

### 金融市場展望(2017年1月)

2016年12月30日

※当資料は、大和投資信託の運用チームの相場の見方をお伝えするため、運用目線で作成するレポートです。

## 「2017年」を考える

### テーマはやはり「トランプ・アメリカ」

トランプ政権の誕生は世界経済にとって歓迎すべき出来事となるでしょうか？世界最強の米国という国家がどう変わるか、米国の政策が他の国・地域にどう影響するかを見極めることが、2017年の最大のテーマだと考えています。

### 金融市場には、トランプ政権への「期待」が先んじて織り込まれている

トランプ氏の当選以来、米国新政権の政策が米国経済にプラスに働くという期待が高まりました。実体経済に先んじて、いち早く金融市場ではこの期待が織り込まれたと言えるでしょう。

今後は、同氏の経済政策が現実の成果を伴うかが問われます。「期待」と「現実」のギャップに金融市場が揺れ動く展開に移行していくとみています。

### 新たな政策により米国の成長力は高まる

とりわけ法人税や所得税の減税、インフラ(社会基盤)投資など財政政策の活用、米国内の雇用創出などが注目されています。これらの政策により、米国が新たな成長ステージへ向かう可能性があるからです。ただし、政策実行の規模やスピードが期待外れになるリスクには注意が必要です。

通商政策も重要です。関税措置などの強硬な姿勢をとれば、輸入物価の上昇を通じて利上げペースを速める可能性もあるからです。

### 米国の政策から日本と欧州も恩恵

米国の経済成長期待や、米ドル上昇の裏返しで円やユーロが安くなったことから、日本と欧州の金融市場でも株価上昇とともに金利も小幅に上昇しました。

新たな米国の政策から恩恵を享受するとしても、日本と欧州の経済はともに根本の課題である長期停滞からは抜け出せていません。加えて、欧州は政治安定が揺らぐリスクを残しています。

財政政策に多くを望めないため、日本と欧州の中央銀行は、量的緩和を長期間にわたり続ける「マラソン型」に移行しつつあります。日本と欧州ともに金融緩和に依存した政策運営が続くそうです。

### 新興国投資は選別が重要

米国新政権が自国の利益を最優先する姿勢を外交面でも展開した際のリスクを注視しています。米国を中心とした従来の枠組みが揺らぎやすくなり、地政学リスクの高まりにつながるからです。新興国への投資にあたっては、投資対象の選別が一層重要となります。

加えて中国については、不良債権の蓄積やその処理の遅れ、生産年齢人口の減少により、成長率が下方修正されるリスクを念頭に置くべきと考えています。

インドやインドネシアは構造問題に取り組んでおり、安定政権が維持される限り、有望とみています。

#### 当資料のお取り扱いにおけるご注意

■当資料は、ファンドの状況や関連する情報等をお知らせするために大和投資信託により作成されたものであり、勧誘を目的としたものではありません。■当資料は、各種の信頼できると考えられる情報源から作成していますが、その正確性・完全性が保証されているものではありません。■当資料の中で記載されている内容、数値、図表、意見等は当資料作成時点のものであり、将来の成果を示唆・保証するものではなく、また今後予告なく変更されることがあります。■当資料中における運用実績等は、過去の実績および結果を示したものであり、将来の成果を示唆・保証するものではありません。販売会社等についてのお問い合わせ⇒大和投資信託 フリーダイヤル 0120-106212(営業日の9:00~17:00) HP <http://www.daiwa-am.co.jp/>

# 足元の相場環境と見通し

皆様と

## 共有したいポイント

- 米国経済は堅調で、「トランプ相場」はいましばらく続きそう
- 日本株はいったん足踏みしそうだが、円安による企業業績の増益が下支え材料
- リスクシナリオは、急ピッチの米ドル上昇や、中国人民元安が行き過ぎてしまう展開

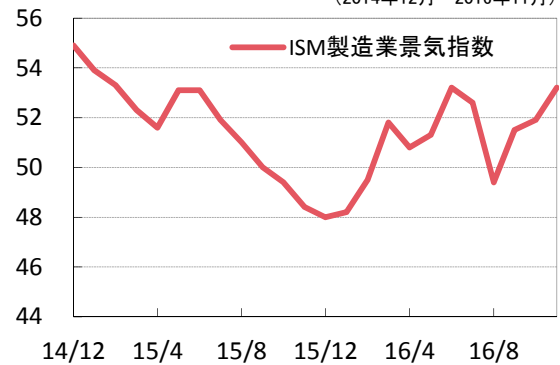
## 米国は健全な経済成長の中で企業業績が伸び、投資に良好な環境が続く

米国投資において目先のもっとも注目すべきポイントは、トランプ政権の始動だと考えています。大統領選挙から年末までの間に発表された閣僚人事は、実務に詳しい専門家を並べた陣容で安心感があります。2017年1月20日（現地）の大統領就任以降は減税やインフラ投資など、マーケットに優しい政策が比較的早い段階で議会との折衝に持ち込まれると見込みます。このため、企業や消費者のマインド、金融市場の環境は良好な状態を保ちそうです。

米国経済は、株価上昇による資産効果や引き締まった雇用環境を反映し、消費が底堅く推移しそうです。製造業のひとりの悲観論も後退しており（図表1）、米国企業の業績は増益基調への回帰が見込まれます（図表2）。良好な企業業績がさらなる株価上昇を裏付けると考えています。

図表1 米国製造業の悲観論は後退しつつある

（2014年12月～2016年11月）

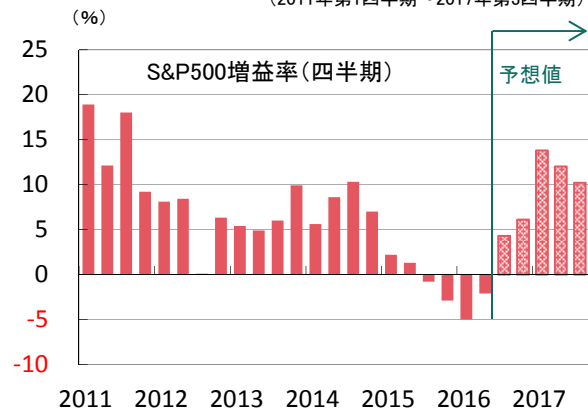


（出所）ブルームバーグ

※ISM製造業景気指数とは、アメリカ合衆国の米国供給管理協会（ISM: Institute for Supply Management）が発表する、製造業の購買担当役員へのアンケート結果を元にした「企業の景況感」を示す経済指標です。指数が50より大きい場合は、製造業の業務環境が良好と考える企業が多いことを示します。

図表2 米国企業業績は好転が予想されている

（2011年第1四半期～2017年第3四半期）



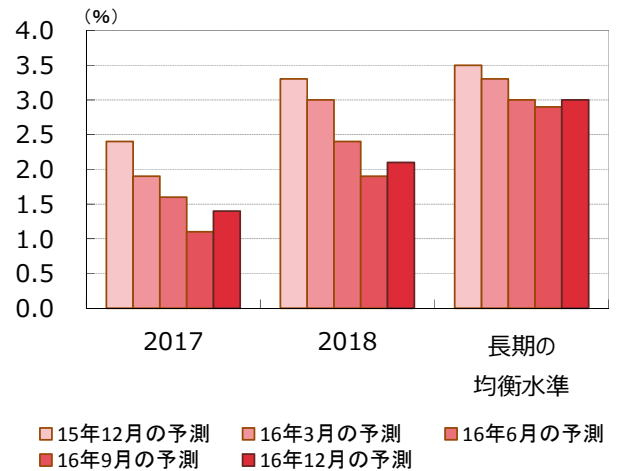
※2016年第3四半期からは予想値を使用（2016年12月15日時点）。

（出所）Thomson Reuters

## 米国金利は歴史的転換を果たした

米国の金融当局であるFRB（米国連邦準備制度理事会）は、2つの責務である最大雇用と物価安定の達成が視野に入っています。2016年12月には利上げの決定とともに、これまで下方修正が続いてきた政策金利の見通しが引き上げられました（図表3）。FRBは、緩和的な金融政策姿勢を保ちつつ、緩やかな利上げで政策金利の正常化を続ける見通しです。長期金利は、長らく続いた低下トレンドからの歴史的な転換を果たしたと考えています。

図表3 FRBの政策金利見通しも「下方修正」から転換した



※グラフは、FRB参加メンバーによる「2017年末」「2018年末」「長期」の政策金利予測中央値を、時系列で示したものです。

（出所）FRB

## 米ドル円は米国金利上昇をにらむ展開へ

米国が利上げを進める一方で日銀は金利を動かさない政策を採っているため、日米金利差は拡大しやすい環境にあります。トランプ政権の政策運営が順調な限りは、米ドル円相場も米国金利の上昇に反応しやすい展開となりそうです（図表4）。

もともと、米ドルは歴史的に見ても割高な水準に入っています（図表5）。米ドル円の上昇が続けば、日米政策当局からのけん制発言への警戒が上値を重くすると考えています。

図表4 日米金利差拡大につれて円安が進行した



（出所）ブルームバーグ

図表5 米ドルは歴史的な視点からも割高ゾーンにある



※グラフは、米国の主要貿易相手国に対する米ドルの為替レートの加重平均の推移です。貿易加重為替レートはその通貨の総合的な価値を示す合成レートであり、レートの上昇は米ドルが貿易相手国の通貨に対し全般的に上昇していることを示します。

（出所）ブルームバーグ

## 2017年初は、中国がらみの動きに警戒

中国人民元の下落が続いており、特に2017年序盤には金融市場の警戒感が強まる可能性があります(図表6)。足元は、トランプ政権の通商政策や、中国の外貨準備高の減少が材料視されています。中国人民元安の根本には、習近平氏の反腐敗キャンペーンを受けた中国国内の個人・企業による資金の海外移転があり、当面は解決が見込みにくい状況です。

しかし、中国国内のマクロ環境は足元で好転しています。年後半には、中国国債や中国株の主要インデックス採用への期待などが、下落を抑止する材料として浮上する可能性があります。

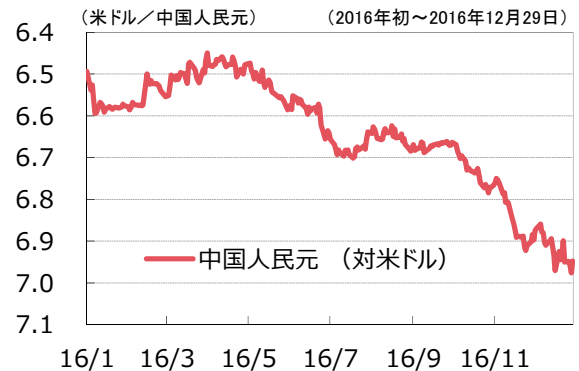
## 「アベノミクス相場」と「トランプラリー」の違いとは……日本株はいったん好材料を織り込んだ

日本株は、2カ月近くトランプラリーが続いたことで、年明け以降はいったんの買いポジションの解消も警戒しています(図表7)。政策期待がきつかけのラリーという点では、アベノミクス初期(2012年12月～2013年5月、この間に日経平均は約6,000円上昇)の再現が連想されます。しかし、アベノミクス初期のPER(株価収益率)は11倍台だったのに対し、米国大統領選挙時のTOPIXは14倍弱からのスタートでした(図表8)。過去との比較でも現在のPERはやや高い水準に達しました。

将来については、円安の進行により国内企業の業績には上振れ期待が生じています。今後も米ドル円レートが110円台を維持するようなら、来期増益率の上方修正に伴い、再度の株価上昇への環境が整いやすくなるとみています。 ◆

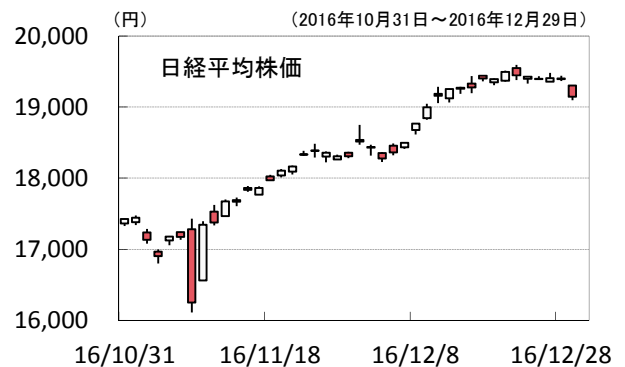
一部の市場に過熱感もありますが、基調としてはトランプラリーの流れが続くと考えています。

図表6 中国人民元は下落が続き、中国の資本流出が懸念される



(出所)ブルームバーグ

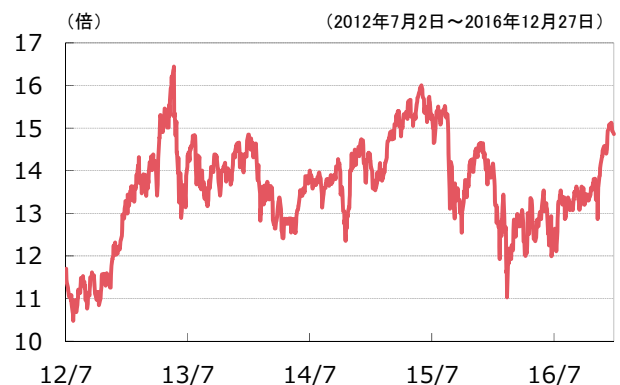
図表7 日本株は一本調子で上昇した



※日経平均株価に関する著作権、知的財産権、その他一切の権利は日本経済新聞社に帰属します。同社は、日経平均株価の内容を変える権利および公表を停止する権利を有しています。

(出所)ブルームバーグ

図表8 バリュエーション面では日本株のラリーはかなり進んだ



— TOPIX予想PER (I/B/E/S 12ヶ月予想ベース)

※PER = 株価 ÷ 1株当たり利益  
株価が1株当たり利益の何倍になっているかを示す指標です。「会社の利益と株価の関係」を表し、高いPERは利益に対して株価が高いと解釈されます。株価の割安度を測る際に参考にされる指標です。

(出所) Thomson Reuters/DATASTREAM