

情報提供用資料

2017年10月30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.14

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

世界同時景気拡大を背景に、年末にかけて上値を試す動きへ

日本	10月27日	11-1月の予想レンジ
日経平均株価	22008.45円	20500円～23700円
TOPIX	1771.05p	1650p～1900p



日経平均株価は16連騰

日経平均株価は、10月24日までに過去最長の16営業日続伸を記録しました。国内要因としては、衆院選で与党が圧勝し、アベノミクスや緩やかな金融政策の継続が意識されたこと、良好な経済環境を背景に今上期決算への期待が高まったこと、海外要因としては、米国経済の拡大を背景に米国金利、米国株式、ドルが上昇したことや、市場に世界同時景気拡大との認識が高まったことが背景にあったと思われます。これまで、日本株式はドル高が進むと上昇し、円高が進むと下落する傾向が見られましたが、直近は、ドル高がそれほど進まない中で日本株式が上昇し、外国人投資家が注目するドル建ての日経平均株価は上昇に転じました。また、これまで観察されてきた米国10年国債利回りとグロース株/バリュース株の物色の相関も薄れてきました。為替レートや世界経済の影響を受けない内需の強さなど、日本独自の材料に注目が集まり始めたと考えられます。

日本の製造業への信頼

神戸製鋼所、日産自動車のスキャンダルによって、日本の製造業への信頼が揺らいでいます。日本企業はここ数年、ガバナンス（経営の透明性、説明責任

など）の向上に努めてきましたが、今回のスキャンダルは、その結果として内部浄化の効果が表れてきた証左と考えることもできます。コーポレート・ガバナンスを巡る一連の流れは、長期的には企業統治を改善させ、自己資本利益率（ROE）などの収益性を上げると期待されますが、そこに至る過程では、企業によっては一時的に「生みの苦しみ」を味わう必要があるかも知れません。

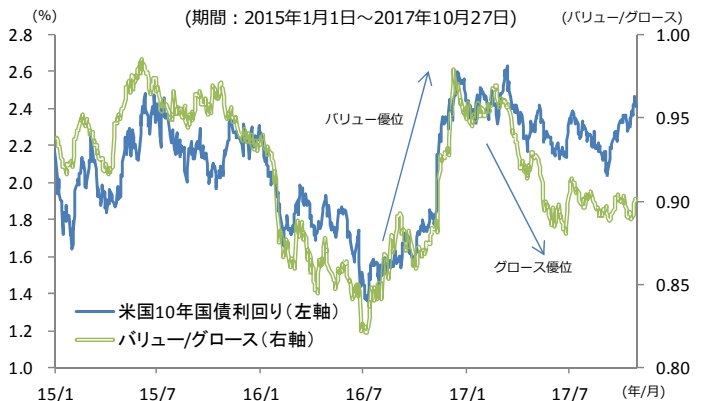
当面は上値を追う展開

北朝鮮リスクへの警戒は当面怠れません。これまでの相場上昇が急だったこともあり、目先は調整するリスクもありますが、12月に向けて、さらに上値を追う展開が続くと予想しています。上期決算発表で企業の通期ガイダンスが上方修正されれば、市場にさらに買い安心感が拡がると思われます。米国、欧州と比較しても、日本株式のバリュエーションは低水準に留まっています。米国経済は力強く拡大しており、12月利上げの可能性が高まる過程で、米国金利、ドルが上昇すれば、日本株式も上昇を続けると考えます。また、米国議会で税制改革の審議が進めば、来年以降の米国経済の成長期待が高まり、日本株式にとっても追い風になると思われます。

(円) 日経平均株価の推移



米国10年国債利回りとグロース株/バリュース株の物色



(注) 日経平均株価の期間は2015年1月～2017年10月27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

ハリケーンの影響は一時的。減税期待を背景に一段高へ

米国	10月27日	11-1月の予想レンジ
NYダウ	23434.19ドル	22000ドル～24600ドル
S&P500指数	2581.07p	2400p～2720p



世界景気の拡大を背景に高値更新

世界同時景気拡大や税制改革への期待を背景に、NYダウは23000ドルを超えて、高値更新を続けています。ISMの製造業・非製造業景況指数や消費者信頼感指数が示すとおり、国内の経済活動は力強く拡大しています。ハリケーンに見舞われた7-9月期の国内総生産（GDP）成長率は前期並みにとどまりましたが、10-12月期以降はハリケーンの復興需要が成長率を押し上げると予想しています。企業業績は、保険などハリケーンの影響を受ける一部のセクターを除いて、概ね底堅く推移しています。年初来続いてきたドル安も多国籍企業にとって追い風になると考えられます。

注目される減税審議の行方

議会では具体的な減税案の審議が始まり、これまでに、上院でも野党民主党のサポートなしで減税法案を通せる素地が整ってきました。減税が経済や企業収益に与える影響が目に見えてくるのは来年後半になると考えられますが、株式市場では、今後減税案が徐々に具体化し、実現可能性が高まっていく過程で、「期待」が株価をさらに押し上げると考えています。国内の法人税率引下げの恩恵を受けるのは、大型の多国籍企業よりも、国内売上比率の高い中小型

企業になると考えられます。レパトリ減税によって、ITや医薬品企業が海外に保有するキャッシュを国内に戻せば、その資金は成長投資や自社株買いに使われ、株価を引き上げることになりそうです。設備投資の即時償却では、資本財、ITなどの設備投資銘柄が恩恵を受けると考えられます。個人所得税の簡素化、基礎控除の引上げ、相続税の廃止は、富裕層から低所得層まで、家計の消費意欲を高めることを通して、贅沢品から生活必需品まで個人消費関連セクターを潤すことになると考えます。

景気の腰折れ、減税法案の頓挫がリスク

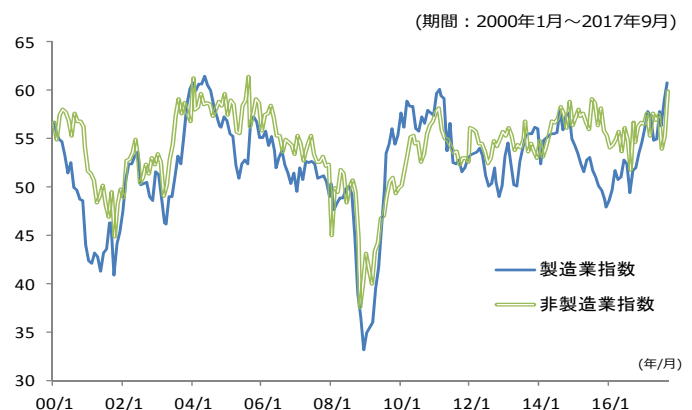
米国経済が腰折れしたり、減税法案が頓挫してしまうことに加えて、中国経済が共産党大会後に急減速したり、北朝鮮との緊張が高まることガリスクになると考えています。また、今月から始まった連邦準備制度理事会（FRB）の債券再投資額の減額の悪影響が顕在化する可能性にも警戒が必要です。

しかし、良好なマクロ環境、力強い企業収益を背景に当面、株式市場は上値を迫る展開が継続すると考えています。さらに、議会における減税審議の本格化が予想され、市場参加者の「期待」が株価をさらに押し上げると予想しています。

NYダウの推移



ISM 景況指数



(注) NYダウの期間は2015年1月～2017年10月27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。

収益環境は内外需とも良好。米国株式とともに上昇へ

欧州	10月27日	11-1月の予想レンジ
STOXXヨーロッパ600指数	393.43p	370p~410p



ドイツのDAX指数が相場上昇を牽引

欧州18カ国の主要企業を対象とするSTOXXヨーロッパ600指数は歴史的な高値までもう一步の水準で踏みとどまっていますが、ドイツの主要30社で構成されるDAX指数は高値更新を続けています。ドイツ産業界が誇るシーメンス（資本財）、BMW（自動車）、バイエル（医薬品）、アディダス（消費財）などの外需銘柄が世界同時景気拡大の恩恵を受けるとの期待が広がりました。

外需に加えて内需も改善へ

アジア、北米など欧州企業が輸出先とする地域・国の需要が拡大する一方、ユーロ域内経済も力強く成長しています。これまでの欧州中央銀行（ECB）の非伝統的な金融緩和策を受けて、域内金融機関の貸出しが拡大してきました。金融機関から家計への貸出しの伸びにあわせる形で、域内の住宅価格が上昇に転じました。歴史的に英国と比較して、欧州大陸の持ち家比率や家計の株式保有比率は低水準にありますが、足元の住宅価格や株価の上昇は、失業率の低下とともに、個人・家計の消費意欲を少なからず刺激する可能性があると考えています。その結果、

EU委員会が発表するユーロ圏の消費者信頼感指数は2000年のテクノロジーブーム以来の高さまで上昇してきました。

ドイツの連立工作に不透明感

フランスのマクロン大統領誕生後、欧州の統合深化を加速する動きが見えましたが、9月に行われたドイツの連立議会選以降、この動きがやや後退しています。メルケル首相率いるキリスト教民主・社会同盟が第一党となりましたが、欧州統合に否定的な自由民主党との連立を模索する中で、メルケル首相がこれまで掲げてきた移民に寛容な姿勢や親欧州の政策を後退させる可能性が高まってきました。同時に、もう一方の連立パートナーとなりそうな環境政党である緑の党が掲げるディーゼル車の販売禁止が実現に近づけば、自動車業界に大きな打撃を与える可能性があります。

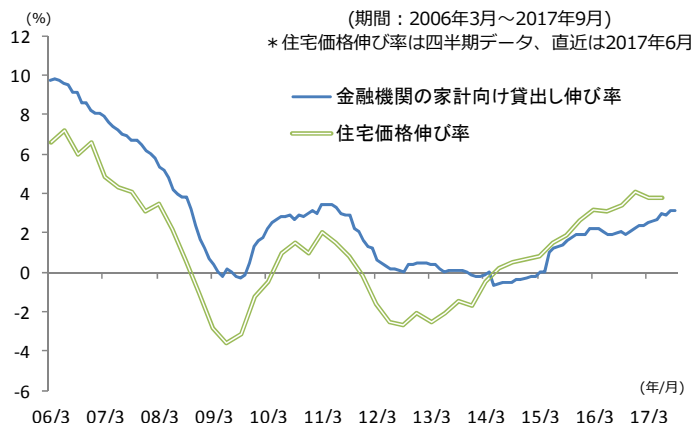
欧州株式のバリュエーションは米国よりも割安とされます。世界同時景気拡大の恩恵を受ける輸出セクターとともに、これまでのユーロ高によっても購買力が高まった内需関連のセクターが牽引する形で、欧州株式は上昇基調を続けると考えています。

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10月27日（出所）Bloombergのデータより岡三アセットマネジメント作成

ユーロ圏金融機関の貸出しの伸びと住宅価格



※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。

マクロ・ミクロ環境は良好。中国経済の減速と米利上げに警戒

アジア	10月27日	11-1月の予想レンジ
MSCI アジア(除く日本)指数	685.54p	640p~710p



改善が続くマクロ・ミクロ環境

アジア企業を取り巻くマクロ環境は改善しています。米欧を中心とした先進国経済の拡大がアジア各国の輸出企業の収益を上げることに加え、資源価格が安定し、物価が低水準に抑えられていることは、各中銀に利下げ余地を提供するとともに、個人消費を中心とする内需の追い風になると考えられます。

ミクロ的にも、アジア企業の営業利益率は12年以降、上昇基調を続けています。マーケットシェアや売上げ拡大を狙う経営から、収益重視の経営に変わってきたことが背景にあると考えられます。16年以降に上昇スピードが加速した背景には、中国ショック前後に商品市況が底打ちし、市況関連企業の収益環境が安定したことや、中国で資源・素材セクターの余剰設備の廃棄が始まり、収益性が高まったことがあったと考えられます。また、この時期にはサムスン電子、アリババ、テンセントなどのテクノロジー企業を中心に、アジア企業の1株当たり利益（EPS）も急激に拡大しました。

注目される共産党大会後の中国経済

10月24日に閉幕した共産党大会では、習近平思想が党規約に盛り込まれるとともに、最高指導部へ

の若手起用が見送られ、習政権が10年を超えて長期化する可能性が高まりました。強力な権限を確立した習氏にとっては、社会不安を回避するために短期的に景気を浮揚する重要性は薄れ、長期的に持続可能な経済成長を達成するためには、環境重視の経済運営、国営企業の改革、過剰生産設備の削減などの構造改革が益々重要になると考えられます。大会で金融市場の「過剰」に対する警鐘が鳴らされたように、長期的に健全な経済発展を達成するためには、GDPの260%程度まで拡大した経済全体の負債比率を引き下げる（デレバレッジ）が待ったなしと考えられます。今後、構造改革とデレバレッジの組み合わせによって景気が減速し、市場がその動きにネガティブに反応することが懸念されます。

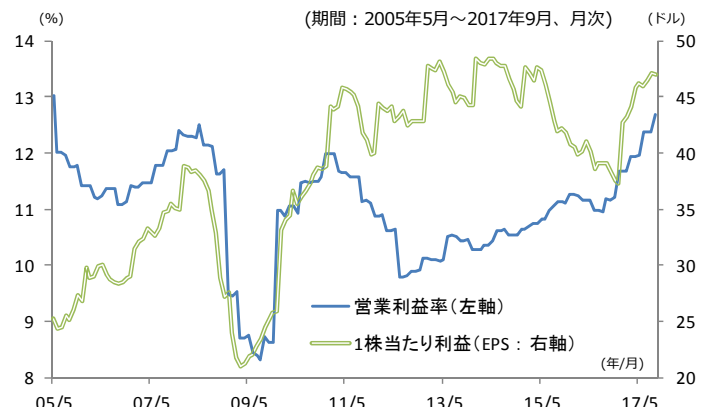
先進国の金融政策正常化は向かい風

今月からFRBが金融政策の正常化を始めました。先進国の利上げは「資金逃避」を連想させ、新興国の株式、債券、為替市場には向かい風になる可能性があると考えられます。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。

MSCIアジア（除く日本）指数の推移



アジア企業の営業利益率と1株当たり利益（EPS）



(注) MSCIアジア（除く日本）指数の期間は2015年1月～2017年10月27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	10月27日	11-1月の予想レンジ
日本	0.07%	0%~0.12%
米国	2.41%	2.2%~2.7%
ドイツ	0.38%	0.25%~0.8%



日銀は現行の金融緩和策を継続する見通し

サービス業を中心に人手不足が顕在化し、賃上げが物価を押し上げる兆しが見えてきました。しかし、円が昨年11月に急落し、その後レンジ内で推移していることを考えれば、輸入インフレの影響を受けやすい消費者物価指数（CPI）は早晩一旦はピークを打つと思われま

す。政府が推進する「生産性革命」は長期的には我が国の潜在成長率を引き上げますが、短期的にはCPIが日銀目標の2%に到達する時期を遅らせる可能性があります。日銀首脳は講演で「物価上昇のみを求めめるのではなく、経済の好循環によって国民生活が豊かになることを通して、物価の安定を目指す」といったコメントが聞かれました。日銀が、2%のCPI目標に固執せず、より柔軟な姿勢に転換する兆しが見えてきたと考えています。

しかし、日銀は当面、現在の長短金利操作付き量的・質的金融緩和策を継続し、10年国債利回りは、上限を0.12%程度とするレンジ内で安定した動きが続くと考えます。一方、FRBが金融政策の正常化を進めるなか、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。

米国の長期金利は緩やかな上昇基調に

FRBは10月には債券再投資の縮小を開始し、12月には今回の利上げサイクルで5回目の利上げを行うことが見込まれています。FRBによる再投資額の縮小はタームプレミアムの上昇を通して長期金利を上昇させると考えられますが、現時点ではその影響は顕在化していません。市場の焦点は、FRBの議長人事に移ってきました。イエレン氏の留任やパウエル理事の昇格なら市場へのインパクトは限られますが、タカ派とみられるスタンフォード大のテイラー教授が就任すれば、市場が荒れる可能性があります。いずれにしても、中期的に、市場がFRBの利上げが实体经济の改善に先走っていると判断すれば長期金利は低下に向かい、遅れていると判断すれば長期金利は上昇すると考えます。3カ月程度の視野では、金融政策の正常化を背景に、長期金利は緩やかに上昇すると考えています。

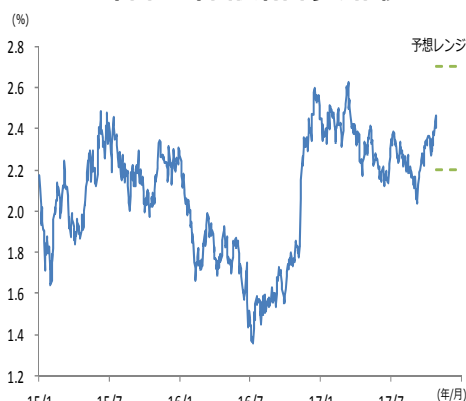
ユーロ圏の長期金利にも上昇圧力

ECBは、来年から債券購入額を月300億ユーロ程度に減額し、買入れ期間を9カ月延長すると発表しました。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

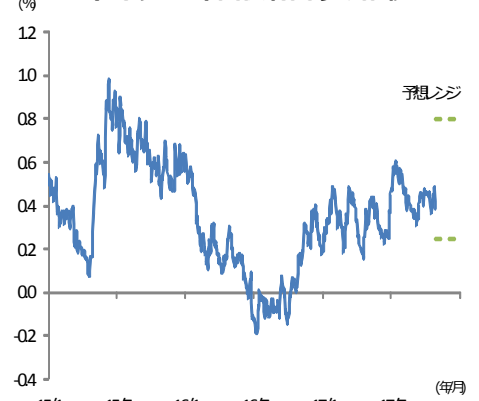
日本10年国債利回りの推移



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10月27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

ドル円はレンジ内の展開。ユーロドルは両中銀と金利の動向が鍵

外国為替	10月27日	11-1月の予想レンジ
ドル円	113.67円	108円～117円
ユーロドル	1.16ドル	1.12ドル～1.22ドル
ユーロ円	131.97円	130円～137円



ドル円相場はレンジ内の展開

ドル円レートは年初来、108円と115円を挟むレンジ内で推移してきました。米国で利上げや減税への期待が高まればドルが買われ、トランプ大統領を巡る政局の不透明感や北朝鮮との緊張が高まれば円が買われました。

今後はFRBが、自ら12月と来年3回の利上げを行うと想定しているように、金融政策の正常化を粛々と進める一方、日銀は現在の緩和的な金融政策をしばらく継続すると予想されます。しかし、このスタンスの違いはある程度、市場に織り込まれているので、当面ドル円はレンジ内の展開が続くと考えます。年末にかけて米国で減税の実現性が高まる過程では、米国経済の成長期待が高まり、ドルが強含むと予想します。一方、シカゴの先物市場における非商業部門（投機筋）のポジションが、大幅に円売り持ちに傾いていることから、何らかのきっかけがあれば円買い圧力が高まる可能性があると思われます。また、北朝鮮の核・ミサイル開発が米国の考えるレッドライン（超えてはならない一線）を超えたと判断され、米朝間の緊張が高まれば、安全通貨と考えられる円が買われる展開が想定されます。

ユーロドルは両中銀の綱引き

FRBとECBの金融政策を比較すると、正常化のステージではFRBが先行していますが、今後の長短金利の上昇余地はユーロ圏の方が大きいと判断されます。為替市場では、しばらくFRBの議長人事を含む両中銀の動きや金利の動向に反応しやすい展開が続くと考えます。しかし、年末にかけて米国で減税法案の審議が本格化し、金利が上昇すれば、ドル高が進む可能性もあります。また、法人減税の一環として一時的なレパトリ減税が具体化してくれば、米国の多国籍企業が海外に積み上げた利益を米国に回帰させ、ドル買い需要が高まる可能性があります。さらに、先物市場でユーロの買い持ちポジションが高水準で推移していることもドル高が進む要因になる可能性があります。

ドルの各貿易相手国通貨に対する強さを加重平均した「ドルインデックス」は、これまでほぼ9年間下落し、ほぼ6年間上昇するサイクルを描いてきました。このサイクルに基づけば、ドルインデックスは16年にピークを打った可能性があります。そのため、ユーロドルレートについても、短期的なノイズはあっても、中長期的には緩やかにドル安が進むと考えています。

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10月27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へ帰属します。

【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合わせ先＞

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）