

投資環境の見通し

2018年 **3** 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

金融市場の動揺と世界経済

変化した金利と株価の関係

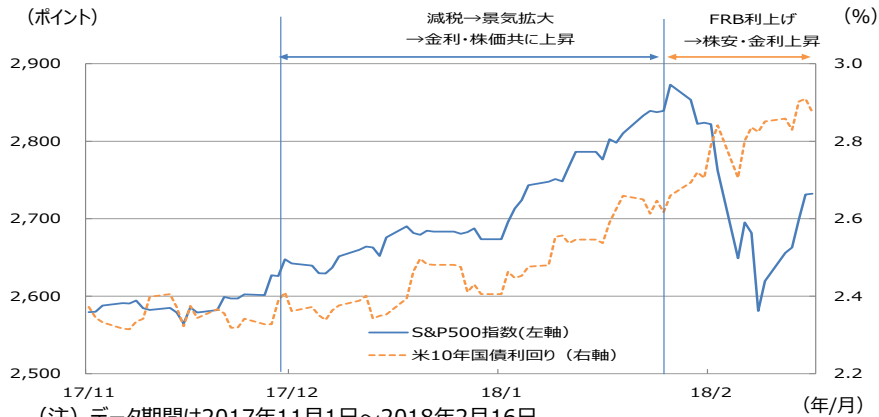
2018年に入ってから金融市場を振り返ると、1月は世界景気が想定よりも上振れたことに加え、商品市況も堅調になった。このため、実質金利、インフレ期待が共に上振れる形で長期金利が上昇した。名目成長の上振れ（企業にとっては売上高上振れ）が長期金利上昇の主な要因であったため、1月中は株高と金利上昇が同時進行できた。

しかし、2月初に発表された1月分米雇用統計で、時間当たり賃金が予想を上回る伸びを示したことをきっかけに、米連邦準備制度理事会（FRB）の利上げペースが加速する可能性が警戒され始め、もう一段の長期金利上昇につながった。米10年債利回り2.7～2.8%のレンジを超えたところからは、FRBの利上げ加速による長短金利上昇が経済の抑制要因になることが警戒されるゾーンに入ったとみられる。

そのため、金利上昇と株価の関係が変化し、金利高が株安要因となり始めた。株価が下落する過程で、一部クオンツ系（リターンの変動＝ボラティリティを一定に保つように投資するボラティリティ・ターゲティング戦略）のファンドが短期間にリスク圧縮に動き、株価の変動を激しくしたとされる。

2月下旬にかけて、米10年債の利回りは2.8～2.9%と年初（2.4%前後）から0.4～0.5%上昇した水準で推移している。過去の相関関係から推定すると、米長期金利は、①GDP比1%程度の財政赤字拡大、②4-5%のドル安の影響、③利上げ一回分の追加（年3回）まで概ね織り込んだとみられる。米株価のレベルについてはS&P500ベースの益利回りでみて0.4%程度の長期金利上昇を既に反映している。振れが激しいため引き続き警戒は必要だが、長期金利上昇に伴う市場調整の第一ラウンドはかなり進展したと考えられる。

米国の長期金利と株価の動向



(注) データ期間は2017年11月1日～2018年2月16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

金融市場の動揺と世界経済

今後の焦点①景気

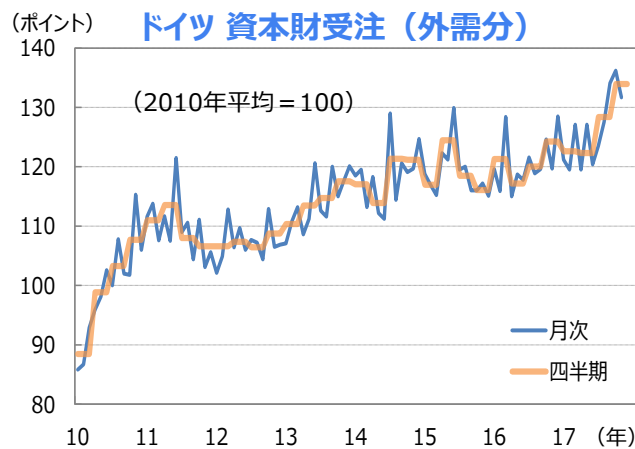
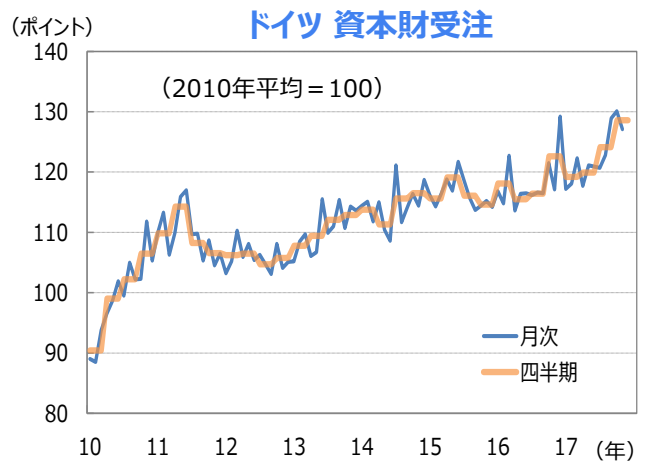
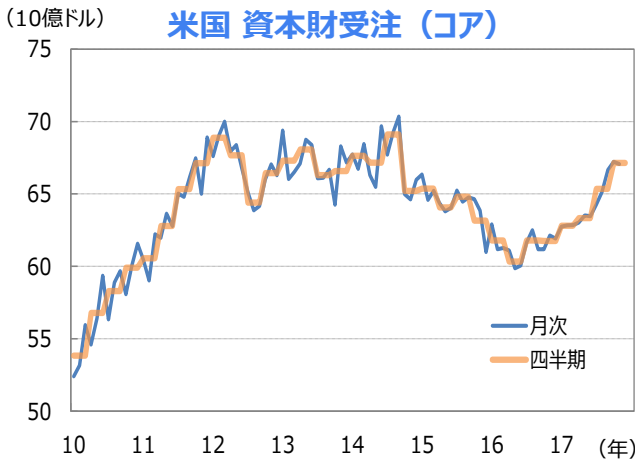
今後を考える上で、第一の焦点は金融市場の動揺が企業や家計のセンチメントや支出行動を通じて、景気にどの程度影響するかである。油断せずにデータを注視していくことが必要である。

但し、昨年からグローバルに設備投資循環が上向局面（ストック調整がプラス要因となる局面）に入っており、今回程度の金利上昇ですぐに景気が腰折れするとは考えにくい。更に、米国では2018年4-6月期より減税効果が出てくる見通しであること、米国、ユーロ圏、日本、英国など主要先進国では家計や企業のレバレッジを伴った消費、投資行動の高まりはこれまで見られないこと、などを考慮すると、景気への影響は限定的とみておいてよいだろう。

今後の焦点②インフレ・金融政策

むしろ、トランプ政権の減税や歳出政策などを含めて景気が上振れる方向にある中、インフレと金融政策に関する的確な判断をすることが重要だろう。メインシナリオとしてはFRB、欧州中央銀行（ECB）共に「漸進的アプローチ」を続けると考えられる。

堅調な景気拡大が続く中で、米国、ユーロ圏とも賃金上昇率は高まる方向にある。しかし、注目された独金属労組（IGメタル）の賃金交渉は平均して前年比+3.5%程度で妥結、賃金上昇率はじり高程度の動きを続けている。米賃金上昇率は2月のデータが注目されるが、1月の伸び率加速は一部は特殊要因によるものであったとみられる。



(注1) いずれも季節調整済み計数を使用。日本の工作機械受注の季節調整は三井住友アセットマネジメントによる。
 (注2) データ期間は米国は2010年1月～2017年11月、日本・ドイツは2010年1月～2017年12月。
 (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

金融市場の動揺と世界経済

基本的には賃金上昇率の加速は緩やかで、インフレ率は低いところからゆっくり目標に近づくプロセスにある。したがって、FRB、ECBともにオーバーキル（引締め過ぎて景気後退を招く）のリスクをとる局面ではなく、フォワードガイダンスを活用して市場にショックを与えないようにしながら、段階的に金融政策の正常化を図ってゆく公算が大きい。

今後の焦点③資本フロー

米財政赤字、保護主義の影響、米国からの資本流出とドル安、クレジット市場を巡る資金フローについては、一応の警戒が必要だが、①欧州の政策金利が相当期間低水準を続けること、②米国の成長率も堅調に推移すること、③新興国のファンダメンタルズ（設備投資循環のポジション、インフレ率、対外収支）などが2013-15年と比較して良好なこと、等から、均衡破壊的な動きには至らないという判断をメインケースとしたい。

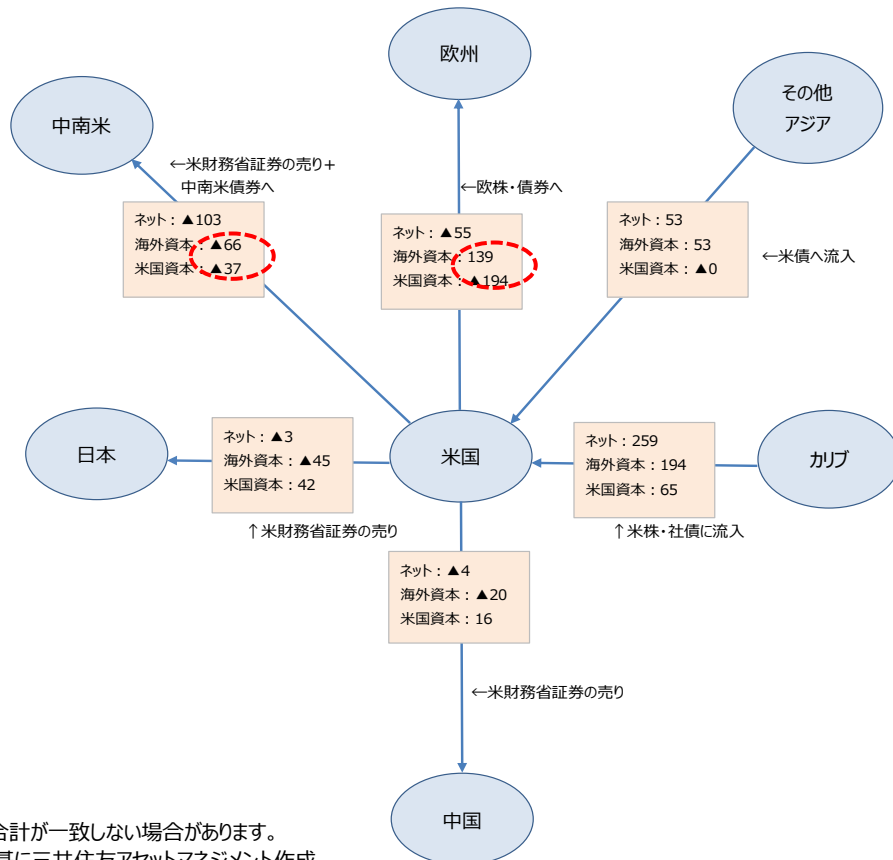
財政金融政策と長期金利が焦点

地政学的要因として、平昌五輪終了後の北朝鮮を巡る情勢や連立政権協議後のドイツ政局についても油断はならない。しかし、3月は米国の財政審議の日程上の節目がある上、FRB、ECB共に金融政策決定会合が予定されている。これらを受け、2月以降の金融市場動揺の主因となった米欧の長期金利の上昇に歯止めがかかるのか、どの水準で落ち着くのか、などが重要であろう。

米国では、2017年末に可決・成立した税制改革（10年で1.46兆ドルの減税、18年、19年の成長率をそれぞれ+0.2%程度押し上げ）に続き、米上下院は2月9日、①18、19年度の歳出上限の計約3,000億ドル引き上げ、②債務上限を19年3月まで停止、③3月23日までのつなぎ予算、の3点を骨子とする予算関連法案を可決した。実際に歳出が増加するかは、議会が歳出予算を可決できるかによる。

地域別に見たフロー（2017年12月）

（億ドル）



(注) 四捨五入の関係で合計が一致しない場合があります。
(出所) 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

また、トランプ政権および共和・民主各党が移民政策、国防関連支出などで合意できるかが鍵となろう。

金融政策ではECB理事会が3月8日、FOMCが3月20、21日に開催される。2月以降の金融市場の動揺について両中銀共、景気への影響は限定的とみている模様だが、金融環境がある程度タイト化したことは事実である。また、インフレ率は低いレベルから緩やかに目標に近づく段階であり、景気後退のリスクを取って引き締めを実施する環境ではない。これらを考慮

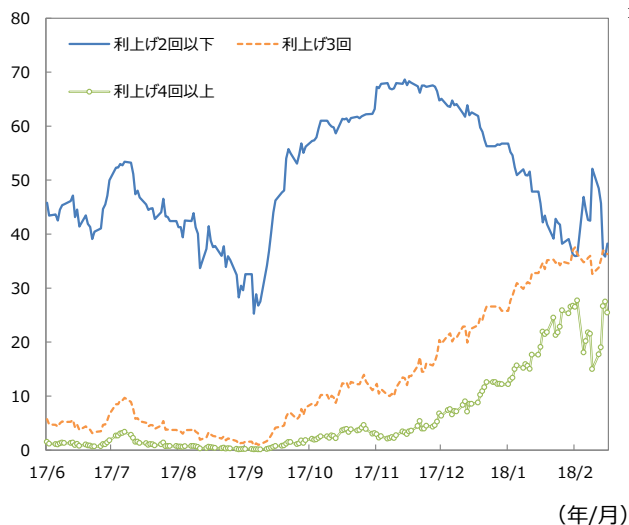
すると、FRB、ECB共に金融緩和の巻き戻しを加速も先送りもせず、従来の漸進的アプローチを続けよう。FRBは年3回利上げの方針を維持しつつ米連邦公開市場委員会（FOMC）で0.25%の利上げを実施する一方、ECBは9月に資産買い入れを終了させる準備として、声明文におけるフォワードガイダンスを修正する可能性が高い。

但し、FRB、ECBのスタンスに影響する材料として、米財政支出の規模、2月の米雇用統計（特に賃金、3月9日）、ユーロの為替レートなどが注目されよう。

（吉川チーフマクロストラテジスト）

2018年末までにFRBが利上げする可能性 （金融市場の予想確率）

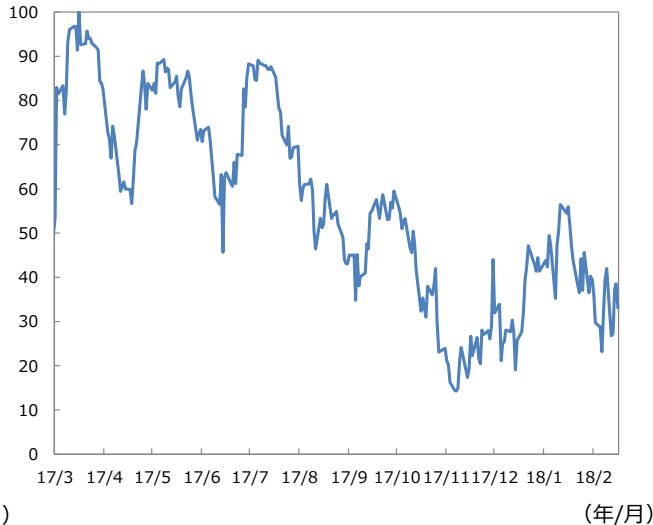
（予想確率、%）



（注1）データ期間は2017年6月1日～2018年2月16日。
（注2）2018年最後のFOMCは12月19日開催。
（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

2018年末までにECBが利上げする可能性 （金融市場の予想確率）

（予想確率、%）



（注1）データ期間は2017年3月1日～2018年2月16日。
（注2）2018年最後のECB理事会は12月13日開催。
（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

米国：設備投資、財政がプラス材料

製造業の生産活動は活発で設備投資も回復傾向にある。株価下落後の2月のミシガン大学の調査で消費者心理も堅調を維持している。昨年10-12月期に消費が大幅増となった反動や悪天候の影響で1-3月期の成長率は鈍化するが、4-6月期以降は減税効果により再加速しよう。FRBは金融市場を注視しつつも、年3回利上げの方針を維持し、3月20-21日のFOMCで0.25%の利上げを実施しよう。

中国：産業構造の転換に注目

重厚長大型産業の生産減少を高付加価値型産業の成長がカバーしている。産業構造の転換が政策的に進められる中、18年の成長率は減速するものの、6.7%と堅調を維持しよう。1月は銀行融資残高の伸びが加速した一方、社会融資総量残高の伸びは鈍化した。シャドーバンキング抑制策の効果が確認できる。2月に入り人民元は小幅反落したがなお堅調であり、中国を巡る国際資金フローは安定している。

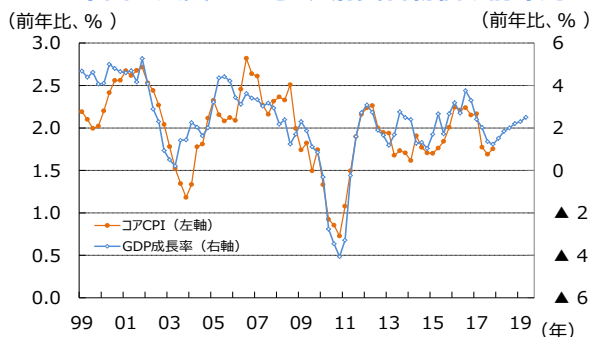
ユーロ圏：

ユーロ圏関連の景況感指数はユーロ高の影響から2月に入って低下したが、水準は高く、なお堅調な成長が続こう。独金属労組の2018-19年賃金交渉は+3%台半ばの賃上げとなった。賃金はじり高傾向だがペースは緩やか。ECBは資産買い入れを18年9月で終了する公算が大きい。利上げは19年前半以降だろう。3月8日のECB理事会後の声明文（資産買い入れ関連のフォワードガイダンス）が注目される。

日本：堅調持続

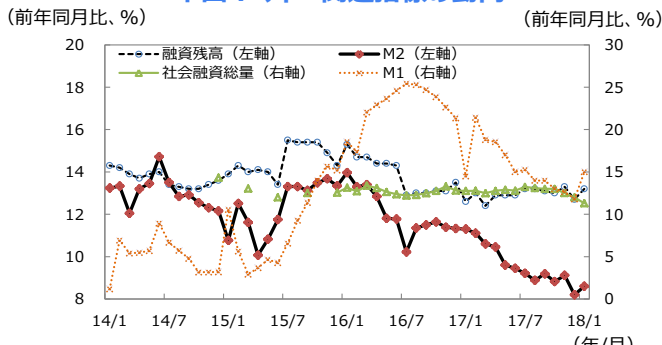
輸出は堅調を持続し、企業収益も堅調に推移している。また、賃金の伸びは低い。雇用増が家計所得を押し上げており、設備投資、消費共に堅調を維持できよう。但し、5円程度の円高は成長率、インフレ率共に0.1~0.2%程度の抑制要因と考えられる。黒田総裁の続投、円反発などを考慮すると、日銀の金融政策は、18年中は現状維持の可能性が高い。春闘の動向と働き方改革、財政政策を巡る議論に注目。

米国：実質GDPとコア消費者物価の前年比



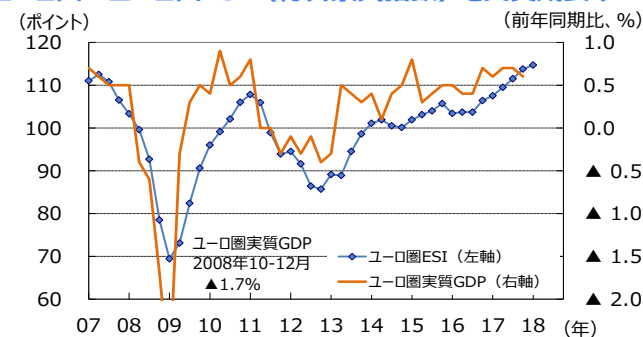
(注1) 前年比。GDP成長率を1年半(6四半期)先行させてプロット。
(注2) データ期間は1999年1-3月~2019年4-6月。コアCPIは2017年10-12月まで。
(出所) 米労働省・商務省のデータを基に三井住友アセットマネジメント作成

中国：マネー関連指標の動向



(注) データ期間は2014年1月~2018年1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：ユーロ圏ESI (総合景況指数) と実質成長率



(注) データ期間は2007年1-3月期~2018年1-3月期。実質GDP成長率は2017年10-12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

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~2018年1月。四半期の直近は2018年1月の計数を使用。
(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3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

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			・ 金融市場のボラティリティが高まるリスクには留意が必要だが、相対的に割安なバリュエーションが下支えとなる。世界経済の数量的な拡大基調の下、先行き、業績面では製造業を中心に好調が続くと予想。下値固めの展開を経て、好業績を反映する展開へ。円の動向と北朝鮮情勢を注視。	
	米国			・ 好調なマクロ環境や企業業績に関する見方は不変。金融政策の正常化の下で流動性相場が一巡する過程で変動性が高まる中、調整を伴いながらも、最終的には業績相場に回帰する展開を見込む。	
	欧州			・ 業績改善が海外部門から域内関連セクターに波及、企業収益が株価を支える見通し。2月以降のバリュエーションの縮小については行き過ぎとみられる。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。	
	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、鉱山セクターはアップサイドが期待される。	
	アジア	先進国 (HK, SG)			・ 香港は2018年にかけての中国経済の見通しの明るさを背景に力強い業績拡大が続くと予想。欧米と比較して割安感もあり、中国関連株を中心に堅調を続けよう。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り、アジア株の中では相対的に低評価。
		新興国			・ 中国経済の安定的拡大が見込まれる下、北アジア諸国の企業業績は上方修正が継続。アセアン地域の堅調な景気見通しもあって業績の下方修正リスクは限定的。欧米市場との割安感が縮小に向かうとみられ、株価は堅調を維持するとみられる。
新興国				・ 米欧の株式・債券市場のボラティリティの高まりにより短期的な調整の可能性はあるが、堅調なグローバル景気の恩恵を受けること、欧米の金融引き締めも緩やかなペースが続くとみられることから資金流入・相場の上昇基調は継続しよう。但し、経済ファンダメンタルズや政治リスクにより選別することが肝要。	
リート	日本			・ 景気・不動産市況が堅調な中、分配金利回りや分配金成長の魅力は継続。市場のリスク回避傾向や金利先高観が不透明材料だが、ETFによる需給面の下支え、利回り向上のための経営改善、海外に比べ小幅の長期金利上昇などを背景に、出遅れが修正される形で徐々に水準を切り上げる展開。	
	アジア			・ 世界的なインフレ期待と金利上昇の影響を受けており、当面は上値が重い。しかし、金利高の織り込みは進みつつあり、金利変動が落ち着きつつ、中国景気の堅調さや、地域経済の回復をうけた安定成長を材料に反発する可能性が高い。	
債券	日本			・ コアCPIの上昇率が1%となる中、2%のインフレ目標は維持され、緩和的金融政策は長期化。長期金利の操作目標からの許容乖離幅拡大の議論は続くが、円反発を受け、黒田総裁就任見込みの新体制下で日銀が実際に許容乖離幅拡大に動き蓋然性は低下。長期金利の着地見通しを引き下げ。	
	米国			・ 2018年の利上げは3回（3、6、9月）がメインシナリオだが、財政刺激も含めて景気堅調が続けば、年後半に4回目が見込まれる可能性もある。	
	欧州			・ インフレ加速は限定的だが、景気堅調、利上げ継続、FRBが政策金利の中立的な水準を引き上げる可能性、国債増発などを市場が意識する中、金利はじり高。	
	豪州			・ 堅調な景気の推移をうけてECBは3月の理事会で資産買い入れに関するフォワードガイダンスを修正する可能性が高い。インフレの低位安定とユーロ高警戒から、ペースは緩やかながらも、市場が金融政策正常化を織り込むにつれ、長期金利も徐々にレンジを切り上げると予想される。	
	新興国			・ インフレ率は豪州中銀の目標レンジをやや下回る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				・ 米金利高は新興国の長期金利にも上昇圧力となるが、全体としては新興国のファンダメンタルズは良好で、資金流入は続く。スプレッドは横這いか、拡大しても小幅と予想される。但し、引き続き政局が不安定な国は存在する。インフレ、經常収支など、ファンダメンタルズ的にはアジアに良好な国が多い。	
クレジット	投資適格			・ 債券・株式市場のボラティリティの急上昇を受け、資金フロー悪化主導でスプレッドが拡大。①スプレッドはフェアバリュエーションの水準まで調整したこと、②企業収益などファンダメンタルズは良好であること、③税制改革も高格付け企業にはプラス面が多いことから、先行きはスプレッドの小幅タイムヒールへ横這いを予想。	
	ハイ・イールド			・ 資金フロー悪化でスプレッドが急拡大。景気やデフォルト率などに基くモデル計算上は割安領域まで売られたが、金利ボラティリティ上昇による資金フロー悪化による当面軟調な需給が続くことや、ハイ・イールドセクターに対し税制改革はネガティブとみられることから、スプレッドは横這いへ小幅拡大を予想。	
通貨	米ドル			・ FRBの金融政策正常化が続く中で日米金利差は引き続きドル支援材料。但し、①日本の經常黒字とトランプ政権の保護主義的姿勢、②米投資家の対外投資増加による全般的なドル安傾向、③米財政赤字拡大に対する警戒感などがドル抑制要因となるため、レンジの中で振れる展開。	
	ユーロ			・ ユーロの買い持ち拡大やECB首脳によるユーロ高けん制発言などを考えると一時的調整はあり得るが、ユーロ圏景気が強い中、金融市場がECBによる金融政策正常化を織り込むにつれ、徐々にレンジを切り上げよう。3月のECB理事会で資産買い入れに関するフォワードガイダンスの修正の可能性が高い。	
	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、商品市況も強含みになっていること、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2月22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

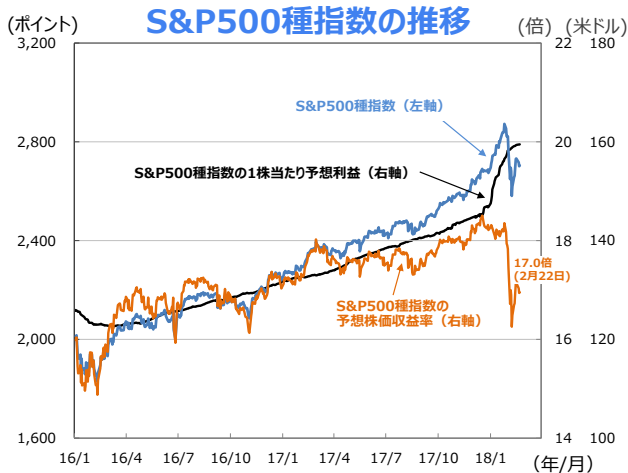
	2018/1-2018/3見通し			2018/4-2018/6見通し			2018/7-2018/9見通し			2018/10-2018/12見通し			2019/1-2019/3見通し		
	下限	上限	着地	下限	上限	着地	下限	上限	着地	下限	上限	着地	下限	上限	着地
国内株式															
TOPIX	1,600	1,900	1,800	1,600	1,940	1,840	1,600	1,940	1,840	1,640	1,980	1,880	1,660	2,000	1,900
日経平均株価	20,000	24,000	22,500	20,000	24,500	23,000	20,000	24,500	23,000	20,500	24,800	23,500	20,800	25,000	23,800
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	2,483	2,977	2,832
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	3,200	3,840	3,650
国内債券															
10年国債金利	0.00	0.10	0.05	0.00	0.20	0.05	0.00	0.20	0.05	0.00	0.20	0.05	0.00	0.20	0.05
NOMURA-BPI (総合)	379	383	381	377	383	382	377	384	382	378	384	383	378	385	383
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	2,600	3,000	2,875
NY DOW	23,500	26,800	25,800	23,500	27,200	26,100	23,800	27,400	26,300	23,800	27,700	26,500	24,000	27,700	26,500
EURO Stoxx	360	420	400	360	420	405	365	430	410	370	435	415	370	435	415
FT100	6,900	8,000	7,700	6,900	8,000	7,800	7,100	8,300	8,000	7,200	8,300	8,000	7,200	8,300	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	34,000	40,000	37,000
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	1,800	2,000	1,900
MSCI (¥)	2,280	2,931	2,688	2,297	2,978	2,733	2,340	3,038	2,786	2,370	3,085	2,839	2,437	3,145	2,864
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	2.70	3.30	3.00
独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	0.90	1.40	1.20
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	1.40	2.00	1.80
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	2.70	3.40	3.10
Citi-WGBI(¥)	419	494	461	420	494	462	420	493	463	421	493	466	432	505	469
Citi-WGBI(¥Hedge)	373	388	380	373	387	379	372	385	378	371	384	377	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	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	1.22	1.32	1.28
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	130.00	150.00	141.00
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	150.00	170.00	160.00
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	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	▲ 0.05	0.05	0.00
政策金利															
米FFレートの	1.50	1.75	1.75	1.75	2.00	2.00	2.00	2.25	2.25	2.00	2.25	2.25	2.25	2.50	2.50
ユーロレートの	0.00	0.00	0.00	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19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>

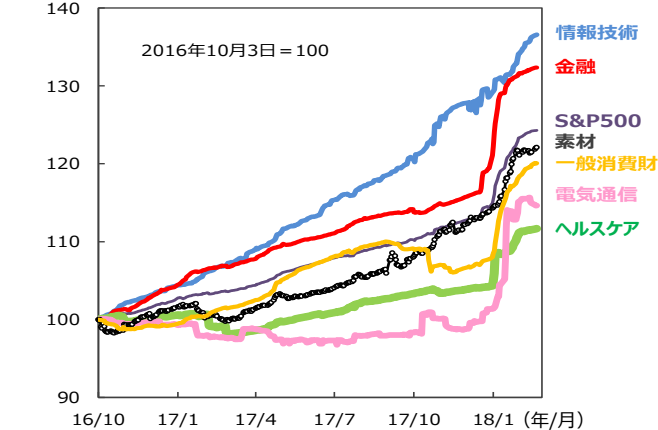
変動性の高い相場の中、調整を伴いつつも最終的には業績相場へ回帰する展開を見込む

- ・賃金上昇をきっかけとしたインフレ懸念に伴う金利上昇への警戒感から株価が下落し、バリュエーションは大きく切り下がった。今後は、本格的な金利上昇局面入りへの可能性などからバリュエーションの拡大余地は限られよう。ただ、最終的には好調な業績が下支えする展開を見込む。
- ・2017年第4四半期決算は売上、利益ともに好調。続く18年の業績見通しも、税制改革法の成立が加わり大幅に上方修正された。税制改革の恩恵から自社株買いや増配に言及する企業が増えており、米国株式市場を下支えしよう。



(注1) データは2016年1月4日～2018年2月22日。
 (注2) 株価収益率は株価÷1株当たり予想利益。1株当たり予想利益は12カ月先行（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

S&P500種主要セクターの予想利益



(注) データは2016年10月3日～2018年2月22日。1株当たり予想利益は12カ月先行（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

<債券市場>

金利は緩やかにレンジを切り上げる展開

- ・国債：景気は底堅さを維持しよう。インフレは抑制された環境が想定されるが、政策金利の引き上げや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。また、FRBがタカ派化しつつあることや中立金利の引き上げも意識されることに加え、税制改革に伴う国債発行の増発やインフラ投資など歳出拡大観測も金利の上昇要因となる見通し。
- ・投資適格社債：株式市場の変動率の高まりを受け、ファンドフローが大幅に悪化した。ヘッジコストの上昇もあって外国人投資家の需要も低下している。ただ、業績見通しは良好で、税制改革もレパトリ減税や設備投資の即時償却など高格付け企業には概ねポジティブな内容となっており、市場は次第に落ち着きを取り戻そう。
- ・ハイ・イールド社債：大幅なファンドフローの悪化を背景に国債とのスプレッドが拡大した。引き続き軟調な地合いが続こう。ただ、企業業績などファンダメンタルは回復期にあるとの見方に変化はない。

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2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) 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＞

引き続き良好なマクロ景気、企業収益が株価を下支えする見込み

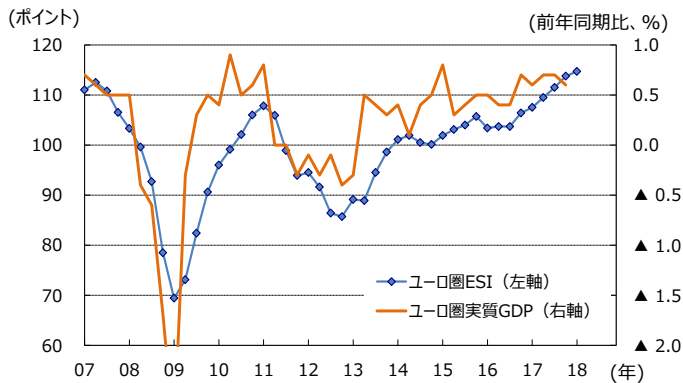
- ・良好なマクロ景気の回復を背景に企業業績の上振れ傾向が続いている。2018年も幅広いセクターで高い増益率が期待できよう。業績の伸び率は、減税効果を織り込む米国との間でかい離が生じつつあるが、これまでの米国株価との比較では出遅れ感が拡大しつつあり、バリュエーションは割安と言えよう。今後はバリュエーションの拡大も株価上昇要因となる見込み。
- ・一方、ECBによる緩和的な金融環境からの転換によるユーロ高は株価の下押し圧力となろう。

＜債券市場＞

緩やかにレンジを切り上げる展開

- ・堅調な景気情勢が継続している。インフレ率は足元では抑制されているが、4-6月期からは徐々に上昇する見通し。今後は金利の上昇要因となろう。
- ・ECBは金融緩和政策の縮小を進めていく見通し。次のステップは3月にフォワードガイダンスにおける量的緩和（QE）の緩和バイアスの修正が想定される。国債買取策も9月に終了する見通しで、利上げペースは緩やかながらも、長期金利には上昇圧力となる見通し。

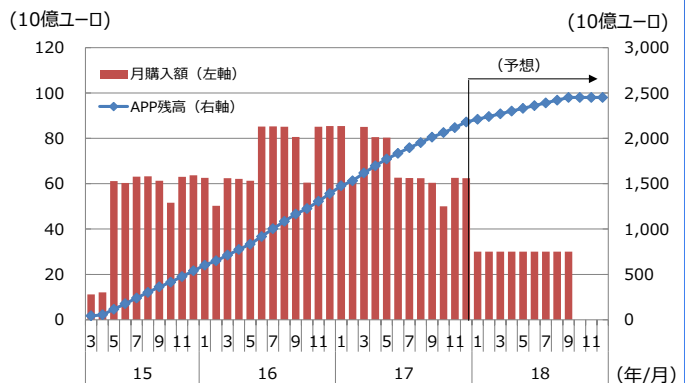
ユーロ圏ESI（総合景気指数）と実質成長率



(注) データ期間は2007年1-3月期～2018年1-3月期。ユーロ圏GDPは2017年10-12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

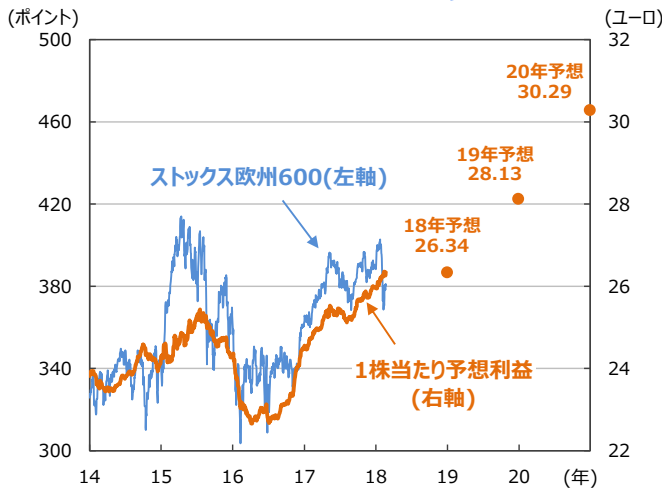
ECBの資産購入（APP）の推移



(注) データ期間は2015年3月～2018年12月。2018年1月以降は三井住友アセットマネジメント予測（ターゲットベース）。

(出所) ECBのデータを基に三井住友アセットマネジメント作成

ストックス欧州600と1株当たり利益の推移

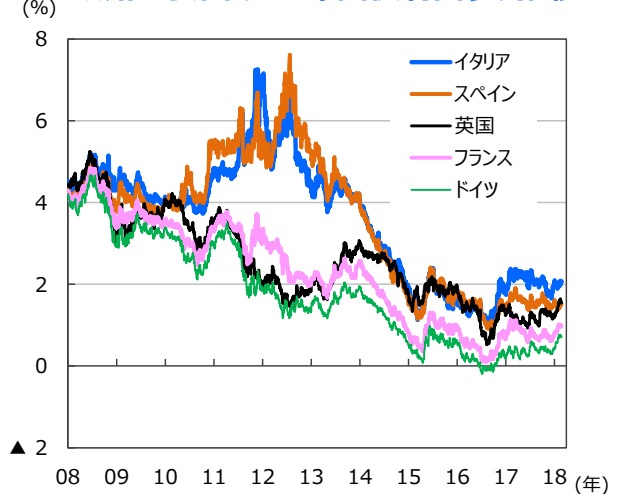


(注1) データ期間は2014年1月2日～2018年2月22日。

(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～2018年2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>

・2017年10月～18年3月のGDP成長率は前年比+7.0%程度に加速する見込み。18/19年度の予算案は、19年前半に想定される総選挙に向けてバラマキ型となり、財政赤字は拡大しよう。インフレ率の上振れと合わせて、準備銀行の政策スタンスに引き締め観測が浮上しやすい点に留意。

<NIEs 4>

・**シンガポール**は18年に緩やかに景気が鈍化した後、19年に安定しよう。**香港**は景気の持ち直しと人民元の安定を受けて、デフレ圧力が緩和しよう。景気は中国の影響でやや鈍化しよう。**韓国**は10-12月期の成長率が鈍化した。18年も緩やかに鈍化するが19年に安定しよう。**台湾**は10-12月期成長率が上振れた。成長率は18年に鈍化し、19年に安定する見通し。

<ASEAN>

・**インドネシア**は10-12月期のGDPでは投資の伸びが加速した。内需主導で19年の景気は緩やかに回復しよう。18年6月に統一地方選挙があり、消費は回復に向かおう。**マレーシア**は1月に利上げに踏み切ったが、予防的措置。当面は据え置こう。18年3-5月に総選挙を見込む。**フィリピン**は税制改革法が18年初に発効した。減税などの経済政策で内需が更に加速する可能性がある。**タイ**は18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**は10-12月期のGDP成長率が加速。現政権がリフレ政策を採っており、内需主導で緩やかな回復軌道が続く見通し。

<株式市場>

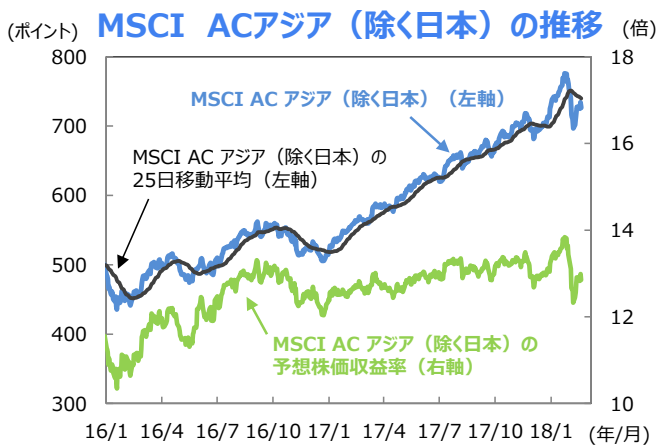
中国景気の安定した拡大見通しに加え、相対的な割安感を背景に、株価は堅調に推移

・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2月22日現在12.8倍。2010年以降の2017年までの平均（11.7倍）を引き続き若干上回る水準。
・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。

<債券市場>

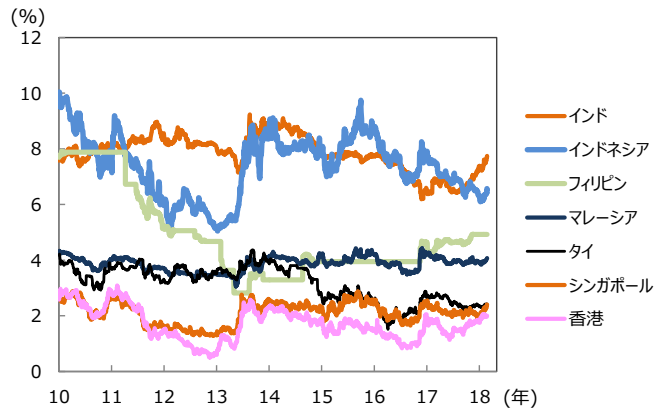
緩やかな金利上昇を想定

・米国金利の上昇に合わせて、緩やかな金利上昇を想定。アジア各国の金融政策は概ね中立的なスタンスだが、インフレ率の上昇などからインドなどのように引き締めバイアスへの移行が近づきつつある国もある。
・今後の米欧の金融緩和縮小の過程で、アジア各国・地域の長期金利は徐々に上昇する見通しだが、米欧ともに引き締めを急ぐスタンスにはない。今後の欧米、アジア各国・地域の金融政策を見極める必要がある。



(注1) データ期間は2016年1月1日～2018年2月22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2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

<株式市場>

下値固めの展開を想定

- ・米インフレ指標の高まりを背景とした長期金利の上昇と世界的な株価調整につれて下落した。当面は、インフレ・金利動向を睨みつつ下値堅めの展開となる。
- ・減税効果から米国経済は底堅い推移が見込まれる一方、日本では黒田日銀総裁の再任で緩和的な金融政策が維持される見通し。米国の財政拡大がドル安要因だが、内外金利差も拡大する傾向にあることから、もう一段の円高は限定的と見られる。今回の調整で日本株の割高感も解消していると思われる。
- ・下振れリスクとしては、主要中銀による金融引き締めへの過度な懸念の高まり、米国保護主義の台頭や中国経済の下振れ、北朝鮮問題など地政学リスクの高まり、などが想定されよう。

<債券市場>

長短金利操作目標の維持を想定

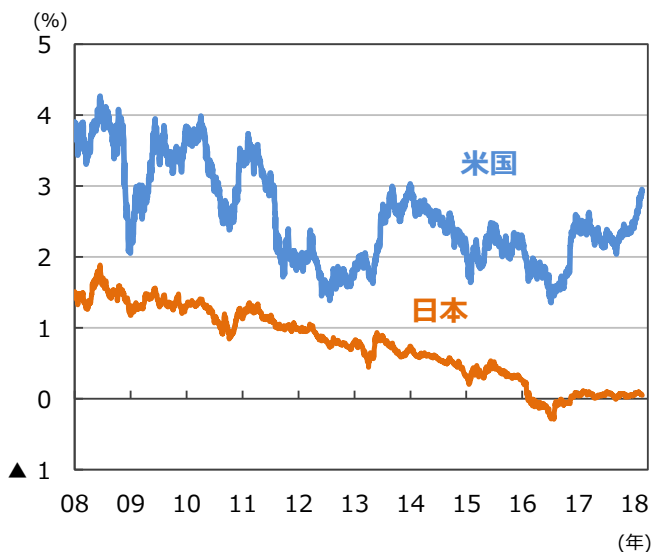
- ・国内景気が回復する中、コアCPIは前年同月比+1%程度の上昇率にとどまる見込み（長期金利の想定レンジは0.0%~0.2%）。日銀は+2%の物価上昇目標を目指すスタンスに変化はなく、緩和的な金融政策は長期化する見通し。ただし、足元の円高を受けて、18年度4-6月期からの日銀の長期金利操作目標（0%程度）からの許容乖離幅拡大の可能性は低下したと考えられる。

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2月23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2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

日本企業の業績見通し

(前年度比、%)

	決算期 (年度)	売上高	経常利益	税引利益
合計 (除く金融)	2015	▲ 3.6%	2.5%	▲ 2.2%
	2016	▲ 5.8%	5.3%	21.1%
	2017 (予)	13.5%	17.9%	22.2%
	2018 (予)	3.0%	9.1%	6.2%
製造業	2015	1.3%	▲ 0.3%	▲ 1.6%
	2016	▲ 3.2%	2.1%	11.6%
	2017 (予)	9.0%	24.5%	29.0%
	2018 (予)	3.8%	10.1%	8.1%
非製造業	2015	▲ 9.5%	6.2%	▲ 3.0%
	2016	▲ 9.2%	9.2%	34.9%
	2017 (予)	19.9%	10.4%	14.0%
	2018 (予)	2.0%	7.7%	3.5%

(注1) データは2015年度~2018年度。2017年度以降はQUICKコンセンサス予想。2018年2月22日現在。
 (注2) 対象は東証1部上場銘柄 (除く金融)。
 (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

<株式市場>

日本株式の円高抵抗力に注目

- ・日本株式市場は、米国金利の上昇を背景とした米国株式市場の調整と米ドル安/円高の進行などから大幅な調整を余儀なくされた。その過程で、日経平均VIも大幅に上昇。日経平均VIは、過去の経験則では、30%~40%程度まで上昇すると株式市場の底入れの目安になると考えられる。今回は2月9日に36.1%まで上昇し、23日は22.1%まで低下した。
- ・円高は2月16日まで続き、一時円/米ドルレートは105円台半ばと1年3カ月ぶりの高値まで上昇した。

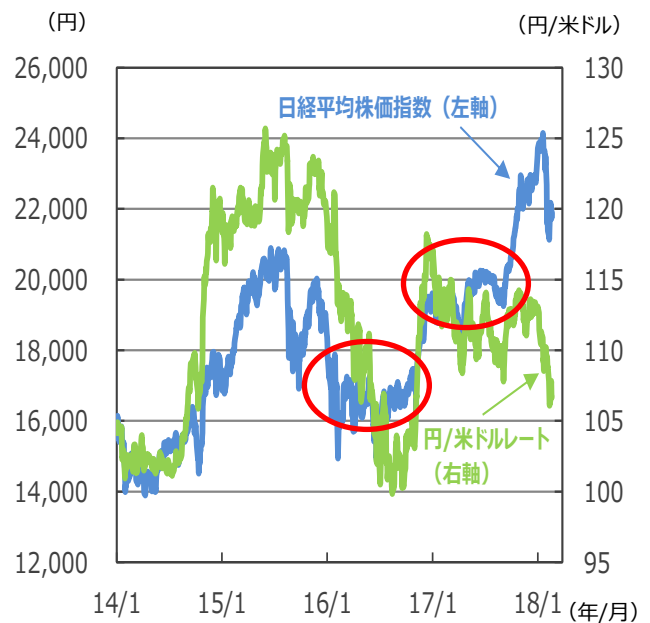
- ・一方、日経平均株価指数は、円高が進んでいた15日から反騰に転じた。振り返れば、2016年、17年も円高が進む過程でも株価は大幅な調整には至らなかった。また、2015年は今よりはるかに円安水準だが、株価は今の方が高い水準にある。
- ・こうした日本株式の円高に対する抵抗力が、今後も強まるかが注目されよう。背景の一つには、日本企業の為替抵抗力の向上に伴う輸出競争力の回復が挙げられる。世界経済が回復する中、輸出数量も伸びる環境となった。輸出企業にとって追い風が吹いており、業績の上振れにも注目が集まろう。

日経平均株価指数と日経平均VI



(注) データは2017年1月4日~2018年2月23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

日経平均株価指数と円/米ドルレート



(注) データは2014年1月6日~2018年2月23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>

- 米景気が底堅く推移する中で、年3回の利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、105円から115円のレンジ相場が続く見通し。

<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。次のステップとして、3月のECB理事会でQEに関するフォワードガイダンスの修正が想定される。ECBによるユーロ高牽制への警戒などから一時的な調整（ユーロ安円高）も想定されるが、ECBの金融緩和政策が段階的に縮小していく過程で、ユーロは徐々に水準を切り上げていく見通し。

<円/英ポンドレート>

- 英国景気の底堅い推移やインフレ率の上昇が見られる中、英国中央銀行（BOE）は2月の金融政策決定会合で金融政策スタンスを中立型から物価重視型へシフトした。市場での利上げ観測強く、これが英ポンドの支援材料となっている。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。

<円/豪ドルレート>

- 足元の豪ドル対円相場は、米国の金利上昇を契機とするリスク回避の動きの強まり等から、軟調な展開となっている。しかし、雇用、消費が改善傾向にあること、資源価格が持ち直していること等から、やがて堅調さを取り戻そう。

<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～2018年2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・・・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23日