

# 投資環境見通し（2013年8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

### QE3出口戦略を巡る思惑

6月のFOMC(連邦公開市場委員会)後に、金融市場ではQE3(量的金融緩和第3弾)の早期縮小観測が高まったことに対して、FRB(連邦準備制度理事会)議長は「当面は緩和的な金融政策が必要」と発言し、早期の金融引き締めに対して否定的な姿勢を示しました。これを受け、一時2.7%台まで上昇していた10年国債利回りは小幅に低下、株式相場は景気回復と緩和的な金融政策が継続するとの見方から上昇しました。FRB議長の発言は投資家のリスク回避姿勢を緩和させた形となりました。しかし、景気が堅調に推移すれば9月にQE3縮小開始の可能性は残っており、6月の雇用統計で非農業部門雇用者数が市場予想を上回ったことに加えて4月・5月に関して上方修正されたことから、今後この水準が続くかどうか最大の注目点といえます。またFRB議長の後任人事に対する市場参加者の関心も高まりつつあり、株式、債券ともに今後の金融政策に対する思惑から再び不安定な相場展開となる可能性も残ります。

## ②欧州

### ECBのフォワードガイダンス

ECB(欧州中央銀行)総裁は7月の理事会後の会見で、「主要政策金利が現状と同じか、さらに低い水準で長期に渡って続くと予想する」と述べて、フォワードガイダンス(将来の金融政策指針)を導入しました。ECBはこれまで、将来の政策の方向性にはコミットしないとしてきたことから、大きな転換と言えます。これは**欧州景気が引き続き停滞する中、米国のQE3縮小観測の影響を受けて欧州の長期金利も上昇したため、ECBは低金利政策を維持する姿勢を示す必要性が高まったためとみられます**。ポルトガルやスペインの政局混迷は今のところ他国へ悪影響を与える事態には至っていませんが、**中国の景気減速が鮮明化していることがドイツ経済にとっての懸念材料であり、ECBは緩和政策を強化すると予想されます**。ユーロ/ドルは、金融政策の方向の差からユーロ安に振れた後、FRB議長が金融緩和政策の必要性を示したことを受けてユーロ高に転じました。**景気や金融政策面でユーロ安材料が多いとみられますが、当面は米国のQE3縮小時期をめぐる見方によって振れる展開が続くと思われ**ます。

## ③日本

### 政府への期待は高まる

債券市場では、金利の乱高下に対応した投資家の長期債売却が一巡し、日銀当座預金に積み上がった資金が少しずつ債券に戻り始めており、金利は低下傾向となりました。株式相場はドル/円が100円前後に戻した際には上昇したものの、月末にかけては下落しました。**参議院選挙はほぼ予想通りとなりましたが、衆参のねじれが解消され今後3年間は国政選挙の予定がないことから、政府の経済政策に対する期待は一段と高まります**。**成長戦略、TPP、財政再建などの課題をどのように進めることができるかが注目されます**。株式相場は円安による好調な企業業績に加え、9月初旬に決定される2020年オリンピックの開催都市に東京が選ばれるとの期待感などから底堅い動きを予想します。ドル/円は米国の金融政策に対する見方に左右される展開を予想します。

## ④中国

### 景気減速が鮮明化

金融市場の混乱は一旦収まりましたが、4~6月期実質GDP成長率が前年同期比+7.5%と1~3月期の同+7.7%から減速するなど、景気減速が鮮明化しています。**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おり、経済成長の加速には消極的とみられますが、首相は経済成長率が一定の水準を下回ることはない**と述べ、大幅な景気減速は容認しないとの姿勢を示しています。仮に一段の景気減速がみられれば政策対応による下支えが期待できるとみえています。

# 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。

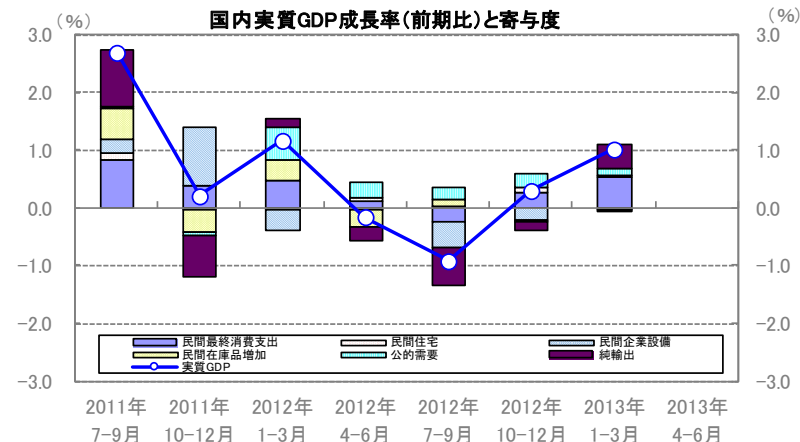
6月調査の日銀短観で大企業・製造業を中心に大きく景況感が改善し、設備投資計画も上方修正されるなど、経営者心理の改善が鮮明化しました。また、ここにて2012年度補正予算の執行効果が現れ、公共投資も活発化しています。家計部門も、失業率が3.9%に低下するなど雇用環境が改善しており、個人消費などの堅調が続くと見込まれます。参議院選挙はほぼ事前予想通りの結果となり、衆参のねじれが解消したことから、今後は政府の追加的な成長戦略に対する期待が高まるとみています。

## 米国経済

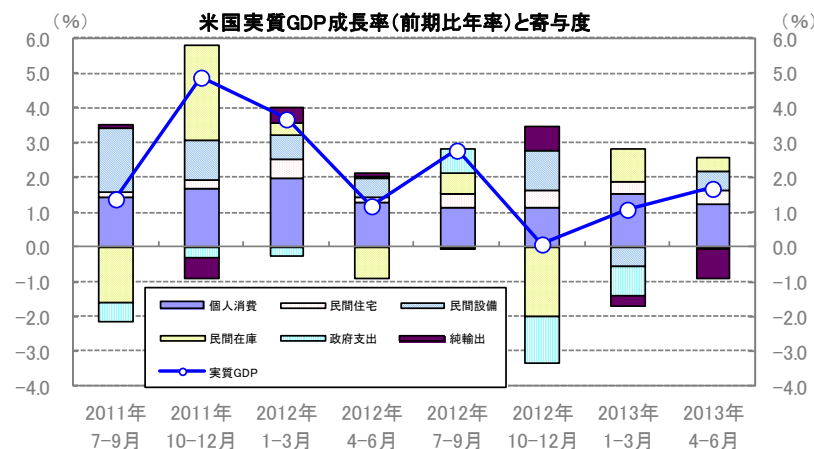
巡航速度の景気回復へ

4～6月期の実質GDP成長率は、前期比年率+1.7%とプラス成長を維持しました。歳出の強制削減など財政問題が懸念されたものの、民間需要の拡大などが下支える結果となりました。

7月発表の経済指標では、小売売上や住宅着工などの指標が予想をやや下回ったものの、消費者信頼感指数や住宅市場指数などは引き続き堅調に推移しており、家計部門の好調を示しています。また、ISM製造業景況指数が活動の拡大・縮小の境目とされる50を回復し、企業部門についても明るさを増しています。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

金融緩和策強化も景気停滞  
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。各国の緊縮財政の影響は徐々に薄らいでくるとみられるものの、けん引役が見当たらず、当面低成長が続くと考えます。ECBは低金利政策の長期継続を表明しましたが、銀行の貸し出し態度の厳格化傾向が続いており、大きな効果は期待しにくいとみられます。

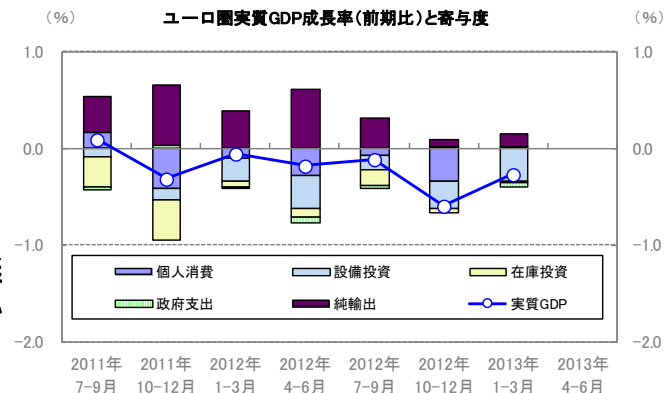
## 新興国・資源国経済

景気は緩やかに回復へ

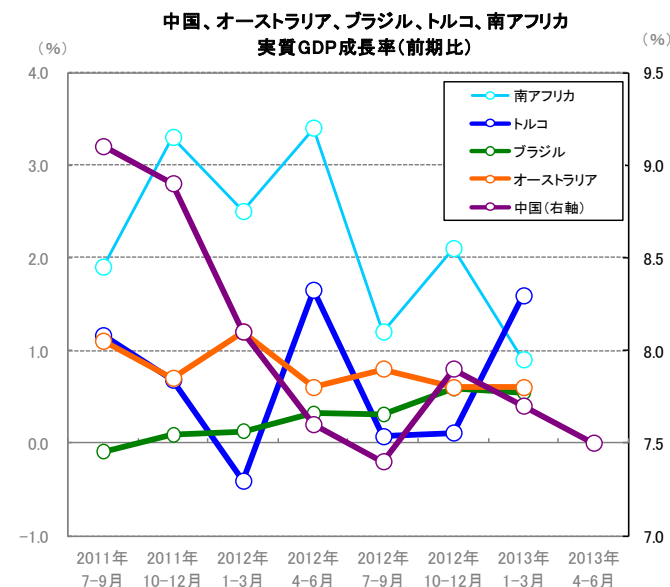
【中国】景気については鈍化が続いています。個人消費をはじめ貿易、固定資産投資、鉱工業生産や製造業PMI(民間発表)などの**経済指標が景気減速を示しています**。現政権は構造改革を優先し、経済成長率の若干の減速は容認する姿勢を示しています。ただ政権は中小・零細企業向けの付加価値税の減免を決めています。また、**中期的な成長率の下限を+7.0%と位置付けているとみられる**ことなどから、同水準を下回ることが予想された場合には何らかの対策が講じられると予想されます。

【ブラジル】景気については、極めて緩やかな回復ペースにとどまるとみています。2013年の経済成長率は潜在成長率(+3.5%程度)を下回る+2.28%(中央銀行が委託する民間エコノミスト予測)と予想されています。今後は**欧州景気の低迷による工業製品の輸出減、中国の経済成長率の鈍化を受けた軟調な資源価格に加えて、デモによる悪影響も予想されることから、景気回復ペースは極めて緩やかとみられます**。

【南アフリカ】小売売上高は市場予想を上回った一方、製造業生産高は前月比でマイナスとなりました。**インフレはやや減速しました。失業率は依然として高水準で推移しています**。



\*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(7月)

10年国債利回りは押し目買いから緩やかに低下

10年国債利回りは、米国では6月の雇用統計が良好だったことから一時2.7%台後半まで上昇した一方、国内では0.8%台後半までの上昇にとどまりました。この水準では更なる売りは出にくく、押し目買いから金利が緩やかに低下する中、月半ばにかけて実施された国債入札が無難に消化されたこともあり、10年国債利回りは月末にかけて0.8%近辺に低下しました。

国内株式相場は中旬にかけて上昇するも、その後は下落

国内株式相場は、円安水準で安定した推移となる中、日銀短観や米国雇用統計が市場予想に対して良好な内容となり、日米の景気回復期待が広がったことに加えて、FRB議長が金融緩和継続の必要性を強調したこと、ユーロ圏では低金利政策の長期化観測が広がったことなども支援材料となり、中旬にかけては堅調に推移しました。その後は、外国為替相場が円高傾向で推移する中、企業業績に対する期待が後退したことから、月末にかけて下落しました。

欧米ともに長期金利は金融政策の動きに影響される展開

米国では、良好な雇用統計を受けて10年国債利回りは2.7%台半ばまで上昇しました。その後はFRB議長の議会証言などを受けて低金利政策が長期間維持されるとの見方が優勢となったことから金利は落ち着いた動きとなり、前月末比では小幅の上昇にとどまりました。欧州(ドイツ)では、ECBのフォワードガイダンス導入により低金利政策の長期化観測が広がったことや、南欧各国の政治不安などから月半ば過ぎまで金利は低下基調を辿りましたが、製造業PMIが良好であったことなどから金利は反転し、前月末比では小幅の低下にとどまりました。

外国株式は投資家の買い安心感を受けて上昇

欧州ではECB総裁が政策金利は長期にわたり低水準にとどまるとの見解を示したこと、米国ではFRB議長が年内の量的緩和の縮小開始について既定路線ではないと述べたこと、中国では4~6月期の成長率が低水準ながらも概ね市場予想通りだったことなどから、投資家の間で買い安心感が広がり、外国株式相場は世界的に上昇しました。

## 《7月の市場動向》

	2013/7/31	2013/6/28	騰落率(幅)
<b>債券利回り</b>	<b>前月末</b>	<b>前々月末</b>	<b>前々月末差</b>
日本10年国債	0.80%	0.85%	▲0.05%
米国10年国債	2.58%	2.49%	+0.09%
ドイツ10年国債	1.67%	1.73%	▲0.06%
英国10年国債	2.36%	2.44%	▲0.09%
豪10年国債	3.73%	3.76%	▲0.03%
ブラジル10年国債	10.90%	11.12%	▲0.22%
南アフリカ10年国債	7.84%	7.57%	+0.27%
<b>株価指数</b>	<b>前月末</b>	<b>前々月末</b>	<b>前々月末比</b>
日経平均株価	13,668.32	13,677.32	▲0.07%
TOPIX	1,131.70	1,133.84	▲0.19%
ダウ工業株30種平均	15,499.54	14,909.60	+3.96%
S&P500	1,685.73	1,606.28	+4.95%
ナスダック指数	3,626.37	3,403.25	+6.56%
FTSE100	6,621.06	6,215.47	+6.53%
DAX	8,275.97	7,959.22	+3.98%
ハンセン指数	21,883.66	20,803.29	+5.19%
<b>為替相場</b>	<b>前月末</b>	<b>前々月末</b>	<b>前々月末比</b>
米国ドル/円	97.88	99.14	▲1.27%
ユーロ/円	130.21	128.97	+0.96%
英国ポンド/円	148.86	150.83	▲1.30%
豪ドル/円	87.92	90.60	▲2.95%
ブラジルレアル/円	43.00	44.43	▲3.22%
トルコリラ/円	50.60	51.42	▲1.60%
南アフリカランド/円	9.92	10.03	▲1.13%

※出所: Bloomberg

# 各資産の投資環境見通し

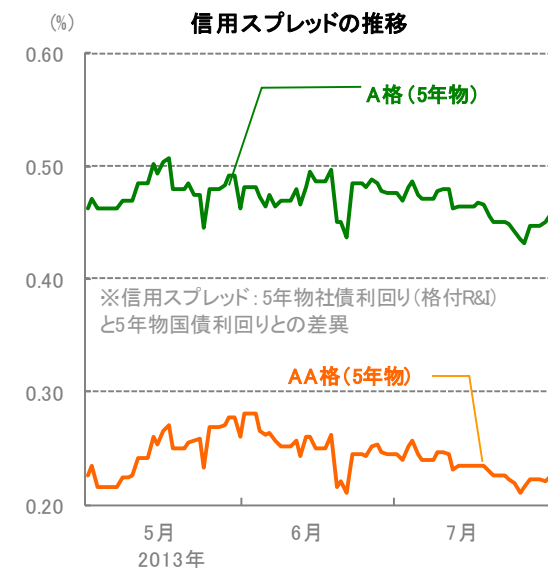
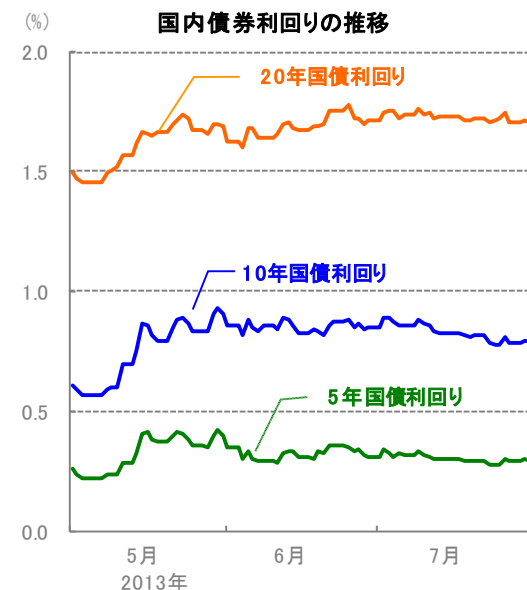
## 国内債券

政権が政策に対する期待を持続させられなければ、再び債券市場への資金流入も

6月の米国雇用統計は、QE3の早期縮小観測を増幅させるに十分な内容でしたが、国内債券市場の反応は限定的でした。仮に金利上昇を促す材料が出たとしても、既に日銀オペの利用等で債券の売却を進めた投資家も多いと考えられ、金利上昇圧力は高まりにくいとみられます。4～5月の市場の急変動を経験した投資家にとって、当面は金利見通しが定まらず、次の行動が取りにくくなっているとも推測されます。

こうした中、日銀の超過準備額が相当に積み上がっており、7月中旬に実施された5年債入札では0.2%台での需要が確認されたこと等から、国内の大手機関投資家は徐々に債券積み増しを始めている可能性もあると考えています。

アベノミクスの第3の矢である成長戦略は、第1、第2の矢に比べて成果の確認に相応の時間を要します。参議院選挙は予想通り政権与党の圧勝となったものの、政策に対する期待が持続できなければ円安、株高基調は一服し、再び債券市場へ資金が流入する局面も予想されます。その場合、金利は低下余地を探ることになるとみえています。



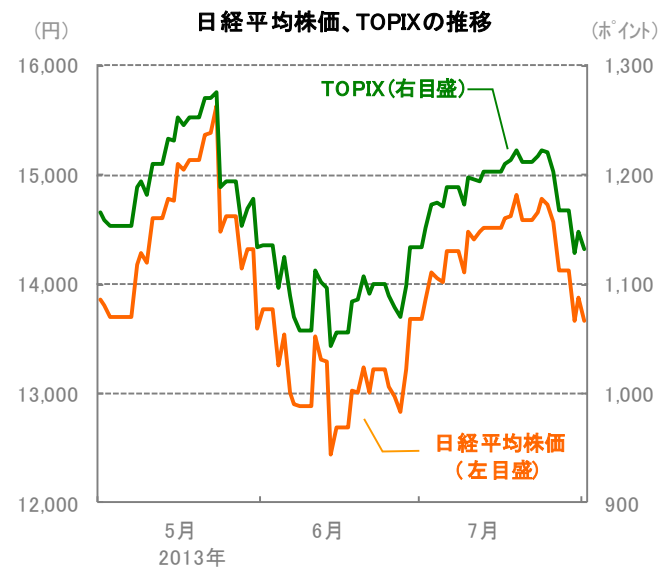
# 各資産の投資環境見通し

## 国内株式

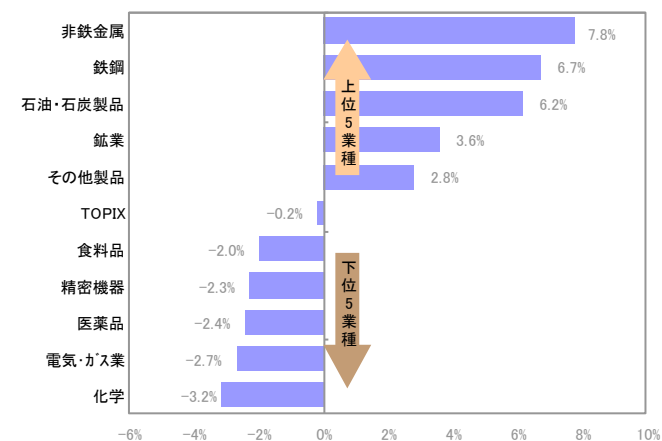
日本企業は、経営環境の改善を背景に、期待を上回る大幅増益へ

8月の国内株式市場は、米国の量的緩和政策の縮小・停止時期を巡る投資家の動きが一服し、日米企業の4~6月期決算発表を注視しつつ、一進一退の動きが続くと予想しています。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おり、家計消費と公共投資に加え、住宅投資、さらには設備投資も拡大し、経済成長率は高まっていくものと思われま。企業業績は、米国では製造業、IT関連とも低調な一方、大手金融は好調とまだら模様ですが、日本企業は、経営環境の改善を背景に、期待を上回る大幅増益になると分析しています。

TOPIXのレンジについては、引き続き1,000から1,300ポイントと予想しています。



業種別騰落率  
2013年6月末～2013年7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:** 世界景気は欧州、中国、新興国で脆弱な状況にあり、米国では物価が落ち着いていることから、**利上げを意識するのは時期尚早**と考えています。ただし、景気回復には安定感があり、企業部門の先行きに明るい兆しが窺えることから、**年後半以降に景気は再び加速**するとみられます。**財政収支改善から国債発行は減少**するものの、物価についてはサービス価格等の動きから徐々に上昇する可能性もあり、QE3縮小が視野に入中、**金利低下余地は限られる**とみられます。

**欧州:** フランス、イタリア、スペイン等では景気持ち直しの兆しがみられる一方、ドイツでは連銀が7~9月期の経済成長は前四半期に比べて緩やかになるとの見通しを示し、オランダなどでも景気悪化が続いています。ECBは**フォワード・ガイダンスの導入**、適格担保基準の緩和など、**金融緩和策を強化**しています。ドイツ長期金利は米国に連動し上昇する場面でもその幅は抑制されており、**レンジ内での低位安定が続く**とみています。

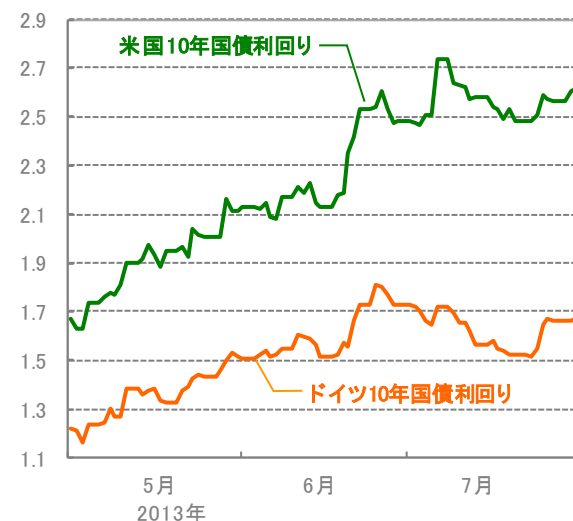
### 新興国・資源国金利

**【ブラジル金利】**4月以降はインフレ懸念から利上げに転じ、7月にはインフレ率が同ターゲットの上限を超えたことから**追加利上げ**が実施されました。さらに**8月も追加利上げが予想**されています。**市場金利は追加利上げを織り込み上昇基調**となっており、**当面はじり高が続く**とみています。

**【インドネシア金利】**中央銀行は7月に**政策金利を0.5%引き上げて6.5%**としました。これは燃料補助金の削減によるインフレの抑制と自国通貨への信頼回復を狙ったものでした。7月の消費者物価指数は+8.61%と市場予想を上回りました。インフレ圧力が強まる中、中央銀行の引き締め姿勢から、**次回の金融政策決定会合では0.25%の追加利上げが予想**されています。

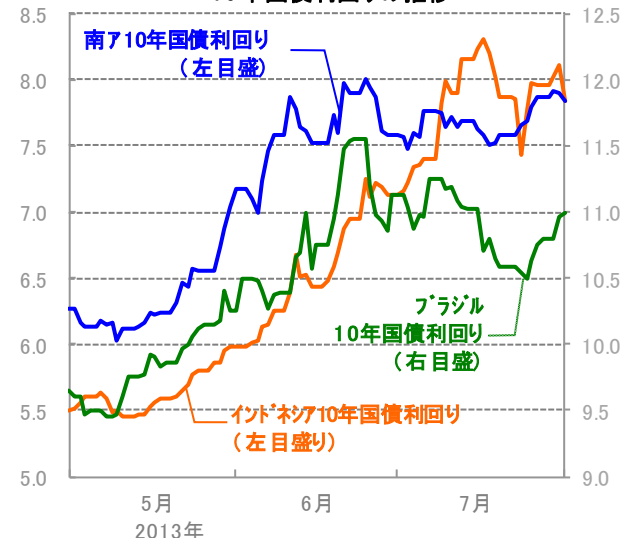
**【南アフリカ金利】**政策金利については足元の景気やインフレ動向から**現在の水準が維持され**、足元高水準にある**市場金利については当面レンジ内で推移**するとみています。

(%) 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

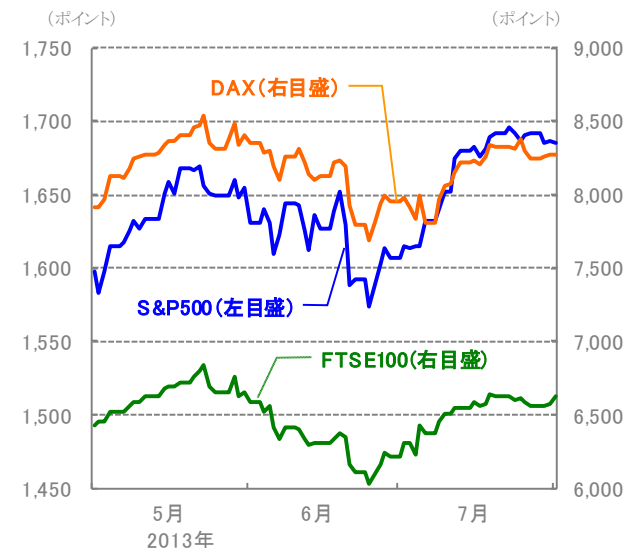
米欧の金融緩和政策の継続などに対する期待が相場を下支える展開が続く

今後の外国株式相場は、米欧では緩和的な金融政策継続、中国では適切な財政・金融政策運営に対する期待に支えられる展開が続くとみています。

ただし、FRBは今後の米国の景気回復次第で量的金融緩和策を早期に縮小させる姿勢を変えていないことから、市場参加者は米国の景気指標やエネルギー・資源価格動向などを注視しつつ、金融政策の変更時期を探る展開が続くとみています。このため、金利先高観が強まる局面では一時的に株式相場が不安定な動きとなることも想定されます。

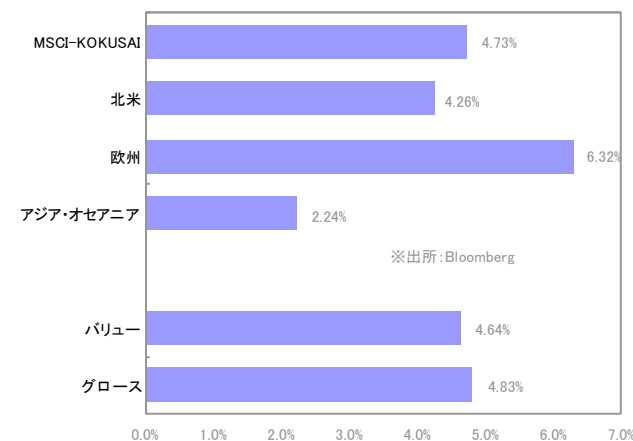
4～6月期の決算発表時に示された通期業績見通しは業種や個別企業ごとに強弱まちまちであり、マクロ環境次第では業績相場への順調な移行が難しいことが見込まれることから、今後の相場動向には注意が必要と考えています。

### 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6月末～2013年7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。

\*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

## ✓ 為替

景況感や金利差がドルの支援材料

**ユーロ/ドル:** 金融政策の方向性、中央銀行のバランスシート、経常(対外)収支、景況感等で、強弱材料が混在しており、**方向性に欠ける状況が続くと考えられますが、基本的にドル高基調とみています。**

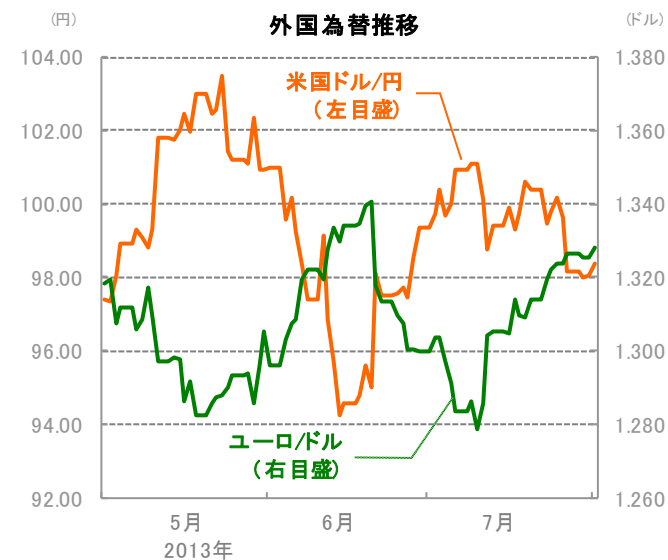
**ドル/円:** 米国の量的緩和政策の縮小開始時期が後退しているとの見方が広がっており、当面は円が強含みに推移するとみられます。雇用統計等の経済指標で振れる場面があっても**レンジ内での動きが継続**するとみています。

### 新興国・資源国通貨

**【ブラジルレアル】** 金融緩和継続の必要性を説いたFRB議長による議会証言以降、資本流出の動きが一旦収束しており、底堅い動きもみられます。**追加利上げ観測が強まっていること、スワップ市場で本国通貨買い介入が続けられていることから、今後の下落余地は限定的とみています。**インフレについては予防的な利上げによって早晩落ち着くものと思われま。ただ**依然として続いているデモの景気や為替市場に対する影響については不透明感が残ります。**

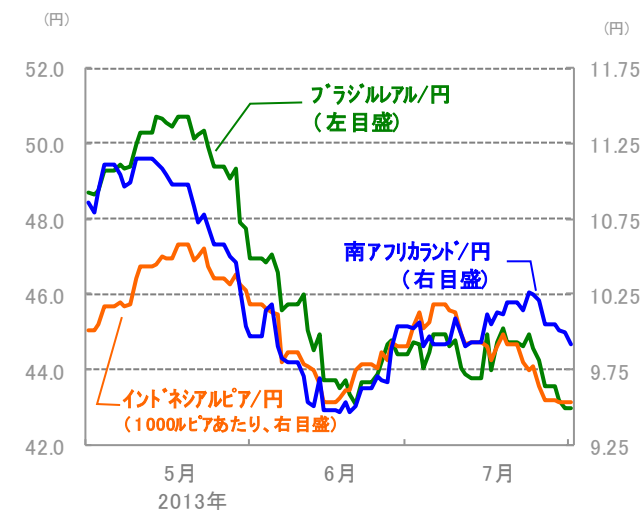
**【インドネシアルピア】** 経常赤字が続く、足元ではインフレが加速していることから、下落基調が続いています。中央銀行の金融引き締め姿勢の継続によって、通貨への信頼回復がある程度は進むとみられますが、**当面は軟調な展開になるとみています。**

**【南アフリカランド】** 国内景気の減速に対する懸念、恒常的な貿易赤字などが通貨安要因と考えられますが、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.