

情報提供用資料

2021年10月29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. 62

国内株式

力強さに欠けるも、株価上昇を予想

日本	10月26日	11-1月の予想レンジ
日経平均株価	29106.01円	27500円～32000円
TOPIX	2018.40p	1950p～2250p



自民党総裁選前後に値を下げた日経平均株価

9月14日に年初来高値を更新した日経平均株価は、10月6日には27528円と、自民党総裁選を挟んで3000円強の値下がりとなりました。米国株の反発に助けられ、20日には29255円まで値を戻しましたが、その後は方向感の乏しい展開が続いています。

10月4日に岸田内閣が発足しましたが、分配政策に焦点が当たったことや、改革志向が感じづらかったこともあり、株式市場の評価は低い印象です。月初の株価下落の一因となった「金融所得課税の見直し」については、岸田首相は「当面触れるつもりはない」と言及し、議論を先送りしました。

当レポート発行時点では、総選挙の結果は判明していませんが、自民党による単独過半数の獲得は微妙な情勢と見ています。「新しい資本主義」が目指すものは、短期的に株式市場にはプラスではなさそうであることに加えて、新政権の政策の「ぶれ」も気になるところです。

総選挙後は企業決算が注目点に

しかし、総選挙が終わると、市場参加者の注目は国内政治から本格化する企業決算に移るでしょう。7-9月期の企業業績は高めの増益率が期待されることに加え、既往の円安も業績予想の押し上げ要因とな

りそうです。

主要地域の中では、日本の景況感は相対的に強いと考えています。コロナ感染が抑えられていることから、人流回復に伴う景気回復が期待できそうです。第6波が発生する可能性は気がかりですが、当面、緊急事態宣言の再発令は回避されるでしょう。

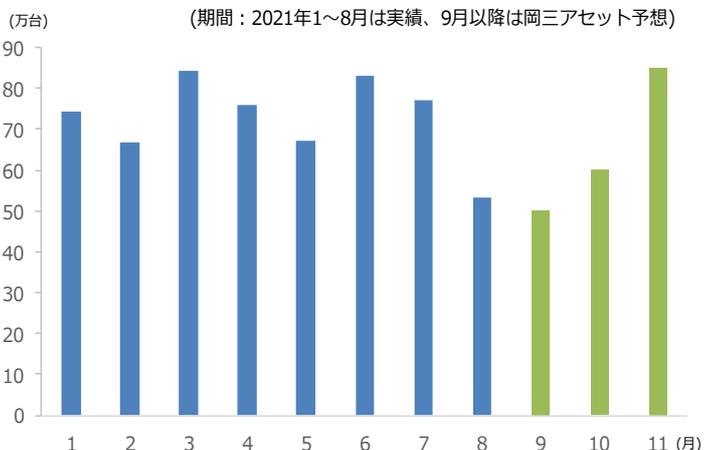
トヨタ自動車は、11月のグローバル生産を直近、計画から15%程度減らすと発表しました。挽回分を含めた100万台の生産計画を85～90万台にするという内容ですが、8月のグローバル生産台数（53万台）からは生産増であり、8-9月に行われた減産発表とは意味が異なります。

10-12月は、海外から日本株に資金が流入しやすい時期でもあります。2012年以降の9年のうち8年で、10-12月の日本株は上昇しました。

日経平均株価の予想レンジは27500円～32000円

以上から、日経平均株価の予想レンジは27500～32000円と、米国株に対する出遅れから戻りを試す展開を予想します。一方、リスク要因としてはパウエルFRB（米連邦準備制度理事会）議長の交代、インフレ懸念から米利上げ期待がさらに前倒しされる可能性、やや落ち着く気配を見せている中国の景気減速懸念が再度高まることなどが挙げられます。

トヨタ自動車のグローバル生産台数



(注) 日経平均株価の期間は2017年1月～2021年10月26日(出所) Bloomberg、トヨタ自動車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

目先不安定でも、その後は上値を追う展開へ

米国	10月26日	11-1月の予想レンジ
NYダウ	35756.88ドル	33500ドル～37000ドル
S&P500指数	4574.79p	4300p～4700p



経済活動に明るい兆し

7-9月期の実質GDP成長率は前期の前期比年率+6.7%から同+2.0%に減速しましたが、コロナの新規感染がピークを付けた9月中旬以降、商業銀行の個人向け貸出しの伸びが加速するなど、経済活動は正常化に向かっています。ホリデーシーズンの個人消費については、これまでの巣籠りや給付金によって懐が温まった家計の購買意欲と供給制約を受けた価格上昇のせめぎ合いになると考えています。ふたを開けてみれば、底堅い年末商戦になると予想しています。

企業部門についても、ISM企業景況指数の製造業、サービス業はともに一時期より低下していますが、依然として61.1、61.9と高い水準を保っており、足元の景気を過度に心配する必要はないと見ています。

最高値を更新するS&P500

9月にコロナの感染拡大や中国経済の減速懸念で下落した米国株式は10月に入ると持ち直し、S&P500は史上最高値の更新を続けています。想定を上回る7-9月期の決算発表が相次いだことが背景です。しかし、市場予想では増益率は4-6月期をピークに7-9月から来年1-3月にかけて減速傾向を辿る見通しです。

バリュース株優位の展開を予想

米国株式は米長期金利の動きの影響を受けやすい
NYダウの推移



展開がしばらく続くと予想しています。2018年1月以降、米国株式におけるバリュー株のグロース株に対する相対パフォーマンスは10年金利の動きに相関していました。10年金利が上昇する局面ではバリュー株指数がグロース株指数をアウトパフォームし、10年金利が低下する局面ではグロース株指数がバリュー株指数をアウトパフォームする傾向が見られました。世界の経済活動が低迷する局面では、10年金利が低下するとともにグロース株の成長性が高く評価され、世界経済が好調で10年金利が上昇する局面では割安に放置されたバリュー株がより上昇したと考えられます。

中期的にはFRBが金融正常化を進める過程で10年金利には上昇余地が残されていると考えています。そのため、株式市場では基調としてバリュー色の強い株式が選好される相場が続くと予想しています。

当面は不安定に推移

これまでの戻りが急だったことから、目先は国内のインフレ、FRBのテーパリングや利上げのタイミング、法人増税を巡る思惑から不安定に推移する可能性があります。しかし、来年も米国経済は3%を上回る成長率を維持し、企業収益の安定的な拡大が続くと考えているため、その後は再度上値を追う展開に移行すると予想します。

10年金利とバリュース株/グロース株



※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。

本格的な上昇相場入りは米国にやや遅れると予想

欧州	10月26日	11-1月の予想レンジ
STOXXヨーロッパ600指数	475.74p	450p~490p



欧州経済に減速感

夏場まで力強く回復してきた欧州経済は10-12月期に減速に転じると予想されています。7月にコロナ関連の行動制限の大部分を解除した英国では新規感染者数が再び増加に転じドイツでもリバウンドの兆しが見えてきました。ロシアや東欧諸国の感染拡大が西欧に波及した可能性があります。冬場を控えて天然ガスなどエネルギー価格の上昇が個人消費の停滞を招き、これまでの米中経済の減速が時間差で欧州経済に暗い影を投げかけることが懸念されます。企業景況感を示す10月のPMIは米国、日本、英国では前月より上昇しましたが、ユーロ域内では3カ月連続で低下しています。

生産者物価と企業の営業利益率

欧州でも供給制約やエネルギー価格の上昇を受けてインフレ圧力が高まっています。川下の消費者物価よりも川上の生産者物価の上昇率が高いことから、最終消費財に近いセクターを中心にマージンに低下圧力がかかりやすい状況が続いています。しかし、欧州にはエネルギー、素材、資本財など川上に近い上場企業が多く、価格転嫁は比較的容易だと考えられます。過去にも欧州企業の営業利益率は生産者物価とともに上昇する傾向が見られました。

政治の季節

ドイツでは9月に行われた総選挙後の連立交渉が続

いています。第一党になったSPD（社会民主党）が環境政党のGreen（緑の党）、ビジネス寄りのFDP（自由民主党）との連立協議を進めています。3党ともデジタル化や脱炭素への投資には前向きですが、その財源を巡って、増税も厭わないGreenと増税に反対するFDPの間に溝が残されています。

フランスでは来年4月に大統領選が予定されています。これまで現職のマクロン氏と極右国民連合のルペン氏が決選投票に進むと考えられていましたが、ここに来て同じ極右で「フランスのトランプ」と呼ばれるゼムール氏が急速に勢力を伸ばしています。

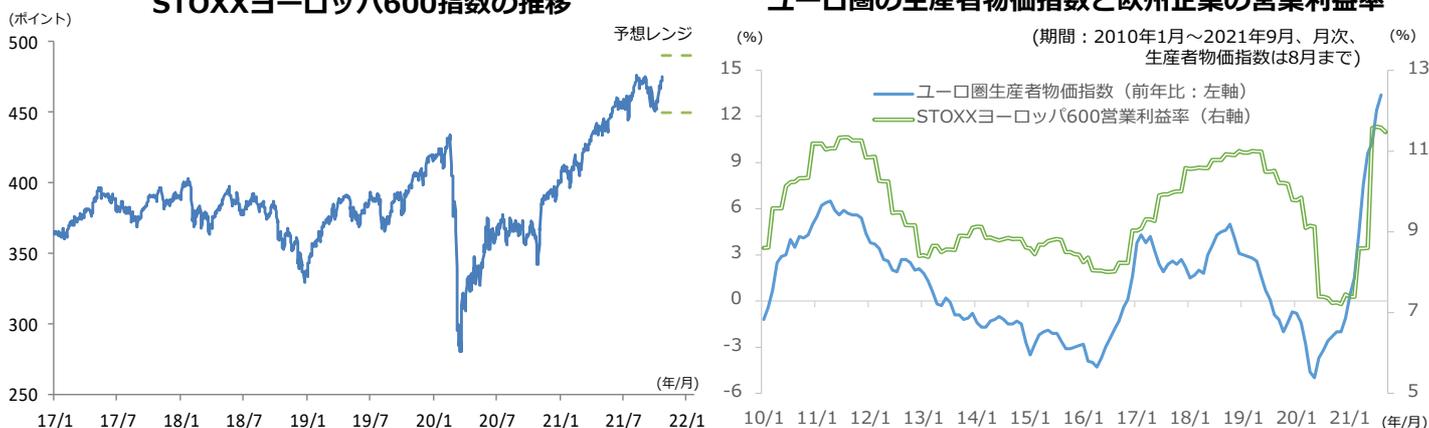
ポーランドの現政権（右派「法と正義」が主導）とEUは法の支配やLGBTなど「EUの価値感」を巡って対立姿勢を強めています。360億ユーロの復興基金の支払いを巡りPolexit（ポーランドのEU脱退）の可能性も取りざたされています。

欧州では来春のフランス大統領選に向けてもうしばらく政治から目が離せない環境が続くそうです。

当面神経質な展開を予想

欧州経済が踊り場を脱するタイミングは米中にやや遅れることから欧州株式は当面、神経質な展開が続くと予想しています。しかし、米中への輸出が回復するタイミングにあわせて欧州株式も上値を追う展開に移行すると予想しています。

ユーロ圏の生産者物価指数と欧州企業の営業利益率



(注) STOXXヨーロッパ600指数の期間は2017年1月～2021年10月26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。

不安材料を抱えながらも戻りを試す展開へ

アジア	10月26日	11-1月の予想レンジ
MSCI アジア(除く日本)指数	830.19p	780p~870p



デフォルトを回避した「中国恒大集団」

大手不動産会社「中国恒大集団」のデフォルト懸念は一先ず後退しました。デフォルト回避の背景には政府の恒大発の金融危機を避けようとする強い意志があったと思われますが、今後もドル・元建て社債の元利金の支払い期限が相次いで到来するため、予断を許さない状況が続くと思われます。

今後も不動産市場の低迷は続くと思われています。これまでに恒大より小規模の不動産2社がデフォルトに追い込まれました。「共同富裕」を進める共産党政権にとって、住宅価格の高騰は望ましくありませんが、住宅価格の暴落も避けなければなりません。70都市の新築住宅価格は前年比ではまだプラスですが、前月比ではマイナスになっています。一方、一部では銀行の不動産業者向け融資や個人向け住宅融資を促進する動きも見られます。

共産党政権が抱えるジレンマ

共産党政権は長期的な政策目標を優先するか、足元の成長を優先するかのジレンマに陥っていると考えています。長期的な政策目標である「共同富裕」を達成するためには住宅価格の抑制が必要ですが、そのためにはインフラ投資とともに成長の柱と考えられてきた住宅投資の減速を余儀なくされ、その過程では成長率

が著しく減速し、人々の生活にも悪影響が及ぶと考えられます。もう一つの政策目標である脱炭素を急速に推進した結果、石炭の供給が滞り、ガス価格の急騰、電力不足が顕在化しました。企業の生産活動や人々の生活を守るためには、脱炭素という長期の政策目標を一時的に棚上げする必要があるかもしれません。

来年2月の冬季五輪、政権3期目を目指す秋の党大会を控えて、習政権は長期の政策目標よりも足元の成長や人々の生活を優先する姿勢を鮮明にしてくる可能性があります。それは取りも直さず、景気が失速しそうなれば経済活動を盛り上げるために何らかの政策が打ち出されることを意味します。具体策としては、預金準備率の引き下げなどの金融緩和や農村への自動車普及などの消費促進策が考えられます。

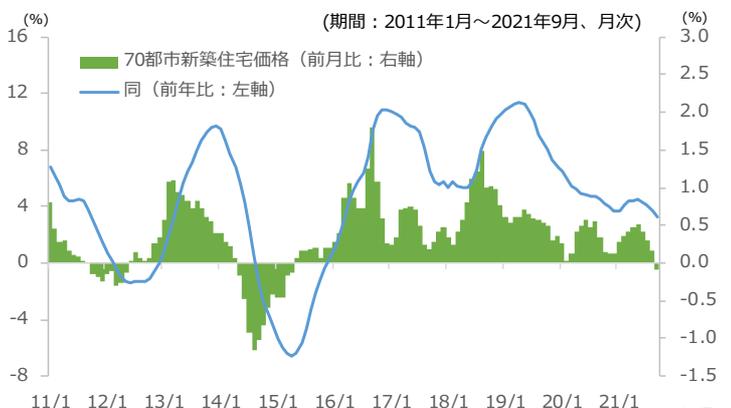
戻りを試す展開へ

7-9月の実質GDP成長率は前年比で+4.9%と前期の+7.9%から急減速しました。不動産市場の抑制や「共同富裕」を旗印とした一部セクターへの締め付けが経済活動を委縮させたと思われます。しかし、年明け以降は様々な政策が中国経済を押し上げると予想しています。アジア株式は中国の景気回復とASEAN諸国のワクチン接種の本格化に伴う経済再開を背景に戻りを試すと予想しています。

MSCIアジア (除く日本)指数の推移



中国：70都市新築住宅価格



(注) MSCIアジア (除く日本) 指数の期間は2017年1月~2021年10月26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10年国債利回りは金融政策の正常化にあわせて上昇へ

10年国債利回り	10月26日	11-1月の予想レンジ
日本	0.11%	0.0%~0.2%
米国	1.61%	1.3%~2.0%
ドイツ	-0.12%	-0.35%~0.10%



日本：金融政策の大枠に変更なし

9月のコアCPI（消費者物価指数）は昨年3月以来初めて前年比でプラスに転じました。日銀は携帯電話料金など一時的な下落要因を除いた「実力ベース」の物価は「小幅プラス」で推移するとコメントしています。しかし、当面は日銀の金融政策の大枠に変更はないと予想しています。新政権の国債増発や米長期金利の上昇が国内金利の上昇要因になることも考えられますが、10年国債利回りは当面0.0%~0.2%のレンジ内で推移すると予想しています。

米国：テーパリングの発表は11月

FRBのパウエル議長は直近の討論会で「供給制約と高インフレは従来予想よりも長期化する可能性がある」とし、将来の期待インフレの動向に注視するとコメントしました。一方、イエレン財務長官は議会で審議されている財政パッケージがインフレを高めるとは考えにくく、2022年後半にCPIは2%に戻ってくるとの見通しを発表しました。

11月にテーパリングの開始を発表し、来年中盤には終了、来年後半には利上げが開始されると予想しています。この流れはその時々々の経済データに左右されますが、FRBが金融政策の正常化を急ぎ過ぎて、経済を減速させると市場が考えれば、10年国債利回りは低下し、逆に引締めがインフレ加速に遅れをとると判断すれば上昇すると思われれます。また、長期

的にはFFレートがピークでどのレベルまで上昇するかという点にも注目が集まると考えられます。

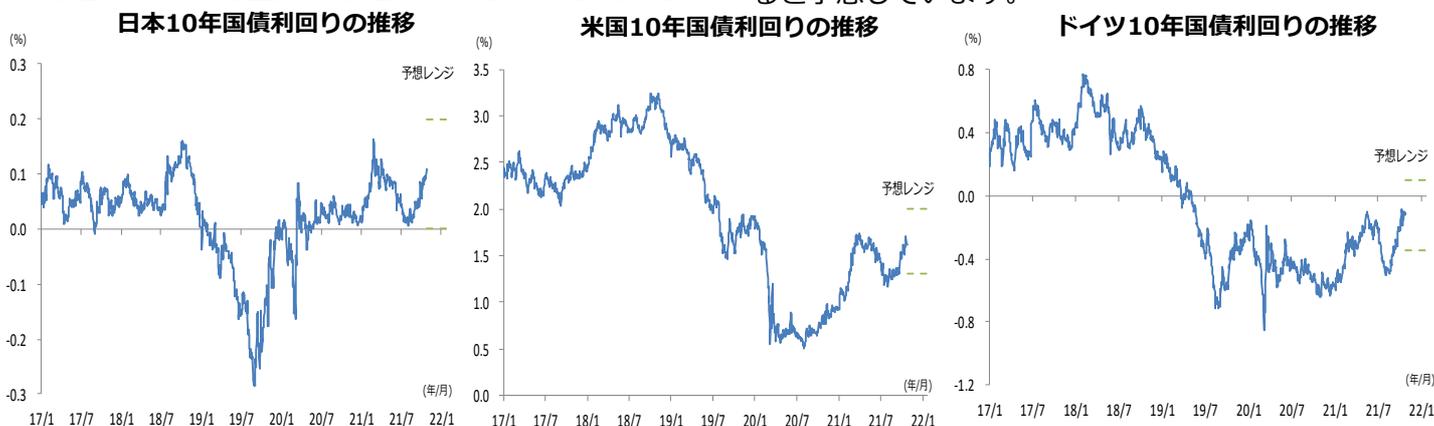
これまで急上昇してきた10年国債利回りは目先一進一退の展開になる可能性もありますが、その先を見通せば、金融政策の正常化にあわせる形で来年に向けて2%程度まで上昇すると予想しています。

欧州：欧州中央銀行はハト派化

英国市場では時期尚早な利上げが経済を減速させるとの観測から短期金利の上昇ピッチが長期金利よりも速く、イールドカーブのフラット化が進んでいます。

ドイツ連銀総裁でECB（欧州中央銀行）理事会メンバーでもあるワイトマン氏が年末に辞任する意向を表明しました。ECBの非伝統的な金融緩和に常に否定的な姿勢を示してきた同氏の辞任によってECBの金融政策は従来以上にハト派化することになると予想しています。

ユーロ圏のCPIは前年比+3.4%まで上昇してきました。ドイツでは伝統的に連銀が警戒視する賃上げの動きも進んでいます。英中銀と異なり、ECBのラガルド総裁は現時点で金融引き締めを急ぐ姿勢は見せていませんが、12月の理事会に向けて様々な検討がなされている模様です。このような環境で、ドイツ10年国債利回りは0%をはさんだ低水準で推移すると予想しています。



(注) グラフの期間は2017年1月~2021年10月26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

ドルが対円、対ユーロで強含む展開を予想

外国為替	10月26日	11-1月の予想レンジ
ドル円	114.16円	110円～119円
ユーロドル	1.16ドル	1.12ドル～1.23ドル
ユーロ円	132.38円	127円～138円



ドル円相場：ドル高円安を予想

世界中で高まるインフレ懸念はドル円相場ではドル高の方向に作用すると考えています。インフレの加速を受けて最初に金融政策の正常化に転じるのは日本ではなく米国で、金利差の拡大はドル高要因になります。エネルギー価格の上昇が足元のインフレの1つの要因だと考えられていますが、エネルギー輸入国である日本では原油など鉱物性燃料の輸入額拡大による貿易収支の悪化が円安要因になります。これまでは、外部ショックによって金融市場がリスクオフになれば安全通貨と考えられる円が買われてきましたが、足元では安全通貨としての特性が失われつつあるとの意見も聞こえます。

一方、足元で円の実質実効為替レートは2015年の水準近くまで低下してきました。当時、黒田日銀総裁が実質実効為替レートの水準を引合いに円安けん制を行った水準（黒田ライン）です。今後、政府・日銀から円安をけん制する発言が出てくることも考えられます。直近の急激な円安の背景には投機筋の円売りがあったと考えられています。裏を返せば、投機筋が巻き戻せば円高が進むと考えられる一方、今後実需の円売りが出てくることも考えられます。

いずれにしても、これまでの円安が急だったことから当面は現在の水準に滞留することも考えられま

す。しかし、その後は金融政策の方向性の違い、金利差の拡大からドル高円安が進むと予想しています。

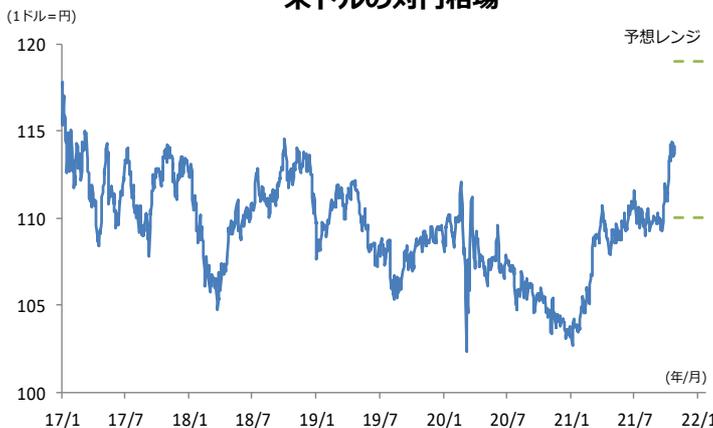
ユーロドル相場：ドル高ユーロ安を予想

米国とユーロ圏の中央銀行の金融政策の先行きを考えれば、当面ドル高ユーロ安が継続すると考えられます。FRBは11月にもテーパリング開始を発表すると予想されている一方、ECBは金融政策の正常化に後ろ向きです。利上げに関しても、FRBは来年後半までに始めることが想定される一方、ECBはまだその目途が立っていません。独連銀のワイトマン総裁がECB理事会委員を退任すればECBがさらにハト派化する可能性があります。ワイトマン氏の後任人事に時間がかかれば、ECBの金融政策が読みにくい期間が長期化し、ユーロ安材料になると考えています。

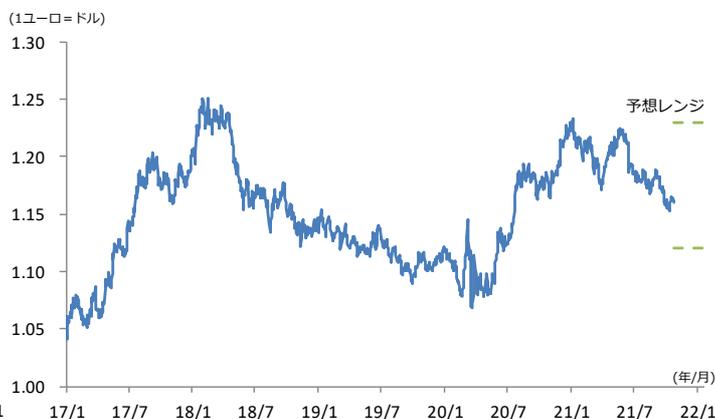
新興国通貨は不安定な展開を予想

新興国通貨はしばらく不安定な相場展開が続くと予想しています。先進国に対して新興国のワクチン接種がキャッチアップすることは新興国通貨への強気材料となりますが、FRBが金融正常化を進める過程では資金が新興国から米国に回帰することを通して、新興国通貨が売られやすい展開が継続すると考えています。

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10月26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かさな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)