

情報提供用資料

2017年4月7日



岡三アセットマーケットビュー

2017年度 株式・債券・為替市場の見通し

OKASAN ASSET MANAGEMENT MARKET VIEW
Vol.7

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

米国の政策動向や為替相場に依存する相場展開

日本	2017年3月末	今後1年間の予想レンジ
日経平均株価	18909.26円	17800円～22200円
TOPIX	1512.60p	1450p～1750p



膠着状態が続く国内株式市場

年初来の日経平均株価は、概ね18700円-19700円のレンジ内の動きが続きました。米トランプ政権の政策に対する期待が低下したことや、米国の金利やドル円相場が上昇せず、円安が進みにくかったこと、大手電機メーカーの経営問題によって日本企業のガバナンスに対する信頼が揺らいだことなどが、上値を抑える要因になったと考えられます。一方、日本銀行によるETFの買入れなどが、下値を支える要因になったとみられます。

米トランプ政権の政策の実行力が重要に

米国において3月下旬にオバマケア見直し法案の採決が見送られたことを契機として、トランプ大統領の指導力への疑念が高まっていることなどから、当面の株式市場は軟調な展開となることが予想されます。しかし今後、ホワイトハウスが議会共和党との調整をこなし、税制改正（個人所得税や法人税の引き下げ、海外留保利益への低率課税など）の内容が徐々に明らかになり、来年以降のインフラ投資の具体策が見通せるようになる可能性があると思われれます。この過程で、米国の株価や金利が上昇し、為替市場でドル高円安が進み、

国内株式市場が再び上昇に向かうことが期待されます。

また、米国の金利が上昇する局面では、割安株の上昇率が成長株を上回る可能性が考えられます。

企業の今年度業績ガイダンスはやや慎重に

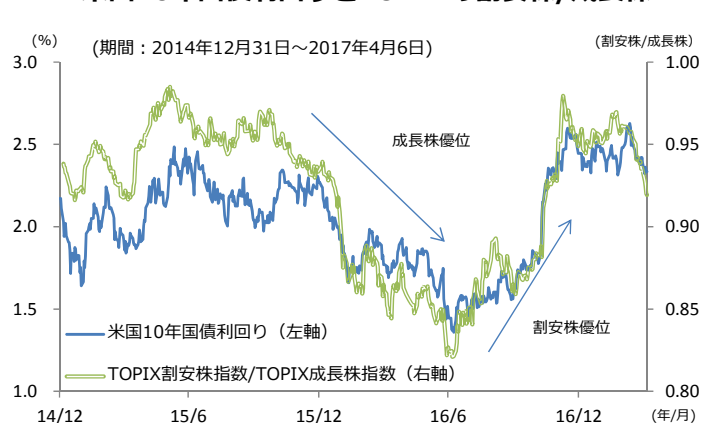
4月下旬以降、2017年3月期の決算発表シーズンが始まります。それまでは、アナリストによる業績見通しの上方修正が続くと思われれます。ただ、決算と同時に企業側から発表される2018年3月期の業績ガイダンスは、米トランプ政権の政策に対する不透明感などを理由に、やや慎重なものになる可能性があります。

一方、海外経済に目を向ければ、米欧ともに成長スピードを速めているとみられるほか、新興国でも中国、アジアを中心に回復期待が高まっています。日本経済についても、外需の拡大に先導されて徐々に回復スピードを速めると考えられます。日本の株式市場は、グローバルに「景気敏感」と考えられているため、世界経済が同時に回復・拡大する局面において、中長期的には海外の株式市場をアウトパフォームすることが期待されます。

日経平均株価の推移



米国10年国債利回りとTOPIXの割安株/成長株



(注) 日経平均株価の期間は2015年1月～2017年3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

減税やインフラ投資の実現性が高まれば再上昇へ

米国	2017年3月末	今後1年間の予想レンジ
NYダウ	20663.22ドル	19700ドル～22700ドル
S&P500指数	2362.72p	2250p～2550p



「オバマケア見直し法案」で挫折

米トランプ大統領が選挙期間中に目玉政策として掲げてきたオバマケアの見直し法案が、採決見送りとなりました。トランプ大統領にとって、司法に差し止められた特定国からの入国制限に続く、政治的な挫折になったと考えられます。

足元の米国経済が、順調に拡大しているとみられるにもかかわらず、3月1日に最高値をつけたNYダウが、その後、調整局面から抜け出せないのは、トランプ政権の政策の実現性や、トランプ大統領の指導力に対する疑念が高まっていることが背景にあると考えられます。

「税制改正」が次の焦点

トランプ政権は、もう一つの看板政策である税制改正の実現に向けて、前進する意向を明らかにしました。しかし、税制改正の大統領案と下院案には依然として隔たりがあり、さらに財政負担の拡大が予想される両案が、そのまま共和党内の財政保守(中立)派に受け入れられる可能性は低いとみられます。また、国境税調整に対する各業界の意見は分かれており(Walmartなどの小売業界は

反対、GEなどの輸出関連業界は賛成)、調整には時間がかかるとみられます。

そのため、当面は税制改正などを巡る不透明感が、株価の上値を抑える可能性があると考えます。また、バリュエーション面から、株価がやや割高な水準にあるとみられる点にも注意が必要と思われます。

中期的に「トランプラリー」の復活を予想

一方、米国のみならず、グローバルにマクロ経済は拡大基調にあるとみられ、企業収益についても、1-3月期から10-12月期まで、2桁の増益率が継続すると予想されています。

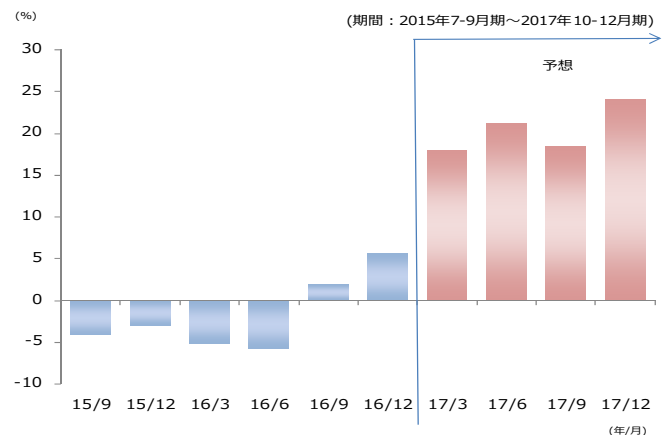
今後は、ホワイトハウスと議会共和党との間で税制改正案のすり合わせが進み、いくつかの点で双方が妥協する形で、夏以降に最終案が議会で審議されることになると考えます。

米国株式市場は、当面、上値の重い動きが予想されますが、その後は、税制改正の実現性が高まり、さらに来年以降のインフラ投資の具体策が展望できるようになる過程で、再び上値を追う展開に戻っていくことが期待されます。

NYダウ指数の推移



S&P500ベースの1株当たり利益成長率(前年比)



(注) NYダウ指数の期間は2015年1月～2017年3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。

政治不安は徐々に解消。企業収益の拡大基調が株価を下支え

欧州	2017年3月末	今後1年間の予想レンジ
STOXXヨーロッパ600指数	381.14p	360p~420p



域内のマクロ経済は拡大基調

ユーロ圏の企業景況感や消費者信頼感は、ともに高い水準で推移しています。中国をはじめとする新興国や米国などの輸出相手国の成長加速、失業率の継続的な低下、欧州中央銀行（ECB）の緩和的な金融政策を受けた銀行貸出しの伸びなどが、背景にあると考えられます。2017年は、エネルギー価格の上昇を受けた実質賃金の低下などから、個人消費が伸び悩むとみられるものの、外需が引き続き堅調に推移すると予想されます。

英国経済も足元は力強さがみられます。しかし、3月29日にEU離脱を正式に通知し、今後の離脱交渉は難航することが予想されます。企業家や消費者の先行き警戒感が高まり、英国内の経済活動が失速する可能性には留意が必要と思われる。

政治不安は徐々に解消へ

4月、5月に行われるフランスの大統領選では、極右の国民戦線ルペン党首が票を伸ばすものの、最終的には中道のマクロン氏が大統領に選ばれる可能性が高いと思われます。秋に行われるドイツの連邦議会選については、ポピュリスト政党では

なく、メルケル首相率いる中道右派とシュルツ氏率いる中道左派の争いになると予想されます。オランダ議会選にみられたように、欧州市民の間には、英国、米国の混乱を目の当たりにして「ポピュリスト疲れ」が広がっていると解釈できそうです。そのため今後、政治不安を材料に敬遠されてきた欧州株式市場に、投資資金が流入することが期待されます。

比較的低位なバリュエーションも支援材料

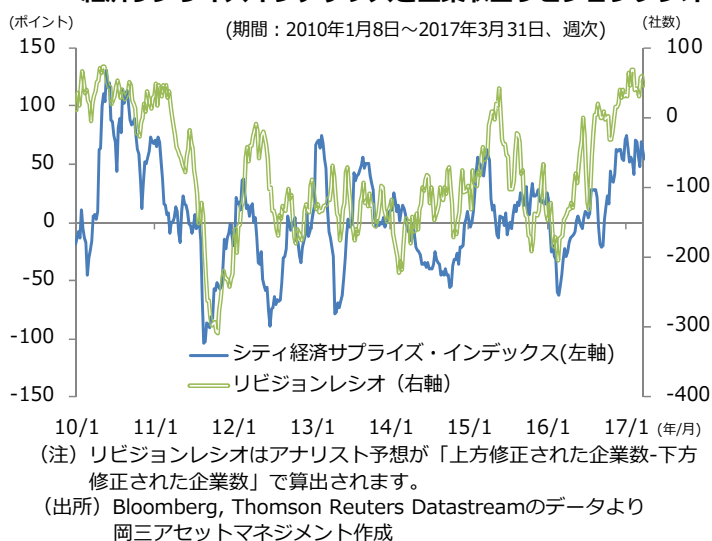
新興国を含めた世界の経済活動が拡大する局面では、欧州株式市場が他市場をアウトパフォームする傾向があると思われます。国別には、アジアや東欧とのつながりが深いドイツの輸出関連、ラテンアメリカビジネスに強みを持つスペインの銀行などの業績向上が期待されます。また、米国金利が上昇する局面では、欧州でも銀行セクターが恩恵を受けると考えられます。

欧州株式市場全体では、米国株式市場と比較してバリュエーションが低位にとどまる点も注目されます。企業収益の拡大基調を背景に、下値を切上げる展開が予想されます。

STOXXヨーロッパ600指数の推移



経済サプライズインデックスと企業収益リビジョンレシオ



※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

米国の金融政策に留意が必要も、経済構造の改善が支援材料

アジア	2017年3月末	今後1年間の予想レンジ
MSCI アジア(除く日本)指数	582.00p	550p~650p



経常収支・商品価格・経済構造が改善

現在、アジア地域全体の経常収支は、1997年のアジア危機時に比べれば大幅に改善していることから、米国の利上げ局面における資金逃避への耐性は格段に高まっていると思われま。また、2014年以降に急落した商品価格が底打ちし、安定基調に戻っていると見られる点が注目されます。歴史的に、アジア企業の株主資本利益率（ROE）は商品価格との連動性が高いことから、今後、商品価格の回復基調が続けば、アジア企業のROEも回復に向かうと思われま。

中国では、国営企業の再編とともに、鉄鋼、石炭、セメントなどの素材産業を中心に余剰設備が削減され、アジア企業全体の価格支配力や収益成長力が高まってきていると考えられま。また、インドでは、GST（物品・サービス税）の導入や高額紙幣の廃止によって、経済の足腰が強まってくると予想されま。さらに、インドネシア、マレーシア、フィリピンの高速鉄道、都市交通、インドシナ半島の東西・南北回廊などのインフラ整備によって、域内の企業活動が活発化するとともに、貿易の拡大が見込まれる点も注目されま。

注目される米国の利上げスピード

アジア各国の主要輸出先である米国などの経済は循環的に拡大局面に入っていると考えられま。各国で中間所得層の拡大とともに、貯蓄率が上昇して金融市場の厚みが増すことが期待されま。また、インフレ率も安定しているため、仮にアジア域内の景気が失速しても、金融緩和の余地があると考えられま。

このような環境下、米連邦準備制度理事会（FRB）が3月に今回の引締めサイクルで3回目の利上げを行いました。タイを震源として新興国全体の株式市場が急落した1997年のアジア危機の連想から、米国の利上げに対する投資家の警戒感がみられま。しかし、FRBが量的金融緩和の縮小を示唆して、新興国の金融資産が一斉に売られた2013年の「テーパータントラム」などによって、米国の金融引締めに対する市場参加者の予行演習は実施済みと思われま。

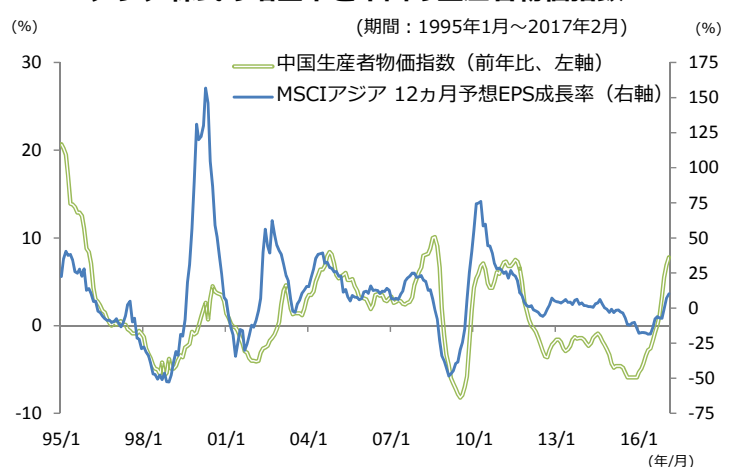
FRBの年内あと2回の利上げは概ね市場に織り込まれているとみられることから、今後1年程度のアジア株式は、FRBの動きに左右されながらも、緩やかに上値を追う展開が継続すると予想されま。

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3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

アジア株式の増益率と中国の生産者物価指数

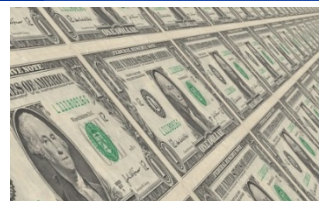


※上記の予想レンジや見通しは投資情報部の見解であり、ファンドの運用方針とは異なる場合があります。

内外債券 | 長期金利

米金利は緩やかに上昇へ。日欧の金利も上昇圧力がかかる展開

10年国債利回り	2017年3月末	今後1年間の予想レンジ
日本	0.07%	-0.1%~0.2%
米国	2.39%	2.2%~3.0%
ドイツ	0.33%	0.1%~0.8%



日銀は現行の金融緩和策を継続の見通し

エネルギー価格が2016年2月頃に底打ちして緩やかに上昇していることなどから、ベース効果によって、今後国内物価は緩やかに上昇していくことが想定されます。消費者物価指数（CPI）は、足元の0%近辺からは上昇するとみられるものの、日本銀行が目標とする2%は大幅に下回る水準が継続すると予想されます。そのため、日銀は長短金利操作付き量的・質的金融緩和策を続け、国内の10年国債利回りは当面、-0.1%と0.1%のレンジ内で安定した動きが続くと考えられます。しかし、米国金利が上昇に転じたり、米国から政治的な圧力が高まる可能性があるため、年度を通せば、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

米国の企業景況感と消費者信頼感は、ともに足元では高水準を維持しています。FRBが重視するコアPCEデフレーターが2%に近づいていることや、労働市場が概ね完全雇用の状態と考えられることを受けて、市場は年内あと2回の利上げを見込んでいます。しかし、3月の利上げ後、FRB高官の

間でも、景気に強気の見方と弱気の見方が交錯しており、景況感・信頼感などのソフトデータの強さが、実際の経済活動に波及していくかどうかを見極める必要があると思われます。

トランプ政権は基本的に拙速な利上げに反対の姿勢を示すと考えられますが、来年2月のイエレン議長の任期満了を睨んで、政権とFRBの間で経済の解釈や意見の食い違いが表面化すれば、市場が不安定化する可能性には留意が必要と思われます。ただ、年度を通してみれば、底堅い景気とFRBの利上げを背景に、長期金利は緩やかな上昇基調を辿ると考えます。

当面はユーロ圏の長期金利にも上昇圧力

3月のユーロ圏、ドイツのCPIは、2月よりも低下しました。食品価格の低下など、一時的な要因が背景にあったと考えられます。当面、エネルギー価格の緩やかな上昇と域内の底堅い経済活動を背景に、ユーロ圏のCPIは上昇基調を維持すると思われます。このような環境下で、ECBは徐々に金融政策の正常化を目指すものと考えられることから、ドイツの長期金利にも年度を通して上昇圧力がかけやすい展開が続くと思われます。



(注) グラフの期間は2015年1月~2017年3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

各中央銀行の金融政策正常化の順番が為替相場に影響

外国為替	2017年3月末	今後1年間の予想レンジ
ドル円	111.39円	106円～120円
ユーロドル	1.07ドル	1.02ドル～1.1ドル
ユーロ円	118.67円	112円～125円



ドル円相場はドルが買われやすい展開へ

米国では、底堅い労働市場と2%前後まで上昇した物価指数を背景に、FRBによる利上げサイクルに入っているとみられます。一方、日本では、消費者物価が今後上昇するとみられるものの、17年度中は1%程度までがせいぜいで、日銀がターゲットとする2%に遠く及ばないものと思われる。そのため、日銀が金融政策の正常化に取りかかるのは、しばらく先になると考えられます。その結果、1年を通してみれば、ドルが対円で緩やかに上昇する相場展開が想定されます。

足元では、オバマケア見直し法案の頓挫などによって、ドルの上昇が一服しています。しかし、減税を含む税制改正の実現性が高まり、来年以降のインフラ投資の具体策が展望できるようになる過程で、米国株式や金利の上昇とともにドル高が進む展開に移行すると予想されます。

一方、米国の貿易赤字を減らすための大統領令を受けて、日米欧中の為替当局がどのような対策を講じるか、4月に予定されている日米経済対話などの場において、為替レートを巡ってどのような議論が行われるか、米中首脳会議後に北朝鮮を巡る北東アジアの地政学リスクが高まるかどうか、

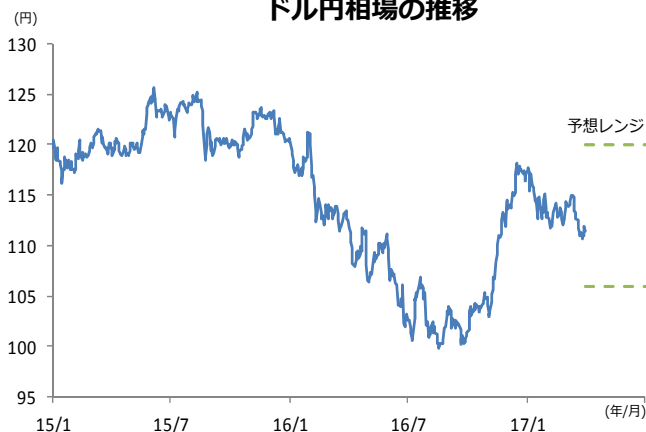
に注意する必要があると考えます。また、トランプ政権や議会共和党が打ち出している「海外留保利益の低率課税」や「国境税調整」については、基本的にはドル高要因になると考えられます。

ユーロは対円では上昇へ

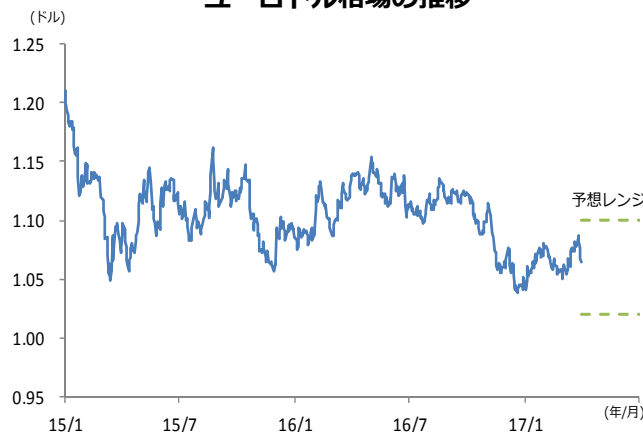
ユーロ域内の経済は、順調に拡大しているとみられます。物価も、エネルギー価格の下げ止まりを受けて、緩やかに上昇してきました。そのため、ECBは、ドイツなどの支持を背景に、金融政策の正常化（債券買取り額の減額、マイナス金利の解消など）を視野に入れていると考えられます。主要3中銀を比較すると、金融緩和からの出口の順番は、米国、欧州、日本の順になると考えます。そのため、年度を通してみると、ユーロは対ドルでは弱含むものの、対円ではやや上昇する展開が想定されます。

ただ、フランスの大統領選挙において、反グローバル化・反EUを掲げる極右のルペン大統領が誕生する可能性が高まったり、英国のEU離脱交渉が想定よりも困難なものになり、ユーロ域内の景況感に悪影響を与える事態になれば、ユーロ売り圧力が高まる可能性があると考えられます。

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3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）