

情報提供用資料

2021年9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. 61

国内株式

一段の上昇には「日本の変化」に対する期待が必要

日本	9月27日	10-12月の予想レンジ
日経平均株価	30240.06円	28000円～33000円
TOPIX	2087.74p	1900p～2300p



日経平均株価は年初来高値を更新

9月14日の日経平均株価は30,670.10円と、終値ベースで年初来高値を更新しました。8月は重苦しい相場展開の中、8月20日に年初来安値（27,013.25円）をつけましたが、そこから1カ月弱で13.5%の上昇となりました。

感染者数減少と国内政治の不透明感後退が背景

短期間での大幅上昇は、海外株式市場が堅調に推移したことに加えて、国内でのコロナ感染者数のピークアウトや、自民党総裁選への期待の高まりなどによるものと評価できるでしょう。

国内での新規感染者数は8月下旬にピークをつけ、低下基調を辿っています。これまで適用地域が段階的に拡大されてきた緊急事態宣言も9月末で解除されることが決まりました。ワクチン接種率も確実に上昇しています。

一方、国内政治については、8月22日の横浜市長選以降、内閣支持率低下への懸念が高まりましたが、9月3日の菅首相による自民党総裁選への不出馬表明を受けて、転換点を迎えました。その後に公表された世論調査を見る限り、総選挙での自民党大敗リスクは相当程度低下したと言えます。

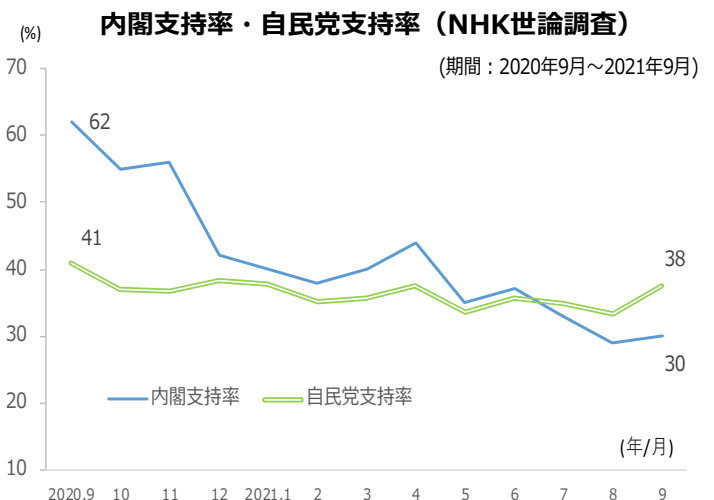
日経平均株価の予想レンジは28000円～33000円

このような投資環境の変化を踏まえ、日経平均株価の予想レンジは28000～33000円とします。

大幅上昇の結果、予想PERは2006年以降の平均水準に戻りました。10月後半からは、日本企業の間接決算シーズンが始まります。業績は上期の9割増益に対して下期は1割増益と見込まれています。企業業績の回復モメンタムは4-6月期にピークをつけましたが、それでも下期に一定の増益が維持できそうな点は前向きに評価できそうです。

自民党総裁選では岸田氏が勝利しました。衆院選が終わるまでは、株式市場は新内閣の顔ぶれ、選挙の見通しなどに一喜一憂する展開となるでしょう。国内コロナ新規感染者数の減少傾向は当面続くでしょうが、その先の第6波の感染拡大を抑制できるかが、次期政権にとって最初で最大の課題となりそうです。

今回の自民党総裁選は、候補者が多数であったこと、勝敗の行方が混沌としていたことなどから、久方ぶりの盛り上がりを見せました。日本株が予想レンジを超えて一段と上昇するためには、その盛り上がりを持続すると同時に、新政権の政策運営や経済対策を通じて日本が変わりそうだと投資家（特に海外投資家）が思えるようになることが必要だと考えています。



(注) 日経平均株価の期間は2017年1月～2021年9月27日 (出所) Bloomberg、NHK世論調査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

当面不安定な相場展開ながら、その後は上値を追う展開へ

米国	9月27日	10-12月の予想レンジ
NYダウ	34869.37ドル	31500ドル～36000ドル
S&P500指数	4443.11p	4000p～4600p



停滞感を強める米国経済

8月まで堅調に推移してきたS&P500指数は9月に2月以来初めて月間で下落する見通しです。市場に高値警戒感が広がり、デルタ株の感染拡大や物価の上昇を受けて個人消費を中心とした経済活動に停滞感が漂い始めたところに、中国恒大集団のデフォルト懸念が追い打ちをかけた形です。

企業部門については、ISM企業景況指数の製造業、サービス業は一時期より低下していますが、依然として59.9、61.7と高い水準を保っています。市場がこれらの数字を「一時期より低下している」と見るか「高い水準を維持している」とプラスに捉えるかが今後の株式市場の分かれ目になると考えています。

近づくFRBのテーパリング

9月のFOMC（米連邦公開市場委員会）後にパウエル議長は「テーパリング（量的緩和の縮小）」については、11月に発表を行い、来年中盤には終了する見通し、テーパリングのスケジュールは利上げに直接影響を及ぼさない」とコメントしました。また、FOMCメンバーの半数は最初の利上げが来年中に行われることを想定しています。テーパリングや利上げを控えて、株式市場ではFRB（米連邦準備制度理事会）からの情報発信に敏感に反応する相場展開がしばらく続くと予想しています。

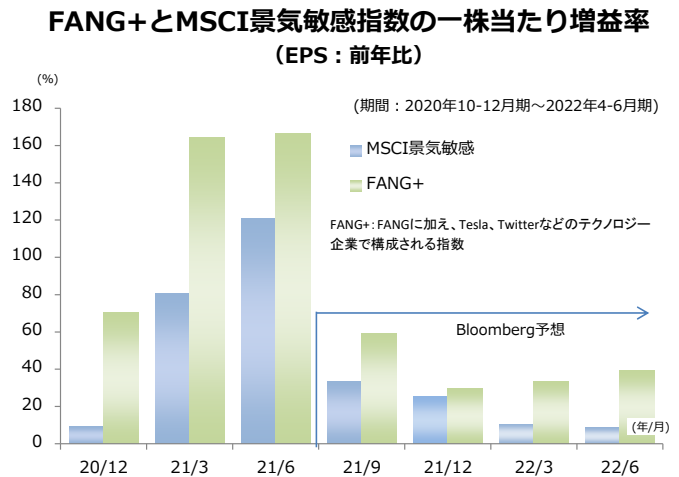
長期的にテクノロジー株に投資妙味

株式市場では、秋以降にデルタ株の感染が収束に向かい、コロナと経済活動の共存が進む過程で、テクノロジー株と景気敏感株のどちらが市場を牽引するかという議論が盛んに行われています。

人々の生活様式や景気が元に戻れば伝統的な景気敏感株がアウトパフォームするとの意見も聞かれますが、その持続力に疑問を持つ投資家も少なくありません。コロナ後も人々の生活は完全には元に戻らず、むしろコロナ禍がDX（デジタルトランスフォーメーション）を加速させたとの判断から、長期目線からは利益成長に持続力のあるテクノロジー株に投資妙味があると考えています。市場コンセンサスによれば、テクノロジー株を象徴するFANG+の一株当たり増益率は景気敏感株を一貫して上回っています。

当面は不安定に推移

当面は中国発のクレジットリスク、米国内のインフレ、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米国株式が不安定に推移する可能性があります。しかし、来年も米国経済は潜在成長率を上回る成長率を達成し、企業収益の拡大も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ています。



※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。

当面神経質な展開も、その後は上値を追う展開へ

欧州	9月27日	10-12月の予想レンジ
STOXXヨーロッパ600指数	462.42p	420p~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にも足元では減速感が感じられます。7-9月期の成長率は前期よりも加速する見通しですが、10-12月期は減速に転じると想定されています。夏期休暇シーズンには都市を離れる国内旅行の需要が高まり、個人消費はそれなりの盛り上がりを見せました。しかし、足元ではデルタ株の感染拡大や米中経済の減速が暗い影を投げかけています。企業景況感を示す独IFOサーベイ、仏INSEEサーベイはともに6月から低下傾向となりました。ECB（欧州中央銀行）の政策委員会メンバーであるレーン氏は、生産のボトルネックやデルタ株の感染拡大が経済の先行きを不安定にしても、足元の成長は堅調だとしてうえで、「経済政策による支援」が必要だと指摘しました。

欧州経済の成長率が一旦ピークをつけても、コロナ後の経済活動正常化に向けて潜在成長率をやや上回る緩やかな景気拡大が続くと予想しています。EU復興基金による各国政府を通じたデジタルやグリーン分野への資金支援も経済活動を下支えすると考えています。

ドイツで総選挙

9月26日にドイツで実質的にメルケル首相の後任を選ぶ連邦議会選挙が行われました。SPD（社会民主党）が僅差で第1党となりましたが、CDU/CSU（キリ

スト教民主・社会同盟）が政権を主導する可能性も残され、しばらくは両党による連立交渉が続くと予想されます。環境政党の緑の党、ビジネス寄りのFDP（自由民主党）との連立工作が想定されますが、連立政権の構成によっては財政緊縮路線、環境政策、移民政策、対露・対中政策が大きく変わる可能性があります。

市場が注目しているのは、コロナ禍で一時的に緩和に向かったドイツが財政緊縮路線に戻るかどうかという点です。ユーロ圏全体の財政政策はドイツの方向性に依存すると考えられるからです。単年度財政赤字をGDPの3%、政府債務を同60%に抑え込むルールを厳格に守ることになれば、ユーロ域内の息の長い景気拡大シナリオへのリスクが高まります。環境やテクノロジー面で欧州企業が世界で優位性を確立するためにはある程度柔軟な財政措置が必要との意見も聞かれます。

欧州では来年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状況が続くそうです。

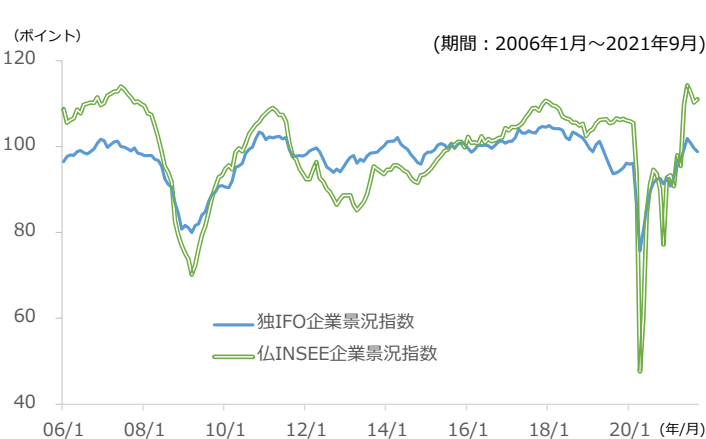
当面神経質な展開を予想

欧州株式は当面、政治、マクロ経済の不透明感を背景に神経質な展開が続くと予想しています。中国に依存する輸出企業の収益見通しやECBの金融政策にも注目しています。しかし、その後は足元の踊り場から脱する世界経済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IFO企業景況指数とフランスINSEE企業景況指数



(注) STOXXヨーロッパ600指数の期間は2017年1月～2021年9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、中期的には戻りを試す展開へ

アジア	9月27日	10-12月の予想レンジ
MSCI アジア(除く日本)指数	809.40p	760p~850p



「中国恒大集団」のデフォルトリスク

足元で大手不動産会社の「中国恒大集団」のデフォルトリスクに市場の注目が集まっています。同社の社債については、社債権者が一部損失を被る「秩序ある債務リストラ」をメインシナリオと考えています。事業を継続しながら債務再編を行う筋書きです。事業の清算や政府による救済は想定していません。同社が事業を清算すれば、銀行や投資家のみならず、資材の供給業者、住宅購入予定者、他の不動産業者が大打撃を受けると考えられる一方、中央政府は民間企業救済の「前例」を作ることに消極的だからです。

短期的には社債市場、株式市場、不動産市場の混乱が続くと考えていますが、一旦「秩序ある債務リストラ」が発表されれば、市場も徐々に安定に向かうと予想しています。

中国経済への長期的なインパクト

中国恒大集団を取り巻く混乱については長期的なインパクトにも注目しています。政府が不動産（住宅）市場を抑制する姿勢を続けることで中国経済の長期的な成長率が低下するという点です。これまで財政の手当てによって効率的に経済や雇用を成長させてきたインフラ投資・不動産投資の二本柱のうち、不動産投資が失速すれば、2000年代に10-15%、2010年代に6-

8%程度で成長してきた中国経済が2020年代には3-5%程度まで減速する可能性があると考えます。その結果、中国企業の収益性、成長性が著しく低下することに加えて、中国の高成長に依存してきた世界中の企業に甚大な悪影響が及ぶ可能性があると思われます。

また、足元で共産党政権による締め付けはITプラットフォーム、教育、ゲーム、不動産からカジノ、芸能、美容整形にも及んでいます。次に来るのは国民に高い支出を強いる「医療」になるとも考えられています。これらの経済統制は長期的に中国の経済成長率や株式投資の収益率を押し下げる要因になると考えています。

中国の政治体制が社会主義に回帰し、政府が全てを支配し、資本の原理を排除する動きが強まるなか、海外からの投資家はこれまで以上に「政治リスク」に敏感になる必要があると考えています。

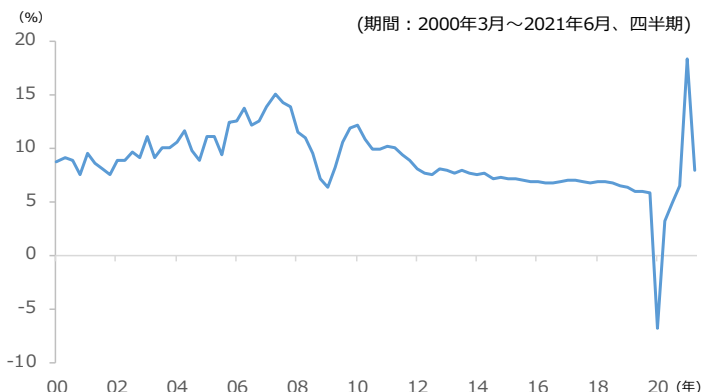
中期的には戻りを試す展開へ移行

一方、11月の共産党「6中全会」で何らかの景気刺激策が示され、ここまで減速してきた中国経済は来年に向けて緩やかに持ち直すと予想しています。アジア株式全体にとって、米国金利の上昇が向かい風になる可能性があります。中期的にはASEAN諸国でもワクチン接種が本格化し、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



中国の実質GDP成長率 (前年比)



(注) MSCIアジア (除く日本) 指数の期間は2017年1月~2021年9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10年国債利回りは年末に向けて上昇へ

10年国債利回り	9月27日	10-12月の予想レンジ
日本	0.06%	-0.05%~0.15%
米国	1.49%	1.1%~1.7%
ドイツ	-0.22%	-0.55%~-0.10%



日本：金融政策の大枠に変更なし

8月の前年比コアCPI（消費者物価指数）は昨年7月以来初めて0%に上昇しました。日銀は景気回復やエネルギー価格の上昇が続き、携帯料金のマイナス幅が徐々に縮小することから、今後CPIは小幅のプラスに転じると予想しています。それでも、日銀が目標とする2%には程遠い状態です。このような環境で、10年国債利回りは当面-0.05%~0.15%のレンジ内で推移すると予想しています。

9月の日銀の金融政策決定会合では金融政策の大枠に変更はなく、7月に発表した気候変動対応オペの詳細が決定されました。制度の透明性を確保するために気候関連財務情報開示タスクフォース（TCFD）の提言に沿った情報開示を金融機関に求め、12月にも実施される見通しです。

米国：テーパリングの発表は11月

9月のFOMC後に行われたパウエル議長の会見では金融政策正常化のスピードが一段と速まることが示唆されました。テーパリングの発表は11月に行い、来年中盤に終え、利上げは来年中に開始する腹積もりです。議長本人も従来よりインフレに幾分警戒的になったと判断しています。今後10年国債利回りは、市場が金融政策の正常化を急ぎ過ぎて、経済を減速させると考えれば低下し、逆に引き締めがインフレ加速に遅れると判断すれば上昇すると思われます。

目先はデルタ株の感染拡大、労働市場の行方、インフレへの警戒感を受けて、10年国債利回りは一進一退の展開になる可能性があります。その先を見通せば、金融政策の正常化に沿う形で年末までには1.7%程度まで上昇すると予想しています。

欧州：ECBはインフレに警戒感

8月のユーロ圏のヘッドラインCPIは前年比でECBの目標を大幅に上回る3%まで上昇しました。ECBは11月までに3.5%を上回った後は急速に低下し、数年単位で2%を下回るシナリオを示しています。しかし、デギンドス副総裁はガス料金を中心とするエネルギー高、供給制約、人手不足など一時的と考えられてきたインフレ要因が長期化する可能性を示唆しました。9月のECB政策理事会ではパンデミック緊急購入プログラム（PEPP）の資産買入減額が示された一方、「これはテーパリングにあたらぬ」と主張しています。理事会内のハト派にもタカ派にも配慮した玉虫色の結論になった模様です。

ECBの金融政策の方向性が定まらない中、ユーロ圏の直近の経済活動には減速感が見え始めました。ドイツ10年国債利回りはしばらくマイナス圏で低位安定すると予想しています。ドイツの連立政権の枠組みによってはユーロ圏全体の財政政策が大きく方向転換する可能性があることには注意が必要です。

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9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

ドル円相場は一進一退、新興国通貨は不安定な展開を予想

外国為替	9月27日	10-12月の予想レンジ
ドル円	111.00円	107円～114円
ユーロドル	1.17ドル	1.12ドル～1.23ドル
ユーロ円	129.83円	125円～134円



ドル円相場：一進一退の展開を予想

足元ではFRBのインフレに対する警戒的な姿勢や利上げのタイミングが前倒しされる見通しとなったことからドル高円安が進んでいます。しかし、6月以降で見れば概ね1ドル109円から111円のレンジ内で一進一退の展開を続けています。

今後もレンジ内の動きがしばらく続くと予想していますが、市場のリスクオン・オフの影響も少なからず受けることになると考えます。世界的にワクチン接種が進展し、サプライチェーンの制約が徐々に緩和され、市場がリスクオンに向かえばドル高円安が進み、逆に中国恒大集団の混乱が世界中に波及し、リスクオフに振ればドル安円高が進むと予想しています。しかし、市場のリスクオン・オフはドル円相場よりも円とドル以外の通貨（クロス円）の動きにより強く影響すると考えています。

中長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テーパリングに踏み切り、利上げを視野に入れる一方、日銀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、金利差の拡大からドル高円安に転じると予想しています。

ユーロドル相場：欧州の政策が焦点

ユーロドル相場は9月以降はリスクオフの安全通貨買いの動きを受けてユーロ安ドル高が続いています

が、6月中旬からは1ユーロ1.16ドルから1.19ドルのレンジ内で推移していると捉えることもできます。

中期的にユーロ安ドル高基調が続くか、レンジ内の推移が続くかは欧州の金融政策と財政政策に左右されると考えています。ECBが域内のインフレを警戒し、FRBに追随して金融政策の正常化に踏み出せば、レンジ内の展開が継続し、逆に域内の景気減速を警戒し、緩和的な政策を続ければユーロ安基調が続くと考えられます。財政政策についてはドイツ次期政権の財政の方向性に注目しています。ドイツが財政拡張路線に向かえば、ユーロ圏全体の財政政策が緩和方向に傾き、域内経済の回復を通してユーロ高要因となり、逆の場合はユーロ圏経済の低迷が続くユーロ安要因になる可能性があると考えています。

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、当面は中国発のクレジット市場の混乱がアジアを中心とする新興国通貨の頭を押さえると考えます。FRBが金融政策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、新興国通貨安を促進することも考えられます。

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9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)