

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. 72

国内株式：不安定な相場環境の中、見えてきたウィズコロナの可能性

米国株式：経済指標や金利動向に一喜一憂する展開

欧州株式：スタグフレーション懸念が強まる欧州

アジア株式：中国景気は年末に向けて緩やかな回復へ

内外債券：米国では金融引き締め姿勢と景気後退懸念の綱引きが続く

外国為替：ドル円は高値更新の可能性

岡三アセットマネジメント株式会社

 岡三アセットマネジメント

国内株式

不安定な相場環境の中、見えてきたウィズコロナの可能性

日本	8月26日	今後3カ月の予想レンジ
日経平均	28641.38円	25000円～30000円
TOPIX	1979.59p	1750p～2100p



一時29000円台に乗せた日経平均

米国のインフレ率低下をきっかけに、日経平均は8月中旬にかけて大きく上昇しました。8月17日には29222円と29000円台乗せを達成し、年初来高値(29388円)に迫る勢いを見せました。しかし、ジャクソンホール会議を前に米国金融政策に対する警戒感が高まって下落に転じ、会議後に日経平均は28000円台を再び割り込みました。

予想レンジは25000-30000円

当面の日経平均の予想レンジは25000-30000円です。米国での金融引き締めによる景気悪化への懸念など、米国要因に左右されやすい不安定な展開を予想します。

TOPIX500(除く金融・ソフトバンクグループ)の4-6月期の経常利益は前年同期比で23%増益と、事前予想を上回りました。事前予想を上回った4-6月期業績と円安の進行を織り込み、2022年度通期のコンセンサス予想は前年度比9%増益予想と、決算発表前の予想から若干上方修正されました。

しかし、景気は世界的に減速方向です。企業業績を取り巻く環境は厳しさを増していくと見込まれることから、日本企業の業績予想は中期的に下方修正

されると予想します。こうした環境下では、配当利回りが高かったり自己株取得が期待される企業、マクロ環境の影響が相対的に小さいディフェンシブ企業や独自成長力がある企業、経済再開で恩恵を受ける企業などの投資魅力が高いと考えます。

見えてきたウィズコロナの可能性

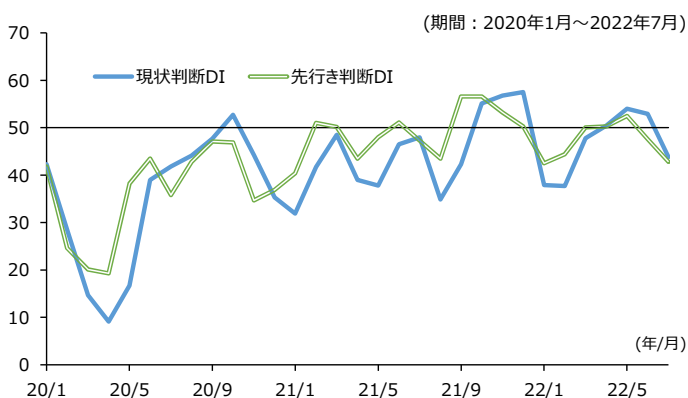
参院選後、予想外に早いタイミングで内閣改造が実施され、第二次岸田改造内閣が発足しました。新内閣発足後、原発政策については、既存原発の最大限活用や追加再稼働などが、新型コロナウイルス対策については、入国者総数や入国時の検疫対応などの緩和、療養期間の短縮、感染者数の全数把握の見直しなどが、検討されていると報じられています。

第7波では特段の行動規制は採られませんでした。それでも感染拡大が景況感に強く影響する状況が続きました。7月の景気ウォッチャー調査は、現状判断DI、先行き判断DIともに前月から低下し、再び分岐点の50を下回りました(右下図)。ただ、全数把握が見直されることで、新型コロナウイルスへの意識が薄れれば、景況感に対する感染拡大の影響も薄まるでしょう。欧米には相当遅れましたが、日本もいよいよウィズコロナに向かう可能性が出てきました。

日経平均の推移



景気ウォッチャー調査の推移



(注) 日経平均の期間は2017年1月～2022年8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

経済指標や金利動向に一喜一憂する展開

米国	8月26日	今後3カ月の予想レンジ
NYダウ	32283.40ドル	30000ドル～35500ドル
S&P500指数	4057.66p	3700p～4450p



NYダウ指数は一時34000ドル台を回復

NYダウ指数は6月17日の29653ポイントからの上昇が続き、8月16日には34281ポイントと34000ドル台を回復し、200日移動平均線を上回りました。

株価の戻りには、①物価指標の落ち着き、②一部景気指標の好転、③下方修正の動きが一巡、などが影響したと見えています。消費者物価指数（CPI）は6月の前年比+9.1%から7月は+8.5%に低下する一方、コアCPIは+5.9%で横ばいとなりました（右下図）。良好な雇用統計や小売売上は、景気後退懸念を少し和らげました。また、7月中旬まで業績予想の下方修正の動きが加速しましたが、S&P500の4-6月期業績は前年同期比9%増益と事前予想を上回り、下方修正の勢いも和らぎました。

その後、一部の米連邦準備制度理事会（FRB）高官の金融引き締め姿勢や、ジャクソンホール会議を控えた警戒感、またテクニカル的な達成感などから、株価はやや押し戻されました。8月26日にはジャクソンホール会議でパウエルFRB議長が講演しました。「物価の安定を回復するために金融引き締めの政策をしばらく維持する」などの発言内容が株式市場参加者の想定以上に金融引き締めのものと受け止められ、NYダウ指数は33000ドル台を下回りました。

予想レンジは30000-35500ドル

当面のNYダウ指数の予想レンジは30000-35500ドルです。当面、経済指標や金利動向に一喜一憂する展開となりそうです。政策金利が中立金利を上回る過程で、金融引き締めの積極化姿勢も転機を迎えつつあり、景気後退懸念も燻っています。9月の米連邦公開市場委員会（FOMC）は、物価、景気、金融政策が転換期を迎える環境下で開催されることになりそうです。

なお、9月10日以降はFRB高官が金融政策に関する見解を示すことができなくなります。9月13日に公表される8月のCPIが事前予想から大きく乖離する結果となった場合、6月のFOMC直前のように、利上げ幅に関する見方が突如変わる展開もありえるでしょう。

上値の重い展開に

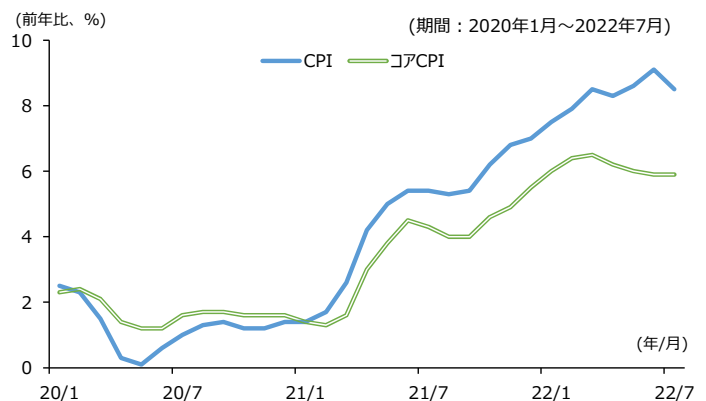
9月20-21日のFOMC以降、株価はいったん反発すると見えますが、FRBによる量的引き締めの拡大、ドル高、中間選挙などがリスク要因となり、反発後は上値の重い展開を予想します。

2022年のS&P500業績は前年比+8%、2023年も同+8%という高めの増益が予想されています。景気は減速基調にある中では、今後、業績予想は大きく下方修正される可能性が高いでしょう。

NYダウの推移



米国の物価動向



(注) NYダウの期間は2017年1月～2022年8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。

スタグフレーション懸念が強まる欧州

欧州	8月26日	今後3カ月の予想レンジ
STOXXヨーロッパ600指数	426.09p	400p~460p



やや値を下げた欧州株

440ポイント近辺で推移していたSTOXXヨーロッパ600指数は、少し値を下げました。STOXXヨーロッパ600指数の4-6月期業績は前年同期比30%増益予想と、事前予想を上回りました。域内でのエクスポージャーが大きい中小型株企業の業績は厳しさが目立ちましたが、国際的に事業を展開する大型株の業績がユーロ安の恩恵を受け、全体を牽引しました。

予想レンジは400-460ポイント

当面のSTOXXヨーロッパ600指数の予想レンジは400-460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。ユーロ安は企業業績面で引き続きプラスに働くでしょうが、エネルギー価格上昇が重石になると見えています。インフレと景気減速が同時に進行するスタグフレーション懸念が強まっていることを念頭に置くと、欧州株式に対しては引き続き慎重な投資スタンスが必要と考えます。

なお、9月25日に実施されるイタリア総選挙では、中道右派連合が上下院で過半数を獲得すると見えています。中道右派連合は選挙公約で欧州連合（EU）の方針を順守する方針を示しており、復興基金から補助金

や融資を受けることを最優先する考えを示しています。中道右派連合が政権を獲得した場合には、EU離脱懸念が後退すると見られ、欧州の政治的混乱が強まるリスクは回避されそうです。

改善が見られないエネルギー調達懸念

ユーロ圏の製造業購買担当者景況指数（PMI）は7月の49.8から8月は49.7に、サービス業PMIは7月の51.2から8月は50.2に、それぞれ低下しました。前月に引き続き、ロシアからのエネルギー調達懸念、生活費の高騰や猛暑の影響、金融環境のタイト化などが経済活動に悪影響を及ぼしていることが読み取れます。

エネルギー調達懸念には改善の兆しが見られません。足元では欧州の天然ガス価格は一段と上昇しています（右下図）。ノルドストリーム（ロシアドイツ間のガスパイプライン）によるロシアからドイツへのガス供給量は依然低水準であり、8月31日-9月2日は保守点検を理由に3日間停止すると発表されています。現状のガス在庫は比較的高水準ですが、暖房用にガス需要が拡大する冬場にかけて、ガス在庫は減少が必至な情勢です。そうした環境では企業が事業展開を積極化することは難しく、生活費の高騰から消費への悪影響も避けられないと見えています。

STOXXヨーロッパ600指数の推移



欧州天然ガス価格の推移



(注) STOXXヨーロッパ600指数の期間は2017年1月～2022年8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。

中国景気は年末に向けて緩やかな回復へ

アジア	8月26日	今後3カ月の予想レンジ
MSCI アジア(除く日本)指数	644.83p	590p~710p



歯止めがかかった中国景気の回復

8月上旬の中国本土株は上昇しましたが、下旬にかけて反落しました。エネルギーや公益が市場全体の上昇率を上回る一方で、ヘルスケアや消費が市場全体の上昇率を下回りました。

7月の中国の景気指標は軒並み悪化しました。製造業PMIは6月の50.2から7月は49.0に、非製造業PMIは6月の54.7から7月は53.8に、それぞれ低下しました。8月の経済活動も低調と見られ、4月を底とした景気回復にはいったん歯止めがかかった模様です。

景気の下押し要因は一部緩和へ

中国では景気を下押しする不透明要因が少なくありません。懸念材料として、①新型コロナウイルス感染拡大時の各地での断続的な行動制限、②不動産市況回復の遅れ、③熱波による電力不足、④台湾を巡る米中関係の悪化、などが挙げられます。

①については、国全体での感染者数がさほど多くない状況でゼロコロナ政策を続けているため、今後も感染が増減し、断続的な行動制限が繰り返されることは避けられないでしょう。ただ、感染者数自体は過去ピークには程遠い状況です。

②については、7月に持ち上がった住宅ローン不払い問題は、政府の介入で状況は落ち着いたと見られます。もっとも、新築住宅価格は6月の前年比-1.3%から7月は同-1.7%と下落幅が拡大しており、金融緩和にもかかわらず住宅価格に底入れの兆しが見られない点は気がかりです(右下図)。

③は8月の熱波を受けて、四川省や重慶市など水力発電への依存度が高い地域では電力需給が逼迫し、計画停電が行われました。新たに浮上した景気下押し要因ではありますが、影響は短期で収束する見通しです。

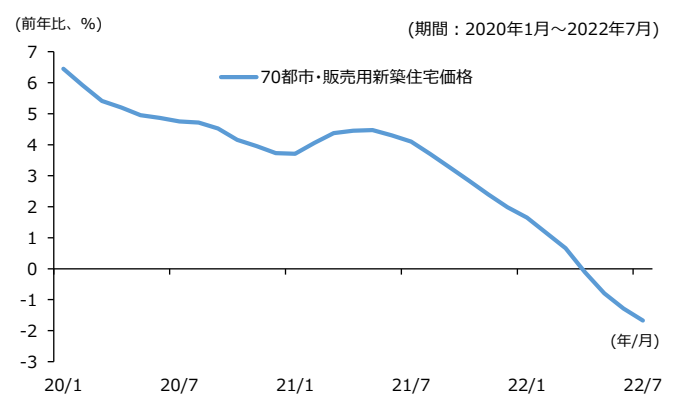
年末に向けて緩やかな景気回復へ

中国政府は、金融緩和やインフラ債の追加発行、新たな景気対策パッケージの導入によって、景気回復を目指しています。5.5%というGDP成長目標の達成は難しいとしても、財政、金融面からの景気支援は一定程度奏功し、年末に向けて緩やかな景気回復に向かうと見ています。その過程で、中国本土株も恩恵を受けるでしょう。引き続き、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たり、規制の緩和が見込まれる分野に従事する企業の投資魅力が大きいと考えます。

MSCIアジア(除く日本)指数の推移



中国の新築住宅価格の推移



(注) MSCIアジア(除く日本)指数の期間は2017年1月~2022年8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

米国では金融引き締め姿勢と景気後退懸念の綱引きが続く

10年国債利回り	8月26日	今後3カ月の予想レンジ
日本	0.22%	0.15%~0.25%
米国	3.04%	2.50%~3.50%
ドイツ	1.39%	0.80%~1.90%



日本：日銀政策修正期待は一旦後退

海外金利の低下を受けて6月中旬に0.16%台まで低下した日本10年債利回りは、海外金利の上昇を受けて、政策目標上限の0.25%に再び近づきました。

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。日銀執行部による強いメッセージが奏功し、金融政策の修正期待は後退しました。引き続き政策金利の変更は予想していませんが、黒田総裁の任期満了時期が近づいてきたこともあり、海外金利やドル円相場の水準次第では、政策修正期待はいつ再燃しても不思議ではない状況にあります。

米国：金融引き締め姿勢と景気後退懸念の綱引きが続く

景気後退懸念に台湾情勢緊迫化という地政学リスクが加わり、米国10年債利回りは6月中旬の3.5%近辺から8月初旬には2.5%近辺まで低下しました。その後、急速な利回り低下の反動、一部のFRB高官による金融引き締め姿勢、天然ガス価格の上昇などを受けて、10年債利回りは3%を上回りました。

当面の米国10年国債利回りの予想レンジは2.50-3.50%です。FRBの金融引き締め姿勢と景気後退懸念の綱引きが続くと見ています。米国のインフレはようやくピークアウトしつつありますが、それでも

高いインフレ率であることに変わりはありません。FRBはフォワードガイダンス（金融政策の先行きの指針）の提示に消極的なため、利上げの到達点や利下げの開始時期はまだ流動的だと考えます。

欧州：インフレ率上昇が続く

ドイツ10年国債利回りも6月下旬の2%弱から8月初の0.7%割れまで低下した後、1.5%台に戻しました。

当面のドイツ10年国債利回りの予想レンジは0.80-1.90%です。欧州も金融引き締め姿勢と景気後退懸念の綱引きという状況にありますが、米国とは違い、まだインフレはピークアウトしていません。ユーロ圏のCPIは6月の前年比+8.6%から7月は同+8.9%に、コアCPIも6月の同+3.7%から7月は同+4.0%に、それぞれ上昇しました。7月の欧州中央銀行（ECB）理事会では0.5%の利上げが実施されましたが、9月は0.75%の利上げが実施される可能性が高まっています。

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を見る限り、7月のECB理事会で決定された市場分断化防止策の効果は限定的です。9月25日にイタリア総選挙が控えていることもあり、当面は利回り格差の上限が試されやすい展開を予想します。

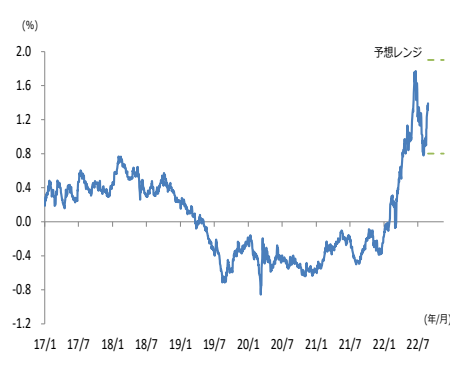
日本10年国債利回りの推移



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8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

ドル円は高値更新の可能性

外国為替	8月26日	今後3カ月の予想レンジ
ドル円	137.64円	130.5円～142.5円
ユーロドル	1.00ドル	0.94ドル～1.06ドル
ユーロ円	137.20円	129.0円～143.0円



ドル円：高値更新の可能性

上下に大きく振れた欧米金利の影響を受け、為替市場もボラティリティの高い動きが続きました。米金利の低下を受けたドル安は7月後半から加速し、8月月初には一時1ドル130円台前半を付けました。その後、米金利の反転とジャクソンホール会議を受けて、8月後半には139円近くまで戻しました。

当面のドル円相場の予想レンジは1ドル130.5-142.5円です。ドル円は直近高値を更新する可能性があると考えています。FRBの金融引き締め姿勢は継続すると見込まれる一方、日本の高水準の貿易赤字と、低金利を背景とした調達通貨としての円売り需要が、円安地合いをサポートするでしょう。

もっとも海外金利の上昇はリスク資産にはネガティブであり、リスク資産が下落すれば調達通貨の需要も抑制されることから、高値超えのドル円には一定の歯止めがかかる見通しです。

ユーロドル：ユーロは下値不安の強い展開

ユーロは7月中旬に（1ユーロ1ドルの）パリティを割り込んだ後、パリティを回復した状況がしばらく続きました。しかし、欧州経済がスタグフレーションに陥るという見方が強まる中、ユーロは8月中旬か

ら再び下落基調を強め、下旬には再びパリティ割れとなりました。

当面のユーロドルの予想レンジは1ユーロ0.94-1.06ドルです。ユーロドルは下値不安の強い展開となりそうです。ユーロの反発に必要なエネルギー調達懸念の解消は、短期的には難しいと考えます。

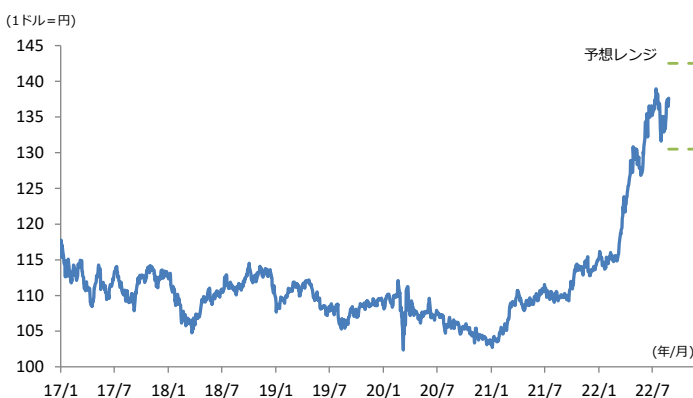
その他通貨：人民元は下値を探る展開に

対円での新興国通貨は、月初以降、じり高となりました。7月末比では、ロシアルーブル、メキシコペソなど多くの通貨が上昇する一方、東欧通貨、韓国ウォンなどが小幅下落するなど、通貨間の格差は大きくなりました。人民元は対ドルで年初来安値を更新しました。

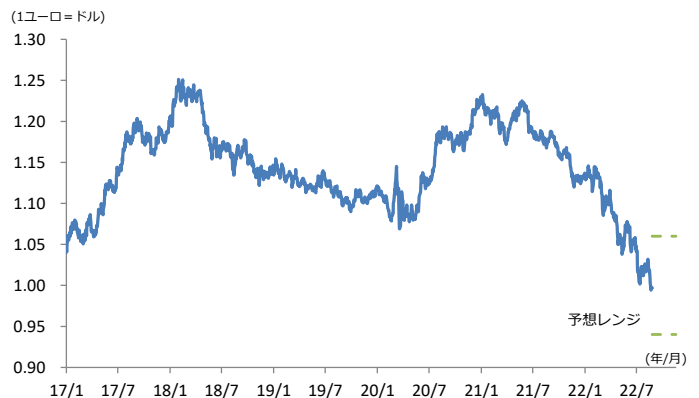
当面の新興国通貨はボラティリティの高い展開が続く見通しです。FRBの金融引き締め姿勢の継続を背景として、対ドルでの新興国通貨は全般的に上値の重い展開を予想しますが、利上げを先行させてきた中南米の新興国通貨は相対的に上昇しやすいと考えます。

人民元は、当局が元安に対して一定の警戒感を示していますが、米中の金融政策スタンスの違いを背景として、対ドルでは下値を探る展開を予想します。

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～2022年8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)