

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. 75

国内株式： 自社株買い10兆円が見えてきた

米国株式： 米国物価情勢、転換点の可能性

欧州株式： 後退した財政拡張懸念

アジア株式： サプライズ視された党大会直後の景気対策の強化

内外債券： 米国10年国債利回りは低下余地を試す展開に

外国為替： ドル一極集中の調整局面続く

岡三アセットマネジメント株式会社



国内株式

自社株買い10兆円が見えてきた

日本	11月25日	今後3カ月の予想レンジ
日経平均	28283.03円	26000円～30000円
TOPIX	2018.00p	1800p～2100p



予想レンジは26000-30000円

9月末に安値をつけた後、日経平均株価は戻りを試す展開が続いています。10月の米国のインフレ率下ぶれは、世界的に金利低下、ドル安、株高をもたらした。日本株にもその影響が及びました。

当面の日経平均の予想レンジは26000-30000円です。米国における根強いインフレ圧力や米連邦準備制度理事会（FRB）による徹底した金融引き締めは、米国株、ひいては日本株の株価に織り込まれてきたと考えています。

7-9月期は10%経常増益

TOPIX500（除く金融・ソフトバンクグループ）の7-9月期業績は前年同期比10%経常増益と堅調な業績が続いています。年度初から発表された自社株買いの計画額は累計で7.7兆円に達し、過去最高であった前年度通期の水準に近づきました（右下図）。通期では過去最高の10兆円に達する見通しです。

一方、市場の関心は今年度業績から来年度業績に移りつつあります。世界景気に対する慎重な見方を背景に来年度業績は3%経常増益予想と小幅に下方修正されましたが、この時期の来年度予想としては平年に比べやや弱めと見られます。

年明け以降は欧米の景気や企業業績が本格的に悪化し、日本企業の業績にもその影響が波及することから、実際には来年度業績は減益になると予想します。来年度業績見通しの悪化は、株価の下押し圧力になると見えています。

このような環境下では、来年度の業績回復確度が高い個別企業に注目が高まるでしょう。独自の成長力を有する企業や、今期業績が一時的に押し下げられた企業などが候補になると考えます。

ETF買入方針の変更

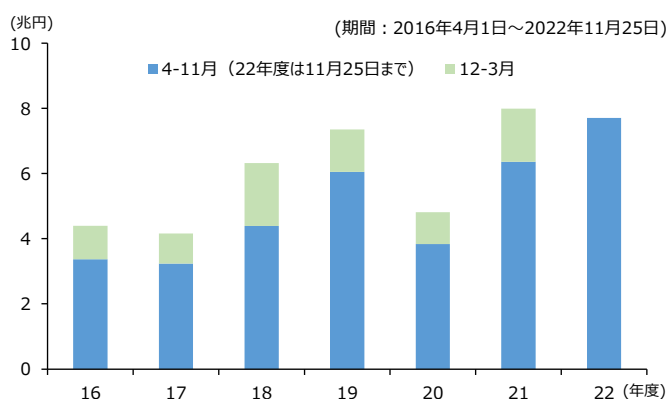
10月の日銀金融政策決定会合では「指数連動型上場投資信託受益権等（ETF）買入等基本要領」の一部改正が決定されました。「銘柄毎の市中流通残高に概ね比例するよう買入れる」という方針が「保有に係る費用等を勘案して買入れる」という方針に変更され、12月1日からは原則として信託報酬率が最も低い銘柄が買入れられることとなります。

6月を最後にETFの買入は実施されておらず、今回の変更による直接的な影響はほぼないでしょう。ただ、将来的に保有分への適用まで視野に入るのであれば、ETFの信託報酬全体に対して下押し圧力が働かうという観点で、今後の進展に注目しています。

日経平均の推移



自社株買い計画



(注) 日経平均の期間は2017年1月～2022年11月25日 (出所) Bloomberg、QUICK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

米国物価情勢、転換点の可能性

米国	11月25日	今後3カ月の予想レンジ
NYダウ	34347.03ドル	30500ドル～37000ドル
S&P500指数	4026.12p	3600p～4250p



予想レンジは30500-37000ドル

11月の米国株は上昇し、NYダウ指数は9月高値を上回りました。当面のNYダウ指数の予想レンジは30500-37000ドルです。ドル高が修正されつつある点は、大型ハイテク株にポジティブでしょう。11月の消費者物価指数（CPI）の発表や12月の米連邦公開市場委員会（FOMC）の前後は、経済指標やFRB高官の発言などをきっかけに株式市場のボラティリティが高まることも想定されますが、その後は閑散ながらも底堅い動きで年末を迎えると予想します。

下ぶれた10月CPI統計

2022年の金融市場の一大テーマは米国のインフレでしたが、11月10日に公表されたCPIは、米国のインフレが転換点を迎えた可能性を意識させました。

CPIは9月の前年比+8.2%から10月は同+7.7%に、コアCPIは9月の同+6.6%から10月は同+6.3%に、それぞれ低下しました（右下図）。最近、FRBが言及することの多い前月比ベースでは、コアCPIは9月の+0.6%から10月は同+0.3%となりました。インフレ率の低下の要因は自動車や医療保険の価格が低下したことに加え、家賃の上昇が限定的であったことによるものです。

米国物価情勢、転換点の可能性

もう少し中期的に見ると、2021年前半以降のインフレ率上昇には、①財政積極化によるコロナ禍からの景気急回復、②世界的な供給網の混乱、③地政学リスクの高まりによるエネルギー価格高騰、④住宅価格の上昇、⑤労働参加率が回復しないことによる賃金上昇、などが影響してきました。

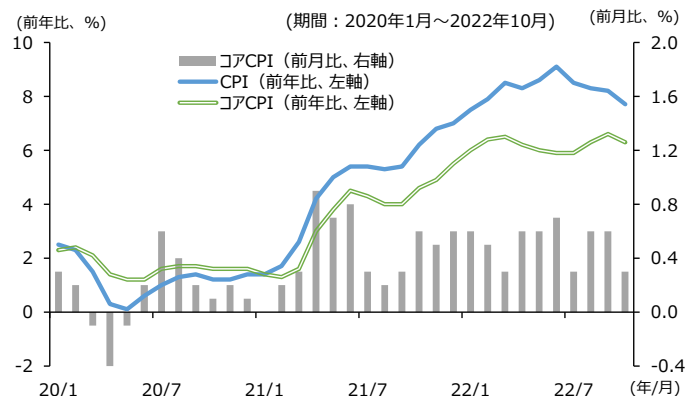
足元では上記の要因のほぼ全てで、勢いが失われてきた点に注目しています。バイデン政権の財政拡張策は一巡し、供給遅延問題もマクロの問題からミクロの問題に変わってきました。積極的な金融引締め政策により景気後退が意識される環境下、エネルギー価格、住宅価格も落ち着きを取り戻しつつあります。雇用については未だ減速感に乏しいものの、IT企業などでは雇用削減の動きが散見されるようになってきました。

前述の前月比+0.6%というコアCPIは年率換算で+7%に、前月比+0.3%は年率+4%に相当します。年率4%のインフレではFRBがインフレ警戒姿勢を明確に緩めることは難しいと思われ、市場参加者の楽観度合いが強まればFRBから警戒的なコメントが今後も発せられるでしょう。しかし、インフレの勢い自体が弱まっているのであれば、市場参加者の関心が利上げ休止時期に向かうことは避けられないと考えます。

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11月25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。

後退した財政拡張懸念

欧州	11月25日	今後3カ月の予想レンジ
STOXXヨーロッパ600指数	440.73p	400p~470p



STOXXヨーロッパ600指数は続伸

STOXXヨーロッパ600指数は続伸し、8月高値に肩を並べました。イギリス金融市場の混乱や大手金融機関の破綻懸念がひとまず収束したことによる安心感も、堅調な株価につながったと見ています。ポーランドへのミサイル着弾が報じられましたが、北大西洋条約機構（NATO）が抑制的な姿勢を維持したこともあり、株式市場への影響は限定的でした。

後退した財政拡張懸念

欧州固有の好材料としては、①イギリスの新政権が財政規律を重視する姿勢を打ち出したこと、②イタリアの新政権がEUの意向に沿った現実路線を打ち出したこと、③暖冬で欧州のガス価格が下落したこと（右下図）、などが指摘できるでしょう。

イギリスのスナク新政権は「成長戦略2022」を修正し、懸念されていた財政拡張措置の多くを撤回しました。家庭用の電力・ガス料金に上限を設定するなどのエネルギー対策の影響から、2022-23年度は拡張的な財政政策が維持されましたが、2025年度以降は財政緊縮を進めるという計画が示されました。

イタリアのメローニ政権も新たに2023年予算案を発表しました。エネルギー価格高騰対策が盛り込まれたために従来の予算案よりも財政赤字が拡大する見通

しですが、2024年には財政赤字比率を引き下げる意向を示しています。欧州復興基金からの融資・補助金を得るためには欧州委員会の意向を重視せざるを得ないことが背景にあると見ています。

予想レンジは400-470ポイント

当面のSTOXXヨーロッパ600指数の予想レンジは400-470ポイントです。インフレと景気後退が同時に進行するスタグフレーション懸念は強まる一方です。11月のユーロ圏の購買担当者景況指数（PMI）は、製造業が5カ月連続、サービス業は4カ月連続で、分岐点の50を下回りました。ユーロ圏GDPは7-9月期の前期比+0.2%の成長から、10-12月期はマイナス成長に転じ、景気後退局面に入ったと見ています。

ただ悪材料ばかりでもありません。ユーロ圏のサービス業PMIは10月から11月にかけて48.6で横ばいとなった一方、エネルギー懸念の一服もあり、製造業PMIは10月の46.4から11月は47.3に上昇しました。

STOXXヨーロッパ600の業績も、7-9月期が前年同期比34%増益、10-12月期は同18%増益と予想されています。7-9月期業績発表前の10月は下方修正が優勢でしたが、11月に入り決算発表が本格化すると業績が上ぶれる企業が多かったことから、再び上方修正が優勢に転じています。

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11月25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。

サプライズ視された党大会直後の景気対策の強化

アジア	11月25日	今後3カ月の予想レンジ
MSCI アジア(除く日本)指数	599.21p	525p～660p



ゼロコロナ運用改善策

11月の中国ではゼロコロナ政策の運用改善策と不動産業界に対する金融支援強化に関する通達が、景気対策を強化するものとして注目を集めました。

前者は、①濃厚接触者等の隔離体制の緩和、②ロックダウン範囲の縮小、③PCR検査対象の限定、④入国制限の一部緩和、⑤感染拡大の対策、⑥地方政府による過度な対策の牽制、というものです。集中隔離施設および調査人員の不足感が強まってきたことが、政策修正の背景にあるようです。

不動産業界への金融支援強化

一方で後者は、①不動産開発業者に対する銀行の貸出強化、②個人住宅ローンに対する要件緩和、③既存貸出の融資期限の延長、④不動産による買収案件への金融支援強化、⑤不動産業界への銀行貸出の依存度を低下させる指導を一部緩和、⑥賃貸住宅を開発・管理する業者への金融支援強化、というものです。不動産開発業者への資金供給は2021年から絞り込まれてきましたが、不動産市場の急速な縮小、不動産開発業者の破綻、購入者への悪影響の顕在化を受けて、政策が大きく転換したと考えます。

中国本土株は大幅反発

第20回共産党大会を経て判明した新指導体制に対する不安感から、10月の中国本土株は大幅に下落し、歴史的に見ても割安な株価水準となりましたが、党大会直後というタイミングでの政策発表がサプライズとなり、11月は大きく反発しました。

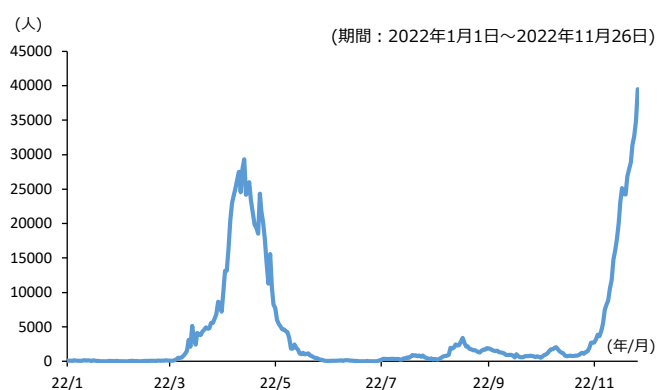
当面の懸念材料として、①人民元安、②不動産市況回復の遅れ、③感染拡大による各地での行動制限、④米中関係の悪化、などが挙げられますが、①は介入強化とドル高修正を受けて、ひとまず人民元安に歯止めがかかりました。②も、前述の政策が不動産市場の底割れ回避につながると期待しています。

③は、前述のように緩和の動きが見られたものの、足元では新型コロナウイルス感染者数が急増しています(右下図)。感染拡大による経済活動への悪影響から当面の中国本土株は不安定な動きを予想しますが、12月には中央経済工作会議が予定されており、景気刺激策の導入は加速するとの期待感が株価を下支えするでしょう。政策支援が期待されたり、規制緩和が見込まれる分野で恩恵を受ける企業以外にも、感染が減少する過程では消費関連企業などに物色が広がると見えています。

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11月25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10年国債利回りは低下余地を試す展開に

10年国債利回り	11月25日	今後3カ月の予想レンジ
日本	0.25%	0.15%~0.25%
米国	3.68%	3.00%~4.20%
ドイツ	1.97%	1.50%~2.50%



日本：高まるインフレ圧力

金利の上昇を防ぐべく日銀が続けている連続指値オペの影響から、11月の日本10年債利回りは政策目標上限の0.25%近辺で推移しました。

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。東京都区部のコアCPIは10月の前年比+3.4%から11月は+3.6%に上昇しました。日銀の「基調的なインフレ率を捕捉するための指標」でも、インフレに広がりが出てきたことが示されています。

テクニカルな理由から2023年1月以降のCPIは前年比伸び率が低下しますが、インフレ圧力は強い状況にあります。12月の日銀金融政策会合では物価見通しは示されませんが、2023年1月の会合では物価見通しが示されることもあり、1月会合が近づくに連れ金融政策修正期待は一段と強まるでしょう。

米国：10年国債利回りは低下余地を試そう

11月のFOMC後の記者会見でパウエル議長は、「利上げ幅縮小」と「利上げ到達点の引上げ」を掲げました。FOMC直後は利上げ到達点の引上げが意識され、利回りが上昇しましたが、その後10月のCPIが下ぶれたことを受けて、利上げペースが鈍化するという見方が強まり、米国10年国債利回りは3.6%台に低下しました。米国10年国債利回りが政

策金利の下限（3.75%）を下回ったことは、景気後退懸念の高まりを表していると考えます。

当面の米国10年国債利回りの予想レンジは3.00-4.20%です。10月21日に付けた4.33%は今回のサイクルの天井になる可能性が高いと見ており、利回り低下余地を試す展開を予想します。今後は、急速な金融引締めの影響、資源価格の下落、供給制約の緩和などを背景に、景気悪化とインフレ率の鈍化が同時進行していくと考えます。

欧州：利回り上昇は抑制されよう

ドイツ10年債利回りは、米国10年債利回りに連れて低下し、2%を割り込みました。当面のドイツ10年国債利回りの予想レンジは1.50-2.50%です。ユーロ圏の消費者物価指数（HICP）は9月の前年比+9.9%から10月は同+10.6%に上昇しました。依然としてインフレ率が高水準であることから、12月の欧州中央銀行（ECB）理事会では0.75%の利上げが実施されると予想します。しかし、米国金利の動向に加えて、①イギリスの新政権の財政規律重視姿勢、②イタリア新政権による現実路線、③暖冬による欧州のガス価格下落、などから欧州の利回り上昇も抑制されると見ています。

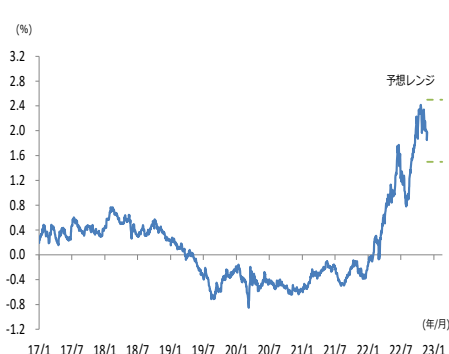
日本10年国債利回りの推移



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~2022年11月25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

ドル一極集中の調整局面が続く

外国為替	11月25日	今後3カ月の予想レンジ
ドル円	139.19円	130.0円～148.0円
ユーロドル	1.04ドル	0.95ドル～1.10ドル
ユーロ円	144.58円	135.0円～156.0円



ドル円：ドル一極集中の調整局面続く

10月下旬に実施された大規模な円買い介入の影響一巡後、ドル円は高値圏で推移していましたが、米国CPIの発表をきっかけに一時137円台にまで円高が進みました。

当面のドル円相場の予想レンジは1ドル130.0-148.0円です。12月のFOMC前後には乱高下する展開が見込まれます。高水準の米国実質金利や円キャリー取引にともなう円売りドル買いの動きなどが対ドルでの円高を抑制するでしょうが、ドル一極集中に対する調整局面が今しばらく続くと考えています。10月21日に付けた151.95円は今回のサイクルの天井になる可能性が高いと考えます。

なお、あくまでもサブシナリオですが、日銀が現行の金融政策を一部修正する場合には、円高が加速してレンジを超えるでしょう。

ユーロドル：短期的にはユーロ高を予想

ユーロは再び（1ドル1ユーロの）パリティを回復しました。当面のユーロドルの予想レンジは1ユーロ0.95-1.10ドルです。インフレと景気後退が同時に進行するスタグフレーション懸念が強い欧州ですが、

先行して悪材料が消化されたという点を重視しています。投機筋によるユーロの買いポジションの積み増しを受けて、短期的にはユーロ高を予想します。

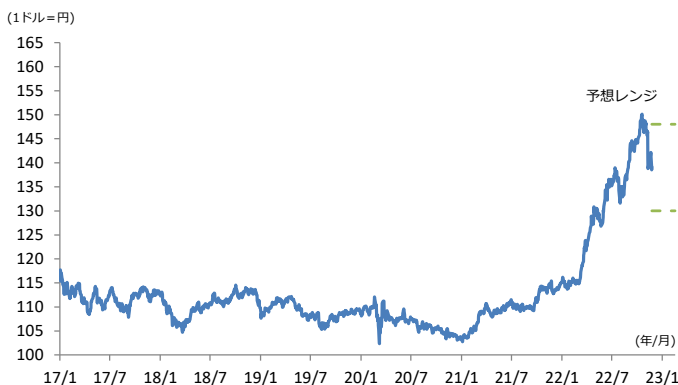
その他通貨：売られ過ぎた通貨は反発へ

対ドルで円高が進んだことから、対円では多くの通貨が下落しました。ただ、前月までパフォーマンスが低迷していた南アフリカランド、韓国ウォン、東欧通貨などは底堅く推移しました。

これまでの「米金利上昇→ドル高→リスク回避」という循環には歯止めがかかったと見ており、ドル高の一服を受けて、新興国通貨全般は対ドルで戻りを試す展開を予想します。短期的には、東欧通貨を始め、これまで売られ過ぎた通貨には反発余地があると見ています。

中国でのコロナウイルス感染拡大、商品市況下落は資源国通貨の上昇を抑制する一方、中国の不動産市場の支援策発表は中国リスクの軽減につながることから、新興国通貨にとっては支援材料となるでしょう。エネルギーや食料自給率、実質金利などの観点から、中南米通貨の投資魅力は引き続き高いと考えます。

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11月25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に帰属します。

【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。
- ファンドは、大量の解約が発生し短期間で解約資金を手当てする必要が生じた場合や主たる取引市場において市場環境が急変した場合等に、一時的に組入資産の流動性が低下し、市場実勢から期待できる価格で取引できないリスク、取引量が限られてしまうリスクがあります。これにより、基準価額にマイナスの影響を及ぼす可能性や、換金申込みの受付が中止となる可能性、換金代金の支払いが遅延する可能性があります。
- 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)