

投資環境見通し（2013年11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 先送りされるQE3縮小 開始

協議が難航した財政問題は一旦決着したものの暫定的な解決にすぎず、結論は先送りされた状況です。今回の民主党・共和党の対立で共和党は支持率を大きく失っており、今後も同様の戦術で臨むことは難しいとみられます。財政問題が先送りされた後、金融市場では再びQE3(量的金融緩和第3弾)の縮小開始時期への関心が高まっており、経済・金融市場の先行き不透明感は払しょくされていません。**当面の経済指標は、政府機関の一部閉鎖による影響を受けるため、FRB(米連邦準備制度理事会)が景気拡大の持続性を見極めるのは難しく、QE3の縮小開始は2014年1～3月あたりになる可能性が高いとみられます。**しかし、再び財政協議が難航すれば同縮小開始は更に先送りされる可能性があります。金融政策が財政協議の動向に影響を受けることになるため、**FRBはQE3縮小開始に向けた道筋の再検討が必要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、スペインの7～9月期実質GDP成長率(速報値)が2年半ぶりに前期比でプラスに転じるなど、景気底打ち観測が一段と強まっています。しかし、世界景気の拡大ペースが緩やかで外需も低調とみられ、失業率が高水準で推移していることから内需も脆弱とみられます。さらに、2014年の「銀行同盟」スタートに向けたECB(欧州中央銀行)による統一的な銀行資産査定が始まることから、銀行の消極的な貸出姿勢が続くと思われ、景気回復が順調に軌道に乗るかどうかは不透明な状況です。**ECBは、流動性懸念が生じるような場合には、LTRO(長期資金供給オペ)等の追加金融緩和策をとる可能性が高いと考えます。**

③日本 「成長戦略実行国会」 への期待

首相が「成長戦略実行国会」と位置づけた臨時国会が10月15日に開幕しました。**雇用制度改革の解雇規制緩和等が見送りになった結果、かなり期待は薄らいだ感はあるものの、国家戦略特区や法人税率の引き下げなど今後の議論の中で具体化するものもあるとみられます。**また、TPPの年内妥結に向けた調整も活発化するとみられ、構造改革の進展につながるか注目されます。株式相場は手掛かり材料難の中、米国財政問題などに揺れる外国為替相場とともに上下する展開となっています。また**中間決算についても好業績を既に織り込んでいるため反応は限定的とみられ、引き続き海外要因や外国為替相場の影響を受けやすい展開が続くと予想します。**長期金利は日銀の国債購入によって低下しており、水準からみた警戒感が出やすい状況ですが、一方で金利上昇要因もあまりみられない状況となっています。ドル/円は、米国のQE3縮小開始の先送りによって、やや円高に振れやすい状況とみています。

④中国 景気回復の弊害

中国の7～9月期GDP成長率は+7.8%と前期の+7.5%を上回りました。ただし、景気回復を主導したのは投資の伸びであり、政府が目指す消費主導の成長とは異なる結果といえます。**投資の増加に伴い不動産価格の上昇傾向も鮮明化しており、金融引き締めへの警戒感は強まっています。**また、**大気汚染が再び深刻化しているため、工場の操業が規制される可能性**もあります。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、同+1.0%だった前期に続き、3四半期連続のプラス成長となりました。

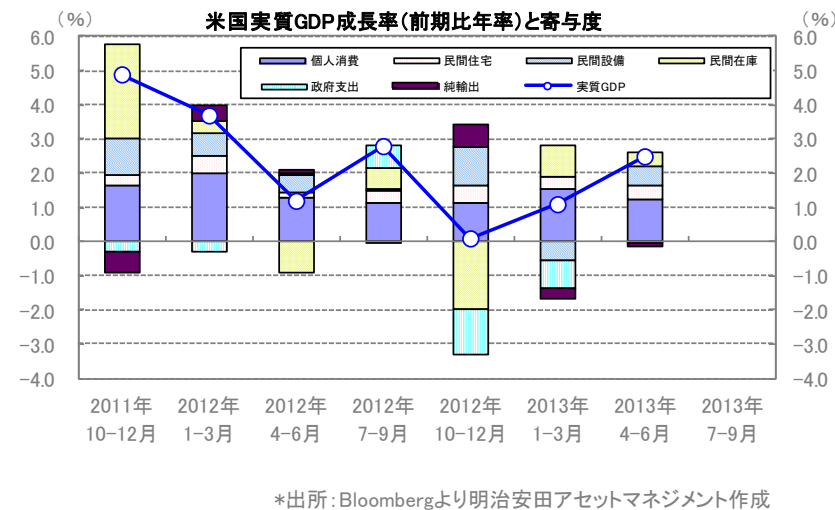
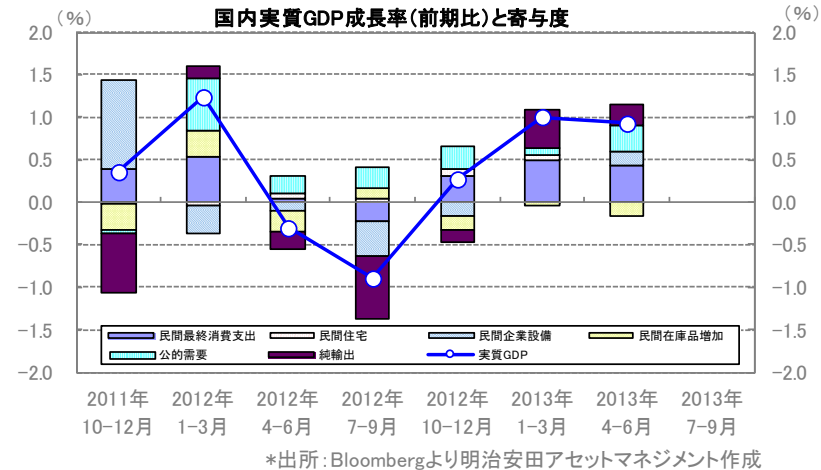
最近発表された経済指標は強弱まちまちで、設備投資関連では、先行指標とされる機械受注は上昇基調を維持したものの、企業の景況感には円安に一服感があることなどから頭打ちとなっています。逆に個人消費は、マインド指標が堅調な一方で、賃金の伸び悩みから一時の勢いが鈍っています。公共投資、住宅投資は好調を維持しています。今後、消費税増税前の駆け込み需要が期待できますが、米国財政問題の影響が外需に悪影響を及ぼす可能性もあり、全体としては緩やかな回復トレンドが続くと予測します。

米国経済

財政問題が景気に悪影響

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。

予算協議が難航し、10月1日から政府機関が一部閉鎖され10月17日に再開される事態となったことが、直接景気を押し下げるとともに、来年初には再び同様の事態になる可能性が残っているため、企業・消費者マインドに悪影響が及ぶことも考えられます。一方で、QE3縮小観測が後退し、金利が低下したことが住宅市場等にとって好材料となるなど景気を下支えすると予測します。景気回復の方向に変化はないと見込まれるものの、当面は、政府機関の一部閉鎖の影響で経済指標に歪みが生じ、回復ペースが見極めにくい状況が予測されます。



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。また、スペインでは7～9月期の同成長率(速報値)が前期比でプラスに転じるなど、ユーロ圏景気の底打ち感が鮮明化しています。しかし、失業率が高止まりしているため内需に勢いはなく、米国や中国の成長が大きく加速するとは考えにくいいため外需もけん引役としては力不足とみられます。財政緊縮の影響は弱まるものの景気下押し要因であることには変わりなく、非常に緩慢な回復になると予測します。

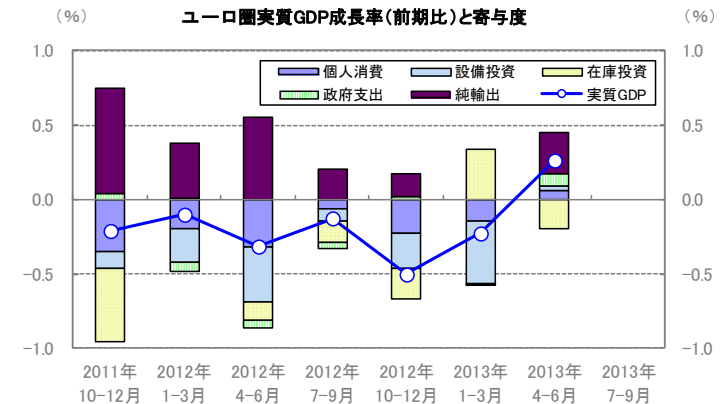
新興国・資源国経済

景気回復は緩やかなペース

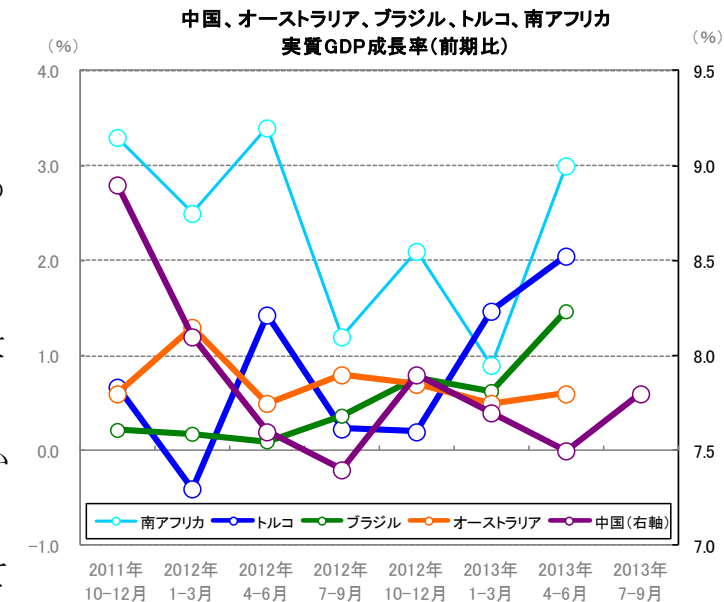
【中国】7～9月期の実質GDP成長率は、前年同期比+7.8%と前期から加速し、**今年の政府目標の+7.5%程度の成長が維持されるとみられます**。ただ、7～9月期は固定資産投資の寄与が大きく、指導部の目指す消費主導、底上げまでには至っていません。今後は、不動産価格の高騰や環境汚染などに対する政策対応が注目されます。

【ブラジル】経済的な結びつきの強い中国では経済指標が改善し、欧州でも景気底入れの兆候がみられますが、いずれも急回復は望めず、国内**景気の回復も緩やかなペース**にとどまるとみえています。金融政策委員会は、10月の利上げ効果から**インフレ率の低下は来年まで続く見通し**としています。

【南アフリカ】小売売上高が市場予想を上回り、失業率は前四半期からわずかに低下しましたが、製造業生産は減速しています。**インフレは減速するも依然として同国の目標レンジの上限水準**にあります。



*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(10月)

10年国債利回りは米国金利とともに月後半に低下へ

月中旬までは米財政問題に左右される展開

景気見通しの下方修正などを受け月中旬以降は低下傾向

債務上限問題の混迷から軟調に推移も、決着後は上昇へ

国内債券相場は、消費増税の閣議決定や米国の財政問題に対する不透明感に加えて、良好な需給環境もあり10年国債利回りは低下して始まり、月半ばにかけては0.6%台半ばでもみ合いとなりました。その後は米国では財政協議が暫定合意に至り金利が低下する中、**10年国債利回りも低下基調となり、0.60%近辺と低水準で月末を迎えました。**

国内株式相場は、**米国では財政協議が難航し債務上限問題に対する懸念が広がったことに加えて、国内では経済対策の発表で一旦材料出尽くしとなったこともあり、上旬には下落しました。**中旬には、**米国財政協議の進展に対する過度の警戒感が後退**したことなどから上昇しましたが、その後は米国では量的緩和政策の縮小開始が先送りされるとの見方から円高ドル安に対する警戒感が広がり、弱含みの展開となりました。

米国では、債務上限問題の混迷や政府機関閉鎖などから長期金利は一時上昇しましたが、**同審議が暫定合意した後は、景気見通しの下方修正や量的緩和政策の縮小開始先送り観測などから長期金利は低下しました。**欧州(ドイツ)では、ECBの追加緩和見送り、イタリア政局不安の後退等により長期金利は一時上昇しましたが、**米国の財政協議進展後は米国金利に連れて低下しました。**

外国株式相場は、米国では債務上限問題に対する不透明感や政府機関の一部閉鎖などから**上旬は軟調な展開でした。**その後は**次期FRB議長に金融緩和政策を支持する現副議長が指名されるとの報道を受けて反発**に転じ、米国財政問題に対し議会が暫定合意すると一段高となりました。**欧州や中国では、景気指標の落ち着きに支えられつつ米国株式相場に連動する動きとなりました。**

《10月の市場動向》

	2013/10/31	2013/9/30	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	0.60%	0.69%	▲0.09%
米国10年国債	2.55%	2.61%	▲0.06%
ドイツ10年国債	1.67%	1.78%	▲0.11%
英国10年国債	2.62%	2.72%	▲0.10%
豪10年国債	4.02%	3.81%	+0.21%
ブラジル10年国債	11.69%	11.66%	+0.03%
南アフリカ10年国債	7.56%	7.58%	▲0.01%
株価指数	前月末	前々月末	前々月末比
日経平均株価	14,327.94	14,455.80	▲0.88%
TOPIX	1,194.26	1,194.10	+0.01%
ダウ工業株30種平均	15,545.75	15,129.67	+2.75%
S&P500	1,756.54	1,681.55	+4.46%
ナスダック指数	3,919.71	3,771.48	+3.93%
FTSE100	6,731.43	6,462.22	+4.17%
DAX	9,033.92	8,594.40	+5.11%
ハンセン指数	23,206.37	22,859.86	+1.52%
為替相場	前月末	前々月末	前々月末比
米国ドル/円	98.36	98.27	+0.09%
ユーロ/円	133.60	132.93	+0.50%
英国ポンド/円	157.76	159.05	▲0.81%
豪ドル/円	93.00	91.54	+1.60%
ブラジルレアル/円	43.91	44.30	▲0.87%
トルコリラ/円	49.22	48.68	+1.12%
南アフリカランド/円	9.79	9.80	▲0.14%

※出所: Bloomberg

各資産の投資環境見通し

✓ 国内債券

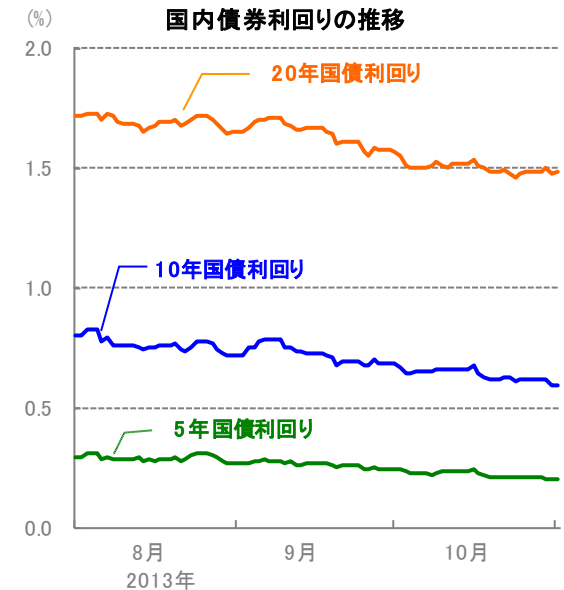
需給相場の様相が徐々に色濃くなるも、今後の動向には注意が必要

国内債券相場については、好需給を背景に金利低下が続く中、この流れを止めるきっかけは現在のところ見当たらない状況です。

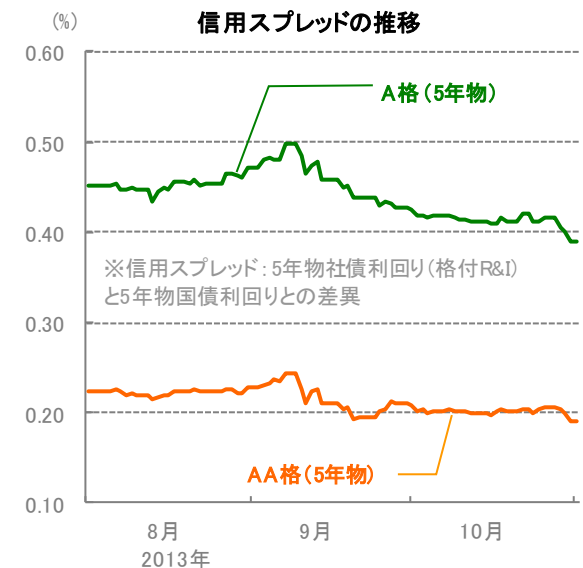
大手銀行が国債残高を大きく減らし、生命保険会社の超長期債購入額は2010年以降の最低水準となる中、日銀の量的金融緩和政策に基づき実施している資産購入が国内債券相場の好需給をもたらしています。同政策に基づく資産購入による金利の低位安定化はこれまでのところ成果を挙げており、市場参加者も当面は同政策が継続されるとの見方が支配的とみられます。

このような状況下で、需給相場の様相が徐々に色濃くなると予想され、国内外で良好な経済指標が発表されない限り、この流れを止めるのは困難であると考えられます。

もっとも、需給相場は前兆もなく突然終わる場合も多くみられることから、今後の相場動向に対して注意すべき局面に入っているとも考えられます。



*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

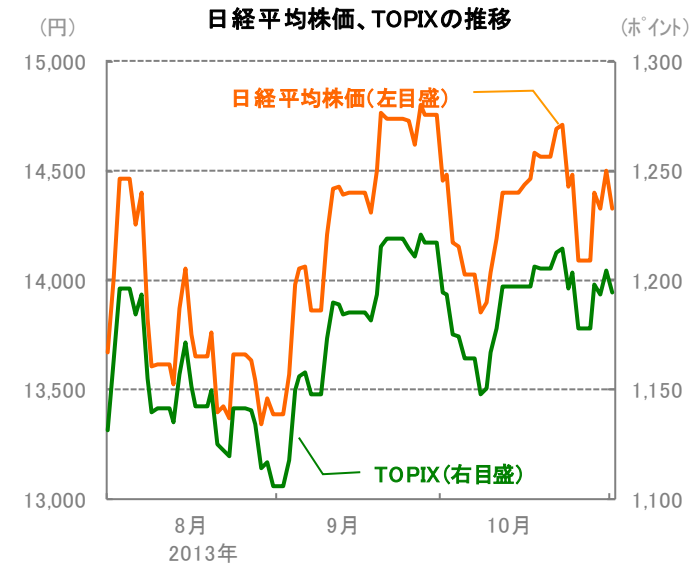
外部環境と決算発表を注視しつつ神経質な動きに

11月の国内株式相場は、**外部環境と決算発表を注視しつつ神経質な動きが続くと予想します。**

外部環境については、米国で量的金融緩和政策の縮小開始が先送りされ、市場金利は低水準にとどまることから円高が警戒されるとみられます。

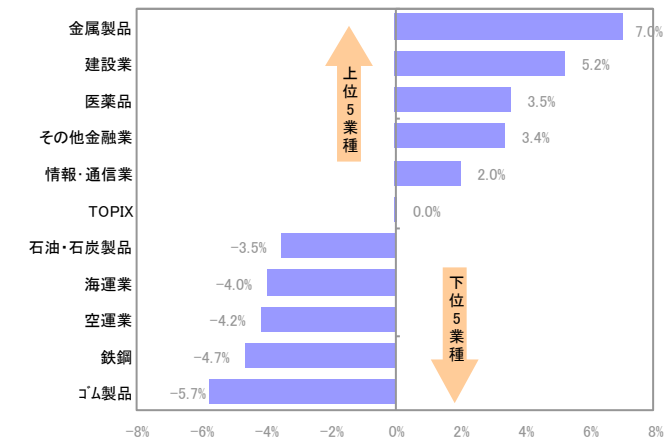
また、決算発表については好業績に対する期待感から既に株価が上昇した銘柄は多く、為替動向を受けた会社側の慎重姿勢から、投資家の期待に届かない可能性もあります。

ただし、これらの材料による国内株式相場の調整は、**中期的な上昇基調に変化を与えるほどではないとみており、TOPIXのレンジについては、1,100～1,400ポイントと予想します。**



*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9月末～2013年10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

米国金利は現在の水準近辺で推移し、欧州(ドイツ)金利は上昇傾向が終息へ

米国: 景気は企業部門が底堅いものの、個人部門は低調で、雇用の伸びも鈍化しています。政府機関の一部閉鎖、財政協議の混迷による経済への影響が今後顕在化するとみています。また財政問題も年末から来年にかけて期限が続く、先行きの不透明感が残ります。長期金利の水準は2%台半ばまで低下していますが、**当面現在の水準近辺での動きが予想されます。**

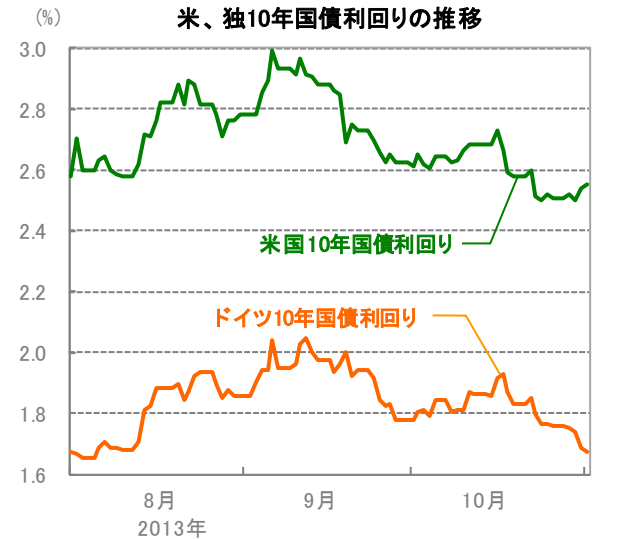
欧州: ECBによる早期の追加金融緩和の可能性は低下したとの見方が広がっていますが、景気回復の脆弱性、銀行資産査定厳格化、低い信用の伸び、低インフレ環境等を鑑みれば、実施の可能性は残るとみています。ドイツ長期金利の**上昇傾向は終息し、緩やかな低下基調を予想しています。**

新興国・資源国金利

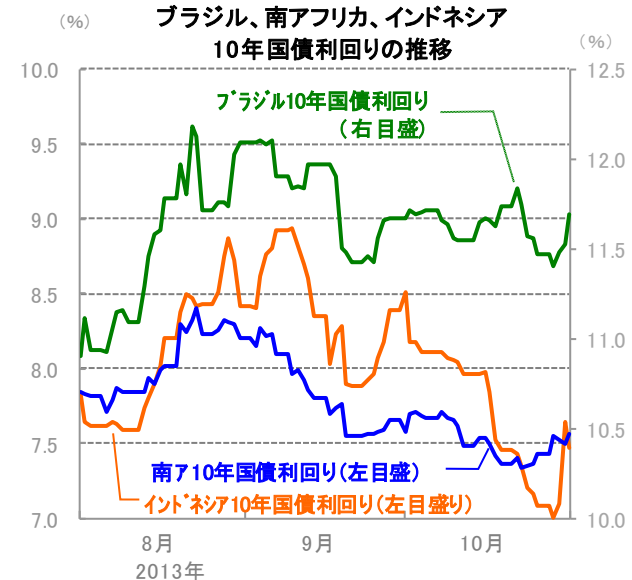
【ブラジル金利】直近のインフレ率(IPCA前年比)は中央銀行の目標レンジ(4.5%±2%)内に収束していますが、依然高い水準にあり、10月も予防的な観点から利上げに踏み切ったと考えられます。依然として利上げの打ち止め感が出ておらず、**次回会合でも追加利上げ(+0.50%)が予想されており、長期金利も高止まりが続くとみています。**

【インドネシア金利】中央銀行は、インフレ圧力が緩和されたとの判断から**政策金利を据え置き**ました。米国のQE3縮小開始見送りの影響を受けて、海外からの資金流入が増加傾向にあるため、市場金利は低下しています。インフレが高止まりし、経常収支は依然として改善の兆しがみられませんが、**市場金利は当面は小康状態が続くとみています。**

【南アフリカ金利】経済指標がまだ模様となっていることから、**政策金利は現在の水準が当面維持**され、低下基調にある**市場金利についてはレンジ内で推移**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



*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

米国の債務上限問題やユーロ高などがリスク要因

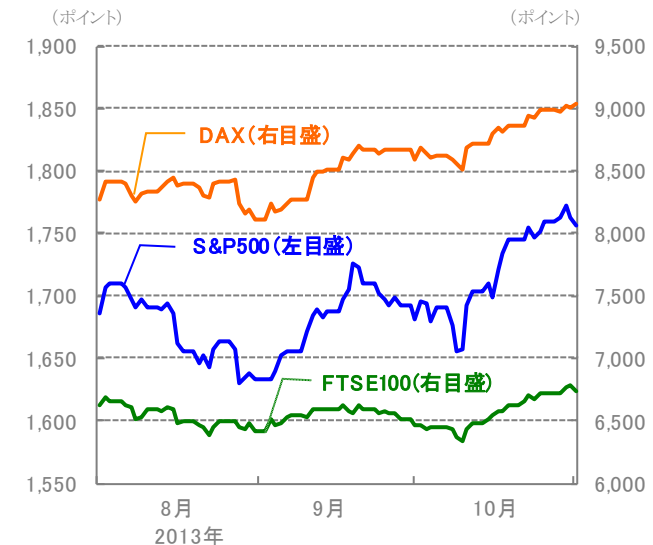
米国では、量的金融緩和政策の縮小開始先送りを巡る観測が株式相場を下支えすると考えられますが、財政問題の上下両院の暫定合意(政府資金は来年1月15日まで手当、連邦債務上限は同2月7日まで引き上げ)はあくまでも問題の先送りに過ぎないため、**財政問題の景気に対する影響次第では、投資家心理が不安定になる可能性がある**とみています。

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ことが見込まれますが、**足元のユーロ高進行が景気回復を遅らせる可能性**があります。

一方、中国では経済指標が落ち着きを取り戻し景気減速懸念が後退しつつあります。しかし、引き続き住宅市場の過熱感が解消されておらず、今後の住宅政策次第では不良債権問題が深刻化する可能性もあるとみています。

7～9月期の決算発表では、**米国政府向けの需要落ち込みの影響から慎重な業績見通しを示す企業もみられることから、財政問題の早期決着が見通せない状況が続く限りは、業績期待による株価上昇は見込みづらい**とみています。

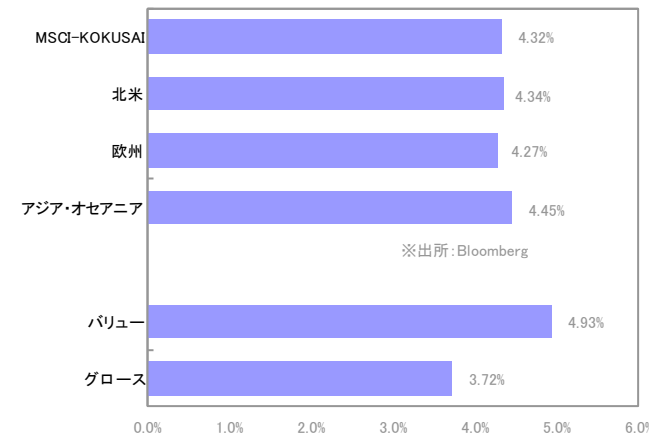
S&P500, DAX, FTSE100の推移



*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9月末～2013年10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

財政問題をはじめとする米国の不透明感はドル安要因

米ドル: 景気見通しの下方修正、QE3の縮小開始時期のさらなる後退観測に加え、先送りされている財政問題については、年末から来年にかけて各種期限が控えていることなどもあり、**主要通貨に対して弱含みの展開が予想されます。**

ユーロ: 緩やかな景気回復が続くとみられますが、インフレ鈍化、銀行監督の一元化や資産査定の厳格化による貸出の低迷を勘案すると、ECBの追加金融緩和の可能性は残るとみられ、**主要通貨に対する上値は限定的とみています。**

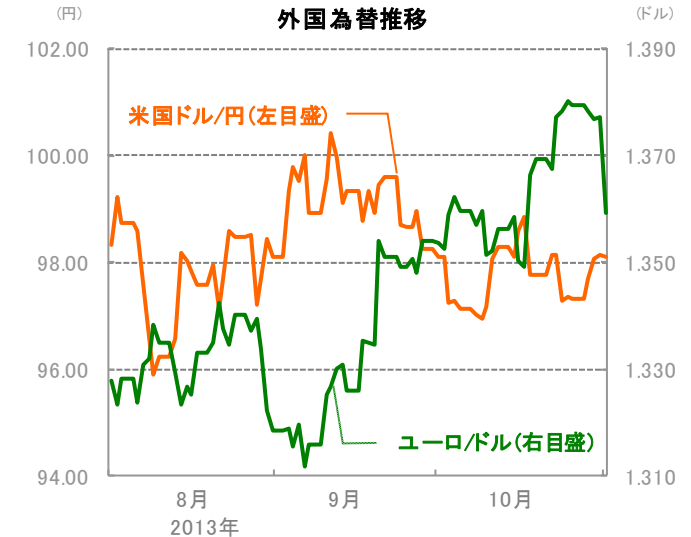
円: 足元では主に米国要因等から強含んでいますが、景気回復の減速や日銀による根強い追加金融緩和観測もあり、**上値も限定的とみています。**

新興国・資源国通貨

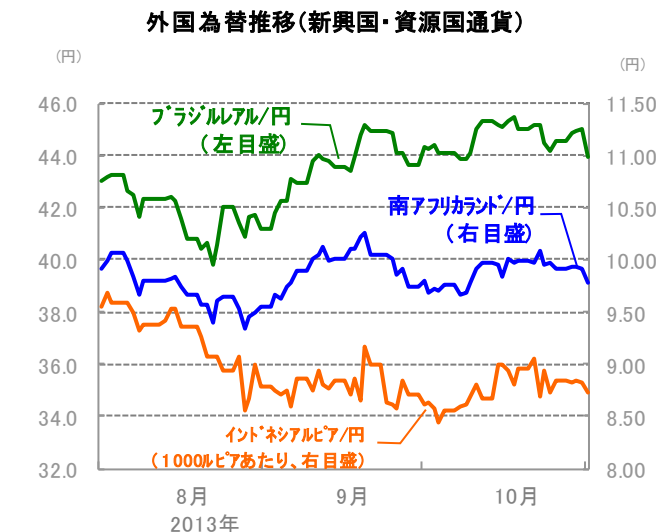
【ブラジルレアル】通貨防衛策や利上げ観測、証券投資資金の流入増加傾向などから足元では堅調に推移しましたが、**米国の財政問題、金融政策を巡る先行き不透明感などもあり、上値も限定的とみられます。**

【インドネシアルピア】米国財政協議の暫定合意を受けて買い戻されました。9月の貿易収支は市場予想に反し、再び赤字に転落しました。**景気の減速傾向などもあり、不安定な状況がしばらく続くものとみています。**

【南アフリカランド】貿易赤字などの構造的な通貨安要因に加えて、米国財政問題に対する不透明感が残ることから、レンジ内で弱含む可能性があるかとみています。



*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

- 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.