

情報提供用資料

2021年3月31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. 55

岡三アセットマネジメント株式会社



# 国内株式

## 経済活動の正常化を受けて、株式市場は上昇基調へ

日本	3月29日	4-6月の予想レンジ
日経平均株価	29384.52円	28000円～31000円
TOPIX	1993.34p	1900p～2100p



### 30000円を目前にレンジ内の展開

日経平均は2月以降、28000円と30000円をやや上回る水準の間のレンジ内の展開を続けています。米長期金利の上昇に伴う不透明感が上値を抑え、日銀のETF買いや、景気敏感な日本株式が世界経済がコロナ禍から回復する局面で恩恵を受けるとの思惑が下値を支えています。株価が30000円を超えて大きく上抜けるには米長期金利の安定と国内でコロナワクチンの接種が本格化する必要があると考えています。

### 「好配当戦略」が効果的

日経平均はリーマン危機後の大底から直近の高値まで3.3倍程度上昇し、バブルを警戒する声も聞こえてきました。このように先行き不透明感が高まった環境で有効と考えられるのが「好配当戦略」です。これは株式市場のなかでも長期にわたって配当を成長させたり高配当を維持する企業に投資する戦略です。継続的な株価上昇を見込みにくい環境では株価の「値上がり益」（キャピタルゲイン）よりも安定した「配当」（インカムゲイン）を狙うことが賢明な選択肢になると考えます。この投資戦略はS&P/JPX配当貴族指数（以下、配当指数）で体现され、リーマン危機以降、市場全体（TOPIX）のパフォーマンスを継続的に上回ってきました。2011年以降、配当指数のTOPIXに

対する相対パフォーマンスはTOPIXのEPS（一株当たり利益）と同じように動いてきました。相場を期待先行でPER（株価収益率）が上昇する流動性相場とEPSが拡大する業績相場に分けて考えれば、配当指数はEPSが拡大する業績相場でTOPIXにアウトパフォームしてきました。2021年は世界経済がコロナ禍の景気後退から回復に向かい、経済成長率がマイナスからプラスに、企業収益が減益から増益に転じると予想されています。日本株式も昨年の期待先行でPERが拡大した流動性相場からEPSが拡大する業績相場に移行することが期待されています。2021年は「好配当戦略」が効果を発揮する相場展開がしばらく継続すると考えています。

### 当面、上昇基調が継続すると予想

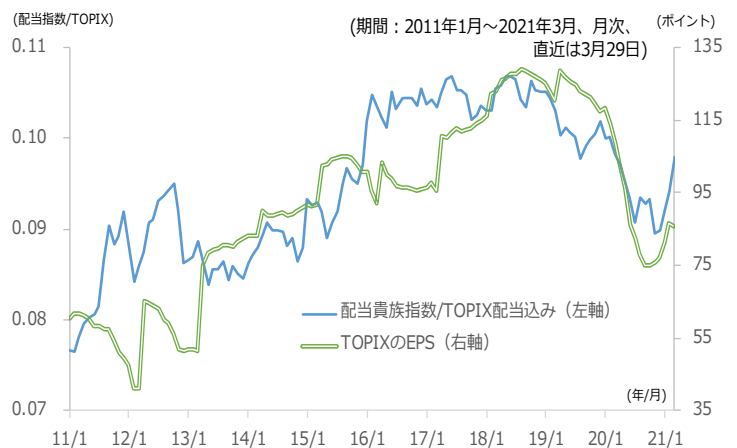
日本株式は2021年3月期決算発表が始まる4月下旬から5月上旬までは方向感の乏しい展開が続く可能性があります。しかし、米国で長期金利がある程度安定し、国内でコロナワクチンの接種が本格化してくれば、少なくとも夏の五輪までは上昇基調が続くと予想しています。しかし、経済活動の正常化が進めば、これまで株式市場を押し上げてきた財政政策や金融政策の正常化の議論が視野に入り、上値の重い展開に移行すると考えています。

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3月29日 (出所) Bloombergのデータより岡三アセットマネジメント作成

配当貴族指数/TOPIXとTOPIXのEPS（一株当たり利益）



※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

## マクロ経済・企業収益とも次のステージに入り、株価は上昇へ

米国	3月29日	4-6月の予想レンジ
NYダウ	33171.37ドル	31000ドル～35000ドル
S&P500指数	3971.09p	3700p～4200p



### 史上最高値圏で不安定な展開

2月25日に米10年国債利回りが一時1.6%を上回ると、それまで上昇基調を辿ってきた米国株式の上値は急速に重くなりました。しかし、3月11日に1.9兆ドルの追加景気対策（American Rescue Plan）が成立すると上値を追う動きに転じました。その後、株式:債券を6:4などの固定配分で運用する年金などの機関投資家が、1月以降の株価上昇と債券価格下落を受けて3月の四半期末を前にポートフォリオを所与の配分に戻すこと（リバランス）を目的に、大量の資金を株式から債券へシフトさせました。

### インフレが金融市場の焦点に

四半期末のリバランスは3月末には一巡しますが、4月以降もインフレから目が離せない相場環境が続くと考えています。一般的にインフレは原材料などの投入コストが上昇する「コストプッシュインフレ」と最終需要の高まりを受けた「ディマンドプルインフレ」に分けられますが、足元ではコストプッシュインフレの兆しが鮮明になってきました。原油などのエネルギー、銅などの産業メタル、大豆などの食糧品の価格に加えてアジアから米国に消費財を運ぶコンテナ船の運賃も急上昇しています。その結果、ISMの価格指数（企業が想定する価格）は直近で大幅に上昇しています。川上のインフレが川下の最終消

費段階に波及するかどうか今後の焦点になると思われます。2013年にFRB（連邦準備制度理事会）のバーナンキ議長が金融政策の正常化を念頭にQE（量的緩和）縮小を示唆すると長期金利が急上昇し、株価が調整した「テーパタントラム」の再来を懸念する声が市場に浮上してきました。しかし、足元で現職のパウエル議長が示唆するように川上のインフレは一時的な現象で、最終段階のインフレが長期的に安定するなら、テーパタントラム後がそうだったように、株式市場は長期金利を睨んでやや不安定になっても上昇基調を継続すると予想しています。

### マクロ経済・企業収益とも次のステージへ

長期金利上昇への警戒感に加えて、株式市場には経済活動の正常化にあわせて財政・金融政策の大盤振舞いに終止符が打たれるとの懸念が広がる可能性があります。しかし、この懸念が現実になるのは来年以降になると考えています。1.9兆ドルの追加対策の次には3兆ドルのインフラ投資の議論が控えています。その財源となる法人・富裕者増税が株価の向い風になる可能性はありますが、2021年はマクロ経済が後退から回復に、企業収益が減益から増益に転じるため、少なくとも今後3カ月程度は上昇基調を維持すると予想しています。

NYダウの推移



(注) NYダウの期間は2017年1月～2021年3月29日 (出所) Bloombergのデータより岡三アセットマネジメント作成

テーパタントラム前後の米国株式と10年国債利回り



※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。

## 「二番底」後の景気回復、業績回復を見通し、上値を試す展開へ

欧州	3月29日	4-6月の予想レンジ
STOXXヨーロッパ600指数	427.61p	390p~460p



### 新型コロナ第3波で二番底が現実

3月中旬まで上昇基調を維持してきた欧州株式は、直近ではやや上値の重い展開となっています。ワクチン接種の遅れやコロナ感染第3波への懸念から、空運、レジャー、旅行などそれまで買われてきたセクターを中心に軟調な展開となっています。フランス、ドイツで新規感染者の増加傾向が鮮明となり、域内の経済活動はサービス業を中心に低迷しています。2021年1-3月期のユーロ圏実質GDP成長率は前期比年率-0.9%前後と予想され、2020年10-12月期の同-2.4%に続いて2四半期連続のマイナス成長（昨年春に次ぐ二番底）になる見通しです。

### 米10年金利と欧州株式の割安株/成長株

2018年以降の欧州株式では米10年金利が低下する局面では成長（グロース）株のパフォーマンスが割安（バリュウ）株を上回り、米10年金利が上昇する局面では逆の動きとなりました。世界的に景気見通しが悪化する局面では米10年金利が低下し、収益の安定成長が期待できる成長株が景気敏感色の強い割安株にアウトパフォームした形です。昨年8月に米長期金利が底を打ち、今年に入ってワクチン接種によって世界経済が正常化に向かうとの期待が高まると、主に出遅れた景気敏感株で構成される割安株が成長株にアウトパフォームする展開となりました。米長期金利は当面

2%を目指すと予想していることから、欧州株式市場でもしばらく割安株が成長株をアウトパフォームする地合いが続くと予想しています。

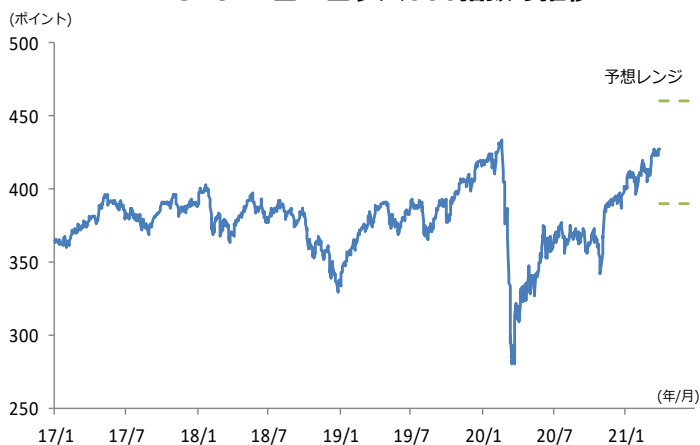
### イタリア株式の見通し

イタリアで2月初めにドラギ前ECB（欧州中央銀行）総裁の首相就任が決まると、イタリア国債の対独スプレッドは急速に縮小し、イタリア株式は一時的にドイツ株式にアウトパフォームしました。その後は一進一退の動きを続けていますが、長期的には、これまで低成長に悩まされてきたイタリア経済がドラギ首相の構造改革によって潜在成長率を高め、イタリア企業の収益率・成長性も改善に向かうと予想しています。イタリアとEUの結束が強まることもイタリア企業の経営や収益の安定性を高めることになると期待しています。これらの動きは長期的にイタリア株式のパフォーマンス向上につながると考えています。

### 景気回復を見通し、上値を試す展開へ

欧州でもワクチン接種が軌道に乗れば、景気の二番底からの立ち直りは想定外に早まると考えています。年央に向けて景気回復や企業業績の底入れが見通せるようになれば、景気敏感セクターを中心に構成される割安株に牽引される形で欧州株式は再度上値を試す展開に移行すると予想しています。

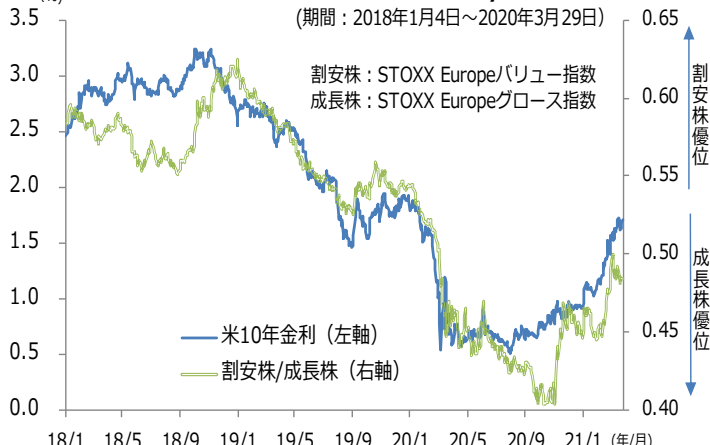
STOXXヨーロッパ600指数の推移



(注) STOXXヨーロッパ600指数の期間は2017年1月～2021年3月29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10年金利と欧州株式の割安株/成長株



# アジア株式

## アジア経済の回復基調が途切れるとは考えにくく、株価は上昇へ

アジア	3月29日	4-6月の予想レンジ
MSCI アジア(除く日本)指数	862.75p	800p~950p



### アジア株式：定点観測

これまでアジア株式は3つの逆風、すなわち①アジア経済の急減速、②人民元安、③FRBの利上げ本格化、が止まっている間は安定的に高いリターンを上げてきました。昨年3月以降はこれらの逆風は3つとも止んでいます。2021年の中国を中心とするアジア経済は回復から拡大に向かうと予想され、人民元は昨年6月から底堅く推移し、FRBの「利上げの本格化」はまだ先になると考えられます。一方、FRBが利上げを急がなくても、米金利の上昇を受けてドル高・新興国通貨安が進んだり、通貨安、商品価格の上昇からインフレが加速すれば、新興国の中銀は金融を引き締め、株価の上値は抑えられます。しかし、アジア主要国の通貨やインフレは他の新興国よりも安定しています。景気回復で先行する中国が金融引締めで先行する可能性はありますが、アジア各国における米金利上昇の悪影響はアジア危機当時ほど大きくならないと考えています。

### 2021年の中国経済

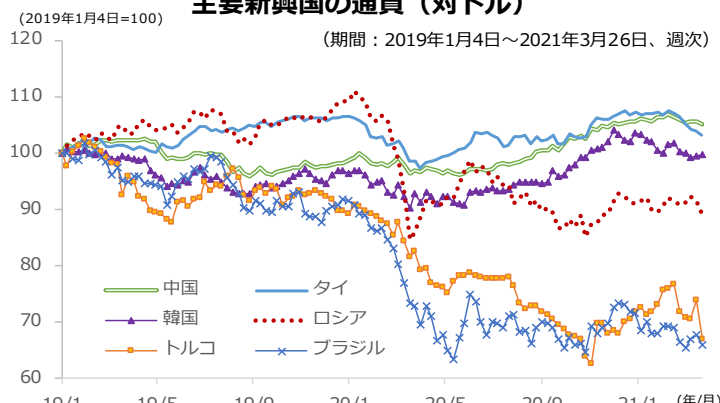
3月11日に閉幕した全人代では2021年の実質GDP成長率目標を6.0%以上とし、対GDPの財政赤字を昨年の3.6%から3.2%に減らし、都市部新規就業者数を900万人から1100万人に引き上げることが決まりました。地方政府のインフラ投資の財源となる特別債券の発行は昨年の3.75兆元から3.65兆元に減額され

ました。社会保障の充実、環境、平等に重点対応する「質の高い発展」や高齢者介護、就労困難者の雇用支援、公衆衛生システムの強化、年金制度の整備などを目指した「高齢化に向けた国家戦略」が議論されました。新型インフラ（5G通信網、データセンター、AI、超高压送電線、EVの充電施設）と新型都市化（都市インフラ、環境保護、戸籍制度改革）がインフラ投資の両輪になると考えられます。一方、不動産投資は金融システムへの最大の「灰色のサイ」（大問題に発展する可能性が高くても軽視されるリスク）と位置づけられ、抑制気味になると考えられます。コロナ禍からいち早く立ち直った中国経済は2021年も政策に支えられて安定的に拡大を続けると予想しています。米国の1.9兆ドル追加景気対策が実行される過程で、中国から米国への輸出がさらに拡大することも見込まれます。株式市場ではこれらに政策の恩恵を受ける銘柄が上昇する展開が続くと思われる。

### しばらく上昇基調を維持

政治の季節を迎える2021年の中国経済は政策に支えられて安定的に拡大すると予想しています。3つのうちの1つの逆風が吹き始める前触れが見えてきましたが、域内経済の回復基調が途切れるとは考えにくく、先進国で緩和的な金融・財政政策が継続する間はアジア株式も上昇基調を維持すると予想しています。

### 主要新興国の通貨（対ドル）



(注) MSCIアジア (除く日本) 指数の期間は2017年1月～2021年3月29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

## ワクチン接種の進展で米長期金利はもう一段の上昇も

10年国債利回り	3月29日	4-6月の予想レンジ
日本	0.08%	0.0%~0.25%
米国	1.71%	1.2%~2%
ドイツ	-0.32%	-0.5%~0.0%



### 日本：日銀は「点検」の結果を発表

日銀は3月の政策決定会合で金融政策の「点検」結果を発表しました。長期金利の変動幅が±20bpから±25bp程度に拡大され、機動的に長短金利の引き下げを行うために「貸出促進付利制度」を創設し、ETFの年間残高増加ペースの上限が撤廃されました。基本的にこれらの措置の目的は金融機関の収益に与える悪影響を認めながらも、緩和的な金融政策の持続性を高めることだと考えられます。この発表を受けた市場の反応は限定的でした。10年国債利回りは、変動幅が拡大されことから当面0.0%~0.25%のレンジ内で推移すると予想しています。

### 米国：FRBと市場のインフレ見通しに乖離

FRBが重視するインフレ指標であるコアPCEデフレーターは1.5%程度で安定していますが、BEIと呼ばれる市場が織り込む期待インフレ率は2.3%台まで上昇してきました。FRBは直近のFOMC（連邦公開市場委員会）で2021年の実質GDP成長率見通しを4.2%から6.5%に、コアPCEデフレーター見通しを1.8%から2.2%に引き上げる一方、インフレは長期的に安定推移するとの見通しや現在の緩和的な金融政策を継続する姿勢を堅持しました。足元の長期金利の急上昇については、FRBが長期金利の上昇を容認した結果との解釈もありますが、インフレに警戒的な国債

市場がFRBに早期の金融政策の正常化を催促しているとも考えられます。原油価格が昨年4月に大底を打ち、その後上昇を続けていることを考えれば、本年4月のインフレ指標は概ねエネルギー価格の上昇を反映して高い伸びになると考えられています。FRBのインフレに楽観的な見通しと、長期金利やBEIの上昇に象徴される市場の警戒的なインフレ見通しのどちらが正しいかが今後6-12カ月の国債市場の方向性を決めることになると考えます。3カ月程度ではエネルギー価格の上昇や経済活動の正常化を受けてインフレ指標は緩やかに上昇し、10年国債利回りももう一段上昇すると予想しています。

### 欧州：景気回復の遅れで国債市場は安定へ

ドイツの10年国債利回りは、米国債と異なり、足元で上昇しにくい展開が続いています。欧州経済が新型コロナの行動制限からサービス業を中心に低迷していることが背景です。このような環境はもうしばらく継続し、独10年国債利回りもマイナス圏で推移すると考えています。一方、英国では年明け以降EU離脱を巡る不透明感が払拭され、大陸欧州よりも先にワクチン接種が進み、景気回復時期が早まるとの見通しから英10年国債利回りが上昇しやすい地合いが続いています。英国債の対独スプレッドが拡大しやすい傾向はしばらく続くと予想しています。



※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

## 先進国通貨ではドルが選好される展開を予想

外国為替	3月29日	4-6月の予想レンジ
ドル円	109.81円	105円～112円
ユーロドル	1.18ドル	1.15ドル～1.22ドル
ユーロ円	129.18円	122円～132円



### 為替市場では「ドル高予想」が多数派に

為替市場では金利差や成長率格差に注目した「ドル高予想」が多数派になってきました。世界経済のコロナ禍からの回復はテクノロジーに強みを持つ米国が先導し、既に底を打った米長期金利は2%程度まで上昇すると予想しています。ワクチン接種のスピードが景気回復のスピードを決めると仮定すれば、先進国では米国、英国、大陸欧州、日本の順番になりそうです。現時点では日米欧中銀から金融政策の正常化を示唆するコメントは聞こえてきませんが、市場参加者は米国のFRBが最初に出口に向かうと予想しています。主要通貨（円、ドル、ユーロ）ではドルが強く、ユーロ、円が弱含む展開がしばらく続く予想しています。

気候変動対策から米国内で化石燃料の生産が抑制され、将来的に米国で3兆ドルのインフラ投資が実現すれば、エネルギー、資本財、素材などの輸入拡大によって対外収支は悪化に向かうと予想されます。コロナ対策による財政赤字の拡大と合わせて市場の焦点が「双子の赤字」に向かえば、長期的にドル安要因になると考えられます。

一方、円は年明け以降、対ドルで一方向に下落してきました。先物市場における投機筋のポジションも足元で円のロング（買持ち）からショート（売持ち）に転じたため、仮に株式などのリスク資産が一時的に調整することがあれば、ポジションの揺り戻しが発生し、円高に振れる可能性も考えられます。

時的に調整することがあれば、ポジションの揺り戻しが発生し、円高に振れる可能性も考えられます。

### 新興国通貨：米国への資金逃避に警戒

米国で長期金利が上昇に転じたことから、今後は何らかのきっかけで資金が新興国から米国へ逃避する可能性が高まると考えています。また、このような環境では各国の経常収支、インフレ、ワクチン接種のスピードなどによって各通貨のパフォーマンスは大きく異なってくると思われます。

一方、今後の人民元の対ドル相場を占う上では両国のマクロ経済や米中関係が焦点になると考えています。マクロ経済については、米国経済は他の主要先進国比では底堅く推移するものの、本年7月に共産党100周年を迎え2022年に共産党の首脳人事を控える中国はさらにその上を行き、IMF（国際通貨基金）は2021年の実質GDP成長率を8.1%と見通しています。米中関係については、3月の「アラスカ会談」で両国間に深い溝があることが再確認されましたが、両国ともにこの溝を更に深める意図はないと思われます。中国の貿易黒字、経常黒字、外貨準備が安定推移する一方、米国で「双子の赤字」の拡大が懸念されていることは人民元高材料になりそうです。そのため、しばらくは人民元が対ドルで買われることはあっても大幅に下落することは想定していません。

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～2021年3月29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)