

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. 70

- 国内株式： 経済再開は顕在化も、下値リスク残る
- 米国株式： 企業業績の悪化見通しから軟調な推移を予想
- 欧州株式： 景気減速の兆候も、ユーロ安から底堅い推移を予想
- アジア株式： 景気指標が上向く過程で中国株は引き続き上昇
- 内外債券： 米国では金融引き締め姿勢と景気減速懸念の綱引きが続く
- 外国為替： 円は安値圏での不安定な展開を予想

岡三アセットマネジメント株式会社



国内株式

経済再開は顕在化も、下値リスク残る

日本	6月27日	今後3カ月の予想レンジ
日経平均	26871.27円	24000円～28000円
TOPIX	1887.42p	1700p～2000p



6月の日経平均はレンジ上限まで上昇後反落

米国株と比較して割安な日本株は、引き続き底堅く推移しています。6月上旬の日経平均は戻りを試す展開となり、5月末の27279円から一時28000円台に乗せました。その後、米国の金融引き締め加速懸念から投資家のリスク回避姿勢が強まり、一時的に5月安値を下回る水準まで下落しましたが、下旬にかけて反発し、27000円台付近で推移しています。

予想レンジは24000 - 28000円を継続

当面の日経平均の予想レンジは24000-28000円です。金融緩和と財政支出の継続は支援材料ではありますが、米国株の下値リスクが意識される状況下においては、引き続き日本株も下値リスクが残る展開を予想します。過去の日経平均の騰落率を月別に見ると、7月や8月は低い部類に属しています。

企業業績では、2022年度のTOPIX500（除く金融・ソフトバンクグループ）の通期コンセンサス予想は前年度比+8%経常増益と大きな動きは見られません。1-3月期は前年同期比+32%経常増益でしたが、4-6月期は+1%経常増益に減速すると予想されています。中国の都市封鎖の影響やサプライチェーン問題などから今期業績は低調なスタートとなる見通し

です。

ただ、足元の円安の進行が輸出企業の業績には追い風になることに加え、国内では新型コロナの感染が落ち着き、消費やレジャーなど経済再開の動きが強まっています。景気ウォッチャー調査では現状判断DIが4月の50.4から5月は54.0に、先行き判断DIが4月の50.3から5月は52.5に、それぞれ改善しました（右下図）。インフレ率上昇が景況感の改善に歯止めをかける可能性には留意が必要ですが、7-9月期にかけては経済再開やサプライチェーン問題の改善で企業業績は持ち直すと予想します。

参院選では与党過半数超えを見込む

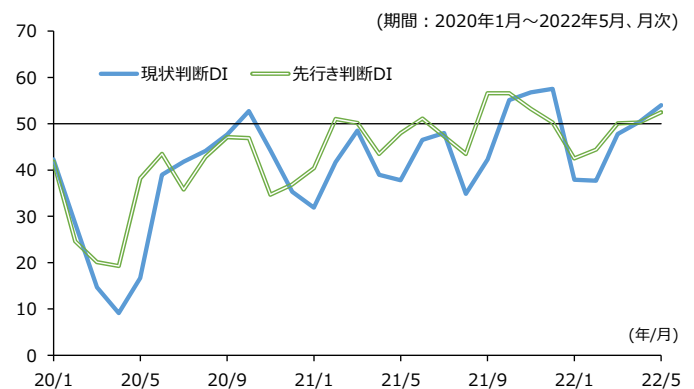
7月10日に実施される参議院選挙では、与党の議席数は過半数を上回ると見えています。今回の選挙が終われば2024年9月の自民党総裁選まで国内の大きな政治イベントは見当たらないことから、政治に対する注目度は当面低下するでしょう。

一方、参院選後には二次補正予算も期待されますが、実施の時期は少し先になると見えています。年末に総合的な「資産所得倍増プラン」を策定する方針が公表されていますが、同時に金融所得課税の議論にも関心が向かうと考えます。

日経平均の推移



景気ウォッチャー調査の推移



(注) 日経平均の期間は2017年1月～2022年6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

企業業績の悪化見通しから軟調な推移を予想

米国	6月27日	今後3カ月の予想レンジ
NYダウ	31438.26ドル	28000ドル～33000ドル
S&P500指数	3900.11p	3450p～4050p



一時30000ドルを割り込んだNYダウ

6月上旬のNYダウは33000ドル近辺で推移していましたが、中旬に急落し、16日には30000ドルを割り込みました。その後自律反発し、31000ドル近辺で推移しています。

さらなるインフレの高まりが、株価下落の直接的なきっかけと見ています。6月10日に公表された5月の消費者物価指数（CPI）は4月の前年比+8.3%から5月は+8.6%に上昇する一方、コアCPIは4月の+6.2%から5月は+6.0%と小幅低下にとどまりました。また、6月10日に公表された長期のミシガン期待インフレ率も+3.3%と、2008年以来の高水準を記録しました（その後、確報値で+3.1%へと修正されました）。

一連の統計を受けて、6月の米連邦公開市場委員会（FOMC）の直前に利上げ幅が0.5%から0.75%に拡大するとの見方が一気に広まり、実際に6月のFOMCでは0.75%の利上げが決定されました。0.75%という利上げ幅は1994年11月以来です。

発表される景気指標も弱いものが増え、米国が景気後退に向かう可能性がより強く意識されるようになりました（右下図）。過去の景気後退局面の多くでは長短金利差が逆転しましたが、足元の10年債利回りと2年債利回りの水準はほぼ同じです。

予想レンジは28000-33000ドル

当面のNYダウの予想レンジは28000-33000ドルです。企業業績の悪化懸念から、株価は軟調な推移を予想します。S&P500の4-6月期業績は5月下旬の前年同期比+5%増益予想から+6%増益予想に上方修正される一方、7-9月期業績は+11%増益予想と横ばいとなりました。ただ、4-6月期決算発表シーズンを前に、足元で下方修正社数は増加してきています。4-6月期は11業種のうち、エネルギー、資本財、素材など6業種が増益と予想されていますが、一方で、金融、通信サービス、公益など5業種が減益と予想されています。

年後半に利上げ幅縮小へ

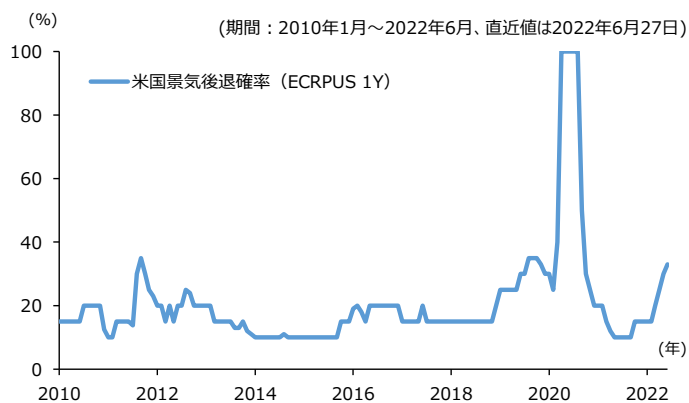
株価の本格的な反発には、利上げペースの鈍化が必要と考えます。6月のFOMCでパウエル議長は、7月の利上げ幅は0.5%か0.75%の可能性が高いと言及しました。有無を言わさぬインフレ鈍化が必要で、インフレ圧力緩和のために失業率を一定程度引き上げる必要性も示唆していることから、0.75%利上げの可能性が高いと見ています。

一方で、0.75%の利上げは異例の措置としていることから、インフレ率が低下に向かえば、9月以降、利上げ幅縮小の可能性が出てくるでしょう。

NYダウの推移



米国の景気後退確率



(注) NYダウの期間は2017年1月～2022年6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。

景気減速の兆候も、ユーロ安から底堅い推移を予想

欧州	6月27日	今後3カ月の予想レンジ
STOXXヨーロッパ600指数	415.09p	370p~440p



3月安値を割り込んだ欧州株

6月上旬のSTOXXヨーロッパ600指数は440ポイント近辺で推移していましたが、中旬にかけて下落しました。3月安値を下回り、一時400ポイントが目前に迫りました。

6月の欧州中央銀行（ECB）理事会で7月利上げ開始の意向が示されましたが、主要国と周縁国との間で10年債利回りの格差が拡大したため、市場心理が委縮しました。6月15日にECBは緊急理事会を開催し、①パンデミック緊急購入プログラムでの債券の再投資に柔軟性を適用すること、②金融市場の分断化を阻止するための新たな措置の設計を完成させること、を公表しました。内容は十分に具体的ではありませんでしたが、欧州株はひとまず値を戻しました。

予想レンジは370-440ポイント

当面のSTOXXヨーロッパ600指数の予想レンジは370-440ポイントです。ユーロ安の恩恵が見込まれることから、当面の欧州株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4-6月期が前年同期比+15%増益予想、7-9月期が+26%増益予想と、5月下旬時点の予想からはほぼ横ばいです。引き続き、

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が業績の牽引役となっています。

増えてきた景気減速の兆候

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。

これまで欧州景気は底堅く推移してきましたが、足元では景気減速の兆候が増えてきました。ユーロ圏製造業PMIは5月の54.6から6月は52.0に、サービス業PMIは5月の56.1から6月は52.8に、それぞれ低下しました（右下図）。

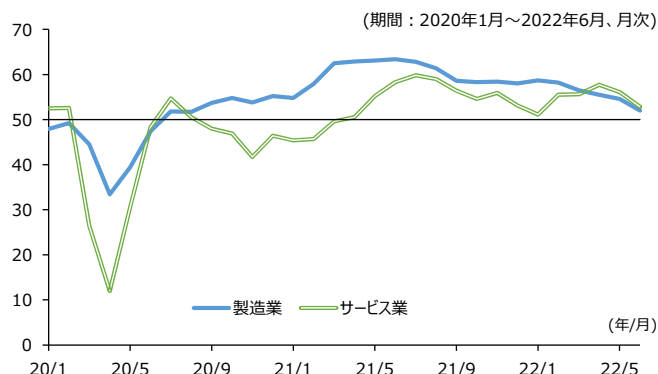
製造業の景況感の減速には、ロシアからのエネルギー供給の減少が先行き懸念を強めている考えられます。6月3日、欧州連合（EU）理事会はロシア産原油の輸入禁止を柱とする第6弾の対ロシア制裁パッケージを採択しました。一方、ロシアによる天然ガス供給削減の動きも進んでおり、6月25日までにEU加盟国のうち12カ国で影響が生じたと報じられています。

また、旅行や娯楽などの挽回需要が牽引してきたサービス業では、インフレの影響からその動きが一服しつつあることが指摘されています。

STOXXヨーロッパ600指数の推移



ユーロ圏のPMIの推移



(注) STOXXヨーロッパ600指数の期間は2017年1月～2022年6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。

景気指標が上向き過程で中国株は引き続き上昇

アジア	6月27日	今後3カ月の予想レンジ
MSCI アジア(除く日本)指数	669.86p	590p～710p



中国景気の底は4月

中国本土株は、更なる景気刺激策の導入と景気の底打ち期待から上昇しました。業種別には、消費財や資本財が市場の上昇率を上回る一方、エネルギーや公益が市場の上昇率を下回りました。

5月の中国の景気指標は全般的に改善し、4月が景気の底という印象が強まりました。4月の社会融資総量は9455億元と2020年2月以来の低水準でしたが、5月は2兆7921億元に回復しました。製造業PMIは4月の47.4から5月は49.6に、非製造業PMIは4月の41.9から5月は47.8に、それぞれ上昇しました(右下図)。

中国本土株は引き続き上昇を予想

上海での行動制限の緩和は6月が中心であったため、今後も景気回復が続くと考えます。6月のPMIはいずれも50を上回ると予想します。

景気支援策も相次いで打ち出されています。金融緩和や内需刺激策、不動産規制の緩和等の効果が出始めており、景気回復は下半期に加速すると予想します。株価は依然として割安圏にあるため、景気指標が上向き過程で株価は続伸すると考えており、中でもオンラ

インフラフォーマー、電気自動車(EV)、再生可能エネルギー、ロボットなど、政策支援が期待される分野に従事する企業の株価が上昇すると見えています。

リスク要因は、上海のような経済規模が大きな大都市で感染が再拡大し、厳格な都市封鎖政策の実施によって景気が再度失速することです。6月26日時点での新型コロナウイルス新規感染者数は23人にまで減少したにもかかわらず、感染者が新たに発見された深圳の一部では都市封鎖が再び実施されました。

政局動向が注目を集めやすい時期ですが、11月頃に開催される予定の党大会では、習近平国家主席の三選が決まると見えています。今回の経済失速を踏まえ、中国政府が市場経済配慮型の政策運営に軌道修正していく可能性は、株式市場にとってプラスと考えます。

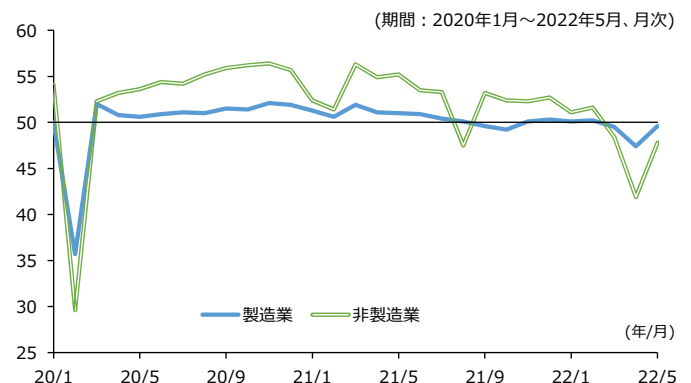
その他アジア市場では資金流出の動きを警戒視

その他アジア市場は、米国の金融政策に対する懸念やインフレの加速から、続落しました。外国人投資家の資金流出も加速しています。中国景気回復の恩恵は及ぶでしょうが、インフレ抑制のための利上げと海外投資家による売り越しの継続から、当面は軟調な展開が続くと予想します。

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6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

米国では金融引き締め姿勢と景気減速懸念の綱引きが続く

10年国債利回り	6月27日	今後3カ月の予想レンジ
日本	0.25%	0.15%~0.35%
米国	3.20%	2.70%~3.50%
ドイツ	1.55%	0.90%~2.00%



日本：年後半も政策金利は維持

日本10年債利回りは、5月末の0.24%から一時0.30%まで上昇しましたが、その後は日銀の政策変更期待が後退し、0.25%近辺で推移しています。

6月の日銀金融政策決定会合では、現行の金融緩和策を継続する意向が改めて示されました。決定会合前は債券市場の変動率も高まりましたが、日銀がオペの対象を広げたことや、海外金利の低下を受けて、債券市場はいったん落ち着きを取り戻しました。

決定会合では、10年債利回りが0.25%を上回ると引締めの的になり経済への悪影響が懸念されるという見方が示されました。長短金利の操作目標の変更のハードルは、もう一段高くなった印象を受けます。

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。引き続き政策金利の変更は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ため、政策変更の可能性が意識されやすい局面が続くと見えています。日銀の次の一手はフォワード・ガイダンスの一部修正と予想しますが、それが実現すれば金融政策の正常化期待を強めかねないと考えます。

米国：金融引き締め姿勢と景気減速懸念の綱引きが続く

インフレ圧力の高まりを背景に、米連邦準備制度

理事会（FRB）の金融引き締め姿勢が一段と鮮明になったことを受けて、米国10年債利回りは5月末の2.84%から一時3.5%近辺まで上昇しました。その後、景気減速懸念や原油価格の下落などを受けて、3.0%台に低下しました。

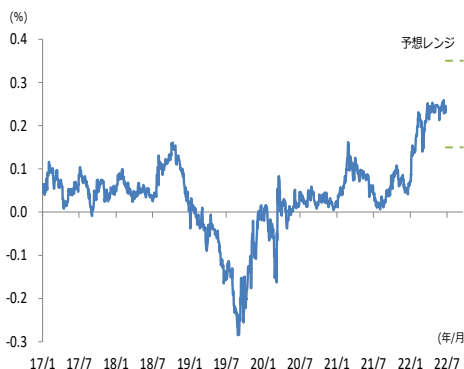
当面の米国10年国債利回りの予想レンジは2.70-3.50%です。5月のCPIを受けて、インフレ率がピークアウトするとの見方は後退を余儀なくされました。利上げ経路は今後の物価指標次第であり、当面はFRBの金融引き締め姿勢と景気減速懸念の綱引きが続くと見えています。

欧州：利上げ幅は拡大へ

欧州でも利上げ加速を織り込む展開となり、ドイツ10年国債利回りは5月末の1.12%から一時2.0%近くまで大幅に上昇しました。その後、やはり景気減速懸念や原油価格の下落などを受けて、1.5%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0.90-2.00%です。6月のECB理事会では、資産買取プログラムを7月1日で終了し、7月に0.25%の利上げを実施するという意向が示されました。南欧国債の価格下落（利回りは上昇）が抑制できれば、利上げ幅は今後拡大されると予想します。

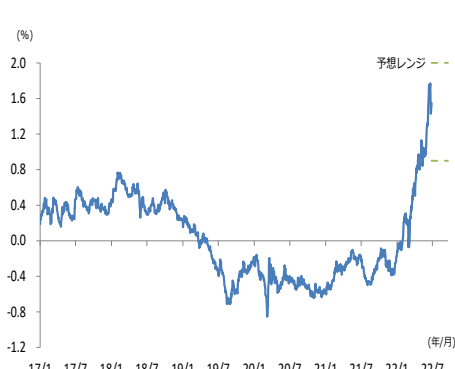
日本10年国債利回りの推移



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2017年1月~2022年6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

円は安値圏での不安定な展開を予想

外国為替	6月27日	今後3カ月の予想レンジ
ドル円	135.46円	128.0円～140.50円
ユーロドル	1.06ドル	1.00ドル～1.12ドル
ユーロ円	143.39円	134.0円～150.0円



ドル円：円は安値圏での不安定な展開を予想

円は5月末の1ドル128.6円から一時137円に下落しました。24年ぶりの円安は、主要中銀の金融引き締め姿勢が一段と強まったのに対して、日銀が現状の金融緩和策を維持する姿勢を貫いていることが主な要因と見ています。中旬には金融政策への見方が振れたことも影響し、131円-136円の間で大きく揺れ動きました。

当面のドル円相場の予想レンジは1ドル128.0円-140.5円です。円は内外金利差と連動しつつ、安値圏での不安定な展開を予想しています。6月16日にスイス国立銀行は政策金利を-0.75%から-0.25%に引き上げましたが、このことは調達通貨としての円の需要をさらに高めることにつながります。投機筋の参戦拡大、ボラティリティ上昇から、円は上下に振れやすい展開を余儀なくされるでしょう。

ユーロドル：ユーロ売りの巻き戻しを警戒

ユーロは5月末の1ドル1.07ユーロから、中旬には1.03ユーロに下落した後、1.05ユーロに戻しました。4月のユーロ圏の経常収支は2カ月連続の赤字となり、赤字幅も前月から拡大しました。

当面のユーロドルの予想レンジは1ユーロ1.00ドル-1.12ドルです。欧州ではウクライナ危機による景気への悪影響が顕在化しつつありますが、一方で投機筋によるユーロ売りの巻き戻しにも警戒が必要だと考えています。

その他通貨：短期的には資源価格下落が影響

円の下落を受けて、上旬は新興国通貨の多くが対円で上値を試す展開となりました。ただ、資源価格が反落したため、対ドルベースでは豪ドルなどの資源国通貨の上値は抑えられました。

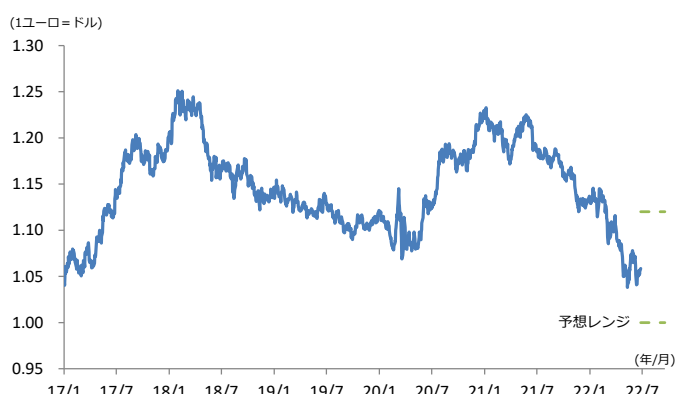
対円での新興国通貨は、やや不安定な展開を想定しています。対ドルで見た資源国通貨は中期的には上昇余地が大きいと見ており、資源を持たない国の通貨との二極化が継続するという見方に変わりはありません。ただ、短期的には資源価格下落による調整圧力が残っていると見ています。

人民元については金利面での優位性が後退したため、海外投資家による売り圧力が残存していると見ています。他方、中国経済の回復、米国の対中関税の一部撤廃に対する期待などは、人民元の下支え要因として働くと考えます。

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2017年1月～2022年6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)