

# 投資環境の見通し

2018年 **1**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

# 景気拡大を支える4つのファクター

### 中銀にとってもポジティブサプライズ

各国・地域の経済データを見ると、2017年後半以降も堅調なモメンタムを保っている。この結果、2018年の世界経済の成長率は従来予想に比べて上振れる可能性が高まりつつある。

象徴的なのは、米連邦準備制度理事会（FRB）、欧州中央銀行（ECB）がそれぞれ12月に改訂した経済見通しである。2018年に関する成長率予想（FRBは米国、ECBはユーロ圏）をみると、FRBが9月の2.1%から2.5%へ、ECBが1.8%から2.3%へ、わずか3カ月前（9月時点）の予測値から0.4~0.5%ポイントも大幅に上方修正した。

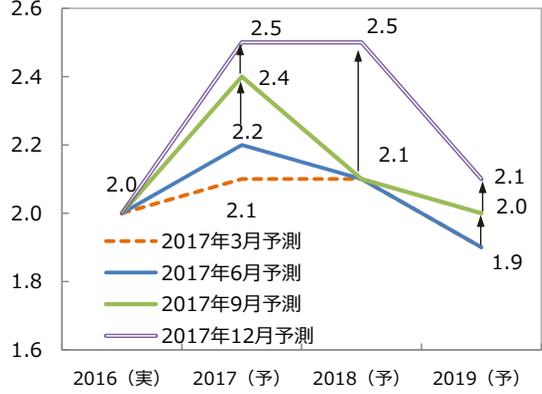
2017年後半（特に秋口以降）の世界経済が示した力強い回復は、FRBやECBにとってもポジティブサプライズであったと思われる。

### 拡大継続をサポートする4つのファクター

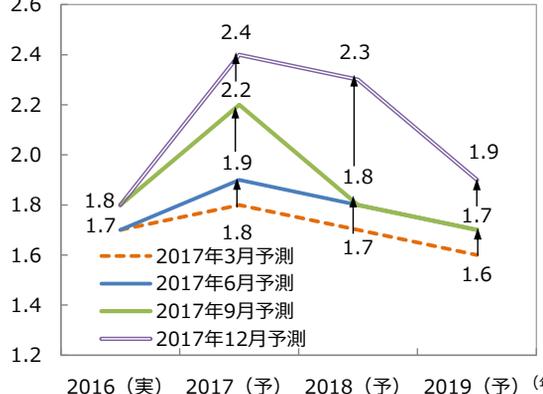
世界経済が予想以上のダイナミズムを示し始めた要因として4点指摘できる。

第一は景気回復の地域的な広がりである。世界経済は2016年秋口まで停滞局面が続いたが、まず米国が回復を始め、2017年に入りユーロ圏の成長率が高まり、中国も持ち直したことで全体としての成長率が緩やかにリバウンドしてきた。2017年後半には、資本流出や資源安などでダメージを受けていた中南米や中東諸国が立ち直り傾向を示し始めており、2018~2019年の世界経済の成長を押し上げる要因となりそうだ。

FRBの成長率見通し



ECBの成長率見通し



(注) データ期間は2016年~2019年。2017年以降はFRB、ECBそれぞれの予測。  
(出所) FRB、ECBのデータを基に三井住友アセットマネジメント作成

## 景気拡大を支える4つのファクター

第二に設備投資の増加傾向である。米国、ユーロ圏、日本の資本財受注のデータを見ると2016年末頃からリバウンドし始めていたが、2017年半ば以降増勢が勢いを増してきている。実質金利が低い中で成長率や貿易の伸びが持ち直してきたことが基本的な背景だろう。しかし、①IT技術のより広範な分野での応用、②中国を含む新興国の産業構造の変化や環境対応強化、③先進国における労働量不足への対応、などの構造的な要因が働き始めている可能性もあり、設備投資については上振れリスクが残っている。

第三に拡張的財政政策である。米国では予想よりも早く税制改革が成立し、2018～2019年の2年間で合計0.3～0.4%ほどGDPを押し上げるとみられる上、2018年1月中にはトランプ政権がインフラ投資策について発表を行うとしている。インフラ投資など財政支出について米国議会で与野党の妥協が成立するかは予断を許さないが、具体化すれば景気の上昇修正要因となるだろう。

中国では素材輸入が堅調であることから判断して、インフラ投資が継続されている模様だ。また、一部のアジア諸国では選挙を前に2018年に財政刺激策が実施される見通しである。日欧とも緩やかな財政支出は景気にプラスとなりそうだ。

第四に、金融政策が「景気にやさしい」ものになる可能性が高いということである。

冒頭で述べたように、FRB、ECBは12月の経済見通しで2018年の成長見通しを大幅に上方修正したが、消費者物価上昇率については2%の目標を下回るとの予測をほとんど変更していない。IT技術や高齢化などの影響で失業率が低下しても、賃金上昇は緩やかな状態が続くとみているためだろう。

FRB、ECBは2018年に金融政策の正常化を進めてゆけどうが、インフレ懸念がなお小さいため、景気を悪化させるリスクをとる必要はない。あくまで景気の足取りが堅調であることを確認しながら段階的に調整するというアプローチをとるはずで、2018年のFRBの利上げは2回（景気次第では3回）に止まると予想される。ECBについては新規の債券購入を9月で終了するものの、金利の引き上げは2019年まで待つ可能性が高い。

## 賃金（特に欧州）の動向を注視

あえてリスクを挙げれば、労組の影響力が残る欧州で賃金上昇率が高まり、ECBが強めの引き締め動くことだ。しかし、直近（7-9月期）のユーロ圏賃金統計では一人当たり賃金の上昇率が前年比1.7%に止まり、生産性上昇率を引いた単位労働コストは同1%を下回っている。やはり、メインシナリオは低インフレの下、金利上昇は穏やかに止まり、景気拡大下でリスク・オンが続くケースだろう。（吉川チーフマクロストラテジスト）

## 先進国/新興国別にみた成長率見通し

(%)

国・地域	年	2015 (実績)	2016 (実績)	2017 (予想)	2018 (予想)	2019 (予想)
世界		3.4	3.2	3.5	3.6	3.6
先進国		2.2 (0.9)	1.7 (0.7)	2.2 (0.9)	2.1 (0.9)	1.9 (0.8)
新興国		4.3 (2.5)	4.3 (2.5)	4.5 (2.6)	4.7 (2.7)	4.8 (2.8)
CIS (独立国家共同体)		▲ 2.2	0.4	1.5	1.5	1.5
新興アジア		6.8	6.4	6.8	6.9	6.9
新興欧州		4.7	3.1	3.9	3.2	3.0
ラテンアメリカ等		0.1	▲ 0.9	1.2	2.0	2.2
中東/北アフリカ等		2.7	5.0	1.9	2.6	3.1
サハラ以南アフリカ		3.4	1.4	1.4	2.1	2.5

(注1) 2017年12月15日時点予想。

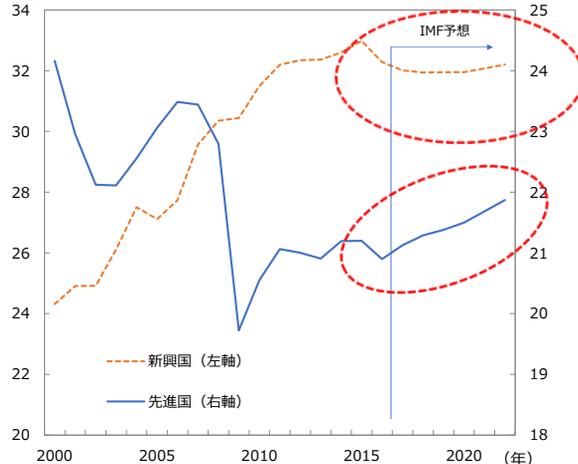
(注2) ( ) 内の数字は世界成長率に対する寄与度。データ期間は2015年～2019年。

2017年以降は三井住友アセットマネジメント予想。

(出所) IMF、各国・地域データを基に三井住友アセットマネジメント作成

## 固定資産投資のGDPに対する比率

(%)



(注) データ期間は2000年～2022年。2017年以降はIMF予想。

(出所) IMFのデータを基に三井住友アセットマネジメント作成

## 2018年前半の注目イベント

世界経済が堅調な中で、2018年前半の金融市場はリスク・オン状態が続こうが、いくつかの政策・政治イベントに留意しておくべきだろう。

経済政策関連では、まず、日米中銀の人事が挙げられる。FRBの次期議長にパウエル氏、副議長の一人としてクォールズ氏が指名されているが、それぞれ法律と銀行監督の専門家であり、経済分析の分野で議長を支えるもう一人の副議長人事が注目される。一方、日銀の場合、当面、金融政策の路線が変わる可能性は小さい。しかし、新執行部の組み合わせが、将来の出口戦略に影響する要素として市場で材料視されることはありうる。

米国財政に関しては、1月19日までの暫定予算の再延長、2～3月に期限がくる政府債務の上限引き上げが次の焦点となる。政府の一時閉鎖や、政府債務の元利払い遅延などが実際に起こるとは予想されないが、11月に中間選挙を控え与野党対立が続けば、一時的に不透明感が意識されることはありえよう。

地政学リスクとして、まず北朝鮮を巡る地政学リスクについては、米中、米ロシアが危機管理を巡る駆け引きを行う段階とみられるが、制裁強化に対する同国の反応が注目される。加えて、中東情勢とそれが原油価格に与える影響についても注視しておく必要があるだろう。

政局では欧州が注目される。スペイン・カタルーニャ州独立問題が目立つが、最終的には自治権拡大を巡る交渉に収束する可能性が大きい。むしろ、ドイツの連立政権協議が重要だ。メルケル氏率いるキリスト教民主・社会同盟（CDU・CSU）と社会民主党（SPD）との予備交渉が1月7日に開始され、SPDが臨時党大会（1月21日）で本交渉に進むかを最終決定する。ドイツで総選挙後に正式な政府が不在の期間は既に戦後最長を更新中である。メルケル政権継続がメインシナリオだが、協議不調・再選挙となった場合は、同氏退陣の可能性も否定できない。欧州景気は堅調で、リスク・オンの流れが最終的には続くだろうが、一時的なリスク・オフ要因にはなる。油断せずに見守りたい。

## 2018年前半の注目イベント

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		
	月内	米国	インフラ投資計画の公表		
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		

（注）2017年12月25日現在。（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

## 今後の主要日程予定 (2018年)

各国・地域の金融政策が引き続き注目される。米国では中間選挙が行われる。新興国でもロシア、メキシコ、ブラジルで大統領選挙が行われる予定。

米国	欧州	中国・アジア・その他	日本	国際会議・イベント等
1/30:一般教書演説 1/30-31:連邦公開市場委員会(FOMC) <b>2/3:イレン連邦準備制度理事会(FRB)議長任期(次期FRB議長はパウエル理事)</b> <b>2月下旬:予算教書</b> 3/20-21:FOMC(FRB議長会見) 3月中:北米自由貿易協定(NAFTA)交渉期限 4月中旬:米財務省半期為替報告書	1/12,26:チェコ大統領選挙 1/25:欧州中央銀行(ECB)理事会 1/28:フィンランド大統領選挙 3/8:ECB理事会(見直し改訂) 3/22-23:欧州連合(EU)首脳会議 <b>3月末:英国のEU離脱まで残り1年</b> 4月中:ハンガリー総選挙 4/26:ECB理事会	2/15-2/21:中国 春節 2月中:第19期第2回全体会議(二中全会) 3月上旬:中国 第13期全国人民代表大会第1回全体会議(全人代) 3/11:香港 立法会補選 <b>3/18:ロシア大統領選挙</b> 2-5月:マレーシア総選挙	<b>明治元年(1868年)から起算して150年</b> 1/22-23:日銀金融政策決定会合(展望レポート) 3/8-9:日銀金融政策決定会合 <b>3/14:春闘 大手製造業の集中回答日(連合)</b> 3/19:岩田日銀副総裁、中曽日銀副総裁任期 <b>4/8:黒田日銀総裁任期</b> 4/26-27:日銀金融政策決定会合(展望レポート)	1/23-26:世界経済フォーラム(スイス・ダボス) 2/9-25:平昌冬季オリンピック 3/17-18:G20財務相・中央銀行総裁会議(アルゼンチン・ブエノスアイレス) 4月下旬:IMF総会(ワシントン)
5/1-2:FOMC 6/12-13:FOMC(FRB議長会見) 7/31-8/1:FOMC	<b>5月下旬:イタリア総選挙 実施期限(3月上旬実施が有力と見られる)</b> 6/14:ECB理事会(見直し改訂) 7/20:ギリシャ国債償還(18.6億ユーロ) 6/28-29:EU首脳会議 7/26:ECB理事会 8月末:ギリシャ向け第3次金融支援終了予定	5/15-6/14:ラマダン 6月:インドネシア統一地方選挙 <b>7/1:メキシコ大統領・議会選挙</b> 7/29:カンボジア総選挙	6/14-15:日銀金融政策決定会合 6月:成長戦略第6弾、骨太方針を閣議決定 7/30-31:日銀金融政策決定会合(展望レポート)	5月:アジア開発銀行(ADB)総会(フィリピン・マニラ) 6/8-9:G7首脳会議(カナダ・シャルルボワ) 6/14-7/15:FIFAワールドカップロシア大会 6/22:石油輸出国機構(OPEC)総会(オーストリア・ウィーン)
9/25-26:FOMC(FRB議長会見) 9/30:2019年財政年度予算成立期限 10月:米財務省半期為替報告書 <b>11/6:中間選挙</b> 11/7-8:FOMC 12/18-19:FOMC(FRB議長会見)	9/9:スウェーデン総選挙 9/13:ECB理事会(見直し改訂) 10/18-19:EU首脳会議 10/25:ECB理事会 12/13:ECB理事会(見直し改訂) 12/13-14:EU首脳会議	<b>10/7,28ブラジル大統領選挙・議会選挙</b> 10月:第19期第3回全体会議(三中全会) 11月:タイ民政移管総選挙 11-12月:台湾 統一地方選挙	9/18-19:日銀金融政策決定会合 <b>9/30:自民党総裁任期(自民党総裁選)</b> 10/30-31:日銀金融政策決定会合(展望レポート) 12/19-20:日銀金融政策決定会合	10/12-14:IMF・世銀年次総会(インドネシア・バリ) 11月末:OPEC総会 11月中:アジア環太平洋経済協力(APEC)首脳会議(パプアニューギニア) 11/30-12/1:G20首脳会議(アルゼンチン・ブエノスアイレス)

(注) 2017年12月25日現在。(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：財政が景気押し上げ

税制改革法案は2017年12月22日に大統領が署名、成立した。10年で1.46兆ドルの減税で、2018年に+0.2%、2019年に+0.1%から+0.2%程度成長率を押し上げよう。民間需要も好調なため、2018年の実質GDP成長率は+2.4%程度となろう。2018年1月に発表予定のインフラ投資政策の内容により、見通しが上方修正される可能性もある。景気が堅調で金融環境も緩和的なため、FRBは2018年3月、6月に0.25%の利上げを実施する見通し。

## 中国：景気は軟着陸へ

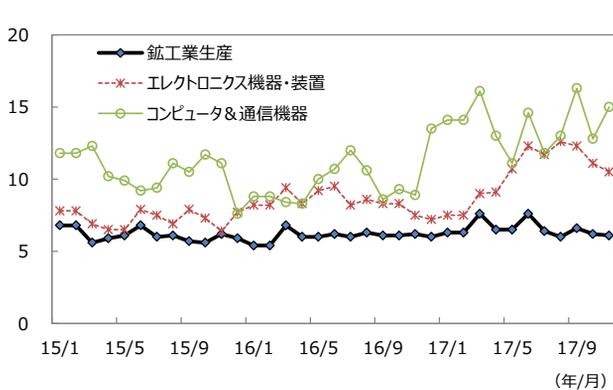
11月分の鉄鋼業PMIをみると、新規受注が増加する一方、生産と在庫は減少傾向にある企業が増えている。環境規制の強化を通じて素材の過剰生産を抑制している。ただ、エレクトロニクスなど高付加価値産業の生産が増加しており、習政権が重厚長大から高付加価値型産業への転換を進める中で、想定よりも景気は底堅く推移。2017年10-12月期の成長率見通しを前年比+6.6%から同+6.7%に上方修正した。

## 米国：税制改革の経済へのインパクト

議会最終案（上下院合同案）				
対象	減税額 (億ドル)	乗数	期間 (年)	対GDP インパクト (%)
家計	8,580	0.8	8	<b>0.37</b>
法人	6,050	0.2	10	<b>0.05</b>
計	14,630			<b>0.42</b>

(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

## 中国：鉱工業生産の推移



(注) データ期間は2015年1月～2017年11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

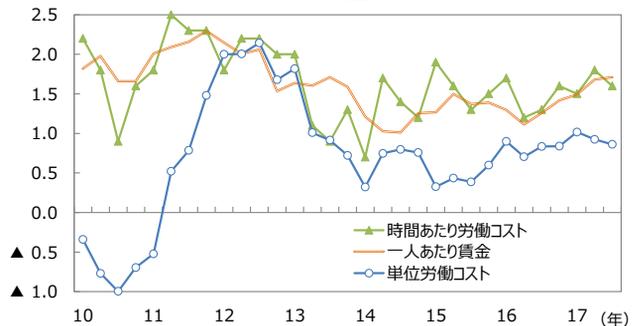
## ユーロ圏：ECB首脳発言・声明に注目

堅調な内需を背景に、ユーロ圏の実質GDP成長率は2018年も+2.3%と、潜在成長率を上回ろう。ECBは資産買い入れを2018年9月で終了する公算が大きく、首脳発言や声明文におけるフォワードガイダンスの変更が注目される。ただ、一人当たり賃金の伸びは、失業率低下を受けて高まりつつあるとはいえ、2017年7-9月期で前年比+1.7%にとどまっている。インフレの加速が鈍いため、政策金利の引き上げは2019年前半になろう。

## 日本：堅調持続

7-9月期の実質GDP成長率は設備投資を中心に上方修正された。10-12月期に入り、消費が悪天候の影響で減速したが、就業者数は前年比1%超のペースで伸びる中、消費者心理も堅調であり、今後は持ち直してこよう。日銀短観などによれば、製造業を中心に設備投資も堅調に推移する見込み。歴史的な水準にある人手不足感の影響（設備投資、値上げや供給抑制など）が2018-2019年の重要なテーマとなりそうだ。

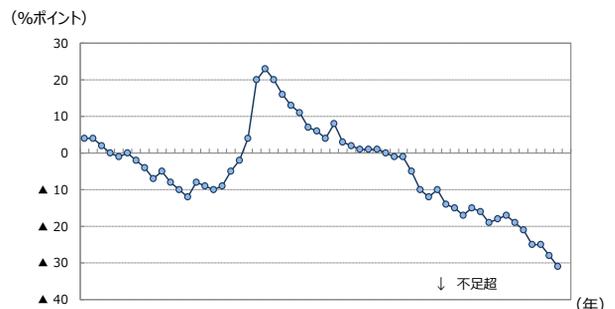
## ユーロ圏：賃金指標の伸び



(注) データ期間は2010年1-3月期～2017年7-9月期。

(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：企業の雇用判断（日銀短観、全産業、過剰-不足）



(注) データ期間は2004年3月～2017年12月（3、6、9、12月に調査）。  
(出所) 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1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

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			内外金利差を映した緩やかな円安と、世界景気の回復を背景とする数量増加により、製造業中心に更なる業績の改善が見込まれ、堅調な展開が予想される。国内的には企業業績改善がどの程度設備投資、賃上げにつながるか、及び、次期日銀総裁人事が注目される。北朝鮮情勢はリスクだが着状態を想定。	
	米国			好調なマクロ環境が業績をサポート。加えて、税制改革法案が早期に議会を通過し、企業減税が増益率を上乗せする見込みで、株価は上値を試す展開。流動性相場は一巡する方向だが、金融政策正常化のペースは緩やかで、長期金利の上昇も小幅とみられ、現在のバリュエーションは維持できよう。	
	欧州			景気回復による業績改善が海外部門から域内関連セクターに波及、2018年も高い増益率が見込めることに加えて、米国と比較してバリュエーションにも拡大余地が残ることから堅調な推移と見られる。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。リスク要因としてユーロの為替レートと独・伊の政治情勢に注意。	
	豪州			世界経済の回復により、株式市場の下振れ懸念は小さいが、株価が景気回復を概ね織り込んでいること、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を見込む。世界経済、特に、中国景気の見通しが改善していることから、鉱山株に関してはアップサイドが期待される。	
	アジア	先進国 (HK, SG)			全体としては、緩やかに上昇。香港は中国景気景調に加え、欧米と比較して割安感が生じており、中国関連株中心に堅調な推移を続ける見通し。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、業績面でも出遅れ感があるため、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割安感、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				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が持続するだろう。但し、経済ファンダメンタルズや政治リスクにより選別してゆくことが肝要だろう。	
リート	日本			国内景気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金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、金利の先高観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浮上が待たず予想にくい。	
	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うけるが、安定業績のもと緩やかな上昇が見込まれる。	
債券	日本			コアCPIの上昇率はなお1%弱にとどまる中、日銀による緩和的な金融政策は長期化し、2018年度中は現状の枠組みが維持される公算が大きい。但し、経済物価状況の改善（生産増、円安傾向など）が続いた場合は、日銀は長期金利の操作目標からの許容乖離（上振れ）幅を若干広げる可能性がある。	
	米国			低インフレの下、2018年のFRBによる利上げは2回がメインシナリオ。但し、減税効果も含めて景気が堅調のため、3、6月と前倒しで実施するとの見通しに修正。長期金利は当面はレンジだが、景気景調、利上げ継続、FRBのバランスシート縮小を受けた期間プレミアム拡大などをうけ、緩やかに上昇すると予想。	
	欧州			ECBは2018年9月まで月300億ユーロの債券購入を継続した後、資産購入を終了する可能性が高い。金融市場ではECBの声明文の変化などを材料に金融政策の正常化が徐々に織り込まれ、長期金利もレンジを切り上げよう。但し賃金、インフレの加速は緩やかと予想され、金利上昇は段階的かつ緩やかに進行しよう。	
	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。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			新興国経済は回復基調。先進国の長期金利の上昇ペースは緩やかで、流動性が潤沢な状況は続くため、新興国への資金流入は続く。全体として、スプレッドは横ばい、拡大しても小幅だろう。但し、政治情勢や經常収支などによって国別の動きは異なる。そうした観点からは、アジア新興国に安定感がある国が多い。	
クレジット	投資適格			一部セクターのネガティブニュースをうけてスプレッドはややワイド化しただが、ファンダメンタルズは良好。金利水準を求める資金流入は継続、企業収益は良好で、税制改革も高格付け企業にはプラス面が多い。好材料は既に織り込まれているため、タイト化は見込まないが、スプレッドは安定的に推移しよう。	
	ハイ・イールド			税制改革に関する不透明感、ネガティブニュースをうけてスプレッドがワイド化しただが、割高感の調整が進み、ポジション調整的な資金流出は沈静化した。企業収益の安定などを考慮すると、金利上昇ペースが緩やかであれば、今後スプレッドは安定する見込み。エネルギーセクターとの関連で中東情勢に注意したい。	
通貨	米ドル			日米金利差拡大（ドル高要因）と經常不均衡問題（円高要因）の綱引きの下、基本的にはレンジでの変動。ただ、FRBの利上げ継続や早期の減税案可決などを考えると、当面はやや円安ドル高圧力がかりやすい状況か。攪乱要因として、地政学リスク、債務上限引き上げを巡る野党協議の難航などに注意。	
	ユーロ			ECBが金融緩和の縮小を慎重に進める姿勢であるため、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な推移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			インフレ率が予想より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、企業投資の持ち直し、労働市場の改善など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12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

	2018/1-2018/3見通し			2018/4-2018/6見通し			2018/7-2018/9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	1,740	2,000	1,900	1,760	2,000	1,940	1,760	2,000	1,940
日経平均株価	21,700	24,500	23,500	22,000	24,500	23,700	22,000	24,500	23,700
TOPIX（配当込）	2,553	2,931	2,786	2,595	2,943	2,856	2,607	2,956	2,868
<b>国内債券</b>									
10年国債金利	0.00	0.20	0.10	0.00	0.30	0.20	0.00	0.30	0.20
NOMURA-BPI（総合）	376	383	379	373	383	376	373	384	377
<b>外国株式</b>									
S&P500	2,525	2,800	2,725	2,525	2,825	2,750	2,550	2,850	2,775
NY DOW	23,300	25,800	25,100	23,300	26,000	25,300	23,500	26,300	25,600
EURO Stoxx	365	420	405	365	425	410	370	430	415
FT100	7,000	8,100	7,800	7,000	8,200	7,900	7,100	8,300	8,000
HangSeng	26,500	32,500	29,500	27,000	33,000	30,500	28,000	34,000	31,000
MSCI AC Asia ex Japan(Gross US\$)	1,400	1,600	1,525	1,475	1,675	1,575	1,500	1,700	1,625
MSCI（¥）	2,303	2,850	2,670	2,346	2,964	2,751	2,388	3,010	2,804
<b>外国債券</b>									
米国10年金利	2.20	2.70	2.50	2.30	2.90	2.60	2.30	2.90	2.60
独国10年金利	0.20	0.60	0.40	0.30	0.80	0.60	0.40	0.90	0.70
英国10年金利	1.00	1.60	1.30	1.10	1.70	1.40	1.10	1.70	1.40
米国30年金利	2.70	3.30	2.90	2.70	3.40	3.00	2.70	3.40	3.00
Citi-WGBI(¥)	432	493	468	432	506	474	434	507	478
Citi-WGBI(¥Hedge)	379	390	384	376	389	382	376	388	382
<b>為替</b>									
ドル/円	108.00	118.00	114.00	110.00	120.00	115.00	110.00	120.00	115.00
ユーロ/ドル	1.14	1.22	1.18	1.15	1.25	1.20	1.15	1.25	1.21
ユーロ/円	125.00	140.00	135.00	125.00	145.00	138.00	125.00	145.00	139.00
ポンド/円	140.00	160.00	150.00	140.00	160.00	152.00	140.00	160.00	152.00
豪ドル/円	80.00	95.00	88.00	80.00	100.00	90.00	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	1.50	1.75	1.75	1.75	2.00	2.00	1.75	2.00	2.00
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12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>

### 緩やかに金融政策の正常化が進む中、堅調な企業業績が株価を支え

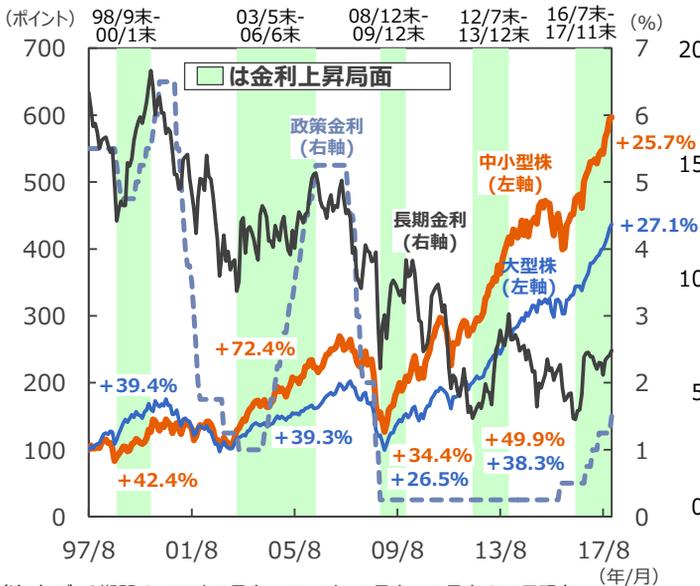
- 住宅指標関連や消費者信頼感指数などの経済指標が引き続き好調に推移する中、株価は税制改革案の早期実現への期待から上昇した。FOMCは予想通り0.25%の利上げを決定した。安定した経済成長と抑制されたインフレ環境を背景に、金融政策の正常化が緩やかに進むのであれば、現在のバリュエーション（株価収益率）は維持可能で、株価の下押し圧力にはならないと考えられる。企業業績もマクロの成長率を上回る増益が見込まれ、株価を下支えする見込み。
- 法人税減税法案が成立したことで、マーケットの注目点は、再び金融政策や業績見通しに立ち返ると考えられる。2018年に入ると、2017年10-12月期の業績が順次発表される。世界経済の回復と情報技術セクターがけん引する業績見通しに対して、確信度の高まりを見極める展開となろう。
- また、今後は金利上昇と株価の関係が注目されよう。過去の金利上昇局面で株式市場は堅調に推移しており、底堅い推移が期待できよう。

## <債券市場>

### 2018年半ばにかけて緩やかにレンジを切り上げる展開

- 国債：景気が底堅く推移する中、2018年3月と6月に政策金利が引き上げられ、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しよう。長期金利は緩やかにレンジを切り上げていくと考えられる。
- 投資適格社債：国内投資家（年金基金）や外国人投資家からの買入れが続いており、需給は堅調を維持しよう。また、過熱感も解消している。企業向けの貸出態度が緩和されているにも関わらず、貸出需要が鈍化する傾向が続いていることが背景と考えられる。
- ハイ・イールド社債：景気拡大が続くため、企業業績も順調に伸びることが見込まれる。金融政策の正常化が進む中で、相対的にリスクが高いハイ・イールド社債は、債券の中ではボラティリティが高まるリスクがある。

## 金利上昇局面と米国株式のパフォーマンス



(注1) データ期間は1997年8月末～2017年12月末。12月末は22日現在。中小型、大型株は1997年8月末を100として指数化。  
 (注2) 中小型株：ラッセル2500、大型株：S&P500。いずれも配当込み、米ドルベース。政策金利はFOMC金利誘導目標の上限。長期金利は10年国債利回り。金利上昇局面は1年以上にわたり長期金利が1%以上上昇した局面。グラフ中の数字は上段赤が中小型株、下段青が大型株の金利上昇局面における騰落率。  
 (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

## 国債、社債利回りの推移



(注1) データ期間は2008年1月2日～2017年12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>

マクロ、企業収益とも引き続き回復傾向を強める。バリュエーションにも拡大余地が見込め、底堅い展開を見込む

- ・実質GDP成長率は潜在成長率（1.2%程度、当社試算）を上回る水準で推移しよう。輸出はアジア向けや域内向けがドライバーとなって増加傾向が続こう。内需は個人消費や固定投資の増加基調が続く見通し。国別に見ると、ドイツやスペインだけでなく、フランスやイタリアにも景気拡大が広がろう。財政政策のスタンスは2018年から19年かけて景気を支える方向に作用しよう。
- ・良好な景気回復を受けての企業業績の上振れ傾向は、内需関連企業にも広がっており、2018年も高い増益率が期待できよう。米国対比での業績改善余地も合わせて、株価を押し上げると考えられる。

## <債券市場>

レンジ相場の後、2018年4-6月期以降、レンジを切り上げる見通し

- ・消費者物価上昇率は、景気拡大の継続に伴うGDPギャップの縮小を背景に、2018年は1%台半ばで推移しよう。ただし、ドイツの賃金や物価の上振れリスクに注意する必要がある。
- ・ECBは、2018年1月から月当たり資産購入ペースを600億ユーロから300億ユーロに縮小し、2018年9月まで続ける見通し。2018年10月以降も少額の資産購入が続く可能性もあるが、景気の強さやインフレ率の上昇を考慮すると、延長の可能性は小さいと思われる。
- ・ECBの金融政策は、当面は慎重な姿勢が続く見通しだが、物価上昇率が持ち直し始めることに加え、イタリア選挙やIGメタルの賃金交渉が終了する4-6月期頃からECBは緩和縮小に向けて次のステップ（フォワードガイダンスの変更など）を行う可能性がある。こうした中、長期金利はレンジを切り上げると考えられる。

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>

・7-9月期の成長率と11月の製造業PMIが持ち直していることを受け、景気は回復局面に戻ったとの判断を維持。2019年前半に総選挙が行われると見られ、2018/19年度の予算案はバラマキ型になりやすく、財政赤字は拡大しよう。

## <NIES 4>

・**シンガポール**は中国の影響で2018年に経済成長率は緩やかに鈍化、2019年は安定化しよう。**香港**も中国景気の影響で2018年に鈍化。2018年に深圳に経済規模で追い抜かれる見込み。**韓国**は7-9月成長率が上振れ。2018年は中国に合わせて緩やかに鈍化し、2019年には安定する見込み。**台湾**は新型スマホの需要が好調であり、引き続き輸出を中心に堅調を維持しよう。

## <ASEAN>

・**インドネシア**は7-9月期の成長率がやや加速した。2018年6月に地方首長選挙があり、消費は回復に向かおう。**マレーシア**は政府が国営企業などを活用して公共投資の伸びを確保しよう。また、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すると期待される。**フィリピン**は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継続しよう。税制改革法が2018年初に発効する見通し。**タイ**は2018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**で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しよう。

## <株式市場>

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

・MSCI AC アジア (除く日本) (以下アジア株式指数) の予想PER (12カ月先予想ベース) は13.0倍 (12月20日現在、以下同様) で前月から若干上昇した。2010年以降の平均 (11.7倍) を引き続き上回り、過去平均との比較ではやや割高な水準で推移している。

・しかし、米国と比較すると依然として割安と言えそうだ。予想PERを比較するとS&P500種指数の18.5倍に対してアジア株式指数は13.0倍と約▲30%のかい離がある。2010年以降の平均が▲19.3%なので、アジア株式指数は相対的に割安と判断でき、株価の上昇余地が残されていると考えられる。

・2018年のアジア各国・地域の企業業績見通しは、堅調な世界景気と中国景気の安定した拡大を背景に上方修正が継続する見通し。

## <債券市場>

### 総じて安定的な推移

・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12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～2017年12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>

### 良好な投資環境が継続、もう一段の業績改善を織り込む展開へ

- ・欧米の主要中銀が金融緩和縮小の方向に舵を切る中、日銀が相対的に緩和的な金融政策を維持する姿勢に変化はないと思われる。海外金利差の拡大を背景とした緩やかな円安、世界景気の回復を背景とした成長により、製造業を中心に更なる業績改善を織り込む展開となろう。
- ・2017年度の企業業績見通しは、会社計画が前年度比+13%の経常増益を見込む一方、弊社は同+17%の経常増益と予想。18年度は110円/米ドル前提で、同+9.5%の経常増益と予想するが、2桁増益の継続も視野に入ろう。

## <債券市場>

### 長短金利操作付きQQEの枠組み継続を想定。

- ・日銀は、長期国債の保有残高の増加の年80兆円の「メド」は維持しようが、実際の増加ペースは2018年4月に50兆円程度まで鈍化する見込み。コアCPIの伸びが高まる過程で、長期金利には上昇圧力がかかる局面も想定されるが、2%物価目標まで依然として距離がある中、日銀は長短金利を据え置くと予想される。
- ・コアCPIは前年同月比+1%程度の上昇率に止まる見込み（長期金利の想定レンジは0.0%~0.3%）。日銀の緩和的な金融政策は長期化する見通し。ただし、経済・物価状況が改善すれば、2018年度に日銀は長期金利操作目標（0%程度）からの許容乖離幅を若干拡大する可能性がある。

### 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12月22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~2017年11月30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~2017年12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	営業利益	経常利益	税引利益
合計 (除く金融)	2015	0.7%	11.8%	2.9%	▲ 0.6%
	2016	▲ 3.4%	▲ 1.3%	3.7%	18.3%
	2017 (予)	7.2%	17.0%	17.1%	12.2%
	2018 (予)	2.5%	8.9%	9.5%	9.3%
製造業	2015	0.8%	8.5%	1.5%	1.8%
	2016	▲ 4.7%	▲ 6.2%	▲ 1.6%	5.5%
	2017 (予)	8.3%	19.0%	20.3%	18.6%
	2018 (予)	2.9%	11.0%	9.8%	9.9%
非製造業	2015	0.6%	17.6%	5.2%	▲ 4.9%
	2016	▲ 1.2%	7.0%	12.4%	42.9%
	2017 (予)	5.4%	14.0%	12.5%	3.2%
	2018 (予)	1.7%	5.7%	8.9%	8.4%

(注1) データは2015年度~2018年度。2017年度以降は三井住友アセットマネジメント予想。2017年12月5日現在。  
 (注2) 対象は三井住友アセットマネジメントの調査ユニバース (合計224銘柄、製造業134銘柄、非製造業90銘柄、除く金融)。  
 (注3) 2017年12月以降の前提は、110円/米ドルレート、130円/ユーロ。  
 原油価格は60米ドル/バレル。  
 (出所) 各社データを基に三井住友アセットマネジメント作成

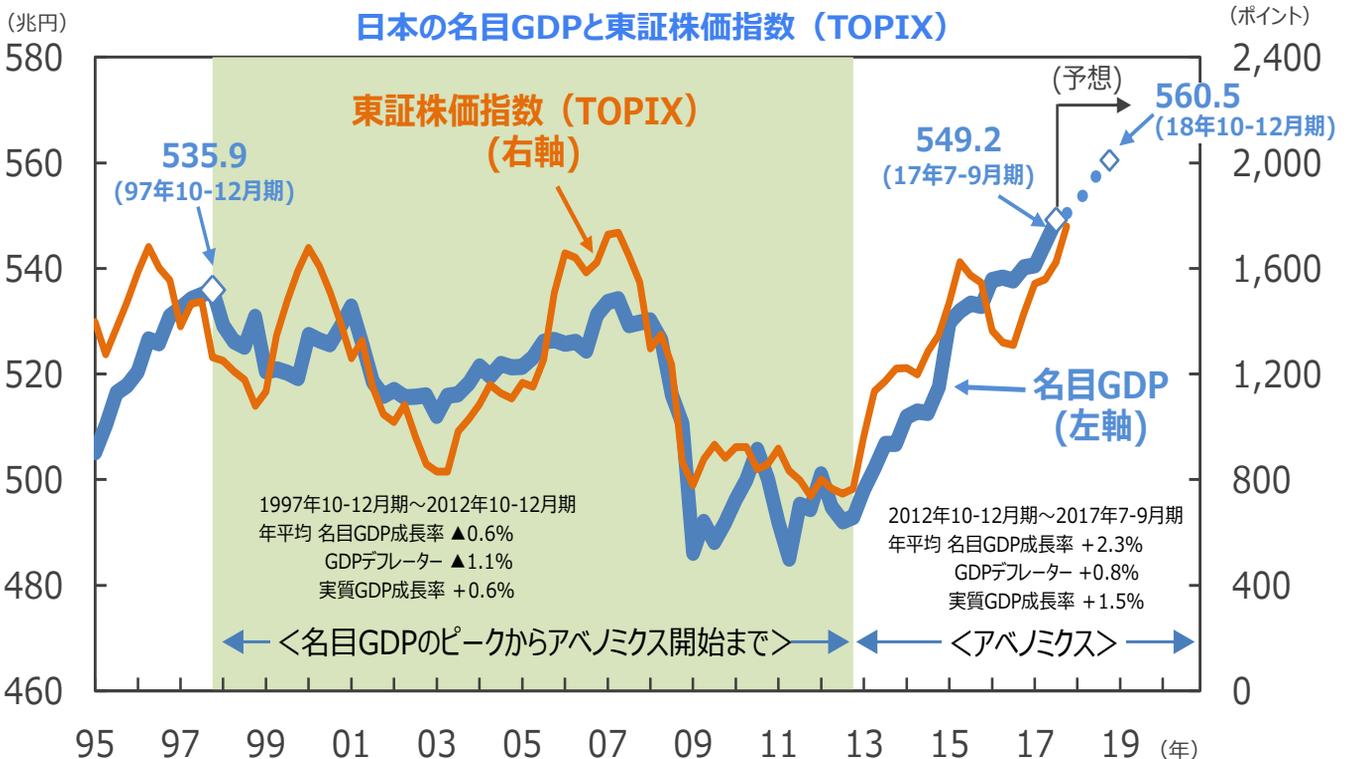
## ＜株式市場＞

### 「デフレなき回復」でも日本株式市場は更なる高値更新が可能

- ・日経平均株価が1990年代後半の高値を抜いてきたのは、金額で測ったGDPである名目GDPが20年前のピークを超えてきたことが大きな背景と考えられる。名目GDPのピークからアベノミクス開始まで（1997年10-12月期から2012年10-12月期）とアベノミクス開始から現時点まで（2012年10-12月期から2017年7-9月期）を比較すると、名目GDP成長率が年平均▲0.6%から同+2.3%に加速した。ポイントは、GDPデフレーターが年平均▲1.1%から同+0.8%に約2%も変わったことであり、「デフレではなくなった」ことであろう。今後も名目GDPは前年比+2%程度の成長が予想され、「デフレではなくなった」状況が続くと見込まれ、日経平均株価の高値更新は十分可能と期待される。
- ・日本が「デフレなき回復」からさらに一歩進んで、「緩やかなインフレを伴う回復」に移行できれば、

名目GDP成長率が更に高まり、日本株式市場の一層の上昇が期待できる。そのための条件として、①企業の設備投資が継続し、②それが雇用や賃金を通じて雇用者報酬の増加につながり、③最終的に資本効率の改善（例えば株主資本利益率（ROE）の上昇）に結びつくことがあげられよう。まずは、①、②が着実に進むことが重要と考えられる。企業は設備投資を活発化させている。雇用者報酬も緩やかだが堅調に改善している。設備投資の回復が一時的なものに終わらずに、年率で+3%ぐらいの成長が続く状況となれば、賃金も上昇してくると思われる。

- ・世界経済は、アジアを成長のドライバーとして緩やかな拡大が続く見通し。日本経済も、輸出と設備投資が景気をけん引すると見られる。したがって、企業が設備投資の増額を継続できる、という確信を持てる段階となれば、賃金も上昇するなど「緩やかなインフレを伴う回復」に移行すると見込まれる。この可能性が高まれば、日本株式市場も新局面に移行すると考えられる。



## <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、6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。2018年4月以降は110円から120円のレンジでの推移を予想する。

## <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。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られると思われる。

## <円/英ポンドレート>

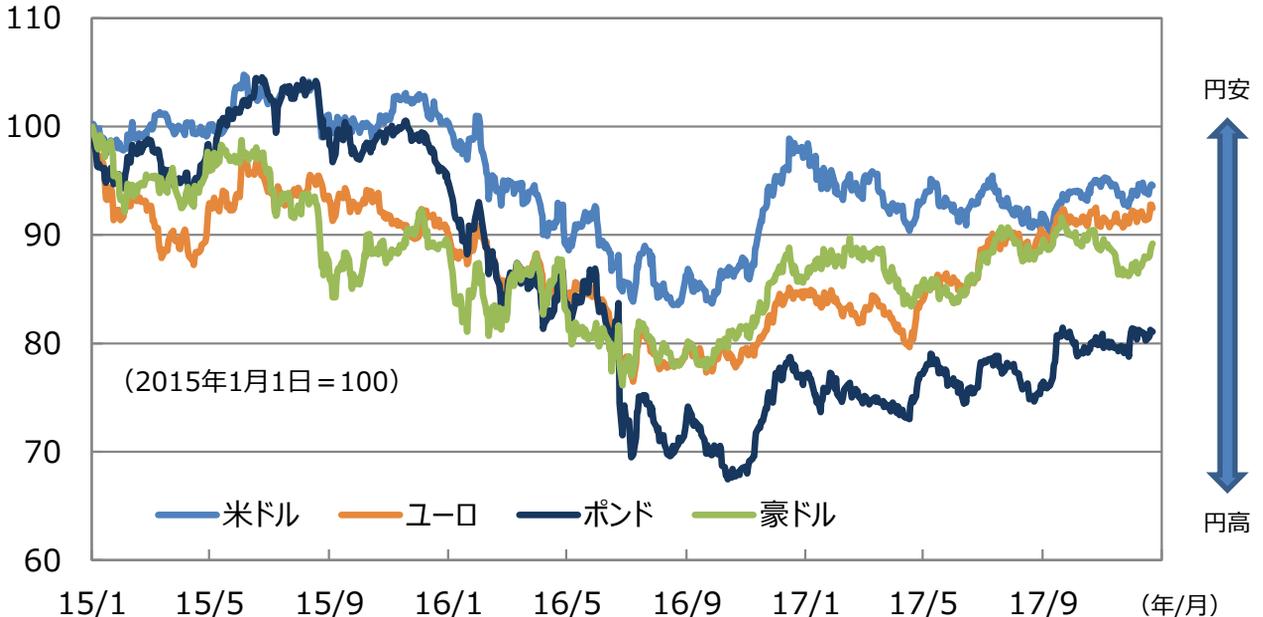
- ・英国では、ブレグジット交渉の進展が見られたことに加え、景気の底堅い推移や物価の上昇が見られる中、市場における利上げ観測が根強い。こうした点が英ポンドのサポート要因となろう。但し、ブレグジットに関する不透明感や警戒感は依然根強く、英ポンドの上値を抑制する要因となる見通し。英国ポンドはもみあいを予想する。

## <円/豪ドルレート>

- ・豪州では、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が、商品市況の底堅さが見込まれることや、グローバル経済の回復が続く中で、相対的に金利水準が高いことがサポート要因となっており、豪ドルは底堅く推移する見通し。

(ポイント)

## <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12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12月25日