

岡三アセット マーケットビュー(2023年3月)

ノーランディング期待の反動を警戒

OKASAN ASSET MANAGEMENT MARKET VIEW

国内株式： 2020年7-9月期以来の減益局面に突入

米国株式： ノーランディング期待の反動を警戒

欧州株式： 景況感の改善継続と割安感から相対的に堅調な値動きを予想

アジア株式： インド新興財閥の不正会計疑惑も、資金流出は軽微

内外債券： 本格的な転換期を迎える日銀金融政策

外国為替： 日銀金融政策が転換期を迎える4月以降の円高リスクに警戒

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

2020年7-9月期以来の減益局面に突入

日本	2月22日	今後3カ月の予想レンジ
日経平均	27104.32円	25000円～29000円
TOPIX	1975.25p	1800p～2100p



日本株は上値の重い展開

2月の日経平均株価は27000円台半ばを前に、上値が重い展開となりました。米国景気統計が上ぶれたことで景気後退が回避できるのではという「ノーランディング」期待の強まりを受けて、利上げ休止観測が後ずれしたことが影響しました。一方で季節性や米国金利の上昇が影響し、PBR1倍割れなどの所謂割安株は上昇しました。日銀人事報道は株価に大きな影響を与えませんでした。

TOPIX500（除く金融・ソフトバンクグループ）の2022年10-12月期業績は前年同期比6%経常減益と、2020年7-9月期以来の減益となりました。2023年度の業績予想は微増益が維持されていますが、下方修正は道半ばであると考えられることから、今後、減益見通しに転じると見えています。

予想レンジは25000-29000円

当面の日経平均の予想レンジは25000-29000円です。米国株に連動する形で、短期的に株価は弱含むと見えています。日銀の金融政策でマイナス金利解除となれば下値が意識されやすくなる一方、米国景気のノーランディング期待を好感して米国株が一段高となれば日本株も予想レンジ上限に近づくでしょう。

PBR1倍割れ企業の多さ

日本取引所の「市場区分の見直しに関するフォローアップ会議」は、2023年春にプライム・スタンダード市場の全社に対して、資本コストや株価を意識した経営の促進に向けた要請の通知を検討しています。低PBR企業の多さ（右下図）が背景にあり、特にPBRが1倍を割れている場合には、十分な対応が求められる旨が基本的に盛り込まれるようです。

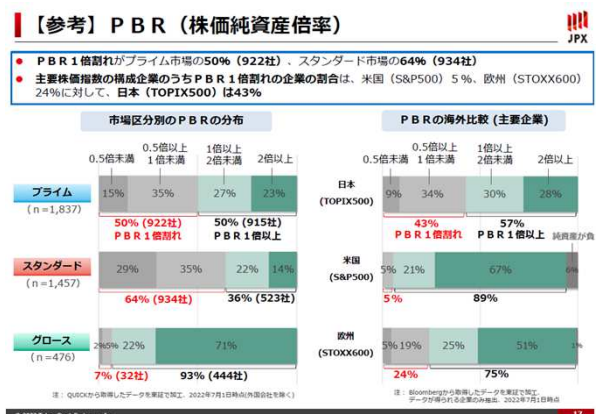
2022年6月に経済産業省の経済産業政策新機軸部会がまとめた中間整理には、TOPIX500採用企業のうちPBRが1倍を上回る企業の割合を2030年までに約6割から約8割に引き上げたい意向が盛り込まれています。具体的には、成長期待（PER）と資本効率性（ROE）の二軸に基づいて、4つのタイプのそれぞれについて対応の方向性を示しています。

国内ではアクティビスト（物言う株主）が割安に放置されている株を取得し、会社側に対して不稼働資産を売却し、増配や自社株買いなど株主還元の大規模な拡充や、場合によっては経営者の交代を要求する動きが活発化しています。前述した政府の方針に加え、株主からの圧力が強まることで企業経営者の意識が変われば、割安とされるPBR1倍割れの企業は減少すると見えています。

日経平均の推移



PBRの分布



（注）日経平均の期間は2018年1月～2023年2月22日

（出所）Bloombergのデータより岡三アセットマネジメント作成。右下図は日本取引所「市場区分の見直しに関するフォローアップ会議」参考資料より抜粋

※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

ノーランディング期待の反動を警戒

米国	2月23日	今後3カ月の予想レンジ
NYダウ	33153.91ドル	30500ドル～36500ドル
S&P500指数	4012.32p	3650p～4300p



強まるノーランディング期待

2月の米国株は横ばい圏で推移したのち、後半にかけてやや下落しました。年初以降公表された景気指標では米国景気は急速に悪化している印象がありましたが、1月の非農業部門雇用者数は前月から51.7万人と大幅増加しました。また、ISM非製造業指数は1月の49.2から2月は55.2に上昇し、1月のコア小売売上高は前月比+1.7%と12月の同-0.7%から切り返しました。強い経済指標を受けて景気後退は回避できるというノーランディング期待が強まり、長期金利が上昇したことで年初から大きく反発していた成長株が売られ、相場の重石となりました。

予想レンジは30500-36500ドル

当面のNYダウの予想レンジは30500-36500ドルです。S&P500の2022年10-12月期業績は前年同期比3%減益となり、事前予想を上回った企業の割合は67%と過去平均並みでありましたが、2015年10-12月以来の低水準にとどまりました。決算シーズンが本格化する前の予想を実績が上回れないのも珍しく、業績悪化が本格化してきたことを感じさせます。

慎重であったウォルマートの見通しに象徴されるように、企業の事前発表も悪い内容が先行しており、

2023年1-3月期業績は同横ばい予想から同4%減益予想に低下し、4-6月期も同3%減益が予想されています。企業業績は低空飛行がしばらく続きそうで、強い経済指標を受けて高まったノーランディング期待は行き過ぎと見ています。

悪化する業績見通しのもとで12ヵ月先予想PERは18倍です（右下図）。コロナ直後の金融緩和で一時23倍台に押し上げられたPERは、その後の金融引締め積極化を受けて大きく低下しましたが、18倍では依然として歴史的には高水準です。長期金利が4%近くまで上昇し、実質金利も上昇した環境下では現状の株価評価が維持されることは難しく、目先の株価は調整する展開になると予想します。

年内利下げ開始という予想を維持

堅調な景気と前月比ベースでのインフレ率の上昇を受けて、市場参加者の利上げ休止観測は年央に後ずれしました。ただ、利上げの到達点を引き上げなくても、中立金利を大きく上回る水準の政策金利を維持することで、インフレ率を目標の2%に近づけることは可能と見ています。景気は徐々に減速しインフレ率も低下すると見ていることから、利下げは年内に開始されるという予想を維持します。

NYダウの推移



S&P500の予想PER



(注) NYダウの期間は2018年1月～2023年2月23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。

景況感の改善継続と割安感から相対的に堅調な値動きを予想

欧州	2月23日	今後3カ月の予想レンジ
STOXXヨーロッパ600指数	462.50p	420p~490p



ウクライナ侵攻前の株価水準を回復

2月のSTOXXヨーロッパ600指数はユーロ安とエネルギー価格の落ち着きが追い風となり、ロシアによるウクライナへの本格侵攻前の株価水準を回復しました。2022年初に付けた史上最高値が見えてきました。主要市場の中では、イギリスのFTSE100指数、フランスのCAC30指数などは、過去最高値を更新しました。

景気後退は回避される見通し

ユーロ圏の2022年10-12月期のGDP成長率は前期比+0.1%と、マイナス成長を回避しました。利上げの悪影響はいずれ顕在化してくると見られますが、暖冬とエネルギー価格の下落、供給制約の緩和などから、2023年1-3月期もマイナス成長回避の可能性が出てきました。ユーロ圏の購買担当者景況指数（PMI）は、製造業が1月の48.8から2月は48.5に低下する一方、サービス業は1月の50.8から2月は53.0に上昇しました。製造業では食料・飲料、家庭用品、工業用製品、自動車などが、サービスでは金融、旅行・娯楽、メディアなどが、業況の持ち直しを牽引しました。製造業のPMIは前月比で低下しましたが、供給制約が解消方向にあることの影響であり、景況感の改善基調にあるという見方を変える必要はなさそうです。

予想レンジは420-490ポイント

当面のSTOXXヨーロッパ600指数の予想レンジは420-490ポイントです。利上げによる景気への悪影響が懸念材料ではありますが、足元の景況感が好調であることに加えて、経済的に結びつきの強い中国景気回復も支援材料となり、相対的に堅調な値動きはしばらく続く見通しです。

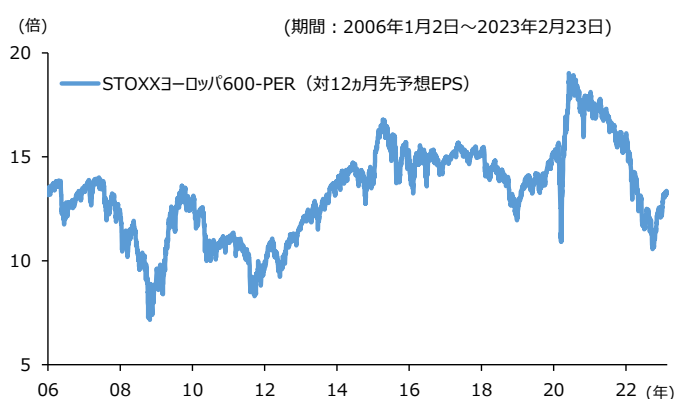
12ヵ月先予想PERは13倍です（右下図）。株価上昇を受けてPERは上昇しましたが、それでも一定の割安感が残っていると見ています。また、企業業績にも少し明るさが見られます。STOXXヨーロッパ600の2022年10-12月期業績は、1月下旬時点の同1割弱の増益予想から同14%増益予想に上ぶれました。2月上旬以降は上方修正優位に転じており、1-3月期予想についても同横ばいから同4%増益に上ぶれています。

ユーロ圏でもようやく利上げペースの減速が見込めるようになってきました。ユーロ圏のコア消費者物価指数（HICP）は2022年12月の前年比+5.2%から2023年1月は同+5.3%と小幅上昇にとどまりました。3月の欧州中央銀行（ECB）理事会では2月の声明文に盛り込まれた通り0.5%の利上げが実施されると見られますが、5月の理事会では利上げ幅が0.25%に縮小されると予想します。

STOXXヨーロッパ600指数の推移



STOXXヨーロッパ600の予想PER



（注）STOXXヨーロッパ600指数の期間は2018年1月～2023年2月23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。

インド新興財閥の不正会計疑惑も、資金流出は軽微

アジア	2月23日	今後3カ月の予想レンジ
MSCI アジア(除く日本)指数	639.59p	600p~740p



中国景気は回復

2月の中国株は、昨年後半からの上昇の反動に加えてドル高人民元安が進行したこと、下落しました。偵察気球問題を発端とした米中関係の悪化懸念も投資家心理に悪影響を与えました。

春節の影響から2月は経済統計の公表が限られましたが、中国の景気回復は継続しています。製造業PMIは2022年12月の47.0から2023年1月は50.1、非製造業PMIは2022年12月の41.6から2023年1月は54.4といずれも50台を回復し、1月の社会融資総量は5兆9800億元と1年ぶりの高水準となりました。

中国株は上昇基調を予想

マッカーシー米下院議長による今春の訪台計画が報じられており、米中関係は引き続き懸念材料となりそうですが、積極的な内需拡大政策による景気回復期待から、中国株は上昇基調を辿ると予想します。3月5日からの全国人民代表大会（全人代）では国务院（政府）の新体制が発足します。2023年のGDP成長率目標は「5%以上」に設定されると予想しますが、2022年の+3%という低成長の反動もあり、2023年は目標を大きく上回る経済成長が実現すると見ています。

インド新興財閥に不正会計疑惑

1月24日、インドの新興財閥であるアダニ・グループの不正会計の疑惑が指摘されました。過去何年にもわたって不正会計や株価操作、マネーロンダリングなどを行っていたという内容です。当グループは、資産規模では国内の非金融企業上位10社の一角を占めています。有数の富豪であるアダニ会長はモディ首相と数十年に及ぶ密接な関係があるそうです。

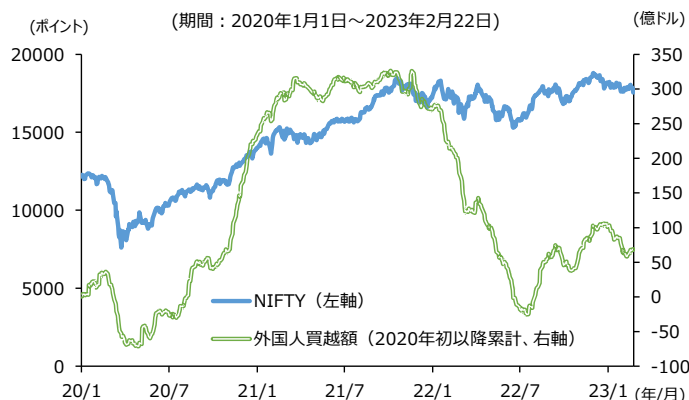
アダニ・グループは報告書の内容を否定したにもかかわらず、グループ各社のドル債の価格は大幅に下落し、当グループの時価総額は1000億ドル減少したと報じられています。アダニ・グループはインドでエネルギーやインフラ開発を手掛けているため、設備投資への影響が懸念されます。

今回の疑惑をきっかけとした外国人投資家による売却はこれまでのところ限られています（右下図）。4-5月には総選挙が控えていますが、現時点でモディ政権の支持率にも影響は生じていないと見られます。ただ、インド株については、マクロ面からは成長期待が強いものの、割高感が強いことから当面は慎重姿勢で臨むべきと考えます。

MSCIアジア(除く日本)指数の推移



インド株と外国人投資動向



(注) MSCIアジア(除く日本)指数の期間は2018年1月~2023年2月23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

本格的な転換期を迎える日銀金融政策

10年国債利回り	2月23日	今後3カ月の予想レンジ
日本	0.50%	0.40%~1.20%
米国	3.88%	3.30%~4.30%
ドイツ	2.48%	2.00%~2.90%



日本：イールドカーブ・コントロール、マイナス金利の撤廃へ

日本10年国債利回りは、1月の日銀会合後に低下しましたが、再び長期金利目標の変動幅上限である0.5%近辺で推移しています。当面の日本10年国債利回りの予想レンジは0.4-1.2%です。4月27-28日の日銀政策決定会合までは、金融緩和の持続性を高めるための政策運営が継続し、国債買入や共通担保資金供給オペの活用が積極実施されるでしょう。

日銀の次期総裁・副総裁人事は、アベノミクスを離脱し、新しい資本主義を進めたいという岸田首相の考えを象徴すると見ています。岸田首相は共同声明の改定是非を含めて新総裁と議論する意向を示しており、物価目標達成に向けて政府が日銀に対して期待することや、財政規律の観点から政府が実現すべきことに変化が加えられるかが注目されます。

黒田総裁下での超緩和的な金融政策は、量的・質的金融緩和、マイナス金利付き量的・質的金融緩和、長短金利操作付き量的・質的金融緩和と名前を変え、複雑化の一途を辿りました。植田氏は金融緩和の枠組みについて真剣な検討が必要との考えを示しており、新体制での日銀金融政策は本格的な転換期を迎えることになりそうです。共同声明の内容にもよりますが、金融政策の簡素化は図られると考えます。

新体制の日銀は、金融緩和の継続を主張しながら、年央までにはイールドカーブ・コントロールの撤廃、その先にはマイナス金利からの離脱を進めると予想します。ただ、財政懸念を招きかねない長期金利の1%超えなどは全力で阻止にかかるものと考えます。

米国、欧州：目先はレンジ相場

米国10年国債利回りは、1月末の3.51%から4%近くに上昇しました。市場予想を上回る米経済指標が相次いだことが影響しました。ドイツ10年国債利回りは、2月のECB理事会後に大きく低下しましたが、その後、ECB高官の金融引締め的な発言や、米国長期金利の上昇を受けて、2.4%台に戻りました。

当面の米国10年国債利回りの予想レンジは3.3-4.3%、ドイツ10年国債利回りの予想レンジは2.0-2.9%です。米国ではインフレ率が低下する一方、景気指標の上ぶれから利上げ継続見通しが台頭していることから、目先はレンジ相場を予想します。ただ、急速かつ大幅な利上げの効果は今後顕在化していく見通しです。欧州では5月以降、利上げペースは減速していくと見ていますが、基本的に米国金利に連動した展開を予想します。その中で、ユーロ圏経済の回復期待によって周縁国の債券投資が促されやすいと見ています。

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2018年1月~2023年2月23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

日銀金融政策が転換期を迎える4月以降の円高リスクに警戒

外国為替	2月23日	今後3カ月の予想レンジ
ドル円	134.70円	125.0円～142.5円
ユーロドル	1.06ドル	1.02ドル～1.15ドル
ユーロ円	142.70円	135.0円～150.0円



ドル/円の予想レンジは125.0-142.5円

2月のドル/円は年初来高値を更新しました。海外金利の上昇を受けて円売りが優勢でした。日銀正副総裁人事案が判明した直後は一時的に円高が進行しましたが、植田氏の「現在の金融政策は適切、緩和継続が必要」という発言を受けて円安に戻りました。

当面のドル/円の予想レンジは125.0-142.5円です。

米連邦準備制度理事会（FRB）の利上げ休止観測の後ずれや海外金利の高止まりを受けて、円は短期的に弱含むと予想します。高水準の米日金利差に加えて、中国の景気回復も商品市況の上昇を通じた円安要因と見なされるでしょう。

ただ、日銀金融政策が転換期を迎える4月以降の円高リスクには警戒が必要と考えます。訪日外客数の増加による日本のサービス赤字縮小や、インフレ圧力の強まりを受けた更なる金融政策修正観測も、中長期的な円高要因になるでしょう。

金融政策を修正する過程で、財政面への不安が強まれば、格下げの可能性も意識されるでしょう。6月に公表される「骨太の方針」に向けて財源議論が進められることや、市場介入で長期金利の上昇には歯止めがかかると見ていることから、格下げによる円急落はリスクシナリオと位置付けています。

ユーロ/ドルの予想レンジは1.02-1.15ドル

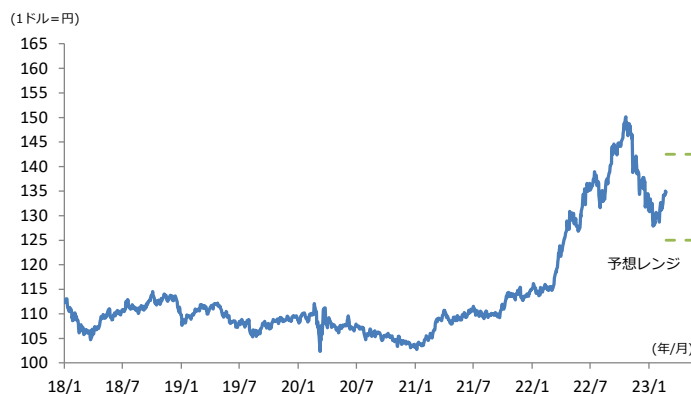
2月初旬に1.1近辺まで上昇したユーロ/ドルは反落し、1.06台まで下げました。当面のユーロ/ドルの予想レンジは1.02-1.15ドルです。ECBの相対的な金融引締め姿勢の強さが、ユーロの下支え要因として働くとしています。

新興国通貨はドル連動通貨に注目

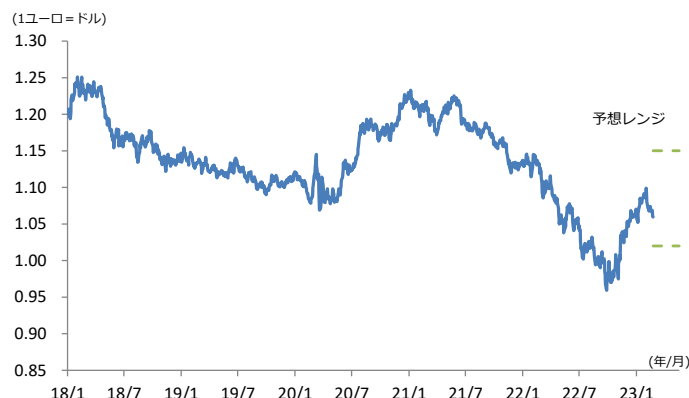
新興国通貨は、米金利の上昇を受けて対ドルでは軟調に推移しました。対円ではメキシコペソなど多くの通貨が上昇する一方で、タイバーツ、南アフリカランドなどはやや下落しました。人民元は対ドルでは昨年11月以降の上げ幅を縮小する動きとなりましたが、対円ではじり高となりました。

当面の新興国通貨は、対ドルでは上値の重い展開を予想します。中国の景気回復は新興国通貨の下支え要因と見ていますが、FRBの利上げ休止観測が後ずれし、新興国への資金流入は年初からやや鈍化しています。目先は円安圧力が残存するため、新興国通貨は対円で底堅い推移を予想しており、ドルとの連動性が高いアジア通貨やメキシコペソなどが魅力的と考えます。

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2018年1月～2023年2月23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。
- 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率が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2.01762%（税抜1.8342%）
※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。

（2023年1月末現在）

<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）