

ストラテジストの眼 Vol.1

2017年に注目したい3つのポイント

11月8日の米大統領選挙以降、マーケットの流れは大きく変わりました。米国の経済成長率見通しが上方修正され、米ドルの上昇とともに、先進国の金利や株式市場が大幅に上昇しました。

2017年は、世界経済の枠組みや市場環境が、大きく転換する年になることが予想されます。次の3つのポイントに注目しています。

- I. 世界経済・金融市場の「レジーム・チェンジ」が起こるか？
- II. 政治イベントが金融市場に与える影響 – 欧州の「政治の季節」に向けて –
- III. 2017年が「日本株の年」になるか？ – 米国経済の持続性が焦点に –

ポイントI 世界経済・金融市場の「レジーム・チェンジ」が起こるか？

トランプ氏の大統領就任を控え、米国の長期金利が大幅に上昇しています。同氏が掲げるインフラ投資と減税の政策ミックスが景気を刺激し、国債の増発を招くとともに、インフレを加速させるとの思惑が高まったことが、直接のきっかけです。しかし、より長い目で見れば、同氏の成長重視（リフレ）の政策によって、貯蓄と投資のバランスが「貯蓄が投資を上回る世界」から「投資が貯蓄を上回る世界」に向かうとの思惑が拡がり、35年間続いてきた米国長期金利の低下トレンドに反転の兆しが見え始めたと解釈できます（図表1）。

2017年には、長期金利の反転とともに、さまざまな「レジーム・チェンジ（体制の転換）」が起こる可能性があります（図表2）。これまでの金融政策では、非伝統的な方法を使っても、企業の投資意欲や個人の消費意欲を高めることができな

かったことから、ケインジアン的な財政政策への期待が高まっています。リーマン危機以降に強化された規制によって民間の活力がそがれたとの反省から、金融機関を中心に規制緩和の機運が高まっています。これらのリフレ的な政策によって成長率が押し上げられ、物価が適度に上昇する世界がやってくるのが期待されます。

トランプ氏が、これまでに打ち出してきた税制改正案は、格差を拡大する内容と思われる。しかし、先進国で行き過ぎた資本主義やグローバル化に取り残された人々の不満が高まり、その声を吸い上げる政治家が台頭していることを考えれば、今後は格差の縮小が進むと考えられます。一方、通商・貿易面で保護主義・内向きの政策が強化されれば、世界中の経済活動を抑制することにも繋がります。

（図表1）米国の10年国債利回りの推移



(出所) Bloombergのデータより岡三アセットマネジメント作成

（図表2）2017年に予想されるレジーム・チェンジ

| | 2016年まで | 2017年から |
|---------|-----------------------|----------------------------|
| 成長政策 | 金融政策 | 財政政策 |
| 規制環境 | 規制強化 (レギュレーション) | 規制緩和 (自由主義) |
| 政策の方向性 | デフレ的な政策 (成長率は下方修正) | リフレ的な政策 (成長率は上方修正) |
| 物価環境 | デフレーション | インフレ |
| 貧富の格差 | 拡大 | 縮小 |
| 通商・貿易 | グローバル化 | 保護主義・内向き政策 |
| 選好される資産 | デフレに強い安全資産 (債券など) | インフレに強い成長資産 (株式・実物資産など) |

(出所) 岡三アセットマネジメント作成

＜本資料に関してご留意いただきたい事項＞

■本資料は、投資環境に関する情報提供を目的として岡三アセットマネジメント株式会社が作成したものであり、特定のファンドの投資勧誘を目的として作成したものではありません。■本資料に掲載されている市況見通し等は、本資料作成時点での当社の見解であり、将来予告なしに変更される場合があります。また、将来の運用成果を保証するものでもありません。■本資料は、当社が信頼できると判断した情報を基に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。■投資信託の取得の申込みにあたっては、投資信託説明書（交付目論見書）をお渡しますので必ず内容をご確認のうえ、投資判断はお客様ご自身で行っていただきますようお願いいたします。

ストラテジストの眼

全体として、成長・インフレが見込まれる環境では、株式や実物資産などの成長資産が選好されることが考えられます。2017年は、これまでの経

験とは決別し、このような「レジーム・チェンジ」にあわせた投資戦略が必要になってくると思われる。

ポイントII

政治イベントが金融市場に与える影響 – 欧州の「政治の季節」に向けて –

2016年は、6月の「英国のEU離脱の是非を問う国民投票」、11月の「米国の大統領選」など、世界の政治イベントに、金融市場が大きく振り回される一年でした。

2017年も、欧州が「政治の季節」を迎え、3月のオランダ総選挙、4、5月のフランス大統領選挙、秋のドイツ総選挙、英国のEU離脱交渉など、重要な政治イベントが目白押しです（図表3）。

その中では、ポピュリズム、内向き・反グローバル化、反EUなど、金融市場の価値観とは相反する主張を繰り広げる極右政党が、勢力を大きく伸ばすことも考えられます。そのような局面でも、投資家には、危機感を煽るマスコミの報道などに惑わされることなく、そのイベントがマクロ経済や企業収益に与える影響を正確に分析し、冷静に対応することが求められます。

6月の英国の国民投票後に、世界の株式市場は一時、大幅に下落しましたが、その後、当面の経済への悪影響は限られるとの分析が浸透し、値を戻しました。むしろ、ポンド下落の恩恵を受ける英国株式が買われる動きもみられました。

米国大統領選でのトランプ氏の勝利についても、第一波を受けた日本市場が一時的に下落した後は、同氏の政策を好感して世界の株式市場は上昇しています。また、レンツィ首相を辞意表明に追い込んだイタリア国民投票の翌日の欧州株式市場は、上昇して引けました。

このように、これまでの経験を通して、政治的に大きな波乱があっても、また我々の価値観と大きくかけ離れる結果が出されても、パニックに陥らず、マクロ経済や企業収益に与える影響を分析

しつつ、冷静に行動することを市場参加者は学びました。

仮に、フランス大統領選で極右政党である「国民戦線」のルペン氏が勝利したり、ドイツの総選挙で極右の「ドイツのための選択枝：AfD」が大きく勢力を伸ばしても、その後3-6カ月の欧州マクロ経済や企業収益に、甚大な悪影響を及ぼすとは考えられません。そのため、市場が一時的に不安定化することはあっても、株式市場が大幅に乱高下することにはならないと予想しています。

国内株式にとっては、一時的に為替市場でリスクオフの円高に振れることはマイナス材料になりますが、不安定な欧州政治と比較して、安倍政権の安定感がむしろ高く評価されるきっかけになることも考えられます。

（図表3）2017年の主な政治イベント

| 国・地域 | 月 | 主なイベント |
|------|-------|---------------------------------|
| 米国 | 1月 | 新大統領就任（20日）一般教書演説 |
| 日本 | 1月？ | 衆院解散・総選挙 |
| 英国 | 3月まで？ | EU離脱通告 |
| オランダ | 3月 | 総選挙 |
| 香港 | 3月 | 行政長官選挙 |
| ドイツ | 3月、5月 | 地方選：3州 |
| フランス | 4月、5月 | 大統領選挙 1回目投票(4/23)、2回目投票(5/7) |
| フランス | 6月 | 国民議会選挙 |
| ドイツ | 9月？ | 総選挙 |
| 中国 | 11月 | 共産党大会 |

（注）上記日程は今後変更となることがあります。

（出所）各種報道より岡三アセットマネジメント作成

<本資料に関してご留意いただきたい事項>

■本資料は、投資環境に関する情報提供を目的として岡三アセットマネジメント株式会社が作成したものであり、特定のファンドの投資勧誘を目的として作成したものではありません。■本資料に掲載されている市況見通し等は、本資料作成時点での当社の見解であり、将来予告なしに変更される場合があります。また、将来の運用成果を保証するものでもありません。■本資料は、当社が信頼できると判断した情報を基に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。■投資信託の取得の申込みには、投資信託説明書（交付目論見書）をお渡ししますので必ず内容をご確認のうえ、投資判断はお客様ご自身で行っていただきますようお願いいたします。

ストラテジストの眼

ポイントⅢ

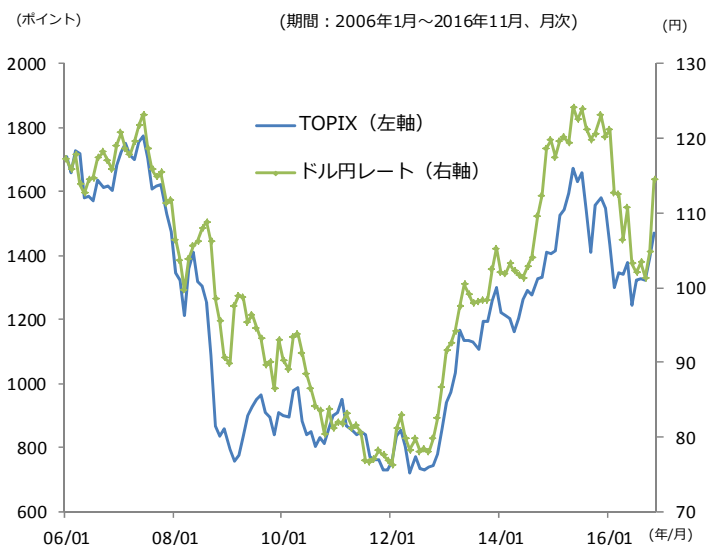
2017年が「日本株の年」になるか？ - 米国経済の持続性が焦点に一

2016年の国内株式市場は、年始から中国経済や米国経済の失速懸念を背景に、大幅な円高が進行するとともに、英国、米国発の政治波乱を受けて大荒れの展開となりました。しかし、米大統領選後にドル高円安と株高が進み、終わってみれば、年始とそれほど変わらない水準で年末を迎えることになりそうです。

グローバルな投資家の間では、ドル高と世界経済の拡大を背景に、2017年は「日本株の年」になるとの見方が高まりつつあります。過去10年間、東証株価指数（TOPIX）とドル円レートはほぼ連動してきたことを考えれば、2017年の国内株式市場を予想するには、ドル円レートを占うことが重要だと思われます（図表4）。

米大統領選以降、米国の長期金利の上昇が、日米金利差の拡大を通して、ドル高円安を進めてきました。その結果、日本の輸出企業の収益が拡大するとの連想から、国内株式市場は上昇基調を強めています。しかし、このドル高円安が2017年を通して持続するかどうかを予断することはできません。

（図表4） TOPIXとドル円レートの推移



もしも、2017年のどこかでドル円相場が1ドル = 100円を目指す展開に転じれば、国内株式市場が大幅に調整する可能性が高まると考えています。

トランプ次期米大統領は、米国景気の拡大が続き、企業が潤い、雇用が安定している間は、ドル高を容認すると考えられます。しかし一旦、成長率が減速し、同氏の選挙基盤だった中西部の工場労働者の雇用が脅かされる状況になれば、ドル安政策に転換することが予想されます。

米国経済は、2009年以來の景気拡大サイクルが後半戦に入り、在庫循環を考慮すれば、2018年前後にピークを迎えることが想定されていました。しかし、トランプ氏のインフラ投資と減税が持続性のある需要拡大をもたらせば、景気がピークを迎える時期は先延ばしされる可能性があります。

一方、経済が完全雇用に近い状態でインフラ投資を行えば、人手不足から賃金の上昇やインフレを招き、米連邦準備制度理事会が利上げスピードを速め、その結果として景気後退時期を早めることも考えられます。ドル高がインフレや対外収支に与える影響や、トランプ氏の保護主義的な通商・移民政策がインフレを高める要因になることにも注目しています。

米国経済が持続的に拡大し、ドル高が継続する間は国内株式市場も上昇しますが、米国経済が減速し、労働市場が悪化すれば、ドル安政策が打ち出され、国内株式市場も調整局面を迎えると予想されます。一方、米国経済の持続的な拡大が世界経済を牽引すれば、グローバル比較で「景気敏感」と考えられる国内株式のパフォーマンスが、海外の株式市場を上回る可能性が高まります。その意味で、2017年は米国経済の持続性に注目したいと考えています。

以上（作成：投資情報部）

＜本資料に関してご留意いただきたい事項＞

■本資料は、投資環境に関する情報提供を目的として岡三アセットマネジメント株式会社が作成したものであり、特定のファンドの投資勧誘を目的として作成したものではありません。■本資料に掲載されている市況見通し等は、本資料作成時点での当社の見解であり、将来予告なしに変更される場合があります。また、将来の運用成果を保証するものではありません。■本資料は、当社が信頼できると判断した情報を基に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。■投資信託の取得の申込みには、投資信託説明書（交付目論見書）をお渡しますので必ず内容をご確認のうえ、投資判断はお客様ご自身で行っていただきますようお願いいたします。

ストラテジストの眼

皆様の投資判断に関する留意事項

【投資信託のリスク】

投資信託は、株式や公社債など値動きのある証券等（外貨建資産に投資する場合は為替リスクがあります。）に投資しますので、基準価額は変動します。従って、投資元本が保証されているものではなく、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。

投資信託は預貯金と異なります。投資信託財産に生じた損益は、すべて投資者の皆様へ帰属します。

【留意事項】

- 投資信託のお取引に関しては、金融商品取引法第37条の6の規定（いわゆるクーリングオフ）の適用はありません。
- 投資信託は預金商品や保険商品ではなく、預金保険、保険契約者保護機構の保護の対象ではありません。また、登録金融機関が取扱う投資信託は、投資者保護基金の対象とはなりません。
- 投資信託の収益分配は、各ファンドの配分方針に基づいて行われますが、必ず分配を行うものではなく、また、分配金の金額も確定したものではありません。分配金は、預貯金の利息とは異なり、ファンドの純資産から支払われますので、分配金が支払われると、その金額相当分、基準価額は下がります。分配金は、計算期間中に発生した収益を超えて支払われる場合があるため、分配金の水準は、必ずしも計算期間におけるファンドの収益率を示すものではありません。また、投資者の購入価額によっては、分配金の一部または全部が、実質的には元本の一部払戻しに相当する場合があります。ファンド購入後の運用状況により、分配金額より基準価額の値上がりが小さかった場合も同様です。

【お客様にご負担いただく費用】

- お客様が購入時に直接的に負担する費用

購入時手数料：購入価額×購入口数×上限3.78%（税抜3.5%）

- お客様が換金時に直接的に負担する費用

信託財産留保額：換金時に適用される基準価額×0.3%以内

- お客様が信託財産で間接的に負担する費用

運用管理費用（信託報酬）の実質的な負担

：純資産総額×実質上限年率2.052%（税抜1.90%）

※実質的な負担とは、ファンドの投資対象が投資信託証券の場合、その投資信託証券の信託報酬を含めた報酬のことをいいます。なお、実質的な運用管理費用（信託報酬）は目安であり、投資信託証券の実際の組入比率により変動します。

その他費用・手数料

監査費用：純資産総額×上限年率0.01296%（税抜0.012%）

※上記監査費用の他に、有価証券等の売買に係る売買委託手数料、投資信託財産に関する租税、信託事務の処理に要する諸費用、海外における資産の保管等に要する費用、受託会社の立替えた立替金の利息、借入金の利息等を投資信託財産から間接的にご負担いただく場合があります。

※監査費用を除くその他費用・手数料は、運用状況等により変動するため、事前に料率・上限額等を示すことはできません。

- お客様にご負担いただく費用につきましては、運用状況等により変動する費用があることから、事前に合計金額若しくはその上限額又はこれらの計算方法を示すことはできません。

【岡三アセットマネジメント】

商 号：岡三アセットマネジメント株式会社

事 業 内 容：投資運用業、投資助言・代理業及び第二種金融商品取引業

登 録：金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第370号

加 入 協 会：一般社団法人 投資信託協会／一般社団法人 日本投資顧問業協会

上記のリスクや費用につきましては、一般的な投資信託を想定しております。各費用項目の料率は、委託会社である岡三アセットマネジメント株式会社が運用する公募投資信託のうち、最高の料率を記載しております。投資信託のリスクや費用は、個別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、事前に、個別の投資信託の「投資信託説明書（交付目論見書）」の【投資リスク、手続・手数料等】をご確認ください。

<本資料に関するお問い合わせ先>

カスタマーサービス部 フリーダイヤル 0120-048-214（9:00～17:00 土・日・祝祭日・当社休業日を除く）