

# 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. 67

国内株式： 下振れリスク警戒継続、会社計画発表で割安感再評価の可能性

米国株式： 業績見通しの弱さが嫌気されようが、景気回復は続く

欧州株式： ウクライナ危機深刻化、景気減速懸念が強まる

アジア株式： 感染拡大が一服すれば、中国株の投資環境は改善へ

内外債券： 米欧ではボラティリティの高い展開を予想

外国為替： 円の先安観は強いが、当面は不安定な値動きを警戒

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

## 下振れリスク警戒継続、会社計画発表で割安感再評価の可能性

日本	3月28日	4-6月の予想レンジ
日経平均	27943.89円	24000円～29000円
TOPIX	1973.37p	1750p～2100p



### 日経平均は25000円を割り込んだ後、28000円台に回復

ウクライナ危機に対する懸念が強まり、3月8日の日経平均株価は25000円台を割り込みましたが、その後は行き過ぎた懸念の揺り戻しの動きから、3月23日には28000円台を回復し、ロシアによるウクライナ侵攻が本格化する前の株価水準を上回りました。

### 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。ウクライナ情勢はリスクオフ要因にもリスクオン要因にもなり得ることから、株価変動の大きい展開が見込まれます。その中で、米国の金融引き締めや日本企業の業績悪化懸念を背景に、引き続き下振れリスクが残る展開になると想定します。

### 国内景気改善も、懸念に打ち勝つには力不足

まん延防止等重点措置は、3月21日をもって解除されました。コロナ禍の行動制限で低迷していた飲食やレジャーなど、サービス業中心に国内景気は上向くと見えています。

一方、物価上昇にともなう個人消費の下振れや、原材料や物流費などのコスト上昇による企業業績の

悪化懸念から、株価は上値の重い展開になると予想します。直近の企業業績は順調ではあるものの、増益率は四半期ごとに低下してきました。コンセンサス予想では、TOPIX500（除く金融・ソフトバンクグループ）の企業業績は、1-3月期の前年同期比24%増常増益予想から、4-6月期は横ばい圏に減速する見通しです（右下図）。

### 会社計画発表で割安感再評価の可能性

原材料や物流費の上昇に加え、供給制約の長期化や地政学リスクに対する不透明感から、3月決算企業の新年度ガイダンスは慎重なものになりそうです。

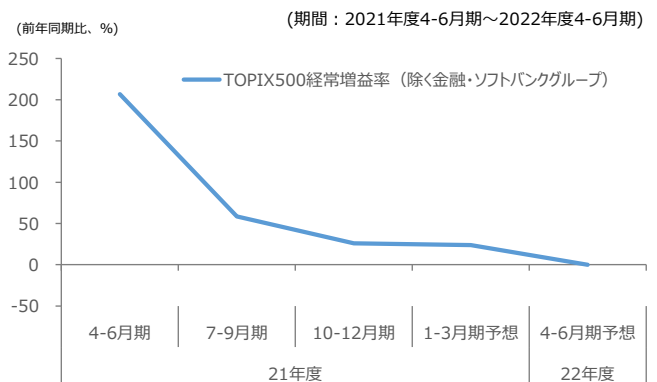
ただ、2021年度が行動規制、供給制約などで業績水準が抑えられていたことに加え、輸出系企業では円安による業績押し上げ効果が期待されることから、2022年度の減益予想は回避されると予想します。市場参加者が目安とする会社計画の発表が進むことで不透明感が後退し、割安感が再評価される段階に移ると考えます。

また、3月決算企業の決算発表が行われる4-5月は自社株買い計画の公表が相次ぐと見えています。2022年度も事業法人は安定した買い越し主体として期待できそうです。

日経平均の推移



TOPIX500の企業業績



(注) 日経平均の期間は2017年1月～2022年3月28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

## 業績見通しの弱さが嫌気されようが、景気回復は続く

米国	3月28日	4-6月の予想レンジ
NYダウ	34955.89ドル	32000ドル～37500ドル
S&P500指数	4575.52p	4150p～4850p



### NYダウは33000ドルを割り込んだ後、35000ドル近辺まで回復

ウクライナ危機の悪化を受けて、3月上旬に株式市場は下落し、3月8日のNYダウ指数は32632ドルと、2021年3月以来の水準となりました。もっとも下旬には35000ドル近辺まで戻しています。ウクライナ危機が膠着状態に入ったことで、懸念がやや弱まったことも影響したと見ています。3月の米連邦公開市場委員会（FOMC）後の株価反発を見込んでいましたが、実際にはやや早いタイミングでの反発となりました。

### 予想レンジは32000-37500ドル

当面のNYダウの予想レンジは32000-37500ドルです。S&P500の1-3月期業績は+6%増益予想、4-6月期業績は+7%増益予想です。NY連銀が公表するグローバルサプライチェーン圧力指数は2021年12月をピークに改善傾向にあるものの、ウクライナ危機により供給制約については長期化が懸念されます。1-3月期の業績期待から株価は短期的に底堅く推移するものの、4月中旬から始まる決算発表が本格化するに連れて、供給制約の継続を反映した企業の見通しの弱さが嫌気され、株価の上値は重くなると見ています。

ドル指数もコロナ前の水準に上昇しました。さらなるドル高はグローバル企業の業績に悪影響を与えると思われます。したがって、主に事業を米国内で展開する内需企業の方が相対的に投資魅力が高いと考えます。

### 景気減速が意識されやすいが、景気回復は続く

長短金利差は縮小傾向にあります（右下図）。10年債利回りと2年債利回りの格差は0.1%ポイント強のプラスを維持していますが、3月に入って10年債利回りと5年債利回りの格差は逆転しました。

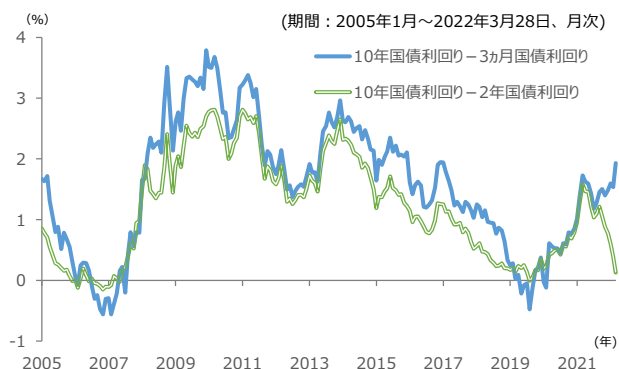
長短金利の縮小は将来的な景気減速を示唆すると考えられており、金融市場ではどうしても景気減速が意識されやすくなりますが、長短金利差が逆転してからすぐに景気後退局面に入るわけではありません。また、10年債利回りと3か月債利回りの格差は、現時点では大きなプラスを維持しています。

GDP成長率も1-3月期の前期比年率+1%台の成長から、4-6月期は+3%程度に加速すると予想しています。物価上昇による消費押し下げ圧力は懸念材料ですが、良好な雇用環境、底堅い株式市場、コロナ禍で抑制されていた需要の顕在化などから、当面の景気は底堅く推移すると見ています。

NYダウの推移



長短金利差



(注) NYダウの期間は2017年1月～2022年3月28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。

## ウクライナ危機深刻化、景気減速懸念が強まる

欧州	3月28日	4-6月の予想レンジ
STOXXヨーロッパ600指数	454.17p	410p~480p



### STOXXヨーロッパ600指数は400に迫った後、400台半ばまで回復

年初から相対的に下落率が小幅であった欧州株ですが、ウクライナ危機の深刻化を受けて、急速に下げ足を早めました。ロシアによるウクライナ原発攻撃報道もあり、STOXXヨーロッパ600指数は400目前の水準まで値を下げましたが、その後は反発し、ロシアによるウクライナ侵攻が本格化する前の水準にまで株価は戻しました。

### 予想レンジは410-480ポイント

当面のSTOXXヨーロッパ600指数の予想レンジは410-480ポイントです。ヨーロッパ経済にとってウクライナ危機の深刻化は、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、などをもたらすと考えられます。地理的、経済的な要因もあって、他地域よりも欧州はウクライナ危機の影響を大きく受けることが見込まれ、株価の上値を押さえる要因となりそうです。

### ウクライナ危機深刻化で景況感は悪化

ウクライナ危機が深刻化したことで、景況感は悪化しています。ユーロ圏の製造業PMIは2月の58.2から

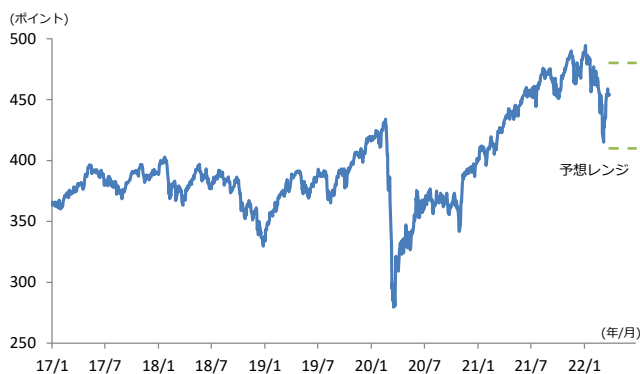
3月は57.0に、サービス業PMIは2月の55.5から54.8に、それぞれ低下しました。PMIの低下が小幅なのは、①価格上昇や調達の長期化がPMIの押し上げ要因となった、②コロナウイルス感染者減少にともなう行動規制の緩和がPMIを押し上げた、ことが背景です。3月のドイツ、フランスの企業景況指数は、いずれも前月から低下しました（右下図）。

STOXXヨーロッパ600の業績は1-3月期が+22%増益予想、4-6月期が+9%増益予想です。当面は増益が継続する見通しですが、社数ベースで見ると、3月以降、業績予想が下方修正された企業の数が上方修正された企業の数を上回っています。

### 長期的な負担が経済の重荷に

停戦協議など危機回避に向けた動きはみられるものの、戦争地域の拡大、ロシアによる核使用、NATOとの直接的な軍事衝突など一段と事態が深刻化するリスクも否定できない状況です。仮に停戦合意がなされた場合でも、EUがロシアへのエネルギー依存度を引き下げるといった長期的な取組みは避けられないと考えられます。EUにとってはエネルギーコストの上昇や軍事費の増大など長期的な負担が経済にとって重荷となりそうです。しかし、事態が深刻化した場合でも、主要中銀の政策により金融不安は回避できると考えます。

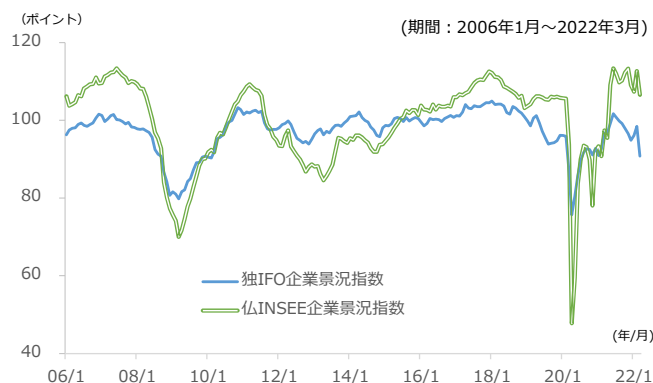
STOXXヨーロッパ600指数の推移



(注) STOXXヨーロッパ600指数の期間は2017年1月～2022年3月28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。

ドイツ、フランスの企業景況指数



# アジア株式

## 感染拡大が一服すれば、中国株の投資環境は改善へ

アジア	3月28日	4-6月の予想レンジ
MSCI アジア(除く日本)指数	714.34p	670p~790p



### 急落後、急反発した中国・香港株

中国・香港株は急落後に急反発しました（右下図）。3月中旬の株価急落は、①米証券取引委員会が上場廃止の可能性がある中国企業5社のリストを公表したこと、②反マネーロンダリング規則の違反によるテンセントホールディングスの記録的な罰金報道で規制強化懸念が高まったこと、③新型コロナウイルス感染者数の急拡大で一部大都市がロックダウンとなり景気への悪影響が懸念されたこと、④ウクライナ情勢をめぐりロシアと中国の緊密な関係が嫌気されたため、と考えます。

株価急落を受けて、3月16日に劉鶴副首相が国務院金融発展委員会の特別会議を開催し、市場に有利な政策を積極的に導入すべきとの方針が打ち出されたこともあり、株価は大きく値を戻しました。

### 投資環境は改善へ

不透明要因も多いため、当面の中国株は不安定な展開が続くと見ていますが、積極的な財政政策と金融緩和の継続、各種景気刺激策の実施により、投資環境は改善に向かうと見ています。

3月に開催された全人代では、2022年のGDP成長率の目標が+5.5%前後と掲げられました。2020-2021年の平均成長率（+5.1%）を上回る目標であり、景気回復を優先する意向が示されたと見ています。

### 感染拡大一服後には景気回復

2月後半からの新型コロナウイルス感染者数の急増は、予想を超えるものでした。旧正月の人の移動に強い規制が課せられなかったこと、北京五輪の開催、新型コロナウイルスの変異株（オミクロン株）の感染力が強かったことが、感染者数の急拡大につながったと見られます。3-4月に経済への悪影響が及ぶことは避けられませんが、厳格なロックダウンが採られていることから、その影響は長期化しないと考えます。

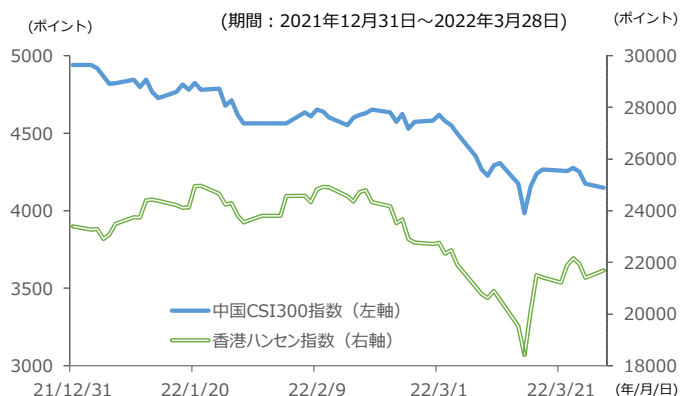
中国のGDP成長率（前年比）は2021年1-3月期をピークに低下が続きましたが、2022年1-2月の経済統計は大きく改善しました。金融緩和やインフラ投資積極化の効果は顕在化しつつあることから、感染拡大一服後に景気は回復に向かうと予想します。

その他アジア市場については、先進国の金融引き締め積極化および新型コロナウイルスの感染動向などから、不安定な展開を予想します。

MSCIアジア（除く日本）指数の推移



昨年末からの中国本土・香港の株価推移



(注) MSCIアジア（除く日本）指数の期間は2017年1月～2022年3月28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

## 米欧ではボラティリティの高い展開を予想

10年国債利回り	3月28日	4-6月の予想レンジ
日本	0.25%	0.15%~0.35%
米国	2.46%	2.00%~2.75%
ドイツ	0.58%	0.10%~0.80%



### 日本：0.25%超過の可能性も

当面の日本10年国債利回りの予想レンジは0.15-0.35%です。日銀が実施した2021年3月の「より効果的で持続的な金融緩和を実施していくための点検」で「長期金利の変動幅は±0.25%程度」と明記されました。2月10日、3月28日に、日銀は指値オペを通知することにより、10年国債利回りの上限を0.25%で維持する姿勢を示しました。

しかし、海外金利は上昇傾向にある一方、輸入物価上昇に対する国内での不満も強まっていると見られます。10年国債利回りが0.25%を超過する可能性も一定程度意識すべきと考えます。

### 米国：FRBは利上げ積極化へ

ウクライナ危機の深刻化を受けた質への逃避から米国10年国債利回りは3月上旬に1.7%を割り込みましたが、FRBの利上げ積極化姿勢を受けて、利回りは下旬に2.5%近辺まで急上昇しました。

当面の米国10年国債利回りの予想レンジは2.00-2.75%です。ウクライナ情勢、物価・景気動向を睨みつつ、引き続きボラティリティの高い展開を予想します。

3月のFOMCで0.25%の利上げが実施されました。2022年末のコアPCE指数の見通しは+2.7%から

+4.1%まで引き上げられました。2023年末は+2.6%に低下するとの見通しですが、ウクライナ危機もあって当面のインフレ率低下は小幅なものにとどまり、5月のFOMCでは0.5%の利上げの可能性もあると見ています。金融市場では今後1年で2.6%程度の利上げが織り込まれている状況です。

当面、FRBはインフレ抑制を優先せざるを得ないでしょうが、さらなる長短金利差縮小が中期的には利上げペース加速に歯止めをかける可能性も考えられます。

### 欧州：利上げ開始に備えるECB

当面のドイツ10年国債利回りの予想レンジは0.10-0.80%です。米国の長期金利と同様に、ボラティリティの高い展開を予想します。

3月のECB理事会では、資産購入プログラムの縮小が決まりました。ウクライナ情勢を踏まえて景気見通しは若干引き下げられたものの、金融政策面からは特段の配慮がなされませんでした。

金融市場では、年内に0.5%弱の利上げが織り込まれています。7月以降の買入は現時点で「データ次第」とされていますが、利上げ開始に備えるため、今後のECB理事会では資産購入プログラムの前倒し終了に向けた動きがもう一段進むと考えます。

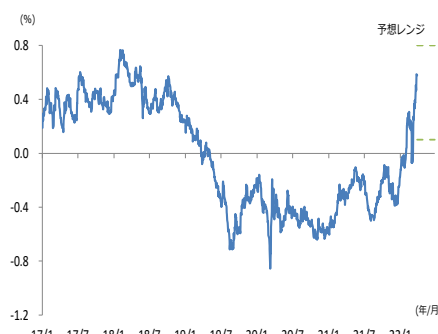
日本10年国債利回りの推移



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3月28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

## 円の先安観は強いが、当面は不安定な値動きを警戒

外国為替	3月28日	4-6月の予想レンジ
ドル円	123.86円	118.5円～128.5円
ユーロドル	1.10ドル	1.06ドル～1.15ドル
ユーロ円	135.98円	127.5円～140円



### ドル円相場：3月はドル高円安が急進行

ウクライナ危機拡大による資源価格の上昇と、FRBの更なる金融引き締め強化を受けて、3月はドル高円安が急速に進行しました。3月28日には、2015年8月以来の1ドル125円台に乗せました。

当面のドル円相場の予想レンジは1ドル118.5-128.5円です。貿易収支の悪化と内外金利差を背景として、円安基調が続くという見方に変更はありません。資源価格の上昇は日本の貿易収支を悪化させており、実需による円売り圧力が続くと見えています。金利面でも、金融引き締め方向の米欧と、金融緩和継続の日本との間で、政策金利の方向感も明確に分かれています。

ただ、2015年に黒田日銀総裁が円安をけん制したのが1ドル125円でした。最近の円安が急速なものであったため、当面は不安定な値動きを警戒すべきと考えます。膠着状態にあるウクライナ危機が緩和に向かえば、原油価格が急反落し、短期的に円高圧力が強まる展開も考えられます。

### ユーロドル相場：ウクライナ危機でユーロ安

当面のユーロドルの予想レンジは1ユーロ1.06-

1.15ドルです。ユーロ高要因としては「ECBの金融緩和縮小」が、ユーロ安要因としては「ウクライナ危機の拡大」が考えられますが、ウクライナ危機拡大にともなう景気への悪影響を背景として、ユーロ安が進行すると予想します。

### その他通貨：資源国と非資源国で二極化

その他の通貨は、対ドルではFRBの急速な利上げが上値抑制要因となりますが、対円では緩やかに上昇すると予想します。資源を持つ国と持たない国の通貨の二極化が鮮明です。資源価格の上昇で資源輸入国から資源輸出国への所得移転が継続しており、資源価格の動向がパフォーマンス格差の原動力になると見えています。

資源価格上昇の恩恵が大きいオーストラリアドル、カナダドルに加えて、インドネシアルピア、南アフリカランドの投資魅力が高いと考えます。

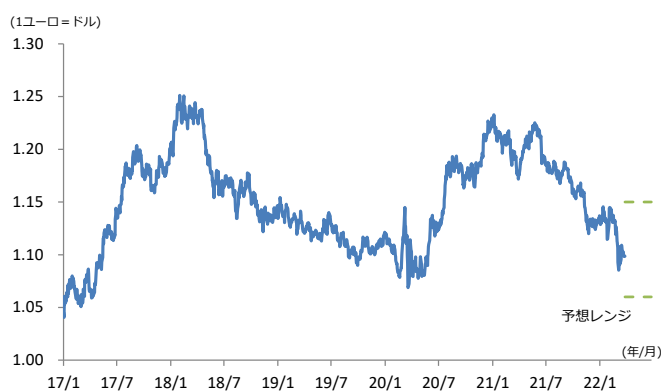
人民元は、金利面での優位性がやや後退しましたが、対円では底堅く推移すると予想します。ウクライナ危機に対する中国の対応が注目点です。

一方、ウクライナ危機を背景として、東欧通貨の投資魅力は低いと考えます。

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3月28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)