

情報提供用資料

2021年5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. 57

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を続けた後は出遅れ解消で上昇へ

日本	5月28日	6-8月の予想レンジ
日経平均株価	29149.41円	28000円～31000円
TOPIX	1947.44p	1850p～2050p



出遅れ感が高まった日本株式

2月以降、日本株式の米国株式に対する出遅れが鮮明になってきました。最大の要因は緊急事態宣言が発出され、ワクチン接種も進まず、欧米に比べて経済活動の再開時期が大幅に遅れていることだと考えられます。1-3月期に続いて4-6月期の実質GDP成長率がマイナスになる可能性も出てきました。これらに加えて、五輪開催の可否、秋に自民党総裁選、解散・総選挙を迎える菅政権の先行きに対する不透明感も高まってきました。これらの不安が外国人の買い意欲を著しく損ねていると思われます。

しかし、我々はワクチン接種が進み、経済が再開された後に何が起るかを知っています。ワクチン接種が先行し、人々の生活が元に戻りつつある米国や英国でここ1か月ほどに起こったことが日本でも夏の終わりから秋には現実になると思われます。日本株式は足元で出遅れているからこそ、今後の上昇余地は相対的に大きいと判断しています。

保守的なガイダンス（通期見通し）

5月に終わった昨年度の決算発表では「K字型」の業績回復が確認されました。一足先に回復した米中経済に依存する製造業の収益回復が先行する一方、国内の人流に依存するサービス業が出遅れた形です。今年度の通期見通しについても、想定通りサービス業を中

心に保守的な見通しの発表が相次ぎました。緊急事態宣言が発出されるなか、楽観的な見通しの発表は控えられたと思われます。しかし、上場企業全体では今期の純利益が前年比で28%伸びるとの報道もあり、国内企業を取り巻く中期的な収益環境は良好です。自動車や化学が増益を牽引し、サービス業にも黒字転換を見込む企業が見られます。また、自社株買いの発表も相次ぎ、今期の自社株買いに配当を加えた総株主還元が過去最高を更新するとの予想も現れました。一方、好調な製造業の中では、コストが商品高など海外要因で上昇する一方で国内の低インフレ環境を背景に製品価格を引き上げられず、マージンに低下圧力がかかるセクターが出てくるのが懸念されます。

当面、方向感の乏しい展開

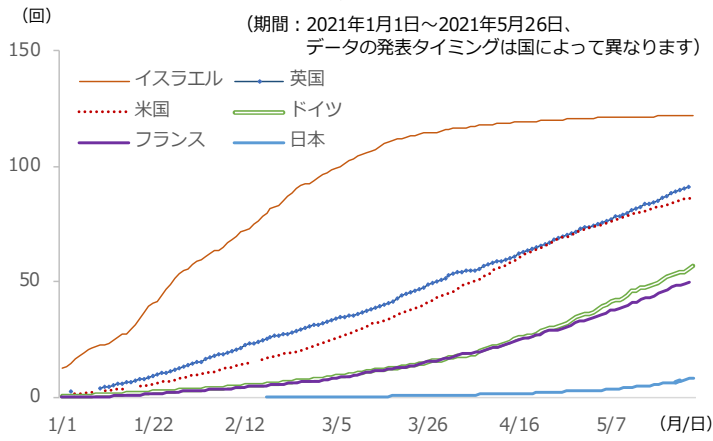
株式市場はコロナ感染者の拡大が落ち着くまでは方向感の乏しい展開が続くと思われます。しかし、企業のガイダンスが保守的だったからこそ、4-6月期の決算発表以降に業績の上方修正が進むことが期待されます。国内でワクチン接種が進み、経済活動の正常化が視野に入ってくれば、日本株式は出遅れ解消とともに上昇基調に戻ると予想しています。また、米国に比べてインフレ懸念の台頭や金融政策の正常化がまだ先になることから、相対的に息の長い相場上昇が期待されます。

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5月28日 (出所) Bloomberg, Our World in Dataのデータより岡三アセットマネジメント作成

人口100人当たりのワクチン接種数



※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	5月28日	6-8月の予想レンジ
NYダウ	34529.45ドル	32000ドル～36000ドル
S&P500指数	4204.11p	3900p～4400p



期待されるペントアップデマンド

直近、米国経済のコロナ禍からの力強い回復を示す景気指標の発表が相次いでいます。消費者の購買意欲を示すとも考えられるサービス業PMI（企業景況指数）は4月に70を超え、過去最高を更新しました。4月の自動車販売も年換算で1,851万台と1980年代以来の高水準を記録しました。政府からの給付金や失業給付加算による高貯蓄率、株高、住宅価格高による資産効果を考えれば、ワクチン接種が一巡し人々の生活様式が元に戻った後にペントアップデマンド（これまで抑制された需要）が一気に噴き出すことも期待されます。バイデン政権が推進する最低賃金の引き上げもこの動きを後押しすると思われる。

一方、マクロ環境の改善やこれまで続けてきた企業収益の上方修正のスピードが今後スローダウンする可能性があります。実際に発表された景気指標を事前予想と比較する景気サプライズ指数は足元でゼロ近くまで低下してきました。市場の事前予想が上昇し、それを超えられない指標の発表が増えてきたことを示しています。収益リビジョン指数も足元では上昇傾向を示していますが、政策サポートの打ち止めが見えてくれば下降することも想定されます。

金融市場のそこかしこに「バブルの予兆」

4月のコアCPI（消費者物価指数）が前年比+3.0%まで上昇したことを受けてFRB（連邦準備制度理事

会）が金融政策の正常化を前倒しするとの思惑が高まり、米国株式は上値の重い展開を続けています。そんな中、金融市場のそこかしこに次のようなバブルの予兆が見えてきました。①アルケゴス・キャピタルの投機ポジションの解消に伴い投資銀行が100億ドルを超える損失計上、②株式の信用売買に伴うマージンデット（証拠金債務）がリーマン危機前の水準を超過、③1-3月期のゴールドマンサックスのROE（自己資本利益率）がクレジットバブル期以来の30%乗せ、④個人投資家の短期売買で株式市場の一部銘柄や仮想通貨が乱高下、等です。

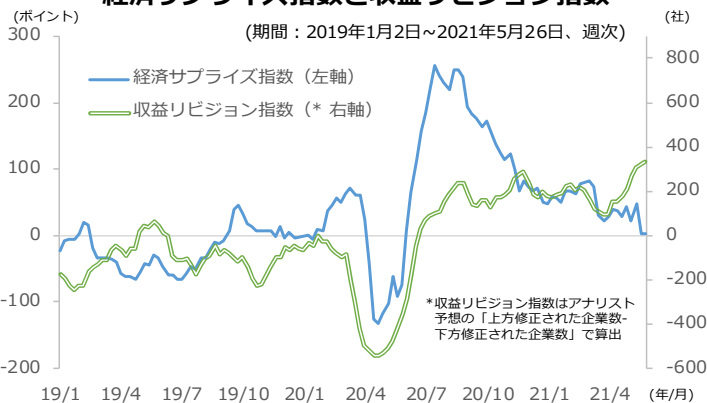
「政策の正常化」が株価の上値を抑える展開

昨秋以降、「経済活動の正常化」にあわせて株式市場は一方向に上昇してきましたが、ここに来てFRBのテーパリング（量的緩和の縮小）観測にあわせて「政策の正常化」議論が高まり、株価の上値を抑えています。しかし、株式市場は景気拡大が続き、企業収益が伸びている間は大きく調整することはないと考えられています。バブルへの警戒は怠れませんが、景気サイクル論からは、昨年夏に始まった今回の景気拡大は少なくとも今後1-2年は続くと考えられます。そのため、株式市場は短期的な上下を繰り返しながらもしばらく緩やかな上昇基調を続けると予想しています。



(注) NYダウの期間は2017年1月～2021年5月28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

経済サプライズ指数と収益リビジョン指数



*収益リビジョン指数はアナリスト予想の「上方修正された企業数-下方修正された企業数」で算出

※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。

欧州株式

景気回復の第2段階では、米国を上回るパフォーマンスを予想

欧州	5月28日	6-8月の予想レンジ
STOXXヨーロッパ600指数	448.98p	420p~490p



回復基調入りした欧州経済

1-3月期まで2四半期連続でマイナス成長となったユーロ圏経済は足元で回復のペースが加速してきました。企業景況感を示す5月の独IFO、仏Insee指数は前月を大幅に上回りました。PMIも製造業は前月比でほぼ横ばいでしたが、サービス業は55.1まで上昇してきました。独仏でもワクチン接種が軌道に乗り、これまで行動制限によって出遅れてきたサービス業にも明るい兆しが見えてきました。コロナ禍が広がって2度目の夏を控えて、英国の海外旅行が条件付きで解禁され、EU各国が域外からの渡航制限の緩和に合意したことで、観光産業に依存する南欧諸国の景気が回復に向かうことが期待されます。

一足先にワクチン接種が進んだ英国では4月の小売売上高が3ヶ月連続で増加し、5月のPMIは過去最高を更新しました。住宅価格の上昇も続き、イングランド銀行は金融政策の正常化を視野に入れ始めました。中期的に懸念されるリスクは昨年同様に夏の旅行シーズンを地中海沿岸で過ごした英国人が自国に変異種を持ち帰り、秋以降に感染症が再度蔓延することです。

英国株式とユーロ圏株式

英国株式は過去2年間、継続してユーロ圏の株式に劣後してきました。英国のEU離脱を巡る不透明感が主な理由だったと考えられます。歴史的にはポンドが

世界の通貨に対して強含むときに英国株式はユーロ圏株式に劣後し、ポンドが弱含む局面でユーロ圏株式のパフォーマンスを上回りました。国内市場に限られた英国の多国籍企業は売上、収益ともに海外依存度が高いことが背景です。今後もユーロ圏の経済活動が英国に「キャッチアップ」するステージが続き、企業収益の観点からもユーロ圏企業に優位な展開が続きそうです。また、英国の金利が先に上がり始めれば、ポンド高も英国株式の向かい風になりそうです。そのため、今後も英国株式がユーロ圏株式にアンダーパフォームする展開が続くと考えています。

米国株式を上回るパフォーマンスを予想

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優位な展開になりそうです。一方、夏以降のEU復興基金から各国への資金分配が予定通りに進まなかったり、新型コロナが域内で再度拡大したり、9月のドイツ総選挙を控えて不透明感が高まれば、欧州株式のマイナス材料になる可能性があります。いずれにしても、欧州経済の米国経済への「キャッチアップ」はもうしばらく続くと考えていることから、当面欧州株式は米国株式よりも相対的に良好なパフォーマンスをあげると考えています。

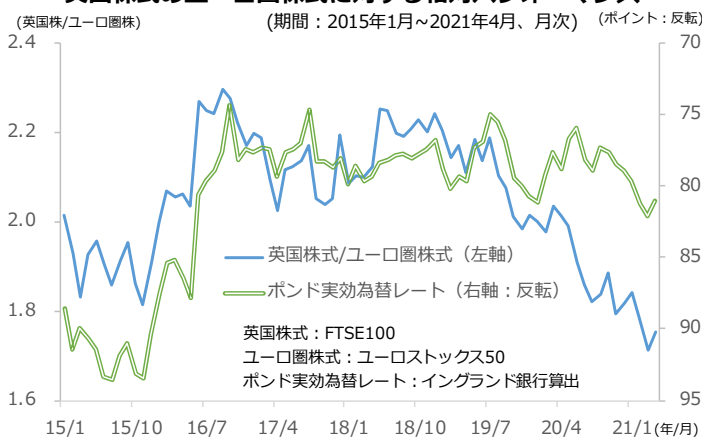
STOXXヨーロッパ600指数の推移



(注) STOXXヨーロッパ600指数の期間は2017年1月～2021年5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。

英国株式のユーロ圏株式に対する相対パフォーマンス



英国株式: FTSE100
ユーロ圏株式: ユーロストック50
ポンド実効為替レート: イングランド銀行算出

中国経済の安定的な成長を受けて、戻りを試す展開へ

アジア	5月28日	6-8月の予想レンジ
MSCI アジア(除く日本)指数	884.41p	820p~950p



中国経済：政策に支えられた安定的な成長軌道

昨年春以降、政策を支えに拡大してきた中国経済はここにきてやや減速しています。生産者物価で示される川上のインフレが顕在化し、住宅価格の上昇も止まらないことから、政府が金融引き締めめに転じたとも考えられます。マネーサプライも減速しています。一方、輸出・輸入、貿易収支、経常収支、対内外国投資、外貨準備高など対外関係の指標は改善を続けています。米国バイデン政権が推進する「テクノロジー分断」とは裏腹に中国企業が従来以上に世界の経済・通商に組み込まれていることが示されています。

中国は来年にむけて「政治の季節」を迎えるため、中国経済は当面安定した拡大基調を続けると予想しています。7月に共産党結党100年を迎え、来年秋には党首脳人事を決める共産党大会が予定されています。共産党一党支配の正統性（Legitimacy）を揺るぎないものにするため、習近平指導部は来年に向けて「新型インフラ」「双循環と消費主導型経済化」などの政策に基づいてあらゆる手段をつくして経済の安定成長を実現すると思われる。

中国・台湾のメガITに向かい風

昨年11月以降の共産党政権によるアリババのジャック・マー氏への干渉がここにきて他のメガIT、プラットフォーム、フィンテックにも広がってきました

た。独占禁止法等を通して、アリババ傘下のアントグループのみならずテンセント、バイトダンス、JDドットコム等への指導を強化し、トップを共産党の息のかかった経営者にすぐ替える動きも見せています。自由な競争環境で急成長してきた中国のメガITが曲がり角を迎えた可能性があります。「国進民退」が一層進み、将来的にはこれらの企業が国有化される可能性も否定できないと考えています。世界中で半導体への需要が拡大するなか、台湾からの供給に不安が高まってきました。TSMC（台湾セミコンダクター）等が台湾国内の新型コロナの感染拡大、水不足、電力不足に見舞われていることが背景です。供給不安は価格上昇を通して中期的に収益の押上げ要因にもなりますが、目先は売上の落ち込みによって収益を圧迫する可能性があります。しばらくは中国、台湾のテクノロジー企業から目が離せない状態が続くと考えています。

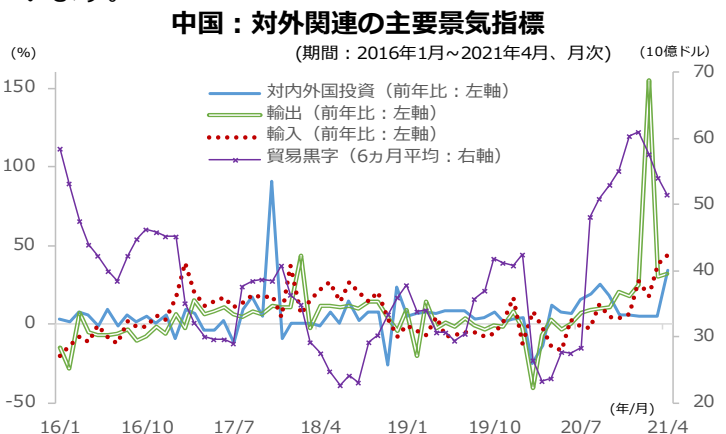
しばらく上昇基調を維持

政策に支えら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考えています。インドでもコロナ感染はピークを迎え、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る。米長期金利の上昇が向かい風になる可能性はありますが、3ヵ月程度でアジア株式は戻りを試す展開にな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5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。

米国の長期金利は1.5%を上回る水準での推移を予想

10年国債利回り	5月28日	6-8月の予想レンジ
日本	0.08%	0.0%~0.25%
米国	1.59%	1.3%~2.0%
ドイツ	-0.18%	-0.4%~0.1%



日本：コアCPIは依然としてマイナス圏

米欧では予想を上回るインフレ指標の発表を受けて金融政策の正常化に向けた議論が始まりました。一方、日本では4月のコアCPI（消費者物価指数）が前年比で-0.1%にとどまり、政策正常化の議論は伏せられたままです。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：浮上したテーパリング観測

4月のコアCPIが前年比で+3%まで上昇すると、市場にはFRBによる金融政策の正常化が前倒しされるとの観測が広がり、10年国債利回りは1.7%超まで上昇しました。その後はこの観測が幾分後退し、足元では1.6%前後にとどまっています。今後のインフレを占うには、川上のインフレを押し上げてきた商品市況や海運運賃の先行き、労働市場のミスマッチに起因するサービス業の賃上げ動向が焦点になりそうです。就労機会があっても、失業給付が上乘せされ、子供の学校も再開されず、あえてコロナのリスクを冒してまで対面の職場に復帰することを躊躇する労働者が多いことがミスマッチの理由でした。逆に考えれば、これらの障害がなくなれば職場復帰が進み、賃金も安定に向かう可能性があります。FRBのパウエル議長は足元の高インフレは一時的

(Transitory)で長期的には安定に向かうとの見通しや現在の緩和的な金融政策をしばらく継続する姿勢を維持しています。一方、市場には量的緩和の縮小（テーパリング）が夏にも発表され、年明けに開始されるとの見通しが台頭しています。インフレに対するFRBの楽観的な見通しが正しければ長期金利は安定した推移を続けると思われませんが、逆に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が急上昇することも考えられます。3カ月程度では、経済活動の正常化を受けて足元の高インフレがもうしばらく継続し、10年国債利回りも1.5%を上回る水準でしばらく推移すると予想しています。

欧州：金融政策の正常化を急がないECB

ユーロ域内経済が2四半期連続のマイナス成長からプラス成長に向かっても、ECB（欧州中央銀行）首脳は景気の先行きに楽観的な見通しを持つには至っていません。市場では6月のECB理事会でテーパリングの議論が始まるとの予想が高まっていますが、ラガルド総裁は「テーパリングを急いでいない」と市場のタカ派的な見通しを牽制しました。このような環境で3カ月程度は独10年国債利回りはマイナス圏で安定的に推移すると考えています。



※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

ドル円は一進一退、ユーロは対ドルで買われやすい展開を予想

外国為替	5月28日	6-8月の予想レンジ
ドル円	109.85円	105円～113円
ユーロドル	1.22ドル	1.17ドル～1.27ドル
ユーロ円	133.93円	129円～138円



ドル円相場は当面一進一退の展開を予想

米国の景気回復が日本に先行したことや、それを受けて日米金利差が拡大したことは、3月までのドル高円安でほぼ織り込まれ、4月以降のドル円相場は一進一退の展開を続けています。当面、このような相場展開が続くと予想していますが、その後の方向性を見通す際には次の点が注目材料になると考えます。米国サイドでは、高貯蓄率や資産効果を背景に個人消費がさらに拡大し、バイデン大統領が掲げる雇用計画・家族計画の実現可能性が高まり、インフレ率や金利が現在の水準からさらに上昇すればドル高要因になります。一方、それによって財政、対外収支が悪化し「双子の赤字」に注目が集まればドル安要因となります。日本サイドでは、ワクチン接種が加速し、経済活動の正常化が進む過程では円高が進む可能性があります。その場合も日銀による金融政策の正常化はFRBに後れることが確実視されていることから、大幅な円高は想定できません。足元で商品市場にピークアウトの兆しが見えてきましたが、商品価格の低下によって米国のインフレが抑制されればドル安円高要因になると考えます。市場がどの段階でどの材料を注目するかを先回りして見極めることが肝要ですが、中長期的には強い米国経済を背景としたドル高を見込んでいます。

ユーロが買われやすい展開の継続を予想

ユーロドル相場については、ユーロ圏経済がマイナス成長からプラス成長に転じ、「欧州が米国にキャッチアップする」かたちでユーロが強含む展開がしばらく続くと予想しています。欧州では域内経済の回復が持続的なものになるかどうか、6月のECB理事会でテーパリングの議論が始まるかどうか注目が集まります。米国ではFRBが夏までにテーパリングの議論や発表を行うかどうか、それに反応して長期金利が上昇するか低下するかが注目材料です。9月のドイツ総選挙に向けて不透明感が高まればユーロ売り材料になると思われます。当面は足元のユーロが買われやすい展開が続くと予想しています。

新興国通貨：対ドルで安定的な推移を予想

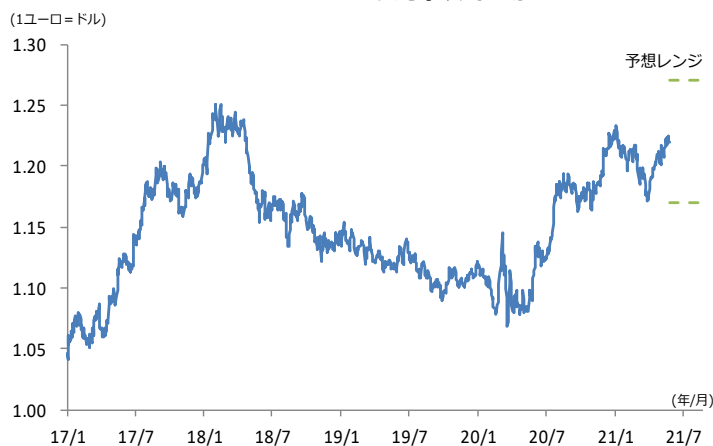
4月以降、新興国通貨は米長期金利の低下や一部新興国における金融引締め観測を受けて堅調に推移しています。今後、商品市場の下落基調が続けば、ブラジルなどの資源輸出国よりもASEANなどの資源輸入国が恩恵を受けることとなり、新興国全体のインフレを抑制し、新興国通貨にはプラス材料になると思われます。国別のワクチン接種のスピードにも注目が集まります。いずれにしても、中国人民元を含めて新興国通貨は当面、対ドルで安定的に推移すると予想しています。

米ドルの対円相場



(注) グラフの期間は2017年1月～2021年5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

ユーロの対ドル相場



※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)