



情報提供用資料

2017年1月6日

岡三アセットマーケットビュー

2017年 株式・債券・為替市場の見通し

OKASAN ASSET MANAGEMENT MARKET VIEW
Vol.4

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

業績改善期待から上値を試す展開。米国の為替政策には注意

| 日本 | 2016年12月末 | 2017年の予想レンジ |
|--------|-----------|---------------|
| 日経平均株価 | 19114.37円 | 17500円～22200円 |
| TOPIX | 1518.61p | 1420p～1750p |



米国新政権の為替政策が2017年の鍵に

世界経済が緩やかに拡大するなか、日本経済も堅調な推移となることが見込まれます。ただ、国内株式市場にとって、日本固有の材料には乏しいものと思われ、2017年は、為替相場の動きに敏感に反応する一年になると思われます。

経常赤字を抱える米国が、減税とともに大規模なインフラ投資を行うためには、海外から資金を呼び込む必要があり、ドル高政策を維持してドル資産の魅力を高める必要があると思われます。歴史的には、米国の共和党政権下ではドル安が、民主党政権下ではドル高が進む傾向がみられました。しかし、トランプ氏と政策が近いと考えられる共和党のレーガン政権では、1985年のプラザ合意まで、概ねドル高政策が推進されたことが注目されます。

米国のトランプ政権では、米国の企業業績が堅調に推移して雇用も安定している間は、ドル高を容認すると考えられます。しかし一旦、成長率が減速し、同氏の選挙基盤だった中西部の工場労働者の雇用が脅かされる状況になれば、ドル安政策に転換することが予想され、国内株式市場にとって注意が必要と考えます。

業績拡大と好需給から上値を試す展開へ

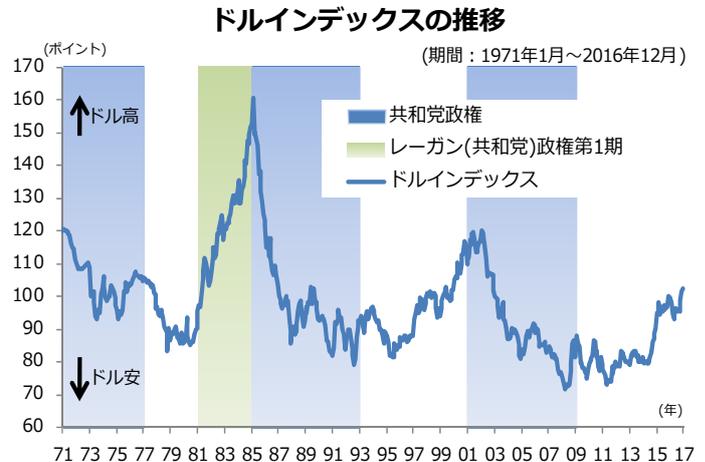
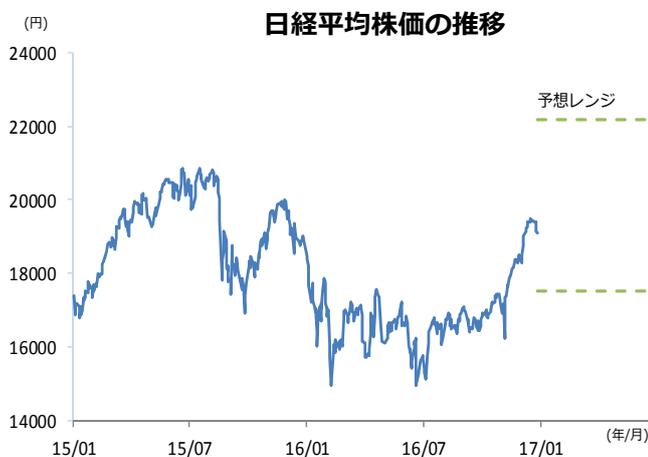
日本の企業業績については、少なくとも2017年度は増益基調を辿ることが予想され、株価は年央にかけて上値を試す動きになると考えます。株価のバリュエーションについても、過去比較や国際比較において、魅力的な水準と考えられます。

また、国内では比較的高い内閣支持率が継続しており、政治情勢の安定は海外投資家にとって日本市場の優位性のひとつと考えられます。海外投資家による日本株の買い余地は少なくないと思われ、さらに、企業の自社株買いや日本銀行による株価指数連動型上場投資信託（ETF）の買入れの継続が予想されます。株式需給が良好とみられることも、相場の支援材料になると思われます。

欧州政治や中国人民元の動きがリスク要因

米国新政権の為替政策以外には、欧州の政治情勢や中国人民元の動きなどが国内株式市場にとってリスク要因になると考えられます。

ただ、わが国のデフレ脱却の動きは変わらず、政策支援の効果も期待できることから、リスク要因が顕在化した場合でも、調整一巡後に株価は再び上値を試す動きになると考えます。



(注) 日経平均株価の期間は2015年1月～2016年12月30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。

高値圏でもみ合いが継続。「トランプ政策」を見極める動き

| 米国 | 2016年12月末 | 2017年の予想レンジ |
|----------|------------|-----------------|
| NYダウ | 19762.60ドル | 18600ドル～21400ドル |
| S&P500指数 | 2238.83p | 2140p～2420p |



新政権の政策を見極める動きに

NYダウは、米国の大統領選挙後のラリーによって、足元では20000ドルまであと一步のところまで上昇してきました。これは、トランプ次期大統領による政策のプラス面を織込んだ動きと考えられます。今後は、政策の実現性や、プラス効果・マイナス効果を冷静に見極める段階に入っていくと考えられます。

予想される政策のプラスとマイナスの効果

トランプ政権において予想される政策のうち、以下の点が経済にプラス効果を及ぼすと考えます。

- インフラ投資と、個人所得税の減税や法人減税による雇用の拡大や賃金の上昇によって、経済活動が刺激される。
- 投資が持続的に需要を拡大させ、生産性を高めるものとなれば、潜在成長率を上げる効果も期待できる。
- 企業の海外収益を低税率で国内に回帰させれば、企業は国内の設備投資や採用を活発化させる可能性がある。

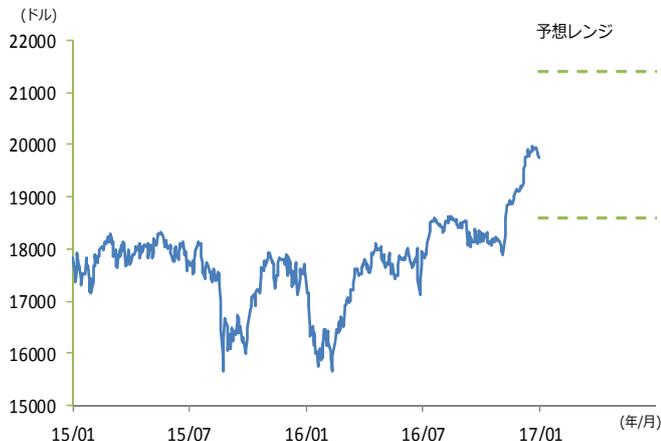
一方、以下の点はマイナスの効果を及ぼすと考えられます。

- ドル高や金利上昇が、企業業績にマイナスの影響を及ぼす恐れがある。また、移民制限・排斥によって国内で安い労働力が失われれば、企業収益の減少につながる可能性がある。
- 内向きの通商・移民政策によって貿易が停滞し、世界全体の経済活動を減速させる。また、輸入関税の引上げや、相対的に高コストの米国内への製造拠点の移転によって、製品価格の上昇を招く。
- 民間企業の経営判断に政府が介入することによって、自由で効率的な経済活動が阻害される。

バリュエーションはやや割高な水準に

これらのプラス効果がマイナス効果を上回り、株価は下支えされると考えます。ただ、予想株価収益率（PER）は既に比較的高水準なことから、株価が上値を追う動きにはなり難いと判断されます。そのため、高値圏でもみ合う動きになると考えます。

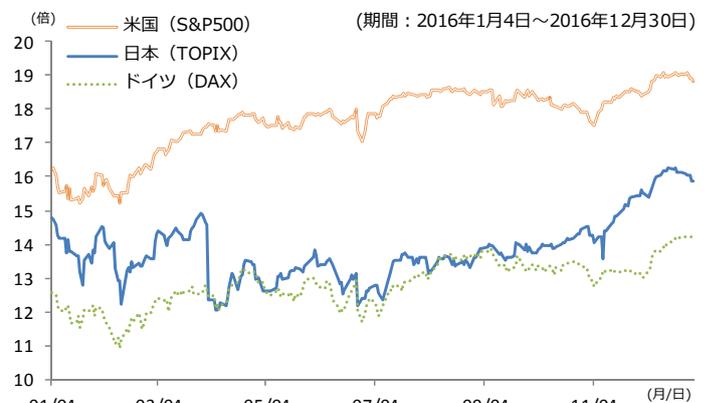
NYダウ指数の推移



(注) NYダウ指数の期間は2015年1月～2016年12月30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。

主要国の株価バリュエーション（PER）



欧州株式

政治が相場の変動要因。堅調なマクロ経済や企業業績が下支え

| 欧州 | 2016年12月末 | 2017年の予想レンジ |
|-----------------|-----------|-------------|
| STOXXヨーロッパ600指数 | 361.42p | 340p~400p |



マクロ経済は緩やかに拡大

欧州経済は、潜在成長率を若干上回るとみられる緩やかな拡大基調を続けています。失業率も、各国で低下基調が続いています。欧州中央銀行（ECB）の緩和的な金融政策を受けて、金融機関による企業や個人への貸出しは拡大に転じているほか、ユーロ安が輸出企業の業績を押し上げていると考えられます。

足元では、欧州企業との関連が深いと考えられるロシアやブラジルを中心に、新興国の景気底打ちの兆しが見え始めました。2017年の欧州企業の業績は、増益基調で推移すると予想されます。

「銀行」と「政治」が不安材料

イタリアのモンテパスキ銀行に対し、公的資金による立て直しが検討されています。ただ、具体策をめぐってイタリア政府とEUの間には溝が残されていると思われれます。また、ドイツ銀行の米司法省との係争も概ね決着したとみられます。しかし、欧州の銀行が、比較的脆弱なバランスシートや低い収益性といった問題を解決するには、時間が必要と考えます。

また、今年はおランダ、ドイツの総選挙、フランスの大統領選挙、英国のEU離脱交渉などが予想されています。これらの政治イベントに対する不透明感が、1年を通して、金融市場の不安材料になると予想されます。

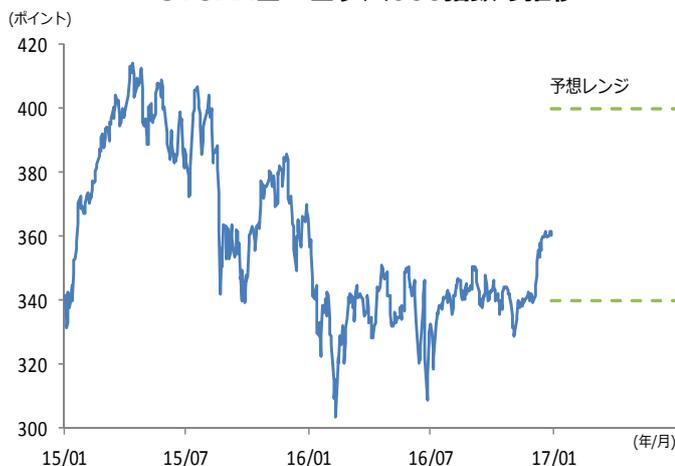
世界のリフレ傾向は欧州株式のプラスに

緩やかに拡大する域内のマクロ経済に加え、今年には欧州株式にいくつかの追い風が吹くと考えています。

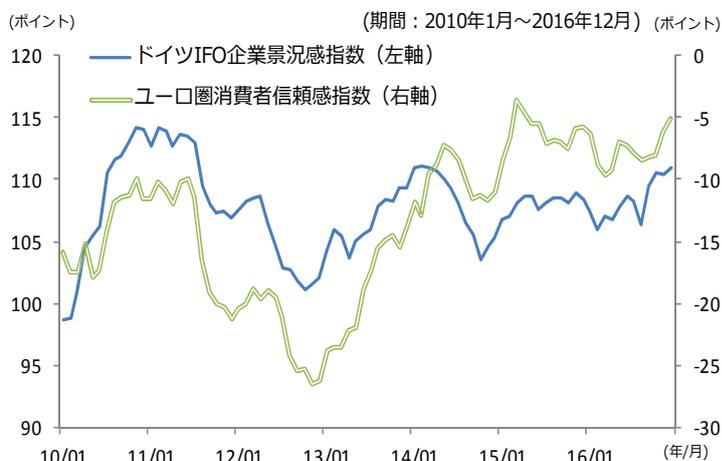
米国の金利上昇などを背景としたユーロ安の進行が、ドイツを中心に輸出企業の収益拡大につながることを期待されます。また、英国を含む欧州株式市場において比較的ウェイトの高い、素材、一般消費財、金融などの景気敏感セクターは、世界的なリフレ政策によって恩恵を受けると考えられます。

また、欧州株式のバリュエーションは、日米と比べて割安な水準と考えます。底堅い経済と企業業績が、銀行不安や政治不安などのマイナス材料を相殺し、株価が緩やかに上昇する展開が予想されます。

STOXXヨーロッパ600指数の推移



企業景況感指数と消費者信頼感指数



(注) STOXXヨーロッパ600指数の期間は2015年1月～2016年12月30日（出所）Bloomberg、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

米利上げへの警戒感が和らぎ、下値を切り上げる展開へ

| アジア | 2016年12月末 | 2017年の予想レンジ |
|------------------|-----------|-------------|
| MSCI アジア(除く日本)指数 | 514.34p | 480p~590p |



米大統領選挙後の株価は鈍い動き

アジアの株式市場は、米国の大統領選挙以降、先進国市場に比べて出遅れる動きとなっています。米国の長期金利の上昇を受けて、この地域に向けられていた投資資金が米国に回帰する動きとなったことや、トランプ氏の保護主義的な政策発動によって、アジアから米国への輸出が停滞するとの警戒感が背景にあったものと考えられます。

中国経済は安定へ

中国では、石炭、鉄鋼など素材産業の余剰設備の廃棄が一巡するとともに、企業物価指数がプラスに転じてきたことが注目されます。今後は、企業収益も安定に向かうことが予想されます。

中国では、今年の秋に5年に一度の共産党大会を控え、「社会や経済の安定」が習近平政権の最優先課題になると考えられます。経済成長率も、この目的に沿った水準が維持されると思われます。企業部門のレバレッジ解消や穏健な金融引締めによって資産バブルを回避しながら、景気の腰折れが懸念される場面では、積極的に財政出動が行わ

れると考えます。海外への資金流出や、人民元相場の急激な下落、住宅投資の減速、対米関係の悪化などがリスク要因として指摘されるものの、中国を起因とした市場の混乱は起きにくいと考えます。

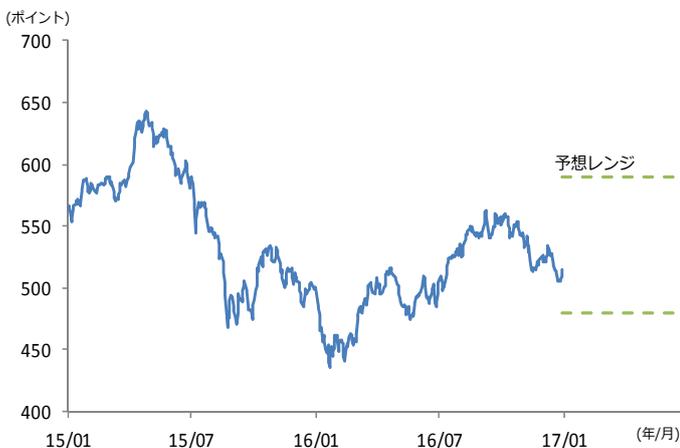
注目される米国の利上げスピード

アジアの株式市場は、米国の利上げ局面では軟調に推移する場面がみられました。足元では、年内に3回程度の米国の利上げが予想されています。今後、米国経済の拡大スピードが速まり、利上げが加速する公算が高まれば、アジア株式への売り圧力が強まる可能性があると思われます。

ただ、米国の金利が安定した動きとなることによって、アジア市場からの資金流出懸念は和らぎ、株価は徐々に下値を切り上げる展開に移行していくことが予想されます。

地域別には、米国の金利上昇の悪影響を受けやすいアセアン諸国に比べて、先進国の景気拡大や安定した中国経済の恩恵を受けやすい、韓国や台湾の株式市場が優位な投資環境と考えられます。

MSCIアジア (除く日本) 指数の推移



MSCIアジア(除く日本)指数とFFレート



(注) MSCIアジア (除く日本) 指数の期間は2015年1月~2016年12月30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。

内外債券 | 長期金利

米金利は緩やかに上昇。日欧の金利にも上昇圧力がかかる展開

| 10年国債利回り | 2016年12月末 | 2017年の予想レンジ |
|----------|-----------|--------------|
| 日本 | 0.05% | -0.05%~0.20% |
| 米国 | 2.44% | 2.2%~3.0% |
| ドイツ | 0.21% | 0%~0.6% |



債券から株式へのグレートローテーション

2017年は、米国の新政権による財政拡張的な政策への観測などから、投資資金が債券から株式へ移行するグレートローテーションが継続する可能性があると考えます。その過程では、世界レベルで長期金利が上昇しやすい展開が予想されます。

日銀は金融緩和政策を継続

日本銀行は、物価目標の達成時期を2018年度頃に持ち越したことから、2017年は長短金利操作付き量的・質的金融緩和政策を継続するとみられ、国内金利は安定した動きになると考えます。ただ、米国の金利上昇によって、国内金利にも上昇圧力がかかり、実質的なテーパリング（緩和の縮小）が始まる可能性があると思われます。2017年を通して、市場の金利上昇圧力と、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

堅調な米国の経済指標を背景に、当面、米国金利は緩やかな上昇基調となることが予想されます。また、トランプ政権は金融政策への介入姿勢を強め、緩和政策の継続圧力を強める可能性があります。

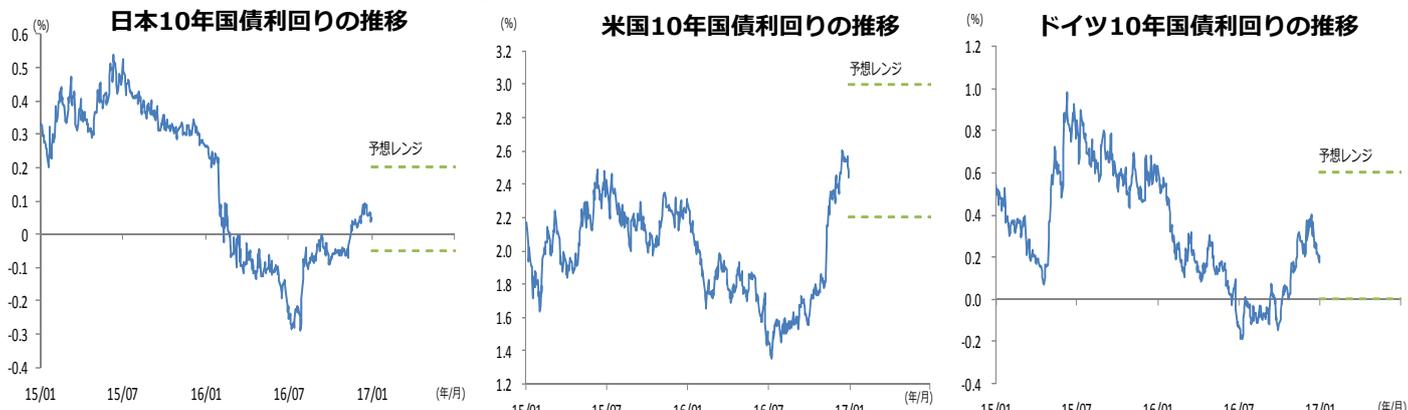
す。この場合には、景気の過熱懸念などから、長期金利はむしろ上昇することが予想されます。

ただ、米国経済が概ね完全雇用に近いとみられるなかでインフラ投資と減税を行えば、賃金の上昇を通してインフレ圧力が高まり、利上げ観測が高まると予想されます。この場合には、利上げスピードが必要以上に速まって景気が先行き鈍化するとの懸念から、米長期金利は低下する動きになると考えられます。

ユーロ圏の長期金利に上昇圧力

ユーロ圏内では、エネルギー価格の川下への波及効果が比較的大きいため、エネルギー価格が堅調に推移することによって域内の物価も緩やかに上昇すると予想されます。また、米国の金利上昇を背景に、ユーロ域内でも金利に上昇圧力がかかりやすい地合いが続き、ECBも日銀同様にテーパリングを迫られる可能性があると考えます。

一方、今年の欧州は「政治の季節」を迎えるため、ECBが政治情勢を起因とした市場の混乱に備え、予防的に緩和措置を継続すると思われます。そのため、ドイツの長期金利は、上昇圧力を受けながらも、相対的に低位で安定すると考えます。



(注) グラフの期間は2015年1月~2016年12月30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

米ドルが緩やかに上昇へ。米国の為替政策によって基調転換も

| 外国為替 | 2016年12月末 | 2017年の予想レンジ |
|-------|-----------|-------------|
| ドル円 | 116.96円 | 109円～126円 |
| ユーロドル | 1.05ドル | 1ドル～1.1ドル |
| ユーロ円 | 122.97円 | 111円～129円 |



ドル円は、当面ドルが買われやすい展開

米国では、新政権が推進するとみられるインフラ投資や減税などの政策が、米国金利を押し上げると考えられます。一方、日銀は長短金利操作付き量的・質的金融緩和を維持し、国内では低金利の継続が予想されます。そのため、金利差の観点から、ドルが買われやすい地合いが継続すると考えられます。米国では、財政出動と減税の政策ミックスを推進するためには、「強いドル」政策を維持することが必要とみられる点も、ドル高基調につながると考えられます。

米国の新政権において実施が予想される政策の一つに、米国企業の海外資金を国内に還流させ、国内投資に利用することが挙げられます。この政策が時限的に行われた2005年にドル高が進行したため、市場はその実現性や適用期間を見極める動きになることが予想されます。

日本の対外収支の観点からは、円安や海外景気の回復を受けて輸出が伸びると予想されることが円高要因になる一方、エネルギー価格が上向き、鉱物性燃料の輸入額の増加が円安要因になると予想されます。

但し、行き過ぎたドル高や金利の上昇は、米国

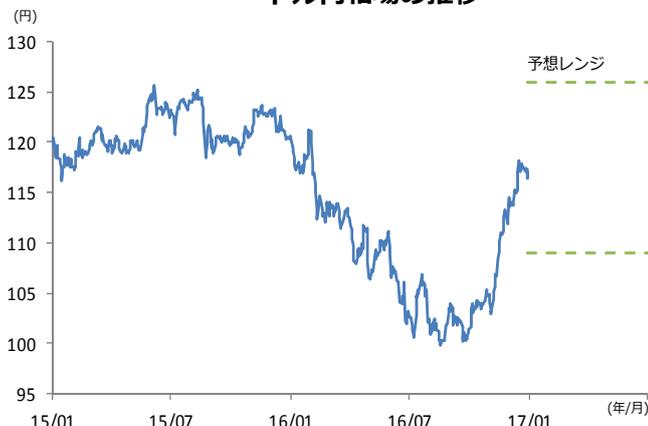
の企業収益を悪化させ、米国経済を弱体化させる恐れがあると考えられます。米国の新政権が、2017年のどこかの時点で、ドル安政策を志向する可能性があると思われます。この場合には、為替相場の基調が転換するものと考えます。

政治情勢の不透明感などがユーロ安要因に

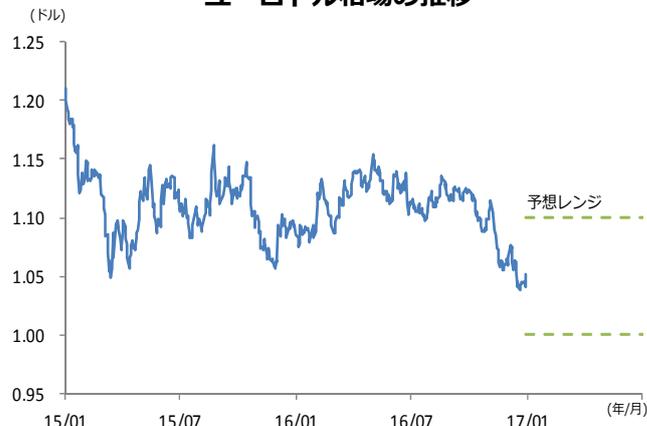
2017年の欧州は「政治の季節」を迎えます。3月のオランダ総選挙、4、5月のフランス大統領選挙、秋のドイツ総選挙などに加え、英国のEU離脱交渉が始まることと予想されています。域内の政治・経済に対する不透明感が高まる局面では、ユーロの下落圧力が強まることが予想されます。

一方、欧州の金融政策については、ECBは日銀と同様のステージ（段階）に立っていると思われる。両地域ともインフレの心配はほぼなく、経済は脆弱なものの、米国の金利上昇を受けてテーパリングを迫られる可能性があります。また、ユーロ圏、日本ともに緩やかな成長基調をたどり、経常収支は黒字を維持しています。このため、一方的なユーロ安が進行する展開にはなり難いものと考えます。

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～2016年12月30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）

この資料は情報提供を目的として作成したものであり、特定の商品の投資勧誘を目的として作成したものではありません。投資判断の最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願いいたします。

金融商品取引法に基づきお客様にご留意いただきたい事項を以下に記載させていただきます。

むさし証券の概要

商号等：むさし証券株式会社 金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第105号

加入協会：日本証券業協会、一般社団法人第二種金融商品取引業協会

リスクについて

国内外の金融商品取引所に上場されている有価証券(上場有価証券等)の売買等に当たっては、株式相場、金利水準等の変動や、投資信託、投資証券、受益証券発行信託の受益証券等の裏付けとなっている株式、債券、投資信託、不動産、商品等(裏付け資産)の価格や評価額の変動に伴い、上場有価証券等の価格等が変動することによって損失が生じるおそれがあります。

◎ 上場有価証券等の発行者等の業務や財産の状況等に変化が生じた場合や、裏付け資産の発行者等の業務や財産の状況等に変化が生じた場合、上場有価証券等の価格が変動することによって損失が生じるおそれがあります。

◎ 新株予約権、取得請求権等が付された上場有価証券等については、これらの権利を行使できる期間に制限がありますのでご注意ください。

◎ 上場有価証券等が外国証券である場合、為替相場(円貨と外貨の交換比率)が変化することにより、為替相場が円高になる過程では外国証券を円貨換算した価値は下落し、逆に円安になる過程では外国証券を円貨換算した価値は上昇することになります。したがって、為替相場の状況によっては為替差損が生じるおそれがあります。

※ 裏付け資産が、投資信託、投資証券、預託証券、受益証券発行信託の受益証券等である場合には、その最終的な裏付け資産を含みます。

※ 新規公開株式、新規公開の投資証券及び非上場債券等についても、上記と同様のリスクがあります。

手数料等諸費用について

当社取り扱いの商品等にご投資いただく場合

各商品毎の所定の手数料をご負担いただく場合がありますが、商品毎に異なるため、ここでは表示することができません。

また、各商品等には価格の変動等による損失を生じるおそれがあります。

投資信託につきましては、手数料の他、信託報酬等・その他の費用(監査費用、運営・管理費用等)等を御負担いただきますが、これらの費用等は、事前に計算できませんので表示していません。

当該商品等の契約締結前交付書面や目論見書またはお客さま向け資料等をよくお読みください。

【広告審査済】