

# 投資環境の見通し

2017年 **12** 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

# 安定が続く円/米ドルレート

### 1米ドル110-115円を中心とした推移が続く

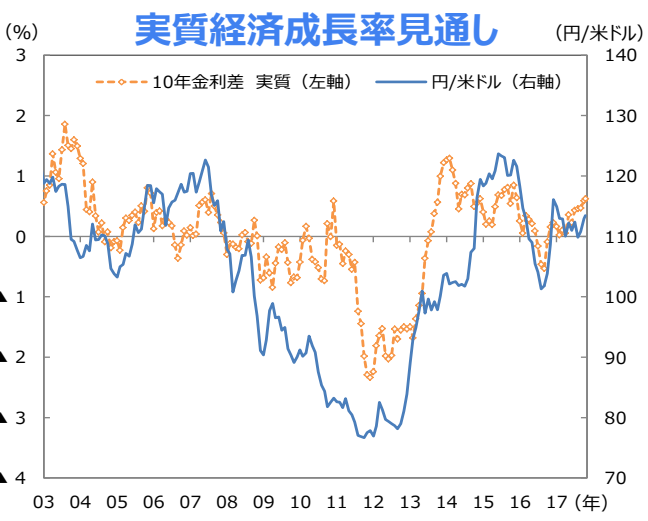
2017年の円/米ドルレートはレンジでの変動を続けてきた。年初はトランプ政権誕生直後の米ドル高の余韻から1米ドル117～118円でスタートした。その後は、北朝鮮情勢などの不透明感が高まった際に107～108円まで円高となった他は、ほぼ110～115円のレンジ内で推移している。

#### 要因その1：実質長期金利差

ここ1年に関していえば、円/米ドルレートがレンジ内の動きを続けている最大の要因は、日米（正確には米日）実質長期金利差が110円を中心としたレンジと整合的な幅となっていることであると思われる。期待インフレ率は計測の仕方に

よって若干変化するため、幅を持つ必要があるが、10年国債利回りからゼロ・クーポンインフレスワップで計測したインフレ期待を引いて実質金利とすると、現状は米国がプラス0.1～0.2%、日本がマイナス0.3～0.4%で、両者の差（米国マイナス日本）は0.5%ポイント前後である。

時折ずれるケースもあるが、過去10年以上にわたり、円/米ドルレートは実質長期金利差と密接な関係が続いている。大幅な円高（1米ドル75～80円）や円安（125円超）になるのは、2%ポイントを超える大幅な金利差（円高時はマイナス、円安時はプラス）となった場合である。0.5%程度の金利差の場合、100円を大きく超える円高や120円を上回る円安が定着する可能性は小さい。



(注1) データ期間は2003年1月～2017年11月。2017年11月は10日まで。  
 (注2) 食品・エネルギーを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



(注) データ期間は2013年1月1日～2017年11月10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

# 安定が続く円/米ドルレート

## 要因その2：日本の輸出の復活

但し、先行きを金利差だけで考えれば、日米実質金利差の拡大と共に、円安方向の動きとなる可能性が高い。

それに歯止めをかけるとみられる（あるいは歯止めになり始めている）要素が日本の輸出の復活である。輸出数量を世界金融危機直後の2010年の平均を100としてグラフ化すると金融危機以降、横這い傾向が続いていた。2012～2013年は大幅な円高・海外への生産拠点の移転の影響が輸出を抑制した。2014年以降は産業空洞化には一定の歯止めがかかったが、アジアをなど新興国を中心に海外景気が悪化、特に日本が得意とする資本財や電気機械への需要が落ち込んだことから円安メリットが生かせなかった。

しかし、2016年後半以降は海外拠点への生産移転が一服する中、アジアなどで設備投資や耐久消費財への需要が回復したため、日本の輸出数量が明確に増加し始めた。日本の輸出が世界市場でのシェアを取り戻し始めており、大幅な円安に対しては、貿易黒字の回復が一定の抑制要因となる可能性が高い。

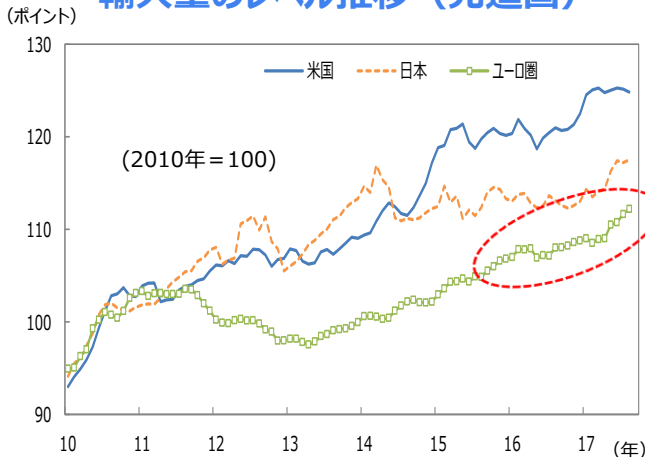
## 要因その3：政治・政策

加えて、日、米、欧の主要先進国の政治・政策が現状からの為替の大幅変動を望まない運営となっている。

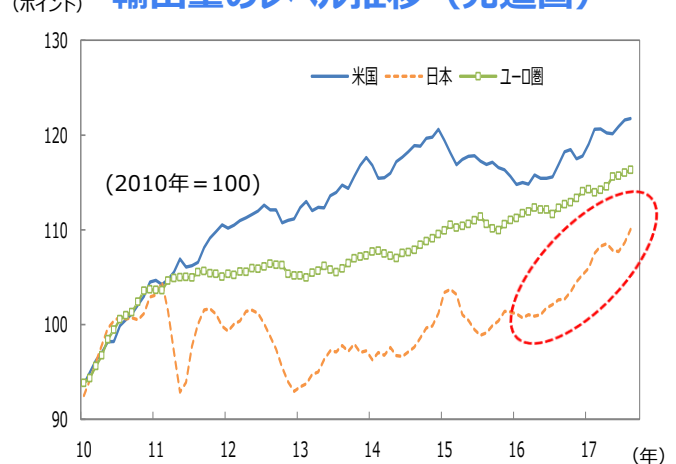
例えば、金融政策だが、近年、失業率が低下しても賃金・インフレ率が緩やかにしか加速しない状況が続いている。これに対し、金融引き締めによって10%程度通貨高になると、1年程度で米、ユーロ圏、日本共に0.4～0.5%もインフレ率が抑制される。景気拡大が続いて失業率が低下しても、拙速な利上げ（量的緩和の縮小）を行うと、通貨高によってインフレの改善が止まってしまう恐れが大きい。このため、米連邦準備制度理事会（FRB）も欧州中央銀行（ECB）もインフレ率が目標値に近づくまで、利上げ・量的緩和の縮小に従来よりも慎重に行う傾向が出てきており、米・ユーロ圏が日本よりも金融緩和の出口に近いとしても円安ペースは緩慢にしか進まない。

日米関係を考えても、対アジア政策などで良好な日米関係の維持はトランプ政権・安倍政権双方に重要だが、トランプ大統領は貿易不均衡是正を掲げて当選した。日本経済に悪影響を及ぼす大幅円高も、貿易不均衡を再拡大させる大幅円安も、望ましくないだろう。

## 輸入量のレベル推移（先進国）



## 輸出量のレベル推移（先進国）



(注) データ期間は2010年1月～2017年8月。3カ月移動平均の推移。  
(出所) オランダ統計局のデータを基に三井住友アセットマネジメント作成

# 安定が続く円/米ドルレート

## 長期的な円高懸念も後退

以上の要因はしばらく残り、2018年も円/米ドルはレンジ相場がメインシナリオだろう。

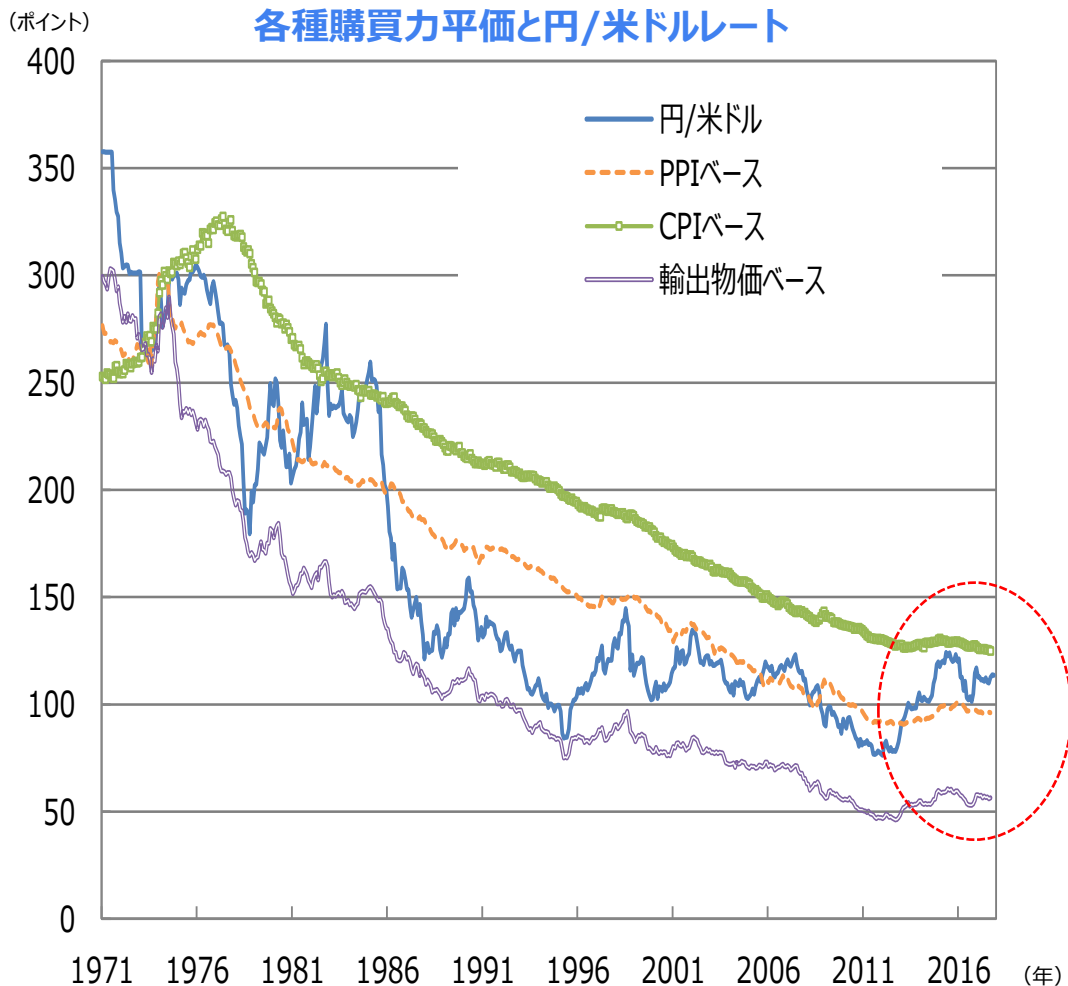
また日銀が2%のインフレ目標を採用し、日本でデフレが止まったため、長期トレンドを示す購買力平価も円高バイアスが弱まった。中長期の観点からも、以前ほど極端な円高が続く可能性は小さくなっている。

わが国の投資家にとっては、短期的にも中期的にも、国際分散投資を進めてゆくべき局面といえるだろう。

## 注目される政策・政治動向

北朝鮮情勢が当面こう着状態と想定すると、2017年12月から2018年初のイベントリスクとしては、米欧を中心に政策・政治の動向が注目されよう。

米国では、税制改革案の上院可決の時期、下院案（11月16日に可決済み）との一本化に要する時間（12月中か年をまたぐか）、一本化の過程における修正内容（設備投資の一括償却や利払いの損金算入制限の具体的な内容など）が注目点である。



(注) データ期間は1971年1月～2017年11月。購買力平価は物価データの関係から2017年9月まで。円/米ドルレートは11月10日まで。

(出所) 米労働省、米商務省、FRB、IMF、日銀、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

また、米国では、12月8日が暫定予算の期限となっている。共和・民主両党の対立が続き、予算が延長されずに政府が閉鎖されるリスクは低いが、金融市場が一時的に神経質になる局面はありえる。

FRBは12月12-13日の公開市場委員会(FOMC)で0.25%の利上げに踏み切る見通しだが、金融市場は90%以上織り込んでいる。むしろ2018年の政策金利に関するFOMCメンバーの予想分布、記者会見の内容など先行きに関する材料が市場の変動要因となりえる。欧州では、ECB理事会が12月14日に開催される。景気データの改善、原油価格上昇を受けて、成長率・インフレ率の見通しをどの程度上方修正するかによって、金融政策の先行きに関する金融市場の見通しが変化する可能性がある。

また12月14-15日にはEU首脳会議(サミ

ト)が予定されている。英国のEU離脱交渉にむけて具体的な進展(財政分担金の支払い額、移行期間の設定など)があるかは、ポンドの為替レートにとって無視できない材料である。

ドイツの政局は、メルケル氏を首班とする政権が樹立される可能性が高いが、連立協議を注視しておくことが必要だろう。

米欧以外では、共産党大会の終了をうけ、中国の金融政策・規制強化に関する観測が材料視される局面がみられるが、中国の金融市場における資金調達全体の動向を示す社会融資総量は前年比13%と、政府目標の12%を上回る伸びが続いている。金融政策運営は必ずしも引き締めのではなく、懸念は徐々に鎮静化に向かうとみておきたい。

(吉川チーフマクロストラテジスト)

## 今後の主要日程予定

2017年 海外		2017年 日本	
12月 8日	米国 暫定予算期限	20-21日	金融政策決定会合
11-14日	-- WTO閣僚会議	月内	2018年度税制改正大綱、2018年度予算閣議決定
12-13日	米国 FOMC(見通し、記者会見)	月内	日中韓首脳会談?
14日	ユーロ ECB理事会(見通し)		
14-15日	ユーロ EU首脳会議		
月内	韓国 対北朝鮮「斬首作戦」部隊創設		
2018年 海外		2018年 日本	
1月 25日	ユーロ ECB理事会	22-23日	金融政策決定会合(展望レポート)
30-31日	米国 FOMC	月内	通常国会
月内	米国 一般教書		
2月 3日	米国 イエレンFRB議長任期		
16日	北朝鮮 金正日誕生日		
月内	米国 FRB議長の半期議会報告		
月内	米国 大統領予算教書		
3月 8日	ユーロ ECB理事会(見通し)	8-9日	金融政策決定会合
20-21日	米国 FOMC(見通し、記者会見)	19日	岩田・中曽日銀副総裁任期
月内	ロシア 大統領選挙	中旬	春闘集中回答日
月内	中国 中国全人代		
4月 15日	北朝鮮 金日成誕生日	8日	黒田日銀総裁任期
26日	ユーロ ECB理事会	26-27日	金融政策決定会合(展望レポート)
中旬	米国 為替報告		
月内	-- IMF・世銀春季総会		
月内	-- G20財務相・中銀総裁会議		

(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

ハリケーンの影響で指標が振れやすいが、米経済の成長率は2%前後で推移しよう。中国景気減速の影響で、2017年10-12月、2018年1-3月の成長率は若干鈍化する見込み。但し、企業心理は好調で、設備投資が増加基調にある上、2018年4-6月に減税が行われる可能性が高いため、大崩れのリスクは低い。FRBは12月に利上げを実施するだろうが、その後は、低インフレが続く中、2018年の利上げは2回に止まろう。

## 中国：景気は軟着陸へ

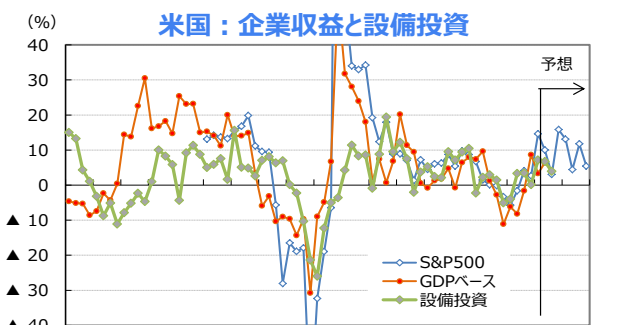
実質成長率に対する寄与をみると、投資が低下傾向、消費が高まる方向にあり、経済のリバランスが緩やかに進行している。景気は10月の鉱工業生産を含め、全体的に堅調だが、今後は、金融政策の効果や環境規制による素材の生産抑制により、成長率は2017年7-9月期の前年比6.8%から徐々に減速するだろう。減速方向といっても供給抑制による在庫圧縮が図られており、鉄鋼市況や生産者物価は、プラス圏を維持しよう。

## ユーロ圏：ECBの経済予測に注目

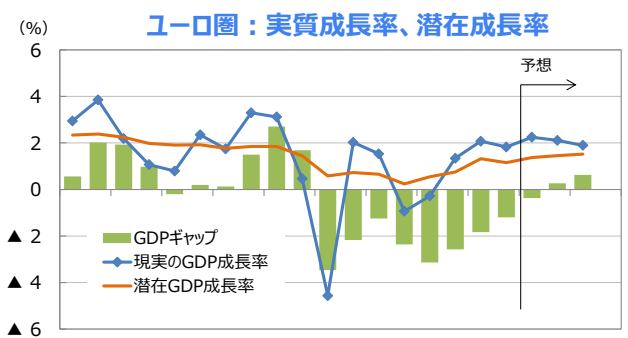
ユーロ圏は低金利と拡張的財政にサポートされ、2%前後の潜在成長率を上回る成長が続く見通し。ECBは2017年10月の理事会で2018年初より資産購入を月間300億ユーロに減額し、9月まで継続することを決定した。政策金利の引き上げについては2019年前半まで待つ可能性が高いが、原油価格反発などを受けて、ECBが12月の見通し改定において成長率、インフレ率の予想をどの程度上方修正するかが注目されよう。

## 日本：名目成長重視の政策

総選挙での連立与党勝利を受けて、黒田総裁の下で進められてきた量的金融緩和路線が継続する見通しとなった。また、安倍政権は総選挙での論戦を通じて財政の健全化目標を事実上先送りしており、財政も緩やかな拡張が続こう。基本的に名目GDPの成長を意識した政策運営が続くだろう。労働市場の需給がさらに引き締まる中で、パートタイマーの賃金上昇が進んでおり、全体にどう波及してくるかも注目材料だろう。



(注) GDPベースの収益は税引き前・在庫評価・減価償却調整後。S&P500ベースはEPS(2017年10-12月期以降はコンセンサス予想)。設備投資は前期比年率。データ期間は2000年1-3月期～2017年4-6月期。前期比年率。  
(出所) 米商務省、Thomson Reuterのデータを基に三井住友アセットマネジメント作成



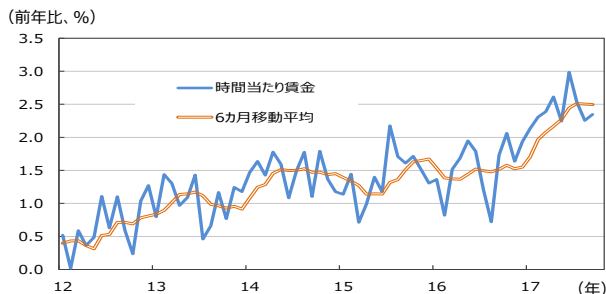
(注) データ期間は1999年～2019年。2017-19年は欧州委員会予測。  
(出所) 欧州委員会、Datastreamのデータを基に三井住友アセットマネジメント作成

## 中国：実質成長率と項目別寄与度 (前年比、%)

年	実質GDP	成長への寄与		
		消費	投資	外需
2011	9.5	5.9	4.4	▲ 0.8
2012	7.9	4.3	3.4	0.2
2013	7.8	3.6	4.3	▲ 0.1
2014	7.3	3.6	3.4	0.3
2015	6.9	4.1	2.9	▲ 0.1
2016	6.7	4.3	2.8	▲ 0.5
2017 (1-9月)	6.9	4.5	2.3	0.2

(注) データ期間は2011年～2017年1-9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：パートタイム労働者の時間当たり所定内給与



(注) データ期間は2012年1月～2017年9月。  
(出所) 厚生労働省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

17年12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11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			11月上旬以降の調整により、短期的な過熱感の後退した。内外景気回復、円高リスク低下に加え、総選挙の結果を受けて、経済政策の安定性も高まっており、今来期の業績を再評価する展開を見込む。割安感もプラス材料となる。北朝鮮情勢はリスクが当面どう着伏状態を想定。	
	米国			バリュエーションの拡大余地は限定的だが、低金利環境のもとで高水準を維持できよう。名目成長率の安定などマクロ環境が堅調であることから、2018年の業績改善への確信度が高まるともに、上値を試す展開が見込まれる。利益見通しの上方修正要因として、減税など財政政策にも注目。	
	欧州			景気回復が企業収益に波及、海外関連企業に続き国内関連企業の業績も改善、バリュエーションに拡大余地が残るから底堅い展開を見込む。ECBの量的緩和縮小が緩やかに実施される見通しであることもサポート材料。為替の動向、イタリアの政治情勢等には一応の注意が必要。	
	豪州			世界経済の回復により、株式市場の下振れ懸念が後退した。また、中国景気の見通し改善を受けて、鉱山株のアップサイドが期待される。但し、全体としては株価が景気回復を概ね織り込んでいることや不動産価格の抑制策、豪ドル高などの抑制要因もあり、上値の重い展開を見込む。	
	アジア	先進国 (HK, SG)			全体として緩やかな上昇を予想。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堅調な見通し。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、景気・業績面でも不透明感があるため、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な割安感や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な推移が見込まれる。
	新興国			一時的な鈍化はありえるが、米欧長期金利の上昇が限定的で、資金が潤沢な中、景気回復を背景に資金流入持続。但し、ファンダメンタルズによる選別化が想定される。	
リート	日本			国内景気を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成長の魅力は維持されている。日銀の金融政策についても変更はないとみられるが、金利の先高値や投信を中心とする需給面の下押し要因があり、ファンダメンタルズに沿った上昇はまだ予想しにくい。	
	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。今後も金利変動の影響は受けるが、安定業績のもと緩やかな上昇が見込まれる。	
債券	日本			景気回復が続く中ではあるが、コアCPIは1%弱の上昇に止まるとみられる。日銀は2%の物価上昇を目指すスタンスを維持し、緩和的な金融政策は長期化する見通し。但し、緩やかながらも経済物価状況の改善が続けば、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可能性がある。	
	米国			FRBは10月より（バズシート縮小を開始したが、低インフの下、先行きのFFレート引き上げは緩やかになる（2017年12月及び、2018年に2回と予想）。 長期金利は当面はレンジだが、2018年に向けFRBの資産圧縮などを受けた期間プレミアムの拡大により、緩やかなレンジ切り上げが見込まれる。	
	欧州			ECBは2018年初めの債券購入減額を決定したが、量的緩和の終了時期は明示せず、利上げは2019年以降の見込みとなった。長期金利も当面はレンジ相場となろう。しかし、景気堅調が続けば、ECBが金融政策の正常化を段階的に進めてゆくことになり、長期金利は緩やかにレンジを切り上げよう。	
	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となる見通し。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			FRBやECBの量的緩和縮小は緩やか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、全体として資金流入が継続しよう。但し、緩やかながら先進国の長期金利が上昇傾向となるため、スプレッドは横ばいから小幅拡大方向となろう。一部政治リスクによる選別化に留意しておく必要がある。	
クレジット	投資適格			米税制改革を巡る不透明感、一部セクターに関するネガティブニュースなどを受けて足元、スプレッドはやや拡大した。しかし、米長期金利の上昇が緩やかな下、金利水準を求め資金流入は継続。企業収益は良好な結果が続いており、ファンダメンタルズも悪くないため、今後はスプレッドは横ばい傾向を見込む。	
	ハイ・イールド			米税制に関する不透明感、ネガティブニュースに加え、ポジション調整によるアロー悪化もあり、スプレッドのワイド化が進んだ。しかし、信用力の低いワイルド企業はデフォルトは一巡していること、企業収益が安定化していることなどを考慮すると、スプレッドは徐々に安定してくる見込み。	
通貨	米ドル			日米金利差拡大が若干のドル高要因だが、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、レンジでの変動を予想。減税を中心とする財政政策の帰趨が一時的な変動要因となる可能性がある。	
	ユーロ			ECBが金融緩和の縮小を慎重に進める姿勢のため、当面ユーロもレンジの動きとなりそうだが、低水準の実質金利にサポートされ、ユーロ圏の景気は堅調を続ける見通しであり、長期金利、ユーロ共に徐々にレンジを切り上げるだろう。ドイツの賃金交渉など、2018年前半の賃金・労働市場の動向が注目される。	
	豪ドル			豪州の賃金上昇・インフレ率が予想よりも緩やかな展開となっており、RBAは現状の政策金利をしばらく維持する見通し。但し、豪州のファンダメンタルズは悪くなく、金利差を受けた資金流入が見込めること、商品市況も強含みになっていることなどから、豪ドルは堅調なレンジで推移しよう。	

（注）2017年11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

## 主要資産の市場見通し

	2017/10-2017/12見通し			2018/1-2018/3見通し			2018/4-2018/6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	1,700	1,960	1,880	1,720	2,000	1,900	1,720	2,000	1,900
日経平均株価	21,000	23,500	22,700	21,000	24,000	23,000	21,000	24,000	23,000
TOPIX（配当込）	2,483	2,861	2,745	2,524	2,931	2,786	2,536	2,943	2,798
<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	0.30	0.20
NOMURA-BPI（総合）	375	382	378	375	382	379	373	383	376
<b>外国株式</b>									
S&P500	2,425	2,675	2,600	2,450	2,725	2,650	2,450	2,750	2,675
NY DOW	22,000	24,300	23,600	22,200	24,700	24,000	22,200	25,000	24,300
EURO Stoxx	365	420	400	365	420	405	365	425	410
FT100	7,000	8,000	7,600	7,000	8,000	7,700	7,000	8,100	7,800
HangSeng	26,000	32,000	29,000	26,500	32,500	29,500	27,000	33,000	30,000
MSCI AC Asia ex Japan(Gross US\$)	1,400	1,600	1,500	1,400	1,600	1,525	1,475	1,675	1,575
MSCI（¥）	2,231	2,716	2,518	2,261	2,804	2,626	2,303	2,918	2,707
<b>外国債券</b>									
米国10年金利	2.20	2.60	2.40	2.20	2.70	2.40	2.20	2.80	2.50
独国10年金利	0.20	0.60	0.40	0.20	0.60	0.40	0.30	0.70	0.50
英国10年金利	1.10	1.60	1.40	1.10	1.60	1.40	1.10	1.70	1.50
米国30年金利	2.70	3.20	2.90	2.70	3.30	2.90	2.70	3.40	3.00
Citi-WGBI(¥)	431	486	458	432	493	470	435	508	477
Citi-WGBI(¥Hedge)	380	390	385	380	391	386	378	391	384
<b>為替</b>									
ドル/円	108.00	115.00	112.00	108.00	118.00	114.00	110.00	120.00	115.00
ユーロ/ドル	1.14	1.22	1.18	1.14	1.22	1.18	1.15	1.25	1.20
ユーロ/円	125.00	140.00	132.00	125.00	140.00	135.00	125.00	145.00	138.00
ポンド/円	140.00	160.00	150.00	140.00	160.00	150.00	140.00	160.00	152.00
豪ドル/円	82.00	97.00	86.00	85.00	100.00	88.00	85.00	100.00	90.00
<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	1.25	1.50	1.50	1.25	1.50	1.50	1.50	1.75	1.75
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11月17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>

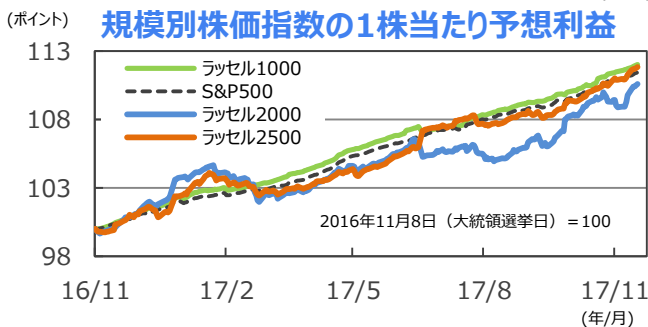
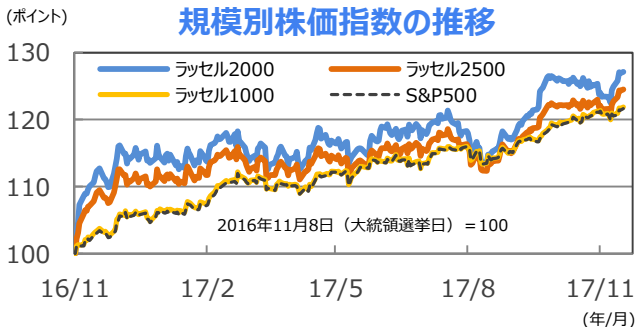
**バリュエーションの拡大余地は限定的ながら、2018年の業績に対する確信度の高まりと共に株価は上値を試そう**

- ・良好なマクロ環境のもと、企業業績はマクロの成長率を上回る増益が見込まれる。堅調な企業業績が株価を下支えする見込み。2018年早期に税制改革が実現すれば増益率の上乗せが期待でき、株価を押し上げる材料となろう。流動性相場の一巡も、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（株価収益率）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。
- ・引き続き、税制改革法案の行方が注目されよう。法人税減税の時期が2019年にずれ込めば、2018年の業績予想はその分が修正されることとなる。ただし、法人税減税によるプラス効果は2019年の利益予想に反映されることになるため、複数年で業績を見れば大きなマイナス要因とはならない。小型株は、法人税減税を巡る思惑で高い変動性が続く可能性はあるが、大型株は業績面でのブレがほとんどなく堅調な展開が持続しよう。

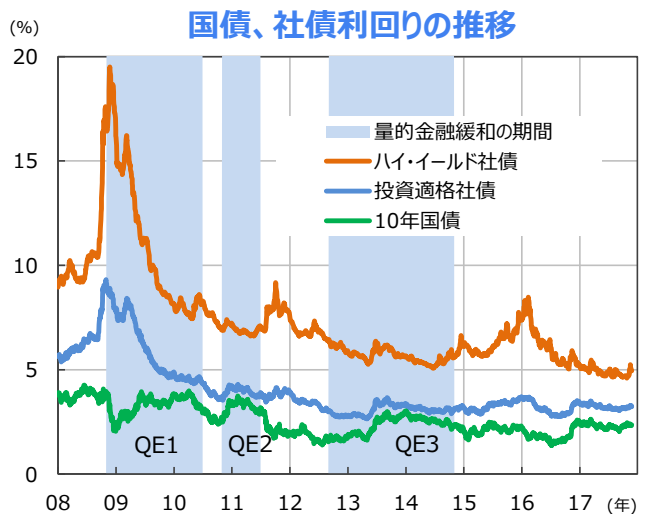
## <債券市場>

**長期金利はレンジ相場継続を予想。その後やや水準を切り上げる展開か**

- ・国債：税制改革案の審議が継続する中で、その進展状況や経済指標を睨みつつレンジ内で一進一退での展開を想定。その後は、景気の底堅さ、金融の正常化方針の継続から、長期金利はやや水準を切り上げる展開を予想。
- ・投資適格社債：高格付け債を中心に起債が相次いだことが重石となったものの、ほぼ山を越えた。利回りと安定を求める投資家ニーズは米国内を中心に引き続き強く、需給関係は引き続き引き締まっていることが支援材料となろう。
- ・ハイ・イールド社債：税制改革に係る不透明感等の強まりなどから、11月以降はハイ・イールド社債への資金流入が細るなど、需給関係がやや悪化している。株式同様、税制改革の早期実現の可能性を探る展開。



(注1) データ期間は2016年11月8日～2017年11月24日。  
 (注2) ラッセル2000：代表的な小型株指数、ラッセル2500：代表的な中小型株指数、ラッセル1000・S&P500：代表的な大型株指数。  
 (注3) 1株当たり予想利益は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



(注1) データ期間は2008年1月2日～2017年11月24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、企業業績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る。バリュエーションにも拡大余地がある

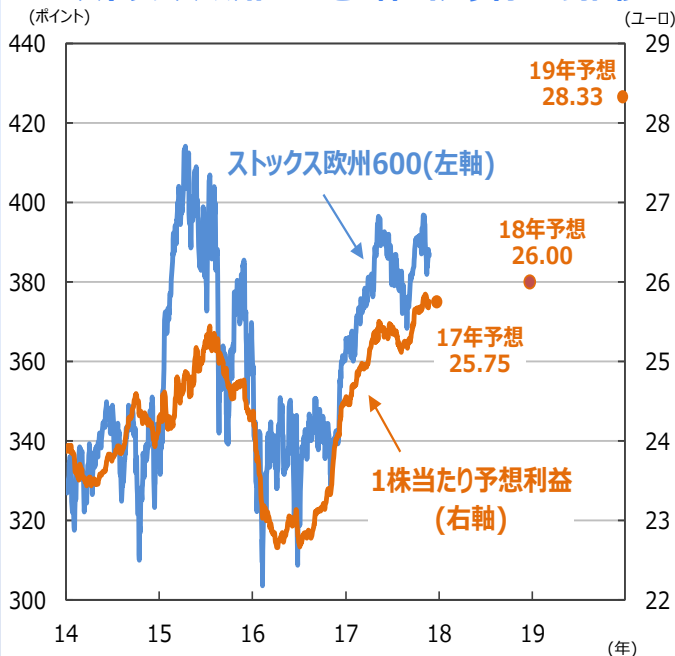
- ・景気回復および景況感の改善を背景として、ユーロ圏の主要セクターの業績は、引き続き回復から拡大の途上にあるなど、業績改善に勢いがうかがえる。輸出等の外需セクターが好調だが、内需セクターも回復傾向を強めている。
- ・先行している米国市場との相対比較でも、欧州企業の方が米国企業よりも業績の伸びが高いが、株価収益率は米国株式よりも低いなど、欧州株式に割安感が広がっている。欧州株式市場は堅調な展開が見込まれる。
- ・ただ、ユーロ高が業績面で頭を抑える可能性があり、この点は注意が必要と思われる。

## <債券市場>

長期金利はレンジ相場継続を予想。2018年4-6月期以降、緩やかにレンジを切り上げていく見通し

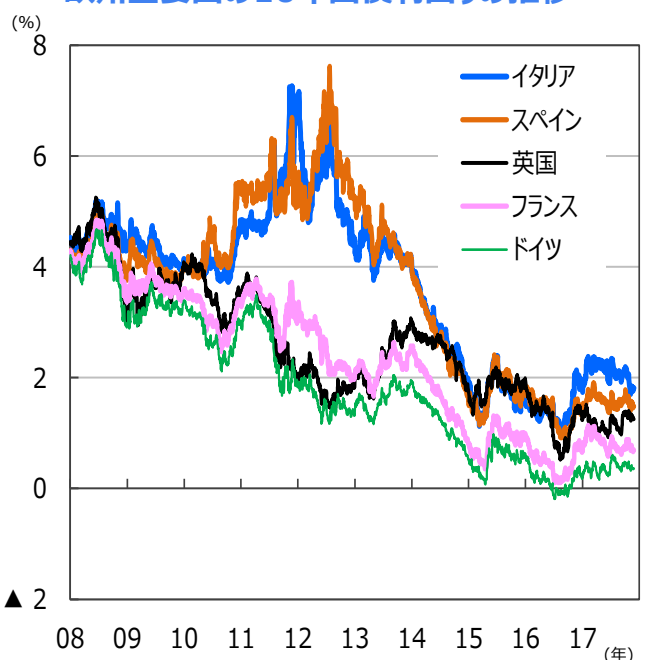
- ・ECBは10月に2018年1月からの量的金融緩和策の資産購入額を半減させ、9月まで継続することを決定した。ECBによる金融政策は今後縮小する局面となるが、ECB主流派メンバーが慎重な姿勢を維持していることや物価上昇が抑制されていること等から、長期金利はレンジ相場が継続すると予想する。一方、イタリア選挙やIGメタルの賃金交渉が終了する2018年4-6月期頃から、ECBの次の緩和縮小に向けたステップ（フォワードガイダンスの変更等）が予想される。長期金利はこうした動きを背景に水準を切り上げる展開となろう。

### 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11月24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11月24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>

・製造業PMI（購買担当者景気指数）は50超で安定しており、物品・サービス税（GST）に伴う混乱の最悪期を脱した政府は大型の景気刺激策を発表した（10/24）。国営銀行への資本注入と大規模高速道路建設等を実施する計画で、中長期的な経済成長率を引き上げると期待される。

## <NIEs 4>

・**シンガポール**は中国の成長率安定化を受けて、2017、18年は3%台の成長が続こう。**香港**の成長率は中国景気の影響で18年はやや鈍化する見通し。**韓国**は良好なスマホ需要を背景に17年は上振れるが、18年はモメンタムが鈍化しよう。**台湾**は好調な新型スマホの需要を背景に、堅調を維持しよう。

## <ASEAN>

・**インドネシア**は投資の伸びが加速しており、高成長を維持する見通し。中銀はインドネシアルピアの安定を志向した自国通貨売り介入を行っていると思われ、金融緩和の効果が景気にポジティブに作用しよう。**マレーシア**は国営企業などを活用して公共投資の伸びを確保する方針。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しよう。**フィリピン**は中間所得層が拡大傾向をたどる中、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続こう。**タイ**は公共投資の執行ペースが高い伸びを維持しており、来年にかけて3.5%成長を維持しよう。**ベトナム**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する見通し。

## <株式市場>

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

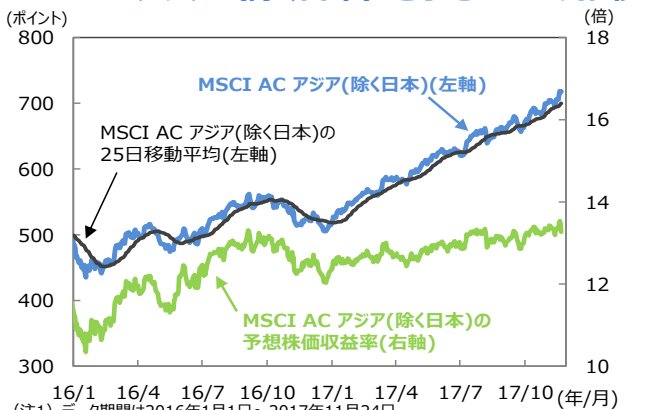
- ・引き続き欧米株式に対する相対的な割安感から、アジア株式市場は緩やかな上昇を継続する見通し。
- ・アジア株式市場の予想PER（12カ月先予想ベース）は13.3倍で前月（13.0倍）から若干上昇。2010年以降の平均（12.3倍）を引き続き上回る水準。
- ・2018年のアジア各国・地域の企業業績見通しは、堅調なグローバル・中国景気を背景に、中国の上方修正が継続。アセアン地域では下方修正が見られるものの、堅調な景気見通しもあって、下方修正リスクは限定的。また、アセアンの中でも、インドネシアは上方修正が続いている。

## <債券市場>

### 総じて安定的な推移

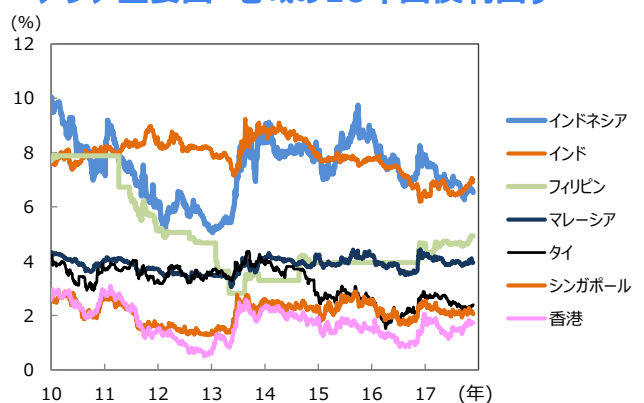
- ・米国が利上げ局面にある中、アジアの通貨は総じて落ち着いた動きとなり、また、インフレが中央銀行の目標レンジ内に収まる見込みのため、多くの中央銀行は引き続き中立姿勢を続けられる。
- ・米国の利上げは、インフレが落ち着いた水準で推移すると予想される中、緩やかなペースで実施される見通し。今後の米長期金利の上昇は極めて緩慢なものになると予想され、アジア各国・地域の長期金利も総じて安定的な推移が見込まれる。

## MSCI ACアジア（除く日本）と予想PERの推移



(注1) データ期間は2016年1月1日～2017年11月24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～2017年11月24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

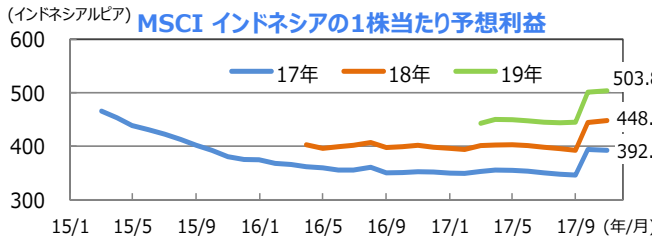
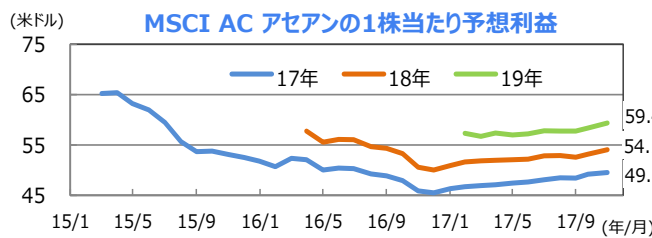
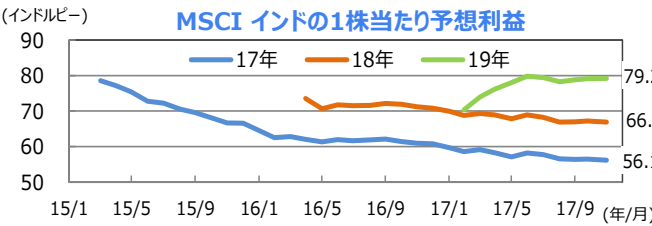
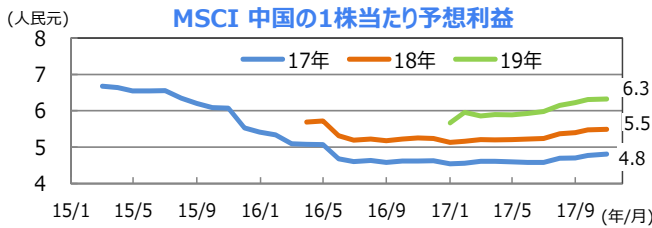
## 1株当たり予想利益の前年比伸び率

(%)

国・地域	年 時価総額 比率	2017 (予想)	2018 (予想)	2019 (予想)
MSCIアジア(除く日本)	100.0	26.0	11.8	11.2
中国	34.8	21.1	14.2	15.2
インド	9.7	10.7	19.1	18.3
アセアン	12.9	13.7	9.2	9.8
シンガポール	4.2	9.8	5.5	6.8
インドネシア	2.5	30.3	14.3	12.4
マレーシア	2.5	0.4	11.6	8.3
タイ	2.5	7.8	7.9	13.1
フィリピン	1.2	1.3	12.8	12.1
韓国	18.1	53.3	11.4	5.3
台湾	13.2	8.8	10.0	7.8
香港	11.2	11.3	5.8	9.3
パキスタン	0.1	▲ 21.1	32.1	9.5

(注) データは2017年11月17日時点の予想。予想はFactSet。  
▲は2桁増益を示す。

(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



(注) 1株当たり予想利益の直近は2017年11月(11月17日現在)。スタート時期は2017年予想が2015年3月から、2018年予想が2016年4月から、2019年予想が中国、インドが2016年4月から、アセアンが2017年2月から、インドネシアが2017年3月から。予想はFactSet。

(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

## <良好な経済・企業業績と安政したマネーフローが支え>

- ・MSCI AC アジア (除く日本) の1株当たり予想利益は中国、インド、インドネシアをけん引役に2019年まで2桁の増益が続く見通し。
- ・アジア株式市場が堅調に推移している背景として、安定した資金流入が挙げられよう。
- ・米国からの証券投資を見ると、欧州とその他アジア、ラテンアメリカへの株式投資が増加。こうした資金の流れは、地政学リスクやトランプ政権の不安定化による先行き不透明感の高まりやFRBによる金融政策の正常化によって、一時的に鈍る可能性はあろう。ただ、世界経済の拡大がアジアにも広がる流れは2018年も続く予想され、資金フローが大きく逆流する可能性は小さいと考えられる。

## 米投資家による対外投資の推移

(単位: 10億ドル)

	米投資家による対外投資	米投資家による対外投資			米投資家による対外投資						
		債券	株式		債券	株式					
全体	16年 1-3月	76	95	▲ 19	アジア	16年 1-3月	37	25	13		
	4-6月	8	33	▲ 25		4-6月	15	15	0		
	7-9月	77	75	▲ 2		7-9月	14	20	▲ 6		
	10-12月	43	57	▲ 14		10-12月	16	16	0		
	17年 1-3月	47	62	▲ 16		17年 1-3月	6	21	▲ 15		
	4-6月	1	53	▲ 51		4-6月	▲ 13	8	▲ 21		
	7-9月	49	68	▲ 19		7-9月	14	22	▲ 7		
	16年 1-3月	27	36	▲ 9		日本	16年 1-3月	18	10	8	
	4-6月	▲ 24	▲ 5	▲ 18			4-6月	10	7	3	
	7-9月	15	10	5			7-9月	11	10	1	
10-12月	▲ 5	4	▲ 9	10-12月	6		4	2			
17年 1-3月	▲ 34	▲ 22	▲ 12	17年 1-3月	9		10	▲ 1			
4-6月	▲ 56	▲ 20	▲ 36	4-6月	1		2	▲ 1			
7-9月	15	36	▲ 21	7-9月	1		1	▲ 0			
欧州	16年 1-3月	27	36	▲ 9	中国		16年 1-3月	2	2	0	
	4-6月	▲ 24	▲ 5	▲ 18			4-6月	1	2	▲ 1	
	7-9月	15	10	5			7-9月	2	2	0	
	10-12月	▲ 5	4	▲ 9		10-12月	1	0	0		
	17年 1-3月	▲ 34	▲ 22	▲ 12		17年 1-3月	3	3	0		
	4-6月	▲ 56	▲ 20	▲ 36		4-6月	1	1	0		
	7-9月	15	36	▲ 21		7-9月	9	10	▲ 1		
	カリブ諸国	16年 1-3月	▲ 4	9		▲ 13	ラテンアメリカ	16年 1-3月	11	12	▲ 1
		4-6月	14	16		▲ 3		4-6月	▲ 16	▲ 15	▲ 1
		7-9月	19	12		6		7-9月	2	3	▲ 1
10-12月		18	21	▲ 2	10-12月	▲ 2		1	▲ 2		
17年 1-3月		49	44	5	17年 1-3月	1		1	▲ 1		
4-6月		59	55	3	4-6月	▲ 1		▲ 1	▲ 1		
7-9月		22	19	3	7-9月	▲ 4		▲ 4	0		
その他アジア		16年 1-3月	11	12	▲ 1	その他アジア		16年 1-3月	17	13	4
		4-6月	▲ 16	▲ 15	▲ 1			4-6月	5	7	▲ 2
		7-9月	2	3	▲ 1			7-9月	1	8	▲ 8
	10-12月	▲ 2	1	▲ 2	10-12月		9	11	▲ 2		
	17年 1-3月	1	1	▲ 1	17年 1-3月		▲ 6	8	▲ 14		
	4-6月	▲ 1	▲ 1	▲ 1	4-6月		▲ 14	5	▲ 19		
	7-9月	▲ 4	▲ 4	0	7-9月		4	11	▲ 6		

(注) 計数の符号は、プラスが米国への資金流入(対内投資の増加)、マイナスが米国からの資金流出(対外投資の増加)を示す。

■は米国への投資増加、■はそれぞれの地域への投資増加を示す。

(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

## <株式市場>

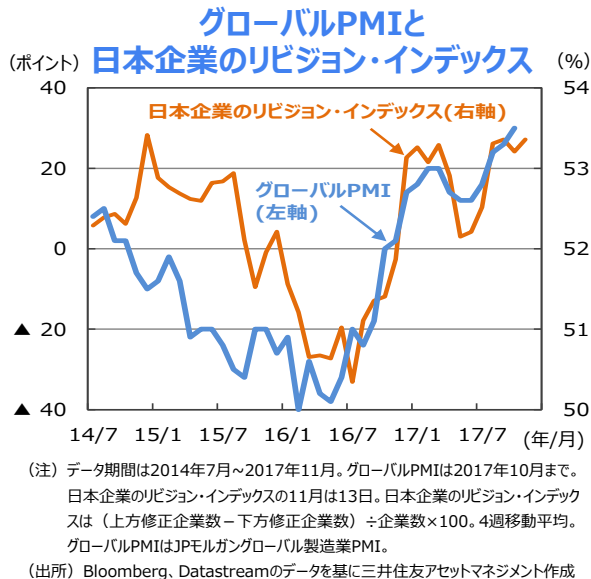
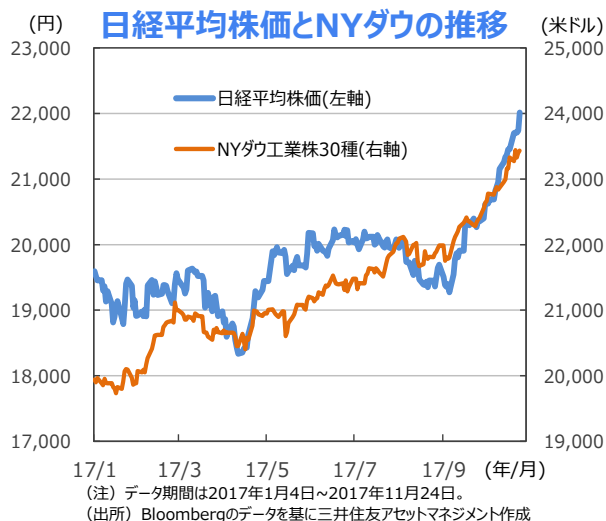
**短期的な過熱感が後退。今来期の業績拡大を再評価する展開へ**

- ・東証株価指数（TOPIX）が11月上旬に2007年以来の高値を上回った後一旦調整したことで、短期的なテクニカル指標での過熱感は後退した。2017年度上期決算は製造業がけん引する形で2桁増益となり、今来期の業績見通しが上振れる公算が強まり、業績拡大を再評価する展開へ。
- ・下振れリスクとしては、①主要中銀による金融引き締めへの過度な懸念の高まり、②米国保護主義政策の強まり、③中国経済の下振れ、④北朝鮮問題など地政学リスクの高まり、などが引き続き想定される。

## <債券市場>

**長短金利操作付きQQEの枠組み継続を想定。**

- ・国内景気が回復する中、コアCPIは前年同月比+1%弱の上昇率に止まる見込み。物価の上振れ要因（原油高や大幅な円安）は顕在化しない中、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。
- ・ただ、物価状況が改善すれば、2018年度に日銀は長短金利操作目標（0%程度）からの許容乖離幅を若干拡大する可能性がある。
- ・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る。



## <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の資産買取額の減額など緩和縮小局面にあることや景気情勢が良好なことがユーロの支援材料となるが、当面はインフレが抑制される環境の中で、ECB主流派メンバーの慎重な姿勢も維持される見通し。イタリア選挙やドイツIGメタルの賃金交渉が終了する2018年4-6月頃から、ECBも次の緩和縮小のステップへ向けて姿勢を変化させると思われる。

## <円/英・ポンドレート>

- ・英国では、景気情勢が良好なことや物価が上昇していることなどから、市場における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。ただ、依然としてブレグジットに関する不透明感や警戒感は根強く、中長期的に上値を抑制する要因となっている。英国ポンドはもみあいを予想。

## <円/豪ドルレート>

- ・豪州は、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中、商品市況も底堅く推移しており、グローバル経済の回復が続く中で、相対的な金利水準の高さがサポート要因となって、選好されやすい状況。銅や鉄鉱石なども底入れの兆しが見られ、今後は底堅く推移する見通し。

## <先進国・地域の為替市場（対円）>



(注) データ期間は2015年1月1日～2017年11月24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11月24日