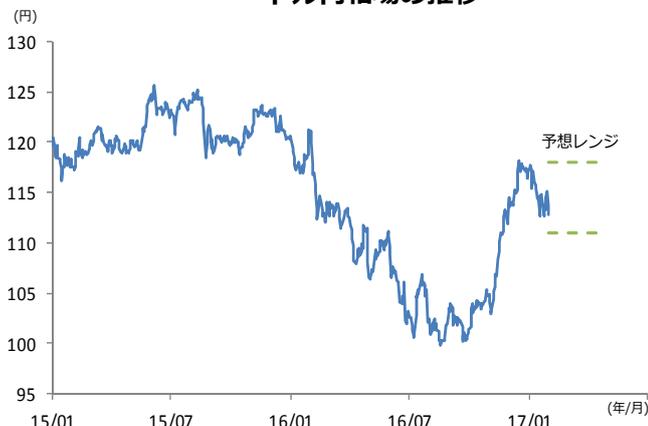
ただ、行き過ぎたドル高や金利上昇は、米国企業の収益を悪化させ、米国経済を弱体化させる恐れがあります。この恐れが顕在化する場合、為替相場の基調が転換する可能性があると考えます。

政治情勢の不透明感などがユーロ安要因に

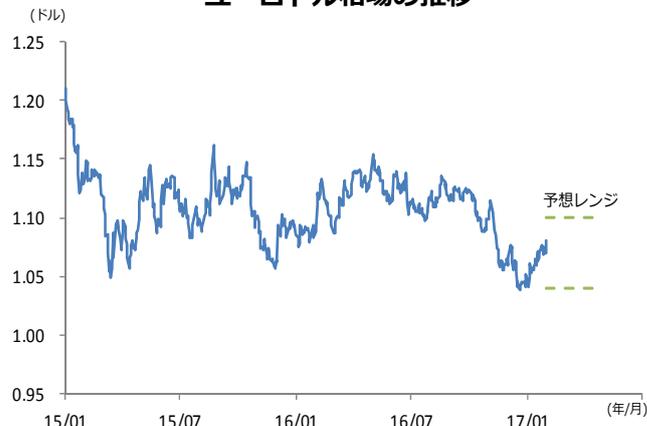
欧州経済は2014年以降、安定的に成長軌道を辿ってきましたが、今年は「政治の季節」を迎えます。域内の政治・経済に対する不透明感が高まる局面では、ユーロ相場に下落圧力が強まることが予想されます。

ECBは、中期的にテーパリングを迫られる可能性がありますが、当面は量的緩和の継続が想定されます。そのため、ユーロは対ドルで売られやすい展開が続くと予想されます。しかし、ユーロ圏は経常収支の黒字を維持しており、米政権のユーロ安牽制が強まる可能性もあるため、一方的にユーロ安が進行する展開にはならないと考えます。

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1月31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＞

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）