

# 岡三アセット マーケットビュー(2023年1月)

## 2022年の振り返りと2023年の見通し

### OKASAN ASSET MANAGEMENT MARKET VIEW

#### 2023年の注目ポイント

- 国内株式： 日銀新体制と国内政治の行方
- 米国株式： 利上げ休止後のFRB金融政策の方向性
- 欧州株式： エネルギー調達懸念への対応力
- アジア株式： 不動産支援策とウイズコロナ政策の効果
- 内外債券： 米景気減速ペースと日銀政策修正の可能性
- 外国為替： 歴史的円安水準からの修正

岡三アセットマネジメント株式会社



# 国内株式

## 日銀新体制と国内政治の行方に注目

日本	12月27日	今後3カ月の予想レンジ
日経平均	26447.87円	25000円～29000円
TOPIX	1910.15p	1800p～2100p



### 日銀会合後に日経平均は下落

日経平均株価は12月中旬まで28000円を挟んだ一進一退の展開が続きましたが、12月20日の日銀金融政策決定会合後に大きく下落しました。

当会合では長期金利の変動幅が従来の「±0.25%程度」から「±0.5%程度」に拡大されました。多くの市場参加者は、変動幅拡大の可能性を意識していたと見られますが、12月会合での修正というタイミングは大きなサプライズとなりました。

12月に策定された与党税制改正大綱では、少額投資非課税制度（NISA）の抜本的拡充・恒久化、超高所得者の負担適正化、防衛力強化のための財源確保などの方向性が打ち出されました。増税色が強かったものの、いくつかの論点の決定が先送りされたことから、株式市場への影響は限定的でした。

### ここからの下落余地は限定的

今回の政策修正は長期金利の上昇を容認したという点で利上げに近い効果を持つため、国内景気・企業業績にはマイナス要因と考えます。ただ、継続的な利上げは想定しておらず、ここからの下落余地は限定的と見ています。

### 日銀新体制と国内政治の行方に注目

2022年の日本株は2021年末比で下落したものの、欧米株よりは底堅く推移しました。円安を背景とした堅調な企業業績（右下図）、相対的に割安なバリュエーション、株主還元の拡充が下支えしました。

2023年の日経平均は25000-30000円での推移を予想します。米国の景気減速懸念が強まる中、11月以降、一気に円安修正が進んだことで、2023年度の企業業績は減益になることが見込まれます。岸田政権は、新しい資本主義という名の下でアベノミクスからの離脱を進めていくと見ています。必ずしも良好な投資環境ではないものの、バリュエーション面での割安感、積極的な株主還元が下支え要因となりそうです。中国がウィズコロナ政策に転換したことで、インバウンド需要回復の本格化も期待されます。

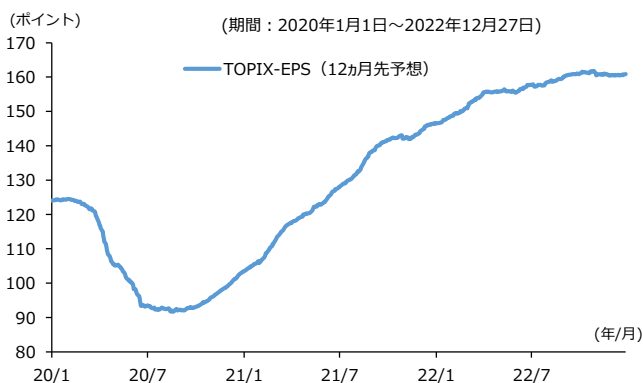
注目点は日銀新体制と国内政治です。今後の金融政策は新たな執行部のもとで超緩和状態からの正常化が進められていくと予想します。ただ、アベノミクスからの離脱は容易ではなく、国内政治情勢が波乱要因となる可能性があります。

なお、2024年1月から始まる新NISAによる投資家層の裾野拡大や恒久化による売却抑制効果は、日本株市場にとって長期的な好材料でしょう。

日経平均の推移



TOPIX-EPSの推移



(注) 日経平均の期間は2017年1月～2022年12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。

# 米国株式

## 利上げ休止後のFRB金融政策の方向性に注目

米国	12月27日	今後3カ月の予想レンジ
NYダウ	33241.56ドル	30500ドル～36500ドル
S&P500指数	3829.25p	3570p～4250p



### 節税対策の売りで米国株は下落

12月の米国株は下落しました。コア消費者物価指数（CPI）は9月の前月比+0.6%から、10月は同+0.3%、11月は同+0.2%と、インフレ懸念は大きく後退しました。このような物価情勢を踏まえ、12月のFOMCでは利上げ幅が従来の0.75%から0.5%に縮小しました。利上げ幅縮小を好感する動きも見られたものの、月末にかけては節税対策の売りの動きに押される軟調な展開となりました。

### 2023年初は反発を予想も、持続力は乏しそう

2023年年初は反発を期待しますが、持続性は乏しいでしょう。S&P500（除くエネルギー）業績は7-9月期の前年同期比3%減益から10-12月期業績は同6%減益へと、減益率が拡大する見通しです。ドル高基調の修正は大型ハイテク株にとっては好材料ですが、急激な金利上昇で米国経済の実態は着実に悪化しています。決算シーズンの口火を切る銀行からは先行きに慎重な見方が示されており、決算は期待を下回るものが多くなると考えられます。業績予想の下方修正に加え、米連邦公開市場委員会（FOMC）を控えていることも影響し、月末に向けて株価は弱含むと見ています。

### 利上げ休止後のFRB金融政策の方向性に注目

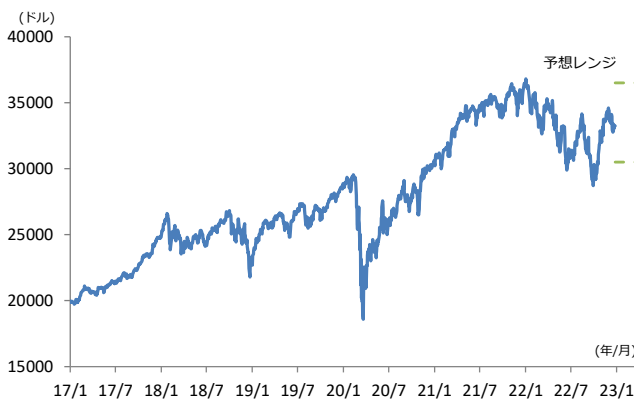
2022年の米国株式は、米連邦準備制度理事会（FRB）が金融緩和から金融引締めへ転換したことを受けて、歴史的に割高な水準にあったバリュエーションが修正され下落しました。足元のPERは17倍でコロナ後の金融緩和でバリュエーションが押し上げられた部分は剥落したものの、依然として高めの水準です。

2023年のS&P500は3400-4300ドルでの推移を予想します。景気後退が現実のものとなる中、早急な利下げが実現せず、我慢の年となりそうです。

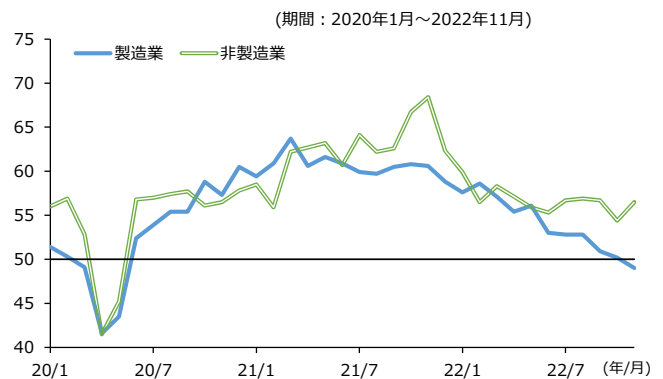
景気後退は間近に迫ってきたと見ています。11月のISM製造業景況指数は久々に（分岐点の）50割れとなりました（右下図）。指数の底入れが見えてくれば、株式市場の反発も期待できると注目しています。

金融政策については、年央までに利上げが休止した後、①年内据え置き、②年後半に利上げ再開、③年末近くに利下げ実施、という3つの道筋が予想されます。現時点では①の可能性がもっとも高いと見ています。金融市場の一部では③かつ、2024年の大幅利下げが意識されているようですが、その実現には何らかのショックが必要と考えます。ショックがなければ、1970年代の失敗を念頭に利下げを躊躇するFRBに対して、催促相場的な動きも起こり得るでしょう。

NYダウの推移



ISM景況指数の推移



(注) NYダウの期間は2017年1月～2022年12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。

## エネルギー調達懸念への対応力に注目

欧州	12月27日	今後3カ月の予想レンジ
STOXXヨーロッパ600指数	428.00p	400p~470p



### ECB理事会後に欧州株は下落

STOXXヨーロッパ600指数は440ポイント近辺での推移が続きましたが、12月15日の欧州中央銀行（ECB）理事会を受けて下落しました。ECB理事会では、預金ファシリティ金利が2.0%へ引き上げられ、結果として0.75%幅での利上げは2回で終わり、今回は利上げ幅は0.5%に縮小しました。しかし、市場参加者の想定以上に0.75%幅での利上げに賛成するメンバーが多かったことや、会合後にラガルド総裁が政策転換との見方を否定し、当面0.5%幅での利上げを継続する考えを示したことが嫌気されました。

### 底打ちした景況感

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の見方に変わりはありません。STOXXヨーロッパ600の10-12月期業績も前年同期比15%増益予想と、徐々に下方修正されてきています。

ただ、ユーロ圏の購買担当者景況指数（PMI）は、エネルギー懸念の一服や各国の物価対策などを反映して、やや改善傾向にあります。製造業のPMIは10月の46.4を底に12月は47.8に回復する一方、サービス業も11月の48.5から12月は49.1に回復しました。

### エネルギー調達懸念への対応力に注目

2022年の欧州はロシア・ウクライナ戦争に振り回されました。これまで一定量のエネルギーをロシアに依存してきましたが、戦争の長期化で継続できなくなりました。イギリス、イタリアなどの政権交代も材料視されましたが、ユーロ圏とエネルギー価格上昇が企業業績を押し上げたことが下支え要因となりました。

2023年の欧州株は、日米株に比べて劣位な投資環境と見ています。インフレはピークアウトとは言いづらく、現在想定されている以上に金融引締めが続くと見ています。利上げ継続による実体経済への悪影響が懸念され、企業業績は減益に転じるでしょう。

ロシアがウクライナに本格侵攻してから10カ月が経過しました。ロシア・ウクライナ戦争は長期化をメインシナリオとしています。ただ、ロシアによる核使用、NATOの介入など世界的なリスクに派生する可能性が残る一方、突如とした停戦合意から復興期待の高まりにつながる可能性も考えられます。

ただ仮に停戦が実現したとしても、西側諸国によるロシアからのエネルギー調達再開は困難でしょう。気温低下を受けてガス在庫の水準は低下してきました（右下図）。エネルギー供給に不安を残すことは経済活動面で大きな足枷となるため、欧州株の再評価にはエネルギー調達懸念の解消が必要と考えます。

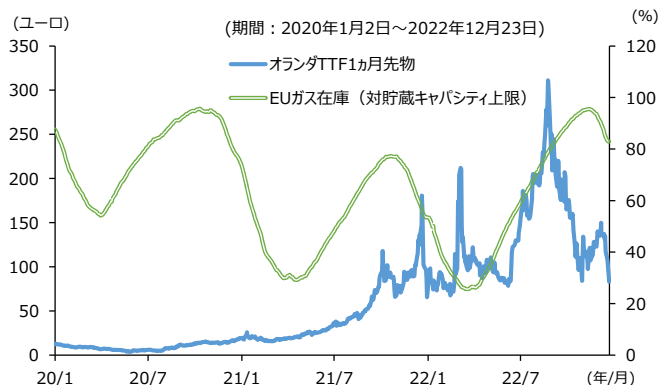
STOXXヨーロッパ600指数の推移



(注) STOXXヨーロッパ600指数の期間は2017年1月～2022年12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。

欧州のガス価格とガス在庫の推移





## 不動産支援策とウィズコロナ政策の効果に注目

アジア	12月27日	今後3カ月の予想レンジ
MSCI アジア(除く日本)指数	621.71p	560p~680p



### 堅調に推移した中国株

12月の中国株は、ゼロコロナ政策の更なる緩和や不動産支援策、内需拡大政策の導入を背景として堅調に推移しました。PMIの低下を始めとして(右下図)、11月の経済指標は悪化を示す内容のものが多かったですが、株式市場への影響は限定的でした。中央経済工作会議では、積極的な内需拡大政策により、2023年は安定成長を目指す方針が確認されました。

11月に公表されたゼロコロナ政策の運用改善策に続き、12月7日には陽性者の集中隔离停止、PCRの定期検査全廃などが実施されました。その結果として、感染者の急増が報じられています。感染者の公表取りやめなどで実体が見極めが難しくなる中、「1日当たり3700万人の感染」などと報じられています。

短期的には感染急拡大による経済活動のさらなる悪化が懸念されますが、積極的な内需拡大政策がとられることから、中国株は総じて堅調な値動きが続くと予想しています。足元のGDP成長率は前年比3%程度と見られますが、2023年3月頃に開催が予定されている全国人民代表大会では「5%以上」という成長目標が掲げられ、その目標に向けた政策運営がなされていくと予想します。

### 不動産支援策とウィズコロナ政策の効果に注目

2022年の中国株は、10月の党大会後に大きく反発しました。第三次習近平政権の顔ぶれが不安視されましたが、その後の政策転換がサプライズとなりました。

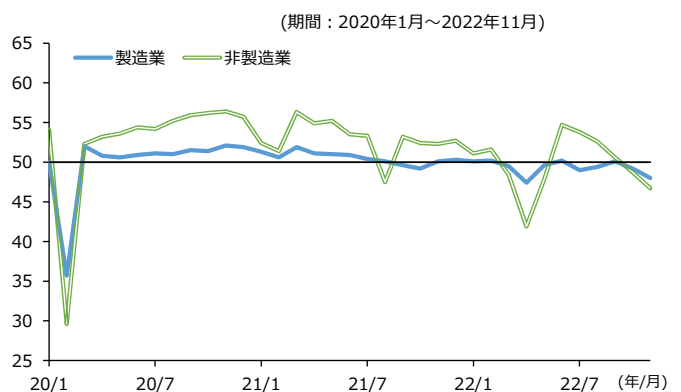
2021年前半以降、ゼロコロナ政策による景気不透明感、不動産市況の悪化、ドル高による中国元安、米中関係の悪化などが影響し、株価は下落基調が続きました。一方、米中関係の悪化には改善の糸口が見出しづらいつらいものの、元安には歯止めがかかりました。また、懸案の不動産は11月に、ゼロコロナ政策は11月から12月にかけて、政策が大きく転換しました。

不動産支援策とウィズコロナ政策の効果発現が期待できることから、2023年の中国は主要地域の中ではもっとも期待できる投資環境と考えます。中国では感染の拡大と縮小が繰り返される中、景気回復が抑制されやすい状況にありました。経済活動の一時的停滞は避けられないでしょうが、感染が拡大した今となつては、政策の逆行は難しいと考えます。年初の感染急拡大局面さえ乗り越えられれば、ゼロコロナ政策からウィズコロナ政策に転換したことによる経済活動正常化への期待が高まる展開を予想します。

MSCIアジア(除く日本)指数の推移



中国のPMIの推移



(注) MSCIアジア(除く日本)指数の期間は2017年1月~2022年12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

## 米景気減速ペースと日銀政策修正の可能性に注目

10年国債利回り	12月27日	今後3カ月の予想レンジ
日本	0.48%	0.30%~0.50%
米国	3.84%	3.00%~4.20%
ドイツ	2.52%	1.80%~3.00%



### 米国長期金利は上昇

12月前半は米国景気指標悪化による長期金利の低下を受けて、世界的に利回りが低下しました。その後、ECBによる利上げ継続姿勢や日銀による長期金利変動幅の拡大を受けて、利回りは上昇に転じ、米国10年債利回りは3.7%台に戻しました。

### 当面は米国長期金利主導で利回り低下

12月のFOMCでは、2023年末の政策金利見通し（中央値）が4.6%から5.1%に引き上げられましたが、さらなる引き上げは行われないと見えています。現状の政策金利は4.25-4.50%であり、FRBの利上げは最終局面に近づきつつあります。2023年1月31日-2月1日に開催されるFOMCでは利上げ幅は0.25%に縮小されるでしょう。

2023年前半に到達すると見られる5%超の政策金利は、足元のコアインフレ率を上回ります。急速かつ大幅な金融引締めの結果、今後はインフレ率低下と景気悪化が進行していくでしょう。米国長期金利が主導し、当面は利回り低下を試すと予想します。

一方、ECBの金融引締め姿勢は長期化すると見込まれ、米独金利差には縮小圧力が働くでしょう。日銀によるもう一段の政策修正は新たな日銀執行部が判明した後に材料視されていくと思われます。

### 米景気減速ペースと日銀政策修正の可能性に注目

2022年の債券市場では、世界的なインフレと主要中銀の金融引締め転換がテーマとなりました。米国のインフレ率は1981年以来の前年比+9%台に上昇し、ユーロ圏は同+10%台を記録しました。それを受けて、主要中銀は金融引締め姿勢を強め、利上げを積極化しました。米国は2022年3月から、欧州は7月から利上げを開始しました。米国、欧州が実施した0.75%の利上げは通常の利上げ幅の3倍です。米国では1994年以来の利上げ幅でしたが、それが4回連続で実施されたのも異例でした。マイナス金利が続く日本でも、黒田総裁の任期満了が迫るにつれて政策変更の可能性が意識されるようになりました。

2023年の予想レンジは日本10年国債利回りが0.30-1.00%、米国10年国債利回りが2.50-4.20%です。2023年の注目点は、米国景気の減速ペースと日銀政策修正の可能性です。10月21日に付けた米国10年債利回りの4.33%が今回のサイクルの天井と見えています。インフレ退治最優先から景気後退に移行する局面下での金融政策の手綱さばきが注目されます。景気後退が現実のものとなれば、FRBが予想する長期政策金利見通しの水準（2.5%）が、米国10年債利回りの目途として意識されるでしょう。

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12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

## 歴史的円安水準からの修正に注目

外国為替	12月27日	今後3カ月の予想レンジ
ドル円	133.49円	126.5円～140.0円
ユーロドル	1.06ドル	0.97ドル～1.13ドル
ユーロ円	142.03円	132.5円～148.0円



### 円相場は一時130円台に急伸

米国長期金利の低下を受けて月初に対ドルで135円を割り込んだ円相場は、月中にかけてやや円安方向に戻りました。しかし、日銀会合後は円が全面高となり、対ドルでの円相場は一時130円台に急伸しました。年初から円安ピークに対するほぼ半値戻しの水準です。

### 当面は円高を警戒

当面は円高への警戒が必要と考えます。①内外金利差の拡大、②日本の貿易・サービス収支の赤字拡大、という円安要因に変化が生じていることから、円安圧力は徐々に弱まっていくと見ています。高水準の内外金利差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は、対ドルでの円高を抑制するでしょうが、そのためには市場の変動率低下または安定が必要条件と見ています。日銀の金融政策転換が円相場を大きく動かす可能性もあります。

ECBの金融引締め積極姿勢はユーロ高要因と考えられますが、景気不透明感が強いことから、上値は重くなるでしょう。ドル高の一服を受けて、新興国からの投資資金の流出懸念は後退していることから、新興国通貨は対ドルで戻りを試す展開を予想します。

### 歴史的円安水準からの修正に注目

2022年の為替市場は変動の大きさが特徴的でした。ドル円は年間で37円もの値幅を記録しましたが、これは1990年以来の大きさです。その中で、ドルへの一極集中が進みました。24年ぶりの日本政府・日銀による円買い介入が実施される中、対ドルでの円相場は150円を突破し、1990年以来の円安水準となりました。ユーロも2002年以来となる（1ユーロ1ドルの）パリティ割れとなりました。

2023年のドル円相場の予想レンジは1ドル120.0-148.0円です。2023年はドル安傾向と見ています。新興国全般にとっては追い風の投資環境となるでしょう。2021年からの円安局面は終焉したと見ており、10月21日に付けた151.95円が今回のサイクルの天井と考えます。

購買力平価などから想定される円相場は実勢よりも遥かに円高で、円は実勢以上に割安に評価されています。米国の利上げ休止、日本の超金融緩和の終焉などから、割安に放置されていた円相場にはようやく修正圧力が働くと考えます。2015年に付けた120円が円の上値目処と見ていますが、2023年後半の米国利下げという見方が支配的となれば、想定を超えた円高が進むでしょう。

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12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ある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)