

投資環境見通し（2013年7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 金融当局者の発言に注目

米国では、FRB(連邦準備制度理事会)議長がFOMC(連邦公開市場委員会)後にQE3(量的金融緩和第3弾)の出口戦略に関する具体的なスケジュールに言及したことで、これまでの流動性相場の巻き戻しが一気に始まりました。10年国債利回りは2011年8月以来となる2.5%を超えて上昇し、株式相場は急落しました。市場では、**資産購入の縮小ペース、その後の利上げペースを巡る思惑が交錯し、当面の相場は債券、株式とも変動率の高い展開が予想されます。**FRBは今後、QE3を縮小しても緩和的な金融環境は継続され、**利上げまでの時間軸が短縮されたわけではないと強調することによって、金融市場の安定化を図るとみられますが、金融緩和に慣れた市場参加者が落ち着きを取り戻すには時間を要するとみられます。**ただし、FRBは景気状況を確認しながら出口戦略を進めるとみられること、米国のインフレが低位であり金融引き締めを急ぐ理由もないことから、債券、株式ともに相場が大きく崩れる可能性は低いとみています。4~6月期の業績発表については、期待がそれほど高くないことから大きな波乱材料にはならないと考えています。

②欧州 金融緩和バイアスは継続

ギリシャでは国営放送局の閉鎖騒動をきっかけに連立政権から小規模政党が離脱し、現政権の政局運営が綱渡り状態になったほか、金融支援が決定されているキプロスが救済策の条件変更を要求し拒否されるなど、**沈静化していた債務問題が再び注目**されました。現段階ではいずれも大きな懸念につながっていませんが、米国の金融政策の動向とともに投資家のリスク回避姿勢につながる要因となっています。**ECB(欧州中央銀行)理事会では追加利下げを見送り、総裁のコメントは5月の利下げ時に比べるとややトーンダウン**しています。しかし、経済が停滞している中でドイツの債券利回りは米国に連れて上昇しており、景気回復を阻害しかねないと考えられます。**中国などの景気停滞も欧州経済に影響を及ぼすと考えられることから、ECBの金融政策に引き続き緩和バイアス**がかかるとみられます。

③日本 落ち着きを取り戻す金融市場

国内でも、金融市場は引き続き変動性の高い展開となりました。特に日銀の金融政策決定会合で金利上昇抑制策が採用されなかったことをきっかけに円高が加速、株式相場は急落し、月半ば頃にはいずれも4月の異次元緩和の発表時の水準付近に戻っています。しかし、FOMC以降は、QE3縮小観測を受けた米国金利の上昇からドルが反発し、株式相場は反発しています。債券市場では、10年国債利回りは0.8%台で落ち着きを取り戻しつつあるものの、取引量は少なく、投資家の様子見姿勢が強まっている状況です。今後の**株式相場は、金融政策の方向性からドルの堅調地合いが続くと予想され、企業業績に対する不安は乏しいことから、下値を固める展開が予想されます。**債券相場は、日銀が市場変動を抑制する姿勢を鮮明にし、金利が急騰する可能性は低下しつつあると考えられますが、**今後は米国の金利動向の影響を受けやすい展開が予想されます。**

④中国 短期金融市場への懸念

中国では、**短期金融市場で流動性が一時逼迫し金利が急騰**するなど、金融市場の緊張が高まっています。政府は「影の銀行」等に対する規制を強めることで、金融システムの近代化を企図しているとみられますが、状況次第では経済の混乱につながる懸念が高まっており、投資家のリスク回避姿勢が強まったことから株式相場は急落しました。今後、適切な政策対応がとられれば金融市場の大きな混乱は避けられ景気に対する影響は限定的とみられますが、**政府が高成長よりも構造改革を優先する姿勢を示しており、経済成長率は低水準にとどまるとみられます。**

内外経済環境見通し

日本経済

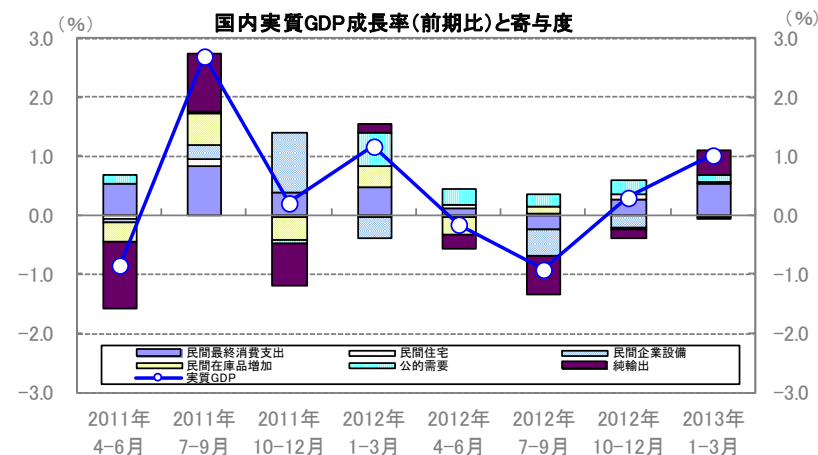
景気は緩やかな回復へ

1～3月期の実質GDP成長率は、前期比+1.0%（年率+4.1%）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、低迷していた輸出が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1.42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、今後も個人消費を中心に緩やかな景気回復が続くとみられます。政策面では、参議院選挙後の追加対策が注目されます。

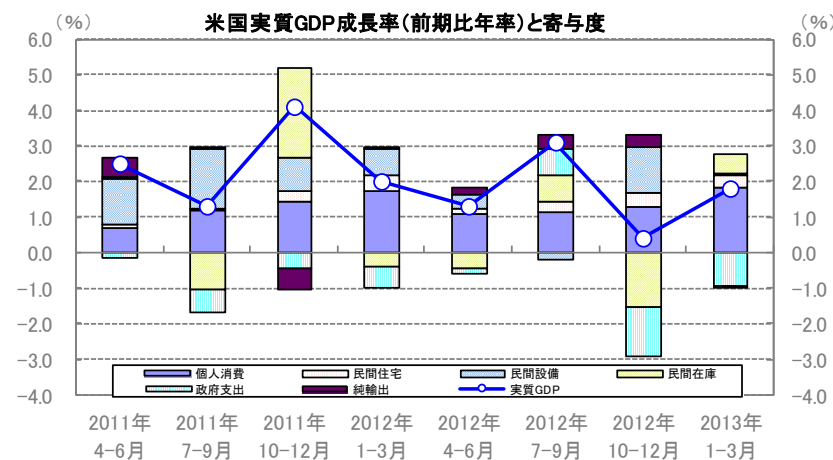
米国経済

巡航速度の景気回復へ

1～3月期の実質GDP成長率は、前期比年率+1.8%と速報値(同+2.4%)から下方修正されたものの、同+0.4%だった前期から伸びが加速しました。小売売上、住宅販売、消費者信頼感など家計部門の経済指標は概ね堅調を示しました。また、軟調だった企業景況感については、ニューヨーク連銀とフィラデルフィア連銀の製造業指数が大きく改善しました。引き続き、財政支出削減が景気の抑制要因となるものの、米国の景気回復ペースは徐々に加速すると予測します。



*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されますが、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、一段の金融緩和の準備があると表明しており、利下げの可能性は高いとみられるものの、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。

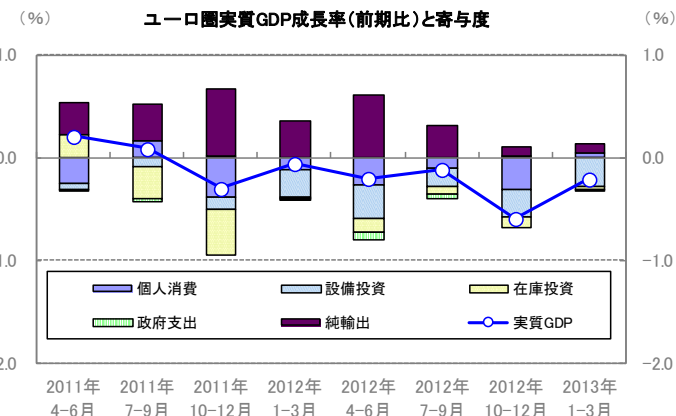
新興国・資源国経済

景気は緩やかに回復へ

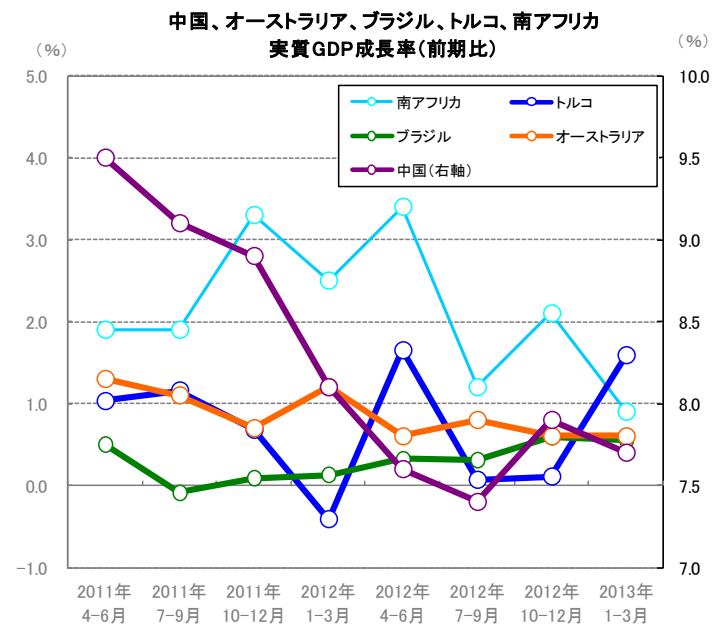
【中国】景気については、固定資産投資が減速し、輸出の増加は市場予想を下回っています。6月のPMI(政府発表)は景気の拡大を示す50を9カ月連続で上回ったものの、前月から大きく低下しました。現指導部は所得格差の是正、過大な生産能力の削減、高利回り金融商品への規制について取り組む姿勢を示しており、**景気については成長の鈍化が続くとみえています**。「影の銀行」対策とされる**短期金融市場への資金供給減による混乱は当局の対応により収束しており、落ち着きを取り戻すとみられます**。

【ブラジル】景気については底入れ後も低迷が続いており、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従来の3.1%から2.7%に下方修正**しました。インフレ懸念から利上げに転じていることもあり、景気回復には時間を要するとみられます。また物価高、W杯関連の財政支出への抗議から反政府デモへと拡大しており、収束の目途がみられないことなど、**デモの景気への影響が懸念**されます。

【南アフリカ】製造業生産高は市場予想を上回る伸びをみせました。**インフレはやや減速しましたが、依然として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(6月)

10年国債利回りは引値ベースでは概ね0.8%台で推移

国内株式相場は月前半に大幅下落も、その後は持ち直し

米国長期金利は金融政策への思惑などから上下する展開

外国株式相場はQE3縮小観測で方向感の定まらない推移

国内債券相場は、日中は大きく変動するものの、引値ベースでは10年国債利回りが0.8%台での推移となり、落ち着きがみられました。日銀金融政策決定会合では追加金融緩和策が打ち出されなかったことにより、同利回りは一時0.9%台へ上昇しました。その後、同利回りは再度0.8%へ低下しましたが、FRB議長がQE3縮小に言及したことで急上昇した米国金利とともに、10年国債利回りは0.8%台後半まで上昇しました。

国内株式相場は、米国の量的緩和政策の縮小開始時期に対する不透明感が広がる中、政府の経済対策発表を受けて出尽くし感が広がったことなどもあり、月前半は大幅に下落しました。その後は、米国ではFOMCで量的緩和政策の縮小スケジュールが示されたことなどをを受けて下押しする場面がありましたが、外国為替相場が円安ドル高に転じたこと、米国の量的緩和政策の縮小に対する過度の警戒感が緩和したことなどから、堅調に推移しました。

米国長期金利は、FOMCまでは景気指標、QE3の縮小開始時期を巡る思惑から上下する展開となりました。FOMCでは、景気・雇用環境の見通し引き上げに加え、量的緩和政策の縮小に関する具体的内容に踏み込んだことから、長期金利は上昇しました。ドイツ長期金利は、ECB理事会を受けた追加金融緩和観測の後退、米国金利の大幅反発から上昇するも、域内の景気回復の弱さや、ギリシャ、キプロス等の債務問題などの懸念材料から、金利上昇は限定的でした。

外国株式相場では、米国のQE3縮小に対する不透明感が払拭されず、FOMCを控え方向感の定まらない展開となりました。FOMC後にFRB議長がQE3の年内縮小に言及したこと、中国の製造業購買担当者指数(民間調査)の悪化などから、その後の株式相場は主要市場で下落し、月末にかけてはやや反発しました。

《6月の市場動向》

	2013/6/28	2013/5/31	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	0.85%	0.86%	▲0.00%
米国10年国債	2.49%	2.13%	+0.36%
ドイツ10年国債	1.73%	1.51%	+0.22%
英国10年国債	2.44%	2.00%	+0.44%
豪10年国債	3.76%	3.36%	+0.40%
ブラジル10年国債	11.12%	10.50%	+0.62%
南アフリカ10年国債	7.57%	7.18%	+0.40%
株価指数	前月末	前々月末	前々月末比
日経平均株価	13,677.32	13,774.54	▲0.71%
TOPIX	1,133.84	1,135.78	▲0.17%
ダウ工業株30種平均	14,909.60	15,115.57	▲1.36%
S&P500	1,606.28	1,630.74	▲1.50%
ナスダック指数	3,403.25	3,455.91	▲1.52%
FTSE100	6,215.47	6,583.09	▲5.58%
DAX	7,959.22	8,348.84	▲4.67%
ハンセン指数	20,803.29	22,392.16	▲7.10%
為替相場	前月末	前々月末	前々月末比
米国ドル/円	99.14	100.45	▲1.30%
ユーロ/円	128.97	130.64	▲1.28%
英国ポンド/円	150.83	152.68	▲1.21%
豪ドル/円	90.60	96.17	▲5.80%
ブラジルリアル/円	44.43	46.95	▲5.36%
トルコリラ/円	51.42	53.55	▲3.98%
南アフリカランド/円	10.03	9.97	+0.61%

※出所: Bloomberg

各資産の投資環境見通し

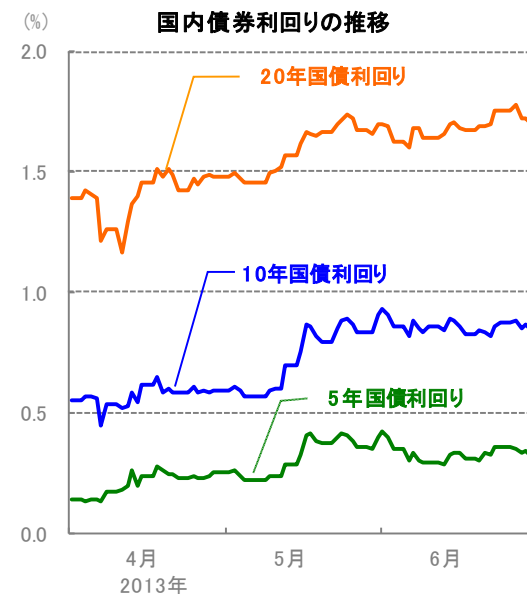
国内債券

当面は投資家が債券の買い増しを再開しづらい環境が続く

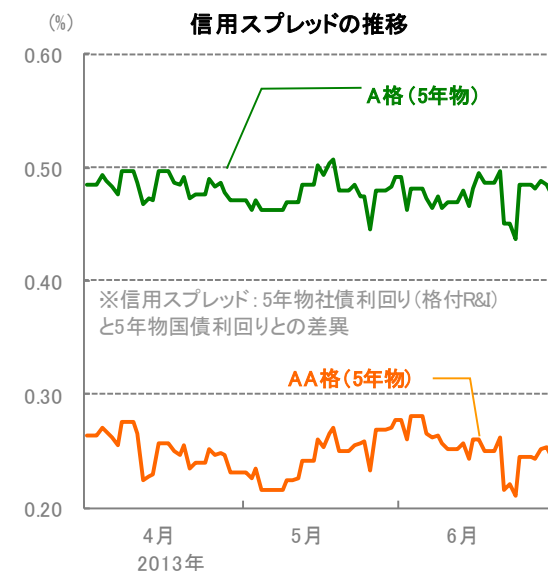
注目されていたFOMCでは、経済や雇用情勢の減速懸念の後退を背景にQE3縮小のスケジュール(2013年末までに規模縮小を模索、2014年央あたりに終了)が示されました。この内容に対する相場の反応は、米国債券、米国株式ともに下落となりました。引き続きQE3の縮小開始時期を巡り、今後発表される雇用関連等の米国経済指標に注目が集まりそうです。

一方、国内債券相場は、柔軟な買取りオペの運営や、日銀総裁が固定金利オペの期間延長の可能性に言及したこと等が、徐々に市場の安定化に寄与し始めていると考えられます。また、すでに一方方向での円安、株高が止まっていること等、外部環境も徐々に改善しています。もともと4月、5月の投資主体別売買動向のデータによれば、全体の売買高は前年比で大幅に減少しており、今回の相場急落、市場変動率の上昇を受け、売買を手控えている投資家は少なくないと考えられます。

加えて、米国でQE3縮小のスケジュールが示されたことで市場変動率の高止まりが想定され、当面は投資家が債券の買い増しを再開しづらい環境が予想されます。



*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

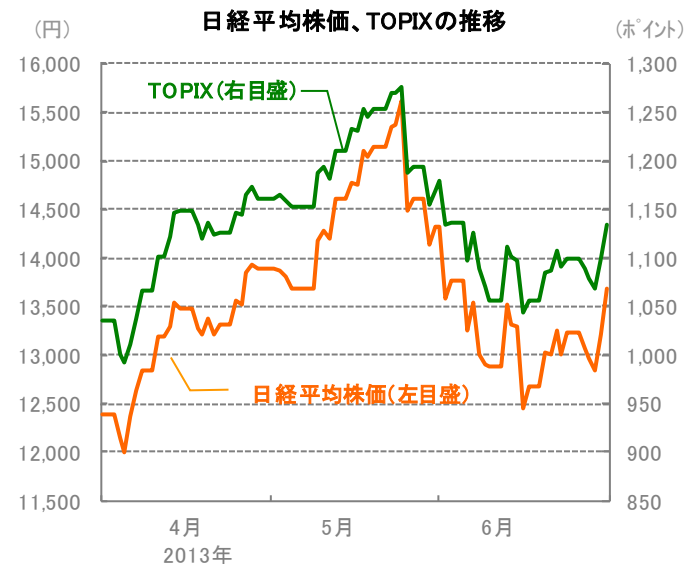
国内株式

企業業績を確認しつつ、反転に向けた値固めが進む展開

7月の国内株式相場は、米国の量的金融緩和の縮小・停止時期を巡る投資家のリスク回避の動きが一服し、**4～6月期の企業決算を確認しつつ、反転への値固めが進む展開**を予想しています。

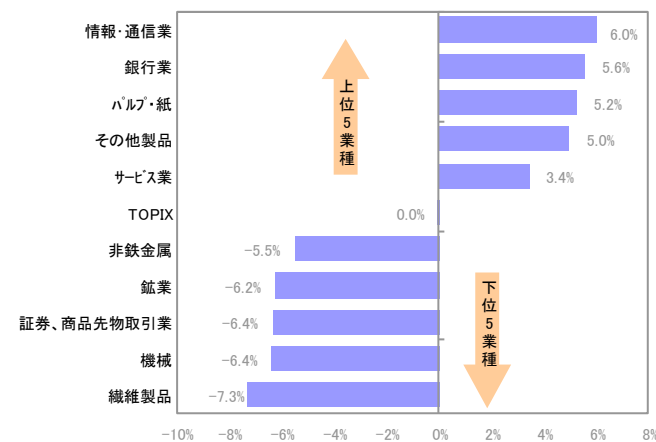
米国景気の回復と円安による輸出競争力の回復を受けて日本経済は底打ちをみせており、個人消費や公共投資に加えて住宅投資が拡大することで、**経済成長率は高まっていく**と考えられます。企業業績については、国内では**経営環境の改善を受けて大幅増益になるとみられ、特に4～6月期に対する期待が高まる**一方、米国ではマクロ経済の改善は続いています。企業業績の伸び悩みがみられます。こうした中、国内株式相場は日本に加えて米国の企業業績の影響も受けやすい展開を予想しています。

TOPIXについては、引き続き1000から1300ポイントの間で推移すると予想しています。



*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5月末～2013年6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:FOMC以降、長期金利は上昇しましたが、本格的な利上げを織り込むには時期尚早とみています。FFレート先物では利上げ開始時期の前倒し、その後の追加利上げも織り込んだようにみえますが、**景気、インフレ環境をみる限り、利上げペースの加速をさらに織り込む状況ではない**と考えています。景気は、企業部門が弱含んでおり、欧州・新興国の景気低迷・減速の影響を受ける可能性も考えられます。引き続き、**短期金利の上昇は限定的と考えられ、長期金利は新たなレンジを模索**する動きになるとみています。

欧州:**景気は引き続き低迷しつつも、ドイツの回復期待、重債務国の悪化ペース鈍化等から、緩やかな回復途上にあるとみられます**。金融政策については、ECBは非伝統的な手法採用の可能性を排除していないとみられます。ドイツ長期金利は上昇しやすい状況にありますが、欧州の景気回復の脆弱さ、物価の鈍化圧力、金融政策の方向性などから**レンジを大きく越えるような金利上昇には至らない**とみています。

新興国・資源国金利

【ブラジル金利】インフレ率は同ターゲットの上限近辺にあり、7月も**政策金利の引き上げが予想**されます。長期金利は、次回利上げを織り込む形で大幅に上昇しており、当面レンジ内での調整が続くとみています。

【インドネシア金利】中央銀行はインフレ期待の抑制と自国通貨への信頼回復を目指し**政策金利の0.25%引き上げを行いました**。6月の**消費者物価指数は対前年比で5.9%の上昇**となり、5カ月連続で**中央銀行のターゲットレンジの上限を上回りました**。7月にはさらなる上昇が見込まれていますが、政策金利については据え置かれるとみています。

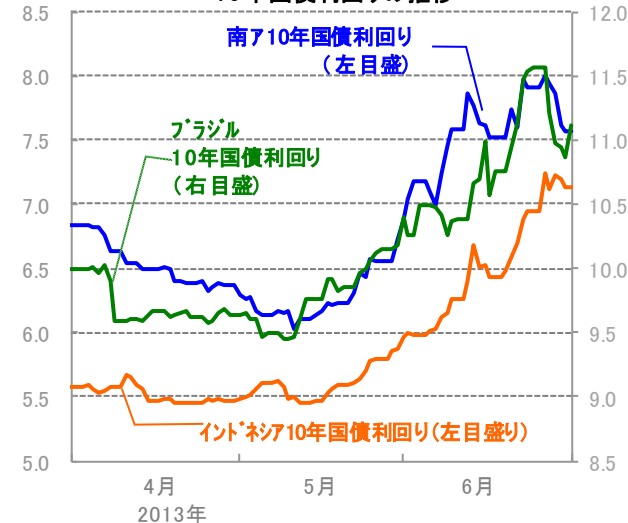
【南アフリカ金利】**政策金利については、景気やインフレ動向から現在の水準が維持**され、長期金利については**為替動向の影響を受けやすい状況が続く**とみています。

(%) 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

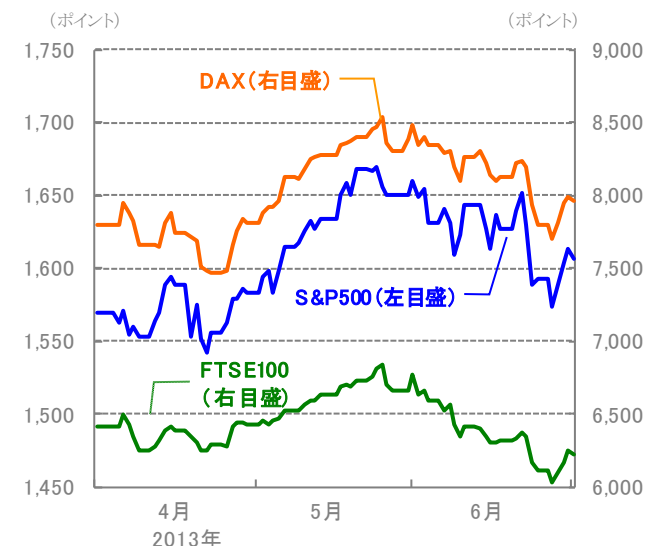
地域間の景気格差が企業業績に反映

米国:
FRB議長がQE3の年内縮小に言及したことから**過剰流動性に支えられた株式相場の上昇期待が後退**しつつあります。また、中国では信用収縮懸念が台頭しつつあることから、短期的には投資家のリスク回避姿勢が強まる可能性もあるとみえています。

欧州:
ユーロ圏全体では景気に底打ちの兆しがみられるものの、低迷からは脱しきれないこと、中国の景気減速懸念が強まりつつあることから、**当面は緩和的な金融政策が続く**とみえています。

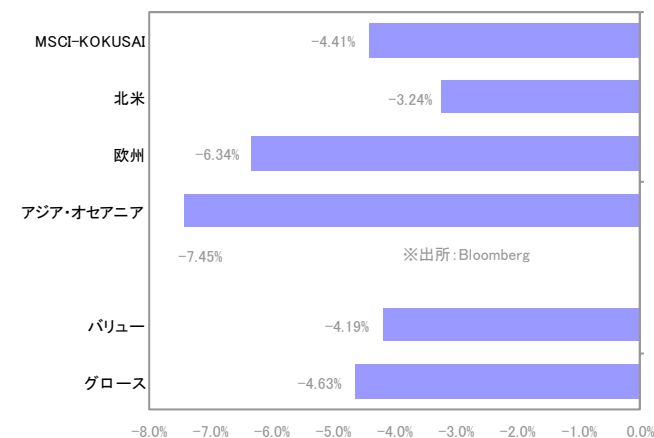
総括:
7月半ば以降に本格化する企業の四半期決算発表において**米国では好調な景気に支えられ、やや楽観的な見通しを示す企業が増えることが想定されるものの、その他の地域では景気回復が遅れていることから、企業業績の大幅な好転は見込みづらい状況にある**と考えます。

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5月末～2013年6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

景況感や金利差がドルの支援材料

ユーロ/ドル: 今月は6月のECB理事会以降、ユーロ高となっていましたが、FOMC後はドルが反発しています。今後のドルの支援材料としては、**景況感格差、金利、金融政策の方向性**などが挙げられます。

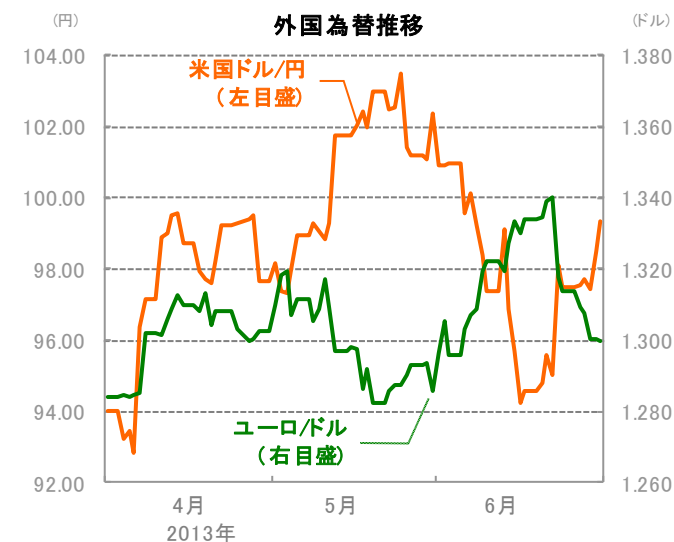
ドル/円: 世界的な株価の変動や長期金利の上昇を受けて安全資産とされる円が選好されやすくなっていますが、**日米の金利差拡大観測を背景にドルがじり高傾向**で推移するとみています。

新興国・資源国通貨

【ブラジルレアル】 景気回復の遅れ、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など、**通貨安要因が目立っています**。通貨安対策として、債券投資にかかる金融取引税の撤廃、自国通貨買いに相当するスワップ市場への介入が実施されています。世界的な株価下落から安全資産選好の動きが続いていることに加え、収束のメドの立たない反政府デモなどレアルは**当面落ち着きどころを探る展開**が予想されます。

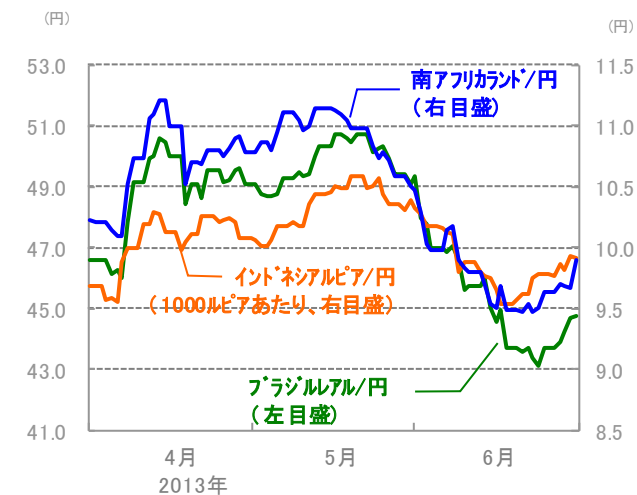
【インドネシアルピア】 足元では新興国から資金を引き揚げる動きが続いており、ルピア安基調が続いています。燃料補助金の削減は中長期的には健全な政策と考えられますが、短期的にはインフレの加速が見込まれています。**中央銀行が自国通貨買いの市場介入を続け下支えしていますが、当面はルピア安の可能性は残るとみています**。

【南アフリカランド】 世界的な過剰流動性の縮小が懸念される中、国内景気の減速や労働争議に対する警戒感や財政・貿易赤字などが通貨安要因と考えられます。一方、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.