

投資環境見通し（2013年10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 浮上する財政問題

9月17日～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)の縮小開始が見送られました。市場では年内縮小開始が有力視されていますが、FRB(連邦準備制度理事会)が景気動向を慎重に見極める姿勢を示しており、金融政策の方向性は不透明な状況が続いています。株式相場は一旦は上昇したものの、その後は同不透明感が強まり、やや軟調な展開となりました。また、金融政策の行方とともに財政問題も浮上しており、新会計年度始である10月1日に暫定予算の成立が間に合わず、1995年12月～1996年1月以来となる政府機関の一部閉鎖という事態に陥っています。大統領の指導力低下が指摘され、与野党間の調整も難しくなる中、連邦債務の上限引き上げなどの課題も残ります。金融市場は、政治動向を巡り波乱の可能性もありますが、既にシリア問題やFRB議長の後任問題などの懸念が後退していることから、財政協議に関して与野党間の調整が進展すれば、落ち着いた動きになると考えられます。

②欧州 弱い景気回復力

ユーロ圏では、PMIがサービス業を中心に改善し、景気底打ち観測が強まっています。しかし、ECB(欧州中央銀行)の景気見通しでは2013年の成長率見通しが上方修正された一方、2014年については下方修正されており、景気の先行きに対するECBの慎重な見方が現れています。ECBは現行の金融政策を継続しながら、必要に応じて追加的な金融緩和策により金利の低位安定を図るとみられます。9月22日に行われたドイツ総選挙では、予想通り現政権与党であるCDU(キリスト教民主同盟)/CSU(キリスト教社会同盟)が勝利しましたが、過半数には届かず、政権の枠組みは今後の連立交渉次第という状況です。仮に最大野党である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方向に転換する可能性が高まると見られますが、SPD内では連立参加に否定的な意見も多くみられ、予断を許さない状況です。

③日本 政策対応への期待

4～6月期実質GDP成長率は+3.8%と速報値から上方修正されました。速報値ではマイナス成長だった設備投資が上方修正され、6四半期ぶりのプラス成長となり企業部門の回復を示しています。こうした堅調な経済指標などもあり、政府は10月1日に2014年4月からの消費増税を閣議決定しました。また同決定とともに景気に対する配慮から経済対策が発表され、加えて法人実効税率のあり方についても「速やかに検討する」と表明していることから、今後の動向が注目されます。株式相場は2020年オリンピック大会の東京開催決定、米国でのQE3縮小見送りなどを受けて上昇しましたが、徐々に上値が重くなっており、外国為替相場は米国の財政問題を巡る不透明感もあり円高に振れています。当面、国内には大きな波乱材料は見当たりませんが、株式相場は上半期決算発表を前に様子見気分が広がる中、小動きが予想されます。ドル/円は、日本の貿易赤字や金融政策動向から一方的な円高は考えにくいものの、米国の財政協議次第では円高の進行や株式相場の下落につながる可能性もあると考えられます。

④中国 二兎を追う経済政策

経済指標が鉱工業生産や輸出などが引き続き良好で、景気の回復基調が鮮明になっています。しかし、政府が景気を下支えしようとした結果、「投資から消費へ」という目標は一旦後退した形になっており、経済構造改革の先送りが懸念されています。景気回復を織り込んで上昇してきた株式相場にも一服感がみられており、今後は11月に開かれる中国共産党中央委員会 第三回全体会議(三中全会)での経済政策の方向性が注目されています。

内外経済環境見通し

日本経済

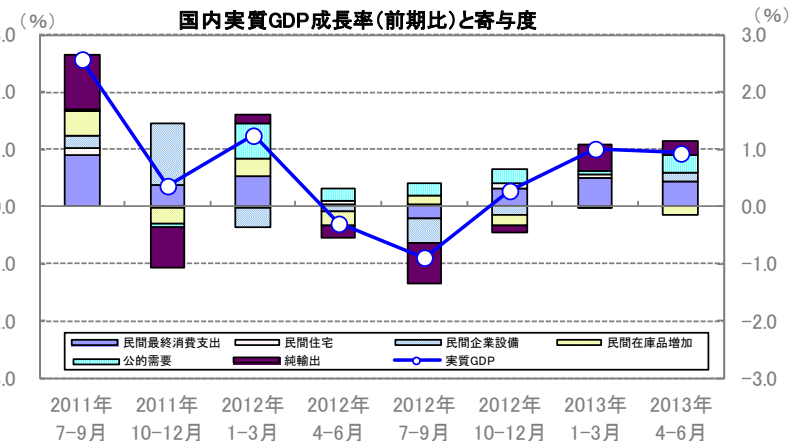
景気は緩やかな回復トレンド
継続

4～6月期の実質GDP成長率は、前期比+0.9%（年率+3.8%）と、速報値の+0.6%（年率+2.6%）から上方修正され、3四半期連続のプラス成長となりました。設備投資が速報値の前期比▲0.1%から同+1.3%に上方修正されたことが大きく寄与しました。設備投資は6四半期ぶりにプラス成長となりました。日銀短観9月調査でも大企業製造業中心に業況判断が大きく改善しており、企業部門の活発な経済活動が続くと見込まれます。一方、ここまで景気をけん引してきた個人消費は、所定内給与が伸びていないことなどからやや頭打ちとなっていますが、今後は消費増税に向け駆け込み需要が予想されます。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思われます。

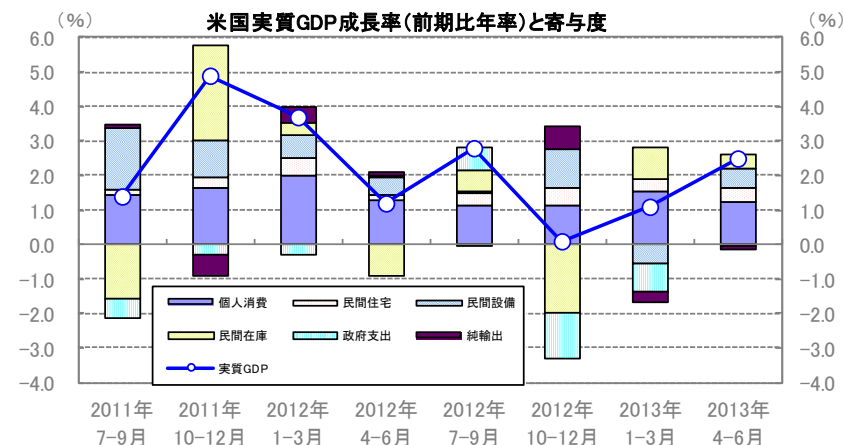
米国経済

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、前期には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2ケタの伸びが続きました。個人消費は、雇用環境の改善を背景に底堅い動きとなるとみられます。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、QE3縮小の見送りを受けて新興国に対する懸念が後退したことから回復基調の継続が見込まれます。当面、暫定予算や連邦債務上限など財政問題が懸念材料となっており、政治の混迷が続くと、景気への悪影響が見込まれますが、短期間で収束すれば影響は限定的とみています。



*出所: Bloombergより明治安田アセットマネジメント作成



*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

景気悪化には歯止め

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。しかし、天候要因や付加価値税の増税前の駆け込み需要が一時的にプラスに働いていること、今後は付加価値税増税後の反動減が見込まれることから、成長ペースの鈍化が予想されます。中国景気には底打ち感がみられるものの、大きく成長が加速するとは考えにくく、欧州経済のけん引役としては力不足とみられます。ドイツの総選挙が終わり現政権下で、財政再建と成長とのバランスに変化が現れるかどうか注目されます。

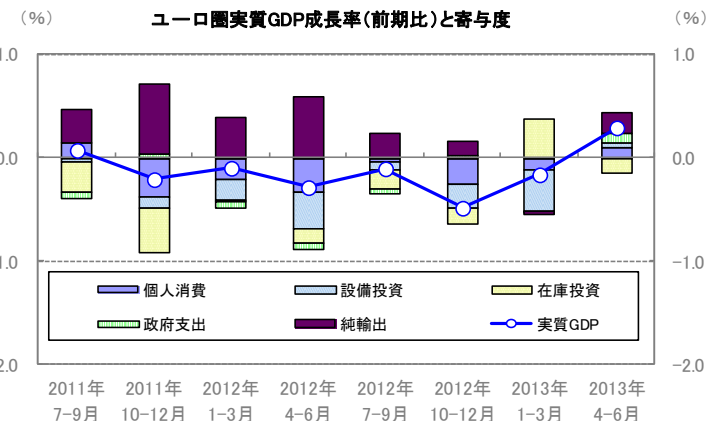
新興国・資源国経済

景気は緩やかに回復へ

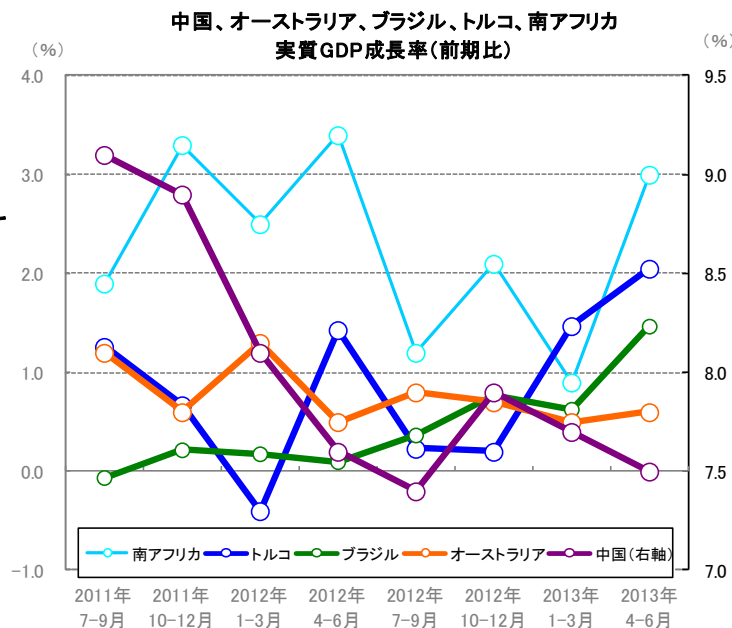
【中国】景気については、実質GDP成長率は4～6月期まで2四半期連続で減速しましたが、足元の経済指標では、個人消費関連、生産関連や固定資産投資、さらには輸出も前月から増加傾向となっており、**経済成長率の大幅な減速は避けられるとみられます**。引き続き、**シャドーバンキングの拡大問題や地方政府の債務問題などが注視**されます。

【ブラジル】景気については緩やかな回復過程とみています。2013年政府経済成長率見通しは、潜在成長率(+3.5%程度)を下回る+2.50%とされていますが、工業製品の生産増に加えて、最大の資源輸出先である**中国景気が持ち直し局面に入ったとみられること、欧州では景気底入れの兆しがみられること**などから、**回復局面が続くとみられます**。

【南アフリカ】製造業生産高が市場予想を上回る伸びとなった一方、小売売上高は前月比で小幅のマイナスとなりました。**インフレは高止まり、同国の目標レンジ上限を超えています**。



*出所: Bloombergより明治安田アセットマネジメント作成



*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(9月)

10年国債利回りは好需給下、米金融政策等を受けて低下

月前半は、円安、株高に加えて米国金利の上昇もあり、10年国債利回りは0.7%台後半まで上昇しました。しかし、日銀の国債買入れオペによる良好な需給環境の中、中旬に米国ではFOMCでQE3縮小開始が見送られたこともあり、同利回りは今年5月以来となる0.6%台に低下し、その後も低水準で推移しました。

国内株式相場はオリンピック、海外要因等から上昇へ

国内株式相場は、シリア情勢に対する警戒感が緩和する中、4～6月期実質GDPが上方修正されたことや2020年オリンピック大会の東京開催が決定したこと、中国では輸出が市場予想を上回る伸びとなったことに加えて、米国ではQE3の縮小開始が見送られたことなどもあり、中旬にかけて堅調に推移しました。その後は、法人税減税に対する期待が広がり一段高となる場面がありましたが、米国の財政協議を巡る不透明感などから月末にかけては上値が重くなりました。

米国のQE3縮小見送りから金利低下へ

米国では、月初に経済指標の改善が市場予想を上回ったことから10年国債利回りは一時3%台に乗せました。その後は雇用統計等や次期FRB議長に関する報道、QE3縮小見送りの決定、GDP成長率見通しの下方修正などから金利は低下しました。ドイツでは、長期金利はユーロ圏内の良好な景気指標、シリア情勢の緊張緩和などが上昇要因となったものの、ECBの慎重な景気見通しやイタリアの政局不安に加え、FOMC後は米国金利に連れた動きとなり、低下しました。

外国株式は金融政策の継続から上昇基調に

米国では、雇用統計の内容を受けてQE3縮小は緩やかなペースになるとの見方が広がったことや、シリア情勢への警戒感が緩和したことに加え、市場予想に反してQE3縮小開始が見送られたこともあり、上昇しました。欧州では景気が脆弱ながらも上向いているとの安心感や金融緩和策の継続方針を受けて、周辺国で比較的堅調に推移しました。中国では、景気指標の改善傾向が続きました。

《9月の市場動向》

	2013/9/30	2013/8/30	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	0.69%	0.72%	▲0.03%
米国10年国債	2.61%	2.78%	▲0.17%
ドイツ10年国債	1.78%	1.86%	▲0.08%
英国10年国債	2.72%	2.77%	▲0.05%
豪10年国債	3.81%	3.90%	▲0.08%
ブラジル10年国債	11.66%	12.09%	▲0.43%
南アフリカ10年国債	7.58%	8.20%	▲0.62%
株価指数	前月末	前々月末	前々月末比
日経平均株価	14,455.80	13,388.86	+7.97%
TOPIX	1,194.10	1,106.05	+7.96%
ダウ工業株30種平均	15,129.67	14,810.31	+2.16%
S&P500	1,681.55	1,632.97	+2.97%
ナスダック指数	3,771.48	3,589.87	+5.06%
FTSE100	6,462.22	6,412.93	+0.77%
DAX	8,594.40	8,103.15	+6.06%
ハンセン指数	22,859.86	21,731.37	+5.19%
為替相場	前月末	前々月末	前々月末比
米国ドル/円	98.27	98.17	+0.10%
ユーロ/円	132.93	129.80	+2.41%
英国ポンド/円	159.05	152.19	+4.50%
豪ドル/円	91.54	87.38	+4.76%
ブラジルレアル/円	44.30	41.17	+7.61%
トルコリラ/円	48.68	48.17	+1.06%
南アフリカランド/円	9.80	9.55	+2.66%

※出所: Bloomberg

各資産の投資環境見通し

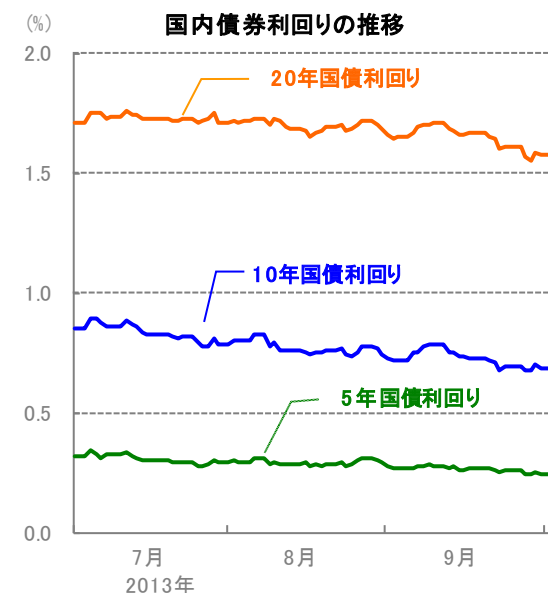
✓ 国内債券

需給動向の影響を受ける展開が続く

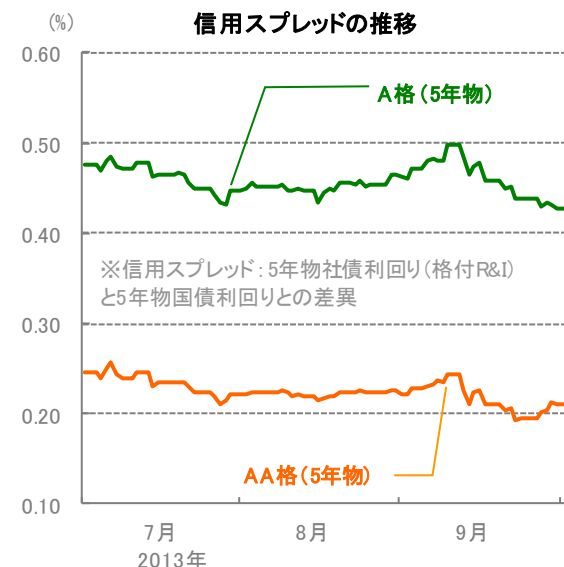
景況感の改善を背景とした株式相場の上昇にもかかわらず、国内金利に上昇する気配がみられない現状は、日銀による大規模な国債買入れが影響していると考えられます。

仮にこの状況が当面変わらないとすれば、他の金融市場に多少の変動があったとしても、国内金利の低位安定が継続すると想定されます。ただし、デフレ脱却に向けた動きがみられていることから、今後は何が金利上昇に転じるきっかけとなるのか、常に分析していく必要があると考えます。

消費増税の決定と同時に5兆円規模の経済対策が発表されましたが、当面の国内債券相場は需給の影響を受ける展開が継続するとみています。



*出所: Bloombergより明治安田アセットマネジメント作成



*出所: Bloombergより明治安田アセットマネジメント作成

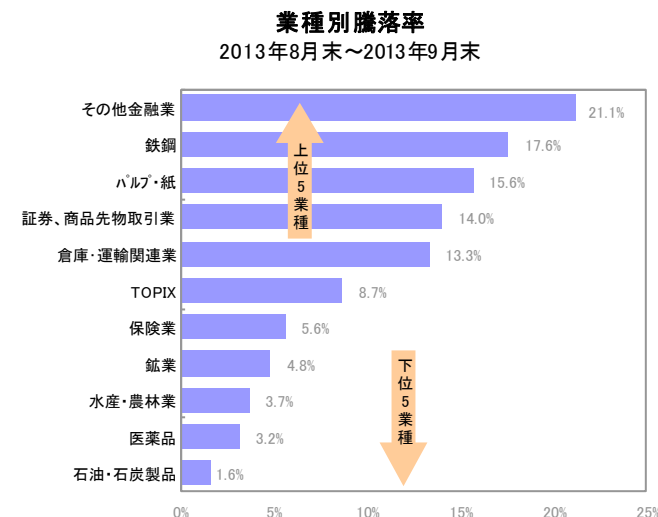
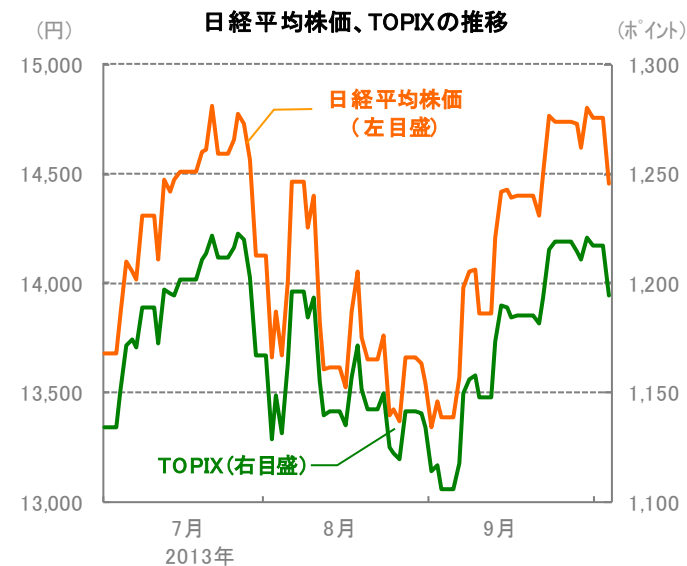
各資産の投資環境見通し

国内株式

業績発表を前に買いが手控えられる可能性

10月の国内株式相場は、国内外の材料に対する出尽くし感がある中、上半期の企業業績発表を前に投資家の様子見姿勢が続くとみえています。国内株式相場は7月下旬から8月にかけて下げた後、9月に入り日本や米国での好材料を受けて堅調に推移しました。こうした中、日銀短観や消費増税の最終判断に合わせた経済対策については、株式相場をこの水準から短期的に押し上げる材料にはならないと考えています。

TOPIXのレンジについては、これまで通り1,000から1,300ポイントと予想します。



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: FOMCでQE3の縮小開始が見送られたことに加え、GDPの下方修正やインフレ率の低位安定などの景気見通しを考慮すれば、**利上げ開始時期が後退し、利上げペースは緩やかになると**思われます。当面、**長期金利は2%台後半で推移**するとみています。

欧州: ドイツに加えて重債務国でも予想を上回る経済指標の発表が続いています。ただし、景気低迷から脱していない国があるほか、天候要因や緊縮財政により、回復ペースは加速するには至っていません。今後も**景気回復は緩慢なペース**にとどまると考えられます。**ドイツ長期金利は一時2%台をつけたものの、上昇トレンドは一旦収束**するとみています。

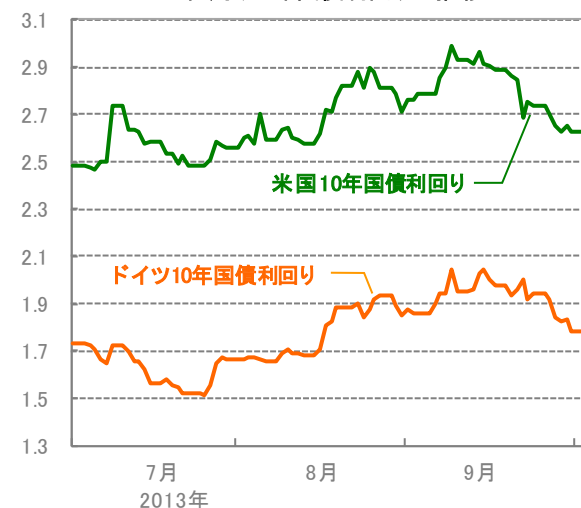
新興国・資源国金利

【ブラジル金利】10月も政策金利の引き上げが予想されます。**インフレ率については中央銀行の目標レンジ内に収束**していますが、**予防的な利上げが見込まれます**。市場金利は、9月には自国通貨が持ち直し、米国でQE3の縮小開始が見送られたことなどから低下に向かいましたが、**当面は次回利上げを織り込みながら、じり高基調が続く**とみています。

【インドネシア金利】中央銀行は9月の政策決定会合で、自国通貨の安定化と持続的な経常収支の改善を目的として**政策金利の0.25%引き上げを実施**しました。しかし、依然として通貨安が進んでいます。米国ではQE3縮小開始が見送られたことから目先は利上げを行わない可能性もありますが、インフレ率の動向次第では、追加利上げを行うことも考えられます。

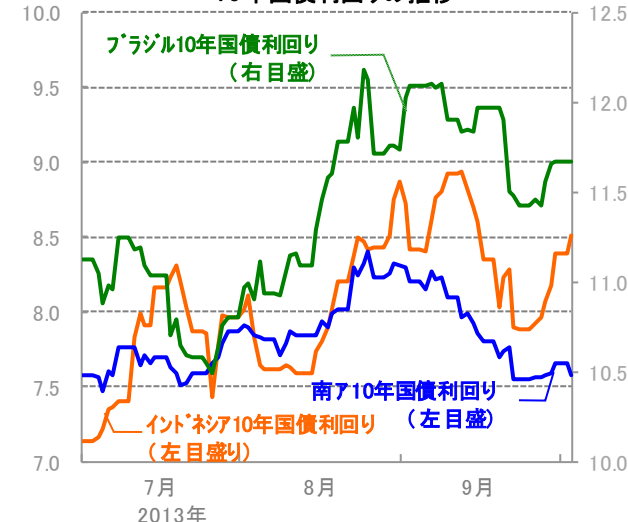
【南アフリカ金利】中央銀行は足元のインフレについては一時的とみていることから利上げ観測は後退しており、**政策金利については当面は現在の水準が維持され、市場金利については既に低下が進んでいることから、当面はレンジ内で推移**するとみえています。

(%) 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

米国の財政協議の動向や企業業績などに注目

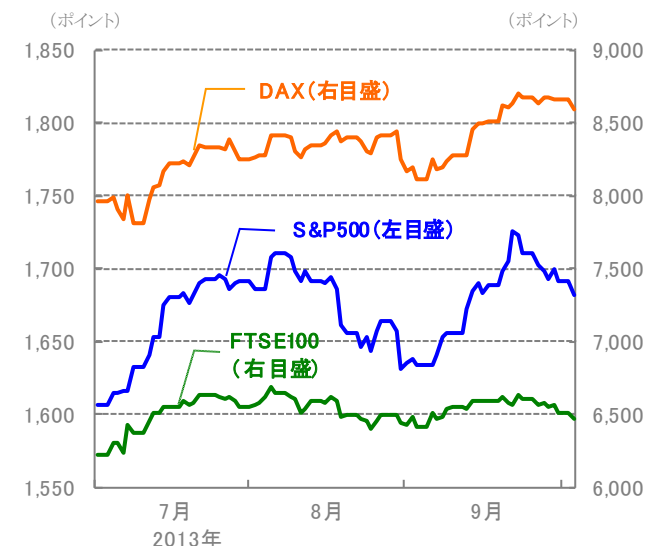
米国では、量的金融緩和策の縮小時期を巡る不透明感が残る中、個々の経済指標に対して神経質な展開が続くとみられています。連邦債務上限の引き上げを巡る上下院の交渉次第では、株式相場は一時的に不安定な動きとなることも予想されます。

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く、金融緩和策の継続が株式相場を下支えすると見込まれます。

一方、中国では経済指標の落ち着きで景気減速懸念が後退しつつありますが、引き続き住宅市場の過熱感が解消されていないことから、今後の住宅政策次第では、投資家心理が悪化する可能性も残っています。

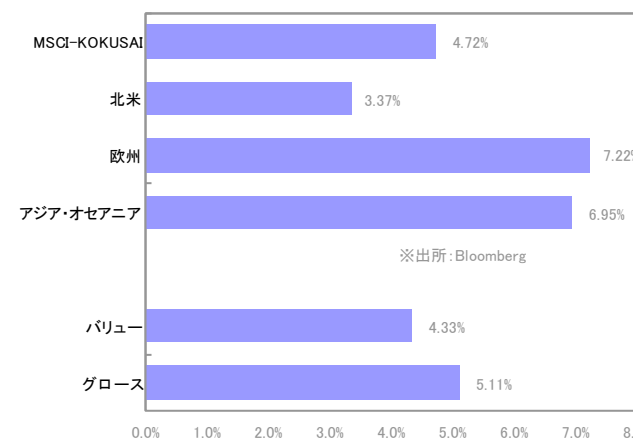
7～9月期の企業業績については、市場予想を上回る決算を発表する企業が増加することが想定されますが、10～12月期について市場予想は依然として高い水準にあることから、企業が示す10～12月期の業績見通し次第では失望感につながる可能性もあると考えます。

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8月末～2013年9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

※ 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

為替

米国の財政協議に対する不透明感がドル安要因

ドル: 米国では、QE3の縮小開始が見送られたものの、縮小については視野に入っています。しかし難航が予想される**財政協議への不透明感**もあり、当面は**主要通貨に対し弱含み**が予想されます。

ユーロ: ユーロ圏では、**景気が緩やかな回復**にとどまると見込まれること、**ECBの金利上昇に対する強い警戒姿勢**などもあり、足元の主要通貨に対する**ユーロ高は限定的**と考えています。

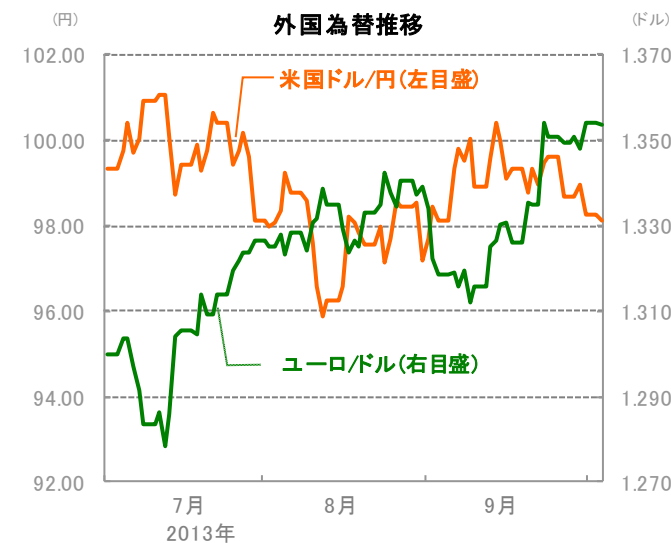
円: 消費増税に伴う**経済対策の策定**の一方で追加緩和の可能性も残りますが、**米国の財政協議に対する不透明感を受けた安全資産としての需要**から、主要通貨に対し底堅い動きになるとみています。

新興国・資源国通貨

【ブラジルレアル】スワップ市場における自国通貨買い、政策金利の引き上げ、資本流入を促す証券投資税制の改正に加え、大統領による外貨準備を使った直接の自国通貨買いの示唆など、**通貨防衛を活発化**させました。**景気は緩やかな回復過程**にあるとみられることもあり、**下値不安は後退**しているとみられます。

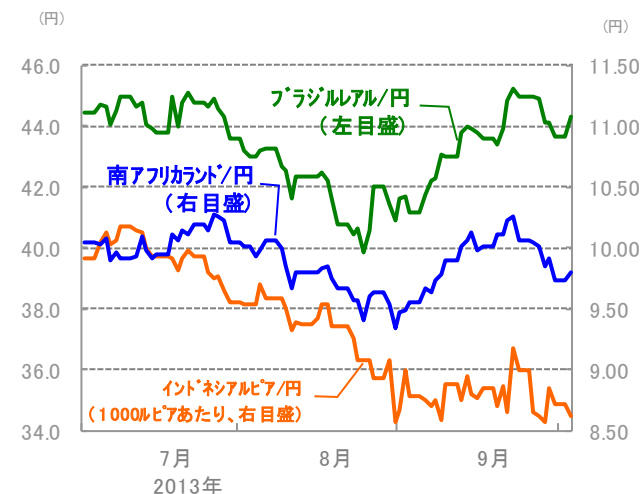
【インドネシアルピア】経常収支の悪化が続き、外貨準備が減少する中、中央銀行は通貨防衛のために政策金利の引き上げ、日銀との2国間のスワップ協定を更新したほか、他の中央銀行ともスワップ協定の締結を協議していますが、**不安定な状況はしばらく続く**とみています。

【南アフリカランド】米国の金融政策や財政問題に対する不透明感が残りますが、米国の量的緩和政策の縮小開始については既に相当程度織り込まれていると考えられることから、**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.