

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. 68

国内株式： 物価上昇と企業決算への警戒感が上値を抑える要因に

米国株式： 当面はドル高の悪影響が小さい内需企業に投資魅力

欧州株式： 足元堅調でも、ウクライナ危機による景気減速懸念は拭えない

アジア株式： 中国の新規感染者数はひとまずピークアウトへ

内外債券： 米国10年債利回りの上昇は一服へ

外国為替： 円安基調も、短期的には揺り戻しに注意

岡三アセットマネジメント株式会社



国内株式

物価上昇と企業決算への警戒感が上値を抑える要因に

日本	4月25日	4-6月の予想レンジ
日経平均	26590.78円	24000円～28000円
TOPIX	1876.52p	1700p～2050p



予想レンジは24000-28000円

4月上旬の日経平均株価は、3月後半の急上昇の反動もあり下落しました。その後いったんは反発したものの、米国株の下落を受けて、26000円台半ばまで値を下げました。

当面の日経平均の予想レンジは24000-28000円です。景気・企業業績については、懸念材料が多い状況に変わりはありません。米国での金融引き締め積極化を受けて、株式のバリュエーションにも下押し圧力がかかりやすいと考えます。

物価上昇が国内景況感改善のやや重石に

国内景気は引き続き回復過程にあると見ています。行動規制の緩和を受けて、景気ウォッチャー調査では現状判断DIが2月の37.7から3月は47.8に、先行き判断DIは2月の44.4から3月は50.1に改善しました（右下図）。今年のゴールデンウィークは日並びが良いこともあり、国内旅行の予約数は前年を大きく上回っています。コロナ禍で苦境にあったレジャー、観光業、運輸業にとっては久しぶりに明るい兆しが見えてきました。

ただ、上記の景気ウォッチャー調査では、円安に

よる物価高に関する言及が急増しました。食料品などの相次ぐ値上げ報道が国内景況感改善の重石となりつつある点は気がかりです。

企業決算への警戒感

2022年度業績は下方修正される公算が大きく、当面の株式市場は下値警戒感が残る展開を予想します。

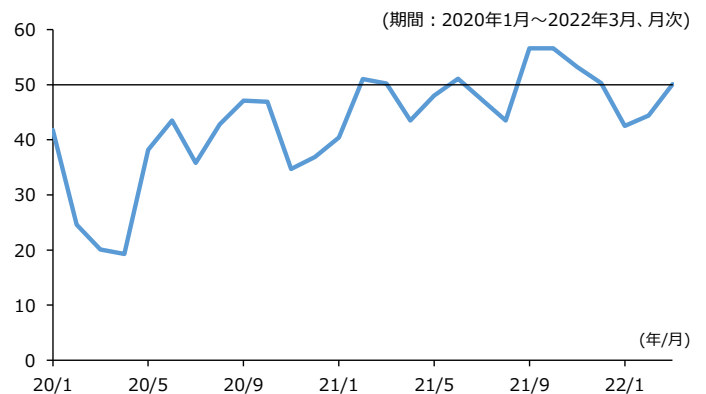
TOPIX500（除く金融・ソフトバンクグループ）の1-3月期業績は前年同期比+24%経常増益予想で、2021年度通期の経常増益率は+57%程度と見込まれています（4月26日時点）。しかしながら、原材料高や物流費上昇、供給制約の長期化を受けて、企業による新年度の予想は慎重なものになりそうです。コンセンサス予想では、2022年度業績は+12%経常増益予想ですが、慎重な会社予想の影響を受け、下方修正されるでしょう。

日本企業全体では利益、自己資本ともに順調に回復しており、直近の株価下落を受け、自社株買いの発表が相次ぐと予想しています。また、この時期には多くの企業が中期経営計画を公表します。決算発表では、自社株買いや中期経営計画の発表により、継続的なROEの改善に意欲を示す企業が、株式市場での評価を高める展開を想定しています。

日経平均の推移



景気ウォッチャー調査（先行き判断DI）の推移



(注) 日経平均の期間は2017年1月～2022年4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。

米国株式

当面はドル高の悪影響が小さい内需企業に投資魅力

米国	4月25日	4-6月の予想レンジ
NYダウ	34049.46ドル	32000ドル～37500ドル
S&P500指数	4296.12p	4050p～4700p



NYダウは一時、34000ドル割れ

長期金利が想定以上のペースで上昇したこともあり、4月の米国株は想定よりも弱い動きとなりました。34000-35500ドルの狭いレンジで推移していたNYダウ指数は、4月21日、22日の2営業日で1349ドルの大幅安となりました。また、バリュエーションが割高な株の値下がりが大きく、下旬にかけてグロース株などを中心に下値模索の展開となりました。

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。株価は5月の米連邦公開市場委員会（FOMC）後にいったん反発する可能性もあるでしょうが、中旬以降は企業業績の鈍化懸念から再度、弱含む展開になると予想しています。

米国では日本より一足早く決算発表が本格化しています。S&P500の業績は1-3月期、4-6月期ともに前年同期比+7%増益予想ですが、3月下旬時点からは、1-3月期業績が1%ポイント弱上ぶれる一方、4-6月期業績は僅かですが下方修正されました。

ここまでに発表された決算では、医療サービスや地銀などの内需関連株は予想以上に健闘しています。一方、グローバル企業にとってはドル高が懸念材料です。

ドル指数は2021年央から13%上昇しました。当面は、ドル高が業績に悪影響を与えるグローバル企業より、内需企業の投資魅力が高いと考えます。

積極利上げで景気減速懸念は強まる

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えています。足元で公表されている経済指標を見ても、必ずしも景気減速懸念を強めるものが多いわけではありません。

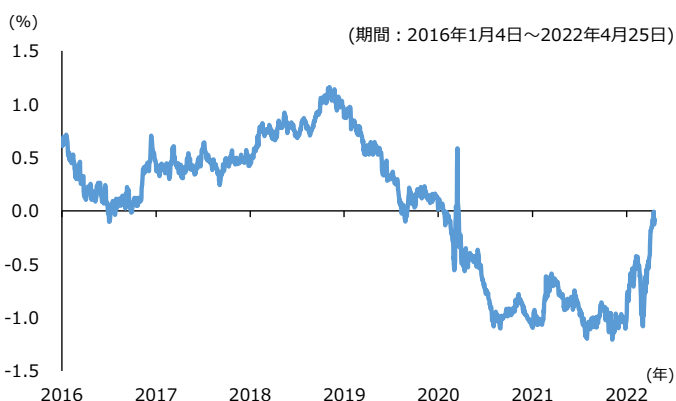
しかし、FRBはインフレ抑制姿勢を強めています。3月に利上げを開始したばかりですが、期待インフレ率は高止まりしていることから、5月のFOMCでは0.5%の利上げが実施される見通しです。米国10年債利回りと10年物インフレ連動国債利回りから算出される実質金利は、足元で0%近辺まで上昇しました（右下図）。3月上旬からは1%ポイントほどの上昇であり、金融緩和度合いは急速に縮小しています。

すぐに景気後退には至らないでしょうが、景気拡大には一定の歯止めがかかるでしょう。例えば住宅ローン金利は5%と既に2018年の水準を上回っているため、住宅市場にはその影響が顕在化しやすいと考えます。

NYダウの推移



実質金利の推移



(注) NYダウの期間は2017年1月～2022年4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。

足元堅調でも、ウクライナ危機による景気減速懸念は拭えない

欧州	4月25日	4-6月の予想レンジ
STOXXヨーロッパ600指数	445.11p	420p～500p



底堅さが目立つ欧州株

欧州株は、3月後半に、ロシアによるウクライナ侵攻前の株価水準まで回復した後、一進一退の展開が続きました。STOXXヨーロッパ600指数は450-465ポイントという狭いレンジでの値動きが続きましたが、米国株に連れ安して、下旬にかけて450ポイントを割り込みました。

ロシアによるウクライナ侵攻は継続していますが、長期化してきたこともあり、相場の変動要因としては影響力が低下してきたと思われれます。フランス大統領選ではマクロン氏が再選しましたが、事前予想通りであり、相場の波乱要因とはなりません。

予想レンジは420-500ポイント

当面のSTOXXヨーロッパ600指数の予想レンジは420-500ポイントです。足元の欧州経済は想定以上に堅調です。ユーロ圏のサービス業PMIは、3月の55.6から4月は57.7に上昇しました（右下図）。サービス業PMIは2021年8月以来の高水準です。好調の背景は、感染者数の減少にともない行動規制が緩和されたことで、サービス分野を中心として挽回消費が顕在化しているためです。

STOXXヨーロッパ600の業績は1-3月期が+25%増益予想、4-6月期が+14%増益予想です。3月下旬時

点の予想からは、1-3月期が4%ポイント弱、4-6月期が5%ポイント弱、それぞれ上方修正されました。上方修正の中心となったのは、資源高の恩恵を受ける企業やユーロ圏の恩恵を受ける企業などが中心です。

ただし、社数ベースでは、業績予想が下方修正された企業数が上方修正された企業数を上回るという状況に変わりはありません。

ウクライナ危機深刻化で景気は減速へ

これまでのところウクライナ危機にもかかわらず、欧州経済、欧州企業業績は堅調に推移していますが、ウクライナ危機は、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。

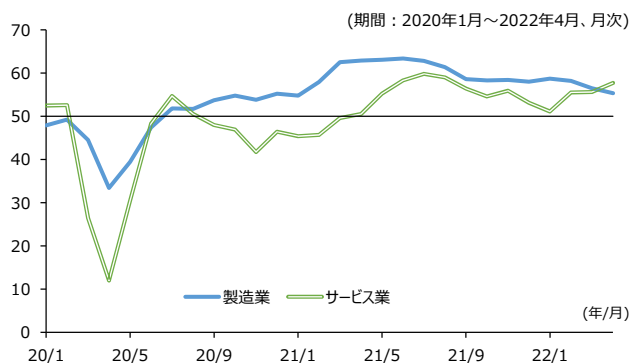
ユーロ圏の製造業PMIは、3月の56.5から4月に55.3に低下し、1月の58.7からは3カ月連続で低下しました。3月に急低下したドイツの企業景況指数は4月に若干改善したものの、フランスの企業景況指数は続落しました。挽回消費が一巡すれば、ウクライナ危機深刻化の影響で景気は減速すると予想します。

また、欧州でも金融緩和は徐々に縮小に向かいつつあります。年後半に利上げが積極化していく可能性を念頭に置けば、慎重な投資姿勢が望ましいと考えます。

STOXXヨーロッパ600指数の推移



ユーロ圏PMIの推移



(注) STOXXヨーロッパ600指数の期間は2017年1月～2022年4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。

中国の新規感染者数はひとまずピークアウトへ

アジア	4月25日	4-6月の予想レンジ
MSCI アジア(除く日本)指数	663.25p	640p~760p



中国本土株はゼロコロナ政策で軟調な展開

中国本土株は、ロックダウンや行動制限など、ゼロコロナ政策による景気への悪影響が懸念されたことから、軟調な動きとなりました。足元でも弱い値動きが続いています。その結果、バリュエーション面から見た割安感は強まりました。

中国の新規感染者数はひとまず減少

3月上旬まで1日当たり100人程度であった中国の新型コロナウイルス新規感染者数は、3月中旬以降に急増しました(右下図)。1-3月のGDP成長率は前年比+4.8%と、2021年10-12月期の+4.0%から上昇しました。しかし、小売売上高は1-2月の前年比+6.7%から3月は-3.5%となるなど、3月の主要経済統計は軒並み厳しい内容でした。3月の製造業PMIは49.5、非製造業PMIは48.4と、分岐点の50を下回りました。

4月に入ってから、感染者数の増加には歯止めがかりませんでした。中国政府は感染抑制を目的として各都市でのロックダウンや行動制限を強化したため、サプライチェーンの分断や消費の減速が引き起こされました。4月の経済統計はもう一段厳しい内容が見込まれ、その影響は5月頃まで残りそうです。

ただ、4月13日をピークに、新規感染者数はひとまずピークアウトしたように見受けられます(右下図)。今後、金融緩和や内需刺激策、不動産規制の緩和、インフラ投資促進などが実施され、GDP成長率は4-6月期を底に上向くと予想します。

ゼロコロナ政策は当面続く

中国のゼロコロナ政策は徐々に緩和されてきました。今は、感染者を能動的かつ迅速に発見し、コミュニティ内での持続的感染拡大を防ぐことを目指した「動態ゼロコロナ政策」が採られています。

感染者をゼロにすることが目的ではありませんが、今回の政府の対応を振り返る限り、欧米のように感染と共存していく姿勢とは大きな差が存在します。特に11月に予定される党大会の前は、感染者数が再び増えれば、今回と同じような強い封じ込め政策が採られかねない点は念頭に置くべきでしょう。

その他アジア市場については、ウイズコロナ政策を採る地域では経済活動が徐々に正常化し、景気は回復基調が続くと考えます。ただ、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、引き続き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



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4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。

内外債券 | 長期金利

米国10年債利回りの上昇は一服へ

10年国債利回り	4月25日	4-6月の予想レンジ
日本	0.25%	0.15%~0.35%
米国	2.82%	2.40%~3.25%
ドイツ	0.84%	0.50%~1.25%



日本：日銀へのプレッシャーが強まる

日本10年債利回りは、3月末の0.22%から0.25%近辺まで上昇しました。海外金利が上昇傾向にある中、長期金利の操作目標上限でさらなる上昇は抑えられています。4月20日、日銀は5営業日連続での連続指値オペ実施を通知しました。通常のオペでの買入金額の増額、期間中の買入日程追加の可能性も付け加えられており、上限を維持するという姿勢が強調されています。

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。政策金利の変更については引き続き予想していませんが、急速な円安進行を背景に、日銀の政策が修正されるのではないかと警戒感が強まりやすい展開が続くと考えます。

米国：3%が間近に迫る

米国10年債利回りは、3月末の2.33%から4月19日には2.93%まで上昇し、節目の3%に迫りました。大幅な金利上昇は、FRBによる利上げ加速と大規模なバランスシート縮小開始を警戒した動きによるものと見ています。一時的ですが、月初には2年債利回りが10年債利回りを上回るという、2019年8月以来の「逆イールド」が発生しました。

当面の米国10年国債利回りの予想レンジは2.40-

3.25%です。これまでの金利上昇過程で、FRBによる積極的な利上げは相当程度織り込まれたと見ています。金利の急上昇、中国のロックダウン、ロシアに対する経済制裁の影響などから、世界経済の減速懸念が意識されれば、長期金利の上昇にも歯止めがかかるかと予想します。

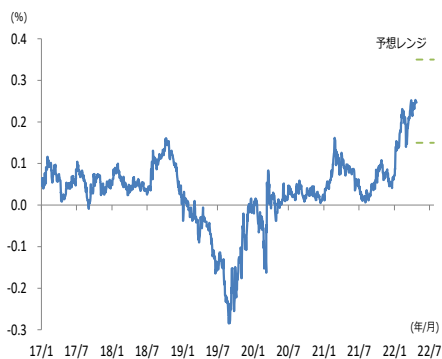
コアCPIは2月の前年比+6.4%から3月は+6.5%と伸び率が上昇しましたが、前月比上昇率は2月の+0.5%から3月は+0.3%に低下しました。前年の3月から4月にかけて水準が上昇したため、4月以降の前年比伸び率は小幅に低下すると予想します。

欧州：ECBも年後半利上げ開始へ

当面のドイツ10年国債利回りの予想レンジは0.50-1.25%です。4月のECB理事会では、4-6月の資産購入プログラムの維持が決まる一方、「7-9月期にプログラム終了の期待が高まった」と言及されています。

ユーロ圏のインフレ率（HICP）は、2月の前年比+5.9%から3月は+7.4%に上昇しました。期待インフレ率も高止まりしています。インフレへの対応が迫られていることから、6月のECB理事会では資産購入プログラムの前倒し終了が決定され、その後利上げが開始されると予想します。

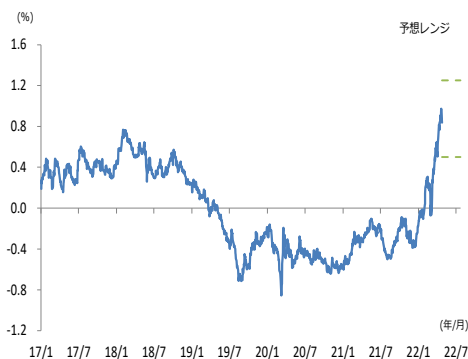
日本10年国債利回りの推移



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4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

円安基調も、短期的には揺り戻しに注意

外国為替	4月25日	4-6月の予想レンジ
ドル円	128.14円	122.0円～135.5円
ユーロドル	1.07ドル	1.05ドル～1.15ドル
ユーロ円	137.26円	132.0円～146.0円



ドル円相場：1ドル130円が目前に迫る

円は3月末の1ドル121.70円から、4月20日の日中には129円台半ばまで円安が進行しました。「黒田ライン」として意識されていた125円もあっさりと超え、節目の130円が目前に迫りました。130円台に乗せれば、2002年4月以来となります。

FRBと日銀の金融政策スタンスの違いが一段と鮮明になる中、円は他通貨に対しても全面安となりました。一方、急速かつ大幅な円安を受けて、円安の悪い面がより注目されるようになってきました。財務省や日銀による円安警戒コメントも増えています。

当面のドル円相場の予想レンジは1ドル122.0-135.5円です。貿易収支の悪化と内外金利差を背景として、円安基調継続という見方に変更はありません。財務省や日銀は円安の動きを牽制し続けるでしょうが、円買い介入実施のハードルは高そうです。

ただ、短期的には、海外金利の上昇一服を受けて、利益確定目的の円買いが誘発される展開を想定します。投機的な円売りポジションは2018年以来の高水準に達しています。余りにも足元の円安が急ピッチで進行している点には注意が必要だと考えます。

ユーロドル相場：ユーロ安継続

ユーロは3月末の1ドル1.10ユーロから1.07ユーロに下落しました。

当面のユーロドルの予想レンジは1ユーロ1.05-1.15ドルです。ウクライナ危機は小康状態にありますが、景気への悪影響懸念から、ユーロ安方向に振れやすいと予想します。

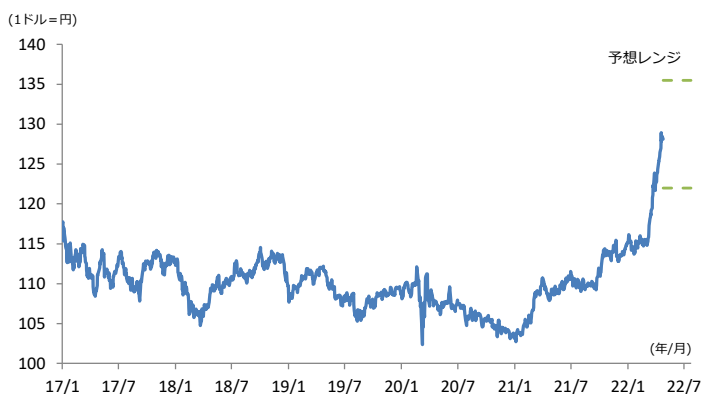
その他通貨：資源国通貨に上昇余地

円全面安を背景として、資源国通貨を中心に新興国通貨は上昇しました。米国金利は大きく上昇しましたが、対ドルでの新興国通貨の下落は限定的でした。人民元は、米国と中国との長期金利差が逆転したことから、対ドルでは下落しました。

強い円安圧力を背景として、新興国通貨全般は対円での堅調な地合いが継続すると見えています。ただ、短期的には乱高下の可能性に注意が必要です。

資源国通貨は対ドルで上昇余地があり、中長期的に水準が訂正される余地が大きいと見えています。インドネシアルピア、南アフリカランドなどの投資魅力が高いと考えます。一方、資源を持たない国の通貨は低迷が予想されます。地政学リスクが高い東欧通貨も弱含むでしょう。

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4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)