

投資環境見通し（2013年5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 減速する景気

米国では、景気が減速し始めています。1月からの給与減税の一部失効、3月からの財政支出強制削減といった財政緊縮策の影響が現われ始めたと思われませんが、これまでの**株価や住宅価格の上昇にともなう資産効果が下支えとなり、景気の腰折れには至らない**と考えています。企業業績の発表が本格化していますが、結果はまちまちで株式相場は高値圏でのみみ合いとなっています。**景気減速はQE3(量的金融緩和第3弾)を早期に縮小するとの観測を後退させるという点で上昇相場の支援材料とみられることから、株式相場の上昇ペースは鈍る可能性はありますが、当面は堅調な地合いが続くとみえています**。低下基調にある10年国債利回りは、1.7%を割り込んで最近のレンジの下限近くにありますが、**景気減速や国際商品相場の下落に伴う低インフレを背景に、引き続き低位で推移するとみえています**。

②欧州 債務問題は後退も、強まる景気懸念

欧州ではキプロス支援問題が一旦沈静化、市場の関心はイタリアの政局に移っています。一時は大統領の後任選出などで紛糾したものの結局現大統領は続投となり、新首相による政権が発足したことからイタリア政局への懸念が後退し、ドイツとイタリアの国債利回り格差も急速に縮小しました。しかし、**新政権は財政緊縮政策の見直しに動く可能性があることから、今後の懸念材料になると予想されます**。ユーロ/ドルは、足元で重債務国に対する懸念が後退し、ユーロはやや強含みとなっています。好調だったドイツ景気に減速懸念が生じ、ECB(欧州中央銀行)による利下げ観測が高まっていることや、断続的に勃発する欧州の財政問題はユーロ安要因ですが、**ユーロ圏経常収支の改善や米国でQE3が継続するとの観測がユーロの下支え要因になるとみえています**。

③日本 「量的・質的金融緩和」の効果

新体制となった日銀は、4月3~4日の金融政策決定会合で「**量的・質的金融緩和**」と称して市場予想を上回る**大胆な追加金融緩和策を発表し、債券相場は金利が乱高下する展開**となりました。為替相場は円安が進み、株式相場は騰勢を強める展開となりました。国債買い入れ額の大幅増加が需給面からの金利低下要因となる一方、**超過準備預金の付利引き下げ(または撤廃)観測が後退し短期金利は上昇しました**。**今後も日銀の動向による相場変動は予想されるものの、需給面では低金利が継続するとみえています**。また、**株式相場は潤沢な流動性供給に加え、企業業績好転の可能性も高まっていることから、決算発表の本格化とともに一段高もあるとみられ、また政府の成長戦略に対する期待も高まっています**。為替相場は、G20で日銀の金融政策に対して一定の理解が得られたことから円安水準は続くとみられますが、**米国の景気減速の兆候などから、円安ペースは鈍るとみられます**。

④中国 政策は引き締め方向

1~3月期実質GDP成長率は+7.7%と前期から減速し、景気回復の鈍さが裏付けられました。**PMIでも新規受注の弱さが表れ、今後の景気拡大への期待も薄らいでいます**。今後、成長率が一段と減速するようならば景気刺激策が取られる可能性が高まります。しかし、足元では**不動産規制の強化や地方政府の不良債権といった弱気材料が目立ちやすく、投資家心理の悪化から株式相場は上値の重い展開が予想されます**。

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。

株高などから消費者マインドの改善が続いており、百貨店売上も増加基調となるなど個人消費が堅調となっています。雇用の改善は緩慢ですが、輸出企業を中心に企業業績の好転を背景にボーナス支給額が増加しており、今後も消費主導の景気回復が見込まれます。

日銀は大規模な量的緩和策を打ち出し、展望レポートでは先行きのインフレ見通しを大きく引き上げましたが、足元のデフレ基調には大きな変化はみられず、今後取りまとめられる政府の成長戦略などの政策対応が注目されます。

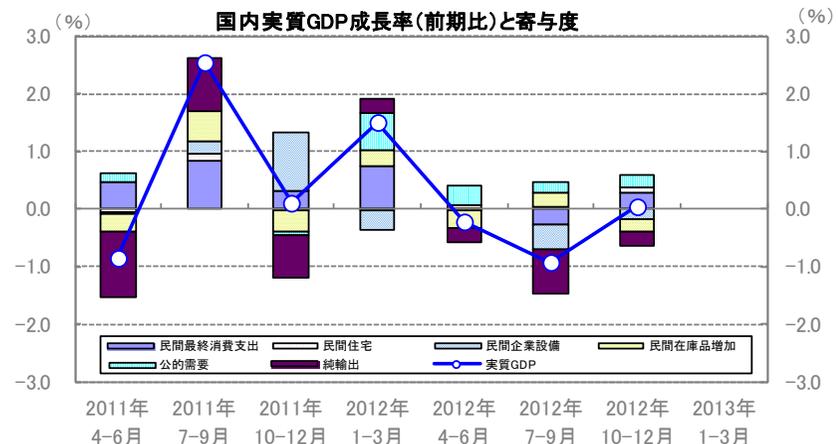
米国経済

景気の緩やかな回復トレンドが継続

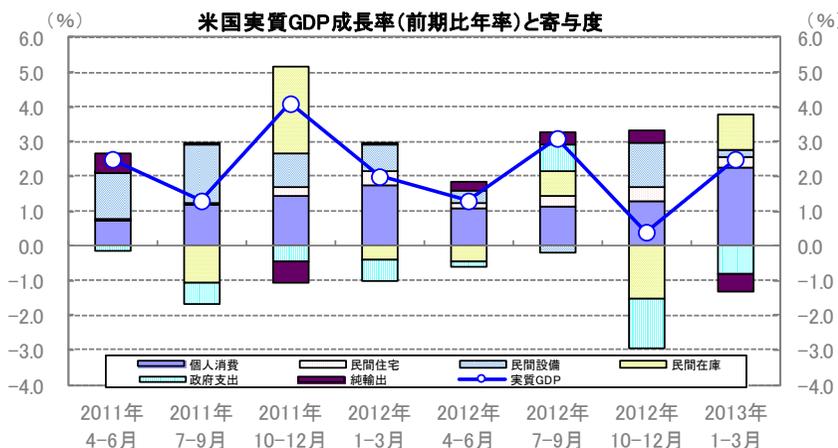
1～3月期の実質GDP成長率は、前期比年率+2.5%と、同+0.4%だった前期から伸びが加速しました。

前期に成長率の押し下げ要因となった在庫投資が大きく反動増を示したことに加え、厳冬の影響から個人消費は暖房費を中心に増加しました。一方、政府支出は大きく減少し、前期に続いて成長率を押し下げる要因となりました。

3月以降、財政支出の強制削減が始まっており、政府支出が引き続き成長抑制要因となり、景気は減速すると見込まれますが、住宅市場の改善・株価の上昇による資産効果が下支えするものと予測します。



*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が続く

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。

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が、中国の景気回復が予想外に鈍く、外需に大きな期待をかけるのは難しい状況です。

足元では、キプロス支援問題が一旦解決し、イタリアの政局も落ち着いてきたことから、幾分マインドの改善が期待できます。しかし、重債務国を中心に成長戦略が不透明な中で緊縮財政が続いていることから、景気停滞が続くと予測します。

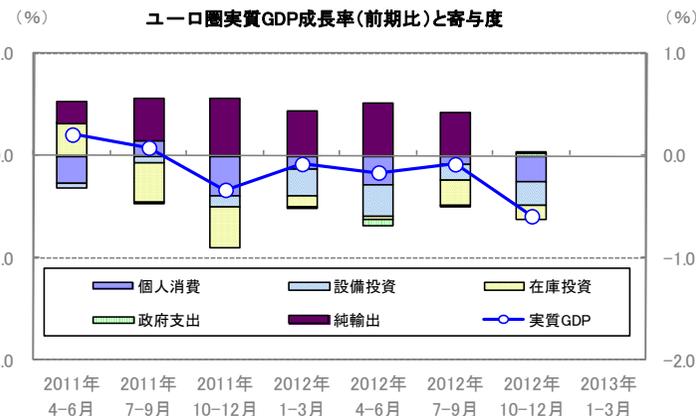
新興国・資源国経済

景気は緩やかに回復へ

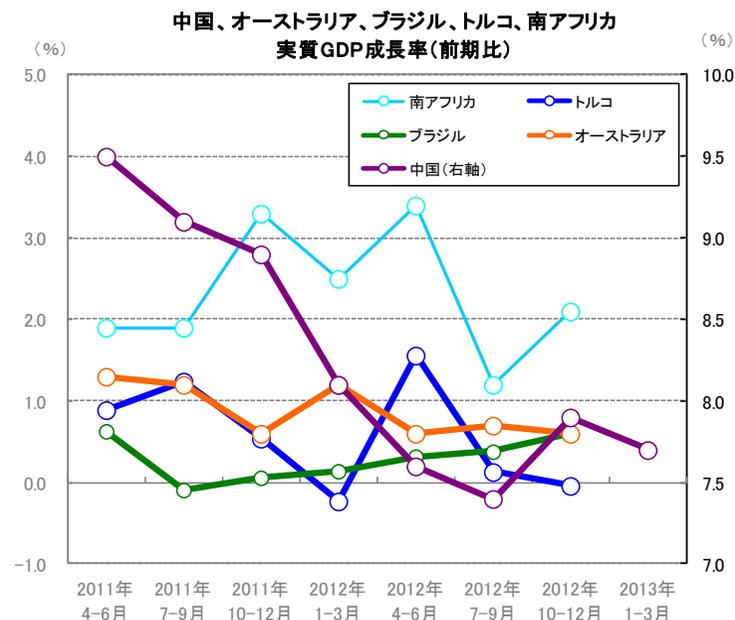
【中国】1～3月期実質GDP成長率が+7.7%と前期から減速し、鉱工業生産、小売売上高指数に加え製造業PMI(政府発表)も市場予想を下回るなど景気回復への不安がみられます。政府は高騰の再燃が懸念される不動産・住宅価格や投資の抑制を図りつつ、格差是正や環境配慮など質的発展を目指すと考えられ、景気回復も緩やかなペースにとどまるとみられています。

【ブラジル】製造部門、個人消費ともに回復が弱い中、インフレ抑制のため利上げが実施されました。今後は自国通貨安による輸出拡大策もインフレ懸念から採用しづらく、このところの通貨高や中国、欧州などの世界景気の減速の影響もあり輸出主導での景気回復には時間を要するとみられます。なお中央銀行の委託する民間エコノミストによる経済成長率見通しは2013年が+3.0%、14年が+3.5%と緩やかながらも回復方向で、直近のIMF予測でも2013年が+3.0%、14年が+4.0%となっています。

【南アフリカ】小売売上高は市場予想を上回った一方、PMIと製造業生産高はともに低調な結果となりました。インフレは同国の目標レンジの上限近くで高止まりしています。



*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直し

前月の投資環境(4月)

10年国債利回りは追加金融緩和策の発表で乱高下

国内株式相場は追加金融緩和策を受け円安が一段と進行したことから上昇幅を拡大

米国・欧州ともに景気や金融政策などから金利の低下圧力が継続

外国株式相場は、世界的な金融緩和政策の継続観測から上昇

4月4日に日銀が「量的・質的金融緩和」と称する大胆な金融緩和策を発表したことを受けて、翌5日には10年国債利回りは一時0.3%台前半まで低下した後、同日中に0.6%台まで反発するなど、乱高下しました。その後日銀は市場参加者との意見交換等で混乱の沈静化を図っていますが、市場金利は各残存年限とも追加金融緩和策の発表前に比べ、高い水準で月末を迎えました。

国内株式相場は、日銀の金融政策決定会合で大胆な金融緩和策が発表され、さらに円安が進んだことから、上旬には大幅に上昇しました。その後は、上値が重くなる場面がありましたが、G20(20カ国・地域)財務相・中央銀行総裁会議で日銀の金融緩和政策に対して一定の理解が得られたことや、政府による経済対策に対する期待もありじり高となりました。

米国では、雇用統計の下振れなど景気回復のペースが鈍化したことや物価の落ち着きを背景に、量的緩和政策の早期縮小・停止観測が後退し、長期金利は低下しました。また、中旬には国際商品相場が下落しリスク回避の動きが出た際も、金利低下圧力が強まりました。ユーロ圏では、景気の停滞感が強く、ECBの追加緩和観測が高まる中、日銀の追加金融緩和によって資金が流入するとの見方などもあり、ドイツ長期金利は低下基調となりました。

米国では軟調な経済指標が散見され、欧州では景気低迷が中核国にも広がり、中国では成長鈍化に対する警戒感が高まったことから、景気感応度が比較的高い業種に売り圧力が強まる場面がありましたが、米国ではQE3の縮小観測が後退したこと、ユーロ圏では利下げ観測が高まったことが下支えとなり、外国株式相場は上昇しました。

《4月の市場動向》

	2013/4/30	2013/3/31	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	0.61%	0.55%	+0.06%
米国10年国債	1.67%	1.85%	▲0.18%
ドイツ10年国債	1.22%	1.29%	▲0.07%
英国10年国債	1.69%	1.77%	▲0.08%
豪10年国債	3.09%	3.41%	▲0.32%
ブラジル10年国債	9.61%	9.99%	▲0.39%
南アフリカ10年国債	6.26%	6.83%	▲0.57%
株価指数	前月末	前々月末	前々月末比
日経平均株価	13,860.86	12,397.91	+11.80%
TOPIX	1,165.13	1,034.71	+12.60%
ダウ工業株30種平均	14,839.80	14,578.54	+1.79%
S&P500	1,597.57	1,569.19	+1.81%
ナスダック指数	3,328.79	3,267.52	+1.88%
FTSE100	6,430.12	6,411.74	+0.29%
DAX	7,913.71	7,795.31	+1.52%
ハンセン指数	22,737.01	22,299.63	+1.96%
為替相場	前月末	前々月末	前々月末比
米国ドル/円	97.45	94.22	+3.43%
ユーロ/円	128.32	120.76	+6.26%
英国ポンド/円	151.36	143.15	+5.74%
豪ドル/円	101.06	98.18	+2.93%
ブラジルレアル/円	48.68	46.60	+4.47%
トルコリラ/円	54.36	52.03	+4.47%
南アフリカランド/円	10.86	10.20	+6.44%

※出所：Bloomberg

各資産の投資環境見通し

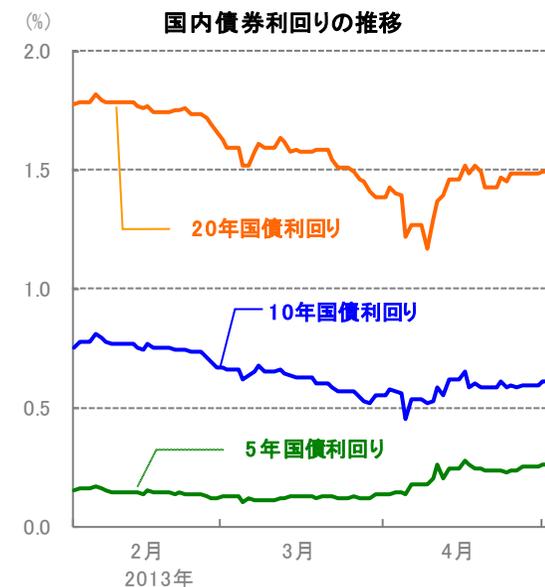
国内債券

大量の国債買い入れもあり
金利は低下基調へ

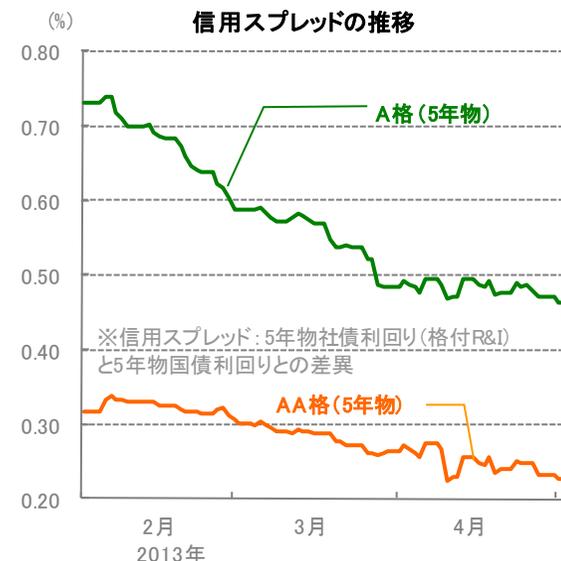
債券相場は落ち着きつつありますが、日銀の金融政策決定会合以降の市場動向を受けて、市場参加者は運用計画の再検討を余儀なくされていると考えられます。

日銀総裁は「2年で2%の物価上昇率達成」を目標として掲げていますが、その過程では期待インフレ率の上昇が伴うことも予想され、「安定的な2%の物価上昇率」と「金利の低位安定」の併存する状態の実現が難しいことは、多くの市場参加者が認識していると考えられます。（日銀は実質金利の低下を目指しているが、期待インフレ率が上昇すれば通常は名目金利も上昇）

足元の10年国債利回りは、多くの投資家が押し目買いの目安としている水準にあると考えられ、日銀による大量の国債買い入れも踏まえれば、**金利は低下基調へ戻る**と予想されます。ただし、**日銀の目標達成が困難を極めるものである以上、日銀総裁の舵取りが市場の信頼を得るには相当の時間を要すると**みられます。今後の日銀の金融政策運営においては、市場との対話がますます重要になってくると考えられます。



*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

米国株式相場と企業業績を
にらみつつ上値を試す展開を
予想

5月の国内株式相場は、2012年度末の決算発表のピークを迎え、**米国株式相場の動向や企業業績をにらみつつ上値を試す展開**を予想します。

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、**家計消費と公共投資に加え、住宅投資も拡大していくことで経済成長率は上昇していくと考えられます**。企業業績についても、経営環境の改善を背景に大幅な増益が期待できると分析しています。

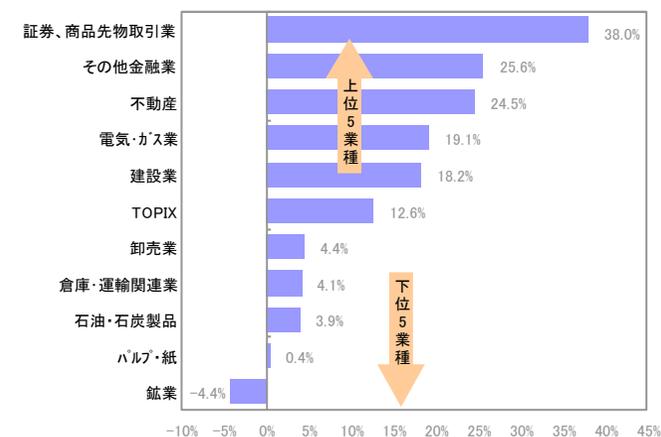
TOPIXのレンジは1050から1300ポイントと予想しています。

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3月末～2013年4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

※ 当資料の最終ページに重要な注意事項を記載しておりますので、必ずご確認ください。

各資産の投資環境見通し

✓ 外国債券

長期金利は米独とも低水準で推移すると予想

米国では、景気減速や物価の落ち着きに加えて国際商品相場の下落もあり、期待インフレ率が大幅に低下していることから、**現行の量的金融緩和が縮小・停止されるとの観測も後退**しています。日銀による大胆な金融緩和策により、日本の投資家による外債等への投資が活発化すると**の見方も強まっております**、**米国債に対する需給は良好とみられます**。景気、インフレ、金融政策、需給に加え、グローバルな市場環境をみても、大幅な金利上昇の可能性は低いとみています。

欧州では、景気は全体として停滞感の強い状況が続いています。付加価値税引き上げの影響を除くと物価も落ち着いており、**長期金利の低位安定が続くとみられます**。ECBの追加(信用)緩和観測が高まっていることに加え、日銀の金融緩和策がグローバルに影響を与えていることもあり、**ユーロ圏では全般的に金利の下押し圧力が強まる状況が続くとみています**。

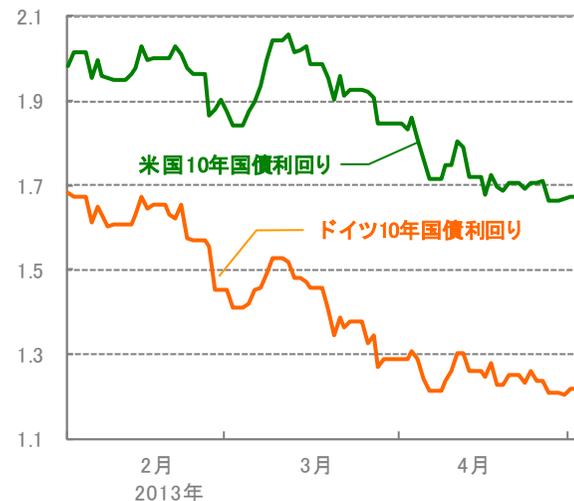
新興国・資源国金利

【ブラジル金利】昨年10月まで実施された利下げから、一転**0.25%の利上げが実施**されました。市場金利は既に織り込み済みで、利上げ実施後は落ち着いた動きとなっています。年内に政策金利はさらに**1%程度引き上げると予想**されていますが、**景気への配慮などから慎重に行われるとみられています**。

【インドネシア金利】4月の消費者物価指数は前年比+5.57%の上昇と、**中央銀行のターゲットレンジの上限を上回っています**。今後は補助金対象の石油燃料価格の引き上げによるさらなるインフレ懸念が残りますが、**市場金利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】国内経済の動向や足元で高止まり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

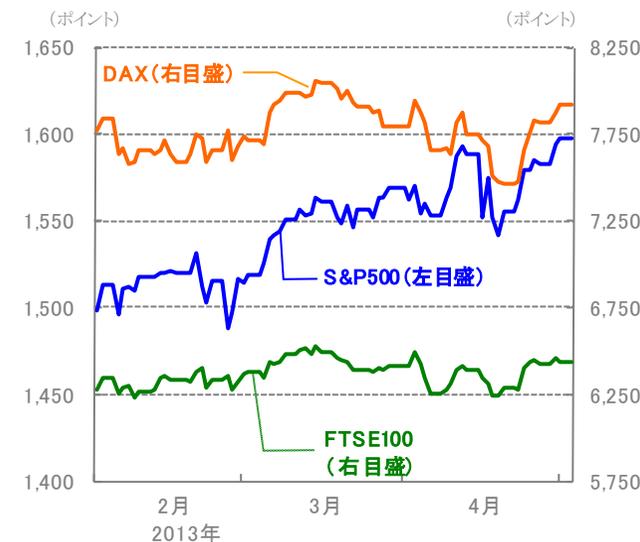
年後半の企業業績見通しを見極める展開が続く

世界的な量的金融緩和が株式相場を下支えする状況が続いていますが、1~3月期の決算発表内容は企業によってまちまちで、年後半の業績見通しに対する不透明感は払拭されていない状況です。

このため、株式相場は米国政府の歳出削減による実体経済への影響、欧州中核国の景気動向、中国経済の成長見通しなどを確認しつつ、**年後半の企業業績見通しを見極める展開が続く**ものと思われま

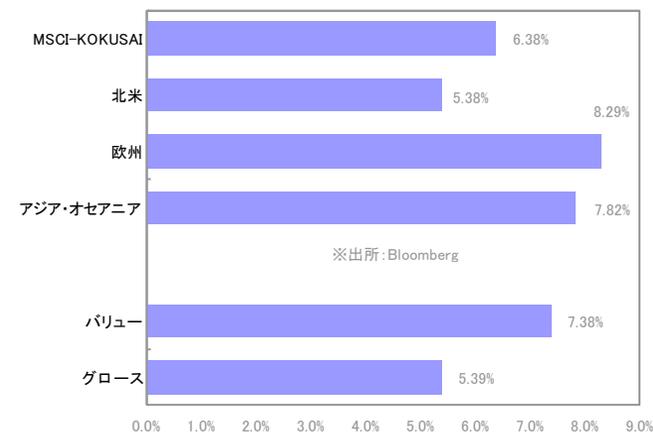
主要企業の決算発表が一巡する月後半以降は、市場参加者の関心は再びマクロ景気動向に集まると考えられ、各国の景気指標、金融政策見通し、政局などを材料に地域間の収益格差が拡大することも想定されます。

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3月末~2013年4月末



*出所: Bloomberg

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

当面はユーロ下落要因が注目されやすい状況

ユーロ/ドル: 欧州重債務国の金融市場の安定、経常黒字等の需給要因、米国の金融政策や低金利の長期化などがユーロへの支援材料になるとみられます。一方で低迷する欧州景気、商品市況の調整、ECBの追加緩和観測等による弱気材料もみられます。当面はユーロのドルに対する下落要因に注目されやすい状況とみています。

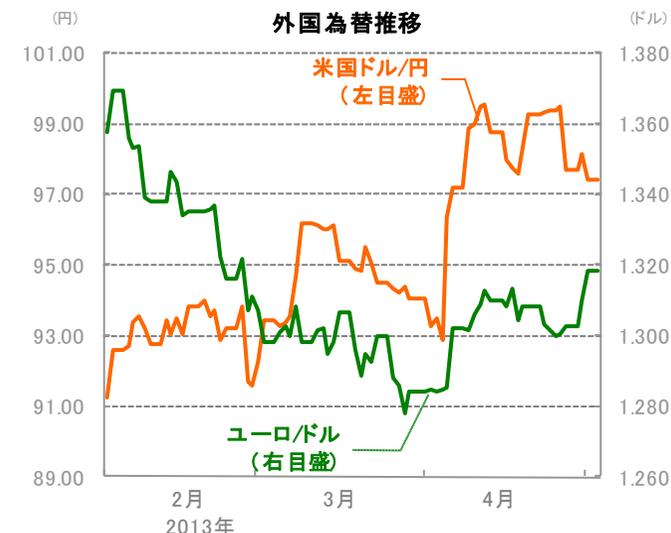
ドル/円、ユーロ/円: 日銀の金融緩和政策を背景に円安水準での推移が続くとみていますが、ドル、ユーロともに弱気材料も残ることから、当面はレンジ内での動きにとどまるとみています。

新興国・資源国通貨

【ブラジルレアル】 自国通貨高を容認しているとみられていた政府・中央銀行が再度の**自国通貨売りの為替介入を実施**したことから、ブラジル・レアルは下落し、利上げ実施後も主要通貨に対して調整局面が続いています。追加利上げ観測もありますが、政府・中央銀行は性急な利上げを避けるとみられ、当面は**緩やかな景気回復とインフレの状況下で水準を模索する動き**が続くとみています。

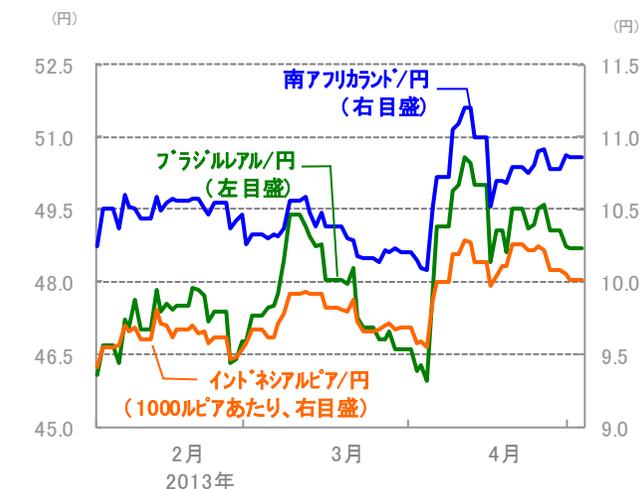
【インドネシアルピア】 堅調な直接投資や中央銀行の**為替介入によって下支え**されていますが、**経常赤字の拡大から通貨安圧力**は広がりつつあります。補助金対象の燃料価格引き上げが当面の大きな政治的課題となっており、引き続き弱含みで推移するとみています。

【南アフリカランド】 大幅に下落した後に**戻り歩調**にある金価格、貿易収支や財政収支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

外国為替推移(新興国・資源国通貨)



*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.