

情報提供用資料

2017年8月3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.11

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

膠着状態がしばらく続くものの、秋以降に上値を試す動きへ

日本	2017年7月末	8-10月の予想レンジ
日経平均株価	19925.18円	19500円～21200円
TOPIX	1618.61p	1570p～1700p



日経平均株価は膠着状態が継続

6月以降、日経平均株価は20000円を挟んだ狭いレンジ内で膠着状態を続けています。米国の長期金利が上昇せず、為替市場でドル高円安に振れにくいことが背景にあると考えられます。また、米国株式市場の上昇を牽引してきたアップルやアマゾンのような独創的なビジネスモデルをもつ企業が国内株式市場に少ないことも、理由のひとつに挙げられます。

2016年7月に日本銀行が上場投資信託(ETF)の購入額を拡大した後、日経平均株価は円高が進んでも下値の堅さが目立ちます。外国人投資家などから、官製相場と揶揄されて薄商いが続いていることも、相場の方向感や変動率の乏しい展開となっている背景にあると考えています。

4-6月期決算は良好なもの力不足

企業の4-6月期の決算発表が本格化しています。全体では、製造業を中心に、前年同期比で増収・増益となっています。現時点で通期の業績見通しを上方修正する企業は多くなく、今回の決算発表が株式市場全体を押し上げるには力不足だと思われる。しかし今後、為替レートやエネルギー価格が概ね現行水準で推移すれば、年度末に向けて、企業側から

業績見通しの上方修正が相次ぐことが予想されます。

J-REIT相場には下げ止まり感も

J-REIT相場は、世界的な金利上昇と定期分配型投信の販売抑制などを背景に、年始以降、下落基調を辿ってきました。しかし、7月中旬までの下落によって、分配金利回りが魅力的な水準に高まっていることなどから、調整一巡感が出てきていると思われる。一方、世界の金利動向や中長期的なオフィスピルの需給を考慮すると、先行きに対して慎重な見方が残ることも予想されます。

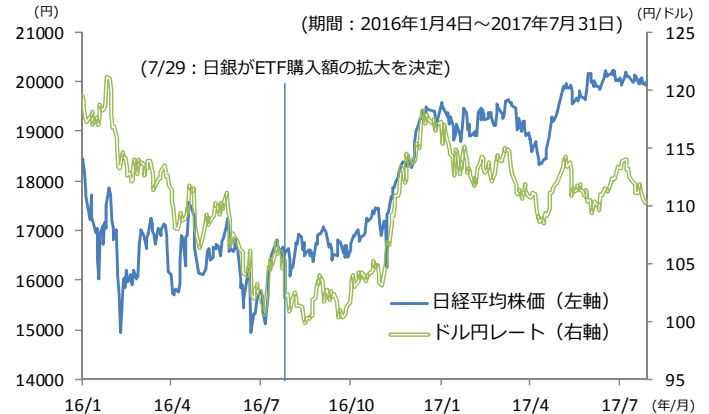
トランプ米大統領の政策実行力も重要

当面の国内株式市場は、材料難のなかで夏枯れ相場が継続すると考えています。しかし、米国で共和党議員が夏季休会後にワシントンに戻ってくれば、議会主導で減税などの法案が提出されると思われる。減税やインフラ投資によって米国経済が加速するとの期待が広がれば、米国金利が上昇し、ドルが対円で上昇する「トランプ相場」が復活すると考えられます。これを受けて国内株式市場も、堅調な企業業績と割安感のあるバリュエーションを背景に、上値を試す動きに移行していくことが期待されます。

日経平均株価の推移



日経平均株価とドル円レート



(注) 日経平均株価の期間は2015年1月～2017年7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。

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7月末	8-10月の予想レンジ
NYダウ	21891.12ドル	21000ドル～22500ドル
S&P500指数	2470.30p	2400p～2550p



政治の混迷が続くなか、相場は高値圏で推移

オバマケア修正・廃止法案が否決され、ロシアゲート疑惑の先行きが読みにくく、トランプ大統領の指導力が著しく低下しているとされるなか、NYダウやNASDAQなどの主要な株価指数は、歴史的な高値圏で推移しています。鉱工業生産などのマクロ経済が底堅く推移し、企業業績も堅調であることが、その背景にあると思われます。年初来、ドルが他の主要通貨に対して下落基調にあることも、米国経済や企業業績に対する市場参加者の見通しを強気にしていると思われる。

大型テクノロジー企業が牽引する展開

株式時価総額で世界上位5社を占めるアップル、アルファベット（グーグルの親会社）、マイクロソフト、フェイスブック、アマゾンなどのテクノロジー企業を含むNASDAQは、6月に一時的に下落しましたが、その後、再び上値を迫る展開に戻ってきました。NASDAQを構成する企業群の一株利益（EPS）成長率は、少なくとも今後1年間は市場全体を大幅に上回る見通しとなっています。今後、一時的な調整局面があっても、これらの企業が株式市場の上昇を先導する状態がしばらく続くと思

われます。ただ、各分野で他社を寄せ付けない技術的な優位性を持ち、データの集積でも圧倒的な強さを持つこれらの企業に対して、競争を促すことを企図する各国の当局が、今後、どのような規制を導入していくかが、中長期的な注目材料になると考えています。

レパトリ減税などの審議開始なら一段高も

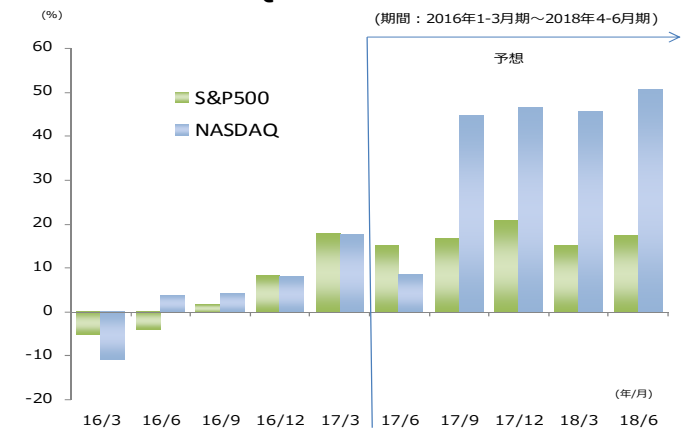
株価のバリュエーションは、やや割高な水準と考えられます。景気サイクル調整後のPER（CAPE：Cyclically Adjusted Price Earnings）は30倍超とリーマン危機前の水準を上回り、2000年代初頭のITバブル以来の水準に近づいてきました。また、9月頃に連邦準備制度理事会（FRB）がバランスシートの縮小を始めれば、株価にもある程度の悪影響を与える可能性があると思われる。

しかし、底堅いマクロ経済と企業収益を背景に、米国株式市場は緩やかな上昇を続ける可能性が高いと考えています。さらに、夏季休会明けに、下院において法人・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レパトリ減税などの審議が始まれば、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ています。

NYダウの推移



S&P500とNASDAQベースの一株利益（EPS）成長率



（注）NYダウの期間は2015年1月～2017年7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。

株価の割安感などを背景に、米国株式にキャッチアップの動き

欧州	2017年7月末	8-10月の予想レンジ
STOXXヨーロッパ600指数	377.85p	370p~400p



好調に推移する足元の欧州経済

米国で自動車販売が減速するなか、欧州域内の販売は底堅く推移しています。自動車会社のマージンについても、米国で低下する一方、欧州では上昇しています。ドイツ企業の景況感を示すifo景況感指数も、歴史的な水準まで上昇してきました。欧州中央銀行（ECB）の金融緩和政策によって実体経済に豊富な資金が供給されてきたことなどをを受けて、域外への輸出の拡大や失業率の低下など、足元の欧州経済の好調さが目立ちます。

ただ、欧州全域の企業景況感を示すPMI指数に、サービス業を中心に、ピークアウト感がみられる点がやや懸念されます。

欧州企業の収益性が高まっていく可能性も

欧州株式市場は、フランスのマクロン大統領誕生を好感したラリーが一服し、足元では米国市場と比較して出遅れ感がみられます。アップルやアマゾンに代表されるテクノロジー企業が欧州には少ないことや、増益率の見通しが劣後していたことなどが理由と考えられます。

株主資本利益率（ROE）を比較すると、欧州債務危機時に拡大した米国との格差は現在でも縮小せず、欧州株式が劣後しています。しかし欧州企業は、米国企業と比べて、エネルギー、金融、一般消費財・サービス、素材、資本財・サービスなどの景気敏感セクターのウェイトが高いため、今後、世界経済の拡大が続き、商品価格が上昇すれば、欧州企業のROEも上昇すると考えられます。

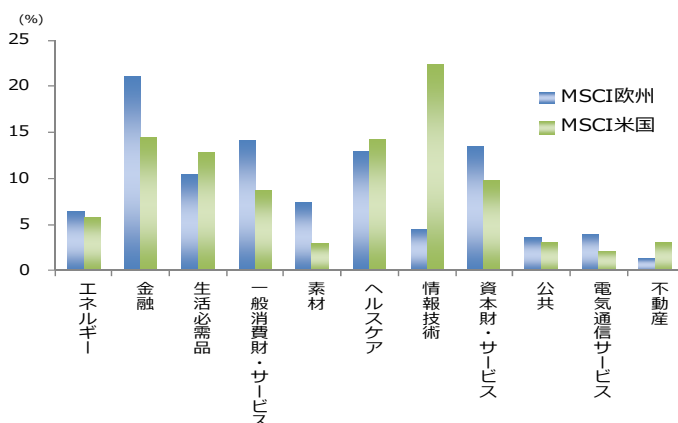
さらに、フランスにおけるマクロン大統領の労働市場改革、法人減税、企業の社会保障負担削減、最先端産業への資金拠出などをを受けて、仏企業全体のROEが高まることが期待されます。

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は、欧州株式に割安感があると思われます。米国株式市場と比べて出遅れ感のある欧州株式市場は、当面、堅調な米国市場と同様に緩やかに上昇することが予想されます。さらに、上記のような欧州企業の収益性の向上に伴って、投資家の欧州企業への評価が高まれば、中長期的に、欧州株式が米国株式にキャッチアップする可能性が高まると考えています。



欧州株式と米国株式のセクターウェイト (7月31日現在)



(注) STOXXヨーロッパ600指数の期間は2015年1月～2017年7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、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。

アジア株式

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7月末	8-10月の予想レンジ
MSCI アジア(除く日本)指数	656.04p	620p~680p



アジア株式もテクノロジー企業が牽引

年初来、大型株を中心にアジアの株式市場が上昇してきた理由として、企業収益のモメンタムが高まったことや、米国の金利上昇やドル高が進まなかったことが挙げられます。また、アップルやアルファベットなどのテクノロジー企業が米国株式市場を牽引してきたように、アジアでもサムスン電子やSKハイニックスなどのテクノロジー（IT）銘柄が、上昇相場を主導してきました。これらの動きが、年後半も継続するかどうかアジア株式の先行きを占う上で鍵になると考えられます。

中国経済の先行きには注視が必要に

中国では、秋の共産党大会を控えて社会の安定が優先され、インフラ投資などによって経済活動が押し上げられたと考えられます。外需や個人消費も安定的に拡大したことから、4-6月期のGDP成長率は、前期並みの+6.9%を維持しました。

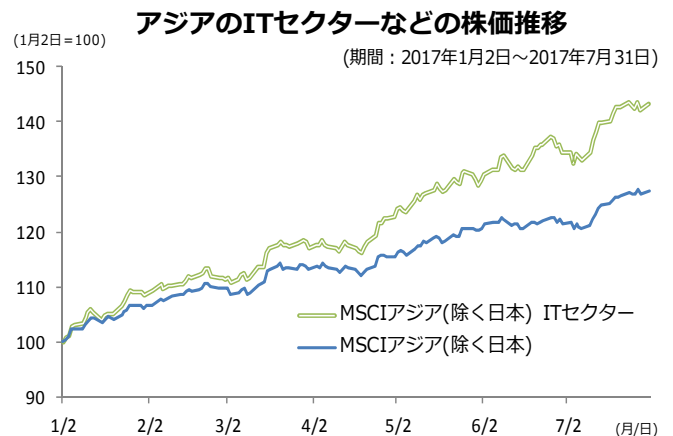
しかし、7月に行われた全国金融工作会議では、金融市場のシステミックリスクを回避するために、金融機関の過剰なリスクテイクを抑制し、持続が危ぶまれる水準まで拡大した経済全体の負債比率を引

き下げること（デレバレッジ）が決定されました。また、共産党大会で習近平国家主席の権限がさらに強まれば、短期的に景気サイクルを引き上げるよりも、長期的に持続可能な経済成長を目指して、国営企業の改革、ゾンビ企業の整理など、構造改革を優先する可能性があると考えます。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ことが予想されます。

中国経済の勢いが弱まるとともに、今後はNANDやDRAMなどの半導体価格の上昇スピードも減速に向かうと考えます。その結果、年後半には、これまで株価を押し上げてきた企業収益の勢いにも陰りが見えてくる可能性があると考えられます。

注目される先進国の金融政策正常化

9月以降に、FRBやECBが金融政策の正常化を推進するスタンスを明確にすれば、新興国市場において先行きへの警戒感が高まるとみられます。企業収益は当面、増益基調を維持することが予想されるものの、その勢いに陰りが見られるほか、株価のバリュエーションもやや割高な水準にあると考えられます。そのため、アジア株式市場は、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7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。

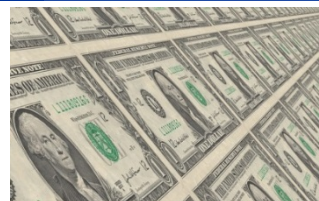
(出所) Bloombergのデータより岡三アセットマネジメント作成

※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7月末	8-10月の予想レンジ
日本	0.08%	-0.05%~0.20%
米国	2.29%	2.15%~2.55%
ドイツ	0.54%	0.40%~0.70%



日銀は現行の金融緩和策を継続する見通し

7月下旬に日本銀行の政策委員会の審議委員のうち、2名が交代しました。従来よりも、リフレ派の委員の割合が高まったと考えられています。また、来年3月から4月にかけて、正副総裁3名が任期を迎え、後任には緩和継続論者が就任することが見込まれています。しかし、内外の金融市場から「財政ファイナンスに歯止めが効かなくなる」との懸念が高まる可能性に、警戒が必要とみられます。

国内の労働市場については、直近の失業率が2.8%まで低下し、正社員の有効求人倍率が2004年の集計開始以来初めて1倍を上回りました。人手不足で賃金が上昇し、物価が上昇するという循環が視野に入ってきたと思われます。しかし現実には、原油価格や為替が現在の水準から大きく動かないと仮定すれば、消費者物価指数(CPI)がすぐに上昇するとは考えにくく、日銀も2%の物価目標の達成時期を「2019年度ごろ」に先送りしました。

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予想しています。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。

米国の長期金利は緩やかな上昇基調に

7月の連邦公開市場委員会（FOMC）後の声明文では、委員会メンバーが経済に対して強気、物価に対してやや弱気であることが示されました。市場は、9月頃にもバランスシートの縮小（債券再投資の部分的な停止）が始まり、12月に再度利上げが行われると予想しています。利上げよりも債券再投資の停止を優先する政策は、短期金利よりも長期金利を押し上げ、長短金利差を拡大させると考えられます。今後数カ月は、底堅い景気と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基調を辿ると考えます。

ユーロ圏の長期金利にも上昇圧力

ECBは「債券買取額の減額」に関する議論を秋以降に持ち越すと発表しました。足元で景気は拡大を続けていますが、インフレは高まっておらず、ECBは難しい舵取りを迫られています。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。この過程で、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考えられます。



(注) グラフの期間は2015年1月~2017年7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7月末	8-10月の予想レンジ
ドル円	110.26円	108円～117円
ユーロドル	1.18ドル	1.1ドル～1.2ドル
ユーロ円	130.57円	120円～135円



ドル円相場はドルが買われやすい展開へ

米国では、FRBが9月頃にバランスシートの縮小を始め、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予想されています。イエレン議長が金融政策の正常化を確実に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ます。このように、日米の政策金利差が拡大し、FRBがバランスシートを縮小する一方で日銀がバランスシート拡大を続けることは、中長期的にドル高円安要因になると考えます。

米国の4-6月期のGDP成長率は、前期比年率+2.6%と前期の同+1.2%から加速しました。秋以降に減税法案の審議が始まり、来年以降にインフラ投資が経済成長率を押し上げるとの思惑が高まれば、一段とドルを支える要因になると考えられます。

各中央銀行の金融政策正常化の順番が影響

ユーロドル相場は、4月以降、ユーロ高ドル安が進んでいます。仏大統領選で親EUのマクロン氏が勝利したことが要因のひとつに挙げられます。また、2015年末に始まったFRBの金融引締めと比べて、ECBが近い将来に債券買入れの減額に着手することを市場参加者が「新しい相場の変動要因」と捉えた

ことも背景にあったと思われます。しかし、金融政策正常化のステージはFRBがECBに先行しています。FRBのバランスシートは近い将来に縮小される一方、ECBのバランスシートが当面拡大を続けることは、理論上、ドル高ユーロ安要因になると考えます。また、中央銀行のバランスシートのみならず、米独自の短期金利差や長期金利差も、中期的にドル買い材料になると考えられます。

9月にはドイツで総選挙が行われます。メルケル首相率いるキリスト教民主・社会同盟が勝利するとみられ、ポピュリスト政党が政権に食い込むことは難しいと思われます。しかし選挙が近づくにつれて不透明感が高まり、一時的にユーロ安要因になる展開が予想されます。これまで、ユーロ高が続いてきた反動もあって、秋にかけてユーロがやや弱含む展開を予想しています。

ユーロの対円相場については、金融政策の正常化でECBが日銀に先行すると予想されることから、中期的にはユーロが対円で上昇する相場展開が予想されます。しかし、目先は先物市場で、円の売持ち、ユーロの買持ちが歴史的な水準まで拡大していることから、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安が進む可能性があると考えられます。

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7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）