

情報提供用資料

2017年6月6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.9

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

当面は上値が重いものの、夏以降は外部要因が相場を押し上げ

日本	2017年5月末	6-8月の予想レンジ
日経平均株価	19650.57円	19200円～20800円
TOPIX	1568.37p	1530p～1660p



高まる日本企業の収益性

17年3月期決算では、減収にもかかわらず最高益を更新する企業が相次ぐなど、日本企業の稼ぐ力が高まっていることが窺われます。18年3月期についても5%を超える増益が予想され、企業は株主への利益還元のため、増配や自社株買いを積極的に進めることが予想されます。また、政府も、スチュワードシップ/コーポレートガバナンス・コードを通して企業と機関投資家の対話を促し、中長期的に企業の収益性の引き上げに努めていると考えられます。

懸念される市場の機能不全

一方、日本の国債市場において短期金利と長期金利が日本銀行にコントロールされているように、現在の国内株式市場は、日銀や公的年金などにコントロールされているとの見方がみられます。ファンダメンタルズを考慮すれば、下落を余儀なくされるような企業の株価も、これらの資金に下値を支えられている可能性があります。換言すれば、パッシブ運用の名の下で、産業の新陳代謝を促進し、適正な価格を発見する株式市場本来の機能が失われつつあることが懸念されます。

また、2012年の秋に始まったアベノミクス相場が一段落し、生産年齢人口を増やすための移民受け入れや、衰退産業から成長産業へ労働力を移動させるための労働市場改革などが一向に進まないことに、外国人投資家がしびれを切らし始めた可能性があります。日経平均株価は6月2日に2万台を回復したものの、当面はこれらの要因が上値を抑えるものと思われる。

トランプ米大統領の政策実行力が鍵

しかし、夏から秋にかけては、外部要因が株価を押し上げていくことが期待されます。

米国では、政権とロシアとのつながりを巡る疑惑（ロシアゲート疑惑）などを背景に、トランプ大統領の支持率の低下傾向がみられるものの、夏に向けて減税案の議会審議が始まると思われます。具体的な道筋が見えてくる秋には、減税によって米国経済が加速するとの期待が金融市場に拡がり、米国金利が上昇し、ドルが対円で上昇する「トランプ相場」が復活する可能性があると考えます。これを受けて国内株式市場でも堅調な企業業績と比べて割安感のあるバリュエーションが注目され、上値を試す動きになることが期待されます。

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5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

日米株式市場の連動性



※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

ファンダメンタルズは良好。減税等の実現性が高まれば一段高

米国	2017年5月末	6-8月の予想レンジ
NYダウ	21008.65ドル	20400ドル～22000ドル
S&P500指数	2411.80p	2320p～2520p



マクロ経済と企業収益が株価を下支え

トランプ大統領のロシアゲート疑惑などを背景に、ホワイトハウスが機能不全に陥っているとみられているにもかかわらず、米国株式は歴史的な高値圏で推移しています。その背景には、米国を中心として世界経済が緩やかに拡大し、米国企業の収益見通しが明るいことがあると思われます。

米国の1-3月期GDP成長率は、前期比年率+1.2%と前期の同+2.1%、前々期の同+3.5%から大幅に減速しました。しかしこれは、寒冷な天候など一時的な要因によるところが大きいとみられます。4-6月期のGDP成長率については、ニューヨーク連銀は+2.2%程度、アトランタ連銀も+3.4%程度に回復すると予想しています。

企業収益については、昨年前半までは、14年夏以降のエネルギー価格の下落とドル高の悪影響を受けて、エネルギー企業や外需企業を中心に減収減益が続きました。しかし、昨年後半には増収増益に転じ、市場コンセンサスによれば、18年1-3月期まで一株当たり売上げ、一株当たり利益ともにプラス成長を続けることが予想されています。このように、米国株式市場を取り巻くファンダメンタルズは良好と判断されます。

バリュエーションはやや割高な水準

S&P500指数は、リーマン・ショック後の底値をつけた2009年3月以降の8年間で、およそ3倍に上昇しました。株価を一株当たり利益で割って算出される株価収益率（PER）は、やや割高な領域に入ってきていると思われます。しかし今後、増益基調が続けば、バリュエーションの割高感が薄れてくると考えられます。また歴史的には、米国経済が景気後退に陥らなければ、米国株式は大幅に下落することがなかったことを踏まえ、当面は上昇相場が継続すると思われます。

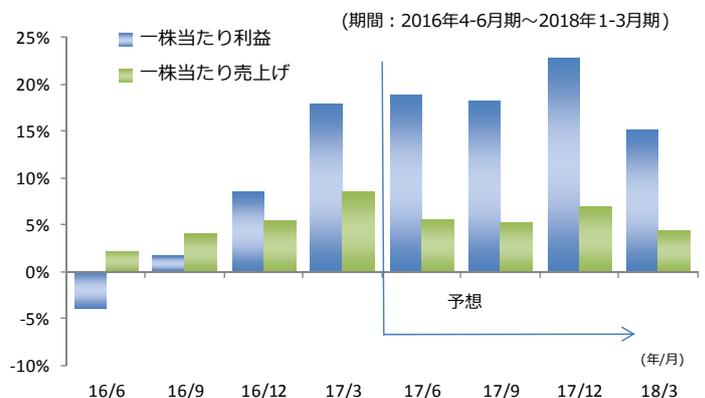
トランプ政権の減税策が鍵

ロシアゲート疑惑などを受けて、減税などのトランプ政権の政策が実現する可能性が低下したとの見方が強まり、「トランプラリー」も鳴りを潜めています。しかし、会計年度末の9月に向けて、トランプ政権は法人・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実現に注力するとみられます。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、株価が一段高の展開となる可能性があると考えます。

NYダウの推移



S&P500ベースの一株当たり利益・売上げの成長率 (前年同期比)



(注) NYダウの期間は2015年1月～2017年5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。

欧州株式

政治不安は徐々に低下。企業の収益性改善が株価を下支え

欧州	2017年5月末	6-8月の予想レンジ
STOXXヨーロッパ600指数	389.99p	380p~410p



政治が市場の変動率を高める要因に

フランスの大統領選挙が、親EU・市場寄りとなるマクロン氏の勝利で終わり、政治不安を材料に欧州株式を敬遠してきた域外の投資家が、欧州株式に資金を振り向け始めたと思われます。自由競争を重視し、企業寄りの経済政策を打ち出すマクロン大統領の共和国前進が、今月の国民議会（下院）選挙で過半数の議席を獲得すれば、株式市場はさらに勢いづくと考えられます。

一方、英国で6月8日に予定されている総選挙が接戦になれば、新政権のEU離脱交渉における国民の代表としての交渉力が弱まり、交渉が滞ることが懸念されます。また、イタリアで2018年の総選挙が年内に前倒しされる可能性が高まってきたことも注目されます。一旦沈静化した政治リスクが、再び欧州株式市場のボラティリティを高める可能性には留意が必要と思われます。

英国のEU離脱交渉が本格化

英国の総選挙でいずれの政党が勝っても、EU離脱交渉が本格的に開始される予定です。離脱後の

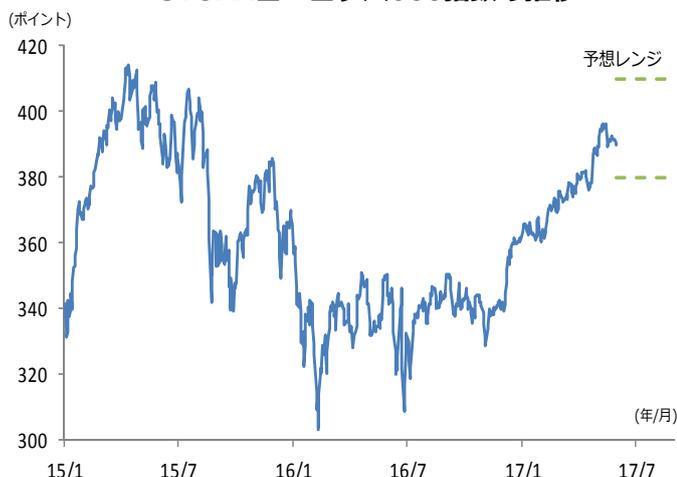
通商交渉を始めるタイミングや、離婚慰謝料とも揶揄されるEU分担金の支払いなど、依然として英・EU間には深い溝が残されています。

英国経済は、昨年6月の国民投票後も、ポンド安などを背景に消費が盛り上がり、多国籍企業の収益が拡大してきました。しかし足元では、ポンド安の負の側面が目立ち始めています。年初以降、輸入物価の上昇を受けてインフレが加速してきた結果、国民の実質購買力が低下し、経済活動全体に陰りが見えてきました。難航を極める離脱交渉を通して、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減速すると見込まれます。

相対的に割安なバリュエーション

欧州経済は、比較的強い勢いを維持しているため、欧州株式には依然として上値余地があると考えられます。また、PERでみたバリュエーションは、米国との比較において依然として割安な水準と思われます。リビジョン・レシオなどの収益モメンタムは米欧ともに上向いていますが、営業マージン、株主資本利益率（ROE）などの指標には、欧州が米国に追いつく余地があると考えます。

STOXXヨーロッパ600指数の推移



バリュエーション（PER）の米欧比較



(注) STOXXヨーロッパ600指数の期間は2015年1月～2017年5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。

アジア株式

景気拡大を背景に上昇基調。中国経済と米国の金融政策に留意

アジア	2017年5月末	6-8月の予想レンジ
MSCI アジア(除く日本)指数	618.47p	590p~660p



アジア株式が米国株式をアウトパフォーム

年初来のMSCIアジア（除く日本）指数の上昇率は、米国のS&P500指数を上回って推移しています。マクロ経済の視点からは、先進国とアジア諸国の景気が回復に向かっていること、市場要因としては、ドルと米国金利、原油価格と人民元が安定的に推移していることが、その理由だと考えられます。金融市場でボラティリティが低位で安定していることも、新興国資産に買い安心感を与えていると思われます。

改善傾向にあるアジア経済

アジア経済は、これまでの牽引役だった中間所得層の消費やインフラ投資を背景とした内需の拡大に加え、輸出にも回復の兆しが見え始めています。格付会社にも、S&Pがインドネシアの国債を投資適格に格上げするなど、アジア経済の改善を受けて格付けを引き上げる動きが出ています。また、昨年通年で7.1%の成長率を達成したインドは、税制改革や規制緩和が個人消費や企業の生産活動を刺激し、今後も成長率が加速することが見込まれます。

中国経済の先行きには注視が必要

5月24日に米国の大手格付会社Moody'sが、中国の国債を格下げしました。国内の負債が急激に拡大していることに加え、理財商品への取締まりが強化され、リスクのある事業会社や銀行への資金供給が滞るなか、直近の工業生産、小売売上げなどの主要景気指標に鈍化がみられることが懸念されます。名目GDP成長率や工業企業の増益率との相関が高いと言われる生産者物価指数（PPI）も弱含んでいます。企業景況感指数にピーク感がみられることもあり、今後の中国経済の動向や、アジア諸国に与える影響を注視していくことが必要と思われる。

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



中国：工業生産高と小売売上高（対前年比）



(注) MSCIアジア（除く日本）指数の期間は2015年1月～2017年5月31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5月末	6-8月の予想レンジ
日本	0.05%	-0.1%~0.2%
米国	2.20%	2.1%~2.6%
ドイツ	0.30%	0.15%~0.6%



日銀は現行の金融緩和策を継続の見通し

人手不足を背景に、宅配業やトラック運送業などでは、料金の値上げやサービス適正化の動きが始まっています。国内の労働市場については、失業率が2.8%に低下し、有効求人倍率が43年ぶりの高さまで上昇しています。しかし、労働市場の逼迫が、賃金上昇を通して物価上昇につながる循環には未だなっていないと思われます。正規雇用者が、賃上げよりも雇用の安定を重視していることが背景にあると思われます。

為替レートの影響を色濃く受ける国内の消費者物価指数(CPI)は、昨年未の円安を受けて本年秋までは上昇しやすいとみられますが、その後は再び低水準で安定することが見込まれます。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。

米国の金利は緩やかな上昇基調に

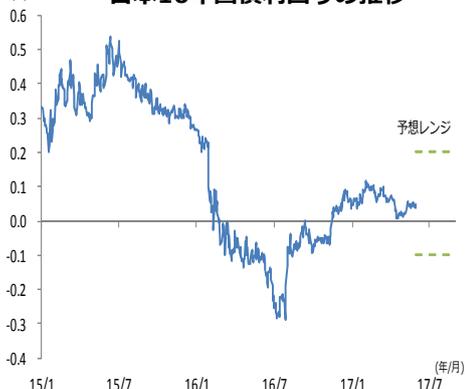
FRBは、6月の連邦公開市場委員会 (FOMC) に加え、年内にもう1回の利上げを行うと予想されま

す。また、来年の初めまでに、FRBのバランスシートの縮小（債券再投資の部分的な停止）が始まることが予想されます。FRBが重視しているコアPCEデフレーターや人々の期待インフレ率は低下していますが、失業率は4.3%と完全雇用に近い水準まで低下し、雇用者数も安定的に増加しています。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たどると考えます。

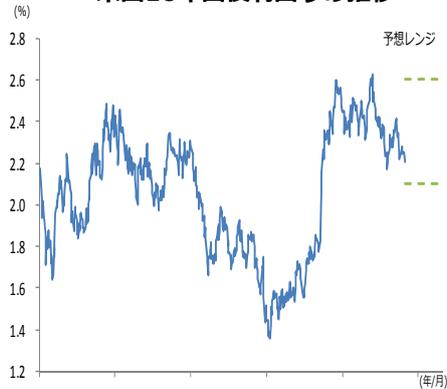
ユーロ圏の長期金利にも上昇圧力

欧州中央銀行 (ECB) のドラギ総裁は、「賃金の上昇が不十分で、異例の金融緩和を継続する必要がある」と述べました。一方、市場では、次回の理事会後の声明から「下振れリスク」に関するコメントが削られるとの思惑が高まっています。域内の消費者物価は、原油価格の安定に伴って上がりになってきました。しかし、ユーロ域内の底堅い景気拡大を背景に、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。

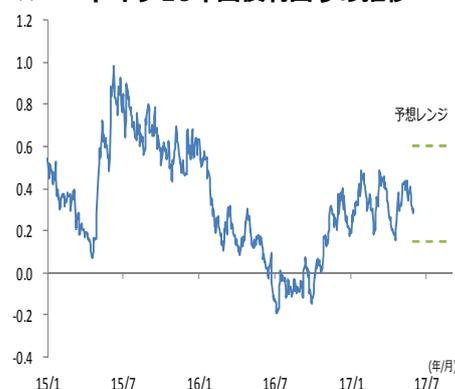
日本10年国債利回りの推移



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5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

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5月末	6-8月の予想レンジ
ドル円	110.78円	108円～117円
ユーロドル	1.12ドル	1.09ドル～1.16ドル
ユーロ円	124.56円	122円～127円



ドル円相場はドルが買われやすい展開へ

5月中旬以降、トランプ大統領のロシアゲート疑惑などを受けて、金融市場ではリスク回避の動きが高まり、米国金利の低下にあわせてドル安円高傾向となりました。その後も、トランプ大統領への信頼が回復する兆しが見えず、ドルの上値の重い展開が続いています。

米国金利が上昇しないもう一つの要因は、米国経済の減速懸念と考えられます。1-3月期のGDP成長率は前期比年率+1.2%と前期を下回りました。しかし、4-6月期のGDP成長率は、同+2-3%程度に回復すると予想されます。今後は米国金利が上昇に転じ、その結果、日米金利差が拡大することを通して、ドルが対円で上昇する展開を予想しています。金融政策についても、FRBによる金融政策の正常化が、日本銀行に先行するとみられることも、ドル高要因になると考えられます。

一方、定期的に開催される日米経済対話において、米国からドル高を牽制する発言が飛び出してくれば、逆に円高が進む可能性も否定できません。今後は、両国の金融政策、金利の動き、経済当局者のコメントに注視する必要があると考えられます。

ドル円相場の推移



(注) グラフの期間は2015年1月～2017年5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。

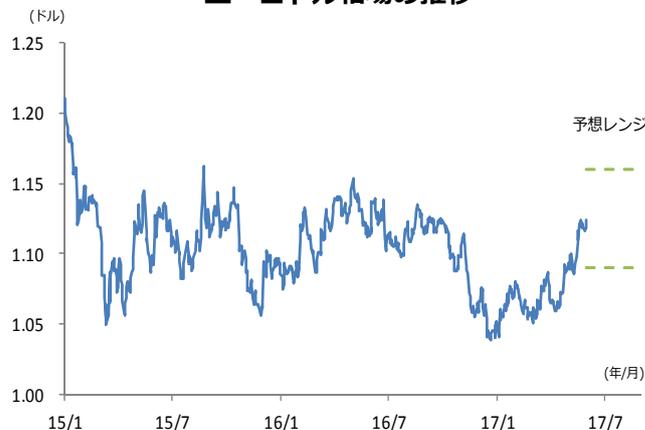
各中央銀行の金融政策正常化の順番が影響

仏大統領選で親EUのマクロン氏が勝利したことを受けて、ユーロが対ドル、対円で上昇しました。今月のフランス国民議会選挙でマクロン大統領の共和国進党が過半数を獲得すれば、さらにユーロ高に弾みがつく可能性があります。一方、イタリアで総選挙が前倒しされれば、ユーロ売り材料になると考えられます。

先物市場における非商業部門（投機筋）のポジションが、大幅にユーロ買い持ちに傾いていることから、目先はユーロ売り圧力が高まる可能性があると考えられます。その後は、ユーロ資産への資金フローがユーロを押し上げる可能性があります。足元では欧州経済の強さが際立っていますが、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。また、金融政策についても、FRBによる金融政策の正常化がECBに先行するとみられます。このため、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が日本銀行に先行すると予想されることから、ユーロが対円で緩やかに上昇する相場展開が予想されます。

ユーロドル相場の推移



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）