

情報提供用資料

2021年4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. 56

岡三アセットマネジメント株式会社



国内株式

方向感の乏しい展開が続けた後は五輪に向けて上昇基調へ

日本	4月28日	5-7月の予想レンジ
日経平均株価	29053.97円	28000円～31000円
TOPIX	1909.06p	1850p～2050p



日経平均：30000円定着は持ち越し

日経平均は2月以降、持続的に30000円を上回れない展開が続いています。直近、米長期金利の上昇に伴う不透明感は払しょくされましたが、国内要因が株価の上値を抑えています。3月以降、新型コロナの感染が再拡大し、4月25日に始まる3回目の緊急事態宣言が発出されました。ワクチンの接種もおくれ、国民100人当たりの接種回数は先進国で最低です。米英では集団免疫が視野に入り、経済再開が徐々に始まっていますが、我が国における経済活動の正常化はまだ先になりそうです。この違いが外国人投資家の日本株買い意欲を抑えています。日本企業の収益リビジョン指数は足元で上昇が続いているものの、米国に比べれば力強さに欠けます。しかし、これまでも緊急事態宣言が発出されれば感染者数は減少に転じ、ワクチン接種は夏から秋には進展する見込みです。足元で日本株式が海外株式に出遅れているからこそ、中期的には日本株式の上昇基調は長続きすると考えています。

注目される2022年3月期の通期予想

連休明けには2021年3月期の決算発表が本格化します。2021年3月期決算が減益になることは既に織り込み済みなので、市場では2022年3月期の通期予想に注目が集まりそうです。企業側もコロナ感染の先行きが見通しにくい中、楽観的な見通しは発表しにくい

日経平均株価の推移



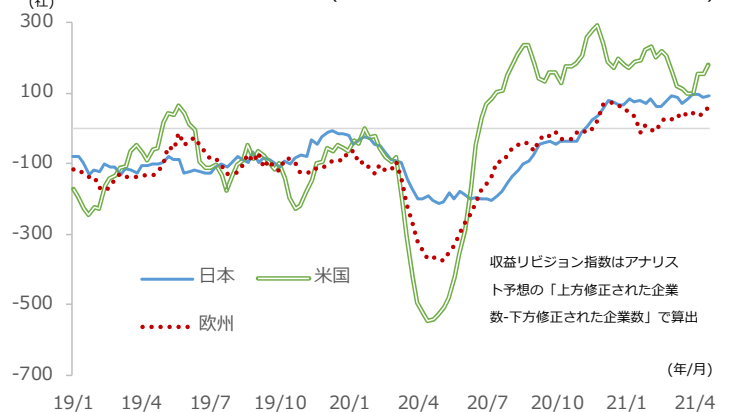
と考えられます。自動車や半導体関連が明るい見通しを発表しても、レジャーや運輸などでは厳しい経営環境が再確認されると思われます。日米首脳会談の声明で日本が台湾海峡に言及しても中国側は冷静に反応していますが、今後の我が国の行動次第では中国が2012年の尖閣国有化時のように反日的な行動を強める可能性も否定できません。長期的には日本企業が米中間で踏み絵を踏まされる局面も想定されます。このような環境で、中国関連企業の中国市場における中長期的な戦略に注目が集まりそうです。また、コロナ禍を受けて郵政の豪州事業の減損に類似した動きが出てくる可能性や、自社株買いの発表にも注目しています。

当面、方向感の乏しい展開

これまで日本株式の下値は日銀のETF買いが支えてきましたが、直近、日銀の買取りルールが不明確になってきました。当初の目標である株式市場のリスクプレミアムは十分低下してきたと判断できるので、これを機に日本株式の日銀離れが進むことが期待されます。株式市場は決算発表が終わり、コロナ感染者の拡大が止まるまでは方向感の乏しい展開が続くと思われます。しかし、その後は国内でワクチン接種が進み、経済活動の正常化が見えてくれば、日本株式は少なくとも五輪までは上昇基調を続けると予想しています。

日米欧の収益リビジョン指数

(期間：2019年1月2日～2021年4月21日、週次)



※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。

米国株式

金融政策正常化の議論で上値の重い展開へ

米国	4月28日	5-7月の予想レンジ
NYダウ	33820.38ドル	31000ドル～35500ドル
S&P500指数	4183.18p	3800p～4400p



ハネムーンを終えるバイデン政権

一時1.8%近くまで上昇し、株式市場の上値を抑えた米10年金利は足元で1.6%前後で落ち着いています。また、バイデン政権は1.9兆ドルの米国救済計画（American Rescue Plan）を3月に成立させると、8年で2兆ドルのインフラ投資を中心とする雇用計画（American Jobs Plan）や家族計画（American Families Plan）を矢継ぎ早に打ち出しました。これらの対策の発表そのものは株式市場へのプラス材料となりましたが、詳細はいまだ発表されておらず、共和党の反対から議会審議がスムーズに進むとは考えられません。一方、これらの資金の調達方法として法人増税、富裕層のキャピタルゲイン課税の強化が検討されればマイナス材料となりそうです。これまでのところ、プラス材料がマイナス材料を上回り、米国株式は最高値圏で推移しています。しかし、4月末には政権誕生100日目を迎え、政権とマスコミや金融市場との蜜月（ハネムーン）が終了します。バイデン大統領はこれまでよりも厳しい政権運営を迫られることになりそうです。

金利サイクルから米国株式を考える

金利サイクルの観点からは、金利が底を打つ前に株式を組み入れ、金利上昇とともに景気が回復から拡大に向かう局面では株式を持ち続け、景気が過熱

したら短期金融商品に資金を移すことが投資家にとって賢い戦略だと言われています。FRB（連邦準備制度理事会）は次の利上げが2024年以降になると示唆していますが、市場は一足先にイールドカーブの急勾配化を通して長期金利を押し上げてきました。長期金利の上昇は今後も続き、年末には2.0%前後まで上昇すると考えています。そのため、米国株式は今後も上下動を繰り返しながらもしばらくは上昇基調で推移すると予想しています。

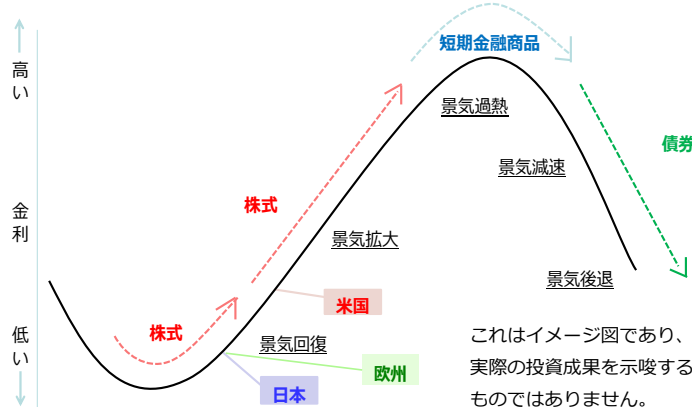
政策の正常化が株価の上値を抑える展開

米国内の経済活動の正常化にあわせて、これまで株価を押し上げてきた財政・金融政策の大盤振舞いが終わるとの観測が浮上してきている可能性があります。市場には、FRBが夏にもテーパリング（量的緩和の縮小）の意向を発表するとの観測が高まってきました。当面は経済再開、マクロ経済や企業収益の回復・拡大が株式市場の追い風になりますが、長期金利がさらに上昇し、政策正常化の議論が始まれば、株価の上値は重くなると考えています。金利が上昇する局面では、将来利益を現在価値に割り戻す割引率が上昇することで株価の適正価値は低下します。そのため、成長株とバリュー株の議論の中では、将来の収益成長を期待して買われる成長株にとって金利上昇は重荷になると考えられます。



(注) NYダウの期間は2017年1月～2021年4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

金利サイクルと資産配分のイメージ



※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。

景気回復、業績底入れを見通し、上値を試す展開へ

欧州	4月28日	5-7月の予想レンジ
STOXXヨーロッパ600指数	439.92p	400p~470p



域内のサービス業にも回復の兆し

欧州大陸では新型コロナのワクチン接種がおくれ、新規感染者が増加傾向を示し、行動制限を続ける国も散見されます。そのため、1-3月期のユーロ圏実質GDP成長率は前期比年率-0.8%前後と予想され、2四半期連続のマイナス成長になる見通しです。しかし、4月のPMIサービス業指数は昨年8月以来初めて景気拡大と後退の境となる50を超えました。これまで、欧州では米中の景気回復を受けて外需が伸びた製造業とコロナの行動制限で低迷したサービス業の二極化が続いてきましたが、足元でサービス業にも回復の兆しが見えてきたかたちです。欧州でも今後数カ月でワクチン接種が軌道に乗り、経済再開が進むと思われます。南欧経済や旅行・レジャー関連企業にとっては夏の旅行シーズンまでに人の移動が自由化されるかどうかがかが死活問題となりそうです。

米国株式をアウトパフォームする見通し

世界経済が昨年のコロナ禍による景気後退から回復・拡大に向かう2021年は、米国よりも景気敏感セクターのウェイトが高い欧州株式にとっては有利な投資環境になると考えられます。これまで、欧州最大の経済圏であるドイツ企業を対象としたIFO企業景況指数が上昇する局面で欧州株式は上昇し、低下する局面で売られました。コロナ禍からの景気回復の第1段階

では巣ごもり消費の恩恵を受けた米国のGAFA等が勝者だったとすれば、人々の生活様式が元に戻る第2段階では欧州の伝統的な景気敏感株が勝者になりそうです。また金利サイクルで先行した米国では近い将来に景気過熱やインフレへの警戒感が株価の上値を抑えることが想定されますが、欧州はまだそのステージには至っていません。

脱炭素で世界を牽引する欧州企業

「デジタル」の世界ではGAFA等の米国企業が成長を牽引すると予想されますが、「グリーン」の世界では欧州企業が技術面で主導権を握る可能性も否定できません。欧州復興基金はその予算の20%以上をデジタル化、37%以上をグリーン化に振り向けることを求めています。世界中が脱炭素に突き進む中で、欧州企業が伝統的な強みである技術（エンジニアリング）力と政治的なイニシアチブを結び付けることによって、大きな収益機会をつかむことが期待されます。具体的には風力発電設備、水素技術、建設現場や建物の脱炭素化、電気自動車、先端半導体、水・廃棄物の循環経済の構築などの領域です。

景気回復を見通し、上値を試す展開へ

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り、景気敏感セクターに牽引される形で欧州株式は上値を試す展開を続けると予想しています。

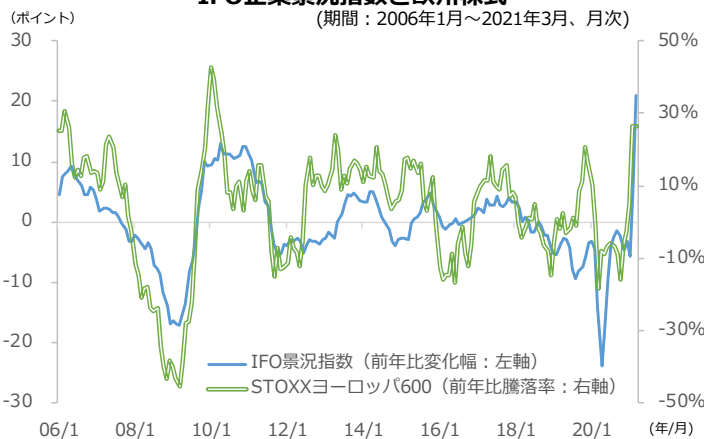
STOXXヨーロッパ600指数の推移



(注) STOXXヨーロッパ600指数の期間は2017年1月～2021年4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。

IFO企業景況指数と欧州株式



米長期金利の上昇は向かい風になるも、株価は上昇基調を維持

アジア	4月28日	5-7月の予想レンジ
MSCI アジア(除く日本)指数	893.99p	820p~950p



コロナ前の水準を回復した中国経済

3月の景気指標はコロナ禍で急減速した前年同期から大幅にリバウンドしました。個人消費の強さを示す小売売上高、生産を示す鉱工業生産・固定資産投資・不動産投資、外需の強さを示す輸出などの指標です。実質GDPは昨年10-12月期に早くもコロナ前の水準を上回りましたが、1-3月期は前期比で減速しました。企業景況感を示す財新の3月PMIは製造業指数が50.6に低下する一方、サービス業は54.3に上昇しました。サービス業が低迷する先進諸国と異なり、コロナを早期に収束させた中国ではここに来てサービス業の強さが際立ってきました。

中国は「政治の季節」を迎えています。本年7月に共産党結党100年を迎え、来年秋には党首脳人事が決まる共産党大会が予定されています。習近平指導部による共産党一党支配の正統性（Legitimacy）を確立するため、中国経済は来年にかけて「新型インフラ」「双循環と消費主導型経済化」などの政策に下支えされた安定的な成長軌道を辿ると予想します。

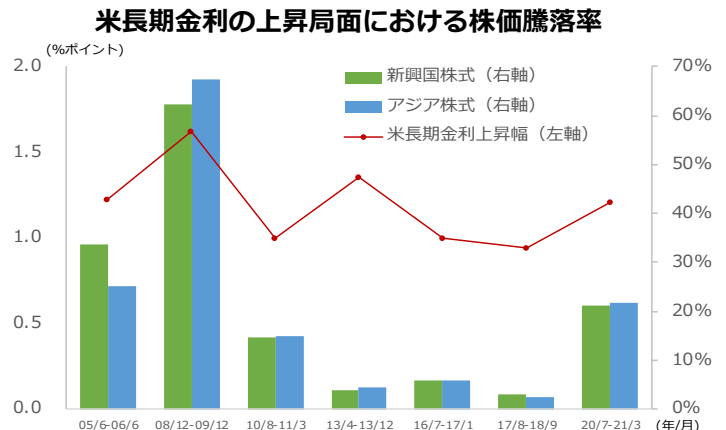
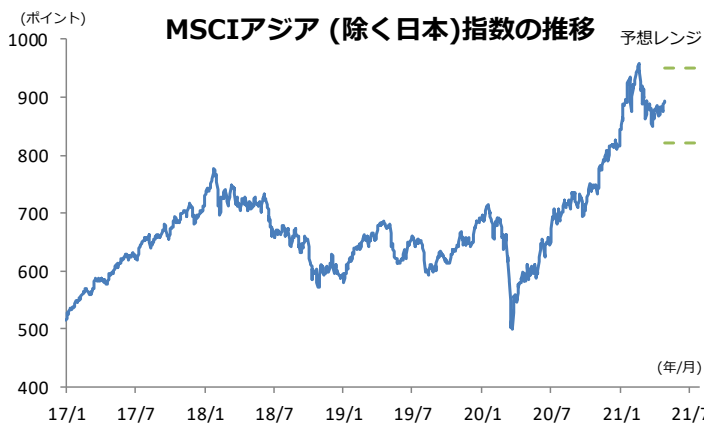
米10年金利の上昇局面でのアジア株式

米10年金利の上昇を受けて世界の金融市場では「新興国から米国への資金シフトが始まり、新興国資産への売り圧力が強まる」との観測が浮上してきました。

米長期金利の上昇は世界経済の回復・拡大を反映し、新興国経済や新興国の企業収益もその恩恵を受けるとの見方がある一方、米長期金利の上昇によって資金が米国に回帰し、ドル高・新興国通貨安が進めば、新興国中銀は通貨安や輸入インフレを避けるために金融引締めを行い、その結果、経済が減速するシナリオも考えられます。しかし、2000年以降のほとんどの米長期金利の上昇局面で新興国株式は上昇しました。新興国の債券市場では後者の連想が働きがちですが、株式市場では前者の連想が働いた格好です。足元で中国を含むアジア諸国の経常収支、インフレ、新型コロナの感染状況などの経済ファンダメンタルズはラテンアメリカや中東、アフリカよりも優れています。そのため、アジア株式は中期的に新興国のなかでも相対的に優れたパフォーマンスをあげると予想しています。

しばらく上昇基調を維持

政策に下支えされる中国経済に牽引され、アジア経済はしばらく安定的に拡大すると予想しています。もともとコロナ感染者数が少ないアジア諸国でも今後ワクチン接種が本格化すると思われます。インドの感染拡大が周辺国に波及したり、米長期金利の上昇が向かい風になる可能性は否定できませんが、アジア株式はしばらく上昇基調を維持すると予想しています。



(注) MSCIアジア (除く日本) 指数の期間は2017年1月~2021年4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

米国のインフレが年内の市場の方向性を決める展開に

10年国債利回り	4月28日	5-7月の予想レンジ
日本	0.10%	0.0%~0.25%
米国	1.61%	1.3%~2.0%
ドイツ	-0.23%	-0.5%~0.0%



日本：日銀の金融政策は現状維持

日銀は4月の政策決定会合後に発表した展望レポートで2021、22年の成長率予想を上方修正する一方、携帯料金引下げの影響から2021年のコアCPI（消費者物価指数）見通しを下方修正しました。4都府県で緊急事態宣言が発出される中、金融政策の現状維持が決められました。実際のコアCPIはマイナス圏で推移していますが、1月以降3ヵ月連続で下落幅が縮小しました。コロナ禍のデフレ圧力は徐々に緩和されています。10年国債利回りは米長期金利の動きを睨みながらも当面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デフレータは1.4%前後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のパウエル議長は目先インフレ率が高まっても長期的には安定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ています。一方、市場コンセンサスはCPI（消費者物価指数）が4-6月期に前年比+3.2%に加速し、FRBもカナダ中銀に続いて早ければ夏にもテーパリングの発表を行うとの見通しが浮上してきました。インフレに対するFRBの楽観的な見通しと市場の警戒的な

見通しのどちらが正しいかが年内の国債市場の方向性を決めると考えます。FRBがインフレの加速に後手に回った（Behind the Curve）と判断されれば長期金利は急上昇しますが、実際のインフレが安定に向かえば長期金利も落ち着くと思われます。3ヵ月程度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率は緩やかに上昇し、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

米長期金利の下落を受けてドイツの10年国債利回りも安定しています。ECB（欧州中央銀行）のラガルド総裁は域内のコロナ感染再拡大を理由に「テーパリングの議論は時期尚早」と市場のタカ派的な見通しを牽制しました。一方、イタリアなど南欧国債の対独スプレッドも安定的に推移しています。EU首脳の間でドラギ伊首相の存在感は徐々に高まっています。これまでイタリアはEU内では低成長のお荷物と揶揄されてきましたが、同首相は欧州復興基金の資金を環境・デジタルに集中投資し、潜在成長率を高める30兆円規模の計画を発表しました。このような環境で3ヵ月程度は独10年国債利回りはマイナス圏で安定し、域内国債の対独スプレッドも低水準で安定推移すると考えています。



(注) グラフの期間は2017年1月~2021年4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

ドル円は一進一退、ユーロは対ドルで買われやすい展開

外国為替	4月28日	5-7月の予想レンジ
ドル円	108.60円	105円～112円
ユーロドル	1.21ドル	1.16ドル～1.25ドル
ユーロ円	131.70円	122円～132円



ドル円相場は一進一退の展開を予想

3月まで日米の長期金利差の拡大を背景に上昇してきたドルは、4月に入ると米長期金利のピークアウトにあわせる形で低下に向かいました。米長期金利については、米国内でワクチン接種、経済再開が進み、バイデン大統領の経済政策（雇用計画・家族計画）も秋までには何らかの形で決着がつくというシナリオに基づき、年内に2%程度まで上昇すると予想しています。そのため、ドル円レートも中期的にはドル高円安が進むと考えています。しかし、当面はコロナ感染拡大、ワクチン遅延などの国内発のリスクオフから一進一退の展開を予想しています。

ユーロが買われやすい展開の継続を予想

ユーロも円同様に4月に入ると、米長期金利の低下にあわせて対ドルで買われています。ユーロドル相場はしばらくユーロが買われやすい展開が続くと予想しています。ユーロ圏経済が2四半期連続のマイナス成長からプラス成長に転じるタイミングで「欧州が米国に迫り着く」かたちでユーロが強含む展開が想定されます。4月にドイツ憲法裁判所が欧州復興基金に「ゴーサイン」を出し、夏以降に予定されている各国への資金分配に向けた手続きが進むこともユーロの買い安心感になりそうです。4月末までに各国は復興基金の資金を使った政策案をEUに提出し、

その後EUがそれらを審査・承認します。しかし、EUの「お役所仕事」を考慮すればこれら一連のプロセスが滞りなく進むとは考えられません。中期的には各国への資金分配が遅延するようなことになればユーロ売り材料になると思われます。9月に行われるドイツの総選挙もユーロのマイナス材料になる可能性があります。退潮著しい与党CDU・CSU（キリスト教民主・社会同盟）はラシェット氏を次期首相候補に指名することで一致しましたが、選挙戦でこれまで連邦レベルの政権運営経験のない緑の党が勢力を伸ばせば、ユーロの不安材料になると思われます。

新興国通貨：米国への資金逃避に警戒

米長期金利の上昇を受けて市場では「新興国から米国への資金シフトが始まり、新興国の株式、債券、通貨への売り圧力が強まる」との観測が浮上してきました。しかし、一口に「新興国」と言っても経済ファンダメンタルズは一様ではありません。今後は各国の経済成長率、インフレ、対外収支、財政赤字などによって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。対ドルの中国人民元については、政策に下支えされた中国経済の底堅い成長軌道、安定した対外収支、そして米中関係がこれ以上悪化しないとの見通しに基づいて、安定的に推移すると予想しています。

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～2021年4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)