

ファンダメンタルズに立ち返る

2月の金融市場では、月初の株価急落の引き金となった米長期金利、米連邦準備制度理事会（FRB）のパウエル新議長の金融政策、VIX（市場の変動性を示す指数）関連の金融商品などに注目が集まりました。3月に入り市場は依然として不安定な動きを続けていますが、このような時こそ、基本に立ち回りマクロ経済や企業収益などのファンダメンタルズを見つめ直す必要があると考えています。今回のレポートでは主要国・地域のマクロ経済・企業収益、そして株価の立ち位置について考えてみました。

企業景況感指数（PMI）

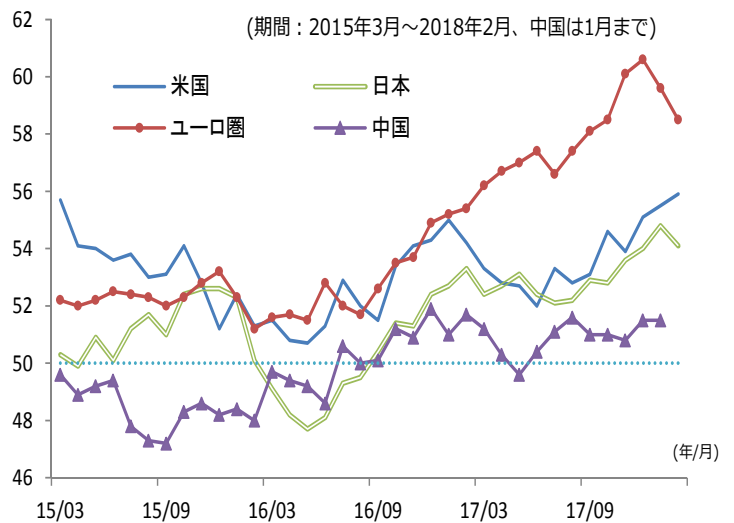
GDP統計や鉱工業生産指数などのハードデータは発表に時間がかかる一方、企業景況感指数(*)や消費者信頼感指数などアンケートに基づいたソフトデータは比較的タイムリーに経済の動きを捉えることができると考えられています。

マークイット社が発表する米国の製造業・サービス業の景況感指数はトランプ税制改革を受けて足元で急上昇しています。中国では製造業指数はかろうじて50を上回る水準で推移していますが、サービス業指数はこのところ力強く上昇しています。経済構造が従来の素材・重工業中心からソフト中心に転換し、イーコマースなどのサービスへの需要が拡大していることが背景にあると考えられます。一方、年末年始まで急速に上昇してきたユーロ圏の指数にはややピークアウト感が出てきました。また、日本の指数は経済が穏やかに成長していることを示しています（図表1,2）。

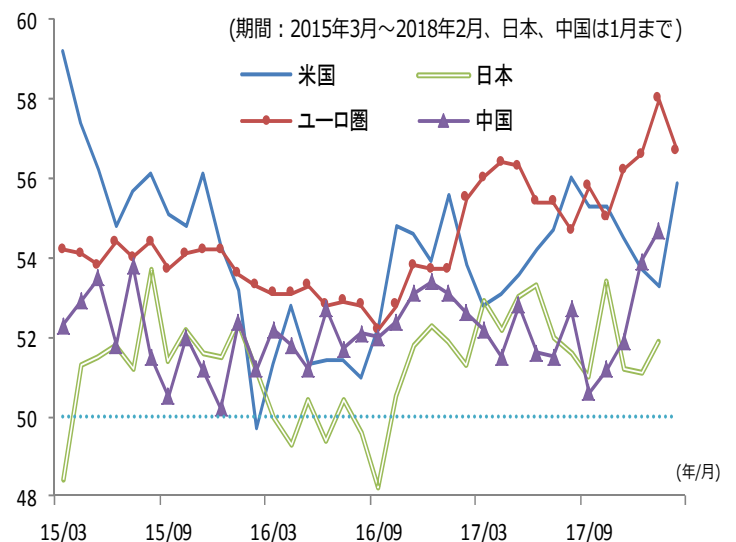
国・地域による強弱は認められるものの、製造業指数、サービス業指数ともここで挙げた全ての国・地域で景気拡大と後退の分岐点となる50を上回っています。景気サイクルの後期には労働市場がひっ迫し、賃金上昇が企業の利益率を押下げるのが懸念されますが、現時点ではその悪影響が顕在化しているとは判断していません。全体として、企業を取り巻く環境は依然として良好であることが示されています。

* 企業の購買担当者へのアンケートを基に作成する景況感を示す指数です。景況感指数は景気動向との相関性が高く、50を上回れば景気拡大、50を下回れば景気後退を示すと判断されます。

図表1 マークイット社の企業景況感指数（製造業）



図表2 マークイット社の企業景況感指数（サービス業）



(図表1-2の出所) Bloombergのデータより岡三アセットマネジメント作成

<本資料に関してご留意いただきたい事項>

■本資料は、投資環境に関する情報提供を目的として岡三アセットマネジメント株式会社が作成したものであり、特定のファンドの投資勧誘を目的として作成したものではありません。■本資料に掲載されている市況見通し等は、本資料作成時点での当社の見解であり、将来予告なしに変更される場合があります。また、将来の運用成果を保証するものではありません。■本資料は、当社が信頼できると判断した情報を基に作成しておりますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。■投資信託の取得の申込みに当たっては、投資信託説明書（交付目論見書）をお渡しますので必ず内容をご確認のうえ、投資判断はお客様ご自身で行っていただきますようお願いいたします。

物価：消費者物価指数(CPI)

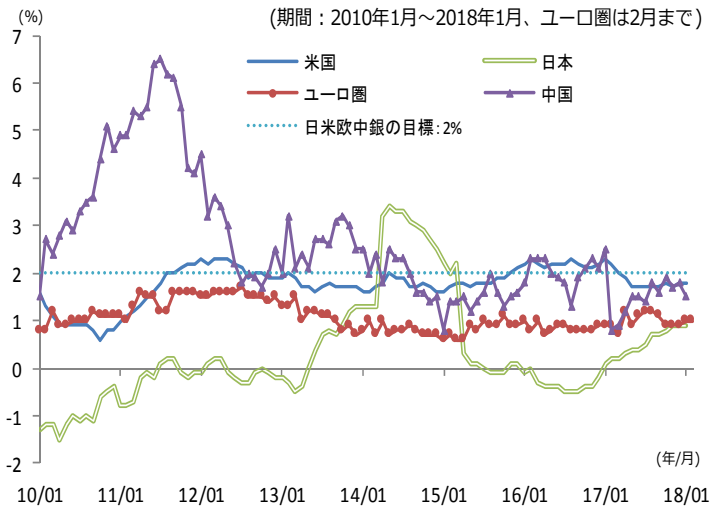
2月の株価急落の直接のきっかけは、米国で賃金上昇率が高まり、インフレ懸念が浮上したことでした。米国のインフレに関しては、人口知能などの技術革新やアマゾン効果などの構造的な下振れ要因と、賃金の上昇、ドル安を受けた輸入インフレ、原油高などの循環的な上振れ要因を分けて考える必要があります。2018年通年の物価動向を見通せば、構造要因で物価は上がりにくいものの、循環的な引上げ要因を受けて現在1.8%程度で推移するコアCPIが2%を超える水準まで上昇することもあると考えています。

しかし、現状では全ての国・地域でコアCPIは日米欧中銀が目標とする2%に届いていません(図表3)。当面、景気の過熱がインフレを惹起し、中央銀行に急激な利上げを迫る環境が来るとは考えていません。

実質GDP成長率

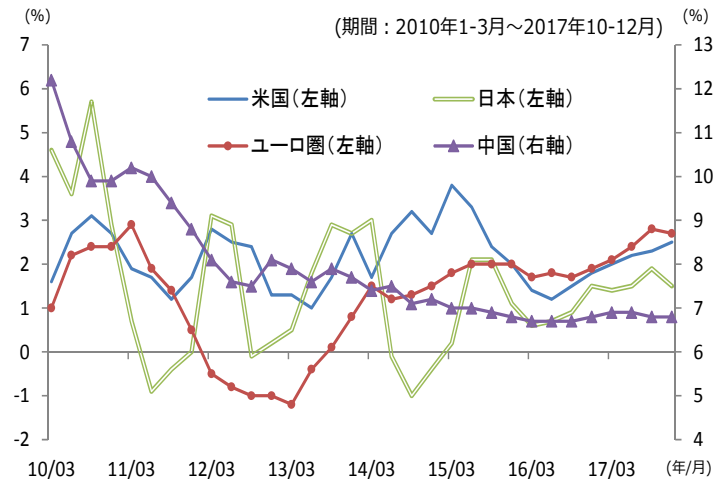
中国の実質GDP成長率は構造的な減速トレンドをたどっていますが、米欧では少なくとも2017年10-12月期までは成長率が加速してきました。米国ではリーマン危機の悪影響が一服した2010年以降、ユーロ圏でも欧州財政危機後の2013年7-9月以降、一度もマイナス成長に陥らずに安定的に成長してきました。そして、2017年以降は米国で2%前後、ユーロ圏で1%前後と考えられる潜在成長率を上回る成長が続いています(図表4)。米国については、アトランタ連銀、NY連銀の直近の予想数値は1月以降も2.5%を上回る水準で成長を続けていることを示しています。

図表3 コアCPI（消費者物価指数）の推移



(注) コアCPI（消費者物価指数）は、国・地域によって定義は異なりますが、CPIから外的要因に左右されやすいエネルギー、生鮮食品などを除いた指数です。

図表4 実質GDP成長率（前年同期比）



(図表3-4の出所) Bloombergのデータより岡三アセットマネジメント作成

<本資料に関してご留意いただきたい事項>

■本資料は、投資環境に関する情報提供を目的として岡三アセットマネジメント株式会社が作成したものであり、特定のファンドの投資勧誘を目的として作成したものではありません。■本資料に掲載されている市況見通し等は、本資料作成時点での当社の見解であり、将来予告なしに変更される場合があります。また、将来の運用成果を保証するものではありません。■本資料は、当社が信頼できると判断した情報を基に作成しておりますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。■投資信託の取得の申込みに当たっては、投資信託説明書（交付目論見書）をお渡しますので必ず内容をご確認のうえ、投資判断はお客様ご自身で行っていただきますようお願いいたします。

企業収益

12か月フォワード増益率は15-16年の中国ショックや16年中盤の円高を経て、17年以降はほとんどの国・地域で上昇基調を強めています。足元の「世界同時景気回復」が企業収益を押し上げていると考えられます。米国ではトランプ政権の税制改革の恩恵を織り込み始め、中国ではアリババ、テンセントなどテクノロジー企業の成長見通しが反映されていると思われます。ヨーロッパでも安定的に増益率が加速していますが、日本では足元で減速感が見え始めました（図表5）。為替市場で円高が続けば、日本の増益率がさらに減速する可能性も否定できません。

全体としては、企業収益は力強い成長が続いていると判断しています。次の景気後退局面を織り込むのは時期尚早だと考えていますが、景気サイクル後期に見られる利益率の悪化を背景とした増益率の鈍化に警戒する必要があると考えます。

株価のバリュエーション

2月の株価調整によって全ての市場で株価収益率（PER）が低下しました（図表6）。ヨーロッパでは16年以降の収益成長を背景にバリュエーションが切り下がってきました。足元のPERは、米国のみ20倍を超えています。その他の国・地域は15倍前後で推移しています。図表5で示した増益率とあわせて考えれば、現在の株価が割高な水準にあるとは判断していません。そのなかで最も割安なのが日本株式だと思われる。

株式市場の見通し

ファンダメンタルズに焦点を移すと、世界のマクロ経済・企業収益は依然として良好な環境にあることがわかります。一方、足元の株式市場では2月の大幅下落を受けて神経質な相場展開が続いています。3月以降に市場参加者が良好なファンダメンタルズに目を配るようになれば、相場は再度上値を目指す展開に戻っていくと考えます。これまでも米国株式は適温経済が終わっても、米国景気が過熱するまで上昇を続けました。

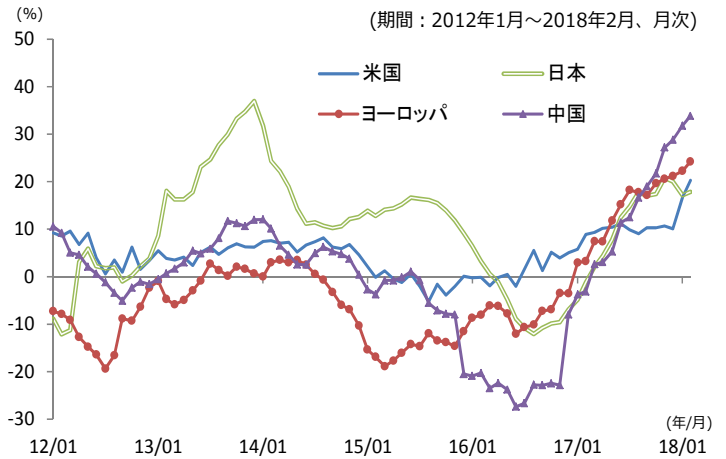
しかし、景気サイクルは日々刻々と歩を進めています。FRBの利上げスピードや長期金利の水準を決める最も重要な要因の1つがインフレです。今後半年から1年程度は、景気サイクルで世界の先頭を走る米国で、いつインフレが加速し、いつ景気が過熱に向かうかを見極めることが大切だと考えています。

以上（作成：投資情報部）

<本資料に関してご留意いただきたい事項>

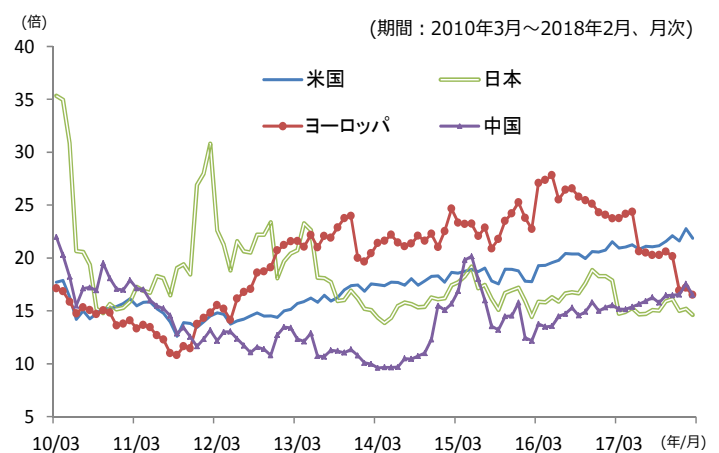
■本資料は、投資環境に関する情報提供を目的として岡三アセットマネジメント株式会社が作成したものであり、特定のファンドの投資勧誘を目的として作成したものではありません。■本資料に掲載されている市況見通し等は、本資料作成時点での当社の見解であり、将来予告なしに変更される場合があります。また、将来の運用成果を保証するものではありません。■本資料は、当社が信頼できると判断した情報を基に作成しておりますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。■投資信託の取得の申込みに当たっては、投資信託説明書（交付目論見書）をお渡しますので必ず内容をご確認のうえ、投資判断はお客様ご自身で行っていただきますようお願いいたします。

図表5 12か月フォワード増益率



（注）12か月フォワード増益率は、将来12か月間の予想EPS（一株当たり利益）を過去12か月間のEPSと比較した伸び率
（図表5の出所） Thomson Reuters Datastreamのデータより
岡三アセットマネジメント作成

図表6 株価収益率（PER）の推移



（図表6の出所） Bloombergのデータより岡三アセットマネジメント作成

ストラテジストの眼

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い合わせ先>

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）