

岡三アセット マーケットビュー(2023年4月)

欧米金融不安後の市場展望

OKASAN ASSET MANAGEMENT MARKET VIEW

国内株式： 保守的な会社計画と株主還元期待の綱引きを予想

米国株式： 米国の金融不安と金利低下の綱引きを予想

欧州株式： 欧州の金融不安は個別色が強い

アジア株式： 中国不動産にも回復の兆し

内外債券： 米国ではインフレと金融システムを両睨みした金融政策が続く

外国為替： 対円ではユーロ、新興国通貨の反発を予想

岡三アセットマネジメント株式会社



国内株式

保守的な会社計画と株主還元期待の綱引きを予想

日本	3月28日	今後3カ月の予想レンジ
日経平均	27518.25円	25000円～29000円
TOPIX	1966.67p	1800p～2100p



予想レンジは25000-29000円

3月上旬まで堅調に推移していた日本株は、米国地銀の相次ぐ経営破綻をきっかけに下落に転じました。当面の日経平均の予想レンジは25000-29000円です。欧米の金融不安は後退し、目先の株価は堅調に推移すると見えています。3月1日から中国からの入国者・帰国者に対する水際対策が緩和され、3月後半からは日本と中国を結ぶ国際線も便数が増え始めました。訪日観光客の増加も景気回復を後押しするでしょう（右写真）。ただ、4月の日銀金融政策決定会合は新体制下での初回であり、大型連休直前に開催されることや、決算発表の集中時期と重なることもあって、市場の波乱要因となる可能性があります。

決算シーズンには自社株買いが注目されよう

2022年度の日本企業の自己株取得枠公表額は9兆円を超過し、過去最高となりました。4-5月の本決算発表シーズンでは自社株買い発表に関心が向かうと考えます。東証によるPBR1倍割れ継続企業への改善策の要請を控え、いくつかの個別企業は株価や時価総額への意識を高めています。そのような動きが続くことに期待したいと思います。

春闘では予想以上の賃上げが実現

連合が公表した第1回回答集計結果の賃上げ率は+3.8%と、比較可能な2013年以降で最も高い結果となりました（右下図）。ベースアップは+2.33%と、2015年以降で最も高くなりました。

今回の結果は、日銀の政策修正期待を高める観点では、欧米金融不安で連れ安した金融株にポジティブに働くでしょう。一方、4-5月の本決算発表シーズンに向けては、賃上げによる費用増を理由に慎重な会社計画を公表する企業が例年以上に増えると考えられ、警戒感が強まりそうです。

羽田空港の入国審査



日経平均の推移



春闘の賃上げ結果の推移



(注) 日経平均の期間は2018年1月～2023年3月28日 (出所) 連合、Bloombergのデータより岡三アセットマネジメント作成 (写真は岡三アセットマネジメント撮影)

※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。

米国の金融不安と金利低下の綱引きを予想

米国	3月28日	今後3カ月の予想レンジ
NYダウ	32394.25ドル	29000ドル～35000ドル
S&P500指数	3971.27p	3550p～4300p



再燃したインフレ懸念

2月の米連邦公開市場委員会（FOMC）でパウエル米連邦準備制度理事会（FRB）議長が「（物価上昇率が低下していく）ディスインフレーション」という見方を示したのに反して、3月上旬までインフレ懸念が強まる展開が続きました。2月のコア消費者物価指数（CPI）は前月比+0.5%、FRBが重視するコア民間消費デフレータ（PCE）も1月は同+0.6%と高い伸びを示しました。

サービス価格に加えて、ドル安の影響などもあり足元では財価格も強含んでいます。こうした情勢を踏まえて3月のFOMCでは0.5%幅での利上げ見通しが強まりました。

相次ぐ地銀破綻が金融不安に

しかし、3月上旬以降に米国地銀の経営破綻が相次いだことで、利上げ観測は大幅に後退しました。米国の金融不安の直接のきっかけは預金の流出でしたが、根底にあるのは異例のペースでの金融引締めによる悪影響でしょう。金融不安の拡大を受けて、金融市場での資金調達ストレスを示すFRA/OISスプレッド（ユーロダラー先物とフェデラルファンド金利の格差）は上昇しました（右下図）。

地銀破綻を受けて金融当局は相次いで対応策を打ち出し、FRB、財務省、連邦預金保険公社（FDIC）は預金の全額を保護するプログラムを発表し、金融機関への最長1年の融資が可能となる銀行タームファンディングプログラムも創設されました。しかし金融不安への警戒感是完全には払拭されていません。

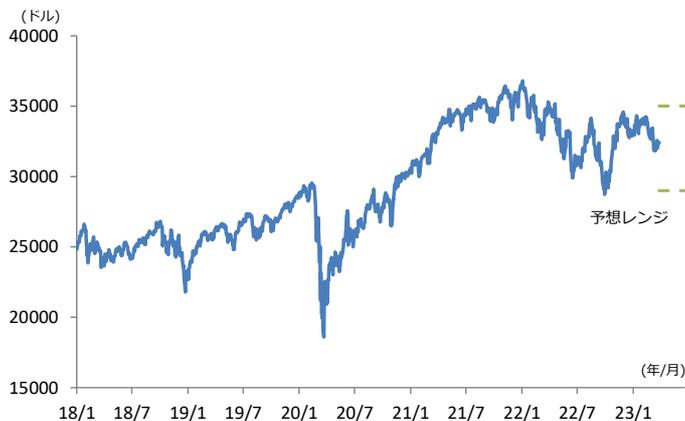
その結果、3月のFOMCでは0.25%幅での利上げが決定されました。事前予想に近い決定であり、金融市場に余計な不安や警戒感を与えないことが最重視されたと見ています。

予想レンジは29000-35000ドル

金融不安への警戒感が高まったにもかかわらず、3月の米国株は小幅な下落にとどまりました。金融不安による金融・不動産株のほか、景気悪化懸念から素材株が下落した一方で、長期金利の低下が追い風となってテクノロジー株が上昇したことに支えられました。

当面のNYダウの予想レンジは29000-35000ドルです。金融不安と金利低下の綱引きから不安定な展開を予想します。金融不安が後退すれば株価は短期的に反発が見込めますが、その先は銀行の融資態度厳格化による実体経済への悪影響の顕在化に注目が集まると考えます。

NYダウの推移



FRA/OISスプレッドの推移



(注) NYダウの期間は2018年1月～2023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。

欧州の金融不安は個別色が強い

欧州	3月28日	今後3カ月の予想レンジ
STOXXヨーロッパ600指数	444.45p	410p~490p



予想レンジは410-490ポイント

3月のSTOXXヨーロッパ600指数は下落しました。欧米の金融不安が高まる中、金融・不動産株の構成比が高いことに加えて、年金問題をきっかけとしたフランスの政情不安も悪材料視されました（右下図）。

当面のSTOXXヨーロッパ600指数の予想レンジは410-490ポイントです。欧州の金融不安は今のところ個別色が強く、不安が沈静化することで株価は反発しやすいと見ています。

欧州景気は先行き懸念に反して、予想外のガス価格低下などの好材料から上ぶれています。ユーロ圏の購買担当者景況指数（PMI）は、製造業が2月の48.5から3月は47.1に低下しましたが、サービス業は2月の52.7から3月は55.6に上昇しました。サービス業の好調に支えられ、2023年1-3月期もマイナス成長は回避されると予想します。ただ、利上げが継続していることもあり、景気回復局面はそろそろ終盤戦と見ています。

UBSが経営危機に陥ったCSの買収を発表

米国地銀破綻による金融不安は事業環境が悪化していたクレディ・スイス・グループ（CS）に飛び火し、CSは経営危機に陥りました。UBSはCSの買収を発表し、あわせてスイス国民銀行（中央銀行）はUBSと

CSへの流動性支援枠の供給を決定しました。金融不安拡大に歯止めをかけるべく、カナダ銀行、イングランド銀行、日本銀行、欧州中央銀行、米国連邦準備制度およびスイス国民銀行は「米ドル流動性供給を拡充するための中央銀行の協調行動」を公表しました。

UBSによるCSの買収は、2008年3月のベア・スターンズの救済を想起させます。各国の金融当局が金融環境の悪化から僅か数日で打ち手を繰り出したのは、過去の金融危機からの経験によるところと言えるでしょう。一連の措置によって、金融市場で高まった緊張感は和らぐと見ています。

必ずしも有効に機能しなかった金融規制

もっとも従来の金融規制では不十分な点も明らかになりました。金融安定理事会（FSB）は「グローバルなシステム上重要な銀行（G-SIBs）」を定めて、それらに対しては高い資本を要求してきましたが、流動性逼迫の前にG-SIBsのCSは経営危機に陥りました。

多くの中央銀行はインフレ対応と金融システムの安定という難しい舵取りを迫られています。インフレは完全には沈静化しておらず、金融環境のさらなる引き締まりが懸念されます。今回の措置で金融不安は一旦収まると考えますが、金融引締めが根底にある以上、中期的には何度か繰り返されると見ています。

STOXXヨーロッパ600指数の推移



欧米銀行株の推移



（注）STOXXヨーロッパ600指数の期間は2018年1月～2023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。

中国不動産にも回復の兆し

アジア	3月28日	今後3カ月の予想レンジ
MSCI アジア(除く日本)指数	631.83p	580p~700p



中国景気は感染爆発後の回復局面に

3月の中国株は、国内景気の回復基調が好材料となる一方、欧米の金融不安による投資家心理の悪化や米中関係の懸念が影響し、小幅上昇にとどまりました。1-2月の主要経済指標の多くは、中国景気が感染爆発後の回復局面にあることを印象付けるものでした。上海の人も活況のようです(右写真)。

中国不動産にも回復の兆し

3月の全国人民代表大会では、2023年のGDP成長率目標が5.0%前後に設定されましたが、実際には6%近くの成長が可能と見えています。財政赤字目標は対GDP比3.0%に設定され、積極財政による景気刺激は継続する見通しです。金融緩和姿勢も継続しており、3月に預金準備率は0.25%引下げられました。

足元で回復の兆しを見せつつあるのが不動産市況です。新築住宅価格は1月の前年比-2.3%から2月は-1.9%となりました(右下図)。新築住宅販売や不動産投資も前年比での減少幅が大きく縮小しました。昨年末の政策転換の好影響が早くも顕在化してきたと見えています。

欧米の金融不安による中国株への影響は非常に軽微

にとどまると考えます。投資家のリスク回避姿勢の強まりが中国株への資金流入に影響を与えている可能性はありますが、金融不安の後退により状況は改善すると見えています。積極的な内需拡大政策による景気回復期待を背景に、中国株は上昇基調を辿ると予想します。

懸念材料は米中関係の悪化です。台湾の蔡英文総統は中米訪問の途中で米国に立ち寄り一方、中国の積極的な外交姿勢も目立っており、米中関係の改善は見込薄でしょう。

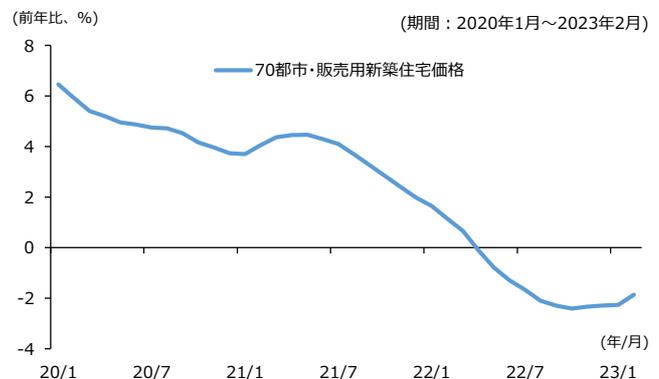
日中の上海の風景



MSCIアジア(除く日本)指数の推移



中国の不動産価格の推移



(注) MSCIアジア(除く日本)指数の期間は2018年1月~2023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(写真は岡三アセットマネジメント撮影)

※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。

米国ではインフレと金融システムを両睨みした金融政策が続く

10年国債利回り	3月28日	今後3カ月の予想レンジ
日本	0.31%	0.20%~1.00%
米国	3.57%	2.80%~3.80%
ドイツ	2.29%	1.75%~2.50%



日本：YCC撤廃観測はいったん沈静化

日本10年国債利回りは、2月末の0.5%から低下し、一時0.15%台を付けました。3月上旬からの欧米の金融不安と米景気が後退する可能性が高まったことを受けたものです。金融不安の高まりに加えて、日本10年国債利回りが変動幅上限（0.5%）を大きく下回ったことを受けて、日銀のイールドカーブ・コントロール（YCC）撤廃観測もいったん沈静化しました。

当面の日本10年国債利回りの予想レンジは0.20-1.00%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、必要に応じて国債買入や共通担保資金供給オペが活用されるでしょう。欧米の金融不安が一服すれば、YCC撤廃観測が再び台頭すると予想します。

米国：インフレと金融システムを両睨みした金融政策が続く

3月上旬には4%台に載せた米国10年国債利回りは、欧米の金融不安を受けて低下し、一時3.3%を割り込みました。特に中期国債の利回り低下が顕著で、2年国債利回りはピークから一時1.5%超低下しました。

当面の米国10年国債利回りの予想レンジは2.80-3.80%です。インフレと金融システムを両睨みした

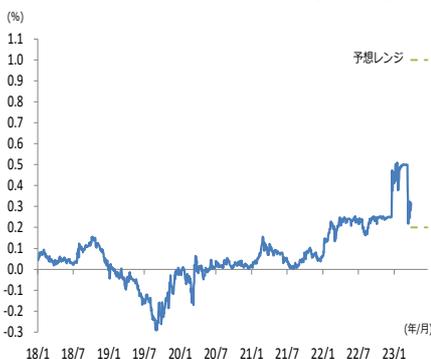
金融政策が続くと見えています。利上げのペースは緩められ、5月のFOMCではいったん利上げが見送られ、6月に0.25%幅で利上げが実施されると予想します。

米国地銀の破綻をきっかけに、累積的な金融引締め悪影響が注目されています。米国銀行の貸出基準は既に厳格化方向にあります。今回の問題を受けて一段と厳格化されることになれば、経済活動、雇用、インフレに下押し圧力が働き、米景気の後退時期を早める可能性があります。

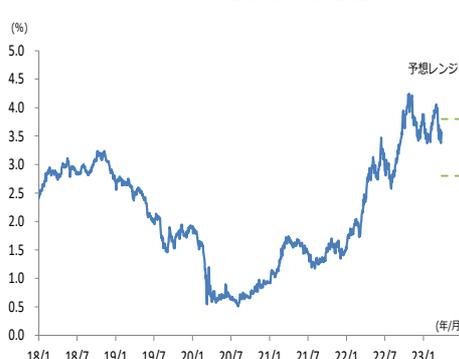
欧州：米国に比べると金利は強含もう

ドイツ10年国債利回りは、3月上旬の2.7%台から2.1%台に低下しました。当面のドイツ10年国債利回りの予想レンジは1.75-2.50%です。米国に比べると、欧州の金利は強含む展開になると予想します。ユーロ圏のコア消費者物価指数（HICP）は1月の前年比+5.3%から2月は同+5.6%に上昇し、インフレはしぶとく続いています。また、今回の金融不安は米国よりは欧州の方が個別色が強いと判断しています。5月の欧州中央銀行（ECB）理事会では利上げ幅が0.25%に縮小されると予想しますが、金融引締め局面は米国に比べて欧州の方が長引くと予想します。

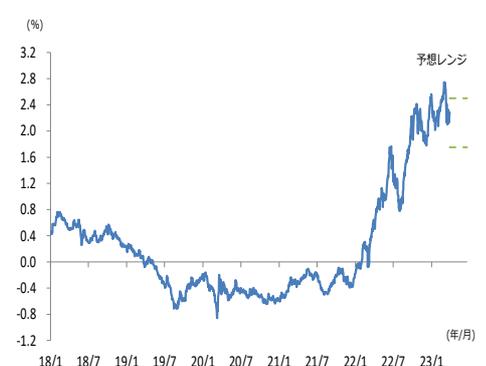
日本10年国債利回りの推移



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2018年1月~2023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

対円ではユーロ、新興国通貨の反発を予想

外国為替	3月28日	今後3カ月の予想レンジ
ドル円	130.89円	122.0円～138.0円
ユーロドル	1.08ドル	1.04ドル～1.15ドル
ユーロ円	141.94円	130.0円～150.0円



ドル/円の予想レンジは122.0-138.0円

3月上旬に137円台後半まで上昇したドル/円は、欧米の金融不安にとまなう内外金利差縮小とリスク回避の円買いの動きを背景に一時130円を割り込みました。

当面のドル/円の予想レンジは122.0-138.0円です。好材料と悪材料が交錯することから、ドル/円は方向感を探る動きが続くと見えています。FRBの金融引締め姿勢の後退と米景気後退懸念の高まりを背景としてドルの先高感が後退していることから、緩やかなドル安の継続がメインシナリオです。一方で、欧米の金融不安を受けて日銀のイールドカーブ・コントロールの撤廃観測は一時からは後退しています。高水準の内外金利差も円高の進行を抑制するでしょう。

ユーロ/ドルの予想レンジは1.04-1.15ドル

米国の金融不安が欧州に飛び火する中で、3月のユーロ/ドルは総じて堅調に推移しました。当面のユーロ/ドルの予想レンジは1.04-1.15ドルです。対円ではユーロは上昇しやすいと見えています。金融不安が意識される環境下であっても、3月のECB理事会では事前予想通り0.5%幅での利上げが実施されまし

た。FRBに対してECBの金融引締め姿勢が強いことはユーロの下支え要因として働くと考えます。

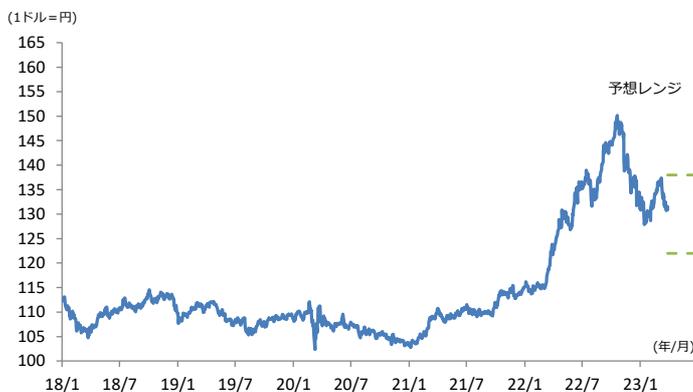
新興国通貨の上昇を予想

新興国通貨は対ドルで総じて底堅く推移する一方、円高の進行を受けて、対円では軟調に推移しました。対円ではトルコリラを筆頭として多くの通貨が下落する中で、タイバーツやポーランドズロチは小幅下落にとどまりました。人民元は対ドルで堅調に推移する一方、対円ではじり安の展開となりました。

当面の新興国通貨は対ドルで反発、対円でも底堅く推移すると予想します。FRBの金融引締め姿勢の後退を受けて、ドルの先高感は後退しています。その中でボラティリティが低位にあることが新興国通貨の下支え要因となると見えています。欧米の金融不安が和らげば、投資家のリスクセンチメントも回復し、新興国への投資資金の流入再開も期待できます。その過程では、利回り水準が高い国が選好されやすいでしょう。

中国景気は回復傾向を強めています。ドルの先高感後退を背景として、人民元は対ドルでは強含む一方、対円でも底堅い動きを予想します。

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。
- 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2.01762%（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2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）