

岡三アセット マーケットビュー

株式・債券・為替市場の見通し

OKASAN ASSET MANAGEMENT MARKET VIEW
Vol. 58

岡三アセットマネジメント株式会社



国内株式

方向感の乏しい展開が続けた後は出遅れ解消で上昇へ

日本	6月28日	7-9月の予想レンジ
日経平均株価	29048.02円	28000円～31000円
TOPIX	1965.67p	1900p～2100p



出遅れ解消への胎動

日本株式は3月から4月にかけて米国株式を大幅にアンダーパフォームしましたが、その後も6月まで出遅れ解消には至っていません。その最大の要因としては欧米に比べてワクチン接種と経済活動が再開するタイミングが遅れていることが挙げられます。

しかし、我々はワクチン接種が進み、経済が再開された後に何が起きるかを知っています。ワクチン接種が先行し、人々の生活が元に戻りつつある米国や英国でここ3ヵ月ほどで起こったことが日本でも夏の終わりから秋に再現されると思われます。秋から年末年始にかけて旅行のペントアップ（繰り延べられた）需要が爆発することも考えられます。早くもGOTOキャンペーン復活に対する期待が高まっています。

また、インフレ懸念や金融緩和の打ち止め観測が高まった米国と比べて日本の景気・金利サイクルは遅行しています。米国と異なり中銀の金融緩和の縮小観測が株式市場の上値を抑えるのはまだまだ先になると考えています。日本株式は足元で出遅れているからこそ、今後の上昇余地は相対的に大きいと判断しています。

リスクは「政治」

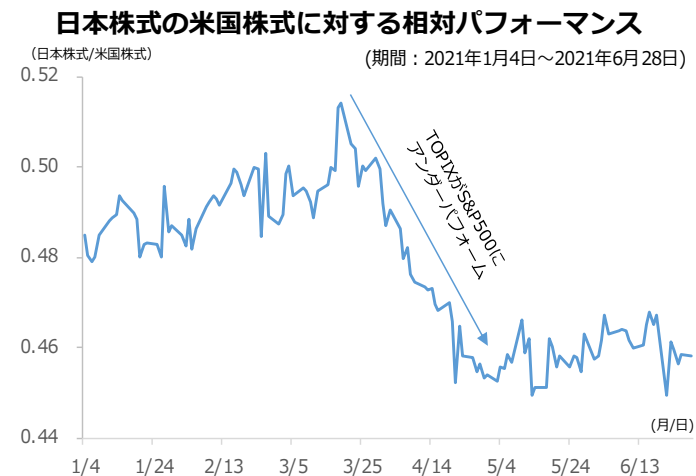
世論調査によれば菅政権の支持率は足元で底打ちしていますが、これから秋に向けて不安定な政局が株式市場の重石になる可能性があります。9月末には自民

党総裁、10月21日には衆院議員が任期満了を迎えます。衆院解散のタイミングについては諸説がありますが、パラリンピックが終わる9月5日以降に選挙戦が本格化すると思われます。足元では菅総裁の続投、衆院選では与党の過半数確保がコンセンサスになっていますが、五輪開催によってコロナの第5波が拡大したり、森友学園を巡る公文書改ざん問題に再び国民の注目が集まればこのコンセンサスの実現が危うくなることも考えられます。

一方、解散・総選挙の前に景気対策が打ち出されれば、株式市場を押し上げる要因になると考えられます。飲食・宿泊業への支援、半導体産業やデータセンターの国内誘致、EV普及へのインフラ整備、水素ステーションの整備などが考えられていますが、短期的な需要創出と将来の生産性向上に向けた「賢明な支出（ワイズ・スペンディング）」の適正なバランスが求められます。

当面、方向感の乏しい展開

株式市場はコロナ感染者の拡大が落ち着くまでは方向感の乏しい展開が続くと思われます。しかし、4-6月、7-9月期の決算発表以降に市場の視点が年度後半や来年度の業績に移るタイミングで、日本株式は出遅れ解消とともに上昇基調に戻ると予想しています。



※上記の予想レンジや見通しはストラテジストの見解であり、ファンドの運用方針とは異なる場合があります。

米国株式

インフレに関する不透明感が払拭されれば緩やかな上昇基調を予想

米国	6月28日	7-9月の予想レンジ
NYダウ	34283.27ドル	32000ドル～36000ドル
S&P500指数	4290.61p	4000p～4400p



「テーパータントラム」を意識した相場展開

今後数ヵ月間は米国のインフレ指標、FRB（連邦準備制度理事会）や市場のインフレに対する判断が市場の焦点になると考えています。FRBは6月のFOMC（連邦公開市場委員会）で、足元で3.4%まで上昇したPCEデフレーターは2022年に2.1%まで低下するものの、利上げ開始時期は2024年から2023年に前倒しされるとの予想を示しました。この動きを受けて株式市場は不安定な動きを続けてきましたが、直近は市場の値動きの激しさを示すVIX指数も落ち着きを取り戻し、S&P500やNASDAQ総合指数は史上高値を更新しています。

当面は底堅い景気指標の発表が続き、インフレも高止まると予想されます。足元の金融市場は、2013年5月に当時のFRBバーナンキ議長が量的緩和の縮小を示唆すると長期金利が急上昇し、株式市場が混乱した「テーパータントラム」を意識した相場展開が続いています。将来のインフレに対する見方は市場参加者の間で割れているばかりでなく、FOMCメンバーも一枚岩ではありません。当面FRBはインフレ見通しやテーパリング（資産購入の縮小）を始めるタイミングに関する市場との難しいコミュニケーションを迫られることになりそうです。インフレに対する市場の見通しが定まるまでは不安定な相場展開が続くそうです。

NYダウの推移



(注) NYダウの期間は2017年1月～2021年6月28日 (出所) Bloombergのデータより岡三アセットマネジメント作成

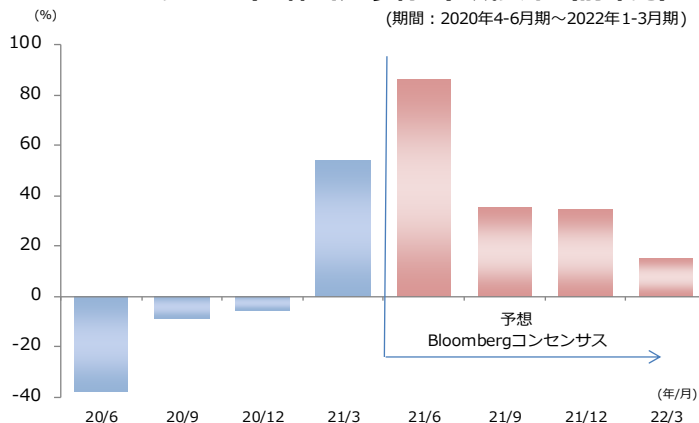
ピークアウトするEPS成長率

S&P500のEPS（一株当たり利益）は本年10-12月期まで前年比+30%を上回る成長が予想されていますが、成長率のピークは4-6月期になると予想されています。また、アナリスト予想の上方修正から下方修正を引いた収益リビジョン指数も足元で下を向き始め、発表された景気指標を事前予想と比較する経済サプライズ指数も力強さに欠ける動きが続いています。米国経済や企業収益は今後も経済再開やペントアップ需要を受けて底堅い動きが想定されますが、足元ではその勢い（モメンタム）がピークアウトしたと考えています。

注目される景気拡大の持続性

昨秋以降、経済活動の正常化にあわせて株式市場は一方向に上昇し、足元では一部の指数は最高値の更新を続けています。インフレやFRBの金融政策の先行きに対する不透明感が払拭されるまでは上値の重い展開が続くと予想していますが、株式市場は景気拡大が続き、企業収益が伸びている間は大きく調整することはないと考えます。昨年夏に始まった今回の景気拡大は少なくとも今後1-2年は続くと考えられます。そのため、株式市場は短期的な上下を繰り返しながらも緩やかな上昇基調を続けると予想しています。

S&P500のEPS（一株当たり利益）成長率（前年比）



※上記の予想レンジや見通しはストラテジストの見解であり、ファンドの運用方針とは異なる場合があります。

景気回復の第2段階では、米国を上回るパフォーマンスを予想

欧州	6月28日	7-9月の予想レンジ
STOXXヨーロッパ600指数	454.94p	420p～490p



米国に「キャッチアップ」する欧州経済

1-3月期まで2四半期連続でマイナス成長となったユーロ圏経済は足元で回復のペースが加速してきました。企業景況感を示す6月の独IFO、仏Insee指数はともに続伸しました。独仏でもワクチン接種が軌道に乗り、これまで行動制限によって出遅れてきたサービス業にも明るい兆しが見えてきました。

EU各国は7月1日から「コロナパスポート」を導入することで同意しました。夏のホリデーシーズンに欧州北部から地中海沿岸に旅行客が大挙して押し寄せることになりそうです。また、夏以降に始まるEU復興基金（次世代EUファンド）の各国への資金支援はスペイン、ポルトガル、イタリア向けが第一弾になると考えられています。これまで出遅れていた南欧諸国の経済が北部欧州にキャッチアップするきっかけになると考えています。

2022年以降の経済の巡航速度では米国が欧州を上回ると考えられますが、短期的な成長率のモメンタムで比較すれば、足元でピークアウトしそうな米国に対して、欧州は加速に向かい、欧州経済の米国経済に対するキャッチアップが現実になってきました。

米国株式を上回るパフォーマンスを予想

このような環境を受けて欧州株式はコロナ前の高値を超え、高値圏で推移しています。米国株式と比較し

ても、2011年以降継続的に米国株式にアンダーパフォームしてきた欧州株式は、ワクチン開発が進み始めた昨年夏以降は米国株式と互角に戦えるようになりました。収益リビジョン指数は米欧とも下を向いていますが、相対的に欧州が優位な展開となっています。コロナ禍からの景気回復の第1段階では巣ごもり消費の恩恵を受けた米国のGAFA等が勝者だったとすれば、人々の生活様式が元に戻る第2段階では欧州の伝統的な景気敏感株が勝者になりそうです。また金利サイクルで先行した米国では近い将来に景気過熱やインフレへの警戒感が株価の上値を抑えることが想定されますが、欧州はまだそのステージには至っていません。

上値を追う展開に移行すると予想

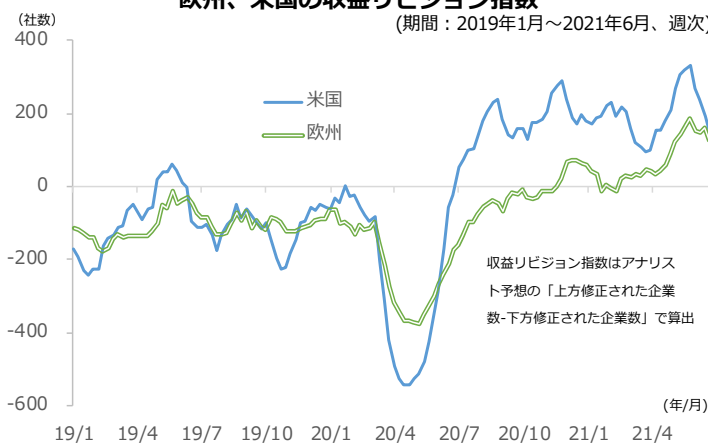
一方、欧州株式に強気になり切れない理由も多数存在します。夏以降のEU復興基金から各国への資金支援が予定通りに進まなかったり、コロナの変異種が域内で拡大したり、9月のドイツ総選挙を控えて政治面で不透明感が高まることなどです。また英EU間の貿易量はEU離脱から半年経過しても元に戻らず、北アイルランドを巡る問題も解決されていません。そうは言っても、欧州経済の米国経済へのキャッチアップはもうしばらく続くと考えています。欧州株式も、当面米国株式に追随して上値が重くなっても、その後は上値を追う展開に移行すると予想しています。

STOXXヨーロッパ600指数の推移



欧州、米国の収益リビジョン指数

(期間：2019年1月～2021年6月、週次)



(注) STOXXヨーロッパ600指数の期間は2017年1月～2021年6月28日 (出所) Bloombergのデータより岡三アセットマネジメント作成

※上記の予想レンジや見通しはストラテジストの見解であり、ファンドの運用方針とは異なる場合があります。

中国経済の安定的な成長を受けて、戻りを試す展開へ

アジア	6月28日	7-9月の予想レンジ
MSCI アジア(除く日本)指数	893.09p	820p～950p



「政治の季節」を迎えた中国

昨年春のコロナ禍後、政策を支えに拡大を続けてきた中国経済にも足元で減速の兆しが見えてきました。生産者物価で示される川上のインフレ加速が顕在化し、住宅価格の上昇が止まらないことから、政府が金融引き締めへ転じたとの意見も聞かれます。

一方、「政治の季節」を迎えた中国経済は当面安定した拡大基調を続けると予想しています。7月に共産党結党100年を迎え、来年秋には党首脳人事を決める共産党大会が予定されています。来年冬にはコロナ禍からいち早く復興したことを世界に示す北京五輪が開催されます。共産党一党支配の正統性を揺るぎないものにするため、習近平指導部は来年に向けて「新型インフラ」「双循環と消費主導型経済化」など、あらゆる政策を駆使して経済の安定成長、豊かな国民生活の実現に向かって突き進むことになると考えられます。

相対的に健全なアジア経済

米国の長期金利は足元で1.5%前後で安定していますが、このまま低下基調を辿ると見る向きは少数派です。一般的に米国金利の上昇は新興国の金融資産への向かい風になると考えられています。米国で金利が上がると、資金が新興国から米国に流出し、ドル高/新興国通貨安が進行し、その結果、輸入インフレが高ま

り、足元の商品価格の上昇と相まってインフレが加速します。国民生活の困窮に直結するインフレを回避するために中央銀行が時期尚早な金融引き締めを行えば、景気の失速につながると考えられます。しかし、1990年代後半にアジア危機を経験し、その後構造改革を進めてきたアジア諸国の経済構造は中南米やアフリカ、中東の新興国よりも健全だと考えられます。インフレや経常収支も相対的に安定しているため、米国の金利上昇に起因する悪循環に陥りにくいと考えられます。アジアの株式市場は、これから実現すると思われる域内の経済再開の恩恵を受けることができると考えています。

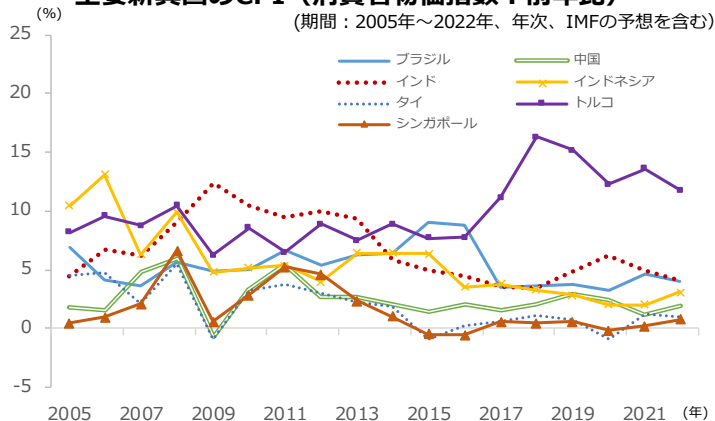
米国の金利上昇が向かい風になる可能性も

アジア経済は政策に支えられる中国経済に牽引され、しばらく回復基調を続けると予想しています。インドでもコロナ感染はピークを越え、ASEAN諸国でも今後ワクチン接種が本格化すると思われます。中国株式については、政策の恩恵を受けるセクター・企業を中心に底堅い展開が想定される一方、共産党政権によるメガITやプラットフォーム企業への介入の先行きに注視すべきだと考えています。目先、米国の金利上昇が向かい風になる可能性はありますが、3カ月程度でアジア株式は戻りを試す展開になると予想しています。

MSCIアジア (除く日本) 指数の推移



主要新興国のCPI (消費者物価指数：前年比)



(注) MSCIアジア (除く日本) 指数の期間は2017年1月～2021年6月28日 MSCI指数はMSCI Inc.が算出している指数です。同指数に関する著作権、知的財産権その他一切の権利はMSCI Inc.に帰属します。またMSCI Inc.は、同指数の内容を変更する権利および公表を停止する権利を有しています。

(出所) Bloombergのデータより岡三アセットマネジメント作成

※上記の予想レンジや見通しはストラテジストの見解であり、ファンドの運用方針とは異なる場合があります。

内外債券 | 長期金利

米国の長期金利は1.5%を上回る水準での推移を予想

10年国債利回り	6月28日	7-9月の予想レンジ
日本	0.06%	0.00%~0.25%
米国	1.48%	1.3%~2.0%
ドイツ	-0.19%	-0.4%~0.1%



日本：金融政策の大枠に変更なし

日銀は6月の金融政策決定会合で新型コロナ対応資金繰り支援の期限を来年3月まで延長し、年内に「グリーンオペ」を実施することを決めましたが、金融政策の大枠に変更はありませんでした。米欧では予想を上回るインフレ指標の発表を受けて金融政策の正常化に向けた議論が始まりましたが、日本では5月のコアCPI（消費者物価指数）は前年比で+0.1%にとどまり、目標の2%には遠く及ばず、政策正常化の議論は伏せられたままです。一方、米国でテーパリングが始まれば、日銀の金融政策の正常化余地は拡大すると考えられます。10年国債利回りは米長期金利の動きを睨みながらも当面0.0%~0.25%のレンジ内で推移すると予想しています。

米国：浮上したテーパリング観測

6月のFOMCでは参加メンバーが予想する、2021年の実質GDP成長率、インフレ（コアPCEデフレーター）見通しは上方修正され、最初の利上げタイミングは2024年から2023年に前倒しされました。パウエル議長は足元のインフレ加速は一時的で、来年には安定に向かうとコメントしていますが、市場参加者はFRBがタカ派転換した（インフレに警戒的になった）と捉えています。その後、短期金利が上昇する一方で長期金利が低下し、イールドカーブがフ

ラット化したことから、国債市場が景気減速を織り込み始めたとの解釈も浮上しています。

米国経済はモメンタムは弱まって足腰は強く、インフレも当面高止まることが想定されます。テーパリング（資産購入の縮小）の流れとしては、夏にその意図が示され、年末年始に実際の減額が始まり、来年末には資産買入れを打ち止めにするスケジュールを想定しています。長期的には長期金利は米国経済の減速を織り込み始めれば低下に向かうと思われます。しかし、3カ月程度では力強い経済活動、高インフレが続くと考えられることから、10年国債利回りも1.5%を上回る水準でしばらく推移すると予想しています。仮にFRBがインフレの加速に後手に回った（Behind the Curve）と市場が判断すれば、長期金利が急上昇すること考えられます。

欧州：緩和縮小を急がないECB

6月のECB（欧州中央銀行）理事会では現在のPEPP（パンデミック緊急購入プログラム）の購入額を9月まで維持することが決まりました。ECBは環境にやさしい中銀を目指し、9月までに金融政策の見直しを行う予定です。インフレ目標でFRBに追随するか、住宅価格の上昇に対応するかなどが取り上げられると考えられています。独10年国債利回りはしばらくマイナス圏で安定的に推移すると考えています。



※上記の予想レンジや見通しはストラテジストの見解であり、ファンドの運用方針とは異なる場合があります。

外国為替

ドル円、ユーロドルとも一進一退の展開を予想

外国為替	6月28日	7-9月の予想レンジ
ドル円	110.63円	107円～115円
ユーロドル	1.19ドル	1.15ドル～1.25ドル
ユーロ円	131.96円	127円～138円



ドル円相場は当面一進一退の展開を予想

ドル円相場は4月以降、1ドル108円から111円の狭いレンジ内で一進一退の動きを続けています。6月のFOMCを受けて市場参加者がFRBがタカ派転換したと判断したように、FRBの利上げ観測が高まると、為替市場では日米金利差の拡大を見込んでドル高円安が進むと考えられます。それにもかかわらず、足元でドル高が進まない理由としては次の2点が考えられます。1つ目は金利の上昇によって債券価格の低下がイメージされ、資金が米国外に流出すること、2つ目は輸出が景気回復を牽引するドイツや日本と異なり、米国の景気回復は個人消費に先導されるため、景気回復の初期には輸入が増え、貿易赤字が拡大することです。また、今回の回復局面ではバイデン政権が大規模な財政政策を打ち出したことから、財政赤字と貿易（経常）収支の赤字による「双子の赤字」が意識されたこともドルの上値を抑えていると思われます。一方、世界経済の回復基調が続いていることから、金融市場が急激にリスクオフに振れて、安全通貨である円が大きく買われることも想定していません。そのため、しばらく一進一退の展開が続くと考えています。中期的には米国金利がある程度水準まで上昇してくれば、金利差が再び意識され、ドル高円安が進むと予想しています。

ユーロドル相場も方向感の出にくい展開

ユーロドル相場は6月のFOMC後に、FRBのタカ派転換やECBの金融政策が維持されたことに素直に反応し、ドル高ユーロ安が進みました。今後、ユーロ圏経済がマイナス成長からプラス成長に転じ、欧州経済が米国にキャッチアップすることがユーロを下支えすると予想しています。一方、FRBが夏までにテーパリングの意思を発表することはほぼ市場に織り込まれていると考えます。9月のドイツ総選挙についても、現与党のCDU・CSU（キリスト教民主・社会同盟）が政権を主導することがコンセンサスなので、大きな波乱は想定していません。そのため、当面、ユーロドル相場も方向感の出にくい展開が続くと予想しています。

新興国通貨は対ドルで安定的な推移を予想

FRBの「タカ派転換」は新興国通貨には向かい風になると考えられます。一方、先進国と比較して出遅れていたコロナワクチンの接種が加速すれば新興国の景気は回復に向かうと予想されます。これらの強弱材料が交錯し、新興国通貨は対ドルで当面方向感のない展開を予想しています。人民元相場については、中国当局は国内景気の減速を通貨安で相殺してくることが想定されますが、当面は中国経済の底堅さを背景に人民元が強含む展開を予想しています。

米ドルの対円相場



(注) グラフの期間は2017年1月～2021年6月28日 (出所) Bloombergのデータより岡三アセットマネジメント作成

ユーロの対ドル相場



※上記の予想レンジや見通しはストラテジストの見解であり、ファンドの運用方針とは異なる場合があります。

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、各ファンドの分配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3.85%（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2.09%（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0.0132%（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＞

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）