

投資環境見通し（2013年4月）

目次

◇投資戦略のポイント……………P.1

◇内外経済環境見通し……………P.2

- ・日本経済
- ・米国経済
- ・欧州経済
- ・新興国・資源国経済

◇各資産の投資環境見通し……………P.4

- ・前月の投資環境
- ・国内債券
- ・国内株式
- ・外国債券
- ・外国株式
- ・為替



 明治安田アセットマネジメント株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長（金商） 第405号

一般社団法人日本投資顧問業協会会員／一般社団法人投資信託協会会員

投資戦略のポイント

①米国 潤沢な流動性が相場を下支え

米国では、3月から財政支出の強制削減が始まっています。暫定予算措置により政府閉鎖の事態は回避されていますが、5月には再び債務上限問題が期限を迎えます。景気回復は続いています、こうした財政問題が景気抑制要因となる可能性も残ります。金融政策について、景気の回復ペース次第ではQE3（量的金融緩和第3弾）の早期縮小の可能性が取りざたされますが、FRB議長は早期縮小に対して慎重な姿勢で、金融緩和と政策の継続が予想されます。株式相場は潤沢な流動性と安定した企業業績から堅調に推移するとみられる一方、長期金利は良好な需給と欧州債務問題に対する警戒感から大きく上昇する環境にはないとみられます。

②欧州 再び注目される債務問題

欧州では、キプロス支援問題が金融市場を揺るがしています。EU（欧州連合）などは、キプロスに金融支援を行う条件として銀行預金に課税することを要求しましたが、同国議会では課税案が否決され、一時は同国破綻に対する懸念が広がりました。結局支援策については合意されましたが、大手銀行の破綻処理によって預金者が損失を被ることになり、これが他の重債務国の救済策にも適用されれば金融システム不安が再来するとの見方が広がりました。今のところキプロス問題は一国の特殊事情とされており、大きな混乱は回避される見込みですが、イタリアの政局混迷が続いていることもあり、債務問題からは目を離せない状況です。ユーロ/ドルは、欧州経済の停滞が続いておりECB（欧州中央銀行）の利下げの可能性が残っていることや断続的に発生する債務問題から上値が抑えられる展開が予想されます。株式相場は高値圏にありますが、欧州企業の業績については米国に比べやや不安も残るとみています。

③日本 注目される日銀新体制下での 金融緩和政策

日銀の新総裁には黒田東彦氏、副総裁には岩田規久男氏と中曾宏氏が就任しました。新体制となった日銀は早期のデフレ脱却のため金融緩和策を強化すると予想されます。しかし、既に市場参加者の金融緩和策の強化に対する期待は非常に高まっていることから、4月に2回開催される日銀の政策決定会合の結果を受けた金融市場の反応が注目されます。金融政策の内容次第では、金融市場では波乱が起こる可能性もありますが、足元での景況感の改善、海外投資家の資金の日本への回帰が中期的な株式相場の押し上げにつながるとみえています。また長期金利は既に相当の低下が進んでいますが、インフレ期待が急速に盛り上がる可能性は小さく、当面は超低金利状態が続く可能性は高いと思われれます。

④中国 政策は引き締め方向

中国では、全人代で習近平政権が正式に発足しました。経済成長目標は7.5%に据え置かれ、インフレ目標は4%から3.5%に引き下げられています。新政権は引き続き経済成長を最重要課題としているものの、環境問題、所得再分配問題などにも配慮したバランスのとれた成長を目指すものとみられます。足元では景気は回復傾向を維持しているものの、株式相場は不動産規制の強化を嫌気して上値の重い展開となっており、今後も経済成長と不動産価格抑制のどちらが政策の前面に出てくるかで相場動向が左右されると考えます。

内外経済環境見通し

日本経済

景気は底打ちから緩やかな回復へ

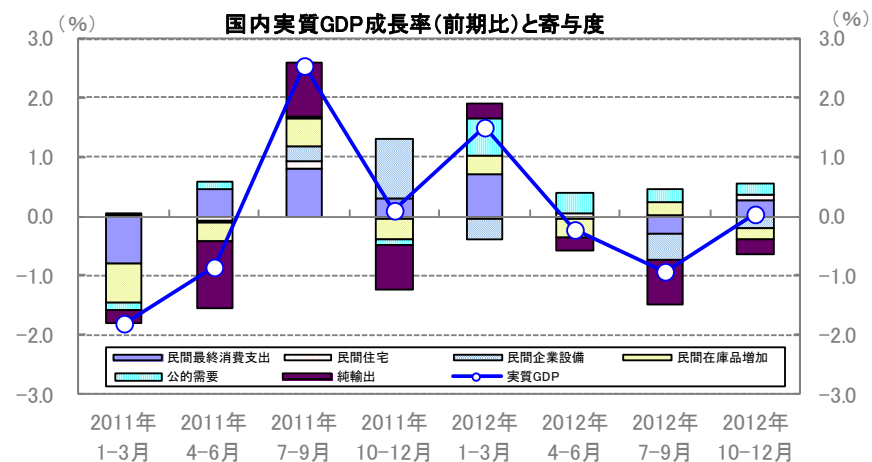
10～12月期の実質GDP成長率(2次速報値)は、前期比+0.0%(年率+0.2%)と小幅ながら3四半期ぶりにプラス成長となりました。

2月の鉱工業生産は電子部品・デバイスが落ち込みを示し、3カ月ぶりの前月比マイナスとなりましたが、製造工業生産予測指数は3月・4月と増産予想となっており、緩やかな回復が続いているものとみられます。日銀短観の業況判断指数も大企業中心に改善しています。

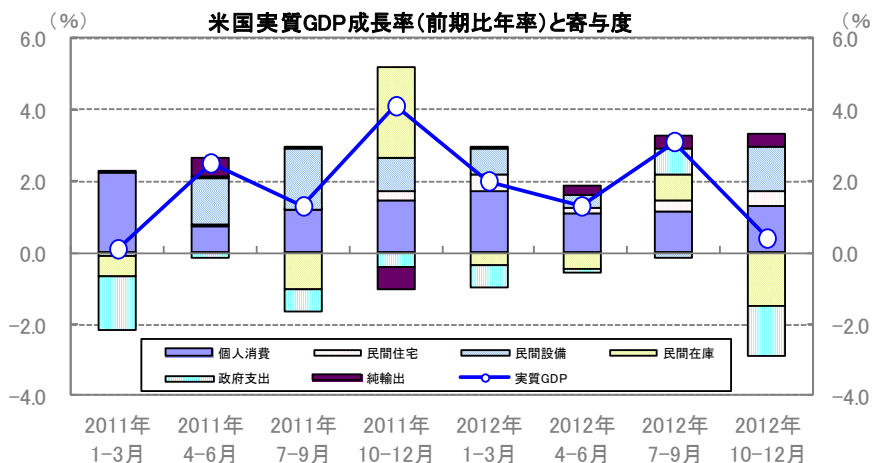
雇用環境の改善は足踏みとなっていますが、株高を背景に消費者マインドが改善し、個人消費が堅調に推移しています。住宅投資は、消費増税前の駆け込み需要などから回復基調が続くと予想します。

10～12月期の実質GDP成長率(確報値)は、前期比年率+0.4%と、同+3.1%だった前期から伸びが減速しました。

減速の主な要因は政府支出と在庫投資で、個人消費・住宅投資・設備投資については伸びを示しました。政府支出は歳出強制削減により今後も景気回復を抑制すると見込まれます。一方、個人消費は減税の一部打ち切りがマイナス要因となるものの、雇用回復や住宅市場の改善・株価の上昇による資産効果などから底堅く推移することが見込まれます。一時悪化していた企業景況感も下げ止まりつつあり、米国景気の緩やかな回復は続くと予想します。



*出所: Bloombergより明治安田アセットマネジメント作成



*出所: Bloombergより明治安田アセットマネジメント作成

内外経済環境見通し

欧州経済

景気は財政緊縮策から停滞継続

10～12月期の実質GDP成長率は、前期比▲0.6%と、3四半期連続のマイナス成長となりました。中国など新興国経済の持ち直しや米国経済の持続的な回復が欧州経済の下支えとして期待できます。しかし、重債務国を中心に緊縮財政が続いていることに加え、イタリアの政局混迷、キプロス支援問題で預金者が負担を被ることになり他の重債務国の金融システムに悪影響を与える可能性が生じたことなどが重石となり、景気停滞が継続すると予測します。

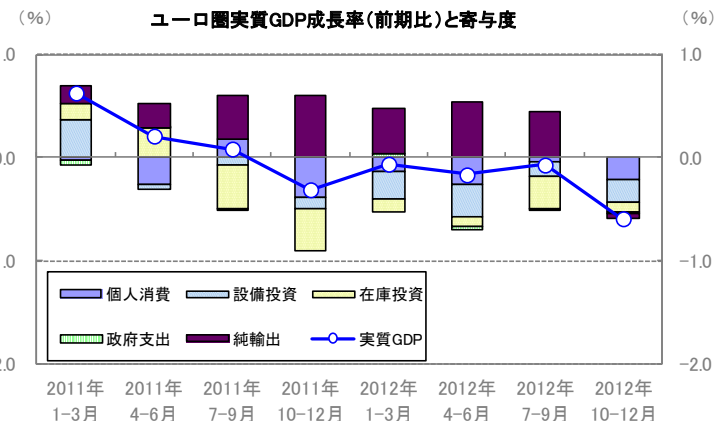
新興国・資源国経済

景気は緩やかに回復へ

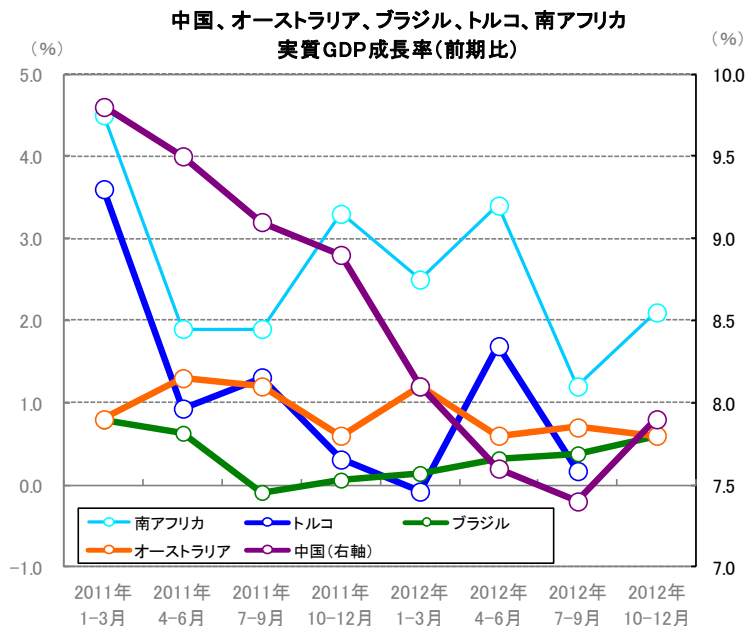
【中国】全人代では、今年の実質GDP成長率を7.5%として市場経済推進、環境対策なども示されましたが、格差縮小などの課題も残ります。停滞感もみられていた景気については、PMI(政府、HSBCとも)からは拡大の持続が窺われました。ただ不動産価格や物価の上昇に対する警戒感の高まり、今後の不動産規制の強化や金融商品への規制による影響も懸念されており、不透明感も残ります。

【ブラジル】景気については、最悪期は脱したものの回復ペースは緩やかになるとみられます。製造部門ではまちなちの状況で、個人消費も鈍化が続きそうです。今後は利下げ効果の浸透、堅調な米国や中国景気、上昇に転じた鉄鉱石価格などから緩やかな持ち直しが期待されます。ただ、インフレ警戒感から金融緩和の可能性は大幅に後退し、民間エコノミスト調査によれば年内の利上げを予想していること、当局が適度なレアル高を容認していることから、景気回復には時間を要すると思われま

す。【南アフリカ】PMIと製造業生産高はともに市場予想を上回る伸びとなった一方、小売売上高は減速しています。インフレは同国の目標レンジの上限近くまで加速しています。



*出所: Bloombergより明治安田アセットマネジメント作成



*出所: Bloombergより明治安田アセットマネジメント作成

各資産の投資環境見通し

前月の投資環境(3月)

10年国債利回りは上旬大きく変動するも金融緩和期待から中旬以降低位で推移

国内株式相場は米国景気への期待などから上昇した後、レンジ内で推移

長期金利は一時上昇も、キプロス問題などから月末にかけて低下基調に

外国株式相場は月半ばにかけては上値を試すも月後半は不透明感から不安定な動き

10年国債利回りは、日銀新総裁が長期の国債購入を示唆したことを受けて低下した後、10年国債の入札結果が低調だったことや米国の長期金利上昇に対する警戒感から0.6%台後半まで上昇する場面がありましたが、根強い債券需要を受けて再び低下に転じるなど、上旬は変動率の高い展開が続きました。中旬以降は金融緩和への期待感から10年国債利回りは徐々に低下して0.6%を下回り、0.5%台で推移しました。

国内株式相場は、新体制となる日銀の金融緩和政策推進に対する期待が広がる中、月前半は米国の景気回復期待が広がったことや円安傾向だったこともあり堅調に推移しました。月後半の国内株式相場はキプロス支援問題に対する不透明感やイタリアの政局混迷を受けて欧州債務問題が再燃したこともあり、レンジ内で推移しました。

米国では、月半ばにかけて経済指標が良好だったことやFRBの量的緩和の縮小・停止への思惑が広がり長期金利は上昇しましたが、国債の入札結果や消費者マインドの低下、キプロス支援問題から欧州債務問題が再認識されたこともあり長期金利は大幅に低下しました。欧州では、ドイツ長期金利は上旬に上昇しましたが、その後は欧州景気の下振れを示した経済指標やECBの追加緩和観測などから大幅に低下しました。

株式相場は世界的な金融緩和の流れや米国景気の緩やかな回復傾向を好感し、薄商いの中でも月央にかけては一段の上値を試す展開となりました。その後、欧州ではイタリアの政局混迷に加えEU諸国によるキプロスへの金融支援策に対する不安が広がったこと、アジア・オセアニア地域では中国の景気動向や不動産投資規制の強化が懸念されたことから、月後半はやや不安定な推移となり、地域間で異なる値動きとなりました。

《3月の市場動向》

	2013/3/31	2013/2/28	騰落率(幅)
債券利回り	前月末	前々月末	前々月末差
日本10年国債	0.55%	0.66%	▲0.11%
米国10年国債	1.85%	1.88%	▲0.03%
ドイツ10年国債	1.29%	1.45%	▲0.17%
英国10年国債	1.77%	1.97%	▲0.21%
豪10年国債	3.41%	3.35%	+0.06%
ブラジル10年国債	9.99%	9.47%	+0.52%
南アフリカ10年国債	6.83%	6.72%	+0.11%
株価指数	前月末	前々月末	前々月末比
日経平均株価	12,397.91	11,559.36	+7.25%
TOPIX	1,034.71	975.66	+6.05%
ダウ工業株30種平均	14,578.54	14,054.49	+3.73%
S&P500	1,569.19	1,514.68	+3.60%
ナスダック指数	3,267.52	3,160.19	+3.40%
FTSE100	6,411.74	6,360.81	+0.80%
DAX	7,795.31	7,741.70	+0.69%
ハンセン指数	22,299.63	23,020.27	▲3.13%
為替相場	前月末	前々月末	前々月末比
米国ドル/円	94.22	92.56	+1.79%
ユーロ/円	120.76	120.85	▲0.07%
英国ポンド/円	143.15	140.35	+2.00%
豪ドル/円	98.18	94.55	+3.84%
ブラジルリアル/円	46.60	46.78	▲0.39%
トルコリラ/円	52.03	51.46	+1.12%
南アフリカランド/円	10.20	10.26	▲0.51%

各資産の投資環境見通し

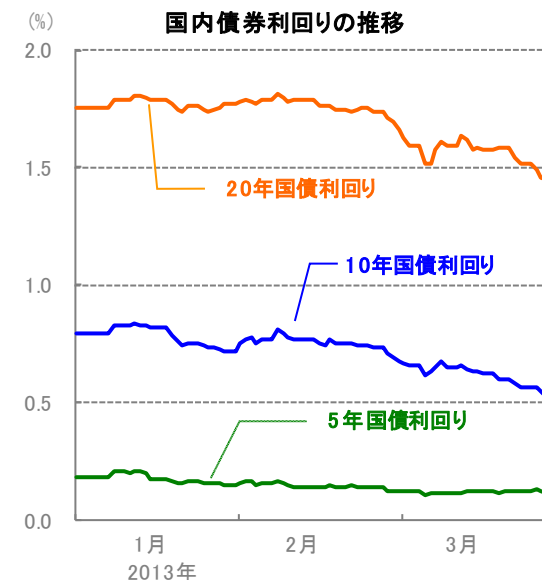
✓ 国内債券

低金利は当面継続

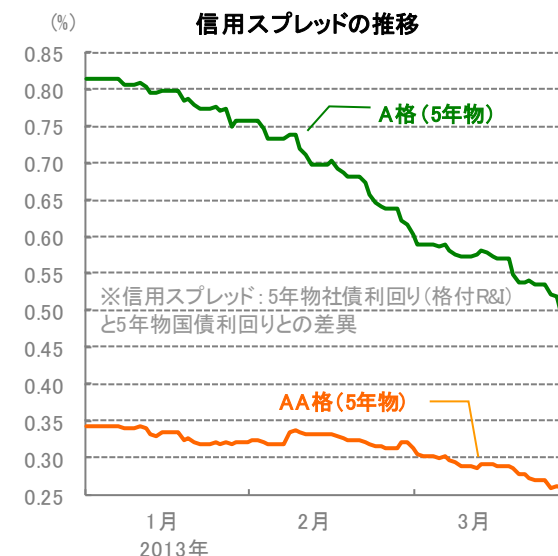
4月の注目材料は、3～4日に開催される新体制下での日銀金融政策決定会合とみています。ただし、**金融緩和策の内容については、市場での分析も進んでいることから、直ちに相場に影響を与える可能性は低くなってきている**と思われます。

むしろ、**今回の政策決定会合の結果を受けて、材料出尽くしとなるかどうか**が最大の注目点といえます。債券市場の参加者の間は消費者物価の上昇率2%目標に対して懐疑的な見方が多いと考えられますが、今後**同目標を達成することが困難との見方が強まる局面では、更なる金融緩和策の実施、金利上昇の抑制が連想される**ことから、今回も材料出尽くしには至らないと考えられます。

市場金利は既に低水準にありますが、このような環境下で**当面は低位で推移する**とみています。



*出所: Bloombergより明治安田アセットマネジメント作成



*出所: Bloombergより明治安田アセットマネジメント作成

各資産の投資環境見通し

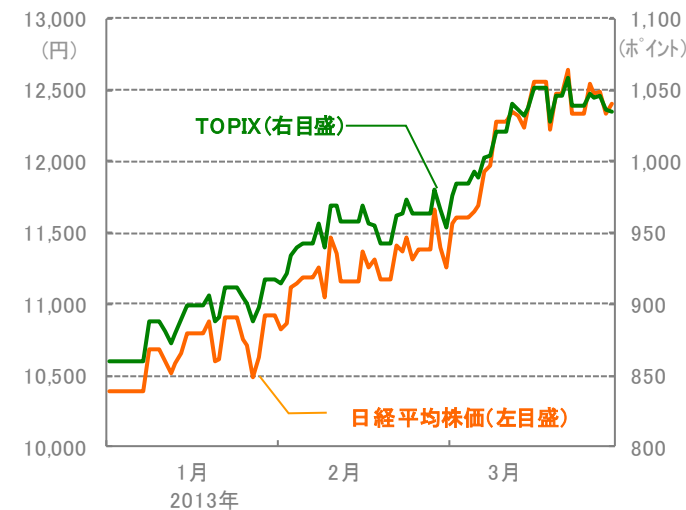
国内株式

短期的な調整を交えながら上昇基調を維持

4月の国内株式相場は、**短期的な調整を交えながら上昇基調を維持**すると予想します。

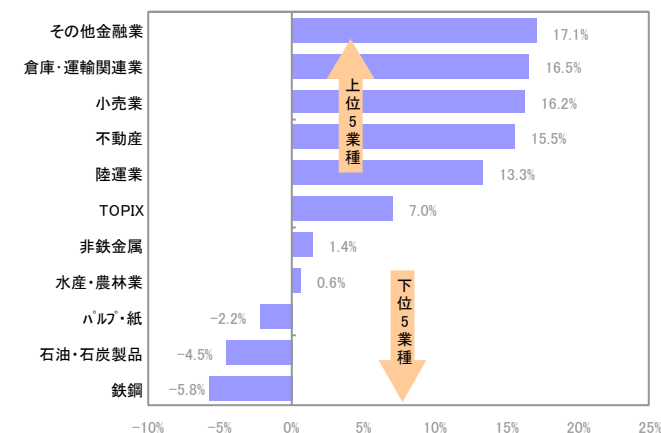
日本経済は、米国景気の回復と円安による輸出競争力の回復を背景に底打ちの兆しをみせており、**消費の回復と公共投資に加え、住宅投資も拡大し、経済成長率は高まっていくと考えられます。企業業績も、為替の円安傾向を受けて増益幅は再び拡大すると見込まれ、2013年度も経営環境の改善を背景に増益が続くと分析しています。**

日経平均株価、TOPIXの推移



*出所: Bloombergより明治安田アセットマネジメント作成

業種別騰落率
2013年2月末～2013年3月末



上図の実績数値は配当込みTOPIXをベースに、東証33業種分類に基づき集計しています。

*出所: Bloombergより明治安田アセットマネジメント作成

各資産の投資環境見通し

✓ 外国債券

長期金利は米独とも上昇圧力は限定的で、低水準で推移

米国では企業部門が好調で、住宅に加え雇用も回復傾向が続いていますが、一方で個人の消費マインドには悪化がみられます。強制歳出削減後も財政協議が続く中、年初からの緊縮財政と合わせ、景気への下押し圧力が強まると予想されます。今後は量的緩和の削減・停止が視野に入りますが、欧州の景気低迷や債務問題などから金利上昇圧力は限定的とみています。欧州では景気回復期待がこのところ低下し、全般に景気は低迷するとの見方が強まっています。財政についてはドイツの改善が際立つ一方、他国は低成長から赤字削減ペースは鈍く、ユーログループの中では目標達成に寛容になり始めています。インフレは付加価値税の影響があるものの、需要減退とともに鈍化しており、ECBの追加金融緩和策への期待も続くとみられます。財政が比較的健全なドイツでは長期金利は、引き続き低水準で推移するとみています。

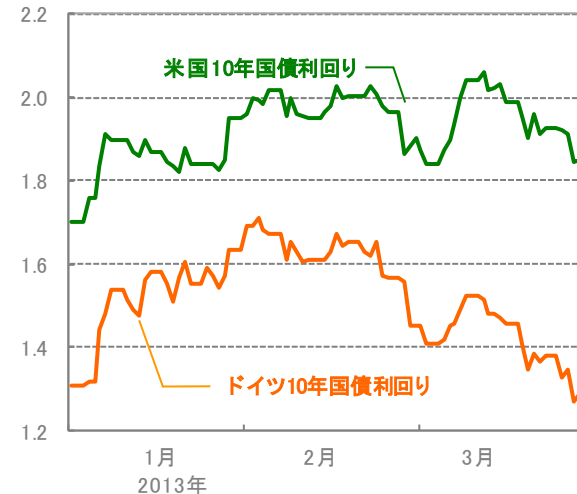
新興国・資源国金利

【ブラジル金利】市場金利は既に上昇基調に転換していますが、インフレ懸念が高まっていることから今後は利上げの有無、時期についての思惑も浮上するとみられ、じり高基調になるとみています。

【インドネシア金利】3月の消費者物価指数は食品価格の高騰などから対前年比+5.9%の上昇となり、中央銀行の目標レンジの上限を上回りました。引き続きインフレや経常赤字に対する懸念が残ることから、市場金利については当面はレンジ内の動きにとどまり、政策金利については据え置かれるとみています。

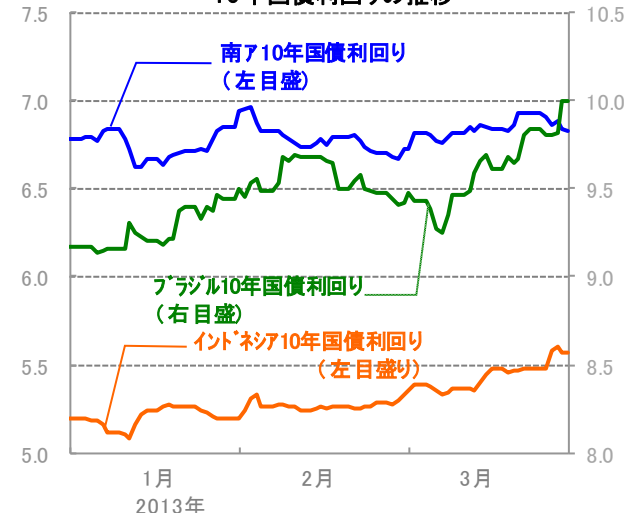
【南アフリカ金利】国内経済と足元で加速しているインフレの動向を注視しつつ政策金利については現在の水準が維持され、市場金利については為替の動向に対して神経質な展開を予想しています。

(%) 米、独10年国債利回りの推移



*出所: Bloombergより明治安田アセットマネジメント作成

(%) ブラジル、南アフリカ、インドネシア10年国債利回りの推移 (%)



*出所: Bloombergより明治安田アセットマネジメント作成

各資産の投資環境見通し

✓ 外国株式

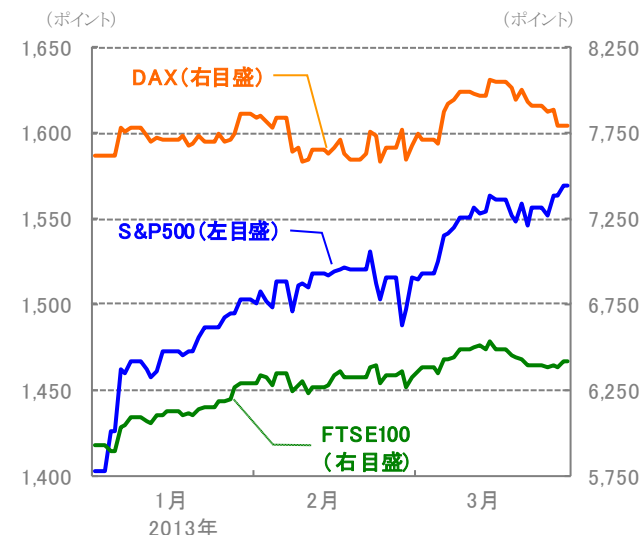
固有の強みを発揮し成長を維持できる銘柄を選好する傾向が続く

世界的な金融緩和や落ち着きをみせるマクロ景気指標が株式相場を下支える状況は続いています。2013年後半の景気回復に対する期待は既に相当程度織り込まれたと考えられ、各国の景気指標、企業業績見通し、金融政策見通しなどに関するマイナス材料に影響されやすい状況にあるとみえています。

また、米国の歳出削減をめぐる協議の行方、イタリアの政局混迷、キプロス支援問題、中国新政権の経済政策などを巡り、一時的に相場の振幅が拡大することも想定されます。

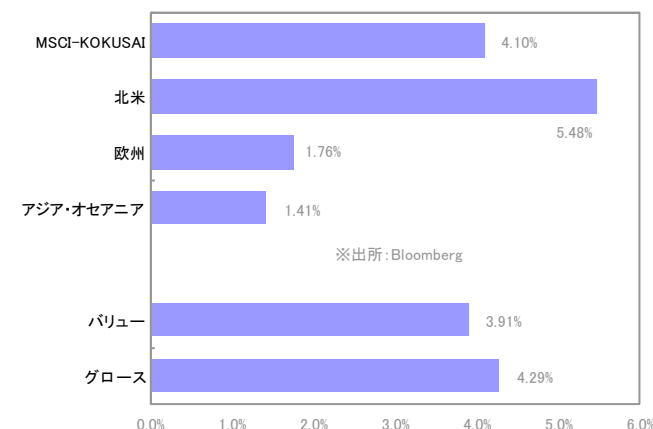
緩やかな景気回復が続く中、固有の強みを発揮し成長を維持しうる銘柄を選好する傾向が続くものと考えられますが、景況感が好転する局面ではバリュエーションの魅力度の高い景気敏感銘柄が買い進まれることも想定されます。

S&P500, DAX, FTSE100の推移



*出所: Bloombergより明治安田アセットマネジメント作成

地域別・スタイル別騰落率 2013年2月末～2013年3月末



上図の実績数値はMSCI-KOKUSAI、地域別およびスタイル別の各指数(いずれも配当込み、円ベース)に基づき集計しています。

各資産の投資環境見通し

為替

円は追加金融緩和の予想進展から現状の水準で推移

ユーロ/ドル:引き続き景況感格差、フォワード金利差に加え、ECBの追加緩和観測による金融政策の方向性、キプロス支援問題、イタリアの政局混迷等がユーロの下押し要因になるとみています。

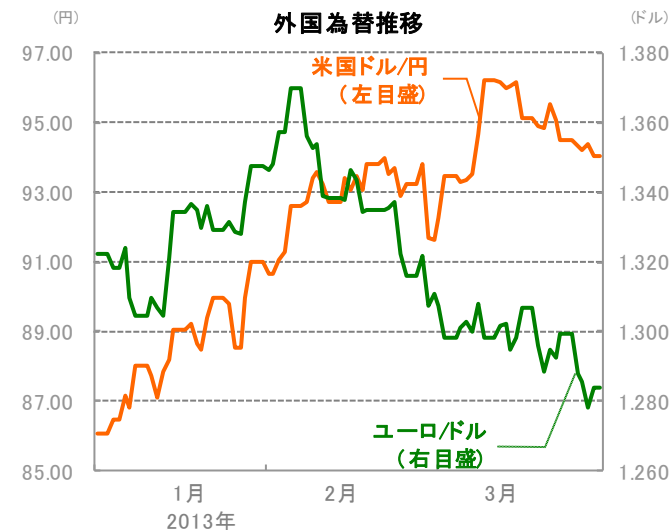
ドル/円、ユーロ/円:日銀新体制のもとでの追加金融緩和策に関する予想が進んでいることから、**サプライズのない限り現状の水準程度にとどまると**みています。

新興国・資源国通貨

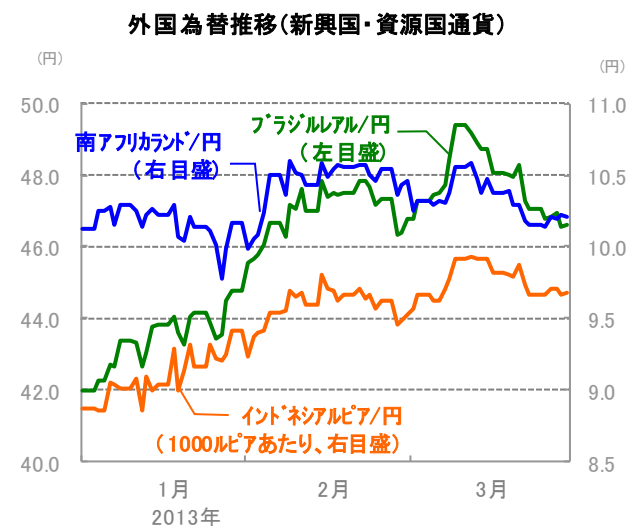
【ブラジルリアル】通貨高を容認していたとみられた当局が市場介入を実施したことで新たなレンジが形成されるとの見方が強まっています。**インフレ懸念もあり当局が適度な通貨高を容認している**とみられることや**金利先高観測**もあることから**堅調に推移**するとみています。

【インドネシアルピア】内需拡大による輸入増加により経常赤字が継続していますが、一方で対内直接投資や証券投資は堅調な動きを示していることから底堅く推移しています。ファンダメンタルズに大きな変化はみられないことから、**レンジ内での推移**になるとみています。

【南アフリカランド】製造業関連を中心に市場予想に対して良好な経済指標がみられますが、足元で改善した貿易赤字の動向に注視しつつ、引き続き**レンジ内で推移**するとみています。



*出所: Bloombergより明治安田アセットマネジメント作成



*出所: Bloombergより明治安田アセットマネジメント作成

- 当資料は、明治安田アセットマネジメント株式会社(以下「当社」という)がお客さまの投資判断の参考となる情報提供を目的として作成したものであり、投資勧誘を目的とするものではありません。また、法令にもとづく開示書類(目論見書等)ではありません。当資料は当社の個々のファンドの運用に影響を与えるものではありません。
- 当資料は信頼できると判断した情報等にもとづき作成していますが、内容の正確性、完全性を保証するものではありません。
- 当資料の内容は作成日における当社の判断であり、将来の運用の成果を示唆あるいは保証するものではありません。また予告なしに変更することもあります。
- 投資に関して最終的な判断を下すのはお客さまであり、当社は、法律、財務、会計等に関してお客さまにアドバイスする立場にはありません。
- 当資料に掲載されている過去の実績・データ等は将来の実績・データ等を示すものではなく、今後の成果を保証・約束するものではありません。
- なお、当資料に記載された情報・商品に関する権利は当社に帰属いたします。したがって、当社の書面による同意なく、その全部または一部を複製しまたその他の方法で配布することはご遠慮ください。
- 資料中で用いているインデックスおよび発表元は以下のとおりです。記載したインデックスに関する著作権等の一切の権利は当該インデックスの発表元に帰属します。

TOPIX:株式会社東京証券取引所 日経平均株価:株式会社日本経済新聞社 ダウ工業株30種平均:
Dow Jones Indexes S&P500:スタンダード・アンド・プアーズファイナンシャル サービスーズエル エル
シー NASDAQ:The NASDAQ OMX Group, Inc. DAX:ドイツ証券取引所 FTSE100:FTSE社 ハン
セン指数:Hang Seng Indexes Company Limited MSCI KOKUSAI:MSCI Inc.