

# 投資環境の見通し

2017年 **9** 月号

マーケットレポート一覧はこちら  
Click here

## 今月の注目点

# 国際マネーフローの変化と金融市場

### 2017年前半の特徴

2017年前半のグローバルな資金の循環をみると、国際マネーフローの枠組みを構成する特徴が3点指摘できる。最も重要なのは、米国の大規模な経常赤字によりドル資金が他地域に供給される一方、最大の経常黒字（貯蓄超過）地域で、かつ実質金利が極めて低い欧州から高水準の債券投資が米国に向かう形で資金が戻ってゆくというパターンである。

このため、世界の長期金利の水準はカネを借りる側の米国もさることながら、カネを貸す側のユーロ圏の実質金利が決定する部分が多い。欧州中央銀行（ECB）が2018年以降量的緩和の縮小や利上げを進めるとしても、緩やかに（実質金利の急上昇を避けるように）実施することが、長期金利の急上昇が回避され、グローバルに資金が潤沢な状態が続くための条件といえる。

第二に、日本は経常黒字は高水準だが、大半が所得収支であり、直接投資（海外の子会社の利益を現地で投資するなど）という形で半ば自動的にリサイクルされるため、円高圧力を生みにくくなっている。円ドルの為替レートは金利差によって決まる部分が多い。

第三は、中国については規制強化の効果もあり対外直接投資が資金流入に転換、誤差脱漏を通じたキャピタルフライトも昨年と比較すると縮小した。この結果、外貨準備高も増加に転じており、国際収支のパターンが安定化している。これは人民元の安定が続く可能性が高いことを示唆している。

### 変化の兆候

加えて、足元ではいくつか興味深い変化の兆候が指摘できる。まず、米国を巡る証券投資の動向である。上で述べたように、世界の資金循環は基本的には、米国が経常赤字を出し、ユーロ圏から債

主要国・地域の国際収支（2017年前半）

国・地域	経常収支	金融収支							誤差脱漏
		直接投資	株式	短期債券	中長期債券	派生商品	その他投資	外貨準備高	
米国 (10億ドル)	▲ 467.1	▲ 86.4	138.4	▲ 233.3	539.6	11.9	394.7	1.0	▲ 298.6
ユーロ圏 (10億ユーロ)	262.7	▲ 146.3	226.4	3.1	▲ 558.0	▲ 43.7	287.7	14.4	▲ 14.8
日本 (兆円)	21.0	▲ 18.4	▲ 6.4	1.5	15.4	▲ 2.0	▲ 6.4	▲ 3.4	▲ 0.9
中国 (10億ドル)	142.6	28.3 (株式+短期+中長期債券+派生商品+その他=2.5)					▲ 58.0		▲ 115.4

経常赤字を通じて米国から世界(特にユーロ圏)へドル供給

日本の経常黒字は大部分が直接投資で海外に再流出

債券投資を通じて、黒字地域であるユーロ圏から米国へ資金が還流

中国は国際資本移動が「安定化」

(注) 計数の符号は全てプラスが資金流入、マイナスが資金流出を示す。米国：1-3月、ユーロ圏：1-5月、日本、中国：1-6月のデータを年率化して算出。(出所) INDB、Bloombergのデータを基に三井住友アセットマネジメント作成

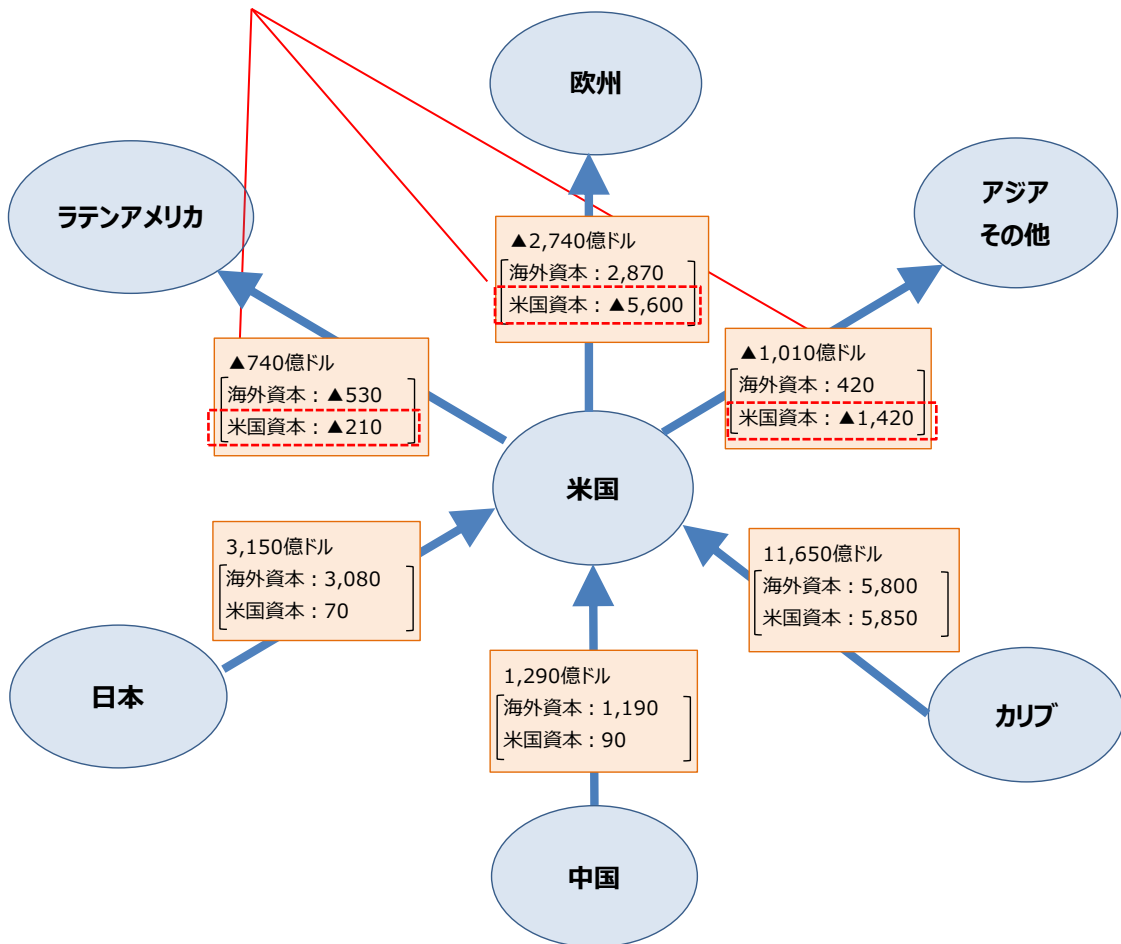
# 国際マネーフローの変化と金融市場

券を通じて資金を借りるというパターンだが、米財務省の国際証券投資統計をみると、2017年4-6月期に入って米国から欧州、アジア、ラテンアメリカなどへの証券投資が増加する動きもみられた。欧州やアジアなどの景気回復をにらんで米国投資家が株式に投資し始めたことを反映している。同様の傾向は4-6月期のユーロ圏の国際収支統計でも確認できる。対ユーロや新興国通貨でのドル安傾向の一因となっているとみられる。

こうしたリスクオン型の資金の流れは7-9月になり地政学リスクやトランプ政権の不安定による先行き不透明感の高まりでやや鈍った(一部利益確定のために巻き戻された)と推測される。しかし、世界経済の回復が続き、政治リスクがピークアウトすれば、再開する可能性があるだろう。

## 株式及び中長期債投資を通じた資金フロー 【2017年4-6月】

米国資本がマイナスということは、米国投資家が海外証券に投資した結果、資金が米国から海外に向かったことを示す。



(注1) 証券投資は株式と中長期債の合計。外国投資家の対米投資と米国投資家の対外投資の差をとったネットベース。  
 (注2) 四捨五入の関係において合計と一致しない場合があります。  
 (出所) 米財務省のデータを基に三井住友アセットマネジメント作成

# 国際マネーフローの変化と金融市場

グローバルな金融環境という点からポジティブな変化がさらに二つ指摘できる。第一は、金融機関の信用創造機能の回復である。国際決済銀行（BIS）の統計をみると、国際ビジネスを手掛ける先進国の大手金融機関による国境を越えた（国際的な）与信（＝投融資、貸付けと債券投資）は、昨年後半から増加に転じてきている。金融機関のリスクテイク能力がある程度回復してきていることを示唆している。

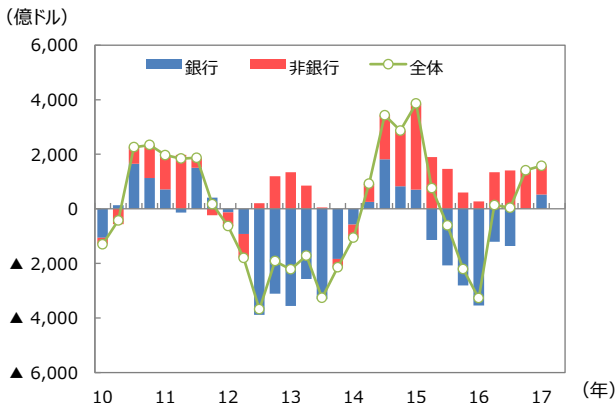
国際的な与信の増減はグローバルな株価とも連動している。中央銀行が量的緩和を縮小する中でも、民間を通じた資金の流れの増加が続けば、市場は安定を維持できるだろう。世界の金融市場が米連邦準備制度理事会（FRB）とECBによる量的緩和の縮小を大きな混乱なしに乗り切れるかどうかを判断する上で、2017年後半から2018年前半にかけて注視しておくべき重要指標と言えよう。

もう一つのポジティブな変化は、新興国のファンダメンタルズについて、成長率だけでなくインフレ率が改善していることである。

アジア、新興欧州などエマージング諸国でのインフレ鎮静化は（もともと低かった）先進国よりも顕著であり、先進国と新興国のインフレ率の差が縮小してきている。インフレ率が低いということは同じ金利水準でも実質金利は高い＝新興国債券の魅力が増していることを意味する。実際、先進国と新興国とのインフレの差が縮まると証券投資を通じた新興国への資金流入が増加する傾向がみられる。政治リスクが後退すれば、エマージング通貨についての市場への注目が再度高まってくる可能性があるだろう。

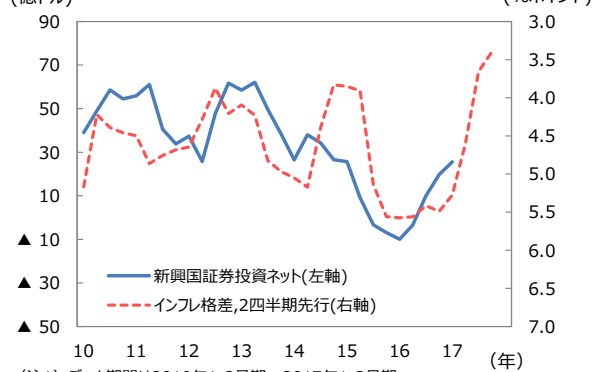
（吉川チーフマクロストラテジスト）

## 国際銀行取引を通じた信用創造（国際与信）



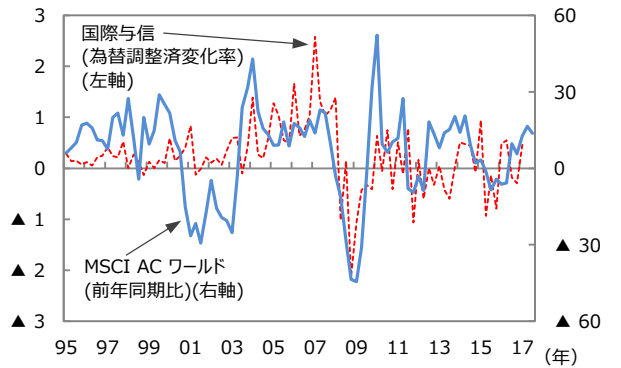
（注）データ期間は2010年1-3月期～2017年1-3月期。為替レート調整済み変化。  
（出所）BISのデータを基に三井住友アセットマネジメント作成

## インフレ格差と新興国フロー



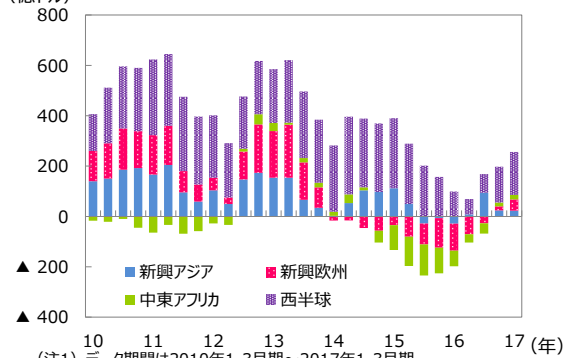
（注1）データ期間は2010年1-3月期～2017年1-3月期。  
（注2）インフレ格差はヘッドラインインフレ率について新興国－先進国で算出。目盛は逆目盛。  
（注3）証券投資のマイナス（プラス）は新興国からの資金流出（流入）を示す。新興国フローは中国を除いたベース。  
（出所）IMFのデータを基に三井住友アセットマネジメント作成

## 国際与信と世界株価



（注）データ期間は、与信変化額は1995年1-3月期～2017年1-3月期。株価指数は1995年1-3月期～2017年7-9月期。7-9月期は8月30日。  
（出所）BIS、Bloombergのデータを基に三井住友アセットマネジメント作成

## 新興国の地域別証券投資フロー



（注1）データ期間は2010年1-3月期～2017年1-3月期。  
（注2）証券投資のマイナス（プラス）は新興国からの資金流出（流入）を示す。新興国フローは中国を除いたベース。  
（出所）IMFのデータを基に三井住友アセットマネジメント作成

## ファンダメンタルズ vs. 政治リスク

世界経済の回復と政治リスクの高まりの綱引きが鮮明だ。IMFは7月の世界経済見通しで、トランプ政権の財政政策の遅れを考慮し米国の2017-2018年成長見通しを下方修正した。しかしユーロ圏や新興アジア、日本を上方修正した結果、世界経済全体では昨年の3.2%成長から2017-18年は3.5~3.6%に加速する見通しを維持した。また、オランダ統計局が集計する世界貿易数量は2017年5月に前年同月比6.5%と金融危機前の2007年7月（同7.6%）以来の伸びとなった。世界貿易が拡大し始めたことが、わが国企業決算が（円安進行無しでも）好調の一因となっている。価格面でも中国の生産者物価の前年比が再加速する見通しであることから「モノ」の世界は徐々にリフレ的になってくるだろう。

しかし7-8月は①FRBとECBの量的緩和縮小と影響、②北朝鮮を巡る地政学リスク、③米国の政治的混乱という3つの政策・政治リスクが高まり、金融市場はリスク・オンになりきれない状態となっている。

## 焦点は9月末

9月は政治リスクが金融市場で「消化」できるかが問われる。FRBは9月19-20日のFOMCでバランスシート縮小開始を決定（10月実施）、ECBは9月7日の理事会でテーパリングの検討を開始しよう。しかし、「量」の縮小ペースが緩やかである上、続く「金利」引き上げは慎重に行うことをFRB、ECB共に市場にコミュニケーションしてとみられる。景気データが堅調ならばオーバーキルへの懸念は和らごう。

北朝鮮問題は偶発的衝突リスクに注意が必要だが、現状は、米中、米ロシアが危機管理を巡る駆け引きを行う段階にあることが徐々にコンセンサスになろう。

焦点は米議会（およびトランプ政権）が9月末に向けて①米連邦債務の上限引き上げと、②2018年度（10月1日開始）の歳出に関し合意できるか、の2点になる。債務上限は米国債の元利払いという大問題にかかわるため、最終的に歩み寄るだろう。歳出予算の遅れによる政府閉鎖が回避ないし短期間で済めば、政治リスクは一旦ピークを打つだろう。

## IMFの世界経済見通し (2017年7月改訂、実質GDP成長率)

年	2016 (実績)	2017 (予想)	2018 (予想)	4月からの変化	
				2017	2018
世界GDP	3.2	3.5	3.6	0.0	0.0
先進国	1.7	2.0	1.9	0.0	▲0.1
米国	1.6	2.1	2.1	▲0.2	▲0.4
ユーロ圏	1.8	1.9	1.7	0.2	0.1
日本	1.0	1.3	0.6	0.1	0.0
英国	1.8	1.7	1.5	▲0.3	0.0
カナダ	1.5	2.5	1.9	0.6	▲0.1
新興国	4.3	4.6	4.8	0.1	0.0
新興アジア	6.4	6.5	6.5	0.1	0.1
中国	6.7	6.7	6.4	0.1	0.2
ASEAN5	4.9	5.1	5.2	0.1	0.0
新興欧州	3.0	3.5	3.2	0.5	▲0.1
西半球	▲1.0	1.0	1.9	▲0.1	▲0.1
ブラジル	▲3.6	0.3	1.3	0.1	▲0.4
メキシコ	2.3	1.9	2.0	0.2	0.0

(出所) IMFのデータを基に三井住友アセットマネジメント作成

## 米予算審議の現状と今後の日程

月・日	2017年8月以降の主な日程
2017年8月 (7月29日~9月4日)	議会夏季休会 / 上院は一部返上
9月~ (9月5日~)	2018年度予算(歳出法案)の審議 <b>焦点①</b> →合意が難しければ暫定予算(CR)の交渉 政府債務上限引き上げのための与野党協議 <b>焦点②</b>
10月1日	2018年度会計年度開始 (暫定予算による政府閉鎖回避?)
10月上旬	政府債務上限引き上げの実質的期限
10月~12月(?)	2018年度予算決議の作成・可決 <b>焦点③</b> →2018年度予算の審議(景気対策) <b>焦点④</b> (財源問題と絡みオバマケア改革問題再議論?) <b>焦点④</b> イエレン議長(任期2018年2月3日まで)の後任指名→年内の議会承認 <b>焦点⑤</b>
2018年1月~	中間選挙に向けた活動開始

(注) 8月23日現在。

(出所) 米予算委員会資料、FRBのHP等より三井住友アセットマネジメント作成



## 米国：世界経済の回復がサポート

サービス業の雇用は徐々にスローダウンしているが、海外経済の回復を背景に輸出が増加傾向にあり、財部門の雇用が堅調に推移している。減税など景気対策が2018年にずれ込むことが確定的になり、成長率の予想は若干下方修正となったが、引き続き腰折れリスクは小さく、2%前後の成長を予想する。FRBは9月にバランスシートの縮小開始を決定しようが、インフレ率が低いため、FFレートを引き上げは2018年3月だろう。

## 中国：過熱感は後退も堅調持続

鋳工業生産は6・7月をならずと年率7%台の伸びを持続。鉄鋼価格の回復が続いており、生産者物価の前年比は再加速しよう。政府の抑制策をうけて住宅価格の上昇率は鈍化傾向。中国政府は景気を巡航速度に鈍化させることを意図しているとみられるが、緩やかなリフレ路線は維持しており、景気が下振れる場合は財政政策を活用しよう。引き締め気味の金融政策、資本流出規制の効果から人民元は安定を続けよう。

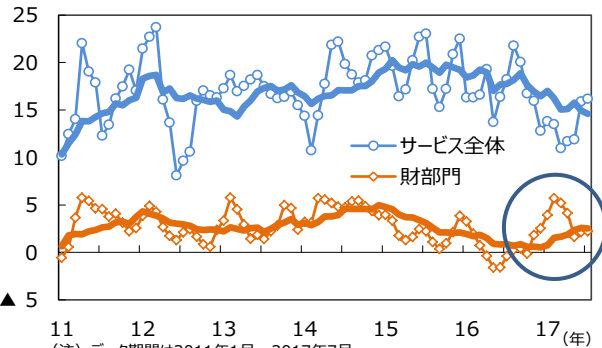
## ユーロ圏：アジアと域内需要がけん引

2017年4-6月期の成長率は前期比+0.6%と1-3月期を上回った。景況感指数の動きからみて7-9月期も高めの成長が続く公算が大きい。アジア向けを中心とする輸出の増加に加え、ユーロ域内の需要回復がユーロ圏経済を牽引している。ただ、賃金上昇率がなお低い上、ユーロ高が進んでいるため低インフレが続く見通し。ECBは2018年初より債券購入の縮小を開始するとみるが、利上げ開始は2018年末～2019年にずれこもう。

## 日本：成長見通しを上方修正

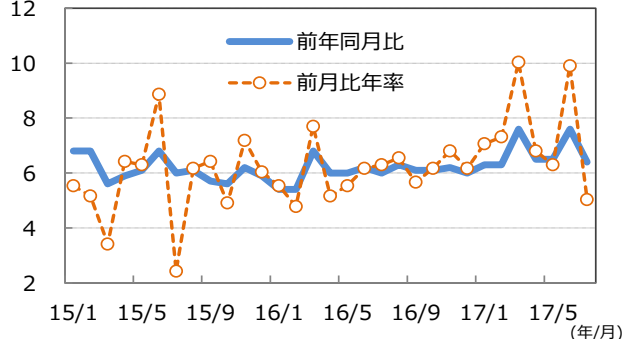
4-6月期の成長率が前期比年率+4.0%と予想を上回ったことを受けて、2017年度の成長見通しを1.4%から1.8%に上方修正した。先行きを展望すると、世界景気の回復を背景に、輸出は高水準を持続。公共投資は4-6月期に急増した後、短期的に反動がありそうだが、自動車など一部耐久消費財の買い替えなどを背景に消費回復は続く見込みである。内閣支持率の低下に一応の歯止めがかかり、財政金融政策に大きな変化は予想されない。

米国：部門別にみた雇用増加のトレンド



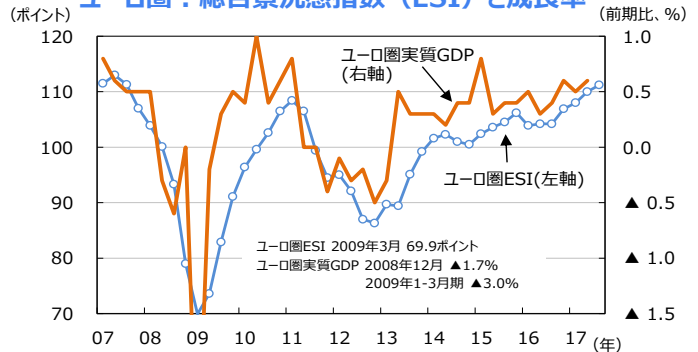
(注) データ期間は2011年1月～2017年7月。  
 図中細線は3カ月移動平均、太線は6カ月移動平均。  
 (出所) 米商務省のデータを基に三井住友アセットマネジメント作成

中国：鋳工業生産の推移



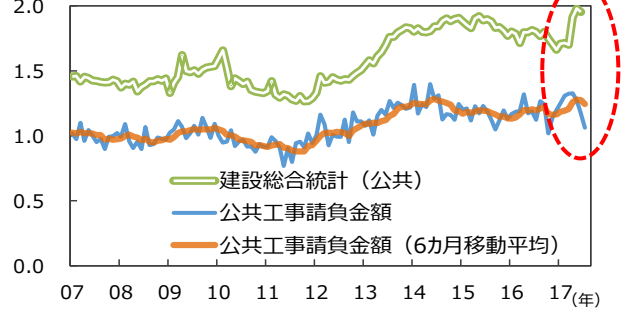
(注) データ期間は2015年1月～2017年7月。  
 (出所) CEICのデータを基に三井住友アセットマネジメント作成

ユーロ圏：総合景況感指数 (ESI) と成長率



(注) データ期間は2007年1-3月期～2017年7-9月期。ユーロ圏実質GDPは2017年4-6月期まで。ユーロ圏ESIの7-9月期は7月の値。  
 (出所) Datastreamのデータを基に三井住友アセットマネジメント作成

日本：公共工事関連指標の推移



(注) データ期間は2007年1月～2017年6月。建設総統計は新旧系列を前年比で接続。  
 (出所) 内閣府、国土交通省、東日本建設業保証株式会社などのデータを基に三井住友アセットマネジメント作成

## 主要資産の投資魅力度判断

17年9月度	株式≧債券	外株≧国内株	円債≧ヘッジ外債	ユーロ≧米ドル≧円	先進国≧新興国	現預金≧債券
17年8月度	株式≧債券	外株≧国内株	円債≧ヘッジ外債	米ドル≧ユーロ≧円	先進国≧新興国	現預金≧債券

資産		弱気	中立	強気	コメント	
株式	日本			○	・ アジアを中心に海外経済の回復が続いていることに加え、公共事業、消費を中心に内需も堅調であることを反映し、第1四半期(4-6月)の決算では企業の収益力の底堅さが確認されつつある。地政学情勢やトランプ政権に関する不透明感が和らぐタイミングにもよるが、回復に向かうと予想される。	
	米国		○		・ 企業業績は堅調だが、増益ベースは鈍化、割高感も残る。低インフレ・低金利環境が続く可能性が高いことはプラスだが、更なる上昇には消費、財政など業績サポート要因が求められる。	
	欧州			○	・ アジア向け輸出と欧州の域内需要が景気をけん引し、収益の改善に波及。米国と比較しバリュエーション拡大余地。ユーロ高がやや頭を抑える可能性。	
	豪州		○		・ 中国景気安定、世界経済の回復傾向から外需関連や高配当利回り関係は期待でき、下値は底堅いとみられる。但し、株価は景気回復を概ね織り込んでいること、不動産価格抑制策、豪ドル高などの抑制要因もあり、上値も重い展開。	
	アジア	先進国 (HK, SG)		○		・ 全体としては、緩やかに上昇と判断。香港は中国景気の安定から下値は限定的だが、バリュエーションの割高感から上値も重くなると予想。シンガポールはアジア株式市場の中での割安感はほぼ解消されが、アセアン関連の業績改善期待から緩やかな上昇継続を予想。
		新興国			○	・ 欧米市場に対する相対的割安感やアセアン新興国の景気拡大などを追い風に株価は堅調推移が見込まれる。
リート	日本		○		・ 業績や利回りは安定的で投資信託経由のフローの悪化もピークを越えた。ただ、日銀の政策、長期金利など先行き不透明要因も多く、上値を迫る材料に乏しい。	
	アジア			○	・ 金利上昇圧力が緩やかな中で、地域経済の回復、および中国景気の安定と業績安定を背景に堅調がみこまれる。	
債券	日本		○		・ 日銀が長短金利目標を維持する下、低レンジが続くが、欧米の長期金利が上昇傾向となることが見込まれる中、年度後半にかけ長期金利操作目標からの許容乖離幅を試す形で小幅上昇を見込む。	
	米国		○		・ FRBは年内にバランスシート縮小開始を決定する見通し(メインシナリオは9月)、2018年3月に次の利上げを実施すると予想。低インフレの中、利上げペースは緩やか。 ・ 景気堅調と、低インフレ・政治的不透明感の綱引きとなる中、当面はレンジ。景気回復の持続、減税、FRBのバランスシート縮小をうけ徐々にレンジ切り上げ。	
	欧州		○		・ 景気堅調、ECBによるテーバリング観測等から長期金利はジリ高方向。ただ、ユーロ高がインフレを抑制するため、上昇ペースは緩やか。	
	豪州		○		・ 失業率、住宅価格をにらみ豪州準備銀行(RBA)の金融政策は当面現状維持だろうが、景気次第で利上げ時期がやや早まる可能性。長期金利は米国に連動する展開。	
	新興国			○	・ FRBやECBの量的緩和縮小は緩やかに行われる見通しで、世界的な資金余剰は残る上、新興国の景気回復もあり、資金流入は続く。但し、FRBが資産圧縮を開始する見込みとなる中、緩やかな金利上昇圧力をうけ、スプレッドは横ばい。パフォーマンスに差が出る可能性。	
クレジット	投資適格			○	・ 米長期金利の上昇が緩やかな下、金利水準を求める資金流入は継続。但し、更なるスプレッド縮小は行き過ぎとの見方も浮上、スプレッドは横ばいを見込む。	
	ハイ・イールド		○		・ 企業業績は安定的だが、小売リセクターは要注意。弱めのファンドフローや地政学リスクなどを考えると、全体としてスプレッドは小幅拡大を予想。	
通貨	米ドル			○	・ 日米金利差拡大がドル高要因だが、経常不均衡削減を求める米国の政治的圧力や地政学リスクがドルの上値抑制要因となる中レンジでの変動。	
	ユーロ			○	・ ユーロ圏の良好な景気情勢やECBの量的緩和縮小方針がユーロの支援材料となる見通し。	
	豪ドル			○	・ 2018年の利上げの可能性をある程度織り込んできた可能性があり上昇ペースは緩やかになる可能性。但し、景気回復、金利差を受けた資金流入、資源価格底打ち、経常収支改善などがサポート材料であり、反落のリスクは限定的。豪ドルに関するRBAのスタンスに注目しておくたい。	

(注) 2017年8月24日現在。(出所) 各種資料を基に三井住友アセットマネジメント作成

## 主要資産の市場見通し

	2017/7-2017/9見通し			2017/10-2017/12見通し			2018/1-2018/3見通し		
	下限	上限	着地	下限	上限	着地	下限	上限	着地
<b>国内株式</b>									
TOPIX	1,560	1,800	1,680	1,560	1,840	1,720	1,600	1,880	1,760
日経平均株価	19,000	22,000	20,500	19,000	22,500	21,000	19,500	23,000	21,500
TOPIX（配当込）	2,261	2,607	2,434	2,272	2,676	2,503	2,342	2,745	2,572
<b>国内債券</b>									
10年国債金利	0.00	0.20	0.10	0.00	0.30	0.15	0.00	0.40	0.20
NOMURA-BPI（総合）	374	381	378	371	381	376	369	382	375
<b>外国株式</b>									
S&P500	2,300	2,550	2,475	2,350	2,625	2,525	2,350	2,650	2,550
NY DOW	20,600	22,800	22,100	21,000	23,500	22,600	21,000	23,700	22,800
EURO Stoxx	360	410	390	365	420	395	365	420	405
FT100	7,000	8,000	7,600	7,100	8,200	7,700	7,100	8,200	7,900
HangSeng	24,000	30,000	27,000	24,000	30,000	27,000	25,000	31,000	27,500
MSCI AC Asia ex Japan(Gross US\$)	1,300	1,500	1,400	1,350	1,550	1,425	1,375	1,575	1,450
MSCI（¥）	2,160	2,710	2,477	2,228	2,812	2,570	2,255	2,856	2,632
<b>外国債券</b>									
米国10年金利	2.00	2.60	2.40	2.00	2.60	2.50	2.20	2.80	2.60
独国10年金利	0.20	1.00	0.70	0.40	1.00	0.80	0.20	1.20	1.00
英国10年金利	0.90	1.40	1.20	0.90	1.40	1.20	1.00	1.60	1.40
米国30年金利	2.50	3.20	3.00	2.50	3.20	3.10	2.70	3.40	3.20
Citi-WGBI(¥)	424	504	463	429	505	471	428	509	468
Citi-WGBI(¥Hedge)	374	392	380	376	390	379	372	391	377
<b>為替</b>									
米ドル/円	108.00	118.00	113.00	109.00	119.00	114.00	110.00	120.00	115.00
ユーロ/米ドル	1.14	1.25	1.20	1.15	1.25	1.22	1.15	1.25	1.20
ユーロ/円	125.00	145.00	136.00	125.00	145.00	139.00	125.00	145.00	138.00
ポンド/円	135.00	155.00	145.00	135.00	155.00	145.00	135.00	155.00	145.00
<b>短期金利</b>									
CALL	▲ 0.10	0.00	▲ 0.05	▲ 0.10	0.00	▲ 0.05	▲ 0.10	0.00	▲ 0.05
<b>政策金利</b>									
米FFレート	1.00	1.25	1.25	1.00	1.25	1.25	1.25	1.50	1.50
ユーロレポレート	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

（注）2017年8月24日現在。（出所）各種資料を基に三井住友アセットマネジメント作成

- ✓ 9月のイベントリスクとしては、北東アジアの地政学リスクに加え、米国とユーロ圏の金融政策（バランスシート縮小やテーパリング）、夏季休会後の米議会における歳出法案や米政府債務上限引き上げを巡る調整の行方などが重要だろう。
- ✓ 米トランプ政権が安定に向かうか、それが企業や家計の心理に影響するかどうかにも注目される。
- ✓ 相対的にリスクは低いが、ドイツやフランスの選挙結果にも一応留意しておきたい。

海外			国内		
9月	6-7日	--	ロシア東方経済フォーラム（日露首脳会談）	20-21日	金融政策決定会合
	7日	ユーロ	ECB理事会（見直し）	25日	日中国交正常化45周年
	12-25日	--	国連総会	未を日途	ヤマト運輸が基本運賃を全面値上げ
	19-20日	米国	FOMC（見直し、記者会見）		
	24日	フランス	上院選		
	24日	ドイツ	連邦議会選挙		
	26日	米国	FRB議長講演		
	月内	--	BRICSサミット（中国）		
10月	1日	スペイン	カタール・ニヤ州独立の住民投票	30-31日	金融政策決定会合（展望レポート）
	1-8日	中国	国慶節	月内	日米経済対話（第二回）
	13-15日	--	世銀・IMF年次総会（ワシントン）		
	15日	オーストリア	総選挙		
	18日-	中国	中国共産党第19回全国代表大会		
	19-20日	ユーロ	EU首脳会議		
	20-21日	--	APEC財務相会合		
	25日	アルゼンチン	中間選挙		
	26日	ユーロ	ECB理事会		
	31-1日	米国	FOMC		
	中旬	米国	財務省為替報告		
	月内	--	IMF経済見直し改定		
	月内	--	G20財務相中央銀行総裁会議（ワシントン）		
11月	7日	米国	地方選（バージニア、ニュージャージー、ニューヨークなど）	月内	トランプ大統領訪日？（APECサミットでアジア訪問観測）
	10-11日	--	APECサミット（ベトナム）	月内	OECDが鉄鋼の過剰生産能力に関するグローバルフォーラムを開催（G20が具体的な解決策について報告）
	19日	チリ	総選挙		
	30日	--	OPEC定例総会		
12月	11-14日	--	WTO閣僚会議	20-21日	金融政策決定会合
	12-13日	米国	FOMC（見直し、記者会見）		
	14日	ユーロ	ECB理事会（見直し）		
	14-15日	ユーロ	EU首脳会議		
	20日	韓国	大統領選挙		

（出所）各種報道、資料等を基に三井住友アセットマネジメント作成



## <株式市場>

**企業業績の増益ペースは減速。バリュエーションに割高感も残ることから上値の重い展開へ**

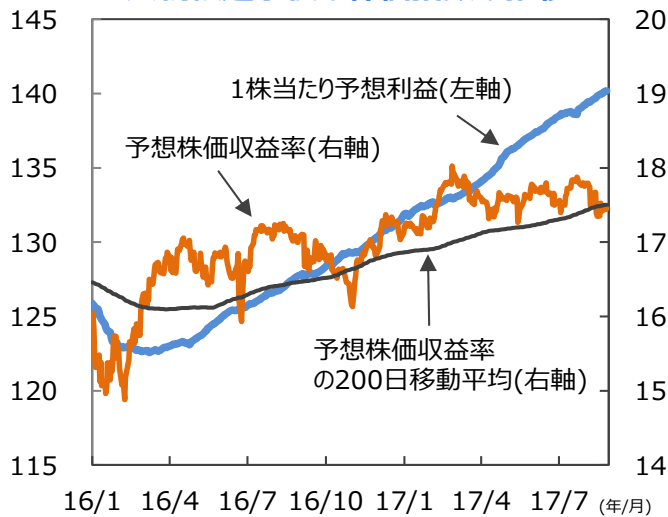
- ・マクロの拡大局面は一巡し、企業業績の上方修正ペースもやや鈍化している。今後は消費や物価動向、経済政策などが業績に与える影響が注目されよう。
- ・当面の焦点は、18年度（17年10月～18年9月）予算と考えられる。トランプ大統領が国境の壁予算にこだわるようであれば、大統領選挙中に公約として掲げていた大型公共投資の実施は先送りされる可能性があるだろう。
- ・株価は足元では、こうしたトランプ大統領を巡る政治的な不透明感という悪材料と、良好な景気・企業収益という好材料との綱引きが続くと見られ、当面は上値の重い展開となろう。但し、2018年に中間選挙を控えていることを踏まえると、税制改革や公共投資といった政策は徐々に実現していくと考えられる。株式市場の焦点も政治から業績に移り、株価は堅調な展開に戻ると思われる。

## <債券市場>

**レンジ内での推移。緩やかにレンジ切り上げの見通し**

- ・国債：金融政策は9月にバランスシート縮小を発表、2018年3月に利上げが見込まれるものの、景気のパラダイムがやや鈍化することやインフレが抑制された環境が続くことから、長期金利は当面レンジ内で推移する展開を予想する。その後は、景気の底堅さが維持され、FRBが金融政策正常化を進める中で、金利水準は緩やかにレンジを切り上げていく見通し。
- ・投資適格社債：引き続き需給・企業業績が堅調で、国債とのスプレッドが縮小（価格上昇）する状況が継続しよう。足元では国内投資家による根強い需要が目立つ状況となっている。
- ・ハイ・イールド社債：原油価格の下落を受けたエネルギーセクターの利回り上昇は一巡した。一方、ファンドフローは引き続き弱い。地政学リスクが引き続き意識される中、投資家のセンチメントも弱くもみあい展開が続く見通し。

(ポイント) **大統領選挙後の株価指数の推移**



(注1) データ期間は2016年1月4日～2017年8月31日。  
 (注2) 1株当たり予想利益は12カ月先予想（Bloomberg予想）。  
 予想株価収益率 = 株価 ÷ 1株当たり予想利益（倍）。  
 (出所) Bloombergのデータを基に三井住友アセットマネジメント作成

(%) **国債、社債利回りの推移**



(注1) データ期間は2008年1月2日～2017年8月29日。  
 (注2) 投資適格社債：US Corp Master Index、  
 ハイ・イールド社債：US High Yield BBB Index。  
 (出所) BofAM、Bloombergのデータを基に三井住友アセットマネジメント作成

## <株式市場>

マクロ、企業収益ともに回復傾向を強める。引き続き業績モメンタムがドライバーとなり、バリュエーションに拡大余地

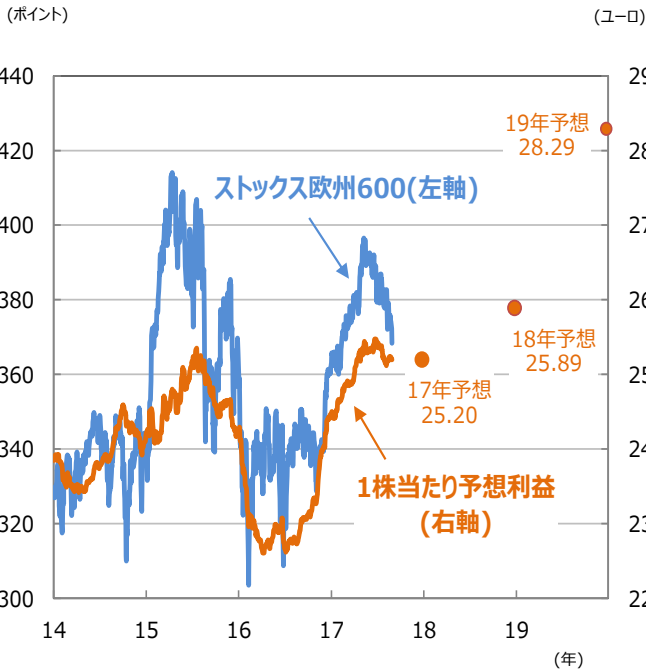
- ・企業業績は主要セクターが回復から拡大の途上にあるなどモメンタムは強く、株式市場を下支している。
- ・ただ、ユーロ高が進展しており、今後は回復基調にある企業業績の頭を抑えられる可能性がある。
- ・ECBは9月の理事会で物価見通しを小幅ながら下方修正し、場合によっては量的金融緩和縮小のアナウンスのタイミングを9月より10月の理事会へ遅らせて、時間が稼ぐ可能性がある。ECBのユーロ高警戒からユーロの上昇速度が鈍化すれば、株式市場には好材料となろう。

## <債券市場>

長期金利はレンジを切り上げていく見通し

- ・景気は底堅く推移し、物価上昇率も徐々に持ち直していく見通しで、長期金利はレンジを切り上げよう。
- ・ECBの金融政策は資産購入ペース等を徐々に縮小していく見通し。足元のユーロの上昇ペースを緩和させるために、2018年1月からのテーパリング（量的金融緩和の縮小）の発表を10月に遅らせられると思われる。ただし、金利への影響は一時的であり、テーパリング期待の継続が金利低下を抑制しよう。

### ストックス欧州600と1株当たり利益の推移



(注1) データ期間は2014年1月2日～2017年8月31日。  
 (注2) 1株当たり予想利益（12カ月先予想）はBloomberg予想。  
 (出所) Bloombergのデータを基に三井住友アセットマネジメント作成

### 欧州主要国の10年国債利回りの推移



(注) データ期間は2008年1月2日～2017年8月31日。  
 (出所) Bloombergのデータを基に三井住友アセットマネジメント作成

## <インド>

・7月の製造業PMIは50を下回る。準備銀行は市場予想通り25bpの利下げを実施。公務員住宅補助引上げと食料品のベース効果により、インフレ率は7月以降加速の見込み。政策金利は年度内据え置きの見通し。

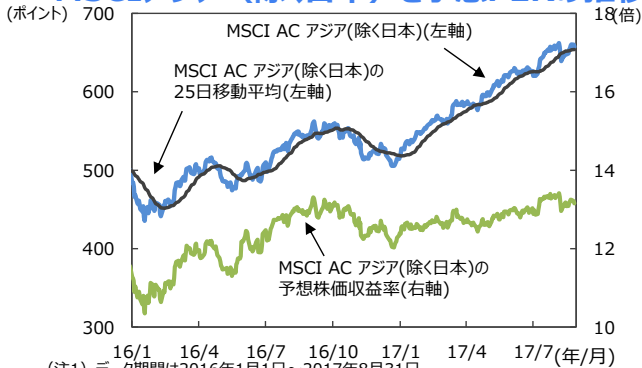
## <NIEs 4>

・**シンガポール**は米国・中国の影響を受けやすい。米中景気が堅調であれば輸出環境の好転と医薬品生産の上振れが期待できよう。**香港**は人民元の安定を背景に緩やかなインフレ環境を維持。景気パターンは中国に連動する見込み。**韓国**はエレクトロニクスセクターの生産活動の弱まりを受けて、年後半にかけて景気モメンタムは鈍化する見通し。**台湾**は足元堅調な景気モメンタムの年後半の持続性には慎重。iPhone8の需要が好調であれば、年後半の景気も堅調となる見通し。

## <ASEAN>

・**インドネシア**は景気対策が奏功し、緩やかな回復へ向かおう。商品市況の持ち直しはマクロ面でポジティブ。**マレーシア**の重要な政治法案が成立せず総選挙を2017年中に前倒しすることが政治的に困難。中国景気が堅調であれば輸出環境は改善しよう。**フィリピン**は景気モメンタムは内需主導で上向きだが、インフレ率が鈍化しており、利上げが18年1-3月期に後ずれする見込み。**タイ**は景気が底入れ。2017年の景気は持ち直し。総選挙は2018年へ後ずれするが景気に影響しないと想定。**ベトナム**は17年の成長目標を達成するためには、年後半の成長率の大幅な加速が必要と思われる。今後、ベトナム中銀は追加緩和を実施する可能性がある

### MSCIアジア (除く日本) と予想PERの推移



## <株式市場>

**良好な中国の景気見通しやアセアン新興国の景気拡大などを追い風に、株価は緩やかな上昇を続ける見通し**

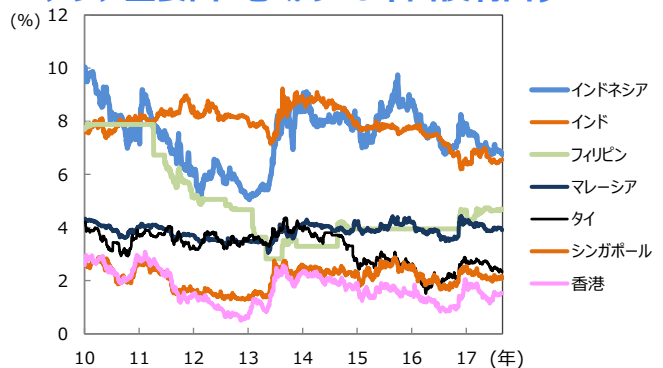
- ・引き続き欧米株式に対する相対的な割安感から、アジア株式市場は緩やかな上昇を継続する見通し。
- ・アジア株式市場の予想PER (12カ月先予想ベース) は13.7倍で前月から低下した。ただ、2010年以降の平均 (12.4倍) を引き続き上回る水準となっている。
- ・2017年のアジア各国の企業業績見通しは、北アジアは力強い回復をすでに織り込んでいる一方、アセアン地域において景気の浮揚期待から上方修正の余地がある。下方修正リスクは総じて限定的と考えられる。

## <債券市場>

**総じて安定的な推移**

- ・アジア各国・地域の中央銀行 (香港を除く) は政策金利を据え置いている。米国が利上げ局面にある中、アジアの通貨は総じて落ち着いた動きとなり、また、インフレが中央銀行の目標レンジ内に収まる見込みのため、多くの中央銀行は引き続き中立姿勢を続けると思われる。
- ・米国の利上げは、インフレが落ち着いた水準で推移すると予想される中、緩やかなペースで実施される見通し。今後の米長期金利の上昇は極めて緩慢なものになると予想され、アジア各国・地域の長期金利も総じて安定的な推移が見込まれる。

### アジア主要国・地域の10年国債利回り



## <株式市場>

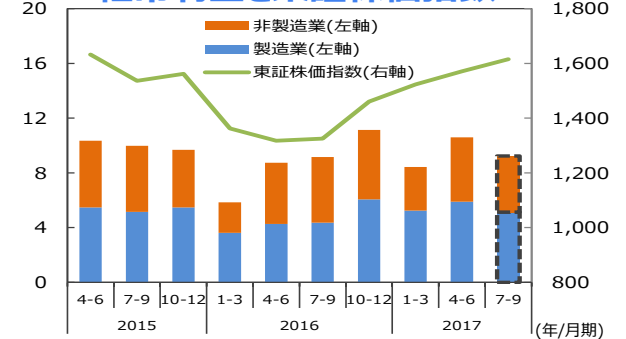
**当面もみあいの展開。地政学リスクや米国政策の不透明感が重石。好調な業績と相対的な割安感から下値は限定的**

- ・北朝鮮情勢や米トランプ政権の政策運営に対する不透明感が重石だが、インフレ指標が伸び悩む中で、米FRBの金融政策の正常化は極めて慎重に進められるとの見方が株式市場の下支えとなろう。また、欧・米中銀と比べて日銀が相対的に緩和的な金融政策を維持する公算が高い中では、一段の円高余地は限定的と考えられる。
- ・2017年4-6月期の企業業績は上期の会社業績に対する進捗率が50%を上回る好調なものとなった。足元の国内外の経済環境を踏まえると、今後は業績見通しの上方修正が強まると考えられる。当面、投資家の慎重な姿勢を背景に上値の重い展開が継続する可能性があるが、年度下期に向け、業績の拡大期待が下支えすると考えられる。

### 日経平均株価と予想PERの推移



### 経常利益と東証株価指数



## <債券市場>

**長短金利操作付きQQEの枠組みを継続。海外金利上昇時に長期金利操作目標からの許容乖離幅拡大を試す見通し**

- ・コアCPIは安定的な2%の物価上昇達成は見通せないものの、上昇基調で推移する見込み。こうした中、日銀が2%の物価上昇を目指すスタンスに変化はなく、緩和的な金融政策は長期化する見通し。
- ・コアCPIの前年比上昇率が1%程度に向けて上昇するなか、債券市場は長期金利の操作目標(0%程度)からの乖離許容幅の拡大を試すと想定される。
- ・今後は、次期日銀総裁選出を控え、金融政策の枠組み変更のリスクにも留意が必要となろう。

### 2017年4-6月期決算の概要

(単位：%)

業種名	社数	売上高	営業利益	経常利益	当期利益
全産業	1,455	4.7	10.5	19.0	27.2
製造業	710	9.1	18.1	38.4	51.7
非製造業	609	▲ 1.0	5.5	5.0	12.1
金融	136	5.0	0.5	10.1	12.4
食料品	53	2.8	7.5	11.6	6.1
繊維製品	25	5.6	4.3	14.0	16.6
パルプ・紙	11	4.6	▲ 38.3	▲ 5.5	0.2
化学	107	9.3	25.9	51.8	55.9
医薬品	31	2.3	▲ 6.8	▲ 0.2	6.1
石油・石炭製品	7	32.6	13.4	11.0	▲ 8.1
ゴム製品	7	7.3	3.2	24.1	16.4
ガラス・土石製品	25	6.7	11.6	15.7	▲ 5.2
鉄鋼	31	18.5	4.3倍	10.5倍	273.5倍
非鉄金属	23	11.6	45.5	84.2	96.0
金属製品	30	3.4	10.4	24.3	27.0
機械	109	12.6	24.8	76.8	73.3
電気機器	129	7.8	52.6	73.9	2.0倍
輸送用機器	60	7.0	1.2	14.6	37.0
精密機器	25	5.6	▲ 4.6	32.3	34.2
その他製品	37	6.9	26.3	3.3倍	2.5倍
水産・農林業	4	4.8	31.2	75.4	2.0倍
鉱業	6	14.9	29.5	61.8	2.5倍
建設業	90	3.3	12.7	18.8	26.7
電気・ガス業	19	4.9	▲ 40.8	▲ 43.0	15.5
陸運業	40	3.5	7.4	8.0	3.7
海運業	8	12.3	黒字転換	黒字転換	黒字転換
空運業	3	9.0	38.4	64.7	3.4倍
倉庫・運輸関連業	20	6.8	3.9	4.4	12.2
情報・通信業	97	4.5	9.8	▲ 12.9	▲ 22.2
卸売業	130	▲ 18.9	25.7	41.3	47.7
小売業	75	3.7	12.5	24.1	31.7
不動産業	33	10.3	14.3	16.1	25.6
サービス業	84	2.0	9.9	29.1	25.2
銀行業	86	6.3	▲ 1.2	6.9	7.5

(注) 2017年8月29日現在。前年同期比。  
 対象は東証1部上場3月決算企業。全産業は金融を含む。  
 (出所) QUICKのデータを基に三井住友アセットマネジメント作成



## <円/米ドルレート>

- 9月のFOMCでバランスシートの縮小を発表する見通しだが、米金利への影響は限定的と想定され、円/米ドルレートの押し上げ（米ドル高）には力不足と思われる。引き続き米国政治の混乱や地政学リスクへの警戒も米ドル安・円高の要因になろう。加えて、米国からのドル高牽制への警戒が根強く、円/米ドルレートのキャップとなり易い。日本の経常黒字の継続も円安を抑制する材料となろう。
- ただ、半年程度先を見通すと、米国は2018年3月にも追加利上げを実施すると予想される。日米の金利差は緩やかな拡大が見込まれ、米ドル高・円安のサポート材料となろう。

## <円/ユーロレート>

- 日銀のマイナス金利政策や量的緩和政策の継続が円安要因。ECBもマイナス金利政策や量的緩和政策を継続するが、9月にテーパリングを発表するなど局面が変化すると見込まれる。ECBからユーロの上昇ペースに対するけん制で、ペースが調整されると

思われるが、ユーロ円は基調として上昇方向を継続する見通し。

## <円/英・ポンドレート>

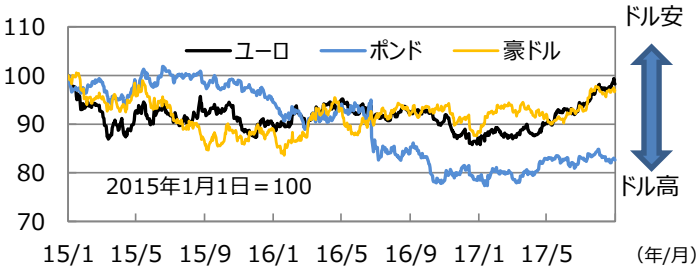
- 英経済は、ユーロ圏経済など世界景気の回復を背景とした外需の好調さや投資に支えられて底堅い成長が続く見通し。また、景気の拡大やこれまでのポンド安の影響から物価はやや高めで推移しよう。市場では年内の利上げを見込む向きも出ており、底堅い経済とあいまってポンドは底堅く推移する見通し。

## <円/豪ドルレート>

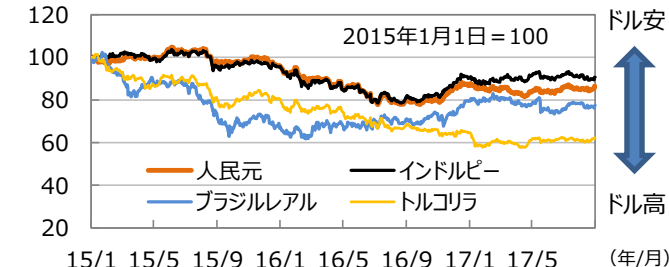
- 豪ドルは足元やや軟化しているが、①資源価格の安定が予想される、②豪州経済の順調な成長が見込まれる、③経常収支が黒字に転換する見通し、④豪州準備銀行(RBA) の中立姿勢維持に対して、日銀は緩和姿勢を継続、という金融政策の方向性に違いがあるなどから判断すると今後も豪ドルの対円相場は底堅く推移すると考えられる。

## <為替市場 対ドル及び対円比較>

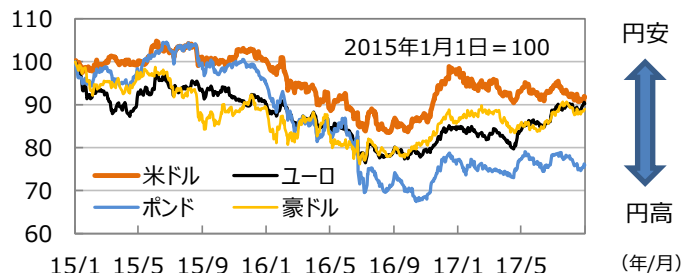
先進国・地域の為替市場 (対米ドル)



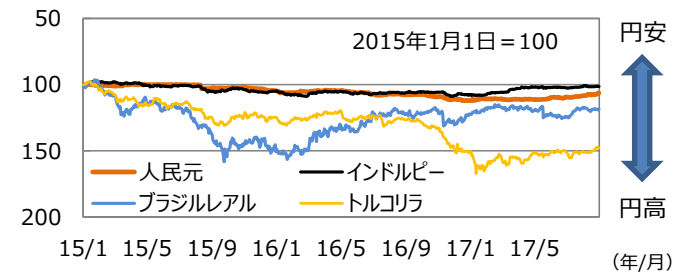
新興国の為替市場 (対米ドル)



先進国・地域の為替市場 (対円)



新興国の為替市場 (対円)



(注) データ期間は2015年1月1日～2017年8月31日。(出所) Datastreamのデータを基に三井住友アセットマネジメント作成

# ＜重要な注意事項＞

## 【投資顧問契約及び投資一任契約についてのご注意】

### ●リスクについて

投資一任契約に基づき投資する又は投資顧問契約に基づき助言を行う金融商品・金融派生商品は、金利・通貨の価格・金融商品市場における相場その他の指標の変動により損失が生じるおそれがあります。

投資する有価証券等の価格変動リスク又は発行体等の信用リスク、金利や金融市場の変動リスク、十分な流動性の下で取引を行うことができない流動性リスク等（外貨建て資産に投資する場合は為替変動リスク等）があります。これにより運用収益が変動しますので、当初投資元本を割り込むことがあります。

受託資産の運用に関して信用取引または先物・オプション取引（以下デリバティブ取引等）を利用する場合、デリバティブ取引等の額は委託証拠金その他の保証金（以下委託証拠金等）の額を上回る可能性があり、金利・通貨の価格・金融商品市場における相場その他の指標の変動により委託証拠金等を上回る損失が発生する可能性があります。

委託証拠金等の額や計算方法は多様な取引の態様や取引相手に応じて異なるため、デリバティブ取引等の額の当該委託証拠金等に対する比率を表示することはできません。

### ●手数料等について

#### 1. 投資顧問報酬

投資顧問契約又は投資一任契約に係る報酬として、契約資産額（投資顧問報酬の計算に使用する基準額）に対してあらかじめ定められた料率\*を乗じた金額を上限とした固定報酬をご負担いただきます。

\*上記料率は、お客さまとの契約内容及び運用状況等により異なりますので、あらかじめ記載することができません。契約資産額・計算方法の詳細は、お客様との協議により別途定めます。また、契約内容によっては上記固定報酬に加え成功報酬をご負担いただく場合もあります。

#### 2. その他の手数料等

上記投資顧問報酬のほか、以下の手数料等が発生します。

(1) 受託資産でご負担いただく金融商品等の売買手数料等

(2) 投資一任契約に基づき投資信託を組み入れる場合、受託資産でご負担いただくものとして信託財産留保額等、並びに信託財産から控除されるものとして信託報酬及び信託事務の諸費用\*等

(3) 投資一任契約に基づき外国籍投資信託を組み入れる場合、信託財産から控除されるものとして外国運用会社に対する運用報酬・成功報酬、投資信託管理・保管会社に対する管理・保管手数料、トラスティ報酬、監査費用及びその他投資信託運営費用等

※投資一任契約資産に投資信託を組み入れる場合、若しくは組み入れることを前提とする投資信託の場合の諸費用には、投資信託の監査費用を含みます。

これらの手数料等は、取引内容等により金額が決定し、その発生若しくは請求の都度費用として認識されるため、又は運用状況等により変動するため、その上限額及び計算方法を記載することができません。

#### 3. その他

上記投資顧問報酬及びその他の手数料等の合計額、その上限額及び計算方法等は、上記同様の理由により、あらかじめ表示することはできません。

《ご注意》上記のリスクや手数料等は、契約内容及び運用状況等により異なりますので、契約を締結される際には、事前に契約締結前交付書面によりご確認下さい。

## 【投資信託商品についてのご注意（リスク、費用）】

### ●投資信託に係るリスクについて

投資信託の基準価額は、投資信託に組み入れられる有価証券の値動き等（外貨建資産には為替変動もあります。）の影響により上下します。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。運用の結果として投資信託に生じた利益および損失は、すべて受益者に帰属します。したがって、投資信託は預貯金とは異なり、投資元本が保証されているものではなく、一定の投資成果を保証するものでもありません。

### ●投資信託に係る費用について

ご投資いただくお客さまには以下の費用をご負担いただきます。

◆直接ご負担いただく費用・・・申込手数料 上限3.78%（税込）

・・・換金（解約）手数料 上限1.08%（税込）

・・・信託財産留保額 上限3.00%

◆投資信託の保有期間中に間接的にご負担いただく費用・・・信託報酬 上限年 3.834%（税込）

◆その他費用・・・監査費用、有価証券の売買時の手数料、デリバティブ取引等に要する費用（それらにかかる消費税等相当額を含みます。）、および外国における資産の保管等に要する費用等が信託財産から支払われます。また、投資信託によっては成功報酬が定められており当該成功報酬が信託財産から支払われます。投資信託証券を組み入れる場合には、お客さまが間接的に支払う費用として、当該投資信託の資産から支払われる運用報酬、投資資産の取引費用等が発生します。これらの費用等に関しましては、その時々取引内容等により金額が決定し、運用の状況により変化するため、あらかじめその上限額、計算方法等を具体的には記載できません。

※なお、お客さまにご負担いただく上記費用等の合計額、その上限額および計算方法等は、お客さまの保有期間に応じて異なる等の理由によりあらかじめ具体的に記載することはできません。

上記に記載しているリスクや費用項目につきましては、一般的な投資信託を想定しております。費用の料率につきましては、三井住友アセットマネジメントが運用するすべての投資信託における、それぞれの費用の最高の料率を記載しております。投資信託に係るリスクや費用は、それぞれ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、販売会社よりお渡しする投資信託説明書（交付目論見書）や契約締結前交付書面等を必ず事前にご覧ください。

●投資信託は、預貯金や保険契約と異なり、預金保険・貯金保険・保険契約者保護機構の保護の対象ではありません。また登録金融機関でご購入の場合、投資者保護基金の支払対象とはなりません。

●投資信託は、クローズド期間、国内外の休祭日の取扱い等により、換金等ができないことがありますのでご注意ください。

[2017年5月31日現在]

- 当資料は、情報提供を目的として、三井住友アセットマネジメントが作成したものです。特定の投資信託、生命保険、株式、債券等の売買を推奨・勧誘するものではありません。
- 当資料に基づいて取られた投資行動の結果については、当社は責任を負いません。
- 当資料の内容は作成基準日現在のものであり、将来予告なく変更されることがあります。
- 当資料に市場環境等についてのデータ・分析等が含まれる場合、それらは過去の実績及び将来の予想であり、今後の市場環境等を保証するものではありません。
- 当資料は当社が信頼性が高いと判断した情報等に基づき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。
- 当資料にインデックス・統計資料等が記載される場合、それらの知的所有権その他の一切の権利は、その発行者および許諾者に帰属します。
- 当資料の内容に関する一切の権利は当社にあります。本資料を投資の目的に使用したり、承認なく複製又は第三者への開示等を行うことを厳に禁じます。
- 当資料に掲載されている写真がある場合、写真はイメージであり、本文とは関係ない場合があります。

三井住友アセットマネジメント株式会社  
金融商品取引業者：関東財務局長（金商）第399号  
一般社団法人投資信託協会会員、  
一般社団法人日本投資顧問業協会会員、  
一般社団法人第二種金融商品取引業協会会員

作成基準日：2017年8月31日