

情報提供用資料

2017年9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.12

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

膠着状態が当面続くものの、年末にかけて上値を試す動きへ

日本	2017年8月末	9-11月の予想レンジ
日経平均株価	19646.24円	19100円～21000円
TOPIX	1617.41p	1550p～1690p



日経平均株価は膠着状態が継続

6月以降の日経平均株価は、20000円を挟んだ狭いレンジ内で膠着状態となりましたが、8月中旬には、北朝鮮の不穏な動きや、米トランプ大統領の排他的な発言を巡る米国政治の混迷を受けて、レンジをやや切り下げました。最近では外国人投資家の売り越し基調も目立ちます。日銀による上場投資信託(ETF)の購入などによって、市場のダイナミズムが失われている可能性があることも嫌気されていると思われま

堅調とみられるファンダメンタルズ

4-6月期の実質GDP成長率、前期比年率+4%（一次速報値）と、前期の同+1.5%から加速しました。その反動などから、7-9月期はやや減速することが予想されますが、底堅い個人消費や設備投資の基調が当面続くと予想されます。

また、4-6月期の決算発表では、製造業を中心に市場予想を上回る企業が相次ぎましたが、好業績が株式市場全体を押し上げるには至っていません。しかし、企業側の想定為替レートが108.31円（6月調査の日銀短観）のため、今後、為替レートが現在の水準か、やや円安水準で推移すれば、企業側からの

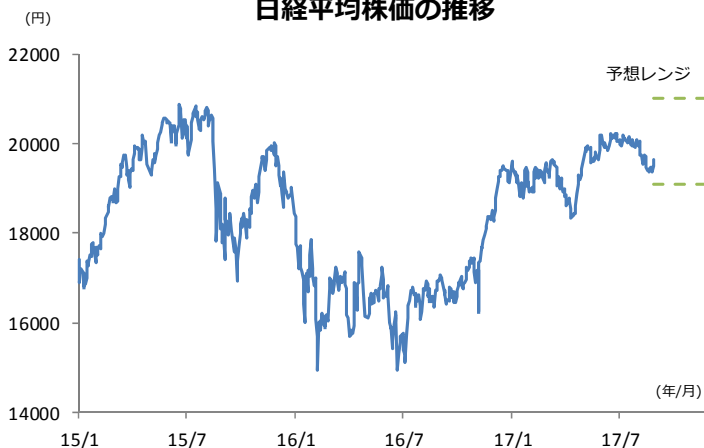
通年のガイダンスが、さらに上方修正される期待が高まると思われま

相場が上昇に転じるきっかけを模索

株価の下値が日銀によるETF購入等で下支えされるなか、世界経済が拡大基調を維持し、国内企業の増益基調が続いている点を考慮すれば、膠着状態を続けている国内株式市場は、早晚、上昇に転じると思われま

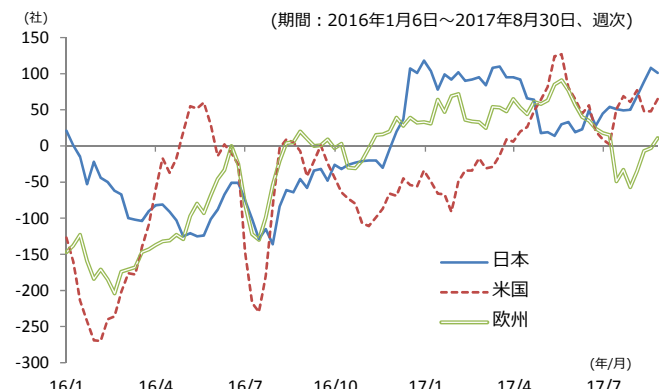
- 9月9日の北朝鮮建国記念日が無難に過ぎ、米国・北朝鮮間の挑発行為の応酬が一段落する。
- 米国において、政府債務の上限が滞りなく引き上げられ、政府機関の閉鎖も回避されて、減税法案に関する審議が本格的に開始される。
- 米連邦準備制度理事会（FRB）のバランスシート縮小が実際に始まり、金融市場への影響が限定的であることが確認される。
- 10月中旬以降に、国内上場企業の上期決算が発表され、好業績が確認される。

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8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

各国・地域の企業収益リビジョンレシオ



(注) リビジョンレシオは、アナリスト予想が「上方修正された企業数-下方修正された企業数」で算出。(出所) Thomson Reuters Datastream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

マクロと企業収益は追い風。減税等の実現性が高まれば一段高へ

米国	2017年8月末	9-11月の予想レンジ
NYダウ	21948.10ドル	21300ドル～22900ドル
S&P500指数	2471.65p	2400p～2570p



政治の混迷などを受けて軟調な展開

シャーロットビルにおける白人至上主義者と反対派との衝突以降、トランプ政権の迷走ぶりが際立ってきているとの見方があります。しかし、トランプ大統領の支持率は30%台後半を保持しており、白人労働者など、コアとなる支持者は依然として大統領をサポートしていることが窺われます。ただ、選挙公約でもある製造業の顕著な雇用拡大を統計から読み取ることができない状態と思われる。株式市場は、堅調な企業業績が評価される一方、政治的なりスク要因などが嫌気され、8月中旬以降は高値圏でもみあう動きとなっています。

ハリケーン「ハービー」の影響

米国南部を襲ったハリケーン「ハービー」の被害総額は、エネルギー産業や周辺の住宅を中心に9兆円ほどになると推測されています。エネルギー・保険セクターの企業収益や、目先の個人消費を下押しすることが予想されるものの、数週間後に復興が始まれば、建設需要などがGDPを押し上げると予想されます。ただ、トランプ政権の移民排斥方針によって、建設労働者が不足し、復興が遅れることが懸念されます。一方、被災者の支援や復興を進めるため

に政府の債務上限が速やかに引き上げられ、政府機関の閉鎖などが回避されるとの観測が高まってきている点はプラス材料と考えられます。

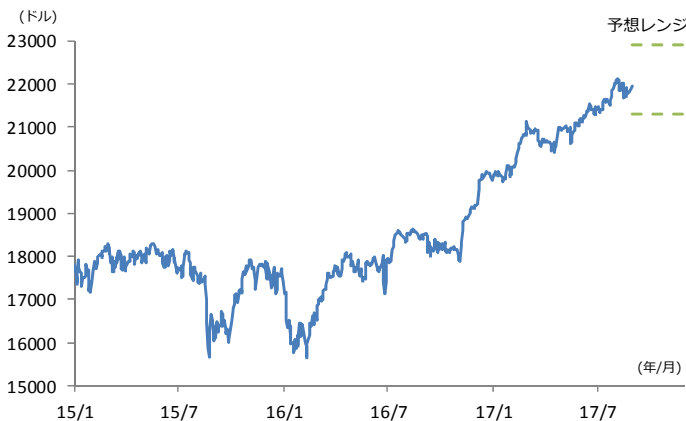
FRBはバランスシートの縮小を決める見通し

FRBは19-20日の連邦公開市場委員会（FOMC）においてバランスシートの縮小開始を正式に決定し、10月から実際の縮小を開始すると予想されます。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るものの、インフレが落ち着いており、縮小のスピードが緩やかで、市場との対話もできていると判断され、長期金利や株式市場への影響は大きくならないと思われます。

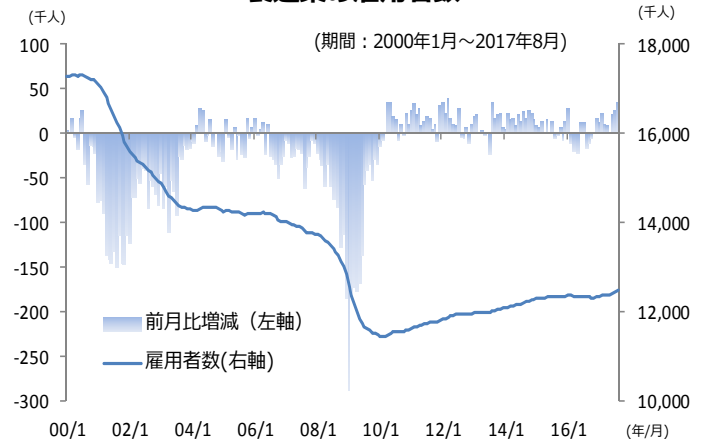
レパトリ減税などの審議開始なら一段高も

来年度予算案や政府の債務上限の引き上げ問題を控え、当面は大統領と議会の間で混乱が継続する可能性があるものの、9月中にも両者の間で妥協がなされるものと思われる。その後は年末にかけて、法人減税や、企業の海外利益を低税率で本国に回帰させるレパトリ減税などの審議が議会で本格的に始まれば、株式市場はそれらを好感し、一段高の展開になる可能性があると考えます。

NYダウの推移



製造業の雇用者数



(注) NYダウの期間は2015年1月～2017年8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

堅調なマクロ環境。内需の恩恵を受けるセクター等に投資妙味

欧州	2017年8月末	9-11月の予想レンジ
STOXXヨーロッパ600指数	373.88p	360p~400p



足元では米国株式にアンダーパフォーム

8月に行われたジャクソンホール会議において、欧州中央銀行（ECB）のドラギ総裁からユーロ高を牽制する発言が出なかったため、その後、ユーロ高が加速する場面がみられました。ユーロ域外の売上比率が高い欧州企業にとって、ユーロ高は減益要因となるため、今春以降の欧州株式市場の騰落率は、米国株式市場を下回るものとなっています。

マクロ経済は依然として健全

一方、ユーロ高は、ユーロ域内経済の力強さを反映しているとも考えられます。ドイツ、フランス企業の景況感を示すifo、INSEE景況感指数は、ともに高水準で推移しています。失業率の低下が個人消費を盛り上げ、ECBの金融緩和によって実体経済に資金が豊富に供給されていることが背景にあると考えます。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。

企業の景況感を示すユーロ圏PMIのサービス業指数が、4月をピークに下向きとなっていることが懸念されますが、域内経済は個人消費や住宅投資に支えられ、しばらく堅調な基調が継続すると考えます。

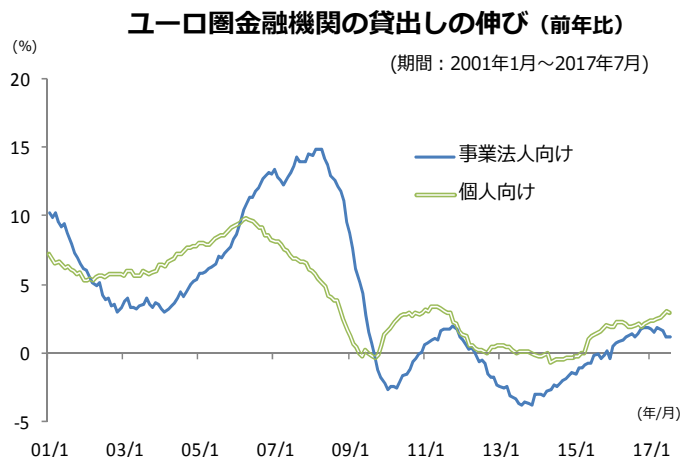
内需セクターなどに投資妙味

このようなマクロ経済環境の下、当面はスイスのネスレ、ドイツのダイムラー、スイス・スウェーデンのABBグループなどの多国籍企業に代表される外需セクターよりも、不動産、公共、金融、電気通信など、旺盛な域内需要の恩恵を受ける内需セクターが株価の上昇を牽引する可能性があるかと予想されます。

相対的に割安なバリュエーション

株価収益率（PER）で見たバリュエーションからは、欧州株式は米国株式よりも割安と考えられ、米国株式と比べて出遅れ感のある欧州株式は、今後、緩やかに上昇していくことが予想されます。

9月には、ドイツで連邦議会選挙が行われる予定です。メルケル首相率いるキリスト教民主・社会同盟（CDU・CSU）の勝利が予想されているものの、選挙前後に金融市場が短期的に不安定化する可能性には注意が必要と思われます。一方、年初来続いていたユーロ高ドル安のトレンドが反転する場合には、欧州株式のパフォーマンスが米国株式を上回る可能性があると考えます。



（注）STOXXヨーロッパ600指数の期間は2015年1月～2017年8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。

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8月末	9-11月の予想レンジ
MSCI アジア(除く日本)指数	662.77p	620p~680p



中国経済の先行きに注視が必要

中国経済の先行きについて、金融市場では2つの異なるストーリーが語られています。株式市場や商品市場の参加者は強気で、債券投資家は弱気と言われています。強気派は、企業景況感を示すPMIが景気拡大と後退の節目となる50を上回っていること、秋の共産党大会までは政府が景気を下支えすることを理由にしています。一方、弱気派は、引締め気味な金融環境が続き、鉱工業生産や小売売上高が減速し、共産党大会後に政府の景気刺激策がスケールダウンすると予想しています。

10月18日に行われる予定の共産党大会において、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あると思われます。また、長期的に健全な経済発展を達成するためには、持続が危ぶま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）も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。

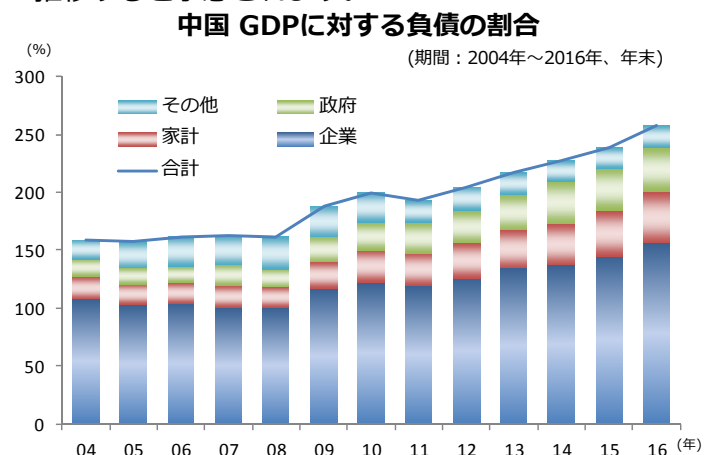
中国企業の1-6月期決算は2割増益

中国企業全体の1-6月期の増益率は20%を超えた模様です。業種別には、政府のインフラ投資、資源価格や住宅価格の上昇に支えられた鉄鋼、非鉄、建材、不動産などが好調でした。一方、年初に新車販売促進策が縮小された自動車などの消費財セクターの増益率は低位に留まりました。

共産党大会前に政府主導で景気が押し上げられた結果と判断されます。大会後はこれらの恩恵を受けてきたセクターの業績が頭打ちとなり、全体の収益は減速に転じると考えられます。

注目される先進国の金融政策正常化

先進国において金融政策の正常化が進めば、新興国市場でも警戒感が高まると思われます。香港では、米国金利の上昇を受けて、高値圏にある不動産価格が下落に向かうことが懸念されます。供給サイドが脆弱なフィリピンでは、国内クレジットの拡大を受けて個人消費、設備投資などの内需が拡大し、輸入の増加を通して経常収支が悪化しました。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。



(注) MSCIアジア (除く日本) 指数の期間は2015年1月～2017年8月31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。

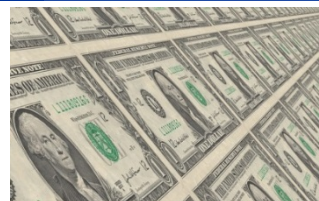
(出所) Bloombergのデータより岡三アセットマネジメント作成

※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8月末	9-11月の予想レンジ
日本	0.01%	-0.05%~0.20%
米国	2.12%	2.0%~2.55%
ドイツ	0.36%	0.25%~0.70%



日銀は現行の金融緩和策を継続する見通し

足元では、北朝鮮の核・ミサイル実験や米国の政治不安などをを受けて市場が「リスクオフ」に傾き、先進国の長期金利が低下しています。その結果、日銀による5-10年ゾーンの買いオペも減額されました。しかし、9日の北朝鮮の建国記念日が過ぎれば米朝間の挑発行為の応酬も一段落する可能性があります。また、米国議会で減税に関する建設的な議論が始まれば、市場の焦点は各国の経済ファンダメンタルズやFRBのバランスシート縮小に向かうと考えます。その段階では、日本の長期金利にも上昇圧力が強まると思われる。

4-6月期の実質GDP成長率は、前期比年率+4%（一次速報値）と、前期の同+1.5%から加速しました。16年1-3月期以降、6四半期連続で0.5%強と言われる潜在成長率を上回る成長を記録しました。内閣府や日銀が算出する需給ギャップは既にプラスに転じ、インフレが高まる素地は出来てきたと考えられます。しかし現実には、日銀は2%の物価目標を達成する時期を先送りしています。そのため日銀は、長短金利操作付き量的・質的金融緩和策を継続し、国内の10年国債利回りは、上限を0.2%程度とするレンジ内で安定した動きが続くと考えられます。

米国の長期金利は緩やかな上昇基調に

FRBが19-20日のFOMCでバランスシートの縮小開始を正式に決定することは、市場にほぼ織り込まれていると思われます。4.5兆ドルまで拡大したバランスシートを4-5年かけて2.5兆ドル前後まで縮小することが想定されています。

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、雇用指標などのデータ次第と考えられます。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に転じると思われます。

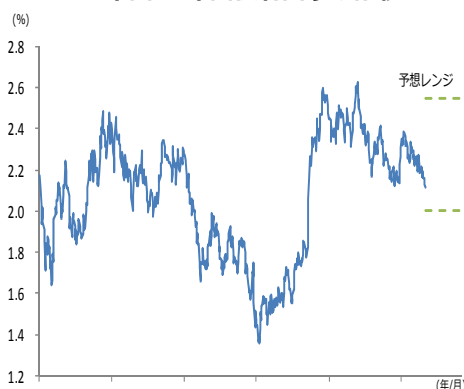
ユーロ圏の長期金利にも上昇圧力

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されます。しかしECBは、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。

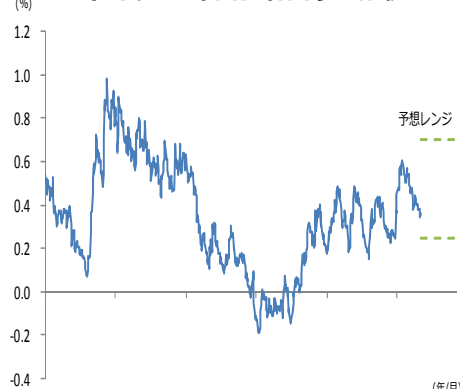
日本10年国債利回りの推移



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8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

円安を予想も、ポジションの巻き戻しによる一時的な円高に留意

外国為替	2017年8月末	9-11月の予想レンジ
ドル円	109.98円	105円～117円
ユーロドル	1.19ドル	1.12ドル～1.22ドル
ユーロ円	130.98円	125円～135円



ドル円相場はドルが買われやすい展開へ

北朝鮮問題や米国政治の混乱がエスカレートすれば、短期的には、安全通貨とされる円が買われることが予想されます。

また、10月にも開始されると見込まれる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を読みにくい状況がしばらく続くと考えます。バランスシート縮小が米国長期金利を年間5-10bp程度押し上げるとの見方が一般的とみられ、この場合には、為替市場への影響は限定的と判断されます。

大きな方向性として、FRBが金融政策の正常化を進めていく意図を示す一方、日銀は現在の緩和的な金融政策を継続すると予想されているため、中長期的には、ドル高円安が進みやすいと考えています。

米国で年末にかけて、共和党、民主党ともに導入に前向きな、海外留保利益を低税率で本国に回帰させる「リパトリ減税」の実行可能性が高まれば、ドル高要因になると考えます。

各中央銀行の金融政策正常化の順番が影響

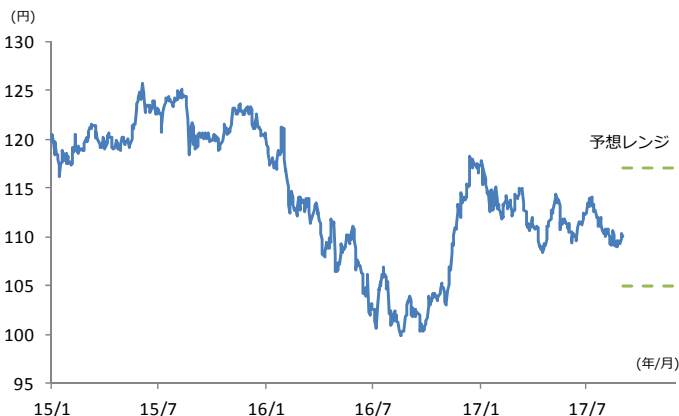
FRBによる金融政策の正常化プロセスがECBに先行していることは、ドル高ユーロ円安要因になると考

えられます。しかし、年初来のユーロドル相場は、米トランプ政権の政策への期待が低下したこと、ユーロ圏経済が想定以上に強かったこと、仏大統領選などを経てユーロ圏の政治不安が低下したことなどを背景に、ユーロ高が進みました。

今後の市場の焦点は、金利差、成長率格差、金融政策正常化のスピードなど、経済ファンダメンタルズに徐々に回帰していくと思われます。長短金利ともに米国が欧州よりも高く、経済成長率についても、経済協力開発機構（OECD）は、米国が来年にかけて加速する一方、欧州は現在の水準を維持すると予想しています。金融政策の正常化プロセスについても米国が欧州に先行しています。これらの点を考慮すると、中長期的には、ドル高ユーロ円安が進みやすいと考えます。

ユーロの対円相場については、金融政策の正常化でECBが日銀に先行すると予想されることから、中長期的にはユーロが対円で上昇すると予想しています。しかし、先物市場において、円の売持ち、ユーロの買持ちが高水準にあることから、このポジションの巻き戻しによって、一時的に円高ユーロ円安が進む可能性があると思われます。

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8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）