

情報提供用資料

2021年12月30日

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. 64

岡三アセットマネジメント株式会社



国内株式

2022年は個別株への選別投資がより重要な年に

| 日本 | 12月28日 | 1-3月の予想レンジ |
|--------|-----------|---------------|
| 日経平均株価 | 29069.16円 | 27000円～30500円 |
| TOPIX | 2005.02p | 1900p～2100p |



1-3月の日経平均株価は27000～30500円

1-3月の日経平均株価の予想レンジは27000～30500円と、戻りの鈍い展開になると想定します。金融引締め方向に動き始めた米連邦準備制度理事会（FRB）については様々な見方が台頭しており、当面は金融市場の不安定要因になるでしょう。世界的に拡大傾向にある新型コロナウイルスの変異株（オミクロン株）の感染も景気拡大を抑制する方向に働くでしょう。加えて供給制約を通じてインフレ加速要因になる可能性があり、各国の金融当局は難しい舵取りを迫られるとされます。

一方、日本株式のバリュエーションは過去平均を下回っています。当面の企業業績は増益基調を維持できる公算が大きく、2021年の年初来安値を下回る可能性は低いと考えます。

2022年こそコロナ克服へ

2021年の日経平均株価は3年連続の上昇で年末を迎えることができそうです。もっとも前半の上昇に助けられた側面が大きく、全体としては膠着感の強い一年でした。

2022年はコロナ克服の年になると期待しています（下表右）。さらなる変異株の登場によって、金融

市場は短期的な影響を受けるかもしれませんが、これまでに集約された知見をもとに最終的には感染拡大を克服していくと考えます。また、世界経済は供給制約の影響は徐々に薄れ、安定成長を遂げると見られます。一方、コロナ対応として実施されてきた大規模な金融緩和、財政支出の継続は期待しづらいことから、株価の一本調子の上昇を抑制する要因となりそうです。

2022年末は31000-32000円へ上昇と予想

上記のような世界的な投資環境に加えて一桁台半ばの増益率と割安と思われるバリュエーションの平均回帰をもとに、2022年末の日経平均株価を31000-32000円と予想します。コロナ禍でダメージを受けた企業の業績回復は進展していることから、市場全体で大きな増益率を見込むのは難しく、個別株への選別投資がより重要な一年になると考えます。

国内の注目点は、岸田政権が描く「新たな資本市場」の絵姿です。岸田政権が株式市場をどのように捉えているかも徐々に明確化されていくでしょう。一方、感染拡大によって医療崩壊が発生すれば、2022年7月の参院選に向けて、再び国内政治が注目を浴びる可能性も考えられます。

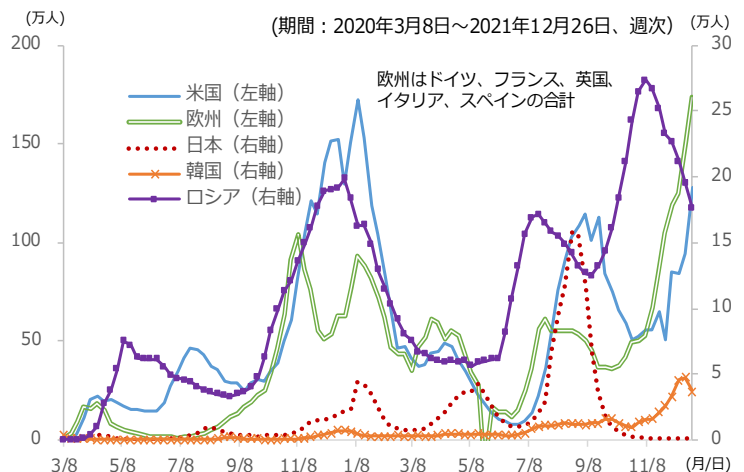
日経平均株価の推移



(注) 日経平均株価の期間は2017年1月～2021年12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。

新型コロナ：週当たりの新規感染者数



米国株式

2022年は「金融引き締め」と「景気拡大の持続性」の綱引き

| 米国 | 12月28日 | 1-3月の予想レンジ |
|----------|------------|-----------------|
| NYダウ | 36398.21ドル | 34500ドル～38000ドル |
| S&P500指数 | 4786.35p | 4500p～5000p |



史上最高値圏で推移する米国株式

米国株式は12月に入って、オミクロン株の感染拡大、高インフレ、FRBによる量的緩和の縮小（テーパリング）の加速懸念、1.75兆ドルの歳出・歳入（ビルドバックベター）法案の審議膠着などの不安材料に直面しながらも、足元では史上最高値圏で推移しています。株式市場ではオミクロン株やインフレ加速が景気を腰折れさせることはなく、FRBがテーパリングを加速させてもしばらくは本格的な金融引き締め効果を生まないと判断していることが窺えます。

2022年の米国株式見通し

2022年の米国株式は「金融引き締め」と「景気拡大の持続性」の綱引きになると考えています。利上げなどの金融引き締めは株式市場の上値を抑える要因になりますが、2022年、2023年の米国経済についてはコロナ禍から大きく反発した2021年からは減速しても潜在成長率を上回る高成長が継続すると予想されているからです。最終的には「景気拡大の持続性」が「金融引き締め」に打ち勝つことで、2022年の米国株式はボラティリティは高まりつつも、年間を通せば一桁台後半の上昇率を予想しています。

前回の金融引き締め局面

2014年1月のテーパリング開始から2018年12月の利上げ終了までの金融引き締め局面で、米国株式は「心配の壁」（Wall of Worry）を乗り越えながら上昇を続けました（下表右）。しかし、2015年の中国ショックや2018年の米中貿易摩擦など景気の先行きに対する懸念が強まった局面では株価は大きく調整しました。このような想定外のショックがないとの前提に立てば、過去の景気サイクルの長さから、次に米国の景気後退が見えてくるのは2023年後半以降になると予想します。米国経済が持続的に拡大している間は米国株式が大きく調整する可能性は低いと考えます。

不透明要因は徐々に払拭

インフレ率が冬場にピークアウトし、オミクロン株や中国の景気減速などの不透明要因が徐々に払拭されても、S&P500のバリュエーションは歴史的に高位にあることから、当面は高値圏でもみ合いを続けると予想します。その後はFRBの最初の利上げや中間選挙の前後で先行き不透明感から投資家のリスク回避姿勢が強まる局面があると考えます。中間選挙後は政治に対する不透明感が払拭され、米国株式は2023年に向けた持続的な経済成長を織り込む形で、再度上昇基調へ移行していくと予想しています。

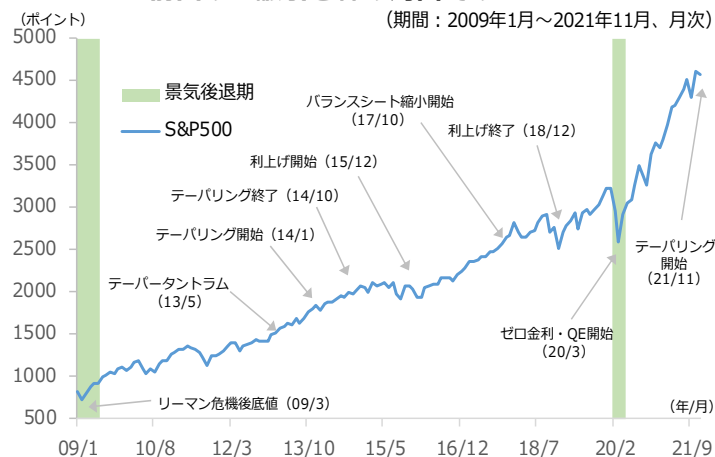
NYダウの推移



(注) NYダウの期間は2017年1月～2021年12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

前回の金融引き締め局面でのS&P500

(期間：2009年1月～2021年11月、月次)



※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。

目先は上値が重くても、米国に追隨する展開を予想

| 欧州 | 12月28日 | 1-3月の予想レンジ |
|-----------------|---------|------------|
| STOXXヨーロッパ600指数 | 488.50p | 450p~500p |



欧州の景気回復に遅れ

ドイツのIfo企業景況感指数は7月以降低下が続き、12月のユーロ圏のPMIは製造業、サービス業ともに前月比で悪化しました。夏以降の中国経済の減速が輸出企業への打撃となり、コロナ感染がロシア、東欧から西欧に広がってきたことが背景にあったと思われます。そして、12月以降はオミクロン株の新規感染拡大がこの動きに拍車をかけています。英国ではピークアウトの兆しが見えてきましたが、大陸諸国では行動制限、入国制限が年明け以降のサービス、レジャー産業に暗雲を投げかけるとともに、供給制約の一因になることも考えられます。アルプスのウインターリゾートでは今シーズンも英国からの旅行者・スキーヤーが見込めず、不振に終わりそうです。その結果、欧州経済は1-3月期も低成長を余儀なくされる見通しです。

2022年の欧州株式見通し

2022年の欧州株式は米国株式にほぼ追隨する動きになると予想します。欧州株式と米国株式の相関係数は足元で0.9程度まで上昇してきました（下表右）。目先は低調な域内経済を受けて上値の重い展開が想定されますが、インフレ率がピークを打ち、オミクロン株が収束へ向かえば、株価は米国株式に追いつく展開になると予想します。北京五輪後に期待される中国の景気回復も欧州株式にとっては追い風になりそうです。

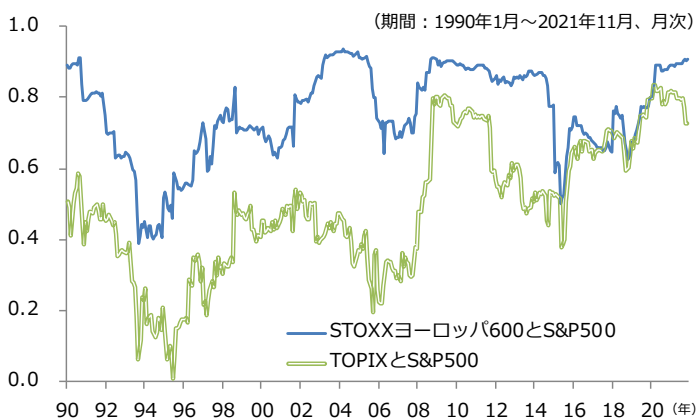
その後は年末に向けて2023年の「景気の持続性」が視野に入り、底堅い展開に移行すると予想します。

米国株式との相対比較

米国との相対比較においては、①FRBが既に利上げモードに入っている一方、欧州中央銀行（ECB）の利上げはまだ先なこと、②フランスやイタリアの大統領選が年前半に予定されていますが、米国の中間選挙ほど大きな不安材料にならないと思われること、③欧州株式の株価収益率（PER）は米国株式より低いこと、④グリーントランスフォーメーション（GX）の分野ではEUの政治的な推進力を背景に欧州企業に収益機会があると考えられることが、欧州株式の相対的な優位性になると考えています。

一方、世界経済が基調として2021年のコロナ直後のリバウンドから2022年、2023年と潜在成長率に向けて徐々に減速していくことは、景気敏感株が多い欧州株式には不利になると考えられます。また、ロシアやウクライナを巡る地政学リスクについては、欧州主要国は距離的に近く、欧州のエネルギー問題に直結するため注意が必要です。欧州にはGAFAM（グーグル、アップル、フェイスブック、アマゾン、マイクロソフト）のようにインフレ下でも収益を安定的に伸ばせる巨大企業が少ないことから、欧州株式のリスク耐性は米国株式に見劣りすると考えられそうです。

欧州株式、日本株式と米国株式の相関係数（36カ月）



（注）STOXXヨーロッパ600指数の期間は2017年1月～2021年12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。

秋の中国共産党大会に向けて戻りを試す展開を予想

| アジア | 12月28日 | 1-3月の予想レンジ |
|------------------|---------|------------|
| MSCI アジア(除く日本)指数 | 785.97p | 750p~860p |



見えてきた中国の「政策転換」

これまでの中国経済の減速は、強くなり過ぎたITプラットフォームへの規制強化、住宅価格の上昇を抑えるための不動産業界への締め付けなど、半ば政策によって引き起こされたと思われます。しかし、足元ではこれらの抑制的な政策に方向転換の兆しが見えてきました。直近の中央経済工作会議では積極財政、緩和的な金融政策、不動産の好循環、「共同富裕」の実現のためにパイを大きくすることが決まった模様です。地方政府が主にインフラ投資のために発行する専項債の発行は前倒しされ、預金準備率、1年物の政策金利も引き下げられました。

恒大集団の問題は続いていますが、これまでに住宅融資基準の緩和、不動産開発業者への融資や社債発行基準の緩和が発表されました。実際、11月の製造業PMIは8カ月ぶりに前月比で改善しました。北京五輪までは「ゼロコロナ」政策の徹底で景気が低迷することが考えられますが、その後は政策支援を背景に徐々に回復から拡大に向かうと予想しています。

共産党大会サイクル

習政権3期目を決める2022年秋の党大会を控えて、今後も景気刺激策や株式市場の下支え策が発表される可能性があります。これまでの株式市場と党大会の関

係を振り返ると、江沢民、胡錦涛、習近平が2期目に入る党大会の前に上海、香港株式は大きく上昇しました（下表右）。1期目は前指導部によって後継者が事前に決められていましたが、2期目は自らの1期目の実績を国民や党内にアピールする必要がありました。そのため、1期目の指導部は2期目の党大会前に景気拡大を通して雇用を安定させ、株価上昇を通して国民の懐具合を温めようとしてきました。3期目を目指す習指導部もその傾向を強め、株式市場は秋までは底堅い展開を続けると予想しています。

「資本の分断」に向かう米中関係

直近、バイデン政権は顔認証など人権侵害に加担すると考えられる中国企業8社を証券投資の禁止対象に追加しました。これまでの「テクノロジーの分断」が「資本の分断」に広がってきた形です。引き続き、このような動きには注意が必要です。

戻りを試す展開へ

アジア株式は2月をピークに軟調な展開を続けています。コロナ感染、中国経済の減速などの域内要因に加えて米国の金利上昇懸念も悪材料になったと思われます。しかし、足元でアジア株式のバリュエーションは割安な水準と思われ、今後は中国の政策転換を見込んで、戻りを試す展開に移行すると予想しています。

MSCIアジア（除く日本）指数の推移



共産党大会と株式市場



(注) MSCIアジア（除く日本）指数の期間は2017年1月～2021年12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

金融政策の正常化は米国、欧州、日本の順に

| 10年国債利回り | 12月28日 | 1-3月の予想レンジ |
|----------|--------|--------------|
| 日本 | 0.06% | 0.0%~0.2% |
| 米国 | 1.48% | 1.3%~1.8% |
| ドイツ | -0.24% | -0.45%~0.00% |



日本：金融政策の大枠に変更なし

12月に行われた日銀の金融政策決定会合では、新型コロナウイルス対応の大企業のCP・社債買入れを期限通りに終了し、金融支援特別プログラムを一部延長することが決まりましたが、金融政策の大枠に変更はありませんでした。11月のコアCPI（消費者物価指数）は前年比で+0.5%まで上昇しましたが、欧米と比較すれば川下部門への価格転嫁は進んでいません。日銀の2%の物価目標には程遠く、当面現在の金融政策が維持されると予想します。2022年を通して考えれば、FRBの利上げが本格化する過程で日銀も何らかの緩和縮小を検討する可能性があると考えます。当面、10年国債利回りは0.0%-0.2%のレンジ内で推移すると予想しています。

米国：3月にテーパリング終了

11月のコアCPIは前年比で+4.9%、コアPCEデフレータも同+4.7%とFRBが目標とする2%を大幅に上回っています。11月中旬に急激にタカ派化したFRBは12月の連邦公開市場委員会（FOMC）で3月にテーパリングを終了し、2022年の内に3回利上げを行うことを示唆しました。市場参加者の多くは4-6月に利上げが始まると予想しています。

このような環境でも10年国債利回りが1.5%を超えられない理由としては次の2つが考えられます。1つ目はFRBが示唆する引き締めペースが市場が適切

と考えるペースに先行していることから、このまま利上げを進めれば景気失速を招くと市場が判断していることです。2つ目は米国債市場の需給です。日独長期金利が低水準で推移するなか、相対的に高い利回りが狙える米国債への投資魅力が高まっています。また、国内商業銀行の預貸率（貸出/預金）が低下し、余資が国債市場に向かっていることや、企業年金の積立比率（資産/将来の給付）が100%に近づき、株式などのリスク資産から固定利回りの債券に資金が移動していることが米国債への需要を拡大させています。

10年国債利回りはしばらく1.3-1.8%のレンジ内で一進一退の動きになると予想していますが、2022年を通せば、FRBの利上げペースと市場が想定するペースが収斂していく動きとなり、2%程度まで上昇すると予想します。

欧州：緩和的な金融政策を維持

ECBは12月の理事会でパンデミック緊急購入プログラム（PEPP）を3月末で終了することを決めましたが、従来の資産購入プログラム（APP）はしばらく継続する見通しです。ラガルドECB総裁は足元のインフレ加速は一時的で、数年後には2%の目標まで低下すると予想しています。このような環境でドイツ10年国債利回りは当面0%を下回る水準で推移すると予想します。



(注) グラフの期間は2017年1月~2021年12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

2022年もドルが対円、対ユーロで強含む展開を予想

| 外国為替 | 12月28日 | 1-3月の予想レンジ |
|-------|---------|---------------|
| ドル円 | 114.82円 | 111円～119円 |
| ユーロドル | 1.13ドル | 1.07ドル～1.20ドル |
| ユーロ円 | 129.86円 | 122円～134円 |



ドル円相場：ドル高円安を予想

ドル円相場については、日米のインフレ格差、金利差はドル高円安材料になる一方、実質実効為替レートの過去平均からの乖離などのバリュエーションではドルが割高、円が割安とみられ、当面は方向感が出にくい展開になると予想します。

2022年を見通せば、金融政策の方向性の違い（米国はテーパリングから利上げへ、日本のテーパリングはまだ先）、長期金利差の拡大（米国は2%に向けて上昇、日本の上昇は限られる）から、ドル高円安の流れが続くと予想しています。

しかし、近年は食品、エネルギー価格の上昇など円安のデメリット、海外生産による輸出企業の円安メリットの縮小にも注目が集まっていることから、一定水準を超える円安には政府や日銀から「円安牽制」発言が出てくる可能性があります。

一方、過去にはFRBが利上げを開始するとドル安円高に進むケースが多く見られました。金融市場がリスクオフの動きとなり、米国株式や米国債が下落したことが要因と考えられます。4-6月にも想定される利上げ開始後には一時的にドル安円高が進むと予想しています。

ユーロドル相場：ユーロ安ドル高を予想

米国とユーロ圏の金融政策の違いを考慮し、当面はユーロ安ドル高が継続すると考えます。1-3月期の欧州の成長率が米国を下回ると予想されることもユーロ安要因になりそうです。

ユーロ圏では年明け早々にもコロナ禍で一時中断された財政健全化協定の復活を目指した議論が始まります。直近、フランスのマクロン大統領とイタリアのドラギ首相は連名で財政健全化よりも域内の投資を優先すべきとの意見を英経済紙に寄稿しました。一方、北部諸国は財政健全化を優先する姿勢を崩していません。結論に達するまでの過程でユーロが不安定な動きになることが予想されます。

一部の新興国通貨は安定へ

米長期金利はしばらく一進一退の展開を続けることと予想しており、新興国の中には既に複数回利上げを行った国もあることから、今後は利回りの高い国を中心に新興国通貨は対ドルで安定的に推移すると予想しています。中国人民元については、政策支援により景気が回復に向かうことはプラス材料ですが、当局が元高抑制姿勢を示していることから、当面は対ドルで上値の重い展開が続くと予想します。



(注) グラフの期間は2017年1月～2021年12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さな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)