

投資環境の見通し

2018年 **2**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 ドル安の背景と金融市場に対する意味

全般的なドル安
2018年1月の為替市場ではエマージング通貨を含む幅広い通貨に対してドル安が進んだ。12月と1月（25日まで）の平均値を比較すると、NY商品取引所の指数（主要6通貨のバスケットに対するドルレート）、EM通貨指数（MSCIベース、主要新興国24カ国の通貨に対するドルレート）いずれも2.4%のドル安、12月上旬のドル高値と1月下旬のドル安値の比較では5%前後のドル下落である。この間、米国経済見通しが上方修正され、米10年債の利回りが明確に上昇する中にも拘わらず、ドル安になっている。こうした「ドル為替の米金利離れ」の背景をグローバ

ルな資金フローの観点から考えると、二つの点が指摘できる。

要因①：ドルとユーロの力関係変化
近年の国際資本移動で最も重要な特徴は、米国の年間4,500億ドル前後（49～50兆円）の経常赤字により、ドル資金がグローバルに供給される一方で、米国の金利が他国、特にユーロ圏よりも高いため、中長期債券の投資フローを通じて経常赤字を上回る資金がユーロ圏などから米国に「還流」していることである。これが、ドル高と米長期金利の低位安定の要因の一つとなってきた。

主要国・地域の国際収支（2017年1-9月年率）

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)	▲ 451.3	▲ 0.8	▲ 74.6	▲ 193.0	▲ 583.9	▲ 34.1	136.4	0.2	0.1
ユーロ圏 (10億ユーロ)	315.5	28.7	222.4	8.1	▲ 665.3	▲ 1.3	41.1	4.8	71.6
日本 (兆円)	23.3	▲ 17.6	▲ 10.8	0.9	10.6	▲ 2.0	3.1	▲ 3.5	▲ 3.7
中国 (10億ドル)	146.3	30.4	3.1	-	20.9	1.6	93.4	▲ 78.5	▲ 217.1

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
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
日本の経常黒字は大部分が直接投資で海外に再流出（経常黒字の大半が所得収支（在外資産からの利払い配当）で、自動的に海外に再投資される割合が高いことを反映）
中国に関する国際資本移動が「安定化」
- 直接投資が流入超過に転換
- 外貨準備高が増加（マイナスは中国政府が外国資産に投資したことを示す）
- 誤差脱漏を通じた資金流出幅が縮小

(注) 計数の符号はプラスが資金流入、マイナスが資金流出を示す。2017年1-9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

ドル安の背景と金融市場に対する意味

しかし、1月11日に欧州中央銀行（ECB）が公表した2017年12月の理事会議事録において、金融政策の先行き方針（フォワードガイダンス）について、足元の景気回復が続けば、「18年の早い時期」に修正する可能性があるとの議論があったことが示された。

ドラギ総裁は低インフレを理由にECBの金融政策の修正はゆっくり行う方針であることを繰り返し述べているものの、議事録を契機にECBが今年9月で量的緩和を終了し、2019年には金利を上げ始めることが為替市場の間でより明確に予想され始めたと思われる。それが、ユーロ圏金利の上昇、ドル安ユーロ高、米国の長期金利上昇という方向に働いているとみられる。

要因②：米国の対外株式投資

ECBの金融政策の修正期待だけであれば、ドル安は対欧州通貨が中心になるはずであるが、エマージング諸国の通貨に対してもドル安になり、かつ新興国の株価も上昇しているのは何故か。この点について最近のデータの中で目を引くのは、米国投資家が欧州やアジアを中心に、海外株式に対する投資を増加させているとみられることである。

米財務省が発表している国際資本移動統計によると、米国投資家の対外株式投資（買い越し額）は2016年には560億ドルであったのに対し、2017年は1-11月の累計で970億ドル（年率化すると1,060億ドル）とほぼ倍増している。

米国投資家による対外証券投資のフロー

(10億ドル)

地域 種類 年	総計			欧州			アジア			南米			その他		
	計	債券	株	計	債券	株	計	債券	株	計	債券	株	計	債券	株
2016	203	259	▲ 56	13	45	▲ 32	83	76	7	▲ 5	1	▲ 6	112	137	▲ 25
2017	135	232	▲ 97	▲ 79	3	▲ 82	10	58	▲ 47	3	4	▲ 0	201	167	33
2016 1-3月	76	95	▲ 19	27	36	▲ 9	37	25	13	11	12	▲ 1	1	22	▲ 21
4-6月	8	33	▲ 25	▲ 24	▲ 5	▲ 18	15	15	0	▲ 16	▲ 15	▲ 1	32	37	▲ 6
7-9月	77	75	2	15	10	5	14	20	▲ 6	2	3	▲ 1	46	41	5
10-12月	43	57	▲ 14	▲ 5	4	▲ 9	16	16	0	▲ 2	1	▲ 2	33	37	▲ 3
2017 1-3月	47	62	▲ 16	▲ 34	▲ 22	▲ 12	6	21	▲ 15	1	1	▲ 1	74	62	11
4-6月	1	53	▲ 51	▲ 56	▲ 20	▲ 36	▲ 13	8	▲ 21	▲ 2	▲ 1	▲ 1	72	66	6
7-9月	49	68	▲ 19	15	36	▲ 21	14	22	▲ 7	▲ 4	▲ 4	0	24	15	9
10月	16	28	▲ 12	▲ 4	4	▲ 8	▲ 0	6	▲ 6	1	1	0	19	18	1
11月	23	21	1	▲ 0	6	▲ 7	3	1	1	8	7	1	12	6	6

(注) データ期間は2016年～2017年。2017年は11月まで。計数の符号はプラスが資金流入、マイナスが資金流出を示す。

2017年は1-11月の合計値。四捨五入の関係で合計が合わ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

ドル安の背景と金融市場に対する意味

こうした変化が起きているのは、まず、米国で株価上昇傾向が続き、米投資家のリスク許容度が増していると考えられる。加えて、欧州やエマージング諸国の景気回復と企業収益の改善がより明確になってきたことで、米投資家にとって海外分散投資からの期待リターンが上昇している可能性も高い。

「リスク・オン」型のドル安

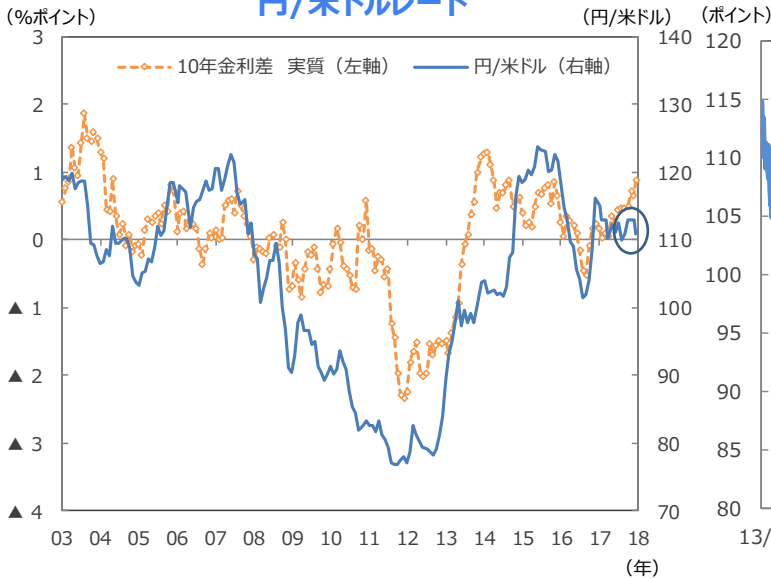
以上の分析が正しいとすれば、今回のドル安は世界的に景気が回復し、かつ米国投資家のリスク許容度が増していることを背景に、米国に集中していた世界のマネーがグローバルに分散し始めたことよって発生していると言えよう。米国の景気悪化によるドル安とは異なり、「リスク・オン」型のドル安ということができ、リスク資産にとってはネガティブにとらえる必要はないと考えられる。

円への影響は限定的

2017年12月から2018年1月の円の動きをみると、対ドルでは平均で1.3%、高値安値の比較で3.8%の円高であったものの、対ユーロなど他通貨では円安となり、日本銀行が日次で計算している円の実効レート指数は平均値ベースで0.4%の円安である。先物市場で円の売り持ちが膨らんでいたため、その調整で対ドルでは110円を割り込んだが、日銀が低金利政策を続けることに加え、リスク・オンの環境下では安全通貨である円が一方向的に上昇する可能性は小さいことから、今後ドル安傾向が続くとしても円への影響は限られよう。トランプ政権が予想以上に保護主義色を強めなければ、110-115円を中心としたレンジ予想を維持したい。

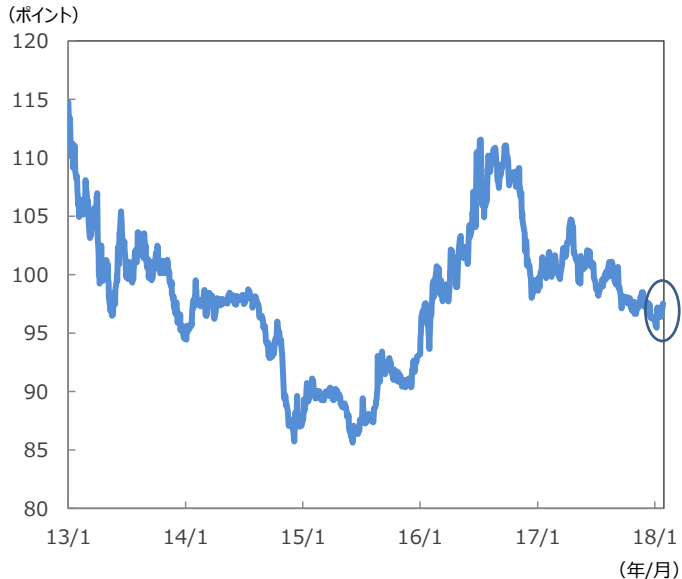
(吉川チーフマクロストラテジスト)

日米実質金利差（10年、米-日）と円/米ドルレート



(注1) データ期間は2003年1月～2018年1月。2018年1月は16日まで。
 (注2) 食品・エネルギー除く総合ベースの消費者物価前年比により実質化。
 (出所) 米労働省、総務省統計局、Bloombergのデータを基に三井住友アセットマネジメント作成

円の実効レート指数



(注) データ期間は2013年1月4日～2018年1月29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

リスク要因の検討

ドイツの連立政権協議の本交渉入りが決まり、欧州の政治リスクは当面低下した。北朝鮮問題は平昌五輪（2月9日～25日）後、北朝鮮が制裁強化にどう反応するか警戒する必要があるが、大局的にはこう着している。

こうした中、年初来の展開を踏まえて、重要性を増した不透明要因が二つある。

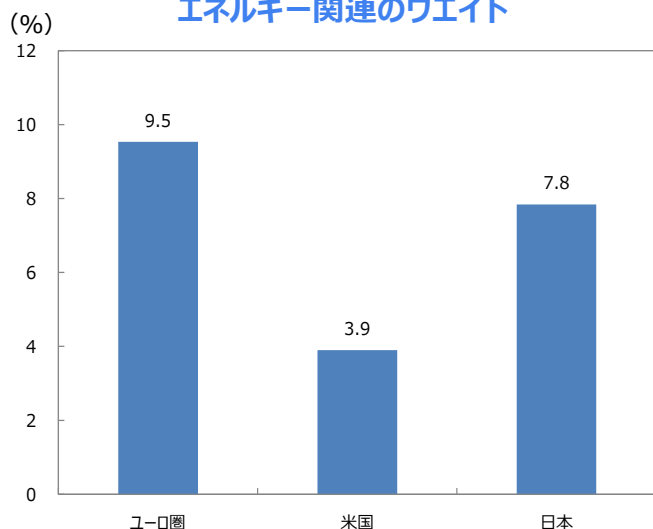
第一は原油価格の動向である。WTI先物（ニューヨーク商業取引所）ベースで見ると2017年11～12月には1バレル56-57ドルで推移していたが、2018年に入り一時64ドル台に上昇、1月の平均で見ても約63ドルと昨年11-12月と比較して約10%上昇した。今後、米国のシェール・オイルの生産が増加して、60ドル～64ドル近辺で安定すれば、米、ユーロ圏、日本のインフレ率に与える影響は0.1～0.2%程度と推定され、影響は限定的である（現在の弊社のメインシナリオ）。但し、中東情勢などを背景とする供給不安から原油高が更に進んだ場合は、エネルギー価格がインフレに与える影響

が大きい欧州においてECBが金融緩和の縮小を速め、資本移動の変化やグローバルな金利上昇の一因になりうる。

第二はトランプ政権が貿易面での米国第一主義を明確化しつつあることである。米通商代表部は1月22日に太陽光パネル（最大30%）と家庭用洗濯機（同50%）の関税を課すことを発表した。また、ムニューシン財務長官は同25日、世界経済フォーラムで記者団に対し、「貿易に関してはドル安は米国にとってプラス」と述べた。トランプ政権の最終的な狙いは①対米黒字国、特に対米黒字の拡大が顕著な中国から何らかの譲歩（ディール、貿易面とは限らない）を引き出すことと、②選挙民向けアピールの2点であり、貿易戦争やドル安持続の懸念は限定的とみられる。ただ、ポジション調整による為替変動の一時的拡大や、米中関係の緊張感の高まりがリスク・オンに水を差す局面は考えられよう。

これら以外では米政府債務上限引き上げを巡る米議会の議論とスペインのカタルーニャ問題に注意を払いたい。

消費者物価指数に占めるエネルギー関連のウエイト



(注1) ユーロ圏は2017年、米国は2017年7-9月期、日本は2015年。

(注2) 米国はPCEデフレータのウエイト。CPIベースのエネルギーウエイトは7.5%。

(出所) Eurostat、BEA、総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

原油価格10%上昇時の物価、成長率への影響

		1年後	2年後	2年後 累積効果
米国	PCE	0.30	0.00	0.30
	PCEコア	0.00	0.00	0.00
	実質GDP	▲ 0.10	0.00	▲ 0.10
ユーロ圏	HICP	0.24	0.15	0.39
	HICPコア	0.05	0.10	0.15
	実質GDP	▲ 0.08	▲ 0.11	▲ 0.19
日本	消費デフレータ	0.11	▲ 0.04	0.07
	コア	na	na	na
	実質GDP	▲ 0.06	▲ 0.02	▲ 0.08

(出所) 以下の文献を基に三井住友アセットマネジメント作成

米国：Kansas City連銀 Economic Review 2011年10-12月期号

ユーロ圏：ECB Occasional Paper Series No113 June2010

日本：内閣府短期マクロモデル2015年版

米国：設備投資、財政がプラス材料

1-3月期のデータは寒波や政府閉鎖などの影響を一時的に受けるだろうが、①輸出堅調、②製造業の設備投資増、③減税効果（2018年のGDPを0.2%程度押し上げ）などから、均してみれば米経済は実質2%を上回る成長を続けよう。金融環境も緩和的なため、米連邦準備制度理事会（FRB）は2018年3、6月に0.25%の利上げを実施する見通し。予算延長や政府債務上限引き上げを巡る与野党協議難航と通商問題がリスクファクターとなろう。

中国：産業構造の転換に注目

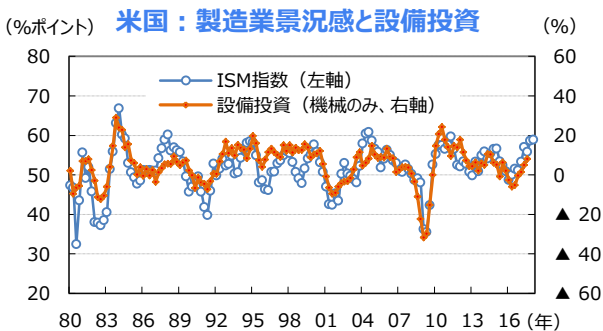
2017年後半も予想ほど成長モメンタムは鈍化せず、2017年の成長率は6.9%で着地。環境規制や景気過熱防止のため、素材産業の生産を抑制しており成長率は鈍化方向だが、IT関連など高付加価値産業の生産増加、インフラ投資が下支え要因となっている。習政権が高付加価値型産業への転換や一帯一路構想を進める中、想定より景気は底堅く推移。2018年の成長率予想を6.5%から6.7%に上方修正した。

ユーロ圏：強い成長モメンタム

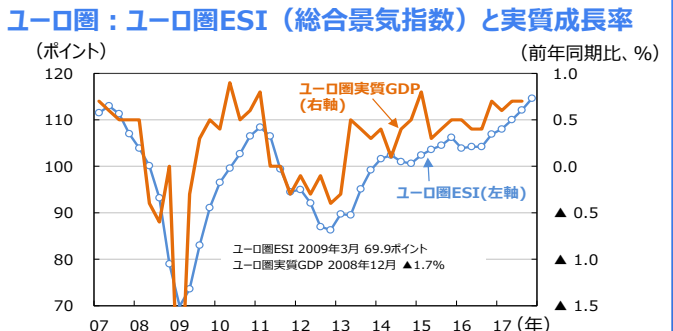
景況感指数など先行指標は2018年前半にかけてユーロ圏経済の成長モメンタムが強いことを示唆。輸出堅調、企業の固定投資の増加、景気拡張的財政などが背景。2018年の成長率は2.4%程度になろう。ECBは資産買い入れを2018年9月で終了する可能性が高く、2018年前半にフォワードガイダンスを修正すると予想される。但し、低インフレやユーロ高への警戒から政策金利引き上げは2019年前半になろう。

日本：堅調持続

輸出、インバウンド消費が増加、11月分機械受注など、設備投資の増勢を示すデータも出ている。賃金の伸びは低い雇用増が家計所得を押し上げており、消費も底堅いだろう。2018年は1.4%成長を予想。年央にかけてコア消費者物価の上昇率が1%前後に改善する見通しとなる中、金融政策の修正を巡る議論が活発化することが見込まれるものの、インフレ目標の2%未達の状況が継続することから、当面金融政策は現状維持だろう。日銀首脳人事と春闘が注目材料である。

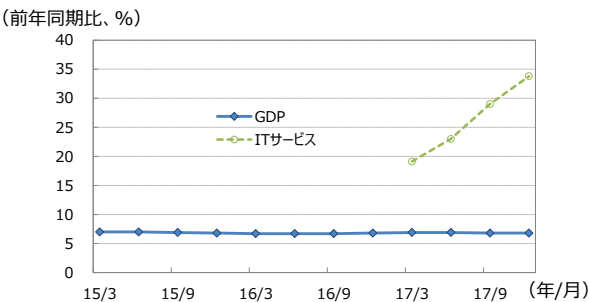


(注1) 設備投資は機械のみ前期比年率、3四半期移動平均。ISM指数は1期先行。
 (注2) データ期間は1980年1-3月期～2017年10-12月期。設備投資は2017年7-9月期まで。
 (出所) 米商務省、全米供給管理協会（ISM）のデータを基に三井住友アセットマネジメント作成



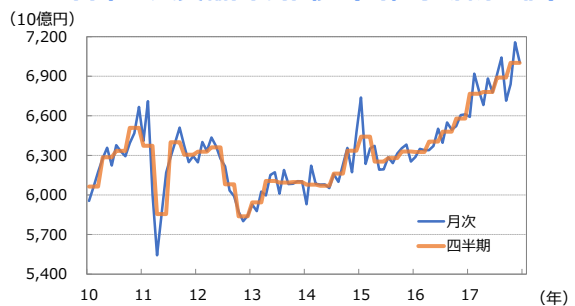
(注) データ期間は2007年1-3月期～2017年10-12月期。実質GDP成長率は2017年7-9月期まで。
 (出所) Datastreamのデータを基に三井住友アセットマネジメント作成

中国：GDP全体を大きく上回るITサービス部門の伸び



(注) 実質ベース。データ期間は2015年1-3月～2017年10-12月。
 ITサービスは2017年1-3月～2017年10-12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

日本：実質輸出の推移（当社季節調整値）



(注) データ期間は2010年1月～2017年12月。四半期の直近は10-12月平均。
 (出所) 財務省、日本銀行のデータを基に三井住友アセットマネジメント作成

マーケット動向の見通し（1年程度）

主要資産の投資魅力度判断

18年2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
18年1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

資産	上段が今月、下段が先月			コメント
	弱気	中立	強気	
株式	日本			世界経済はインフレ安定の中で数量的な拡大基調が継続。製造業を中心に好業績を再評価する局面で、堅調な展開を予想する。企業業績改善が設備投資、賃上げにつながる兆候にも注目したい。変動要因としては北朝鮮情勢、米欧の政治情勢と次期日銀総裁人事に注意しておきたい。
	米国			好調なマクロ環境と税制改革による企業減税による業績改善を見込んで、株価は上値を試す展開。業績相場の様相。金融政策の正常化の下で流動性相場は一巡する方向にありバリュエーションの拡大余地は小さい。しかし長期金利の上昇が緩やかであれば、現在のバリュエーションは維持できよう。
	欧州			業績改善が海外部門から域内関連セクターに波及、2018年も高い増益率が見込めることに加え、米国と比較しバリュエーションにも拡大余地が残っており、堅調が見込まれる。ECBの量的緩和縮小が緩やかに進められることも支援材料だが、ユーロ高が若干の抑制要因となる可能性。原油価格と独政治情勢に注意。
	豪州			景気見通しは改善しており下振れ懸念は小さいが、株価がすでにフェアバリュエーションに近いこと、不動産価格抑制策などの抑制要因もあり、他地域との相対観でみて上値が重い展開。中国他新興国を含む世界経済が堅調さを増し商品市況をサポートする方向にあることから、鉱山株に関してはアップサイドが期待される。
	アジア			全体としては、緩やかに上昇。香港は中国景気堅調に加え、欧米と比較して割安感が生じており、中国関連株中心に堅調を続ける見通し。一方、シンガポールは主力株の上昇でアジア株式市場の中での割安感が後退、業績面でも出遅れ感があるため、アジア株の中では相対的に低評価。
	新興国			欧米市場に対する相対的割安感、良好な中国景気見通し、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			国内景気持ち直しと不動産市況の改善のもと、分配金利回りや分配金成長の魅力は継続。金利の先高観や投信の資金動向に関する不透明感が残るが脱ダブルレートの期待や利回り向上のための経営改善などをうけて出遅れが修正される形で、レンジの下限寄りの水準を切り上げる展開か。
	アジア			欧米の金融政策に関する不透明感が低下し、金利上昇圧力が緩やかな中、地域経済の回復、および中国景気の堅調を背景に業績が安定している。今後とも金利変動の影響はつけるが、安定業績のもと緩やかな上昇が見込まれる。
債券	日本			コアCPIの上昇率は1%程度に止まる中、2%の物価上昇を目指す姿勢は維持され、緩やかな金融政策は長期化する見通し。但し、経済物価状況の改善（生産増、円安など）が続けば、2018年度に日銀は長期金利の操作目標からの許容乖離（上振れ）幅を若干広げる可能性があり、市場でも議論されよう。
	米国			2018年の利上げは2回（3、6月）がメインシナリオだが、減税効果も含めて景気堅調が続けば、年後半に3回目の利上げが検討される可能性もある。インフレ率の加速は限定的とみられ、大局的には長期金利は低レンジで推移するが、景気堅調、利上げ継続、FRBのバランスシート縮小を受け、じり高傾向。
	欧州			ECBは2018年9月まで月300億ユーロの債券購入を継続後、資産購入を終了しよう。景気堅調や議事録の内容等をつけて市場も金融政策正常化をやや前倒しで織り込む展開。ただ、インフレの低位安定とユーロ高警戒から、利上げは2019年以降となる見込みで、長期金利の上昇は緩やかだろう。原油価格は要注意。
	豪州			インフレ率は豪州中銀の目標レンジをやや下回るか下限に達する程度で、家計所得の伸びも緩やか。今後、家計所得と消費が改善に向かうかが焦点だが、金融政策は2018年中までは現状維持と予想され、長期金利は米国に連動する展開が見込まれる。
	新興国			新興国経済は回復基調。先進国の長期金利の上昇ペースは緩やかで、流動性が潤沢な状況は続くため、新興国への資金流入は続く。全体として、スプレッドは横這いか、拡大しても小幅だろう。但し、政治情勢や経常収支などによって国別の動きは異なる。そうした観点からは、アジア新興国に安定感がある国が多い。
クレジット	投資適格			景気回復の下、企業収益は堅調となるなどファンダメンタルズは良好で、金利水準を求める資金流入は継続。税制改革も高格付け企業にはプラス面が多い。好材料は既に織り込まれタイムは見込まれないが、スプレッドは安定的に推移しよう。
	ハイ・イールド			金利水準はなお魅力的であり、一定の資金流入が見込まれる。但し、最近の商品市況の改善を受けてエネルギー・素材セクターでスプレッド縮小が既に進んでいること、税制改革の影響、長期金利全般のシロ高警戒などを考慮すると、スプレッドは横這い〜小幅拡大を予想。
通貨	米ドル			経常不均衡問題や日銀の金融政策の変化を巡る思惑が円を支える要因となる一方、FRBの利上げ継続や早期の減税案可決を受けた海外景気、長期金利の上昇傾向が円安要因であり、両者の綱引きの下でレンジ推移が続く見通し。地政学リスク、債務上限引き上げを巡る米と野党協議の難航などに注意。
	ユーロ			ユーロの買い持ち拡大やECB首脳がユーロ高けん制発言などから、当面はレンジの動きとも考えられるが、ユーロ圏の景気が強い中、金融市場がECBによる先行きの金融政策正常化を織り込むにつれ、長期金利、ユーロ共に徐々にレンジを切り上げる方向。原油価格と2018年前半の債金動向が注目される。
	豪ドル			インフレ率が緩やかな中、RBAは現状の政策金利をしばらく維持する見通しではあるが、商品市況も強み合いになっていること、金利差を受けた資金流入などを背景に、堅調なレンジでの推移を予想。雇用データの改善継続が上振れ要因、通貨高に対するRBAの警戒感がやや頭を押さえる要因となりえよう。

（注）2018年1月26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

	2018/1-2018/3見通し			2018/4-2018/6見通し			2018/7-2018/9見通し			2018/10-2018/12見通し		
	下限	上限	着地	下限	上限	着地	下限	上限	着地	下限	上限	着地
国内株式												
TOPIX	1,600	1,900	1,800	1,600	1,940	1,840	1,600	1,940	1,840	1,640	1,980	1,880
日経平均株価	20,000	24,000	22,500	20,000	24,500	23,000	20,000	24,500	23,000	20,500	24,800	23,500
TOPIX (配当込)	2,342	2,779	2,633	2,356	2,850	2,705	2,369	2,864	2,718	2,440	2,935	2,790
東証小型株指数	3,100	3,650	3,460	3,100	3,730	3,540	3,100	3,730	3,540	3,170	3,800	3,620
国内債券												
10年国債金利	0.00	0.20	0.10	0.00	0.30	0.20	0.00	0.30	0.20	0.00	0.30	0.20
NOMURA-BPI (総合)	376	383	379	373	383	376	373	384	377	374	384	377
外国株式												
S&P500	2,550	2,900	2,800	2,550	2,950	2,825	2,575	2,975	2,850	2,575	3,000	2,875
NY DOW	23,800	27,000	26,100	23,800	27,500	26,300	24,000	27,700	26,600	24,000	28,000	26,800
EURO Stoxx	370	430	410	370	430	415	375	440	420	375	435	420
FT100	7,200	8,300	7,900	7,200	8,300	8,000	7,300	8,500	8,100	7,300	8,400	8,100
HangSeng	28,000	34,000	32,000	31,000	37,000	34,000	32,000	38,000	35,000	33,000	39,000	36,000
MSCI AC Asia ex Japan (Gross US\$)	1,475	1,675	1,600	1,650	1,850	1,750	1,700	1,900	1,800	1,750	1,950	1,850
MSCI (¥)	2,304	2,960	2,715	2,322	3,006	2,760	2,365	3,067	2,813	2,382	3,085	2,853
外国債券												
米国10年金利	2.40	3.00	2.70	2.50	3.10	2.80	2.60	3.20	2.90	2.70	3.30	3.00
独国10年金利	0.50	1.00	0.80	0.60	1.10	0.90	0.70	1.20	1.00	0.80	1.30	1.10
英国10年金利	1.20	1.80	1.60	1.20	1.80	1.60	1.30	1.90	1.70	1.30	1.90	1.70
米国30年金利	2.70	3.40	3.00	2.70	3.40	3.00	2.70	3.40	3.10	2.70	3.40	3.10
Citi-WGBI(¥)	419	494	461	420	494	462	420	493	463	421	493	466
Citi-WGBI(¥Hedge)	373	388	380	373	387	379	372	385	378	371	384	377
為替												
ドル/円	105.00	115.00	110.00	105.00	115.00	110.00	105.00	115.00	110.00	105.00	115.00	110.00
ユーロ/ドル	1.20	1.30	1.25	1.20	1.30	1.25	1.20	1.30	1.26	1.20	1.30	1.27
ユーロ/円	125.00	145.00	138.00	125.00	145.00	138.00	125.00	145.00	139.00	125.00	145.00	140.00
ポンド/円	140.00	160.00	154.00	140.00	160.00	156.00	145.00	165.00	157.00	150.00	170.00	159.00
豪ドル/円	80.00	95.00	88.00	80.00	100.00	90.00	85.00	100.00	90.00	85.00	100.00	90.00
短期金利												
CALL	▲ 0.10	0.00	▲ 0.05	▲ 0.10	0.00	▲ 0.05	▲ 0.10	0.00	▲ 0.05	▲ 0.10	0.00	▲ 0.05
政策金利												
米FFレート	1.50	1.75	1.75	1.75	2.00	2.00	2.00	2.25	2.25	2.00	2.25	2.25
ユーロレボレート	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

(注) 2018年2月7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

<株式市場>

堅調な業績を一段と押し上げる税制改革法案の実現により株価は上値を試す展開

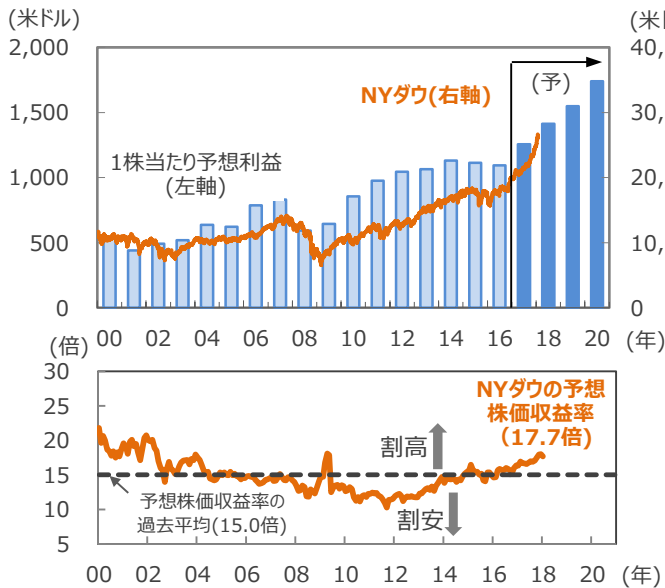
- ・良好なマクロ環境が企業業績をサポートし、経済成長率を上回る増益率が見込まれる。税制改革法案の実現に伴って増益率の上乗せが見られたが、更に消費者や企業のセンチメントの改善も想定され、株価の押し上げ要因となろう。安定した景気回復を背景とした緩やかな金融政策の正常化であれば、現在のバリュエーションは維持可能で、株価の下押し圧力にはならないと考えられる。
- ・株価が上昇傾向を強める中、NYダウの予想株価収益率は1月31日現在で17.7倍と2000年から2017年までの平均（15.0倍）より上振れている。今後のBloombergの予想によれば、2018年から2020年までの今後3年間、平均で2桁の増益が続くと予想される。

<債券市場>

緩やかにレンジを切り上げる展開

- ・国債：現在審議中の歳出法案次第では、さらに景気が上振れる可能性がある。また、政策金利は2018年3月と6月に引き上げられると想定される。FRBのバランスシート縮小など金融政策の正常化方針が継続することで、金利は緩やかにレンジを切り上げる見通し。
- ・投資適格社債：2017年10-12月期の企業決算は良好で、税制改革も高格付け企業には増益要因になると見られ、概ねポジティブな内容となっている。また、投資家の需要も根強く、堅調に推移すると考えられる。
- ・ハイ・イールド社債：原油・商品価格の上昇を受けてエネルギーや素材セクターが堅調に推移。当面コモディティ関連セクターが主導する展開が続こう。ただ、税制改革はレバレッジ水準の高い発行体にとってはネガティブな内容である点に注意が必要となろう。

NYダウ、1株当たり予想利益と予想株価収益率



(注) データの期間：1株当たり予想利益（NYダウベースの1株当たり純利益）は2000年～2020年。2017年以降の利益はBloombergの予想。NYダウは2000年1月3日～2018年1月31日。NYダウの予想株価収益率は2000年1月末～2018年1月末。NYダウの予想株価収益率の過去平均は2000年1月末～2017年12月末で算出。
(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～2018年1月31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) ICE 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、企業収益ともに引き続き回復傾向を強める。バリュエーションにも拡大余地が見込め、底堅い展開を見込む

- ・実質GDP成長率は潜在成長率（1.2%程度、当社試算）を上回る水準で推移しよう。輸出はアジア向けや域内向けがドライバーとなって増加傾向が続こう。内需は個人消費や固定投資の増加基調が続く見通し。国別に見ると、ドイツやスペインだけでなく、フランスやイタリアにも景気拡大が広がろう。財政政策のスタンスは2018年から19年かけて景気を支える方向に作用しよう。
- ・良好なマクロ景気回復を背景に企業業績の上振れ傾向が続いており、2018年も幅広いセクターで高い増益率が期待できよう。ただ、米国との対比では株価に出遅れ感がある。今後はバリュエーションの拡大を伴いつつ底堅く推移すると考えられる。
- ・ECBによる緩和的な金融環境の継続も株価のサポート要因となろう。

<債券市場>

緩やかにレンジを切り上げる見通し

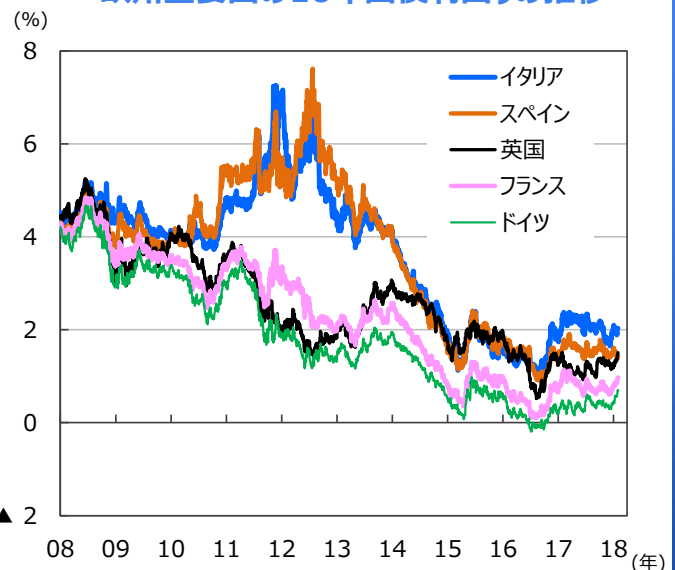
- ・消費者物価上昇率は、景気拡大の継続に伴うGDPギャップの縮小を背景に、2018年は1%台半ばで推移しよう。ただし、ドイツの賃金や物価の上振れリスクに注意する必要があるだろう。
- ・欧州中央銀行（ECB）は、2018年1月から、月当たり資産購入ペースを600億ユーロから300億ユーロに縮小し、2018年9月まで続ける見通し。2018年10月以降も少額の資産購入が続く可能性もあるが、景気の強さやインフレ率の上昇を考慮すると、延長の可能性は小さいと思われる。
- ・2018年1月に発表された前回12月の理事会の議事録で2018年早期にフォワードガイダンスの変更が示唆されたことなどを受けて、市場はECBの次のアクションを前倒しで織り込んでいく見通し。インフレが抑制されていることや市場の行き過ぎに対してはECBによる牽制も想定されるため、利上げのペースは緩やかながらも、長期金利には上昇圧力がかかる見通し。

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～2018年1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～2018年1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>

・2017年7-9月期の実質GDP成長率が前期から上向いており、景気は回復局面に戻ったとの判断を維持。2019年前半に総選挙が行われると見られ、2018/19年度の予算案はバラマキ型になりやすく、財政赤字は拡大しよう。

<NIES 4>

・**シンガポール**は中国の影響で2018年に経済成長率は緩やかに鈍化、2019年は安定化しよう。**香港**も中国景気の影響で2018年に鈍化。2018年に深圳に経済規模で追い抜かれる見込み。**韓国**は7-9月期成長率が上振れ。2018年は中国に合わせて緩やかに鈍化し、2019年には安定する見込み。**台湾**は新型スマホの需要が好調であり、引き続き輸出を中心に堅調を維持しよう。

<ASEAN>

・**インドネシア**は7-9月期の成長率がやや加速した。2018年6月に地方首長選挙があり、消費は回復に向かおう。**マレーシア**は政府が国営企業などを活用して公共投資の伸びを確保しよう。また、商品市況の持ち直しは歳入を安定させ、マクロ面でプラスに作用すると期待される。**フィリピン**は低インフレが消費拡大を後押ししており、内需主導の景気回復が継続しよう。税制改革法が2018年初に発効する見通し。**タイ**は2018年11月の総選挙に向けてプラユット首相が農民対策を行っており、地方景気にプラス。**ベトナム**では現政権がリフレ政策を採っており、景気の上振れが期待できよう。インフレの落ち着きと経常収支の黒字基調を背景に通貨も安定して推移しよう。

<株式市場>

中国景気の安定的な拡大見通しに加え、相対的な割安感を背景に、株価は堅調に推移

・欧米株式に対する相対的な割安感があり、アジア株式市場は緩やかな上昇が継続する見通し。アジア株式市場の予想PER（12カ月先予想ベース）は1月31日現在13.9倍。2010年以降の2017年までの平均（11.7倍）を引き続き上回る水準で推移している。

・2018年のアジア各国の企業業績見通しは、堅調なグローバル・中国景気を背景に、中国の上方修正が継続。アセアン地域では下方修正が見られるものの、堅調な景気見通しもあって、下方修正リスクは限定的。また、アセアンの中でも、インドネシアは上方修正が続いている。

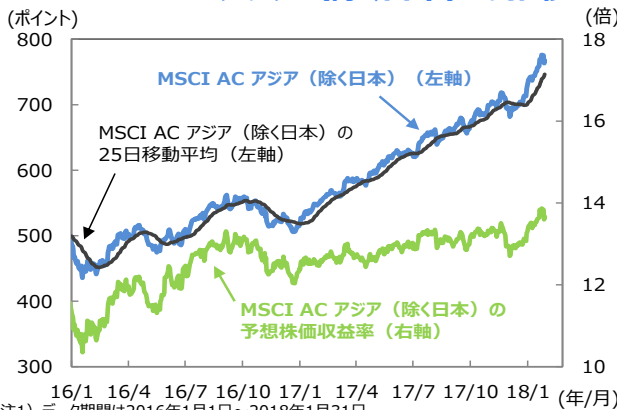
<債券市場>

総じて安定的な推移

・米国が利上げ局面にある中、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。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。

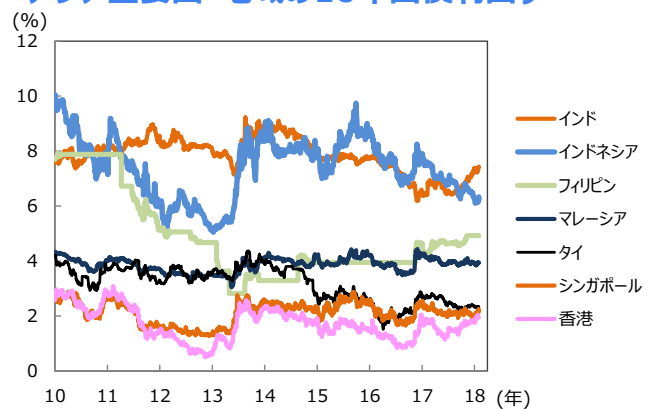
・インドの長期金利が高止まっている。景気が回復基調にある中、インフレの加速に加え、財政収支の悪化が懸念されていることが要因となっている。2月1日にインド政府は18年度予算案を発表する予定で、積極的な財政発動が示された場合、債券利回りはしばらく高めの水準でのみみあいが続こう。

MSCI ACアジア (除く日本) の推移



(注1) データ期間は2016年1月1日～2018年1月31日。
 (注2) MSCI ACアジア (除く日本) は米ドルベース。予想株価収益率 = 株価 ÷ 1株当たり予想利益。
 1株当たり予想利益 (MSCI ACアジア (除く日本)) は12カ月先予想 (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

アジア主要国・地域の10年国債利回り



(注) データ期間は2010年1月1日～2018年1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

<株式市場>

好調な企業業績を再評価する局面へ。堅調な展開を想定

- ・欧米中銀の金融緩和縮小の方向性と日銀の緩和的な政策維持というベクトルの違いから内外金利差は拡大傾向にあり、ドル円にはリバウンド（ドル高・円安）の余地があろう。2017年10-12月の決算において、世界景気の拡大を背景に数量成長が見込まれる製造業を中心に業績の改善度合いが再評価される局面となろう。
- ・2017年度の企業業績見通しは、会社計画が前年度比+13%の経常増益を見込む一方、弊社は同+17%経常増益と予想。2018年度は110円/米ドル前提で、同+9.5%の経常増益と予想するが、2桁増益の継続も視野に入ろう。

<債券市場>

長短金利操作目標の維持を想定

- ・今後、緩やかながらもコアインフレの伸びが1%程度まで徐々に高まる中、長期金利に上昇圧力がかかる局面も想定される。但し、日銀は尚早な金融政策の軌道修正には慎重で、自民党総裁選や消費増税の判断などの政治日程も踏まえれば、2018年度中に、金融政策を修正することは困難と見られる。日銀は2%の物価上昇目標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は前年同月比+1%程度の上昇率にとどまる見込み（長期金利の想定レンジは0.0%~0.3%）だが、経済・物価状況が改善すれば、2018年度に日銀は長期金利操作目標（0%程度）からの許容乖離幅を若干拡大する可能性がある。

日経平均株価と予想株価収益率の推移



(注1) データ期間は2011年1月4日~2018年1月31日。
 (注2) 予想株価収益率はBloomberg予想。予想株価収益率の平均値の計算期間は2011年1月4日~2018年1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

10年国債利回りの推移



(注) データ期間は2008年1月2日~2018年1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

日本企業の業績見通し

(前年度比、%)

	決算期 (年度)	売上高	営業利益	経常利益	税引利益
合計 (除く金融)	2015	0.7%	11.8%	2.9%	▲ 0.6%
	2016	▲ 3.4%	▲ 1.3%	3.7%	18.3%
	2017 (予)	7.2%	17.0%	17.1%	12.2%
	2018 (予)	2.5%	8.9%	9.5%	9.3%
製造業	2015	0.8%	8.5%	1.5%	1.8%
	2016	▲ 4.7%	▲ 6.2%	▲ 1.6%	5.5%
	2017 (予)	8.3%	19.0%	20.3%	18.6%
	2018 (予)	2.9%	11.0%	9.8%	9.9%
非製造業	2015	0.6%	17.6%	5.2%	▲ 4.9%
	2016	▲ 1.2%	7.0%	12.4%	42.9%
	2017 (予)	5.4%	14.0%	12.5%	3.2%
	2018 (予)	1.7%	5.7%	8.9%	8.4%

(注1) データは2015年度~2018年度。2017年度以降は三井住友アセットマネジメント予想。2017年12月5日現在。
 (注2) 対象は三井住友アセットマネジメントの調査ユニバース（合計224銘柄、製造業134銘柄、非製造業90銘柄、除く金融）。
 (注3) 2017年12月以降の前提は、110円/米ドルレート、130円/ユーロ。原油価格は60米ドル/バレル。
 (出所) 各社データを基に三井住友アセットマネジメント作成

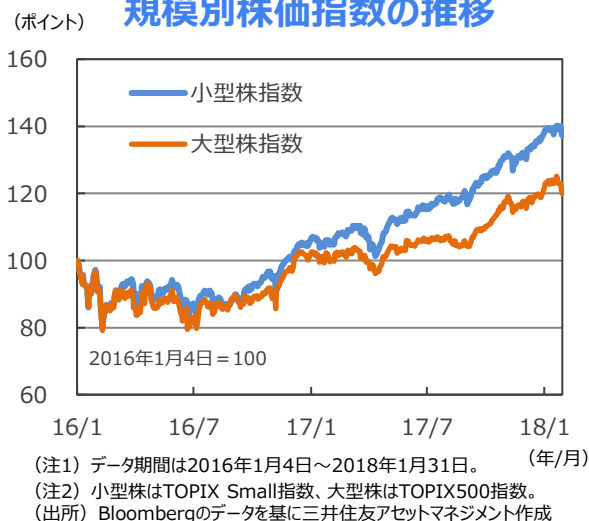
＜株式市場＞

長期の成長力が株価を支える小型株

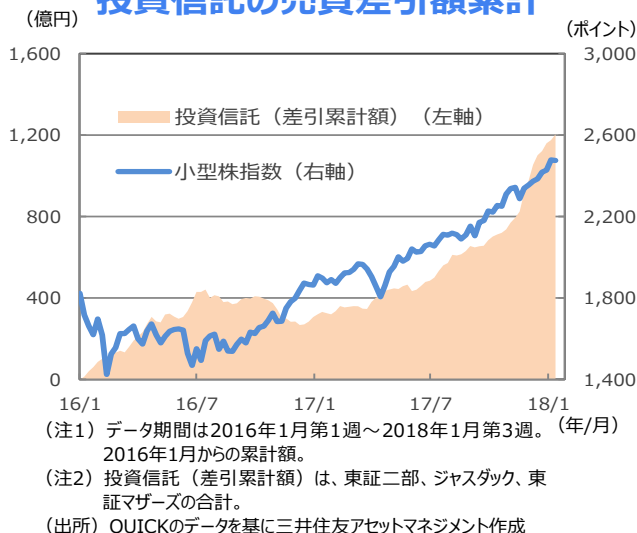
- ・2017年の日本株市場は、規模別に見ると、小型株指数が前年比+30.2%と大きく上昇し、大型株指数（同+18.5%）の上昇率を上回った。2018年に入ってから小型株、大型株ともに総じて堅調に推移している。
- ・小型株は好調な需給によって支えられている。東証二部やジャスダックなどの新興市場には2017年以降、投資信託を通じた資金が安定して流入。ただ、1月31日現在の予想株価収益率は16.3倍と過去3年の平均値（14.4倍）を上回っており、バリュエーションの観点からはやや過熱感がある。今後は企業業績の見通しが重要となろう。

- ・2018年の世界経済は堅調な推移となる見通しで、日本経済も、輸出と設備投資がけん引し明るさを増すと予想される。企業業績の上振れが期待され、日本株式市場は上値を迫る展開となろう。こうした中、小型株の魅力は相対的に高い成長力にあると考えられる。1株当たり予想利益を見ると、小型株は2019年～2020年にかけて2桁の増益が期待され、長期の成長力で大型株を上回っている。小型株は好調な需給、長期の成長力期待を背景に堅調な推移となる見通し。

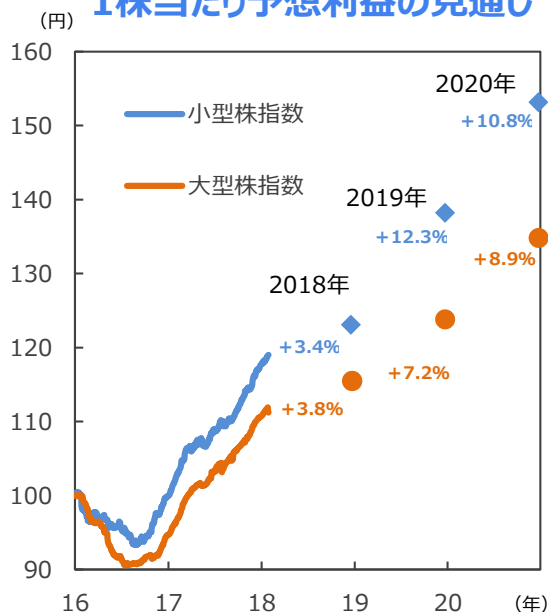
規模別株価指数の推移



投資信託の売買差引額累計



1株当たり予想利益の見通し



<円/米ドルレート>

- ・日本が金融緩和政策を継続する一方、米国では政策金利引き上げやバランスシートの縮小など金融政策の正常化が進むことがドルの支援材料になろう。但し、そのペースは緩やかなものと想定されることや、日本の経常黒字が拡大していることから上値も抑制され、2018年3月まで108円から118円のレンジ相場が続く見通し。
- ・米国は2018年3月、6月にも追加利上げを実施する見通し。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。2018年4月以降は110円から120円のレンジでの推移を予想する。

<円/ユーロレート>

- ・日本が金融緩和政策を継続する一方、ユーロ圏では良好な景気情勢が継続し、ECBの金融政策が緩和縮小局面にあることがユーロの支援材料となろう。ECBはフォワードガイダンス変更の可能性を示唆するなど市場では次のステップが既に意識されている。4-6月頃を想定していたECBの姿勢変化が前倒しされたと判断、ユーロは水準を切り上げていく見通し。

<円/ユーロレート> 続き

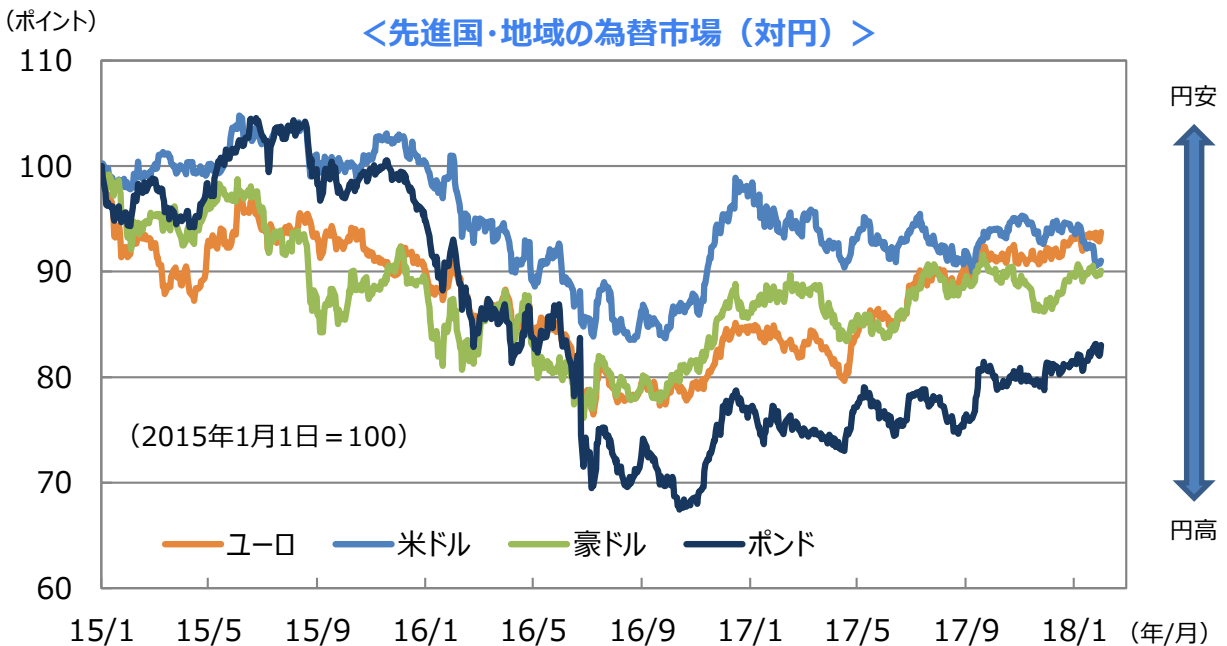
但し、ECBは市場の行き過ぎを警戒した牽制も同時に行ってくることから、一進一退しながら水準を切り上げていく展開を予想する。

<円/英ポンドレート>

- ・英国では、ブレグジット交渉の進展が見られたことに加え、景気の底堅い推移や物価の上昇が見られる中、市場では利上げ観測が根強い。こうした点が英ポンドのサポート要因となろう。但し、ブレグジットに関する不透明感や警戒感は依然として根強く、英ポンドの上値を抑制する要因となる見通し。英国ポンドはもみあいを予想する。

<円/豪ドルレート>

- ・豪州では、経済ファンダメンタルズが良好であることがプラス要因。政策金利は据え置きが想定されるが、商品市況の底堅さが見込まれることや、グローバル経済の回復が続く中で、相対的に金利水準が高いことがサポート要因となって、豪ドルは底堅く推移する見通し。



（注）データ期間は2015年1月1日～2018年1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・・・購入時手数料 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2.75%
- ◆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12月29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：2018年2月7日