

# 投資環境の見通し

2017年 **10** 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

# 米欧の量的緩和縮小の影響

### 先進国の金融政策の節目

米連邦準備制度理事会（FRB）は9月20日の公開市場委員会（FOMC）において、10月より保有する債券残高の圧縮（ランオフ）を開始すること決定した。また、欧州中央銀行（ECB）は9月7日の理事会で具体的な政策変更は見送ったものの、ドラギ総裁は理事会後の記者会見で2018年1月以降債券購入額の減額（テーパリング）について、10月にも概要を決定する方針であることを認めた。FRBはランオフ、ECBはテーパリングと段階は異なるが、米欧の中銀が量的緩和の縮小に動く方針を公式に示したことになる。

### 2013年とは異なる政策金利の見通し

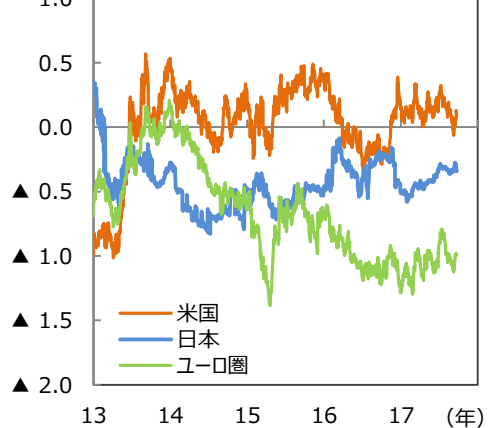
FRBがバーナンキ前議長の下、2013年5月にテーパリングの方針を示した際には、米国の長期実質金利（財務省証券10年利回りーインフレ期待）がマイナス1%前後からプラス0.5%前後へと1.5%ポイント（150ベース）も急上昇し、新興国からの資金流出が大規模に発生、商品市況も大きく下落するなど金融市場に混乱（テーパー・タントラム＝金融市場の痼癩）が発生した。しかし、今回の場合はこれまでのところそうしたショックは避けられている。

違いをもたらしている要因の一つは、量的緩和の縮小が政策金利（短期金利）の引き上げの期待につながっていないことであると考えられる。

日・米・ユーロ圏の名目金利、インフレ期待、実質金利 (%)

国・地域	日本			米国			ユーロ圏			
	名目金利	インフレ期待	実質金利	名目金利	インフレ期待	実質金利	名目金利	インフレ期待	実質金利	
2010年	1.1	▲ 0.2	1.3	3.3	2.6	0.7	3.0	2.0	0.9	
2011年	1.0	▲ 0.1	1.1	1.9	2.3	▲ 0.4	1.8	2.2	▲ 0.3	
2012年	0.8	0.5	0.3	1.8	2.7	▲ 1.0	1.3	2.0	▲ 0.7	
2013年	0.7	1.0	▲ 0.3	3.0	2.5	0.5	1.9	1.8	0.2	
2014年	0.3	0.8	▲ 0.5	2.2	1.9	0.3	0.5	1.2	▲ 0.6	
2015年	0.3	0.7	▲ 0.5	2.3	1.9	0.4	0.6	1.3	▲ 0.7	
2016年	0.0	0.6	▲ 0.5	2.4	2.3	0.1	0.2	1.5	▲ 1.3	
2017年	1月	0.1	0.7	▲ 0.6	2.5	2.3	0.1	0.4	1.6	▲ 1.1
	2月	0.1	0.5	▲ 0.5	2.4	2.3	0.1	0.2	1.5	▲ 1.3
	3月	0.1	0.5	▲ 0.4	2.4	2.3	0.1	0.3	1.3	▲ 1.0
	4月	0.0	0.5	▲ 0.4	2.3	2.2	0.0	0.3	1.4	▲ 1.1
	5月	0.0	0.5	▲ 0.4	2.2	2.1	0.1	0.3	1.4	▲ 1.0
	6月	0.1	0.4	▲ 0.3	2.3	2.1	0.2	0.5	1.4	▲ 0.9
	7月	0.1	0.4	▲ 0.3	2.3	2.1	0.2	0.5	1.4	▲ 0.9
	8月	0.0	0.3	▲ 0.3	2.1	2.1	0.0	0.4	1.4	▲ 1.1
	直近	0.0	0.4	▲ 0.3	2.2	2.2	0.1	0.4	1.4	▲ 1.0

日・米・ユーロ圏の実質金利 (%)



(注) データ期間は2013年1月1日～2017年9月22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

(注) 10年物金利の年末値。直近は9月22日現在。ユーロ圏はドイツの国債金利を使用。  
(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

この資料の巻末ページに当資料のご利用にあたっての注意事項を記載しております。必ずご確認ください。  
上記は当資料作成現在のものであり、将来の成果及び市場環境の変動等を示唆あるいは保証するものではありません。  
将来予告なく変更される場合があります。

# 米欧の量的緩和縮小の影響

2013年に金融市場が混乱した時には、FRBが2013年5月1日のFOMC後の声明文で債券購入額を変更する可能性を示唆しました。続く22日の議会証言の質疑応答でバーナンキ議長（当時）が、数カ月以内に債券購入額を減額する可能性について認めたことを受けて、政策金利も間もなく引き上げられるとの見方が急速に強まった。政策金利（フェデラルファンドレート＝FFレート）に関する金融市場の予想を示す先物を見ると、2013年5～6月にかけて市場関係者が予想する将来のFFレートの水準が大きく上がった。

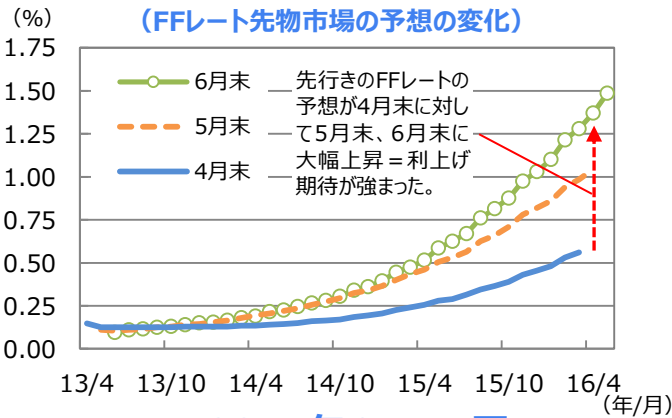
しかし、今回は、FRBが4月5日発表の議事録で年内のバランスシート縮小開始を示唆し、また、6月27日のECBフォーラムでドラギ総裁が金融政策の正常化（出口政策）に軸足を移すことを明確にした後も、先物市場が予想する将来の政策金利のレベルはむしろ低下するなど、利上げ期待は弱

まっている。FRB、ECBともに量的緩和の縮小に動く一方で、政策金利は相当期間低水準で推移する、というフォワードガイダンスを示しているためだろう。

FRBとECBが慎重なスタンスをとる背景には、（イエレン議長が記者会見で認めたように）米国で低インフレが続く可能性が無視できないことがある。今回のFOMCでは、多くのメンバーが引き続き今年12月の利上げを支持していることが注目を集めたが、インフレ率が停滞を続けるようであれば、利上げが先送りされる可能性は十分ありうる。そうした中でECBが金融緩和の修正を急げば、ドラギ総裁が警戒するようにユーロ高が進行、ユーロ圏のインフレ率も下振れてしまう。結局、ECBも慎重に政策の修正を進めざるを得ない構図になっている。

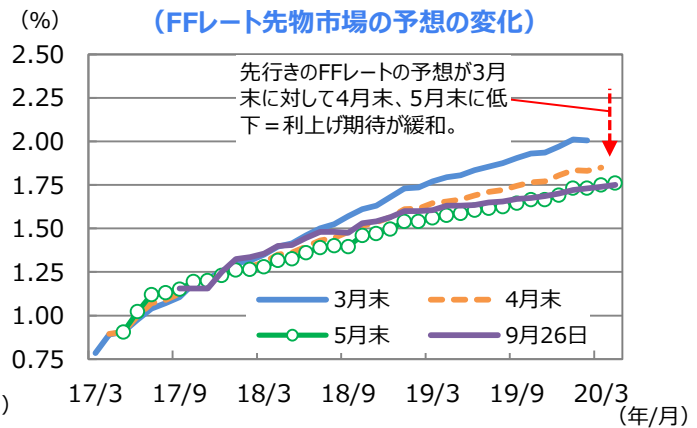
## 2013年の米国

(FFレート先物市場の予想の変化)



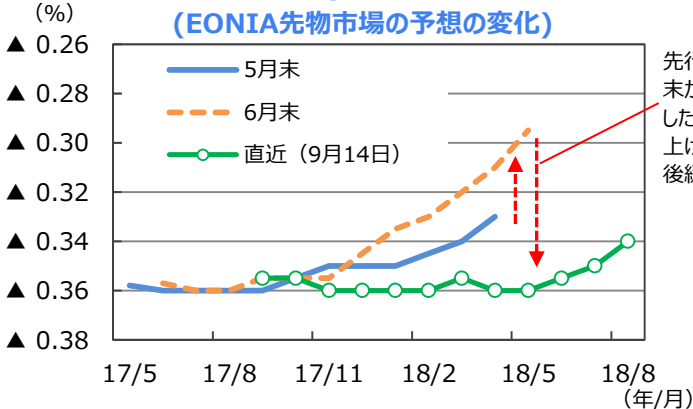
## 2017年の米国

(FFレート先物市場の予想の変化)



## 2017年のユーロ圏

(EONIA先物市場の予想の変化)



(注1) 横軸は先物の限月を示す。  
 (注2) FFレートはフェデラル・ファンドレート。EONIAは「ユーロ圏無担保翌日物平均金利」の略。  
 (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

# 米欧の量的緩和縮小の影響

## 流動性が潤沢な状態が続く

短期金利が低位に止まる可能性が高いことに加えて、金融市場に存在する資金の量が高水準を続ける公算が大きいことも無視できない。FRBの資産規模は、危機以前の2007年末には約0.9兆ドルであったものが、現状では約4.5兆ドルに膨らんできた。FRBはこれを最終的にどこまで縮小させるか正式には決定していないが、首脳の発言・講演などから、3~4年かけて約3兆ドル前後に戻す方針であるとみられる。これは、危機後に増やした約3.6兆ドルのうち、4割程度を吸収するにとどめるということを意味している。

また、国際決済銀行（BIS）のデータによると、欧米の金融機関による国境を越えた投融資が回復に転ずる兆候がある。欧米の金融機関が危機のダメージを克服し、リスクを取る能力が回復しつつあるとすれば、FRBやECBが市中に供給するベース

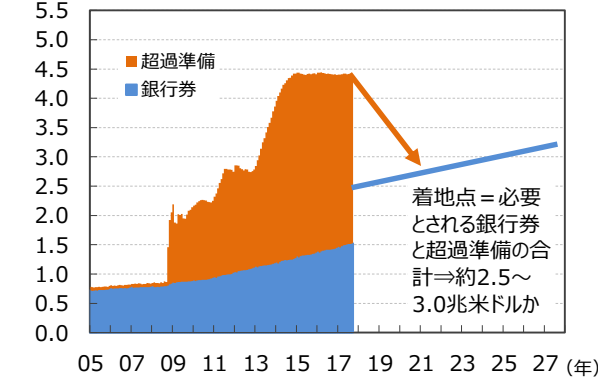
マネーが若干減少しても、金融市場で調達可能な資金量は維持されるだろう。

以上を考えると、少なくとも2018年にかけては、先進国の長期金利の上昇が緩やかに止まり、グローバルに資金が潤沢な状態が続く可能性が高いと考えられる。

## 政治イベントに関するシナリオの整理

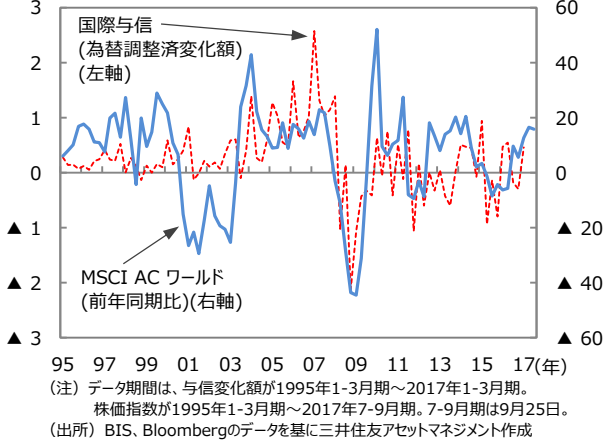
10月から年末にかけて、政治イベントが続く。北朝鮮問題は、2018年初にかけて、米国による外交圧力強化と北朝鮮への挑発が繰り返されそうである。その後、核開発がより危険な段階に接近し、米国がハイリスクの選択（限定武力行使など）を真剣に検討する局面で、北朝鮮の核開発抑制・体制維持を巡る交渉が始まるとみられる。米国が妥協するケース（北朝鮮の核保有を容認、直接対話）や武力衝突拡大も考えうるが、相対的に確率は低い。

## FRBによるバランスシート縮小の見通し



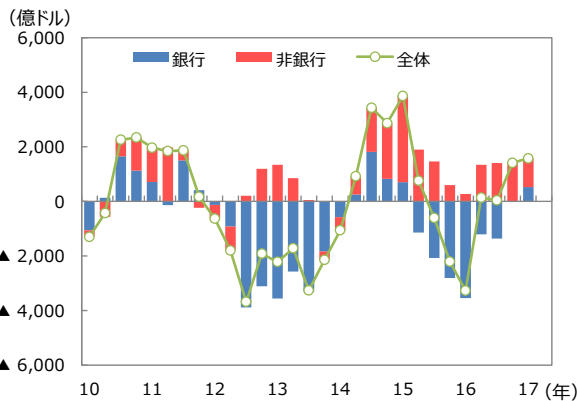
(注) データ期間は2005年1月~2027年12月。2017年9月20日までは実績。  
 (注2) 超過準備にはレボ、財務省預金などを含む。2017年10月以降は三井住友アセットマネジメント予想。  
 (出所) Datastreamのデータ、FRB資料を基に三井住友アセットマネジメント作成

## 国際与信と世界株価



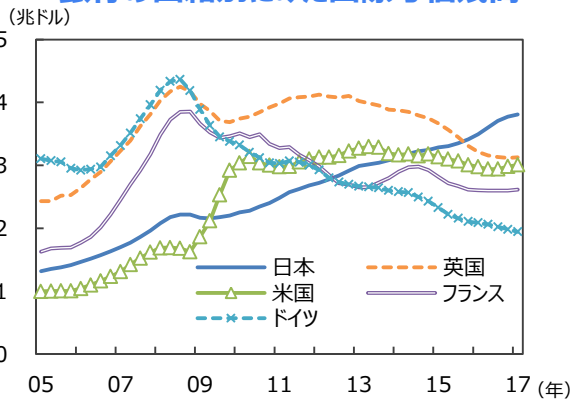
(注) データ期間は、与信変化額が1995年1-3月期~2017年1-3月期。株価指数が1995年1-3月期~2017年7-9月期。7-9月期は9月25日。  
 (出所) BIS、Bloombergのデータを基に三井住友アセットマネジメント作成

## 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。為替レ調調整み変化。  
 (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

## 銀行の国籍別にみた国際与信残高



(注) データ期間は2005年1-3月期~2017年1-3月期。残高は4四半期移動平均。  
 (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

米財政問題はハリケーンによる被害発生を受けて12月8日までの暫定予算が合意され、政府閉鎖のリスクは先送りされた。10-11月の焦点は、トランプ政権と与党共和党による税制改革と景気対策をまとめられるかどうかであろう。具体的な道筋はなお不透明だが、金融市場の期待値は既に低い。膠着状態が続いた場合の影響は限定的である一方、逆に進展があった場合はドル・金利・株価の上昇要因となろう。

欧州では、スペイン・カタールニヤ自治州の独立に関する住民投票（10月1日）と英国のEU離脱交渉に注目したい。カタールニヤの住民投票で仮に賛成多数になっても、スペイン政府は憲法違反として無効としており、金融市場への影響は当面は限定的だろう。但し、デモなど抗議行動が頻発して企業心理の悪化につながらないか注意したい。英国のEU離脱交渉はEU首脳会議（10月19-20日）に向けて分担金支払い、移行期

間などに関し歩み寄りがみられる公算が大きい。

中国共産党代表大会（10月18日）後、政府は景気拡大ペースが巡航速度にむけ鈍化することは容認しようが、緩やかなリフレ傾向は維持したいと考えていると思われる。そのため、景気が下振れる場合は財政政策により下支えする公算が大きい。

日本については、総選挙（10月22日）までの政局に不透明感がないわけではないが、政党支持率からみて安倍政権が継続し、拡張的財政・金融政策が維持されるケースがメインシナリオである。

以上を考えると、警戒を要する点はあるが、政治イベントがリスク・オフにつながるとしても、一時的なもので済む可能性が高いだろう。

（吉川チーフマクロストラテジスト）

## 今後の主要日程予定

海外		国内	
9月 下旬	米国	税制改革枠組み(共和党指導部案)公表	
10月 1日	スペイン	22日	衆議院選挙
1-8日	中国	30-31日	金融政策決定会合(展望レポート)
12-13日	--	月内	第二回日米経済対話
10日	北朝鮮	労働党創建記念日	
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	
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経済見通し改定	
11月 7日	米国	月内	トランプ大統領訪日(APECサミットでアジア訪問観測)
30日	--	OPEC定例総会	
12月 8日	米国	20-21日	金融政策決定会合
12-13日	米国	月内	2018年度税制改正大綱、2018年度予算閣議決定
14日	ユーロ	ECB理事会(見通し)	
14-15日	ユーロ	EU首脳会議	
20日	韓国	大統領選挙	
月内	韓国	対北朝鮮「斬首作戦」部隊創設	

（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

## 米国：トレンドは2%程度の成長

サービス業の雇用は徐々に鈍化しているが、輸出増を背景に財部門の雇用が堅調である。トレンドとしては、年率2%前後の成長と前月比15~20万人の雇用増が続く。ハリケーンの影響は2005年のカトリーナ時と比較して被害が7割程度であることを参考とすると、7-9月期、10-12月期のGDP成長率にマイナスの影響を及ぼした後、2018年1-3月期、4-6月期に復興関連支援支出や自動車などの購入増から、それを取り戻すパターンになると予想される。

## 中国：過熱感は後退も堅調持続

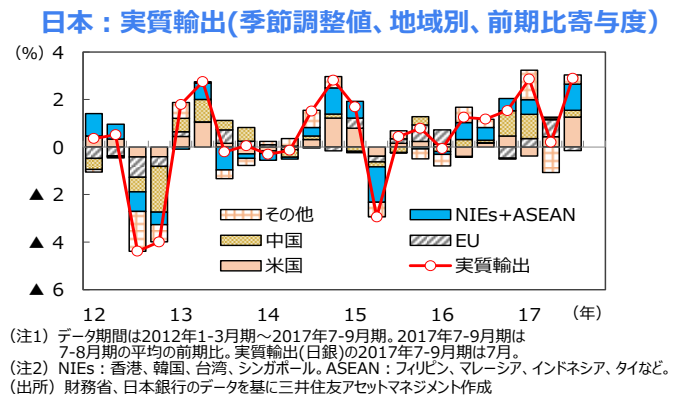
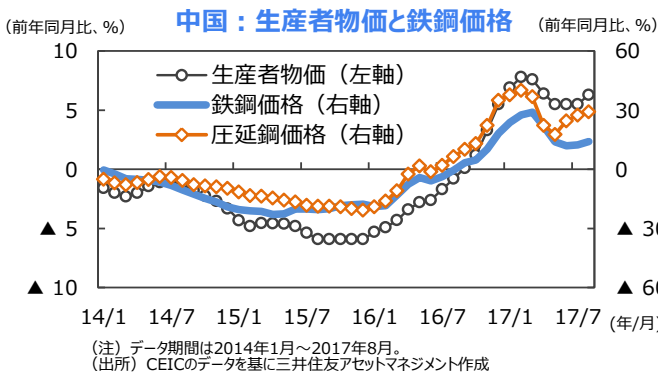
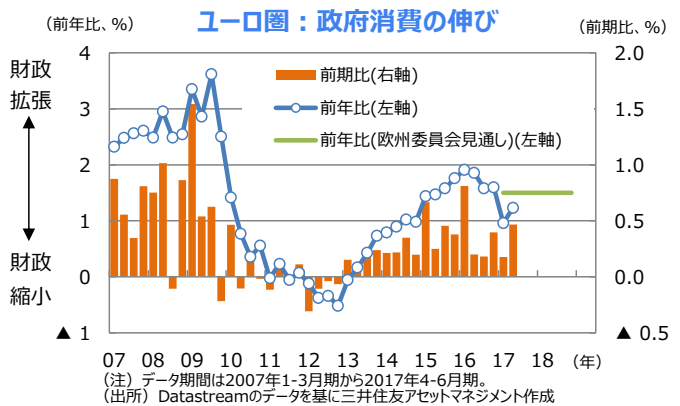
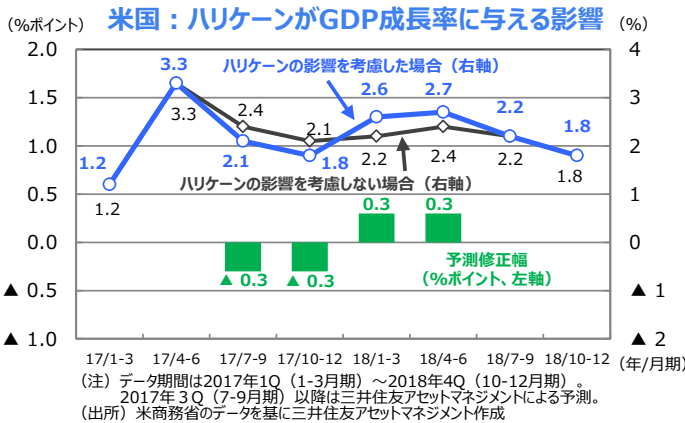
8月の固定資産投資は伸びが鈍化した。環境問題を背景に中部・東北部で石炭産業などの投資が減少し、全体を押し下げたが、西部地区で都市開発などマクロ経済への波及が大きい投資の伸びが高まっており、懸念材料ではない。また、鉄鋼価格の上昇などにより8月の生産者物価上昇率は前年比+6.3%と前月(同+5.5%)から加速した。政府のリフレ政策が奏功しており、生産者物価上昇率は前年比プラス圏で推移しよう。

## ユーロ圏：内需の堅調が続く

7-9月期の成長率は4-6月期と比較すると若干鈍化した模様だが、なお年率2%をやや超えるペースとなった可能性が高い。政府消費が増加を続けていることに加え、実質金利が低い中で建設需要が増加する等、財政金融政策が内需を刺激する展開が続こう。一方、外需はユーロ高の影響から、景気押し上げ効果が小さくなると予想されるが、アジア向け輸出が堅調であるため、引き続きプラスのファクターと考えられる。

## 日本：1.5~2%程度の名目成長

アジアを中心に輸出は高水準を維持している。公共投資は4-6月期に急増した反動が一時的に出そうだが、消費は耐久消費財の買い替えなどから堅調となっている。こうした内外需のバランスの下、2018年にかけては年率1%強の実質成長は確保できそうである。インフレ率はなお1%をやや下回る状況が続くだろうが、名目ベース(実質成長率+インフレ率)では1.5~2%台の成長となり、企業収益の増益基調をサポートしよう。



# 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

17年10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

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			強気	・地政学リスク、米国政策の先行きなどの不透明要因が完全に払拭されたわけではないが、日米金利差が拡大して行く方向性を考えると円高リスクはそれほど高くない。こうした中、第1四半期(4-6月)の決算で確認された企業の収益力の改善が内外投資家によって再認識される展開が予想される。	
	米国			強気	・企業収益は堅調だが増益ベースは鈍化。割高感も残るため頭の重い展開。ただ、低インフレ・低金利環境の下で高めのバリュエーションは維持されること、名目成長を背景に緩やかながらも増益基調は崩れないことがサポート材料。業績の上振れには、財政政策、消費回復、インフレ率の上昇などが必要。	
	欧州			強気	・景気回復が企業収益に波及。海外に続き域内関連の業績も改善。バリュエーションにも拡大余地が残る。但し、ECBの量的緩和縮小方針をうけた、ユーロ高が業績・株価の頭をやや抑える可能性。	
	豪州			強気	・中国景気安定、世界経済の回復傾向から外需関連を中心に株価上昇が期待できる他、高配当利回り関連銘柄への資金流入も期待でき、下値は底堅いとみられる。但し、株価は全般的に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)			強気	・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、中国関連株を中心に評価を引き上げ。一方、シンガポールは銀行など主力株の上昇でアジア株式市場の中での割安感が後退。景気・業績面でも不透明感があるため、従来よりやや慎重な見方に修正。
		新興国			強気	・欧米市場に対する相対的割安感やアセア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。
	新興国				強気	・景気回復が続く中、米欧長期金利の上昇が限定的で、潤沢な流動性を背景に資金の流入が持続しよう。但し、ファンダメンタルズによる選別化は想定される。
リート	日本			強気	・業績や利回りは安定的であり下値抵抗力はあるが、投信の売買動向は引き続き力強さに欠けるなど需給要因が好転したとはいえないこと、日銀の政策や長期金利の先行き、ビルの供給増の影響など不透明要因も多いこと、などから上値を追う材料も乏しい。	
	アジア			強気	・金利上昇圧力が緩やかな中で、地域経済の回復、および中国景気の堅調を背景に業績が安定している上、バリュエーション的のみたリスクも限定的なため、堅調が見込まれる。	
債券	日本			強気	・日銀が長短金利目標を維持する下、当面、低水準でのレンジ推移が続く見通し。18年にかけて、消費者物価上昇率が低いながらも緩やかに高まり、欧米の長期金利が上昇傾向となるにつれ、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する展開を見込む。	
	米国			強気	・FRBは10月よりバランスシートの縮小開始。但し低インフレの下、先行きのFFレートの引き上げは緩やかなる見通し(次の利上げは18年3月と予想)。 ・財政の遅れから予想レンジをやや引き下げ。しかし景気回復の下、FRBの資産圧縮をうけて期間プレミアムは拡大が見込み、先々は緩やかな金利上昇を予想。	
	欧州			強気	・景気堅調、ECBによるテーパ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、金利の上昇ペースは緩やか。	
	豪州			強気	・失業率、住宅価格にらみRBAの金融政策は当分現状維持だろう。雇用・賃金の上振れ、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			強気	・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、新興国の景気回復やインフレ率の低下を受けて、資金流入は続く。但し、緩やかとはいえ先進国の長期金利が上昇傾向となることや、既に相当タイミングが進んでいることなどから、スプレッドは横ばい方向を予想。	
クレジット	投資適格			強気	・米長期金利の上昇が緩やかな下、金利水準を定める資金流入は継続。但し、スプレッドはヒストリカルに見て大きく縮小した。スプレッドは横ばいを見込む。	
	ハイ・イールド			強気	・小売りセクターは要注意だが、全体としては企業業績は安定的。地政学的リスクがやや後退したことを考慮すると、スプレッドには縮小余地が生じており、評価をやや引き上げ。	
通貨	米ドル			強気	・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			強気	・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			強気	・RBAが豪ドル高への警戒感を示し始めたことから、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。労働市場の改善(それに伴うRBAによる利上げへの期待)と商品市況に注目したい。	

(注) 2017年9月21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	1,620	1,720	1,680	1,600	1,840	1,760	1,600	1,880	1,760
日経平均株価	19,700	21,000	20,500	19,500	22,500	21,500	19,500	23,000	21,500
TOPIX（配当込）	2,347	2,492	2,434	2,330	2,676	2,561	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	0.20	0.10	0.00	0.40	0.20
NOMURA-BPI（総合）	374	381	378	375	382	378	369	382	375
<b>外国株式</b>									
S&P500	2,400	2,550	2,500	2,400	2,650	2,550	2,425	2,675	2,575
NY DOW	21,400	22,700	22,300	21,400	23,600	22,700	21,600	23,900	23,000
EURO Stoxx	365	410	390	365	420	395	365	420	405
FT100	6,900	7,800	7,400	6,900	8,000	7,500	6,900	8,000	7,700
HangSeng	27,000	29,000	28,000	25,000	31,000	28,250	25,000	31,000	28,500
MSCI AC Asia ex Japan(Gross US\$)	1,400	1,500	1,450	1,400	1,600	1,475	1,400	1,600	1,500
MSCI（¥）	2,228	2,671	2,463	2,243	2,773	2,543	2,308	2,885	2,623
<b>外国債券</b>									
米国10年金利	2.00	2.40	2.30	2.00	2.60	2.30	2.10	2.70	2.40
独国10年金利	0.20	0.60	0.50	0.30	0.80	0.60	0.40	0.90	0.70
英国10年金利	1.00	1.50	1.30	1.00	1.60	1.30	1.00	1.60	1.40
米国30年金利	2.60	3.00	2.80	2.50	3.20	2.80	2.60	3.30	2.90
Citi-WGBI(¥)	434	501	462	431	501	470	441	516	475
Citi-WGBI(¥Hedge)	382	393	385	378	392	385	377	391	383
<b>為替</b>									
ドル/円	108.00	115.00	112.00	108.00	115.00	112.00	108.00	118.00	112.00
ユーロ/ドル	1.14	1.25	1.20	1.15	1.25	1.22	1.18	1.30	1.25
ユーロ/円	125.00	145.00	134.00	125.00	145.00	137.00	130.00	150.00	140.00
ポンド/円	140.00	160.00	152.00	140.00	160.00	152.00	140.00	160.00	152.00
<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9月20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>

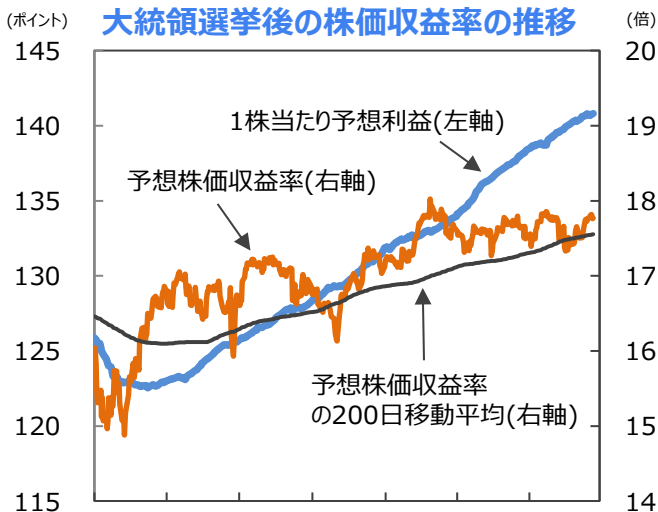
### 税制改正や景気対策の進展がカギ

- ・低インフレ、低金利環境の継続が見込まれる中、バリュエーションは高位で推移している。ただ、米景気は堅調で、業績の上方修正が基調として続いている点などが株価を下支えしよう。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。
- ・地政学リスクとしては、北朝鮮を巡る不透明感が続きそうだ。今後、2018年初ごろまで、米国による外交的圧力の強化と北朝鮮との挑発合戦が続く可能性がある。緊張感が高まる局面も想定されるが、米国が妥協するケースや武力衝突の拡大に至る可能性は限られよう。
- ・一方、米財政問題は、ハリケーンによる被害発生を受けて12月8日までの暫定予算が合意され、政府閉鎖のリスクは先送りされた。今後は、税制改正と景気対策をトランプ政権と与党共和党がまとめることができるかが重要と思われる。具体的な道筋は依然不透明だが、引き続き膠着状態となったとしても、足元の景気が好調なことから、その影響は限定的と思われる。逆に、進展が見込める場合は、景気にとって好材料であるだけに、ドル・金利・株価の上昇要因となる可能性がある。

## <債券市場>

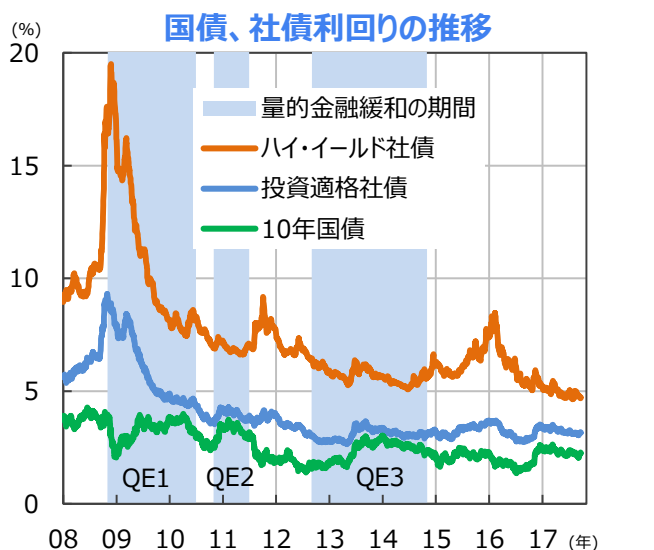
### レンジ内での推移。その後、緩やかにレンジを切り上げていく見通し

- ・国債：景気は底堅く推移するものの、伸び率がやや鈍化傾向となることや、インフレが抑制された環境が続くと見られる。政治の混迷も重石となり、長期金利の上値が抑制される見通し。一方で、金融政策は、9月にB/S縮小を発表、18年3月に利上げを実施するなど、金融政策の正常化方針は継続していこう。長期金利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：海外投資家からの資金流入は鈍化しているものの、国内の投資家を中心に利回りと安定性を求めるニーズは根強い。年内は大型M&Aに係る資金調達も一巡し供給面の制約も低下することから、市場は底堅く推移する見通し。
- ・ハイ・イールド社債：原油価格が比較的落ち着いており、原油価格の下落がデフォルト率の上昇に波及するリスクは限定的。トランプ大統領の政権運営能力に不透明感が燻るものの、ハリケーンによる経済損失への懸念が沈静化するなど、投資環境は落ち着きを取り戻しつつある。



16/1 16/4 16/7 16/10 17/1 17/4 17/7 (年/月)

(注1) データ期間は2016年1月4日～2017年9月22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



08 09 10 11 12 13 14 15 16 17 (年)

(注1) データ期間は2008年1月2日～2017年9月22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

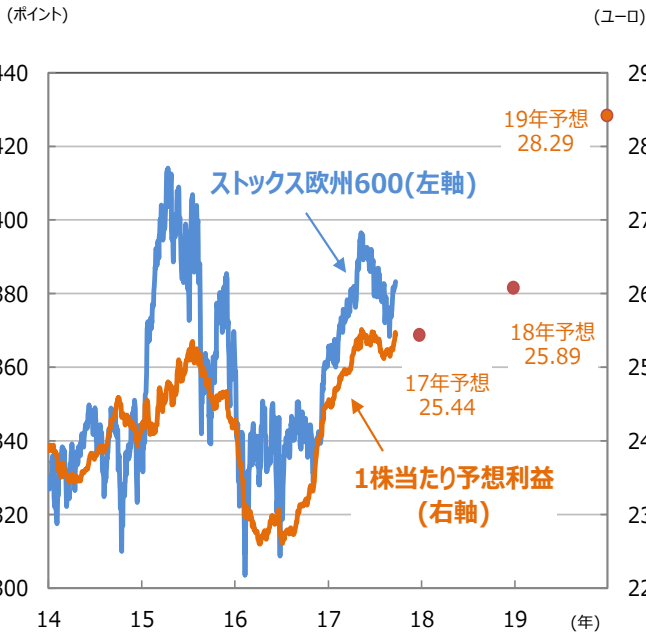
- ・景気回復および景況感の改善を背景として、ユーロ圏企業の業績は回復から拡大へと向かっている。また、今年に入り主要各国で行われた総選挙や大統領選挙などの重要な政治イベントを大きな波乱なくこなしたことで、金融市場には安心感が広がっている。
- ・米国との相对比较でも、欧州企業の方が米国よりも業績の伸びが高く、割安感が広がっている。欧州株式市場は堅調な展開が見込まれる。
- ・ただ、ユーロ高が業績面で頭を抑える可能性があり、この点は注意が必要と思われる。

## <債券市場>

長期金利はレンジを切り上げていく見通し

- ・景気は堅調な内需を背景に底堅く推移しよう。一方、物価上昇率は、賃金の上昇率の加速に時間がかかるとみられるものの、景気拡大に伴うGDPギャップの縮小を背景に徐々に持ち直していくと考えられる。
- ・ECBは10月に2018年1月からの量的金融緩和の縮小（テーパリング）の詳細を発表すると見られ、金融緩和政策を段階的に縮小させていく見通し。ただし、ユーロ上昇が金融緩和の縮小効果を持つこともあり、実際の緩和縮小ペースは慎重なものになると考えられる。長期金利は緩やかにレンジを切り上げていく見通し。

### 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～2017年9月22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9月22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>

・8月の製造業PMIは50超に改善。物品・サービス税（GST）を巡る混乱は終息した模様。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。

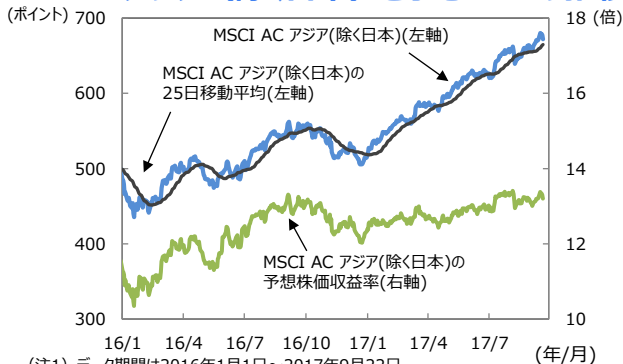
## <NIEs 4>

・**シンガポール**は4-6月期のGDPが前期比で加速。米国・中国の影響を受けやすいため、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**は中国での韓国製品不買運動などを受けて、年後半にかけて景気モメンタムは鈍化する見通し。**台湾**は年後半に景気モメンタムは鈍化する見込み。ただし、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**は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に。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、2017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、株価は堅調に推移

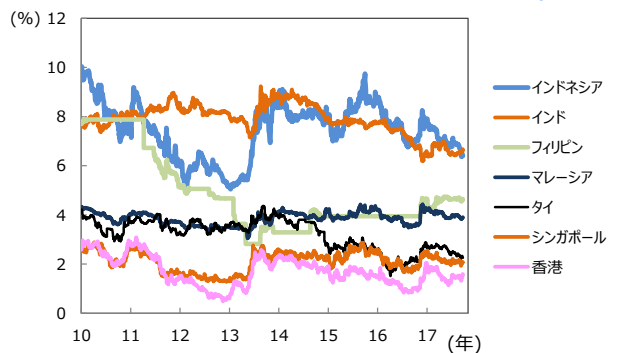
- ・アジア株式市場の予想PER（12カ月先予想ベース）は13.0倍で前月（12.8倍）から若干上昇。2010年以降の平均（11.7倍）を引き続き上回る水準。
- ・引き続き欧米株式に対する相対的な割安感から、アジア株式市場は緩やかな上昇を継続する見通し。
- ・2018年のアジア各国の企業業績見通しが引き続き2桁成長と堅調。アセアン地域では下方修正が見られるものの、堅調な景気見通しもあって、下方修正リスクは限定的。

## <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、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



## <アジア全域の景気は概ね上向きで推移>

- ・8月の日経アセアン製造業PMIは50.4と、再び50を超えとなった。経済規模が大きい日経インドネシア製造業PMIが8月に50を超えたことが主因である。
- ・日経インド製造業PMIも急回復した。7月に全国統一の物品・サービス税（GST）の導入で、企業が受注や生産を控え、在庫を取り崩す動きを強めたことで一時的に景況感が悪化していたものと考えられる。GSTの導入は、中期的には物流コストの低下などによりインド経済にポジティブな影響を与えると期待される。
- ・中国のPMIが引き続き51台を維持する強さで、中国が周辺アジア諸国や地域のけん引役となっている。アジアの全域での景気は概ね上向きで推移していると判断される。

## <中国、インド、インドネシアは2桁増益続く>

- ・アジアを代表する中国、インド、インドネシアは2017年から3年連続で2桁増益が続く見通し。
- ・中国の1株当たり予想利益は、9月に前月比で2017～19年すべて上方修正された。
- ・インドも2018、19年と上方修正されている。インドは18年以降の利益成長が高くなっている。17年はGSTの導入の企業業績への影響が不透明であることが懸念されているが、GSTの導入は18年以降の利益成長の拡大に示されているように中期的には業績にプラスに作用すると期待される。
- ・インドネシアも、予想外の金融緩和やインフラ投資期待から業績の上振れが期待できよう。

## アジア製造業PMIの推移

(ポイント)

年/月 国・地域	17/1	17/2	17/3	17/4	17/5	17/6	17/7	17/8
中国	51.3	51.6	51.8	51.2	51.2	51.7	51.4	51.7
韓国	49.0	49.2	48.4	49.4	49.2	50.1	49.1	49.9
台湾	55.6	54.5	56.2	54.4	53.1	53.3	53.6	54.3
アセアン	50.0	50.3	50.9	51.1	50.5	50.0	49.3	50.4
インドネシア	50.4	49.3	50.5	51.2	50.6	49.5	48.6	50.7
タイ	50.6	50.6	50.2	49.8	49.7	50.4	49.6	49.5
マレーシア	48.6	49.4	49.5	50.7	48.7	46.9	48.3	50.4
フィリピン	52.7	53.6	53.8	53.3	54.3	53.9	52.8	50.6
ベトナム	51.9	54.2	54.6	54.1	51.6	52.5	51.7	51.8
インド	50.4	50.7	52.5	52.5	51.6	50.9	47.9	51.2

(注1) データ期間は2017年1月～2017年8月。□は50以上を示す。  
 (注2) 日経アセアン製造業PMIの対象国は、インドネシア、タイ、マレーシア、フィリピン、ベトナム、シンガポール、ミャンマー。  
 PMI（購買担当者景気指数）：中国は国家統計局ベース、それ以外は日経ベース。  
 (出所) Bloomberg、IHS Markitのデータを基に三井住友アセットマネジメント作成

## 1株当たり予想利益の前年比伸び率

(%)

年 国・地域	2017 (予想)	2018 (予想)	2019 (予想)
MSCIアジア	23.4	11.3	10.7
中国	18.1	14.9	15.2
韓国	49.9	9.6	6.4
台湾	9.7	8.5	8.2
香港	11.9	5.5	5.6
インド	11.1	18.7	17.6
アセアン	11.9	8.8	9.6
シンガポール	10.0	4.6	6.3
インドネシア	16.5	13.7	11.9
マレーシア	3.4	6.6	1.6
タイ	7.1	10.6	8.6
フィリピン	3.0	11.6	12.1
<参考> 日本	13.9	7.7	9.9
<参考> 米国	10.8	11.9	10.2
<参考> 全世界	15.2	10.6	9.5

(注1) データ期間は2017年～2019年。予想はMSCIベース。2017年9月22日現在。  
 □は2桁増益、□は前月比上方修正を示す。  
 (注2) MSCIアセアンの対象国は、シンガポール、インドネシア、マレーシア、タイ、フィリピン。  
 (出所) FactSet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>

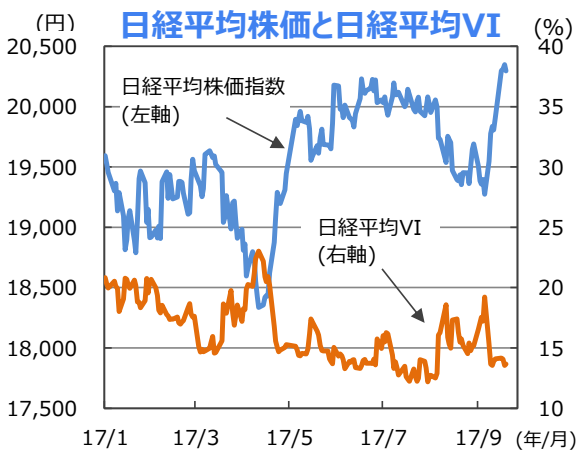
**下値を切り上げる展開を想定。内外の不透明要因が一旦後退、企業業績の改善が再評価される局面へ**

- ・日経平均ボラティリティ・インデックス（VI）が大きく低下するなど、北朝鮮情勢や米トランプ政権の政策運営に対する過度な警戒感が後退し、下値を切り上げる展開となる見通し。欧・米中銀と比べて日銀が緩和的な金融政策を継続する姿勢が明確となり、内外金利差の緩やかな拡大からドル円は底堅く推移すると考えられることも株価を支えよう。
- ・今後はガイダンスの上方修正により企業業績の改善が再評価される局面が想定される。また、解散総選挙を受けた政権安定化の期待も加わり、株式市場は2015年来の高値を試す展開となる見込み。

## <債券市場>

**長短金利操作付きQQEの枠組み継続を想定。長期金利操作目標からの許容乖離幅拡大を試す見通し**

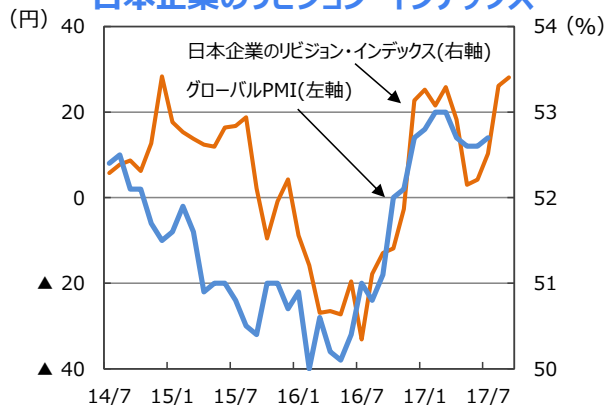
- ・コアCPIは安定的な2%の物価上昇達成は見通せないものの、上昇基調で推移する見込み。こうした中、日銀が2%の物価上昇を目指すスタンスに変化はなく、緩和的な金融政策は長期化する見通し。
- ・コアCPIの前年比上昇率が1%程度に向けて上昇するなか、債券市場は長期金利の操作目標（0%程度）からの乖離許容幅の拡大を試すと思われる。
- ・今後は、次期日銀総裁選出を控え、金融政策の枠組み変更のリスクにも留意が必要となろう。



(注1) データ期間は2017年1月4日～2017年9月22日。  
 (注2) 日経平均株価の将来1か月の変動の大きさを示す。  
 (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

## グローバルPMIと

## 日本企業のリビジョン・インデックス



(注) データ期間は2014年7月～2017年9月。グローバルPMIは2017年8月まで。日本企業のリビジョン・インデックスの9月は17日。日本企業のリビジョン・インデックスは(上方修正企業数 - 下方修正企業数) ÷ 企業数 × 100。4週移動平均。グローバルPMIはJPモルガングローバル製造業PMI。  
 (出所) Bloomberg、Datastream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～2017年9月22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

## 日経平均株価と予想PERの推移



(注1) データ期間は2011年1月4日～2017年9月22日。  
 (注2) 予想PERはBloomberg予想。PERの平均値の計算期間は2011年1月4日～2017年7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

## <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したが、米金利への影響は限定的。引き続き米国政治の混乱や地政学リスクへの警戒が米ドル安・円高の要因に。また、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の抑制材料。
- ・米国は2018年3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。

## <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、10月にテーパリングを発表する見通しで、局面が変化すると見込まれる。ECBによる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>

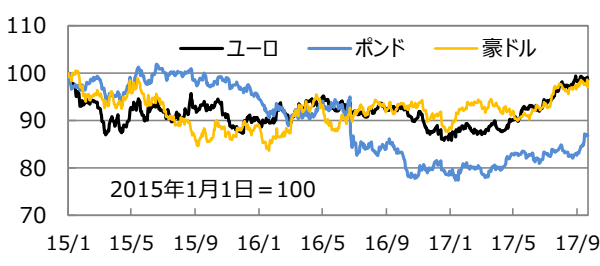
- ・足元の英国経済は概ね好調。8月の消費者物価指数は前年同月比+2.9%と5年ぶりの高水準でBOEの目標(+2%)を上回る。金融政策は当面据え置かれよう。11月の金融政策委員会では利上げが発表される可能性もある。ただ、インフレ率が上昇し続けるとは想定されておらず、利上げは実施されても緩慢なペースでかつ、限定的なものにとどまる見通し。英国景気の回復や金融政策の正常化などにより、英国ポンドは底堅く推移する見通し。

## <円/豪ドルレート>

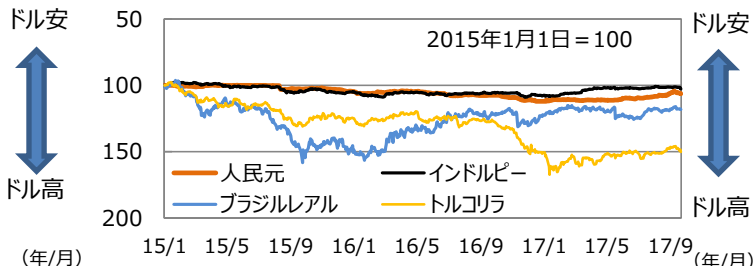
- ・豪ドルは概ね上昇トレンドを辿っている。今後も、①中国経済をはじめとする世界経済の拡大により、資源価格の安定が予想される、②豪州経済の順調な成長が見込まれる、③豪州準備銀行(RBA)の中立姿勢維持に対して日銀の緩和姿勢継続という、金融政策の方向性に違いがある、④豪州の経常収支の改善が予想される、などから、今後も豪ドルの対円相場は底堅く推移すると予想される。

## <為替市場 対ドル及び対円比較>

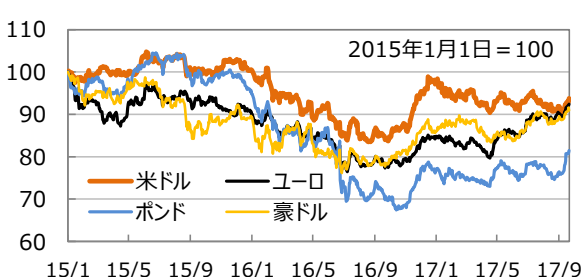
(ポイント) 先進国・地域の為替市場 (対米ドル)



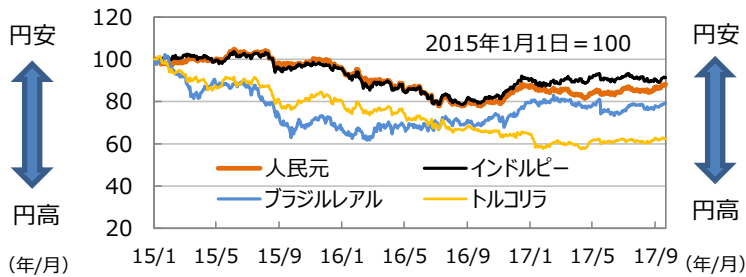
(ポイント) 新興国の為替市場 (対米ドル)



(ポイント) 先進国・地域の為替市場 (対円)



(ポイント) 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9月22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・・・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9月22日