

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. 71

国内株式： 企業業績の下方修正懸念からリスクが残る展開

米国株式： 市場参加者も限られ、揉み合い商状が続こう

欧州株式： エネルギー調達懸念が顕在化、景気後退懸念強まる

アジア株式： 景気回復も、感染者数の増加と不動産市況悪化が悪材料に

内外債券： 米国では景気減速を背景に利回り低下が先行

外国為替： 行き過ぎた円安の修正局面

岡三アセットマネジメント株式会社



国内株式

企業業績の下方修正懸念からリスクが残る展開

日本	7月26日	今後3カ月の予想レンジ
日経平均	27655.21円	24000円～29000円
TOPIX	1943.17p	1700p～2050p



7月はじりじりと戻す展開

7月の日経平均はじりじりと戻す展開となりました。7月13-22日にかけての7連騰で、日経平均は28000円近くに上昇しました。

7月10日の参院選では自民党が改選議席の過半数を獲得しましたが、事前予想通りの結果であり、株価変動要因とはなりません。

予想レンジは24000-29000円

当面の日経平均の予想レンジは24000-29000円です。引き続き下値リスクが残る展開を予想します。

4-6月期のTOPIX500（除く金融・ソフトバンクグループ）は前年同期比で2%の経常減益が予想されています。通期では2022年度が前年度比+8%増益予想、2023年度が同+6%増益予想と5月の通期決算発表以降、大きな動きは見られません。しかし、米国では金融引き締めと物価上昇から景気後退局面入りの可能性が高まっていることに加え、中国ではゼロコロナ政策の継続や不動産市況悪化への懸念が強まるなど、企業業績を取り巻く環境は厳しさを増しています。よって、日本企業の業績予想にも今後、下方修正圧力が強まると予想します。そうした状況下では、景気減速局面でも業績を伸ばす成長株や景気減速懸

念を先行して織り込み株価が下落した景気敏感株が注目される局面もあると見ています。

経済再開期待は短期的に下ぶれる可能性

改善してきた景況感には歯止めがかかってきました。景気ウォッチャー調査は、現状判断DIが5月の54.0から6月は52.9に、先行き判断DIは5月の52.5から6月は47.6に、それぞれ低下しました。物価上昇による影響が大きいと見られます。

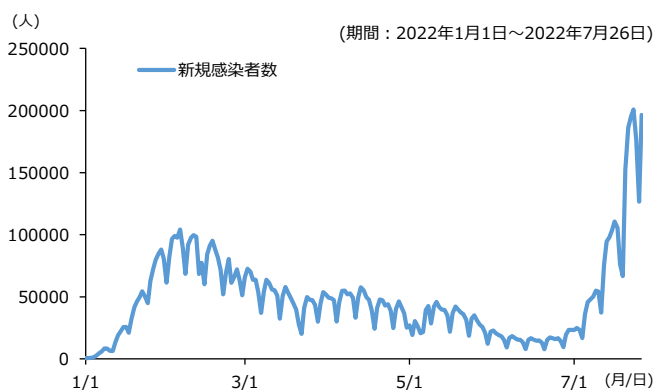
また、第7波の感染拡大が景況感に悪影響を与えないかも気がかりな点です（右下図）。これまでのところ重症者数の増加は限定的で、新たな行動規制も採られていないため、人流への影響は限定的です。ただ、7月のNHKによる世論調査では、行動制限が必要という回答が不必要という回答を上回っています（「どちらかといえば」も含む）。欧米とは異なり、日本では経済のコロナ離れはまだ難しく、自発的な行動自粛が経済再開期待を短期的に下ぶれさせる可能性には注意が必要でしょう。

なお、9月に実施される内閣改造では第二次岸田政権の顔ぶれが明らかとなります。中期的には、経済政策の方向性はアベノミクスからは距離を置いたものに転じていくと予想します。

日経平均の推移



新規感染者数の推移



(注) 日経平均の期間は2017年1月～2022年7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。

米国株式

市場参加者も限られ、揉み合い商状が続こう

米国	7月26日	今後3カ月の予想レンジ
NYダウ	31761.54ドル	29000ドル～34500ドル
S&P500指数	3921.05p	3600p～4250p



NYダウは32000ドル台まで反発

7月上旬のNYダウは31000ドルを挟んだ推移が続きましたが、中旬から上昇基調を強め、32000ドル台まで戻しました。事前予想を上回る企業決算や、長期金利の低下に支えられた株価反発と見ています。

S&P500の4-6月期業績は前年同期比+6%増益予想と、7月上旬から若干上ぶれています。社数ベースでも上ぶれ決算が優勢です。金融は事前予想を上回る決算が多い一方、ドル高による影響から海外売上比率が高い企業では冴えない決算が多めです。

予想レンジは29000-34500ドル

当面のNYダウの予想レンジは29000-34500ドルです。景気・企業業績悪化への懸念と、その先のインフレ圧力低下・金融引き締め後退への期待が交錯する不安定な環境のもと、8月は市場参加者も少ないことが見込まれることから、揉み合いの展開を予想します。

4-6月期の決算発表が本格化するにつれて、業績予想の下方修正が増えてきました。今のところ、通期では2022年が前年度比+9%、2023年も同+9%という高めの増益が予想されています。しかし、足元ではローン金利の上昇で住宅販売は減速感が強まり、食費やガソリン価格の上昇で、消費者がアパレルなど不要

不急の支出を抑える動きが出ています。8月中旬に発表が予定されている5-7月期の小売企業決算では、前回同様に、インフレによる民間消費への悪影響に対する懸念が強まる内容となりそうです。景気は減速基調を強めつつあり、後退へと向かう過程で、今後、業績予想は大きく下方修正されると思われます。

利上げ幅縮小のタイミングが近づく

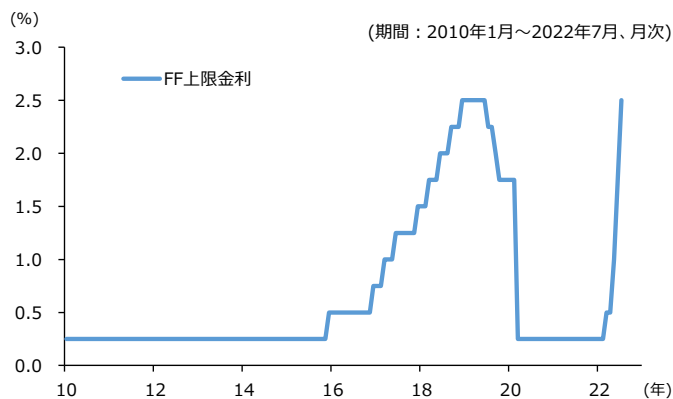
7月の米連邦公開市場委員会（FOMC）では6月に続いて0.75%の利上げが実施され、政策金利の上限は2.5%となりました（右下図）。インフレ率が依然として高水準なことを踏まえると、9月のFOMCでも0.75%の利上げが実施されると考えます。

一方、10年債利回りは6月中旬のピークから、景気後退と利上げ休止を先取りする形で低下しています。9月の利上げ幅が0.5%にとどまったとしても、政策金利は中立金利の目安とされる水準を上回るようになります。金融緩和の正常化が終わり、ここからはインフレ率上昇に対処するための本格的な金融引き締めというフェーズに入ります。そのような観点からは利上げ幅をどのタイミングで縮小するか市場参加者の関心が向かうのは自然ではありますが、その一方で、早期の利上げ休止期待の強さには注意が必要と考えます。

NYダウの推移



政策金利の推移



(注) NYダウの期間は2017年1月～2022年7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。

エネルギー調達懸念が顕在化、景気後退懸念強まる

欧州	7月26日	今後3カ月の予想レンジ
STOXXヨーロッパ600指数	426.13p	380p～450p



欧州株は6月安値に迫った後に反発

7月5日のSTOXXヨーロッパ600指数は400ポイントと、6月安値に迫りました。ユーロの急落で市場参加者の警戒感が高まったと見られます。ただ、「1ユーロ1ドル」のパリティ割れからくる達成感もあってかユーロは反発し、警戒感はやや和らぎました。米国株の上昇に連れる形で、STOXXヨーロッパ600指数も420ポイント台に戻しました。

STOXXヨーロッパ600指数の4-6月期業績は前年同期比+23%増益予想と、7月上旬時点の予想からやや上ぶれています。ユーロ安を受けて資本財企業の好決算が目立つ一方で、内需企業の業績にはやや厳しさが目立ちます。7-9月期は同+28%増益予想と大きな動きは見られません。引き続き、ユーロ安の恩恵を受ける企業や資源高の恩恵を受ける企業が業績の牽引役となっています。

予想レンジは380-450ポイント

当面のSTOXXヨーロッパ600指数の予想レンジは380-450ポイントです。ウクライナ危機が、①エネルギーを中心とした物価高、②新たな供給制約、③家計・企業のマインド悪化を発生させているとの見方に変わりはありません。ユーロ安による業績下支えが期待される一方で、景気後退懸念と金融引き締め懸念か

ら、やや慎重な投資スタンスが必要と考えます。

エネルギー調達懸念の顕在化

これまで底堅く推移してきた欧州景気ですが、景気減速の兆候がさらに増えました。ユーロ圏製造業PMIは6月の52.1から7月は49.6に、サービス業PMIは6月の53.0から7月は50.6に、それぞれ低下しました。

製造業の景況感減速には、ロシアからのエネルギー供給懸念が強く影響していると考えられます。その点は、ドイツの製造業PMIの下ぶれが大きかったことに表れています。

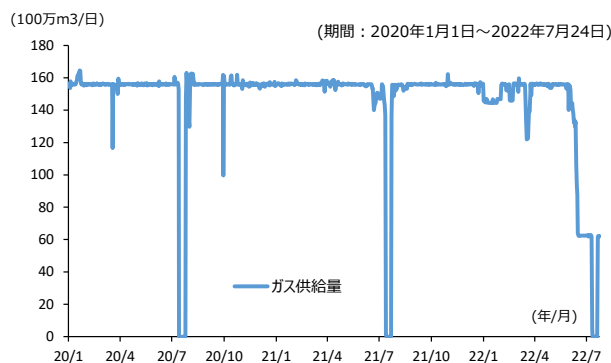
ノルドストリーム（ロシア-ドイツ間のガスパイプライン）によるドイツへのガス供給量は、7月中旬に大きく減少しました（右下図）。定期的なメンテナンスによるものではありませんが、再開されないのではないかと不安が一時的に強まりました。下旬に供給量は回復しましたが、ロシアが再び供給量を削減するという見方も出ています。いつエネルギー供給が途絶するかわからないという環境下では、企業が事業展開を積極化させることは難しいでしょう。

サービス業では、行動規制解除直後の挽回消費の盛り上がりが一巡しつつある一方で、生活費の高騰や猛暑が活動の下押しにつながっています。金融環境のタイト化も悪影響を及ぼしていると考えています。

STOXXヨーロッパ600指数の推移



ノルドストリームによるドイツへのガス供給量



(注) STOXXヨーロッパ600指数の期間は2017年1月～2022年7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。

景気回復も、感染者数の増加と不動産市況悪化が悪材料に

アジア	7月26日	今後3カ月の予想レンジ
MSCI アジア(除く日本)指数	644.10p	590p～710p



中国株は反落

7月の中国本土株は反落しました。業種別には、通信や公益が市場全体の上昇率を上回る一方、エネルギーや金融が市場全体の上昇率を下回りました。

4-6月期の中国実質GDPは前年同期比+0.4%と、1-3月期の同+4.8%から低下しました。ただ、6月の景気指標は5月に続いて改善しました。製造業PMIは5月の49.6から6月は50.2に、非製造業PMIは5月の47.8から6月は54.7に、それぞれ上昇し、分岐点の50を上回りました。財政、金融面からの景気支援は継続する見通しであり、中国の景気は回復基調と見ています。オンライン・プラットフォーム、電気自動車、再生可能エネルギー、ロボットなど、政策支援が期待される分野に従事する企業が恩恵を享受すると予想します。

感染者数の増加と不動産市況悪化が悪材料

一方で、①国内の新型コロナウイルス感染の再拡大、②不動産市況の悪化、が持ち上がっており、当面の中国株には従来よりもやや慎重姿勢が必要と考えます。

7月25日時点での新型コロナウイルス新規感染者数は868人です(右下図)。6月後半以降に感染が再拡

大し、低位の感染者数が続くという期待は裏切られました。4-5月ほどではないものの、都市封鎖は部分的に実施されています。感染地域が増加し、中国全土に拡大している点も気がかりです。

新築住宅価格は5月の前年比-0.8%から6月は同-1.3%と、下落幅が拡大しました。6月後半の住宅販売は前年並みの水準に回復しましたが、7月に入ると前年を大きく下回る水準に下がっています。また、6月末以降、住宅ローンの返済停止要請が増加しています。9割以上の住宅取引で事前販売制度が活用されていますが、ディベロッパー側の問題で住宅の引き渡しが遅れていることがそもそもの発端と見られます。行政の介入により今後、解決が図られると考えますが、不動産市場のセンチメント回復には従来期待していたよりも長い時間がかかるでしょう。

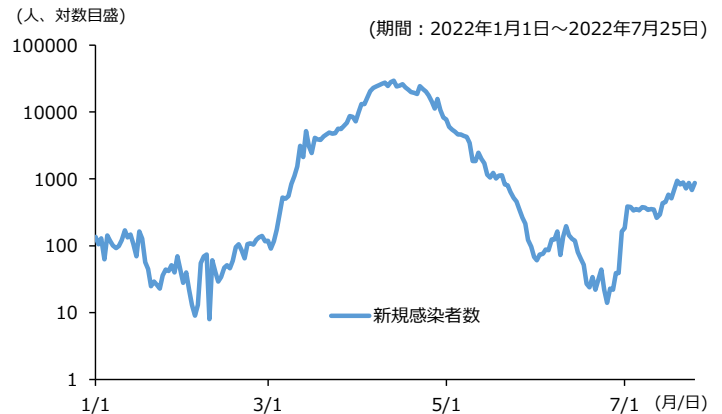
その他アジア市場では資金流出の動きを警戒

その他アジア市場は、先進国の金融引き締めに対する懸念や世界的な景気後退懸念から下落しました。その後、割安感もあって反発しましたが、多くの市場では、依然として海外投資家の売り越しが続いています。

MSCIアジア(除く日本)指数の推移



中国の新規感染者数の推移



(注) MSCIアジア(除く日本)指数の期間は2017年1月～2022年7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。

米国では景気減速を背景に利回り低下が先行

10年国債利回り	7月26日	今後3カ月の予想レンジ
日本	0.21%	0.15%~0.25%
米国	2.81%	2.30%~3.30%
ドイツ	0.93%	0.60%~1.60%



日本：フォワード・ガイダンスの一部修正は先送り

0.20-0.25%のレンジで推移していた日本10年債利回りは、海外金利の低下を受けて、下旬には久方ぶりに一時0.2%を割り込みました。

7月の日銀金融政策決定会合で公表された展望レポートでは、物価見通しが4月時点での見通しから引き上げられましたが、金融政策に関する姿勢には全く変化が見られませんでした。前回会合前後の対応が奏功し、7月の決定会合前後では債券市場の変動は限定的なものとなりました。

当面の日本10年国債利回りの予想レンジは0.15-0.25%です。引き続き政策金利の変更は予想していません。フォワード・ガイダンスが一部修正される時期は後ずれする見通しです。ただ、当面のインフレ率は上昇基調にあるため、海外金利の水準によっては、政策変更の可能性が再び関心を集められると思います。

米国：景気減速を背景に利回り低下が先行

米国10年債利回りは6月末の3.01%から一時2.8%割れの水準まで低下しました。当面の米国10年国債利回りの予想レンジは2.30-3.30%です。景気減速を背景に利回り低下が先行する展開を予想します。

米国の消費者物価指数（CPI）は5月の前月比+1.0%から6月は同+1.3%に、コアCPIは5月の同+0.6%から6月は同+0.7%に、それぞれ上昇しました。他方、商品価格、期待インフレ率などにはインフレ沈静化の兆しが見て取れるようになってきました。

欧州：イタリア国債の利回り上昇

ドイツ10年国債利回りは6月末の1.33%から1%を割り込む動きとなりました。当面のドイツ10年国債利回りの予想レンジは0.60-1.60%です。7月のECB理事会では0.5%の利上げが実施されました。フォワードガイダンスは撤回され、9月の利上げ幅の見方は示されませんでした。ただ、ユーロ圏の前年比インフレ率が5月から6月にかけて上昇していることから、金融市場に波乱が見られなければ、インフレ抑制のために利上げ幅が0.75%に拡大する可能性が意識されるでしょう。

7月のECB理事会では市場分断化防止策も決定されました。南欧国債の価格下落の抑制を意図したのですが、イタリアのドラギ首相の辞任も影響し、イタリア10年国債利回りとドイツ10年国債利回りの格差は拡大傾向にあります。当面、スプレッドの上限が試される展開を予想します。

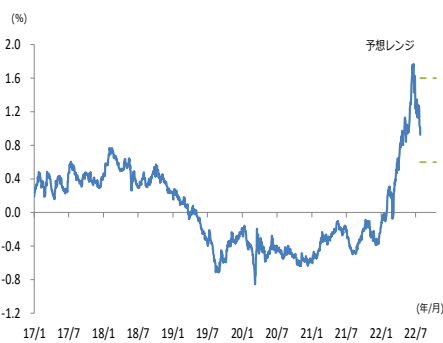
日本10年国債利回りの推移



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~2022年7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

行き過ぎた円安の修正局面

外国為替	7月26日	今後3カ月の予想レンジ
ドル円	136.91円	128.0円～140.0円
ユーロドル	1.01ドル	0.96ドル～1.10ドル
ユーロ円	138.51円	132.0円～145.0円



ドル円：行き過ぎた円安の修正局面

円は6月末の1ドル135.7円から一時139円台に下落しました。米国のCPIが事前予想を上回ったことから、ドル全面高による円安となりましたが、その後は、米国金利の先高観後退が影響し、136円台に値を戻しました。

当面のドル円相場の予想レンジは1ドル128.0-140.0円です。日銀と主要中銀の金融政策姿勢の違い、日本の高水準の貿易赤字などの円安要因は残存していますが、短期的には米国金利の先高観が後退したことによる円安基調の変化を重視しています。足元で内外金利差が縮小したことに加えて、8月は円高が進行しやすいという季節性も念頭に置き、当面は行き過ぎた円安の修正局面にあると考えます。

ユーロドル：イタリア政局が波乱要因に

ユーロは6月末の1ドル1.04ユーロから下落し、中旬には2002年以來の（1ユーロ1ドルの）パリティ割れとなりました。その後のユーロの戻りは限定的であり、依然としてパリティ近辺での値動きが続いています。

当面のユーロドルの予想レンジは1ユーロ0.96-1.10ドルです。イタリアでは、ドラギ首相の辞任を

受けて、9月25日に解散総選挙が実施されます。ユーロはイタリアの政局不透明感に左右されやすい展開を予想します。なお、ユーロ離脱を指向する政権の誕生は予想していません。

その他通貨：ドル高一服が下支え要因に

新興国通貨は対円で上値の重い展開が続いた後、月末にかけては総じて軟調に推移しました。中旬までは対ドルでの下落、その後は対円でのドル下落が影響しました。ドルに連動していた人民元は、中国での感染者の再拡大を受けて、下旬は対ドルで下落しました。

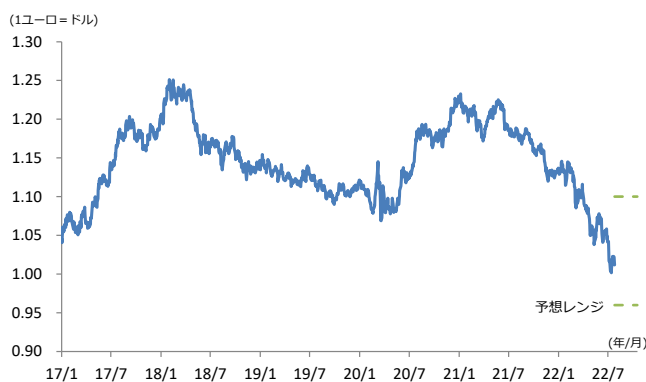
当面は新興国通貨の上値の重い展開になると予想します。対円では円高圧力の影響を受け一方で、対ドルでは既に一定程度調整していることに加えて、ドル高の一服が下支えになると見えています。

個別のファンダメンタルズから、インドネシアルピア、マレーシアリング、人民元、南アフリカランドなどに投資魅力があると考えます。資源国通貨は中期的に上昇余地が大きいと見えています。当面は世界的な景気後退懸念にともなう資源価格の下落に留意が必要でしょう。

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～2022年7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つた場合も同様です。

【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)