

情報提供用資料

2017年5月9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.8

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

## 徐々に上値を追う展開が期待されるが、米国の政策動向に依存

日本	2017年4月末	5-7月の予想レンジ
日経平均株価	19196.74円	18600円～20800円
TOPIX	1531.80p	1470p～1660p



### イベント通過に伴ってリスクオンの動き

仏大統領選の第一回投票で親EUのマクロン氏が勝利したことや、北朝鮮を巡る地政学リスクがやや後退したことなどをを受けて、株式市場にリスクオンモードが拡がり、国内株式市場は戻り歩調となりました。しかし、今後の相場の方向を占う上では、米トランプ大統領が減税など、早期に具体的な政策を打ち出し、議会との協調を進められるかどうか重要な鍵になると考えます。

### 企業の今年度業績ガイダンスはやや慎重

企業の3月期決算発表が進んでいます。2017年3月期の経常利益は全体として減益となることが見込まれるものの、2018年3月期については、2桁の増益となることが期待されています。ただ、決算と同時に企業から発表される今期の業績ガイダンスは、事前予想よりも概ね慎重なものが少なくないと思われます。サービス業におけるコストの増大や、欧米の政治に対する不透明感、地政学リスクなどが意識されるものと思われます。

一方、中長期的な好材料としては、機関投資家に、株主総会の議決権行使状況を議案ごとに開示させる動きが出てきたことが挙げられます。これ

によって、投資家と企業経営者の間に健全な緊張関係が生まれ、企業の収益性の改善や企業価値の拡大に寄与することになると考えます。

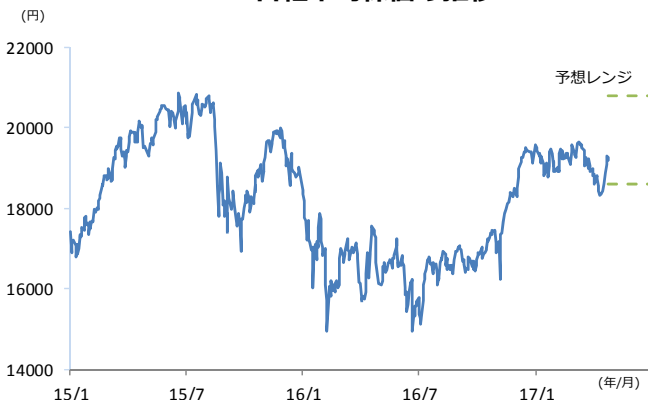
### 米トランプ大統領の政策実行力が重要に

国内固有の好材料が少ないなか、日本企業の収益や市場センチメントは、為替相場（特にドル円相場）に依存する地合いが続くと考えられます。トランプ政権の政策が実現に向かい、米国の経済成長率が加速するとの期待が高まれば、米国金利が上昇してドル高傾向となり、国内株式市場も上昇することが予想されます。

米国議会における審議が遅れる場合にも、国内株式市場は上値の重い展開が続くと考えられるものの、日銀による指数連動型上場投資信託（ETF）の買入れや自社株買いが継続するとみられるため、下値は限定的になると予想されます。

日本経済は、外需の拡大に牽引されて回復スピードを徐々に速めることが期待されるほか、株価のバリュエーションにも割高感は見られないことから、株価は徐々に上値を追う展開に移行していくことが予想されます。ただ当面、米国の政策動向に依存する展開は継続すると考えます。

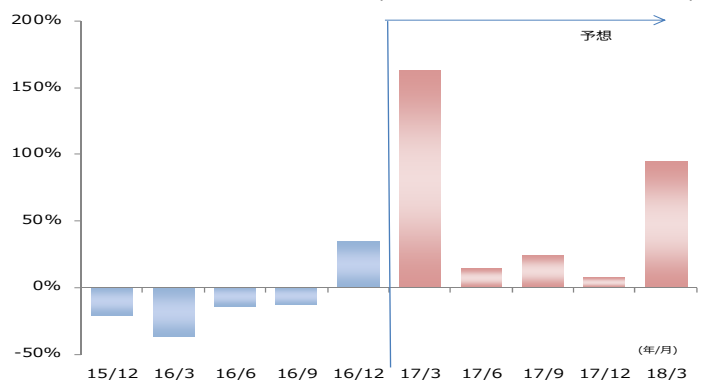
日経平均株価の推移



日経平均ベースの1株当たり利益成長率

(四半期ごとの前年比)

(期間：2015年10-12月期～2018年1-3月期)



(注) 日経平均株価の期間は2015年1月～2017年4月28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

## 政権と議会との協調が焦点。減税等の実現性が高まれば一段高

米国	2017年4月末	5-7月の予想レンジ
NYダウ	20940.51ドル	20400ドル～22000ドル
S&P500指数	2384.20p	2320p～2520p



### 政権と議会との協調が焦点に

2月に、トランプ大統領が「驚異的な税制プランを発表する」と発言したことが株価上昇の契機となったように、4月下旬にも、「税制改正の概要を近く発表する」との報道を受けて、株式市場は上昇に転じました。しかし、財務長官からの発表には、具体的な内容や財源の議論が欠けていたため、今後、議会共和党との長い折衝が待ち構えていることが金融市場で意識されれば、足元の株価上昇が短期的なものに終わる恐れがあると思われます。

一方、マクロ経済や企業収益は、概ね底堅く推移しています。そのため、中期的にはトランプ政権と議会との協調が、米国株式市場にとって焦点になると考えられます。法人・個人減税を含む税制改革、企業の海外留保利益を低税率で本国回帰させるリパトリ減税、インフラ投資、規制緩和などの政策の具体化が注目されます。

### テクノロジー企業の競争優位性が継続

NYダウやS&P500指数が上値を抜け切れない一方、テクノロジーやバイオなどの成長株を主体とするNASDAQ指数は、高値更新の動きと

なっています。世界中でAppleのiPhoneへの需要が底堅いほか、クラウドコンピュータ、コネクティッドカーなどに利用される半導体の売上げが拡大しています。IoT、AI、ビッグデータなど第四次産業革命は始まったばかりと思われます。革新的な技術を新たなビジネスモデルにつなげたFANG（Facebook、Amazon、NetFlix、Google:現在はAlphabet）に代表される米国のテクノロジー企業の世界市場における競争優位性が簡単に失われることはないと考えます。

### バリュエーションはやや割高な水準

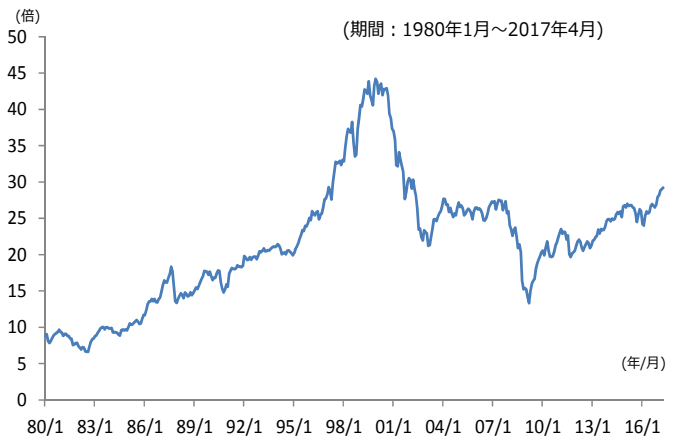
景気循環を調整した株価収益率（CAPE）は29倍を上回っており、米国株式のバリュエーションはやや割高な水準と考えられます。一方、企業収益は2桁増益が期待されます。

これまで議会共和党との関係がぎくしゃくしていたトランプ大統領も、大統領2期目を見据えて態度を軟化させることが予想されます。政権と議会との政策のすり合わせが進めば、株式市場は期待感の高まりを受けて、一段高に向かう可能性があるものと思われます。

NYダウ指数の推移



S&P500の景気循環調整後の株価収益率（CAPE）



(注) NYダウの期間は2015年1月～2017年4月28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

## 政治不安は徐々に低下。企業収益の拡大基調が株価を下支え

欧州	2017年4月末	5-7月の予想レンジ
STOXXヨーロッパ600指数	387.09p	370p~410p



### 低下に向かう政治不安

フランスの大統領選挙が親EU・市場寄りのマクロン氏の勝利で幕を閉じ、欧州の株式市場には一先ず安堵感が広がりました。しかし今後、6月には英国、フランスで、秋にはドイツで議会選挙が予定されているほか、イタリアでは2018年の総選挙が年内に前倒しされる可能性があると思われます。

米政権の対外政策が世界的な混乱を招いていることを目の当たりにして、欧州市民の間で伝統的な「欧州の価値」を見直す機運の高まりがみられます。そのため、英国以外の選挙で自国第一やEU離脱を公約に掲げる政党が政権を担う可能性は高くないと考えます。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。

### 英国のEU離脱交渉が本格化

6月8日に実施される英国の総選挙では、メイ首相率いる保守党の勝利が予想されています。その結果、移民を制限してEUの法制から独立する一方、EU統一市場へのアクセスをあきらめる「ハード」な離脱が、より現実的になると考えられます。

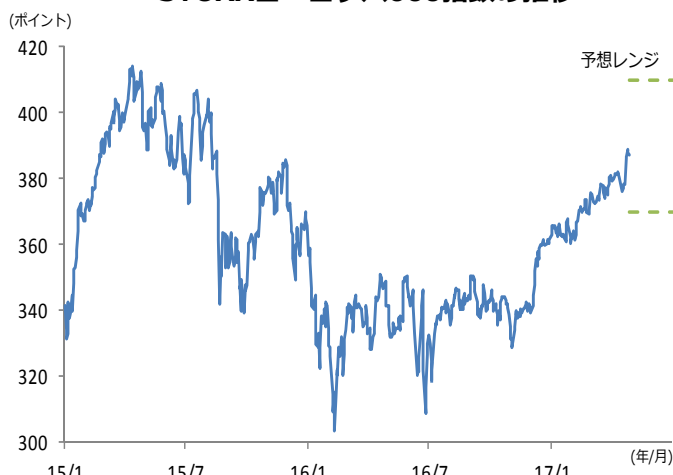
英国経済は足元では力強さがみられますが、ポンド安によって輸入インフレが高まり、国民の実質購買力に陰りが見え始めました。英国に甘い対応をすれば他加盟国の離脱を招く恐れがあるため、EU側は英国に対して強硬な交渉姿勢を維持せざるを得ないとみられます。そのため、今後の離脱交渉は難航を極めることが予想され、企業家や消費者の先行き警戒感が高まり、英国内の経済活動が失速することに留意が必要と思われる。

### バリュエーションの拡大期待も

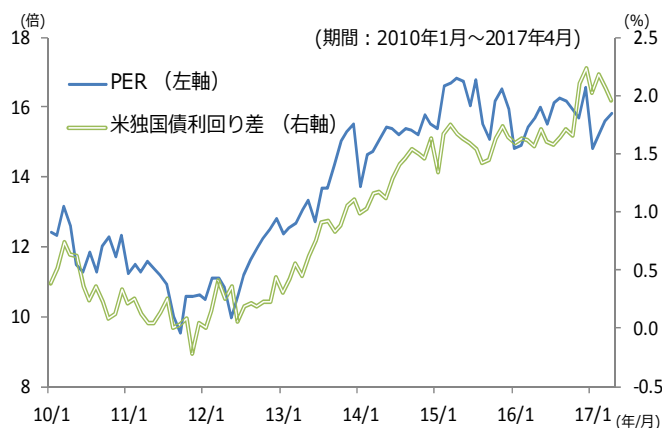
欧州には、エネルギー、素材、金融など、世界の経済活動が拡大する局面で収益が拡大する企業が多数あります。新興国でのビジネスを得意とするドイツの機械や自動車、スペインの銀行やインフラ企業、そのほかにもエネルギー大手などが恩恵を受けると考えられます。

欧州域内ではインフレが抑制され、ドイツ金利が相対的に上昇しにくい一方、世界経済が拡大して米国金利が上昇すれば、米独金利差が拡大することが予想されます。それに併せて欧州株式の株価収益率（PER）が拡大することが期待されます。

STOXXヨーロッパ600指数の推移



STOXXヨーロッパ600指数の株価収益率（PER）と米独10年国債利回り差



※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。



## 景気拡大を背景とした上昇基調。米国の金融政策には留意

アジア	2017年4月末	5-7月の予想レンジ
MSCI アジア(除く日本)指数	594.22p	560p~640p



### 財政が下支えする中国経済

中国の第1四半期のGDP成長率は、6.9%と前期を上回りました。5年に一度の共産党大会を秋に控え、経済や社会の安定を最優先する共産党政権が、景気失速を回避するためにインフラや住宅投資を活発化させた結果だと考えられます。実際、銀行融資残高、電力消費（生産）量、鉄道貨物輸送量の伸びから算出される「李克強指数」の上昇に合わせて、工業企業の利益の伸びがみられます。工業企業の利益成長は、国営企業の再編とともに、鉄鋼、石炭、セメントなどの素材・建材産業を中心に余剰設備が削減され、価格支配力が高まってきたことが寄与していると思われます。

また、北京近郊の新都心「雄安新区」構想は、数年にわたる長期的なストーリーとして、アジア全域の素材産業への安定的な需要の拡大につながる事が期待されます。

一方、景況感指数にピーク感が見え始めていること、シャドバンクや銀行から企業への資金供給が制限され始めていること、市場が秋の共産党大会後を睨んだ展開に移行する時期が近いことに、注意が必要と思われます。

### アジア諸国の景況感も改善

中国以外のアジア諸国に目を向けると、インド、インドネシア、ベトナム、マレーシア、フィリピンにおいて、企業景況感が軒並み改善しています。

インドでは、地方選で与党が勝利し、モディ首相への支持率が高まるとともに、高額紙幣廃止の悪影響が薄れ、成長が再加速し始めました。GST(物品・サービス税)の導入時期を巡る不透明感が残るものの、低インフレ、低金利環境が企業や個人の経済活動を後押ししているとみられます。また、資源国であるマレーシアにとって、資源価格の安定が追い風と考えられるほか、鉄道投資が成長率や生産性を押し上げると期待されます。

### 注目される米国の利上げスピード

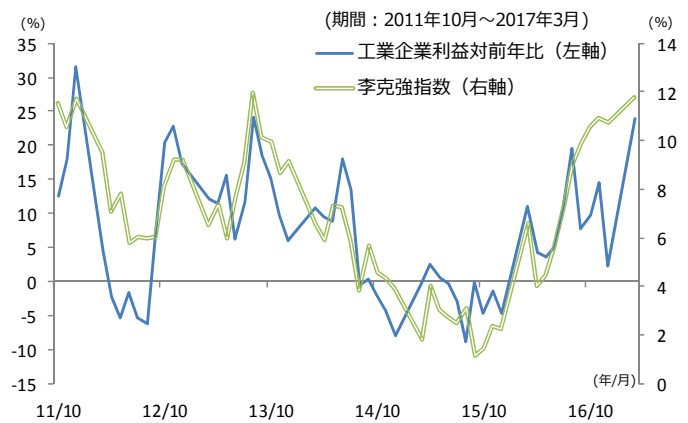
米連邦準備制度理事会（FRB）の金融政策が、利上げサイクルに入っていることは、新興国の金融市場への警戒感につながりやすいとみられます。しかし、FRBの年内あと2回の利上げは、概ね市場に織り込まれていると考えます。アジア株式市場は、域内の底堅い経済活動を背景に、緩やかに上値を追う展開が継続すると予想されます。

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4月28日（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：工業企業利益と李克強指数

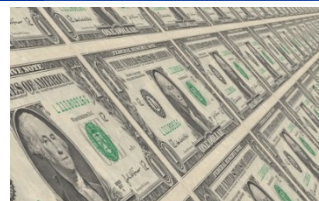


※上記の予想レンジや見通しは投資情報部の見解であり、ファンドの運用方針とは異なる場合があります。

# 内外債券 | 長期金利

## 米金利は緩やかに上昇へ。日欧の金利にも上昇圧力がかかる展開

10年国債利回り	2017年4月末	5-7月の予想レンジ
日本	0.02%	-0.1%~0.2%
米国	2.28%	2.1%~2.7%
ドイツ	0.32%	0.15%~0.6%



### 日銀は現行の金融緩和策を継続の見通し

原油のWTI先物価格が50ドル程度の水準で推移し、為替市場で一時よりも円安が進んでいることから、国内の消費者物価指数（CPI）は、夏場にかけて足元の0%近辺から幾分上昇するとみられます。一方、景気の足取りがしっかりしてきた割には、賃上げが進まず、個人消費からの物価押し上げ効果は期待できないものと思われます。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続け、国内の10年国債利回りは、-0.1%と0.2%程度のレンジ内で安定した動きが続くと考えます。ただ、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、当面は、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

米国の長期金利が4月下旬まで下落傾向を辿った背景には、米国の企業景況感や消費者信頼感などのソフトデータにピーク感が見え始めたことや、トランプ大統領の政策遂行能力に疑問符が付いたことがあると考えられます。さらに、地政学リスクの高まりを受けて、市場のセンチメントがリスクオフに振れたことも影響したと思われます。

しかし今後は、これらの金利引下げ要因が、徐々に薄れていくと予想されます。製造業の在庫サイクルは改善を続けており、生産や雇用の伸びが米国経済の拡大を先導すると考えています。

FRBが重視するコアPCEデフレーターは足元でやや低下しましたが、市場は年内2回の利上げと来年のテーパリング（債券再投資の段階的な停止）を見込んでいるとみられます。そのため、今後数カ月は、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ています。

### ユーロ圏の長期金利にも上昇圧力

仏大統領選で親EUのマクロン氏が勝利したことから、欧州債券市場の焦点は、域内の経済ファンダメンタルズや欧州中央銀行（ECB）の金融政策に移ることが予想されます。ユーロ域内でも、昨年後半から続いてきたソフトデータの改善に陰りが見え始めたものの、旺盛な外需と一部の国の底堅い労働市場を背景に、1%を上回る安定的なGDPの成長が継続すると予想されます。ECBは徐々に金融政策の正常化を目指すと考えられることから、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す。



(注) グラフの期間は2015年1月~2017年4月28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4月末	5-7月の予想レンジ
ドル円	111.49円	108円～117円
ユーロドル	1.09ドル	1.05ドル～1.12ドル
ユーロ円	121.53円	118円～126円



### ドル円相場はドルが買われやすい展開へ

4月中旬にかけて進行した円高の背景には、米政権のドル高牽制、北朝鮮を巡る地政学リスク、米国経済の減速懸念に加え、オバマケア見直し法案の審議打ち切りなどによってトランプ大統領の指導力に疑問が高まってきたことがあると考えられます。しかし今後は、これらの円高要因が、徐々に薄れていくと考えます。

米国で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、米国金利の上昇にあわせてドル高局面に移行することが予想されます。また、FRBによる金融政策の正常化が、日本銀行よりも先行しているとみられることも、ドル高要因の一つになると考えられます。トランプ大統領が打ち出している海外留保利益を低税率で本国回帰させる「リパトリ減税」も、実行に移されればドル高要因になると考えられます。

円は数十年来、「政治的な通貨」と考えられてきました。定期的で開催される日米経済対話などでかわされる議論にも注意が必要と考えられます。米政権の意向に敏感に反応する相場展開が続くと考えます。

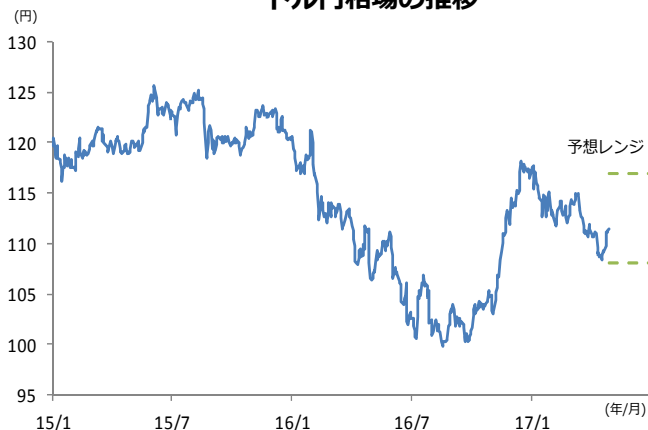
### 各中央銀行の金融政策正常化の順番が影響

仏大統領選で親EUのマクロン氏が勝利したことで、フランスのEU離脱やユーロ分裂の危機は一先ず回避されました。しかし、6月に英国、フランスで、秋にはドイツで総選挙が行われるため、政治リスクに対する投資家の警戒感は続き、ユーロが対ドルなどで大幅に上昇する展開にはなり難いものと思われれます。

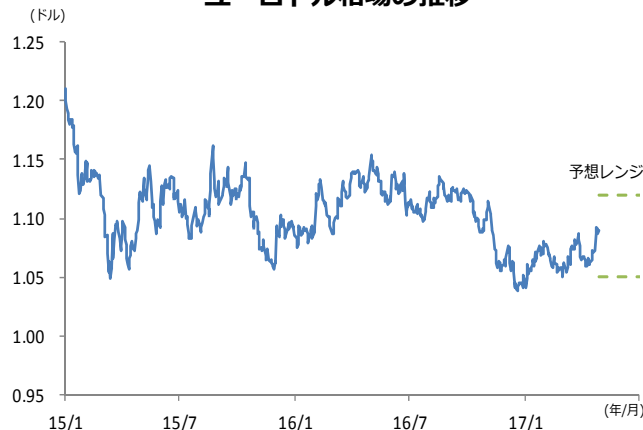
今後のユーロ市場の焦点は、ユーロ域内のマクロ経済やECBの金融政策に移っていくと考えます。域内のマインドを示す経済指標にはピーク感が見え始めたものの、実体経済は順調に拡大していると考えられます。また、エネルギー価格の底打ちを受けて物価も緩やかに上昇してきました。当面、ECBが金融政策を変更する可能性は低いと予想されますが、正常化（債券買取り額の減額、マイナス金利の解消など）の議論は、既に始まっているものと思われれます。

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、中長期的には、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予想されます。

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4月28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）