

情報提供用資料

2021年11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. 63

岡三アセットマネジメント株式会社



国内株式

マクロ経済、株式市場とも基調は上向きと予想

日本	11月26日	12-2月の予想レンジ
日経平均株価	28751.62円	28000円～32000円
TOPIX	1984.98p	1950p～2150p



着実に下値を切り上げてきた日経平均株価

10月6日に27528円の安値（終値ベース）を付けてからの日経平均株価は、米国株式の上昇にも支えられ、着実に下値を切り上げてきました。

日本企業の7-9月期経常利益（TOPIX500、除く金融・ソフトバンクグループ）は6割増益となりました。4-6月期の200%超の増益率からは鈍化しましたが、事前のアナリスト予想を上回る堅調な結果でした。下期も1割程度の増益が見込まれており、22年度の後半まで増益が維持できそうな情勢です。

「挽回消費」と「挽回生産」で景気は加速

「日本の景況感は相対的に強い」との見通しに変わりはありません。当面は「挽回消費」と「挽回生産」に支えられ、22年1-3月期に向けて成長率は加速していく局面になると考えています。

まず「挽回消費」ですが、9月後半以降はコロナ感染が抑えられており、人流の回復は継続しています。10月の景気ウォッチャー調査では先行きDIは57.5と、13年以来の水準まで改善しました。11月19日には「55.7兆円の経済対策」が公表されましたが、18歳以下への10万円相当の給付金、GoToトラベルの再開などは、目先の国内景気を押し上げると見込まれます。一方の「挽回生産」は自動車生産の加速を待つ

状況にあります。実質輸出は9月の前月比▲6.6%から10月は同▲0.1%と減少率が縮小しました。足元の在庫は低水準であり、生産活動は平時を上回るペースに加速すると見込んでいます。

日経平均株価の予想レンジは28000～32000円

短期的な上下動で方向感を感じにくい相場ではありますが、基調は上向きと評価しています。日経平均株価の予想レンジは28000～32000円とします。

オミクロン株の感染拡大懸念から、11月26日の日本株は大幅安となりました。もっとも株価が予想レンジの下値を割り込んだとしても、それはあくまでも一時的な可能性が高いと考えています。過去、WHOがデルタ株を「懸念される変異株」に指定・公表したのは21年5月10日でしたが、TOPIXは5月13日に安値を付けた後に反発し、6月3日に直前高値を回復しています。

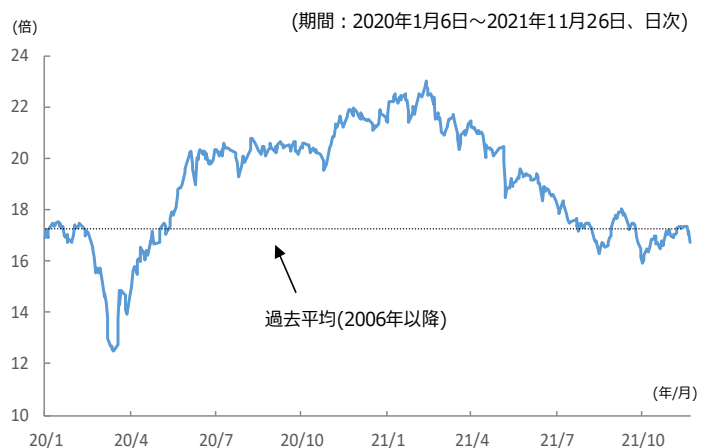
ファンダメンタルズ面からは、日経平均株価の3万円台回復は難しくないと見ています。今年2月の3万円台は、PER（株価収益率）で見たバリュエーションにやや割高感がある状況下で達成されたものでしたが、その後の業績予想の上方修正を受けて、足元では過去平均に近いバリュエーションで3万円台の回復が可能と考えています。

日経平均株価の推移



(注) 日経平均株価の期間は2017年1月～2021年11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

日経平均株価のPER（対12カ月先予想）



※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

目先上値が重くても、その後は上昇基調に戻ると予想

米国	11月26日	12-2月の予想レンジ
NYダウ	34899.34ドル	34000ドル～37500ドル
S&P500指数	4594.62p	4450p～4900p



史上最高値圏で推移する米国株式

米国株式は、史上最高値圏で一進一退の動きが続いています。FRB（連邦準備制度理事会）による金融政策の正常化スピードが加速する思惑という悪材料と堅調なマクロ環境という好材料が交錯しています。株式市場のスタイルでは、長期金利が上昇すればバリュー株が相対的に買われ、長期金利が安定すればNASDAQに代表されるグロース株が買われるというパターンが続いています。

しかし、四半期の増益率は既にピークを打ち、バリュエーションに割安感が乏しいことから、短期的に上値が重くなる可能性も否定できません。

マクロ経済は回復へ

7-9月期の実質GDP成長率は前期比年率で4-6月期の+6.7%から+2.1%に減速しましたが、足元で経済活動は再加速しています。ホリデーシーズンの小売売上については、株価や住宅価格の上昇による資産効果や巣籠りや給付金によって懐具合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と品不足のせめぎ合いになると考えています。全米小売業協会（NRF）は11-12月の売上高が前年比+8.5%～+10.5%になると予想しています。またギフトカードによって実際の商品購入が1月以降となることも予想されています。

企業部門についても、10月のISM製造業景況指数は前月よりも低下しましたが、サービス業は統計開始以来の最高を更新しました。商業銀行の事業会社向け貸出しの伸びにも底打ちの兆しが見えてきました。銀行の貸出態度は極めて緩和的な水準です。この数値が急速に引締めに向かわなければ企業部門の腰折れは回避されると見えています。逆にマイナス要因としては、来年以降の「財政の崖」が挙げられますが、家計の財務基盤は強く、企業の在庫も低水準なので、米国経済は民間部門主導の自律的な景気拡大局面に入りつつあると考えています。1.75兆ドルの気候変動・社会保障関連歳出法案が年内に成立すれば、家計の基盤はさらに強化されたいと考えます。

目先は上値の重い展開

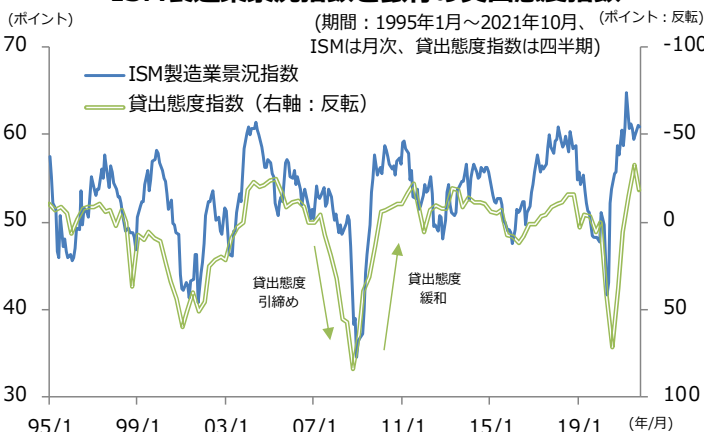
企業収益の減速感、バリュエーション上の割安感の乏しさに加えて、FRBのテーパリング加速、利上げ前倒しに対する警戒やオミクロン株への懸念が株価の上値を抑える可能性があります。しかし、その後は底堅い景気拡大を受けて上昇基調に戻ると予想しています。足元のインフレ加速を背景に企業のコスト増が懸念されていますが、売上や企業収益を評価する際に参考とされる名目成長率（時価ベースのGDP成長率）が当面、高水準で推移するとの予想は株式市場にとってプラス材料になると考えています。

NYダウの推移



(注) NYダウの期間は2017年1月～2021年11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

ISM製造業景況指数と銀行の貸出態度指数



※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	11月26日	12-2月の予想レンジ
STOXXヨーロッパ600指数	464.05p	450p~500p



欧州経済に減速感

欧州ではドイツやオーストリアなどを中心にコロナの感染が再拡大しています。オーストリアではロックダウンが始まり、各国で行動制限に対する反対デモが発生しています。その結果、夏場まで好調に拡大を続けてきた内需にも陰りが見え始め、10-12月期の実質GDP成長率は前期から減速することが想定されます。そうした中、欧州株式も米国同様に高値圏で一進一退の動きを続けています。米国でテーパリングが始まって、ECB（欧州中央銀行）が対照的に緩和的な金融政策を続け、金融市場に豊富な流動性が供給されていることが最大の理由だと考えています。

脱炭素で世界を牽引する欧州企業

来年の欧州株式のテーマはGX（グリーントランスフォーメーション）になると予想しています。DX（デジタルトランスフォーメーション）の世界ではGAFAs等の米国企業が成長を牽引してきましたが、GXや脱炭素の世界では欧州企業が技術面で主導権を握る可能性があります。欧州復興基金はその予算の20%以上をデジタル化、37%以上をグリーン化に振り向けることを求めています。世界中が脱炭素に向けて前進する中、欧州企業が伝統的な強みである技術（エンジニアリング）力と政治的な推進力を結び付けることによって、大きな収益機会をつかむことが期待されます。

具体的には風力発電設備、水素技術、建設現場や建物の脱炭素化、電気自動車、先端半導体、水・廃棄物の循環経済の構築などの領域です。

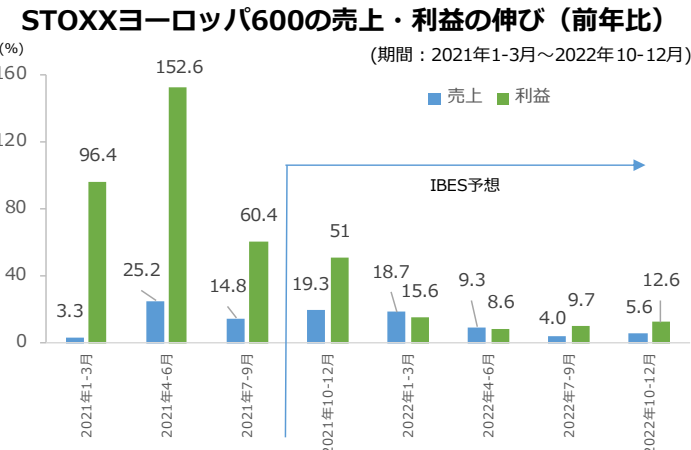
企業利益とバリュエーション

欧州企業の四半期増益率も本年4-6月期をピークに減速傾向を辿ることが予想されています。しかし、目先は減速しても来年4-6月期の8.6%を底にその後は再加速することが見込まれています。8.6%という数字そのものも決して低い数字とは言えません。

欧州株式のバリュエーション（PER：株価収益率）は米国株式よりも割安です。今後、利上げが視野に入る米国では金利上昇を背景にPERの拡張は望みにくいですが、ECBが金融引締め距離を置く欧州ではPERに若干ながら拡張余地が残されていると考えます。

当面神経質な展開を予想

足元でコロナ感染が再拡大し、欧州経済が踊り場を脱する時期は米国に遅れると予想しています。中国経済の底打ち時期が後ずれしそうなことも域内の輸出業にとってはマイナス材料です。そのため、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、域内のコロナ感染が収束に向かい、中国への輸出が回復するタイミングで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。ECBの金融引締め時期が遅れることも欧州株式への追い風になると考えます。



(注) STOXXヨーロッパ600指数の期間は2017年1月～2021年11月26日 (出所) Bloomberg、Refinitiv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

中国の政策転換を見込み、戻りを試す展開へ

アジア	11月26日	12-2月の予想レンジ
MSCI アジア(除く日本)指数	791.19p	780p~870p



官製の景気減速

これまでの中国経済の減速は政策によって半ば意図的にもたらされたものと考えられることもできます。強くなり過ぎたITプラットフォームへの規制強化、住宅価格の上昇を抑制するための不動産業界への締め付けは「共同富裕の推進」や「資本の無秩序な拡大を防ぐ」といった共産党が掲げる原則に基づいた政策だったと言えます。しかし、足元ではこれらの抑制的な政策が転換する兆しが見えてきました。「中国恒大」問題の前後で急減速した住宅市場でも、住宅融資基準の緩和、ディベロッパーへの融資や社債発行基準の緩和などの刺激策が発表されました。北京冬季五輪までは「ゼロコロナ」の徹底が景気の足を引っ張ることが考えられますが、その後は徐々に緩和に向かうとも考えられています。習政権3期目を決める来年秋の党大会を控えて、来春の全人代に向けて拡張的な経済政策が打ち出される可能性が高いと予想しています。

「共同富裕」を考える

「共同富裕」は決して新しい概念ではありません。毛沢東の時代にも使われましたが、中国経済が急速に成長し、格差が広がった後で、その意味合いは大きく異なっていると考えます。株式市場の視点からは「共同」と「富裕」を分けて考える必要があります。共同

は賃金の公平性、税金による所得移転、チャリティーや献金を通じた分配を主眼とし、富裕は労働力・資本の有効活用、生産性の向上を通して国民経済の拡大を目指します。このような環境では、消費性向の高い中低所得層の消費拡大が期待されます。また、来るべき米国との覇権争いに備えて国内完結型経済を確立するために電気自動車、再生エネルギー、DX、GXにおけるイノベーションを政府を挙げて推進しています。

株式市場でも経済全体を反映する上海・深圳指数や米国に上場する中国企業よりも、新興テクノロジー企業が上場する上海の科创板、深圳の創業板のパフォーマンスが良好です。政策の後ろ盾が期待できる新興テクノロジー企業には依然として投資妙味があると考えています。欧米ブランドを卒業した国民が国内ブランドに目を向け始めていることにも注目しています。

戻りを試す展開へ

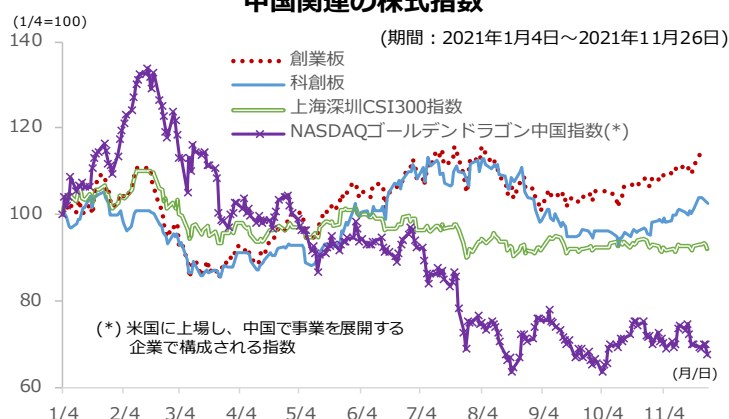
アジア株式は2月をピークに軟調な展開を続けています。コロナ感染、中国経済の減速などの域内要因に加えて米国の金利上昇懸念も悪材料の一つだったと思われる。しかし、足元のアジア株式のバリュエーションは割安で、今後数カ月では中国の政策転換、ASEAN各国での感染収束による経済再開を見込んで、戻りを試す展開に移行すると予想しています。

MSCIアジア (除く日本) 指数の推移



(注) MSCIアジア (除く日本) 指数の期間は2017年1月~2021年11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

中国関連の株式指数



(*) 米国に上場し、中国で事業を展開する企業で構成される指数

※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	11月26日	12-2月の予想レンジ
日本	0.07%	0.0%~0.2%
米国	1.47%	1.3%~2.0%
ドイツ	-0.34%	-0.45%~0.00%



日本：金融政策の大枠に変更なし

10月のコアCPI（消費者物価指数）は前年比で+0.1%となりました。今後、冬場まではエネルギー価格が引上げ要因となり、来年4月以降は携帯電話料金引下げの影響がなくなり、+1%程度まで上昇すると予想されます。それでも日銀の2%の物価目標には程遠く、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。しかし、長期的にはFRBの利上げが本格化する過程で日銀もイールドカーブコントロールの年限短期化などの変更を行う可能性があると考えています。当面、10年国債利回りは0.0%~0.2%のレンジ内で推移すると予想しています。

米国：11月にテーパリングを開始

市場におけるインフレの議論は、コロナ後の急速な需要回復と供給制約による一時的なインフレ要因から、労働力不足、住宅価格上昇の家賃への波及、脱炭素によるグリーンフレーション、人々のインフレ期待の高まりなど、一時的とはいえない要因にシフトしてきました。FRBも公式には足元のインフレ加速は一時的との見解を維持していますが、長期化する可能性が高まってきたことも認めています。

FRBのテーパリングは事前の想定通り11月に始まり、市場参加者は来年中盤にテーパリングが終了し、年後半には利上げが始まると予想しています。直近、クラリダ副議長はこの流れが早まる可

性を示唆しましたが、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に遅れをとると判断すれば上昇すると思われます。また、パウエル議長の来年以降の続投が固まったことは、金融政策の継続性が担保されたという意味で市場に安心感を与えました。

10年国債利回りは足元で1.4~1.7%のレンジ内で一進一退の推移となっていますが、この動きはしばらく継続すると考えています。しかし、その先は金融政策の正常化にあわせる形で来年中盤に向けて2%程度まで上昇すると予想しています。

欧州：緩和的な金融政策を維持

ガス価格の高騰などを受けてユーロ圏の総合CPIは前年比+4.1%まで上昇しましたが、ECBは緩和的な金融政策を続ける姿勢を崩していません。12月の理事会でPEPP（パンデミック緊急購入プログラム）の3月以降の方向性が示される見通しです。FRBやBOE（英国銀行）と比較してECBの金融引締めが遅れるとの思惑から為替市場でユーロ安が進んでいますが輸入インフレなどの副作用が許容できなくなるまで緩和的な政策が続くと考えています。また、ドイツの新政権は健全財政路線を継承する見込みです。

このような環境で、ドイツ10年国債利回りは当面0%を下回る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11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	11月26日	12-2月の予想レンジ
ドル円	113.38円	111円～119円
ユーロドル	1.13ドル	1.07ドル～1.20ドル
ユーロ円	128.35円	122円～134円



ドル円相場：ドル高円安を予想

為替市場における当面の焦点は主要国のインフレと各中銀の金融政策の正常化です。既に新興国、資源国の一部では利上げが始まっており、主要国でも米国でテーパリングが始まり、来年後半には利上げが始まると予想されています。英国の利上げは米国に先行するとの観測も高まってきました。一方、ECBは当面緩和的なスタンスを維持し、日銀も現状の緩和的な金融政策を維持する見込みです。このような環境でドル円相場はドル高円安がしばらく継続すると予想しています。

一方、エネルギー価格が高水準で推移する中で円安がさらに進めば、エネルギー輸入国である我が国では交易条件の悪化が続き、国富の流出を通してマクロ経済への打撃になることが考えられます。輸入インフレや購買力の低下によって国民の生活レベルが停滞することも懸念されます。そのため、ある程度の水準で円安に歯止めをかける必要が出てくることも考えられます。

いずれにしても、当面は金融政策の違い、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

米国とユーロ圏の金融政策の違いを考慮すれば、

当面ドル高ユーロ安が継続すると考えられます。FRBが金融引締め舵を切る一方、ECBは金融政策の正常化に後ろ向きです。FRBのクラリダ副議長が示唆したようにテーパリングのスピードが加速し、利上げ時期が前倒しになると市場が判断すれば、為替市場ではドル高ユーロ安がさらに進む可能性もあります。

今後3カ月程度でも、タカ派で知られた独連銀のワイトマン氏がECB理事会委員を退任しECBがさらにハト派化する可能性があること、欧州各国で行動制限により経済活動が一時的に停滞すること、来年春の仏大統領選に向けて政治面で不透明が高まることなどが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。新興国でワクチン接種が進むことや中国経済の回復期待は新興国通貨への強気材料となりますが、FRBが金融政策の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続くと考えています。中国人民元については、政策サポートにより景気は回復に向かうとの判断から対ドルで底堅く推移すると予想しています。

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11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)