

投資環境見通し（2013年6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 焦点はQE3出口戦略

米国では、FRB(連邦準備制度理事会)議長の議会証言やFOMC(連邦公開市場委員会)議事録でQE3(量的金融緩和第3弾)の早期縮小の可能性が示され、出口戦略が強く意識されています。いずれも景気回復の継続が確認されることが条件とされており、早々に出口戦略が採られる可能性は低いと考えられます。しかし、今後は経済指標に対する金融市場の反応がこれまでよりも大きくなると予想されます。10年国債利回りはQE3の縮小観測から2%台に上昇しましたが、景気回復に伴う税収増や歳出削減による財政赤字減少の鮮明化、物価上昇率の低下傾向の強まりなどから、さらなる大幅な金利上昇は見込みにくい状況です。株式相場は潤沢な流動性、雇用や住宅市場の改善に支えられて堅調に推移してきましたが、1~3月期の企業決算に大きなサプライズはなく、今後の増益ペースも緩やかと見込まれることから、QE3縮小に対する警戒感は今後も株価の上値を抑えると予想されます。

②欧州 追加利下げの姿勢を示す ECB

ECB(欧州中央銀行)は、5月の理事会で市場の予想通り、政策金利を0.25%引き下げました。ドイツを含めて経済指標が軟調となっていたことや物価上昇率の低下傾向が強まったことが、この主な理由とみられます。ECB総裁は、ユーロ圏内の金融機関向け翌日物預金金利について「マイナスにする準備はできている」と述べ、一段の利下げに前向きな姿勢を示しています。また、ユーロ圏の1~3月期実質GDP成長率は▲0.2%と6期連続マイナス成長となるなど、景気の先行き懸念が払拭されないこともあり、追加利下げの可能性は高いとみられます。ユーロ/ドルは、利下げ以降はやや弱含みとなっており、追加利下げ観測が広がる局面では一段のユーロ安も考えられるものの、足元ではドルの主要通貨に対する買いが大きく積み上がっており一方的なドル高も考えにくいいため、概ねレンジ内で推移すると予想しています。

③日本 不安定化する金融市場

債券相場は、変動率の高い状況が続いています。日銀による大量の国債買入の結果、投資家が金利の落ち着きどころを見失い投資を手控えたことから、流動性が低下し乱高下が続いたとみています。株式相場は好調な企業決算を受けて堅調に推移していましたが、急速な相場上昇に対する警戒感が広がる中、中国の経済指標の悪化や長期金利の上昇などがきっかけとなって5月23日には急落し、その後は不安定な相場展開となっています。外国為替相場は、不安定な株式相場の動向を受けて投資家のリスク回避姿勢から、逃避通貨とされる円が選好されたことから、これまでの円安は一服しています。日銀は金利の急上昇を抑えるべく長期の資金供給を実施するなど対応を行っていますが、米国のQE3縮小をめぐる思惑もあり長期金利は変動率の高い展開が続くと思われます。株式相場は、景気や企業業績の改善傾向に変化はなく、これまでの急速な相場上昇に対する一時的な調整局面とみられますが、長期金利が一段と上昇すれば景気に対する悪影響が懸念され、調整局面が長引く可能性もあるとみています。

④中国 安定成長に向けた対応に 注目

上海総合指数は5月初めから上昇基調に転じ、堅調に推移しています。鳥インフルエンザが収束に向かいつつあること、経済構造改革に対する期待が高まっていることが相場上昇要因となっています。今後は、大型の経済対策は期待しにくい状況ですが、同国政府による安定成長に向けた対応が注目されます。

内外経済環境見通し

日本経済

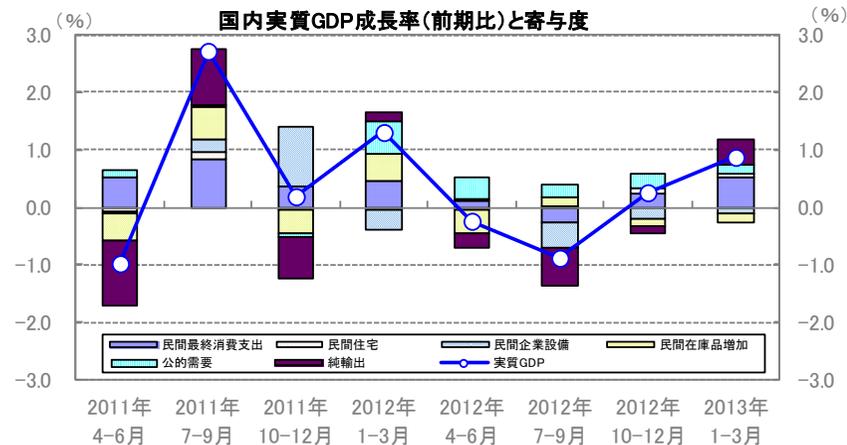
景気は緩やかな回復へ

1～3月期の実質GDP成長率は、前期比+0.9%（年率+3.5%）と、同+0.3%だった前期から伸びが加速し、景気回復局面入りを裏付けました。株高などから個人消費が堅調となるとともに、輸出については米国の景気回復や円安効果により4四半期ぶりに前期比プラスとなりました。新規求人倍率が1.40倍まで上昇するなど雇用環境の改善がみられることに加え、盛夏が見込まれることにより消費拡大が期待されるため、今後も個人消費中心に緩やかな景気回復が続くものとみられます。政府は、いわゆる「3本の矢」の3本目として、6月に成長戦略をとりまとめる予定ですが、これによって一段の成長率押し上げにつながるかが注目されます。

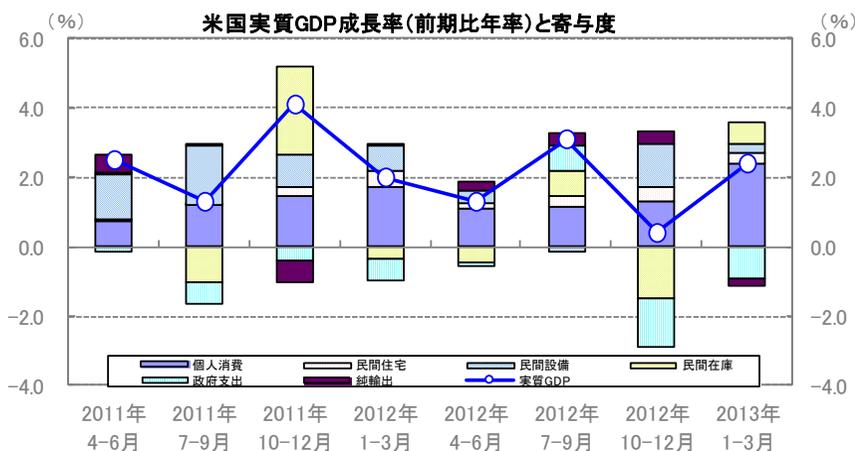
米国経済

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+2.4%と、同+0.4%だった前期から伸びが加速しました。3月に減速していた非農業部門雇用者数が4月分では盛り返し、小売売上高や消費者信頼感指数など家計部門の経済指標は概ね堅調を示しました。一方、企業景況感は悪化を示すものが目立ち、財政支出削減や欧州景気低迷にともなう外需がさえなかったことを反映していると考えられます。全体として米国景気は、減速しつつも緩やかな回復トレンドが継続すると予測します。



*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
継続

1～3月期の実質GDP成長率は、前期比▲0.2%と、6四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、中国の景気回復ペースが予想外に鈍く、外需に大きな期待をかけることは難しい状況です。ECBは政策金利を引き下げ、さらに追加的な金融緩和を示唆しましたが、景気押し上げには力不足とみられ、緊縮財政が続いていることから景気停滞が継続すると予測します。

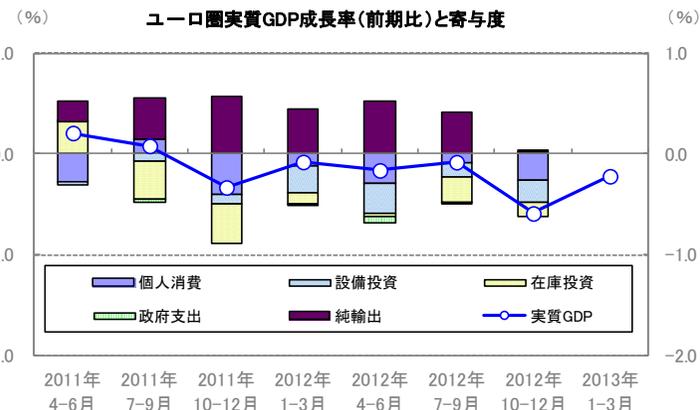
新興国・資源国経済

景気は緩やかに回復へ

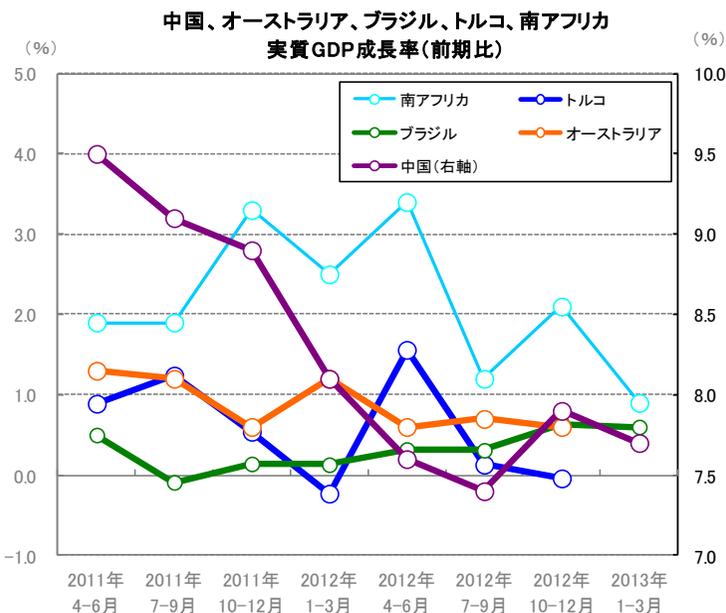
【中国】景気については、**内需の鈍化に加え、外需もさえない状況**となっています。政府発表のPMIは景気の拡大を示す50を8カ月連続で上回ったものの、民間(HSBC)調査と差異がみられ、また鉱工業生産の伸びが鈍化していることなどから**景気回復ペースの鈍化は続く**とみられます。また、今後の住宅市場等への規制強化次第では鉄鋼等の在庫調整圧力が長引くことも考えられます。

【ブラジル】景気については、最悪期は脱しましたが**回復は緩やかなペースにとどまると**みられます。1～3月期の実質GDP成長率は前期を上回ったものの引き続き低調となっています。足元の製造業PMIや鉱工業生産など**製造関連の指標もさえない状況**となっており、インフレ懸念からやむなく0.5%の利上げが実施されたことなど、**景気回復には時間を要する**とみられます。中央銀行が委託する民間エコノミストは2013年の成長率見通しを小幅ながら下方修正(3.00%→2.98%)しています。

【南アフリカ】1～3月期実質GDP成長率は減速し、**製造業の落ち込み**が確認されました。インフレは同国の目標レンジの**上限近く**で推移しています。



*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(5月)

10年国債利回りは月を通じて大きな変動幅の中で推移

国内株式相場は高値警戒感などから大きく調整

米国・欧州ともに景気回復や金融政策への思惑などから金利は上昇傾向に

外国株式相場は、金融緩和政策の早期縮小観測から一部に売りも

国内債券相場は、米国では雇用統計などの経済指標が改善し金利が上昇したことや、円安が進んだことなどから、10年国債利回りは月半ばにかけて大きく上昇しました。その後は22日の日銀金融政策決定会合や、FRB議長の議会証言等を受け、同利回りは一時1.0%近辺まで上昇するなど、月を通じて大きな変動幅の中で推移しました。

国内株式相場は、米国の雇用統計が市場予想に対して良好な内容となり円安が進んだこと、決算発表で好調な企業業績が確認されたこと、政府の成長戦略に対する期待などから、中旬にかけては堅調に推移しました。その後は高値警戒感が広がる中、FRB議長が議会証言で量的金融緩和の縮小の可能性を示したこと、中国では製造業PMIが市場予想を下回ったこと、円安傾向が一服したことなどから急落し、月末にかけては不安定な相場展開の中、軟調に推移しました。

米国では、市場予想を上回る経済指標が相次ぎ、中旬にかけて長期金利は上昇基調となりました。下旬にはFRB議長の議会証言を受け、量的金融緩和策の縮小・停止の開始時期が早まるとの観測が強まり、長期金利は2%を超えて上昇しました。欧州では、ドイツ景気回復、域内重債務国を巡る懸念の後退などを受けてドイツ長期金利は上昇しました。ただ、域内全体の景気停滞感、ECBによる追加利下げ観測は残り、同金利の上昇を抑制する場面もありました。

世界的な金融緩和が株式相場を支える中、米国では雇用や住宅市場の改善、金融当局者の発言を受けて量的金融緩和策の早期縮小観測が浮上し、公益事業や通信サービスなど高配当業種は売りに押される展開となりました。欧州では、ドイツなどでは景気指標の改善を受けて総じて景気感応度の高い業種が選好されることとなりました。一方、中国の景気鈍化に対する懸念が高まり、資源関連銘柄には売り圧力が続く展開となりました。

《5月の市場動向》

	2013/5/31	2013/4/30	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	0.86%	0.61%	+0.25%
米国10年国債	2.13%	1.67%	+0.46%
ドイツ10年国債	1.51%	1.22%	+0.29%
英国10年国債	2.00%	1.69%	+0.31%
豪10年国債	3.36%	3.09%	+0.27%
ブラジル10年国債	10.50%	9.61%	+0.89%
南アフリカ10年国債	7.18%	6.26%	+0.92%
株価指数	前月末	前々月末	前々月末比
日経平均株価	13,774.54	13,860.86	▲0.62%
TOPIX	1,135.78	1,165.13	▲2.52%
ダウ工業株30種平均	15,115.57	14,839.80	+1.86%
S&P500	1,630.74	1,597.57	+2.08%
ナスダック指数	3,455.91	3,328.79	+3.82%
FTSE100	6,583.09	6,430.12	+2.38%
DAX	8,348.84	7,913.71	+5.50%
ハンセン指数	22,392.16	22,737.01	▲1.52%
為替相場	前月末	前々月末	前々月末比
米国ドル/円	100.45	97.45	+3.08%
ユーロ/円	130.64	128.32	+1.81%
英国ポンド/円	152.68	151.36	+0.87%
豪ドル/円	96.17	101.06	▲4.84%
ブラジルリアル/円	46.95	48.68	▲3.57%
トルコリラ/円	53.55	54.36	▲1.48%
南アフリカランド/円	9.97	10.86	▲8.16%

※出所: Bloomberg

各資産の投資環境見通し

国内債券

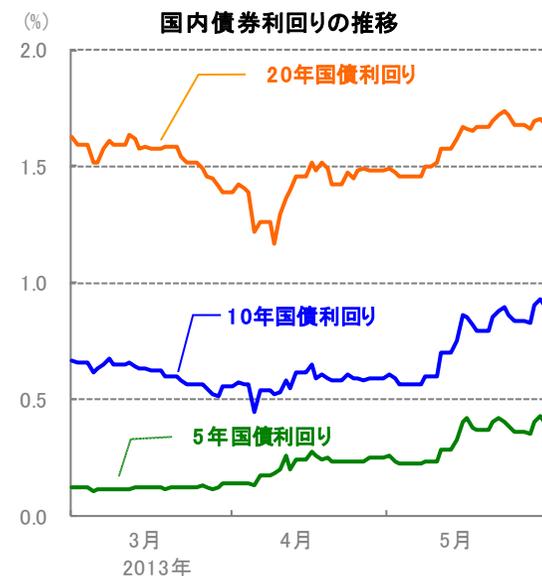
戻り売り優勢の局面は、もうしばらく続くと予想

国内債券相場は、日銀の国債大量買取りオペによる流動性低下に対する懸念で売られた後も、株高・円安、米国のQE3縮小観測の台頭等から、10年国債利回りは一時1.0%近辺まで上昇しました。

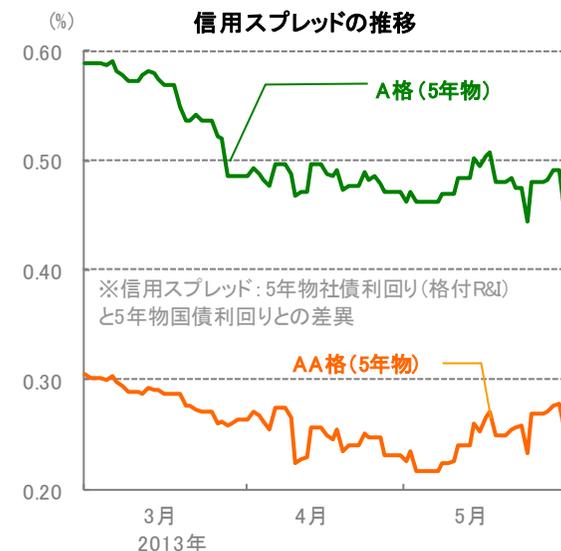
今後については、現在の為替水準が続けば企業業績全体として一定の増益を確保できるため、株価の一段の下落の可能性は低いと考えています。また、FRBによるQE3縮小の判断は、雇用統計など今後の経済指標次第と考えられ、今後数カ月程度を要するとみられます。

加えて、日銀総裁の国内債券市場に対する姿勢にも注目されます。変動率の高い相場動向に配慮する姿勢がみられなければ、不安定な相場展開が続き、外部環境次第では10年国債利回りが1.2%近辺まで上昇する可能性もあると分析しています。

また、日銀は今後も国債買取りオペ手法の工夫や市場参加者との対話を続けること等によって、市場の安定を目指すと考えられますが、もうしばらくは戻り売り優勢の状況が続くとみられます。



*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

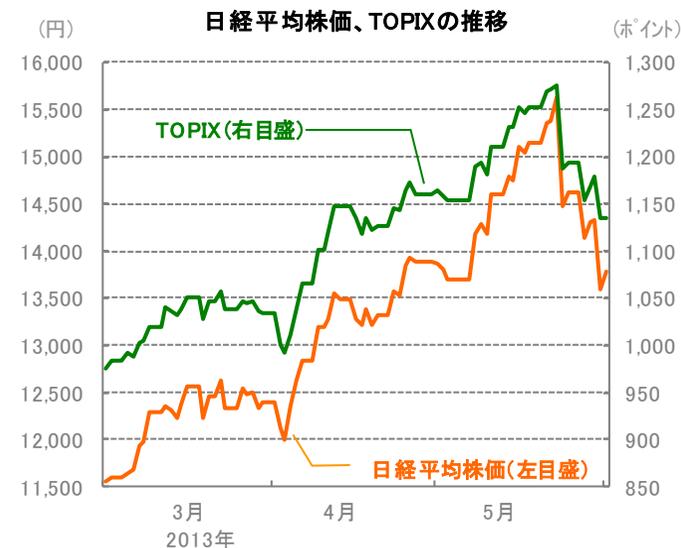
国内株式相場は次の上昇に向けた調整局面を迎えていると分析

6月の国内株式相場は、材料に乏しく、やや停滞感のある展開を予想します。

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しているため、個人消費と公共投資に加え、住宅投資も拡大し、経済成長率は高まっていくとみています。企業業績については経営環境の改善を背景に大幅増益となると予想していますが、株式相場はすでにある程度先取りしながら上昇しているとみられます。

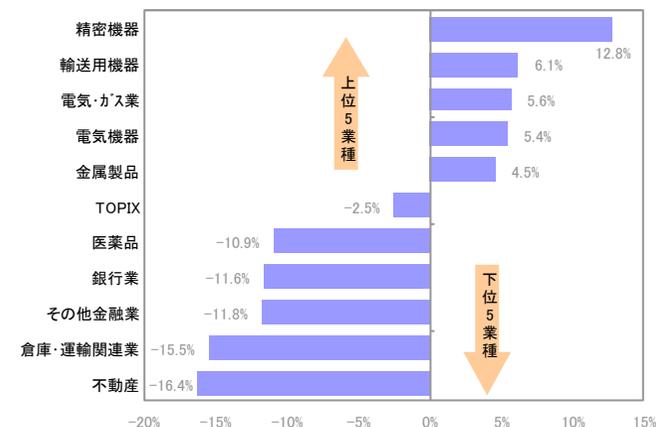
昨年11月以降続いた上昇相場の達成感や乱高下する債券相場を考慮の上、次の上昇相場に向けた調整時期に来ている可能性が高いとみています。

TOPIXのレンジについては、これまで通り1000から1300ポイントと予想しています。



*出所: Bloombergより明治安田アセットマネジメント作成

業種別騰落率
2013年4月末～2013年5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低水準で推移すると予想

米国では、雇用は増加傾向にありますが、賃金や物価の伸びの鈍化を踏まえるとQE3の早期縮小・停止を織り込むのは時期尚早と考えています。今後景気回復が鮮明になれば、金利は上昇するとみられますが、**低金利政策の長期化が見込まれることから金利上昇圧力も限定的**と考えています。さらに物価の落ち着き、新興国や欧州等の景気回復力の弱さと商品市況の下落、財政の予想以上の改善などから、金利上昇幅も限定的とみています。欧州では、全体としては**景気低迷が続いています**が、ドイツの景気回復、重債務国の大幅な貿易黒字と持ち直しの兆しもみられます。物価も低下基調が継続するとみています。ECBは5月の利下げに加えマイナス預金金利についても言及しており、**追加金融緩和期待が残ります**。ドイツ長期金利は、欧州債務問題の落ち着きにより低下余地は限定的となった一方、景気、物価、金融政策等は引き続き金利上昇の抑制要因で、**低水準のレンジ内での推移**が続くとみています。

新興国・資源国金利

【ブラジル金利】政策金利は0.5%引き上げられ8.0%となりました。今回の決定には**インフレ懸念が高まっている**ことが挙げられていますが、今後はさらなる利上げの有無や時期についての思惑が交錯する中、**じり高基調**が続くとみています。

【インドネシア金利】消費者物価指数は対前年比+5.47%と、4カ月連続して中央銀行のターゲットレンジの上限を上回りました。補助金対象の石油燃料の価格引き上げを受けたさらなるインフレや経常赤字に対する懸念が残りますが、**政策金利については景気への配慮から据え置かれ、市場金利は当面レンジ内の動きにとどまる**とみています。

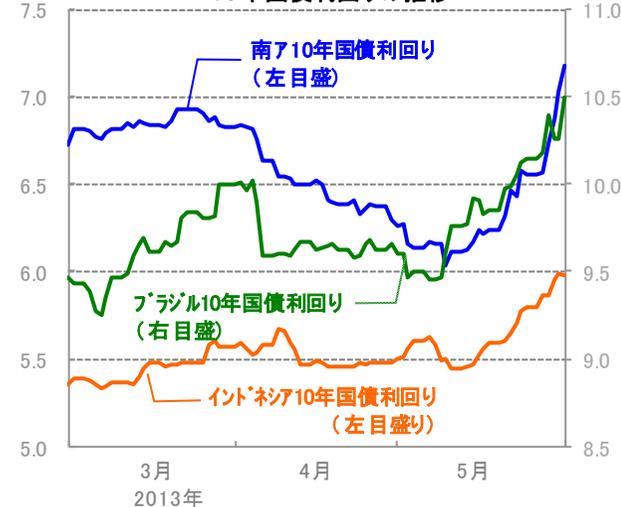
【南アフリカ金利】国内経済が減速しインフレが高止まりする中、**政策金利については現在の水準が維持され、市場金利については為替変動の影響が高い状況**が続くとみています。

(%) 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

世界的な金融緩和が株式相場を下支えする構図は続く

欧州景気の低迷が続き中国経済に成長鈍化がみられる中、世界経済の回復ペースが緩やかであることから、**世界的な金融緩和が株式相場を下支えする構図は続く**とみています。ただし、米国では量的金融緩和の早期縮小が意識されつつあることから、**今後の雇用や住宅関連の経済指標や金融当局者の発言次第では、業種間での騰落率の格差が拡大しやすい状況**にあるとみています。

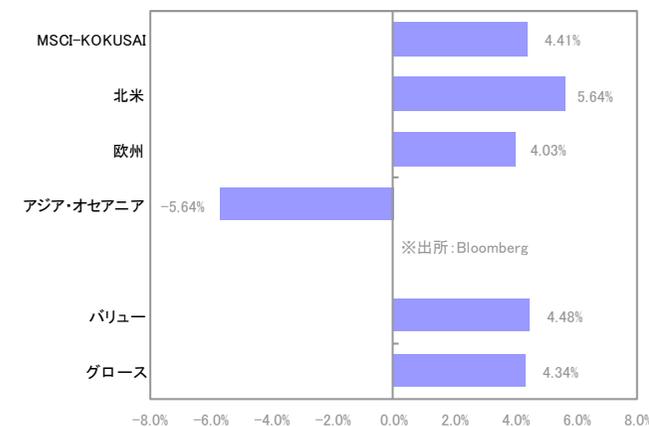
一方で、欧州ではドイツなどの主要国の景気指標に改善がみられますが、ユーロ圏全体としては景気低迷から脱し切れていないことや、中国では不動産投機抑制策の強化などで景気減速懸念が強まりつつあることから、**地域間での騰落率格差も広がりやすい状況**にあるとみています。

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4月末～2013年5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

ドル、ユーロともに円に対しては、日銀政策決定会合あたりまでは幾分円高に振れやすい状況が続く

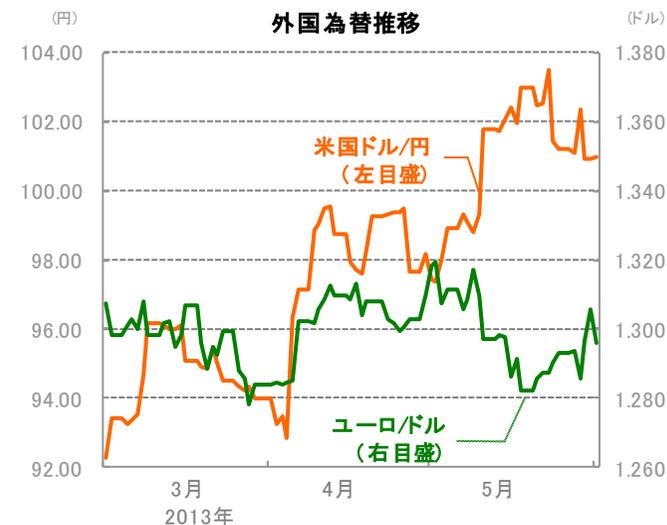
ユーロ/ドル: 過去最高となるユーロ圏の貿易・経常黒字などがユーロの下支え要因と考えられますが、**景況感格差や金融政策の方向性、金利水準**などからドル高要因が注目されやすい状況が続くとみられます。
ドル/円、ユーロ/円: 日本の長期金利や株価の動向などを注視しつつ、日銀政策決定会合あたりまでは幾分円高に振れやすい状況が続くとみられます。

新興国・資源国通貨

【ブラジルリアル】 景気回復の遅れや輸出の鈍化、輸入の増加による経常赤字の拡大、海外からの直接投資による資本流入の頭打ち感など通貨安要因が目立っています。利上げを実施しましたが、インフレ懸念によるため通貨が買われる要因にはなりにくく、**当面落ち着きどころを探る展開**が予想されます。

【インドネシアルピア】 政府が**今年の経済成長率見通し**を予算案の+6.8%から+6.2%に引き下げるなどマクロ経済指標を下方修正したことを受けて、通貨安基調が続いています。**中央銀行が市場介入を続けているため下支え**されていますが、補助金対象の燃料価格の引き上げが実施されない限りは、引き続きルピア安方向での推移になるとみています。

【南アフリカランド】 景気減速や労働争議に対する警戒感に加えて、財政・貿易赤字など、**当面は通貨安要因が注目される**と考えられますが、政策金利が相対的に高い金利水準にあることから、調整一巡後は底堅く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.