

情報提供用資料

2021年7月30日

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. 59

岡三アセットマネジメント株式会社



国内株式

当面、一進一退の展開が続くと予想

日本	7月27日	8-10月の予想レンジ
日経平均株価	27970.22円	26000円～29000円
TOPIX	1938.04p	1800p～2000p



日経平均株価の予想レンジは26000円～29000円

7月の日経平均株価は27000円台前半から28000円台後半という狭いレンジ内で推移しました。若干ではありますが、レンジの上値、下値が切り下がる展開となっています。

コロナ禍から先行して景気が回復した中国、米国では、景気の減速を表す経済指標が散見されるようになってきました。財政・金融政策は、コロナ禍を受けた緊急・異例対応から平常時のものへと徐々に移行しています。必然的に、景気・株価の押し上げ力は減じていくこととなります。

このような環境の下、当面の国内株式市場は、方向感に乏しい揉み合いの展開が続くと想定しています。8-10月の日経平均株価は26000円～29000円のレンジ内で推移すると予想します。

4-6月期の好決算は織り込み済

バリュエーション面では、概ね割高感も割安感もない株価水準と評価しています。TOPIXの予想PER（対12カ月先予想）は15倍前後で推移しています。

一方、業績面では、7月後半から日本企業の4-6月期決算発表が本格化してきました。これまでのところ事前予想を上回る決算実績が多く、業績予想の上方修正傾向も続いています。

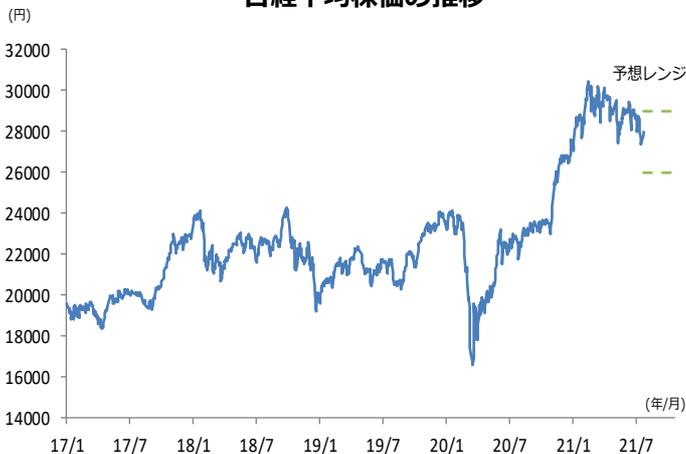
ただ、4-6月期の好決算は事前から予想されていたことであり、株価には一定程度織り込まれていると見えています。むしろ上期の7割経常増益予想に対して下期は1割経常増益予想と、増益率の鈍化が視野に入ってきたことが気がかりな局面です。

ワクチン接種の進展と経済対策に注目

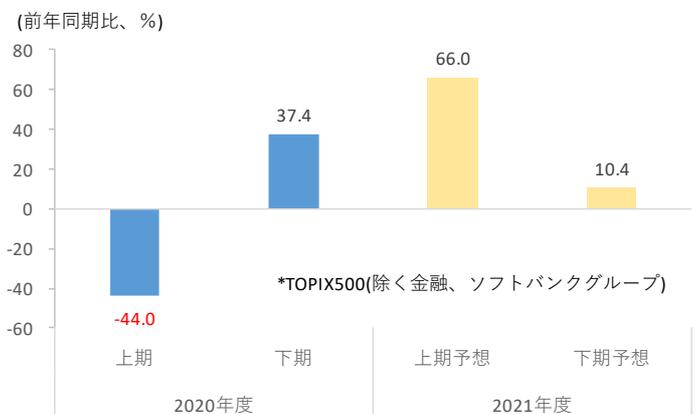
国内での新型コロナ感染者数が再び増加しています。それにあわせて、各種世論調査での内閣支持率低下も目立ってきました。7月16日に時事通信が公表した内閣支持率は29.3%と、30%を割り込むものも出始めています。感染者数の増加に歯止めがかからなければ、内閣支持率が更に低下し、政治安定性の低下を嫌気する海外投資家からの売りが増える可能性があります。

しかし、今回の感染拡大の波を抑制することができれば、ワクチン接種効果の発現とあわせて、しばらくはコロナに一喜一憂せずともよくなると期待できます。秋口には総選挙が予定されており、それにあわせて経済対策への注目度も高まるでしょう。「骨太の方針」では、グリーン社会の実現、デジタル化の加速、地方創生、こどもを産み育てやすい社会の実現が4つの柱と位置付けられています。景気対策もこれと連動したことになるでしょう。飲食・宿泊などへの支援策も蓋然性は高いと考えます。

日経平均株価の推移



TOPIX500の半期経常増益率



(注) 日経平均株価の期間は2017年1月～2021年7月27日 (出所) Bloomberg、東洋経済新報社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。

米国株式

インフレに関する不透明感が残るものの緩やかな上昇基調を予想

米国	7月27日	8-10月の予想レンジ
NYダウ	35058.52ドル	32000ドル～37000ドル
S&P500指数	4401.46p	4000p～4600p



史上最高値の更新を続ける米国株式

7月中旬に景気減速を織り込む形で一時的に下落した米国株式はその後急反発し、史上最高値の更新を続けています。春先以降の経済再開（Reopening）による景気のリバウンドが一巡するとの観測が景気減速懸念につながりました。しかし、それによってFRB（連邦準備制度理事会）の時期尚早な金融引締めが回避され、適温（Goldilocks）相場が再来するとの見通しが高まったことが株式市場の背中を押しました。

供給制約とインフレは徐々に解消へ

景気減速懸念が高まった理由の一つは供給制約とそれに伴うインフレの加速でした。原油などの商品価格の上昇、海運などの輸送コストの上昇、サービス業における賃上げなどが背景です。足元では失業給付が上乘せされ、子供の学校も閉鎖され、あえてコロナのリスクを冒してまで対面の職場に復帰することを躊躇する労働者が多いと考えられています。しかし、9月に失業給付の加算が打ち切られ、学校が再開されれば職場復帰が進み、人手不足が解消され、賃金も安定に向かうと予想しています。OPECプラスが減産縮小の継続で合意し、原油を中心とする商品市場は天井を付けたとも考えられます。

エコノミストの予想によれば実質GDP成長率は4-6

月期にピークを打ちますが、その後も来年4-6月期まで潜在成長率と考えられる約2%を上回る成長率が続くと考えられます。4-6月期に60%台でピークをつけたS&P500の増益率も10-12月期までは減速しながらも二桁成長を維持すると予想されています。米国経済や企業収益の勢い（モメンタム）は足元でピークアウトしたと考えられますが、今後も高い株価、高い住宅価格を受けた資産効果、政府からの現金支給を背景とした高貯蓄率が、GDPの7割を占める個人消費を盛り上げると予想しています。

注目される景気拡大の持続性

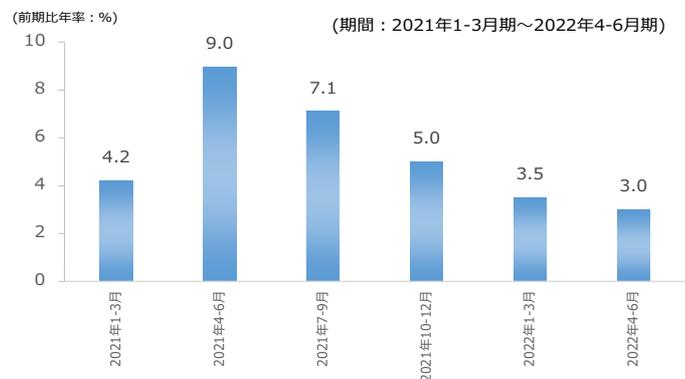
今後数カ月の米国ではマクロ経済のいいニュースが株式市場にとって悪いニュースになる可能性があります。経済が強ければ、FRBが金融緩和を縮小する時期が早まり、それが株式市場の上値を抑える要因になる可能性があるからです。インフレやFRBの金融政策の先行きに対する不透明感が払拭されるまでは上値の重い展開が続くと予想しています。しかし、株式市場は景気拡大が続き、企業収益が伸びている間は大きく調整することはないと考えます。昨年夏に始まった今回の景気拡大は少なくとも今後1-2年は続くと考えられるため、株式市場は短期的な上下を繰り返しながらもしばらく緩やかな上昇基調を続けると予想しています。

NYダウの推移



(注) NYダウの期間は2017年1月～2021年7月27日 (出所) Bloombergのデータより岡三アセットマネジメント作成

実質GDP成長率：エコノミスト予想（平均）



※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。

ECBのインフレ目標変更を追い風に上値を追う展開へ

欧州	7月27日	8-10月の予想レンジ
STOXXヨーロッパ600指数	458.65p	420p~490p



景気回復が進む欧州経済

米国では経済再開による景気リバウンドが一巡する一方、ユーロ圏では1-3月まで2四半期連続でマイナス成長となった後、4-6月以降は回復ペースが加速しています。企業景況感を示すドイツのIFO指数やフランスのINSEE指数もコロナ前の水準を回復し、高水準で推移しています。

EU各国は7月1日から「コロナパスポート」を導入し、夏のホリデーシーズンには欧州北部から地中海沿岸への民族大移動が2年振りに復活することが期待されます。また、夏以降に始まるEU復興基金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。

コロナと経済の共存に向けた社会実験

ロンドンを中心とする英イングランドでは7月19日にコロナ関連の規制が全面撤廃されました。店舗・イベントでの人数制限、マスク着用や社会的距離の義務もなくなりました。人々は「Freedom Day(コロナから解放された日)」として日常生活を取り戻しましたが、医療専門家の一部は「Surrender Day(コロナに降伏した日)」と呼び、政府の対応を批判しています。依然としてデルタ株を中心に日本を上回る新規感染者

を記録するなか、自主隔離の動きも広がっています。この対応が正しかったかどうかを判断するにはもう少し時間が必要です。世界中の政策担当者がこの壮大な社会実験の行方を見守っています。もしも、この実験が成功すれば、集団免疫に達したと考える国は経済活動を全面的に再開することができます。逆に失敗に終わればウイルスの変異にワクチンが追いついていないことを証明することになりそうです。いずれにしてもコロナ禍が始まってほぼ1年半が経過しましたが、依然として世界経済はコロナに振り回されていると言えそうです。

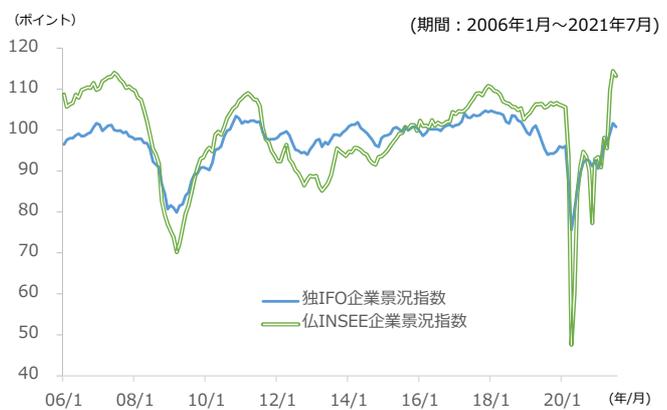
上値を追う展開に移行すると予想

いくら足元で回復ペースが加速していても欧州経済がデルタ株の感染拡大の悪影響を免れることはできません。実際、一部の指標にはその兆しが見え始めました。仮に9月のドイツ総選挙を控えて政治面で不透明感が高まれば、市場の懸念材料になりそうです。ECB（欧州中央銀行）はインフレ目標を「2%未満で2%に近い水準」から「2%」に変更しました。これによってECBが金融緩和を縮小し、株式市場を支えてきた流動性を引き上げる時期は遠のくと考えています。欧州株式は当面、米国株式同様に上値の重い展開を続けても、その後は来年の安定した経済成長を織り込む形で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



ドイツ、フランスの企業景況感



(注) STOXXヨーロッパ600指数の期間は2017年1月～2021年7月27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。

アジア株式

当面不安定に推移しても、その後は戻りを試す展開へ

アジア	7月27日	8-10月の予想レンジ
MSCI アジア(除く日本)指数	802.28p	770p~880p



中国を含むアジア各国の経済活動に暗い影

昨年春のコロナ禍後、政策を支えに世界に先行して回復・拡大基調をたどってきた中国経済は足元で一時的に踊り場を迎えた可能性があります。商品価格の上昇や供給制約によるインフレ、住宅価格の上昇などを背景に家計の消費や企業の生産活動に減速感が見え始めました。人民銀行は金融緩和の先駆けとして預金準備率の引き下げに踏み切りました。

ワクチン接種が出遅れた中国以外のアジア各国ではデルタ株の感染拡大が経済活動に暗い影を投げかけています。もともと財政に余裕がなく国民へのコロナ支援が行き届かない新興国では、コロナ対策の行動制限や商品高を受けた生活必需品の価格高騰によって人々の不満や社会不安が高まる可能性もあります。しばらくアジアの株式市場では上値の重い展開が続くと予想しています。

「政策リスク」が浮上した中国株式

3月以降の中国株式は「政策リスク」を受けて米国株式にアンダーパフォームしています。昨年秋のアリババ傘下のアントグループの上場差し止め以降、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、独占禁止法や個人データ保護を強化する動きが加速しています。直近はエド（教育）テックを含む教育事業

への締付けも強まっています。自由な競争環境で成長してきたこれらのセクターが曲がり角を迎えた可能性があります。習政権は「資本の無秩序な拡大を防ぐ」ことを念頭に鄧小平以来の市場機能を取り入れた特色ある社会主義経済から政府に管理・監督される経済へ大きく舵を切ることが想定されます。中国企業の米国株式市場からの撤退に象徴されるように米中間で「テクノロジーの分離」の次の段階として「資本の分離」が進む可能性も否定できません。政府の管理が強まると考えられるセクターの株価は下落しています。

一方、科学技術と創新（イノベーション）を目指す国家戦略に基づいて習政権肝いりで2019年に開設された新興テクノロジー企業で構成される「科創板」は足元でも堅調に推移しています。

中期的には戻りを試す展開へ移行

アジア経済の減速、中国の政策リスクを背景にアジア株式は当面上値の重い展開を続けると予想しています。しかしその先を見通せば、ASEAN諸国でも今後ワクチン接種が本格化し、中国経済は来年に向けて政策が経済を下支えすると考えています。米国金利の反転が向かい風になる可能性はありますが、中期的にはアジア株式は戻りを試す展開に移行すると予想しています。

MSCIアジア（除く日本）指数の推移



中国・米国の主要株式指数の推移



(注) MSCIアジア（除く日本）指数の期間は2017年1月～2021年7月27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

米国の長期金利は現状をやや上回る水準での推移を予想

10年国債利回り	7月27日	8-10月の予想レンジ
日本	0.02%	-0.05%~0.15%
米国	1.24%	1.0%~1.7%
ドイツ	-0.44%	-0.55%~-0.05%



日本：金融政策の大枠に変更なし

日銀は7月の金融政策決定会合で気候変動対応の投融资促進策の骨子案を提示しました。環境関連の融資、社債買入れを行う金融機関にゼロ金利で円資金を貸し付け、同時にマイナス金利負担の軽減を行う制度です。その他の金融政策の大枠に変更はありません。米国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6月のコアCPI（消費者物価指数）は前年比+0.2%にとどまり、目標の2%に遠く及びません。一方、年末年始以降に米国で量的緩和の縮小が始まれば、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-0.05%~0.15%のレンジ内で推移すると予想しています。

米国：強まるテーパリング観測

3月末に1.7%を超えた10年国債利回りが足元で1.2%前後まで低下してきた背景には次の2点があったと考えています。6月にFRBが従来よりもインフレに警戒的になったことが一つ目です。FOMC（連邦公開市場委員会）メンバーが想定する利上げ時期が前倒しされ、将来的にインフレが安定に向かう蓋然性が高まったことが背景です。二つ目は経済再開による米国景気の回復に一服感が見え始め、市場参加

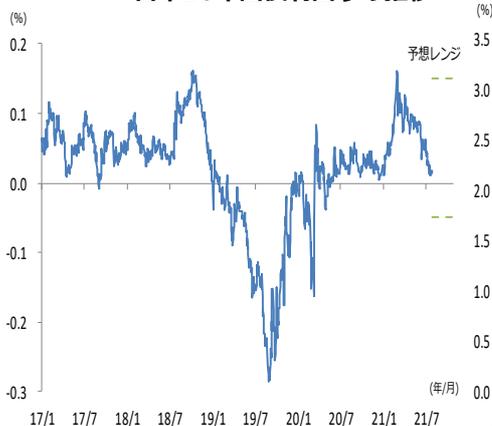
者がその先の景気減速を織り込み始めたことです。しかし、米国経済の勢い（モメンタム）が足元で弱まっても景気の足腰は強く、インフレも当面高止まることが想定されます。テーパリング（量的緩和の縮小）については、夏にその意図が示され、年末年始に実際の減額が始まり、来年末には資産買入れを打ち止めにするスケジュールを想定しています。10年国債利回りは目先はこれまでの低下の反動で幾分上昇することはあっても、インフレの先行きが見通しにくい今後数カ月間は現状をやや上回る水準で不安定な展開を続けると考えています。

さらにその先を見通せば、インフレの先行きにも依存しますが、金融政策の正常化に合わせる形で1.7%程度まで上昇すると予想しています。仮にFRBがインフレ加速への対応で後手に回った（Behind the Curve）と市場が判断すれば、長期金利が急上昇することも考えられます。

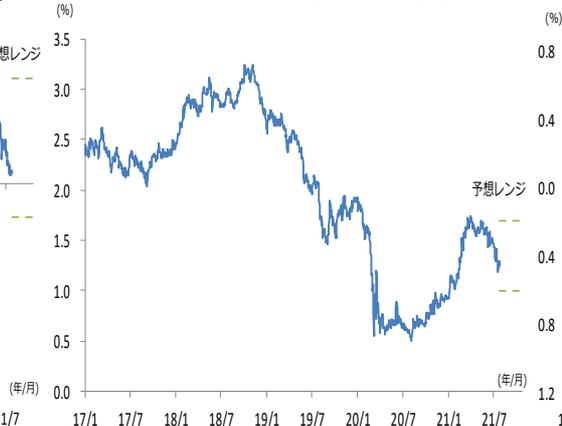
欧州：ハト派度合いを強めたECB

7月のECB理事会ではインフレ目標が「2%」に変更され、金融政策の将来指針（フォワードガイダンス）がより緩和的になったと受け止められました。ユーロ圏のコアCPIは1%前後で推移していますが2%の目標には程遠く、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。

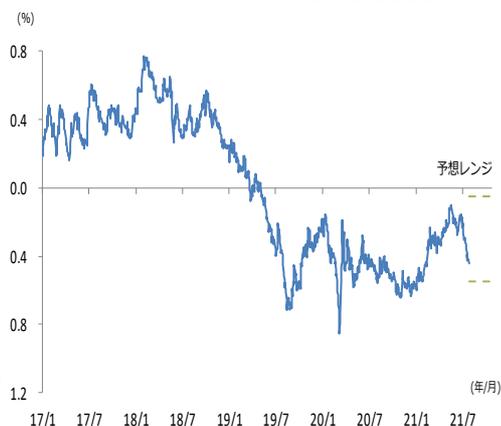
日本10年国債利回りの推移



米国10年国債利回りの推移



ドイツ10年国債利回りの推移



(注) グラフの期間は2017年1月~2021年7月27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。

外国為替

円・ドルが買われやすい展開を予想、新興国通貨には警戒的

外国為替	7月27日	8-10月の予想レンジ
ドル円	109.78円	107円～114円
ユーロドル	1.18ドル	1.13ドル～1.23ドル
ユーロ円	129.72円	125円～134円



ドル円相場は底堅い円を予想

デルタ株の世界的な感染拡大を受けて、市場では新興国を中心に経済成長率の予想を引き下げる動きが目立ってきました。金融市場でも国債金利が低下し、株価の上値が重くなり、リスクオフの動きが強まっています。ドル円相場は4月以降、1ドル108円から111円のレンジ内で一進一退の動きを続けていますが、今後は市場のリスクオフを受けてレンジの下限に向けて円高が進む可能性が高いと考えています。米国で連邦債務の上限問題が再燃したり、10年間で3.5兆ドルとも言われるインフラ投資を含む雇用計画、家族計画が実施に向かえば市場の焦点が財政赤字に集まりドル安要因になることも考えられます。しかし、中期的には相対的に堅調な米国経済を背景にFRBが他の中銀に先駆けて量的緩和の縮小に踏み切り、利上げを視野に入れる一方、日本銀行の金融政策の正常化は遅れると予想されていることから、金利差からドル高円安基調に転じると予想しています。

ユーロドル相場ではドル高を予想

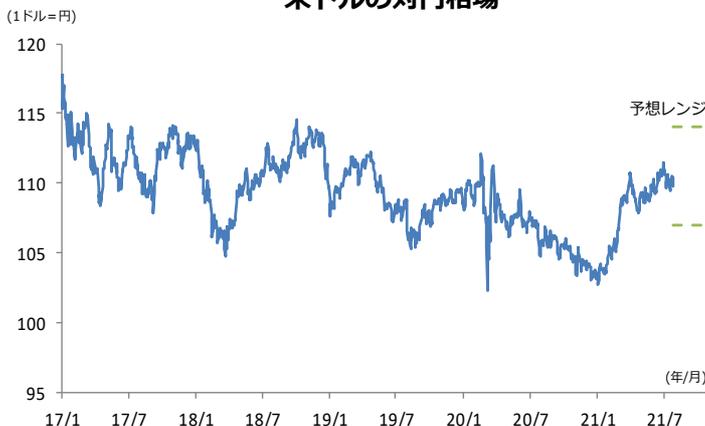
基本的に金融市場がリスクオフに振れる局面では安全通貨と考えられるドルと円が買われる相場展開が想定されます。ECBが7月の金融政策の戦略的見直しによってインフレ目標を「2%未満で2%に近い水準」から「2%」に変更したことによって、ECBは

2%を上回るインフレを一定期間容認するとの見方が大勢になってきました。為替市場では、ECBが従来よりもハト派になり金融政策の正常化時期がさらに遅れるとの見通しからドル高ユーロ安が進んでいます。この動きはしばらく継続すると予想しています。夏のホリデーシーズンにユーロ域内や米国内で人の移動によってデルタ株の感染がどれだけ拡大するかもユーロドル相場の先行きを読むうえで鍵になると考えています。一方、9月のドイツ総選挙については、大規模な洪水によって環境政党であるグリーンの勢いが一時的に強まっていますが、現与党のCDU・CSU（キリスト教民主・社会同盟）が選挙後も政権を主導すると考えていることから現時点では大きな波乱は想定していません。

新興国通貨にはやや警戒的

新興国通貨にはやや警戒的なスタンスを維持します。ワクチン接種で後れをとった新興国でデルタ株の感染が拡大していることが理由です。また、8月は新興国通貨が対円で下落する傾向が強いことも広く知られています。今後、新興国でワクチン接種が進み、経済活動が再開されれば、新興国に資金が流入することも考えられますが、その局面では米国金利の上昇が意識されやすくなり、新興国通貨への向かい風になることも想定されます。

米ドルの対円相場



ユーロの対ドル相場



(注) グラフの期間は2017年1月～2021年7月27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。

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: 購入金額 (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)