

投資環境見通し（2013年9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 注目されるFOMCの結果と FRB議長の後任人事

9月17～18日のFOMC(連邦公開市場委員会)では、QE3(量的金融緩和第3弾)の縮小開始時期に関して結論が出るとみられます。足元の経済指標は強弱まちまちで、当面の金融市場は雇用統計などの経済指標の内容に対して神経質な展開になるとみえています。QE3縮小が意識され始めてから、新興国から資金を引き揚げる動きが強まり、一部の国では通貨や株式相場が下がっています。新興国経済に対する影響が一段と深刻化すれば、QE3縮小の開始時期やペースに影響が生じる可能性も考えられます。FOMC以降は、市場の関心はFRB(連邦準備制度理事会)議長の後任人事に移っていくとみえています。有力候補者のうち、イエレン現副議長が指名されれば現在の金融政策は継続されると考えられますが、サマーズ元財務長官が指名されれば金融政策が転換する可能性もあり、人選を巡る報道などから市場の変動率が高まることが予想されます。また、緊迫化するシリア情勢について、米国による軍事制裁が行われれば、一時的に投資家のリスク回避姿勢が強まるとみえています。

②欧州 景気に明るさもみられる

ユーロ圏の4～6月期実質GDP成長率は前期比+0.3%と2011年7～9月期以来のプラス成長となりました。景況感指数なども総じて改善傾向となっており、景気底打ちとの見方も出ています。しかし、4～6月期の実質GDPは天候要因等によって押し上げられたこと、今後イタリア、フランスで付加価値税の引き上げが予定されていることから、景気が順調に回復に向かうと判断するには時期尚早といえます。9月22日にはドイツ総選挙が予定されています。メルケル政権の続投が予想されていますが、選挙結果次第で連立政権の枠組みが変わる可能性もあり、SPD(社会民主党)が政権に参加した場合、これまでよりも欧州の財政統合や経済成長を重視する政策に変わる可能性が高まります。ECB(欧州中央銀行)は現行の金融緩和政策を維持しつつ、景気の着実な回復を見極める姿勢を続けるとみえています。ユーロ/ドルは欧州景気の底打ち観測などからユーロ高に振れています。直近のレンジを大きく上抜ける勢いはないとみえています。

③日本 消費税増税の行方とオリ ピックの東京開催への期待

足元では、海外を中心に現政権に対する期待が剥落していると言われていています。衆・参両院のねじれ状態が解消され、今後3年間は国政選挙が行われない安定政権となるため、思い切った成長戦略を打ち出してくるとの期待がありました。今のところ目立った動きはみられません。直近では消費税引き上げに向けた議論が活発化していますが、仮に消費税率の引き上げが見送られることになれば、政策実行力に対する懐疑的な見方が広がり、債券相場よりもむしろ株式相場に対して大きな影響を与えるとも考えられます。秋の臨時国会に向けて再び高まる政策期待に対して、どの程度応えられるか注目されます。2020年オリンピック開催都市として東京が有力視される中、投資家心理の盛り上がり、インフラ整備への期待などが株式相場の明るい材料になるとみえています。

④中国 景気に対する懸念は緩和

PMI指数(政府、民間発表)や鉱工業生産が回復を示し、景気の失速懸念が緩和しました。現政権は、構造改革を重視しつつ、景気の底割れについては容認しないとの姿勢を鮮明にしています。また、構造改革についてはいわゆる「一人っ子」政策の緩和や環境関連産業の発展加速など、中長期的な成長力維持につながる政策への期待が高まっています。こうした政策期待により、当面の株式相場は底堅い展開とみえています。

内外経済環境見通し

日本経済

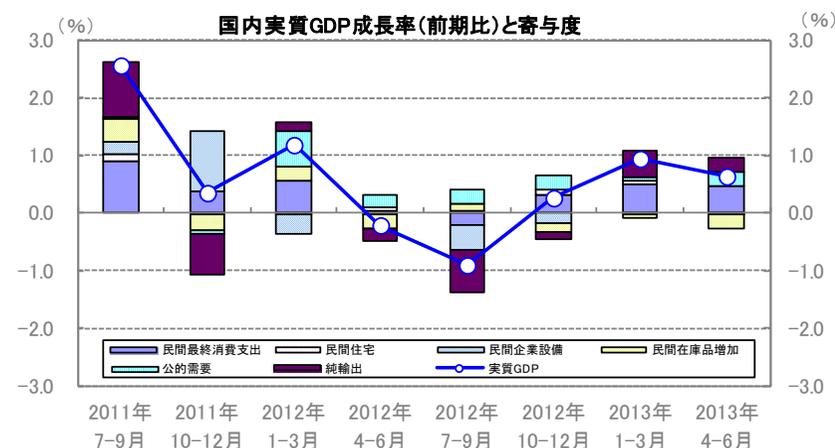
景気は緩やかな回復トレンドが継続

4～6月期の実質GDP成長率は、前期比+0.6%（年率+2.6%）と、同+0.9%だった前期から減速したものの、3四半期連続のプラス成長となりました。内訳をみると、民間在庫の減少が押し下げ要因となりましたが、個人消費が堅調を維持するとともに、輸出が回復基調を示しており、表面上の数値よりも景気は堅調とみられます。設備投資は6期連続のマイナスとなりましたが、先行指標である機械受注が5四半期ぶりにプラスとなっていることから、企業業績の伸びを背景に、今後も景気回復が続くとみられます。今後、秋の臨時国会に向け追加的な成長戦略への期待が高まるとみえています。

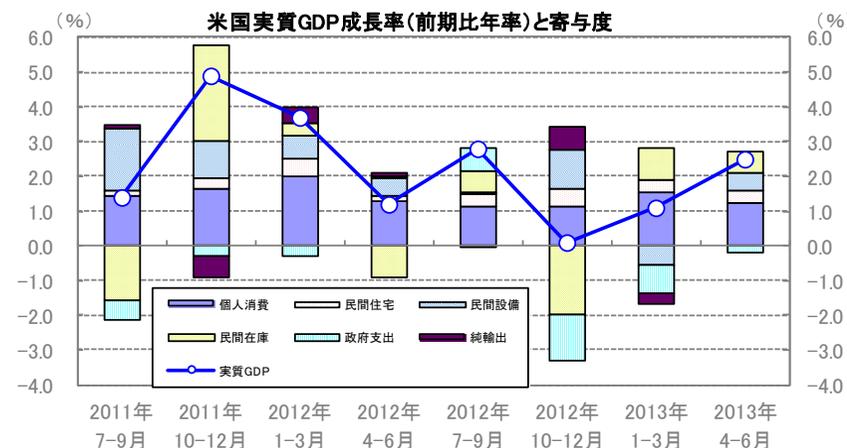
米国経済

安定した景気回復へ

4～6月期の実質GDP成長率は、前期比年率+2.5%と同+1.1%だった前期から伸びが加速しました。個人消費が小幅に減速したものの、前期にマイナスに落ち込んでいた設備投資が再び増加に転じ、住宅投資も好調でした。個人消費は、雇用環境の改善を背景に底堅い動きになるとみえています。住宅投資については、住宅ローン金利の上昇にともない幾分減速が予想されます。企業部門については、ISM製造業および非製造業の各景況感指数が大きく改善しましたが、新興国の景気減速懸念などから、緩やかな回復にとどまるとみられます。当面、QE3の縮小時期、縮小ペースが注目されますが、低金利は継続するため、景気に与える影響は限定的と見込まれます。



*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

内外経済環境見通し

欧州経済

景気の悪化に一旦歯止め

4～6月期の実質GDP成長率は、前期比+0.3%と7四半期ぶりのプラス成長となりました。ドイツがけん引役であることには変わりはありませんが、イタリア、スペインのマイナス幅が大きく縮小したこともプラスに寄与しました。

天候要因や付加価値税の引き上げ前の駆け込み需要が一時的にプラスに働いており、今後は反動減が予想されることから、成長ペースは鈍ると考えられます。中国の景気失速懸念が後退する一方、その他の新興国の景気減速懸念が高まっており、欧州の景気悪化に歯止めはかかったものの、安定的な回復にはなお時間を要するとみています。

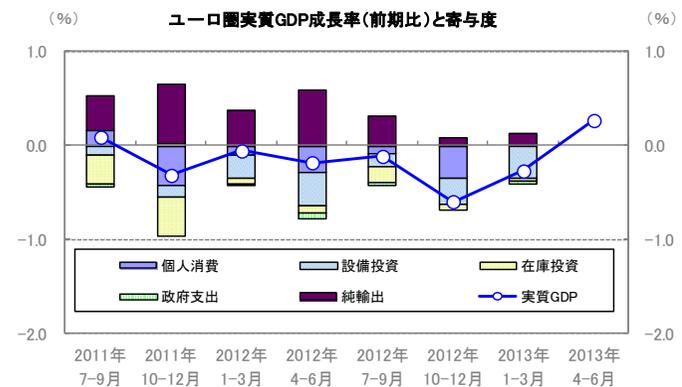
新興国・資源国経済

景気は緩やかに回復へ

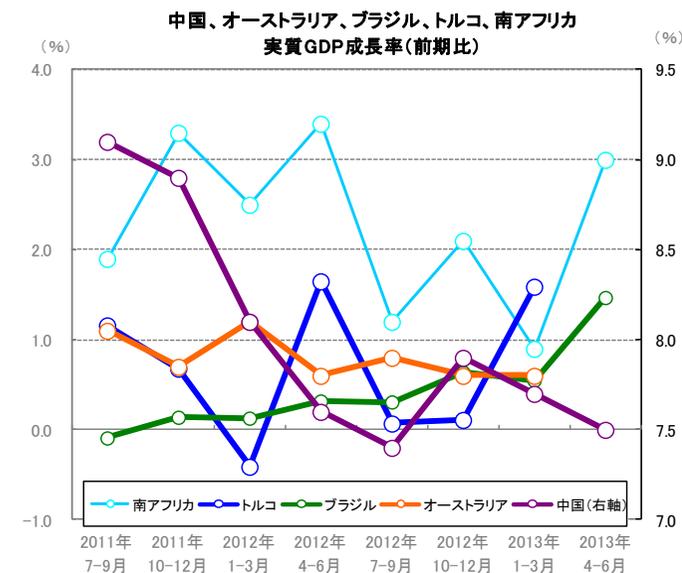
【中国】足元発表された経済指標は概ね改善傾向を示し、景気の減速感は後退しつつあります。ただ現政権は改革重視の立場から、銀行大手の不良債権問題やシャドバンキング問題に取り組まねばならず、一部には経済成長率が鈍化するとの見方もあります。一方で中期的な経済成長率の下限を+7.0%と位置付けているとみられ、これを下回ると予想される場面では、なんらかの対策が講じられることが考えられます。

【ブラジル】景気については+3.5%程度とされる潜在成長率に対し、2011年は+2.7%、2012年は+0.9%（以上IMF）と低成長を続けています。また、1～3月期は+1.9%、4～6月期は+3.3%（いずれも前年比）と年明け以降は回復基調にあります。景気が鈍化していた中国では経済指標に成長率改善の兆しがみられ、低迷が続いた欧州でも景気底入れの兆候がありますが、いずれも緩やかな回復にとどまるとみられることから、景気回復は緩やかなペースになるとみています。

【南アフリカ】4～6月期の実質GDP成長率は製造業の改善が寄与し、前期から加速しました。インフレ率は上昇し、同国の目標レンジの上限を超えました。



*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(8月)

10年国債利回りは狭いレンジ内で方向感に欠ける展開

国内株式相場は海外要因を受けて軟調に推移

欧米ともに、良好な経済指標などから長期金利は上昇

外国株式はシリア情勢の緊迫化から月末にかけて下落

10年国債利回りは概ね0.7%台での狭いレンジ内で推移しました。6月以降、日銀の国債買い入れにより国内債券相場が支えられる状況が続く中、売買高の減少もあり、**方向感に欠ける展開**となりました。

国内株式相場は、中国では製造業PMI(政府・民間とも)が50を上回ったこと、米国ではISM製造業景況感指数が加速したことなどから上昇して始まりました。その後は、ユーロ圏や中国で市場予想を上回る経済指標が発表されましたが、**米国で量的緩和政策の縮小開始時期が近づきつつあるとの見方が広がる中、上昇傾向にある米国金利や下落基調にある新興国通貨の動向に対する警戒感**に加えて、**シリア情勢の緊迫化**などもあり、軟調に推移しました。

米国では、非農業部門の雇用者数が市場予想を下回り長期金利が低下する場面もありましたが、その後は**小売売上高の増加、新規失業保険申請件数の約6年ぶりの水準への減少**など好調な経済指標を受けて長期金利は上昇しました。欧州では、**ユーロ圏の4~6月期実質GDPや8月のPMIが市場予想を上回ったこと、ドイツのZEW景況感指数が市場予想以上に改善したこと**などに加えて、**イタリアやスペインの景況感の改善や債券相場が安定したこと**などもあり、**ドイツ長期金利は上昇**しました。

欧州ではユーロ圏の4~6月期実質GDP成長率がプラスに転じたことを受けて景気感応度の高い業種が選好される展開となりました。一方、米国では量的緩和政策の縮小に対する根強い懸念から、高配当銘柄などを中心に売り圧力が強まりました。また、**月末にかけてはシリア情勢の緊迫化から投資家のリスク回避姿勢が強まり、株式相場は総じて軟調な展開**となりました。中国では経済指標の改善が、市場参加者に対して安心感を与えました。

「8月の市場動向」

	2013/8/30	2013/7/31	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	0.72%	0.80%	▲0.08%
米国10年国債	2.78%	2.58%	+0.21%
ドイツ10年国債	1.86%	1.67%	+0.19%
英国10年国債	2.77%	2.36%	+0.41%
豪10年国債	3.90%	3.73%	+0.17%
ブラジル10年国債	12.09%	10.90%	+1.19%
南アフリカ10年国債	8.20%	7.84%	+0.36%
株価指数	前月末	前々月末	前々月末比
日経平均株価	13,388.86	13,668.32	▲2.04%
TOPIX	1,106.05	1,131.70	▲2.27%
ダウ工業株30種平均	14,810.31	15,499.54	▲4.45%
S&P500	1,632.97	1,685.73	▲3.13%
ナスダック指数	3,589.87	3,626.37	▲1.01%
FTSE100	6,412.93	6,621.06	▲3.14%
DAX	8,103.15	8,275.97	▲2.09%
ハンセン指数	21,731.37	21,883.66	▲0.70%
為替相場	前月末	前々月末	前々月末比
米国ドル/円	98.17	97.88	+0.30%
ユーロ/円	129.80	130.21	▲0.31%
英国ポンド/円	152.19	148.86	+2.24%
豪ドル/円	87.38	87.92	▲0.62%
ブラジルレアル/円	41.17	43.00	▲4.25%
トルコリラ/円	48.17	50.60	▲4.80%
南アフリカランド/円	9.55	9.92	▲3.76%

※出所: Bloomberg

各資産の投資環境見通し

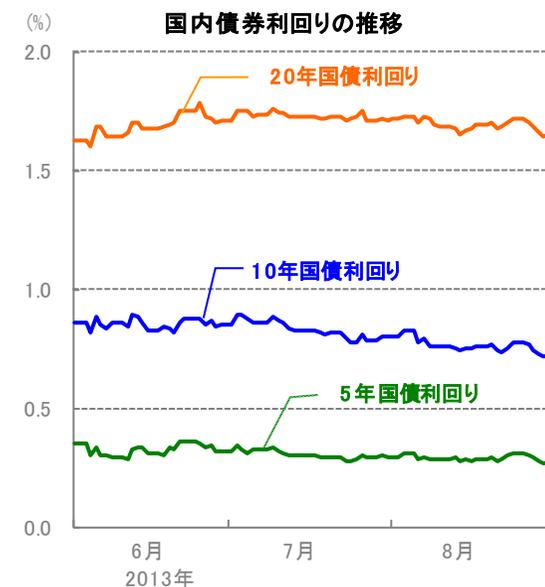
国内債券

10年国債利回りは、引き続き0.7%台後半を中心としたレンジで推移

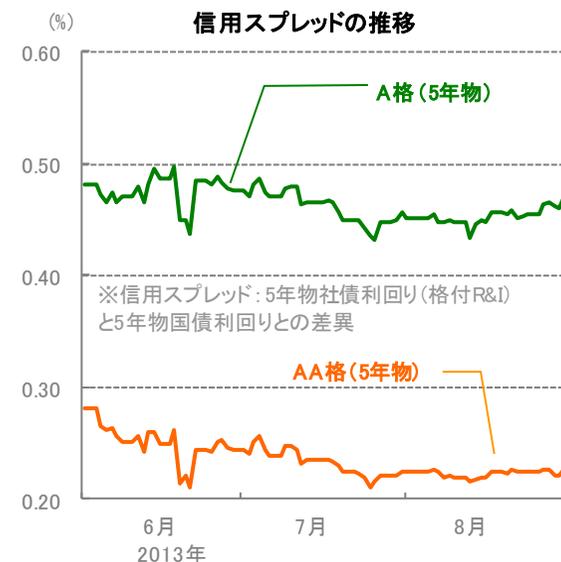
6月以降、債券市場では売買高が減少する中、7～8月は夏枯れ相場と言える状況でした。投資家が売買を手控える背景としては、円安、株高といったアベノミクスを象徴する動きが一旦止まってしまったこと、9月に重要イベントを控えていること(オリンピック開催地決定、消費税増税の判断材料とされる実質GDP改定値の発表、米国ではQE3縮小開始と関係するFOMC開催)などがあると考えられます。

アベノミクス効果による景気浮揚効果を考慮し、国内機関投資家は既に5月頃までに債券保有残高を大幅に減らしたとみられます。債券に代わる投資対象がないとすれば、当面更なる債券売りの可能性は低いとみています。一方で日銀の国債買い入れにより市場金利は引き続き低水準にあることから、国債残高を再び積み増すことに対しても慎重にならざるを得ない状況にあり、10年国債利回りは0.7%台後半を中心にレンジ相場が継続するとみています。

消費税増税がスケジュール通り実施されない(完全見送りではない)ケースや、米QE3縮小が12月以降に後ずれすることなど、市場参加者の見通しと異なる事態が発生した場合は一旦レンジを外れることも考えられますが、そのような状況下においても10年国債利回りが0.6%を下回る、あるいは一気に1%を超える可能性は極めて低いと予想しています。



*出所: Bloombergより明治安田アセットマネジメント作成



*出所: Bloombergより明治安田アセットマネジメント作成

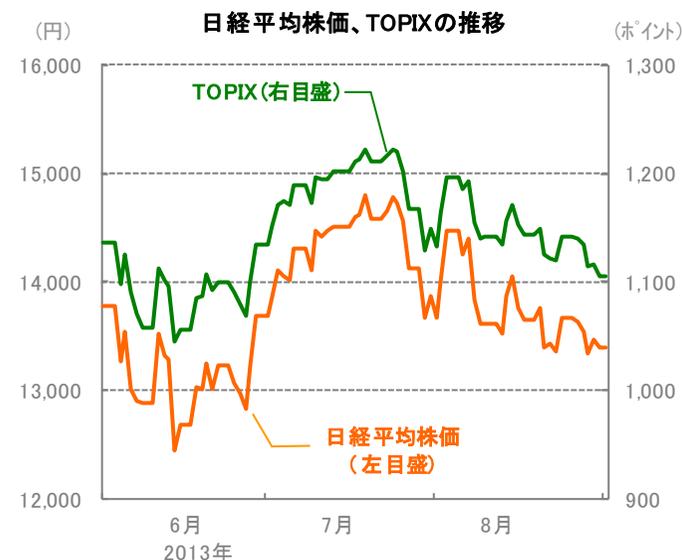
各資産の投資環境見通し

国内株式

新興国への警戒感から様子見継続も、先進国の材料は下支えに

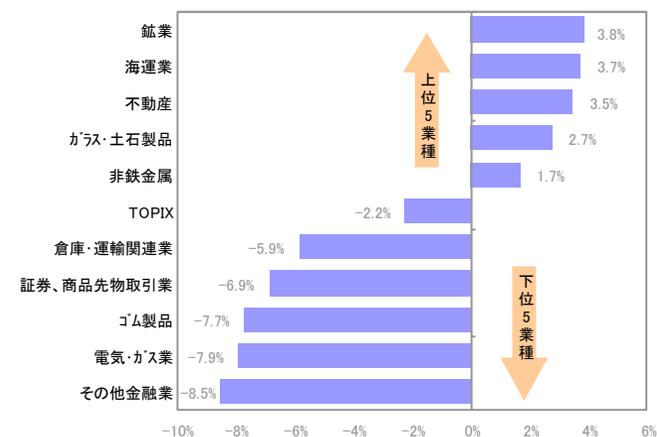
9月の国内株式相場は、新興国経済の成長鈍化に対する警戒感の高まりから、投資家の様子見姿勢が続くとみています。ただし、ドイツ総選挙では大きな波乱が起きる可能性は低いとみられること、2020年オリンピックの東京招致が期待されること等、先進国の明るい材料が下支えになると考えます。

TOPIXのレンジについては、これまで通り1,000から1,300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7月末～2013年8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

米独とも、本格的な金利上昇は想定しづらい

米国では、このところの金利上昇によってQE3の縮小開始については相当程度織り込まれたとみています。FRB議長の後任人事を巡る動向が相場の波乱要因になると考えられますが、現行のフォワードガイダンス、雇用回復の内容や低水準のインフレを踏まえれば、本格的な利上げを織り込む金利上昇は想定し難く、10年国債利回りで3%を超える水準まで上昇すれば長期金利への上昇圧力は鈍化するとみています。

欧州では、ドイツに加えてイタリア、スペインでも良好な経済指標がみられますが、このところの景気回復や安定化に対して、天候や付加価値税引き上げ前の駆け込み需要など、特殊要因が押し上げている可能性が指摘されています。今後、イタリア、フランス等では付加価値税の引き上げが予定されており、雇用環境が厳しい中では景気押し下げ要因として働くことが予想されます。

新興国・資源国金利

【ブラジル金利】インフレ懸念から4月以降利上げに転じましたが、足元のインフレ率は大幅に低下し同目標の上限を下回りました。中央銀行はインフレ率の低下は来年まで続くとみています。ただし、今後のインフレや為替動向次第では追加利上げの可能性もあり、市場金利は当面高止まるとみています。

【インドネシア金利】中央銀行は8月の定例政策決定会合で政策金利を据え置きましたが、臨時会合では0.5%の緊急利上げを行いました。これは財務省による通貨安定化措置の発表後も通貨安が進んだことへの対応とされています。政策金利については今後のインフレ動向次第ですが、国際収支が悪化する中、追加利上げを余儀なくされるものとみています。

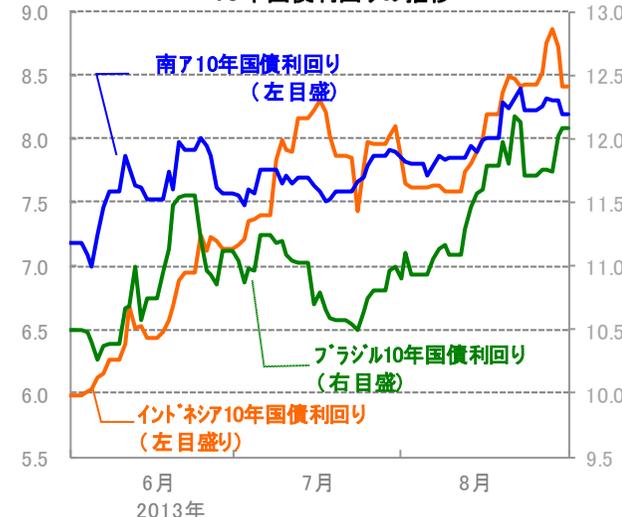
【南アフリカ金利】政策金利については足元の景気やインフレ動向から現在の水準が維持され、上昇傾向にある市場金利については調整一巡後はレンジ内で推移するとみています。

(%) 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

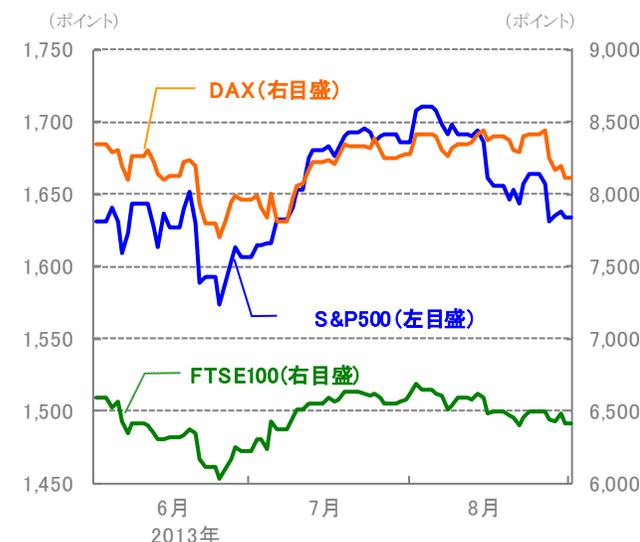
米国の金融緩和縮小や、欧州の総選挙などの動向に注目

米国では、9月17～18日のFOMCにおける量的緩和政策の縮小開始決定に備えた投資家のポジション調整が進みつつあることから、実際に**量的緩和政策の縮小が決定された場合には、当面の不透明材料の払拭が好感される可能性**が考えられます。反対に縮小開始が見送られた場合には、短期的に不安定な相場展開となることも予想されます。

欧州では、景気の底打ち観測が台頭しているものの回復ペースは弱いことに加えて、**9月22日のドイツ総選挙ではギリシャの債務再編問題が再浮上する可能性**に注意を払う必要があると考えています。

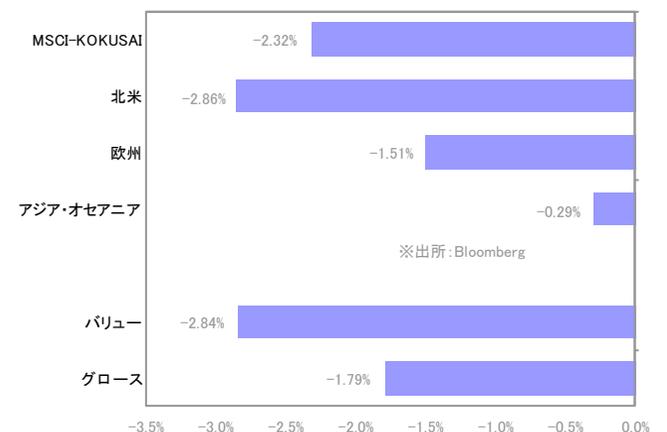
中国では、現政権の経済運営(都市化政策などの具体化)に対する期待を受けて、景気の先行きに対する慎重な見方が徐々に後退しつつある点に留意が必要と考えます。

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7月末～2013年8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。

*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

QE3縮小開始がドル高要因

ユーロ/ドル: 欧州の良好な景気指標や、ドイツ連銀月報の内容を受けてユーロはドルに対して上昇する場面がありました。相対的な景況感では米国優位の状況に変化はみられません。**米国ではQE3縮小開始がドル高要因として強く意識されること、一方欧州では域内の構造問題、政治・財政要因などを受けて景気が緩やかに回復するとみられることから、レンジ内での動きを予想しています。**

ドル/円: 米国のQE3の縮小開始時期が近づきつつあるとの見方が広がっていますが、**雇用統計等の経済指標、金融当局者の発言で変動することはあっても、FOMCまではレンジ内での動きが続くとみています。**

新興国・資源国通貨

【ブラジルレアル】追加利上げ観測が残ること、さらには今年末にかけて合計600億ドルに達する大規模市場介入を中心とする政府の通貨防衛策が発表されたこと、大統領が更なる通貨安対策を示唆したこともあり、今後の下落余地は限定的と予想されます。

【インドネシアルピア】経常赤字が嫌気され、対ドルで約4年ぶりの安値水準まで売りこまれました。中央銀行が利上げに加え為替介入や外貨の流動性供給についても施策を講じたことから一旦は反発していますが、当方は弱含みの展開が続くとみえています。

【南アフリカランド】低成長下でのインフレ加速や中東情勢に対する不透明感などが通貨安要因として挙げられますが、政策金利が相対的に高い水準にあることに加えて、足元では金価格の上昇も支援材料とみられることから、調整一巡後はレンジ内で推移するとみえています。



*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.