

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. 69

国内株式： 慎重姿勢継続も、株主還元はサプライズ

米国株式： マクロ懸念から、当面の株価は軟調推移を予想

欧州株式： ユーロ安、資源価格上昇から底堅い推移を予想

アジア株式： 陰の極を通過した中国株

内外債券： 当面は景気減速懸念が利回り上昇を抑制

外国為替： 円高余地は限定的

岡三アセットマネジメント株式会社



国内株式

慎重姿勢継続も、株主還元はサプライズ

日本	5月26日	6-8月の予想レンジ
日経平均	26604.84円	24000円～28000円
TOPIX	1877.58p	1700p～2000p



予想レンジは24000-28000円

5月の日経平均株価は方向感に乏しい展開が続きましたが、米国株と比較すると割安圏にあった日本株は底堅く推移しました（右下図）。

当面の日経平均の予想レンジは24000-28000円です。原材料価格の上昇に加え、中国におけるロックダウンがサプライチェーンの混乱をまねき、企業業績の不透明感は強まっています。さらに、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は下押し圧力がかかりやすく、下値警戒感が残る展開を予想します。

サプライズだった株主還元

2021年度のTOPIX500（除く金融・ソフトバンクグループ）の通期業績は前年度比+62%経常増益でした。1-3月期業績は前年同期比+32%経常増益と、事前予想の+24%経常増益予想を上回りました。

前年度実績の上ぶれもあり、2022年度のコンセンサス予想は+12%経常増益予想から+7%経常増益予想に低下しました。ただ、本決算発表時に公表された新年度の会社予想は横ばい予想であり、コンセンサス予想は今後、下方修正されると思われます。

決算シーズンには株主還元強化の動きが目立ちま

した。4月以降、5月25日までに発表された自社株買い計画の件数は287件、総額は4.2兆円と、過去最高であった2019年度の同時期の件数、金額（225件、3.1兆円）をともに上回っています。2021年度の自社株買い計画は総額で8.2兆円でしたが、今年度は10兆円を上回る見通しです。

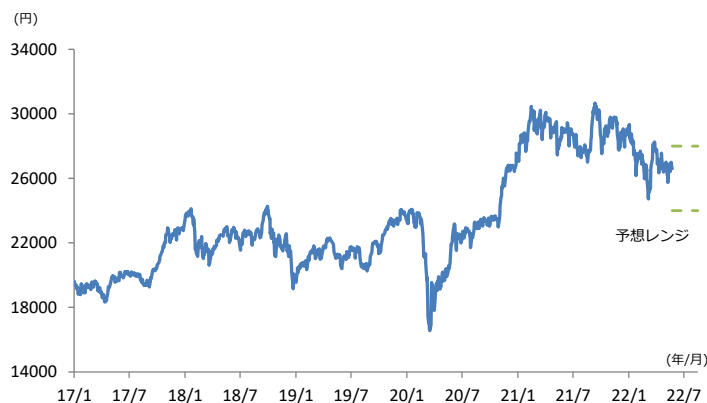
「新しい資本主義」講演

5月5日の岸田首相基調講演では「新しい資本主義」が語られました。人への投資、科学技術・イノベーション投資、スタートアップ投資、グリーン・デジタル投資が4本柱とされています。

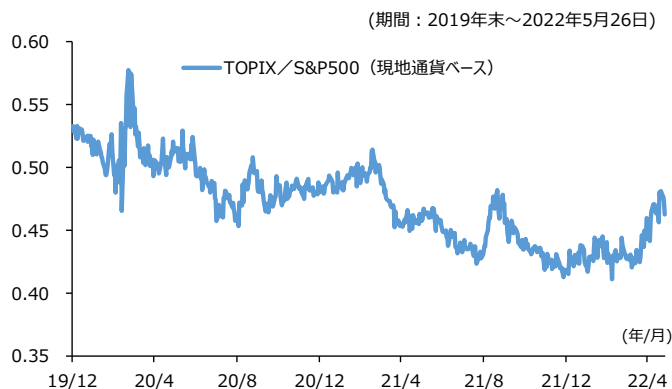
目新しかったのは「水際対策の緩和」と「貯蓄から投資」でしょう。「鎖国」とも言われた日本の水際対策は、6月からG7並みに緩和するとの意向が示されました。コロナ禍前の状況に戻るには相当な時間がかかるでしょうが、経済再開に向けた取り組みとして重要な一歩だと考えます。

「投資による資産所得倍増プラン」も打ち出されました。「NISA（少額投資非課税制度）の抜本的拡充や、国民の預貯金を資産運用に誘導する新たな仕組みの創設」と説明されており、8月の税制改正要望に向けて議論が深まっていくことが期待されます。

日経平均の推移



日本株の相対株価



(注) 日経平均の期間は2017年1月～2022年5月26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

マクロ懸念から、当面の株価は軟調推移を予想

米国	5月26日	6-8月の予想レンジ
NYダウ	32637.19ドル	28000ドル～34000ドル
S&P500指数	4057.84p	3450p～4350p



NYダウは続落

5月の米国株は大幅に下落しました。0.5%の利上げが実施された5月の米連邦公開市場委員会（FOMC）では、0.75%の利上げに否定的な見解が示されたことで株価はいったん上昇しましたが、長続きしませんでした。景気減速懸念が強まる中、人件費や燃料費などコストの上昇から大手ディスカウント小売チェーンの業績が事前予想を大きく下回り、企業業績の悪化懸念が広がったことも、市場全体の下落に拍車をかけました。

予想レンジは28000-34000ドル

当面のNYダウの予想レンジは28000-34000ドルです。企業の決算発表が一巡し、投資家の視点はマクロ指標に移ると見えています。急激な物価上昇やローン金利上昇の影響から景況感指数は下振れする公算が大きく、株価も軟調な展開を予想します。

金融引き締めの影響は、住宅着工の減速など一部の経済指標に表れています。また、インフレ圧力が企業の利益を圧迫しており、S&P500の4-6月期業績は4月上旬の前年同期比+7%増益予想から+5%増益予想に下方修正されました。

株価バリュエーション面では、コロナ禍に起因する

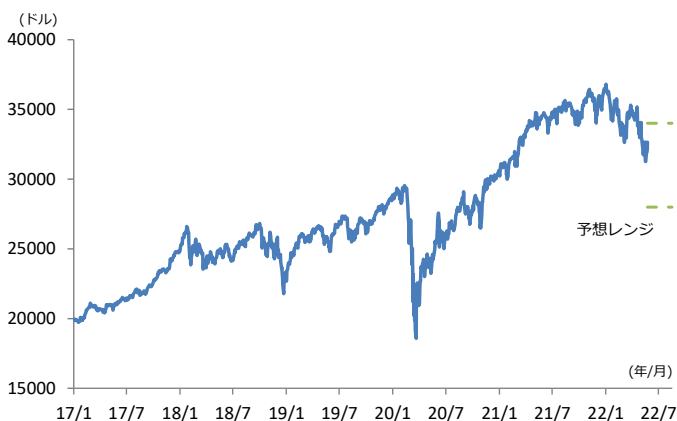
財政拡張、金融緩和により、バリュエーションが割高な水準にまで上昇していましたが、修正が進んだ結果、2021年前半に22倍強であったS&P500の予想PER（12カ月先予想EPSベース）は17倍と、2006年以降の平均値の16倍に近づきました。株価の割高感解消してきていると考えられるので、企業業績の大幅な落ち込みが無ければ、下値リスクは限定的でしょう。

ジャクソンホール会議が株価反転の転機に

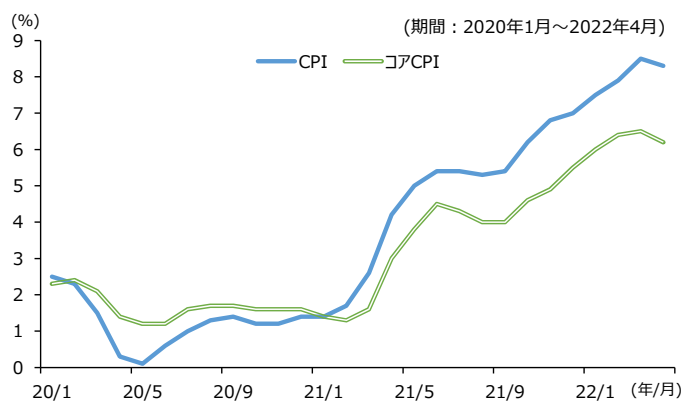
CPIは3月の前年比+8.5%から4月は+8.3%に、コアCPIは3月の+6.5%から4月は+6.2%に、それぞれ低下しました（右下図）。前年の3月から4月にかけて物価水準が上昇したことが、4月の前年比伸び率の低下につながりました。インフレ率は引き続き高水準ですが、0.75%の利上げが実施される可能性は大きく低下したと考えます。

今後0.5%幅での利上げが続けば、年末の政策金利は3.25-3.50%となりますが、パウエル議長が言及した中立金利（2-3%）を想起すれば、政策金利が3%に近づく過程で利上げ幅が縮小されるという見方が台頭するでしょう。8月のジャクソンホール会議に向けてそういった見方が強まれば、株価の反転を後押しする要因になると考えます。

NYダウの推移



CPIの推移



(注) NYダウの期間は2017年1月～2022年5月26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。

ユーロ安、資源価格上昇から底堅い推移を予想

欧州	5月26日	6-8月の予想レンジ
STOXXヨーロッパ600指数	437.71p	385p~475p



欧州株は3月安値割れを回避

米国株安を受けて、5月上旬の欧州株は3月安値目前の水準にまで下落しましたが、下値は割り込まず、430ポイント台に反発しました。一方で5月9日の対独戦勝記念日を越えてもウクライナ情勢には大きな変化は見られず、ウクライナ危機は長期化しています。

予想レンジは385-475ポイント

当面のSTOXXヨーロッパ600指数の予想レンジは385-475ポイントです。ウクライナ危機による悪影響は懸念されますが、欧州株はユーロ安、資源価格上昇の恩恵を受けやすい側面があることから、当面は相対的に底堅く推移すると予想します。

STOXXヨーロッパ600の業績は1-3月期が+42%増益予想と、4月下旬時点の予想から14%ポイント上方修正されました（右下図）。4-6月期は+15%増益予想と、こちらも2%ポイント上方修正されました。4-6月期の増益率は1-3月期からは減速が予想されていますが、それでも当面は比較的高めの増益率が続くことが展望されています。

4月中旬までは業績予想が下方修正される企業の数が、上方修正される企業の数を上回る状況が続きましたが、4月後半に逆転し、上方修正の方が優位な状況

が続いています。上方修正の中心となっているのは、ユーロ安の恩恵を受ける企業や資源高の恩恵を受ける企業です。

ウクライナ危機深刻化で景気は減速へ

EUはこれまでロシアに多くのエネルギーを依存してきましたが、ウクライナ危機をきっかけに、ロシアへのエネルギー依存度を低下させる動きが始まっています。4月には石炭の輸入禁止で合意しましたが、その後も原油、天然ガスを含めた禁輸措置が議論されています。他方、ロシアも一部の国へのガス供給を停止したと報じられています。

当初、経済的な悪影響が大きいエネルギー依存度の引き下げは長期的課題と見られていましたが、長期化するウクライナ危機を前に、その動きは想定以上のペースで進行しています。

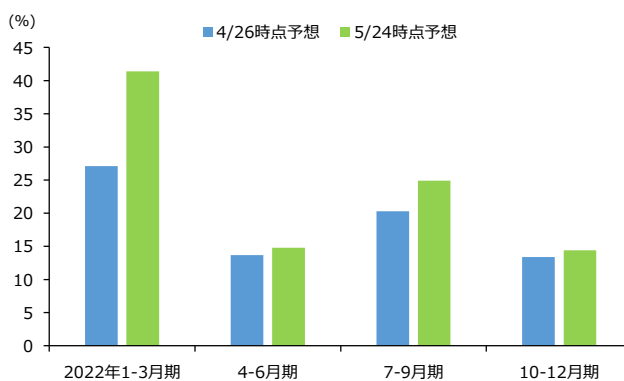
1-3月期のユーロ圏のGDP成長率は前期比+0.3%と事前予想を上回りました。ウクライナ危機にもかかわらず、サービス消費好調の影響もあって欧州経済は底堅く推移していますが、ウクライナ危機が、①エネルギーを中心とした物価高、②新たな供給制約、③家計・企業のマインド悪化を発生させているとの見方に変わりはありません。景気は減速に向かうと考えます。

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5月26日 (出所) Refinitiv、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。

STOXXヨーロッパ600の業績動向



アジア株式

陰の極を通過した中国株

アジア	5月26日	6-8月の予想レンジ
MSCI アジア(除く日本)指数	650.40p	600p~720p



中国本土株はもみ合う展開

中国本土株はもみ合う展開となりました。新型コロナウイルス感染拡大に伴うロックダウンや行動制限などにより、中国の景気は失速していますが、行動制限の段階的な緩和や景気支援策への期待が株式市場を下支えしました。

中国の新規感染者数は3月上旬並みの水準に

中国のゼロコロナ政策による景気への影響は甚大であり、4月の中国の景気指標は軒並み急減速しました。4月の製造業PMIは47.4、非製造業PMIは41.9と、ともに分岐点の50を下回り、2020年2月以来の低水準となりました(右下図)。ただ、4月13日をピークに新規感染者数は減少し、5月下旬時点では3月上旬並みの水準となったことから、徐々にではありますがロックダウン緩和の動きが見られます。経済への悪影響は6月頃まで残りそうですが、経済再開に向けた動きも出始め、景気の底は4-5月だったと言えます。引き続き発表される景気指標は厳しいものが続くでしょうが、株価には概ね織り込まれたと考えています。景気支援策も相次いで打ち出されています。5年物

ローンプライムレートが引き下げられ、中国国務院は、税還付の上積み、乗用車購入税の負担減などを含む追加減税策を打ち出しました。景気指標が上向いていく過程で、株価は上昇すると考えます。

リスク要因としては、感染が再拡大し、ロックダウン政策で経済が再失速しうることです。この点が修正される見通しはまだ立っていません。ただ、今回の経済失速を踏まえ、中国政府が中期的に市場配慮型の政策運営に軌道修正するのであれば、株式市場にとってはプラス要因でしょう。バイデン米大統領の発言をきっかけに米中関係の悪化が再認識されましたが、現時点で台湾進攻が実施される可能性は限りなく低いと考えます。

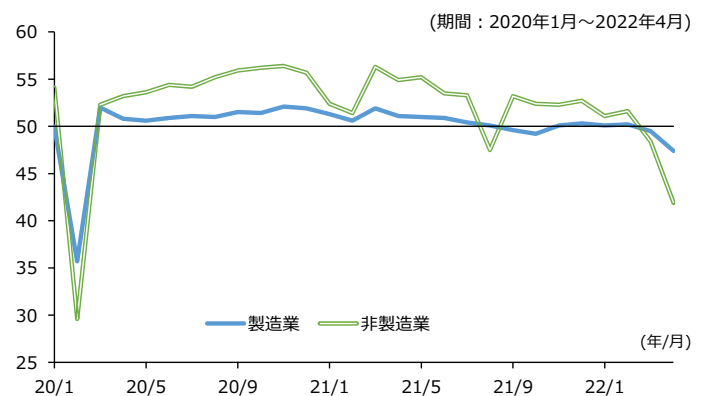
中国株底打ちはその他アジア市場にも好影響

中国ロックダウンの影響は、その他アジア市場の輸出面などにも影響しましたが、その影響は縮小していくでしょう。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。海外投資家による売り越しは依然継続していますが、その他アジア市場にとっても中国株の上昇はプラスに働くでしょう。

MSCIアジア(除く日本)指数の推移



中国のPMI(政府版)の推移



(注) MSCIアジア(除く日本)指数の期間は2017年1月~2022年5月26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

当面は景気減速懸念が利回り上昇を抑制

10年国債利回り	5月26日	6-8月の予想レンジ
日本	0.24%	0.15%~0.35%
米国	2.75%	2.50%~3.10%
ドイツ	1.00%	0.60%~1.25%



日本：フォワードガイダンス修正へ

日本10年債利回りは、4月末の0.23%から0.25%近辺まで上昇しましたが、海外金利低下の影響もあり、一時0.21%を下回る水準まで低下しました。

4月の日銀政策決定会合では、連続指値オペの運用の明確化が公表されました。10年物国債金利について、次回会合まで0.25%の利回りでの指値オペを、原則毎営業日実施するというものです。2月以降、10年債利回りが0.25%に近づく過程で、日銀オペの実施の有無に関心が集中していましたが、「毎営業日の実施」と宣言したことで憶測が生じる余地を封じ込めることが目的です。

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、当面のインフレ率は上昇基調にあることから、政策変更の可能性は意識されやすい局面です。現状の声明文では「政策金利については、現在の長短金利の水準、または、それを下回る水準で推移することを想定している」とされていますが、このフォワードガイダンスのうち「下回る水準」という部分は削除されると予想します。2023年3月に副総裁2名、4月に総裁の任期が満了しますが、7月の参院選後には断続的に後任人事が注目を集めるでしょう。

米国：景気減速懸念が利回り上昇を抑制

連邦準備制度理事会（FRB）の利上げ加速と量的引き締め開始への警戒感から、米国10年債利回りは4月末の2.93%から一時3.20%まで上昇しました。その後、景気減速懸念やリスクオフ姿勢の強まりを反映し、2.7%台まで低下しました。

当面の米国10年国債利回りの予想レンジは2.50-3.10%です。インフレ率の上昇に歯止めがかかったことに加え、景気減速懸念が根強いいため、当面の利回り上昇は抑制されると見ています。ただ、中国でのロックダウンが本格的に解除され、世界経済の減速懸念が和らげば、再度上昇に転じるでしょう。

欧州：本格的な利上げ局面へ

当面のドイツ10年国債利回りの予想レンジは0.60-1.25%です。欧州中央銀行（ECB）のラガルド総裁は、①7月には利上げが可能になる、②政策金利は9月末までにゼロかゼロを僅かに上回る水準に達する可能性がある、と言及しました。現行の政策金利である預金ファシリティ金利は-0.5%ですが、7月に利上げが実施されれば11年ぶりです。高いインフレ率を前に、米国に続いて欧州も年後半から本格的な利上げ局面を迎えることとなります。

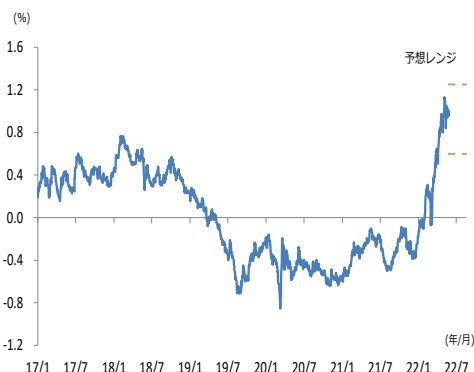
日本10年国債利回りの推移



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5月26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

円高余地は限定的

外国為替	5月26日	6-8月の予想レンジ
ドル円	127.12円	122.0円～131.0円
ユーロドル	1.07ドル	1.03ドル～1.15ドル
ユーロ円	136.33円	127.0円～144.0円



ドル円相場：円高余地は限定的

円は4月末の1ドル129.7円から、5月上旬には131円台前半に下落しました。その後、米国長期金利が低下に転じたことをきっかけに、円は一時1ドル126円台まで上昇しました。円安が急速に進行した局面では政府高官からの円安警戒コメントが続きましたが、足元ではそういった動きも一服しています。

当面のドル円相場の予想レンジは1ドル122.0-131.0円です。内外金利差拡大による円売りの動き、米国金利上昇やリスクオフにともなうドル高には、いったん歯止めがかかりました。円は割安と思われるが、貿易赤字は高止まりしており実需による円売りの動きは根強いことから、円高余地は限定的と予想します。

ユーロドル相場：ユーロ安継続

ユーロは4月末の1ドル1.05ユーロから、中旬には1.03ユーロに下落しましたが、その後1.07ユーロに戻りました。

当面のユーロドルの予想レンジは1ユーロ1.03-1.15ドルです。ウクライナ危機は長期化しており、相場材料としては小康状態にありますが、景気への悪影響懸念を念頭におくと、ユーロ安方向に振れやすい展開を予想します。

その他通貨：中国経済の底入れを期待

急速な円安が一服したこととリスクオフの動きを背景に、新興国通貨は対円では軟調に推移しましたが、徐々に下げ渋ってきています。

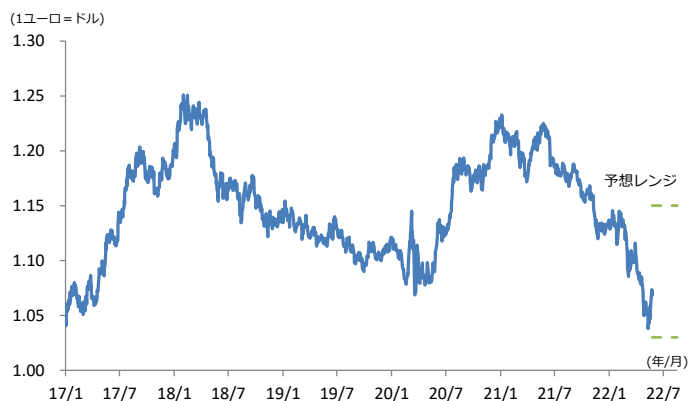
対ドルで見た資源国通貨は中期的には上昇余地が大きいと見ており、資源を持たない国の通貨との二極化は継続するとの見方に変わりはありません。インドネシアルピア、南アフリカランド、メキシコペソなどの投資魅力が高いと考えます。一方、売り込まれた東欧通貨は、短期的に反発する可能性もありそうです。

人民元は、4月中旬の1ドル6.3元から5月中旬には6.8元に下落しました。ロックダウンの拡大による景気失速懸念によるものと考えます。外貨準備高も減少し、資金逃避懸念が浮上しました。4月中旬に米国10年債利回りが中国10年債利回りを上回ったことで、中国の金利面での優位性が後退しました。5月下旬の利回り格差はやや縮小しましたが同程度で、利回り面からは海外投資家の売り圧力が残存していると見えています。一方、中国経済の底入れ、米国の対中関税の一部撤廃に対する期待などが、人民元を下支えていくと予想します。それは豪ドルなどの反発も後押しするでしょう。

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5月26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)