

投資環境見通し（2014年1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 不透明感は後退

FOMC(連邦公開市場委員会)では、QE3(量的金融緩和第3弾)の縮小が決定されました。**金融市場では縮小開始時期の予想が徐々に前倒しされていたため意外感さはさほどなく、むしろ、今後の政策金利の見通しが引き下げられるなど、低金利政策の長期化に対する確信を高める結果**となりました。経済指標が概ね堅調であったことに加え、財政協議の進展による政府機関の閉鎖回避も今回の縮小が決定された要因の1つと考えられます。同決定により、財政・金融両面の不透明感が後退したことから、株式市場ではS&P500が史上最高値を更新し、債券市場では金利が上昇傾向となりました。**今後、金融政策は物価水準および雇用環境に注目した運営になるとみられるものの、当面のインフレ率は低位での推移が見込まれ、低金利下での景気回復が長期化する可能性が高く、株価にとって好環境が続くとみられます。**ただし、高値警戒感が出てくる懸念もあることから今後の企業業績に対して注視する必要があると考えています。

②欧州 債務危機の克服

ユーロ圏では、アイルランドやスペインが金融支援プログラムから脱却、イタリアの政局不安の後退など、**債務危機克服の動きもみられ、米国と同様に先行き不透明感が薄らぎつつあります。**景気面ではドイツの景況感が大きく改善する一方、フランスは7~9月期の実質GDP成長率がマイナスに落ち込んだほか付加価値税の導入による景気低迷が懸念されます。しかし、ユーロ圏全体では緩慢な回復が見込まれ、ECB(欧州中央銀行)は引き続き緩和姿勢を継続するとみられることから、**投資家がリスクを取りやすい環境が続くと考えています。**足元の株式相場は景気が好調なドイツでは史上最高値を更新し、引き続き堅調な推移が見込まれます。ユーロ/ドルは、米国のQE3縮小開始の決定を受けて小幅に下落したものの米国金利の先高観があまり強まっていないことやLTRO(ECBの長期資金供給オペ)の返済によりユーロ圏の過剰流動性も縮小していることなどから、大きな調整はないとみています。

③日本 一段の円安進行

米国のQE3縮小開始決定を受けて日米の金融政策の方向性の違いが鮮明になり、外国為替市場ではドル/円が一時105円台をつける展開となりました。また、**円は他の主要通貨に対しても安くなり、世界的に先行き不透明要因が後退したことからリスク回避通貨である円が売られる展開**になったとも言えます。株式相場も円安や海外株高を材料に上昇し、日経平均株価は16,000円台に乗せました。10年国債利回りは円安・株高の動きを受けて月末にかけては0.7%台に上昇しました。**円安の進行により企業業績の上振れが期待できることもあり、株式相場は堅調を維持するとみられます。**また、債券市場では日銀の大量買入により需給が引き締まった状態が続くことや、追加金融緩和への期待も続くことから、**金利上昇余地は小さい**と考えます。

④中国 短期金利は一時急騰

鉱工業生産の伸び率が鈍化するなど、**景気回復ペースに若干の減速がみられました。**政府は中央経済工作会議を開催しましたが大きな政策変更はみられず、2014年の経済成長率目標も発表されませんでした(3月の全国人民代表大会で発表される見込み)。世界的な株高の中、**資金需要が高まる年末近くに銀行間金利の急上昇による流動性懸念が生じたこと**などから株式相場は軟調な動きとなっていました。中央銀行の資金供給を受けて既に金利は低下していることから、**落ち着きを取り戻すとみています。**

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

7～9月期の実質GDP成長率は、前期比+0.3%（年率+1.1%）と、同+0.9%だった前期から減速したものの、4期連続のプラス成長となりました。

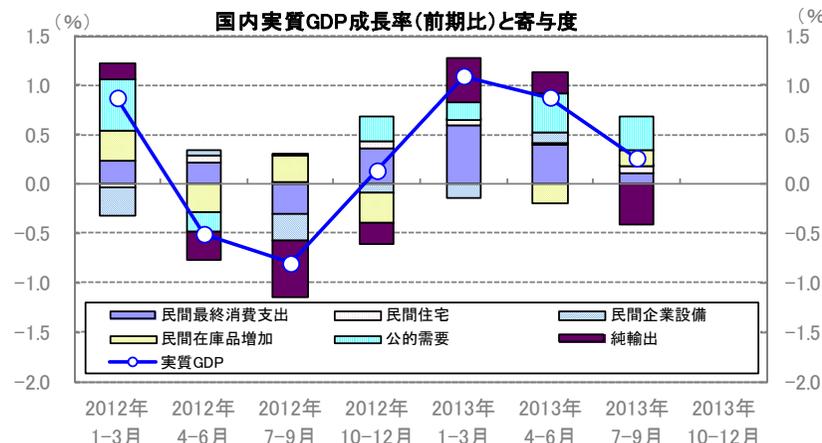
日銀短観12月調査は、これまで改善が鈍かった中小企業の景況感が大きく改善し、景気回復のすそ野が広がっていることを示しています。特に中小企業・非製造業の業況判断指数は1992年2月調査以来のプラス転換となりました。足踏み気味だった個人消費についても、消費税引き上げ前の駆け込みとみられる動きが活発化しています。全体としては緩やかな回復トレンドの中、駆け込み需要により、年度末にかけて成長率は押し上げられると予測します。

米国経済

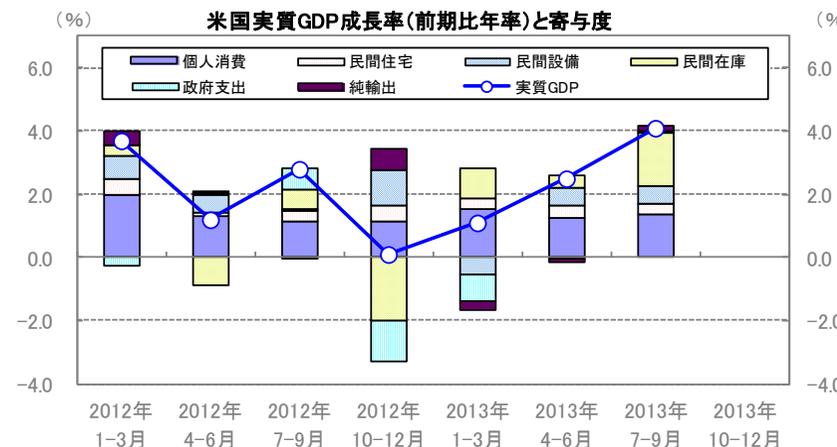
安定的な景気拡大

7～9月期の実質GDP成長率は、前期比年率+4.1%と同+2.5%だった前期から伸びが加速しました。

11月の雇用統計、小売売上は引き続き市場予想を上回る内容となり、家計部門の好調が示されました。懸念されていた財政協議が早期合意に至り、強制歳出削減の景気に対する悪影響が緩和されました。また、この合意により政府閉鎖といった事態が回避されることとなったため、企業景況感にも改善がみられ、設備投資の先行指標も上向いてきました。全般に景気は先行き不透明感が薄らぎ、安定的な拡大に向かうと予測します。



*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

極めて緩慢な景気回復

7～9月期の実質GDP成長率は、前期比+0.1%と同+0.3%だった前期に続きプラス成長となりました。ドイツでは企業景況感の改善が加速しており、引き続き同国がユーロ圏の景気をけん引すると見込まれます。一方、フランスでは1月に付加価値税の引き上げが行われ、停滞している景気に悪影響を及ぼす可能性があります。アイルランドやスペインの金融支援プログラムからの脱却等により、債務危機が再び深刻化する懸念は薄らぎ、景気が失速する可能性は後退しました。しかし、国ごとの成長率格差は拡大し、回復ペースは極めて緩慢になると予測します。

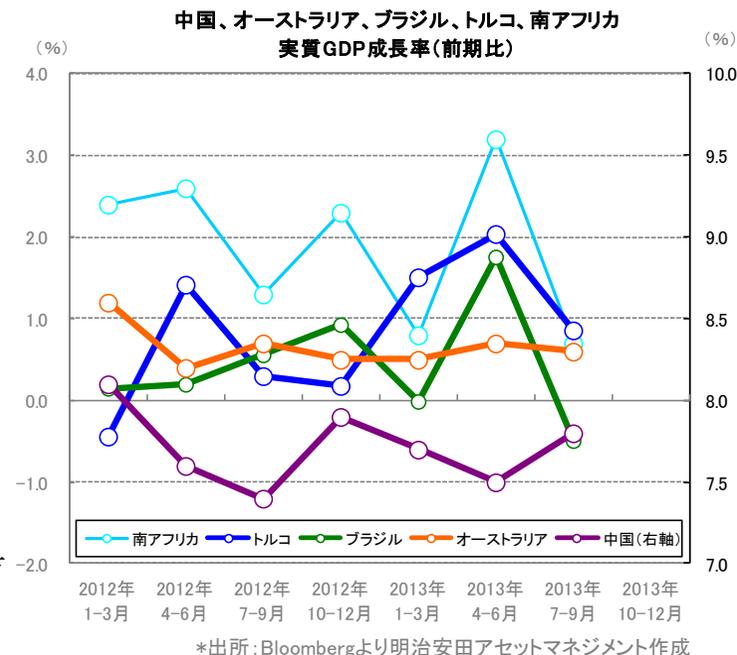
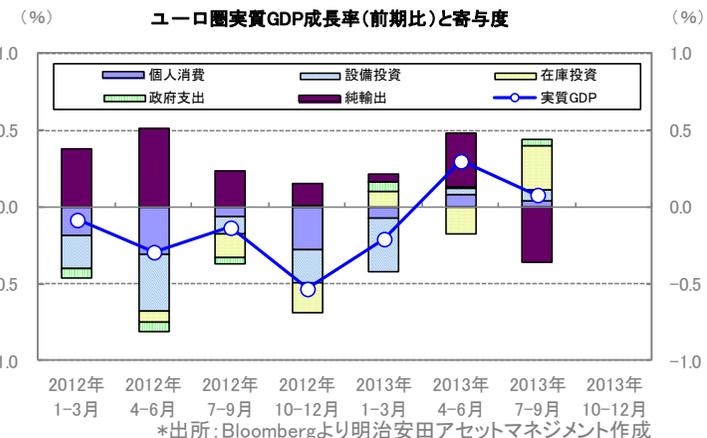
新興国・資源国経済

景気回復は緩やかなペース

【中国】景気については持ち直し局面にあるとみられます。2013年の経済成長率は目標値だった+7.5%が確実視されていますが、天候不順の影響による食料価格の上昇に加えて、住宅・不動産価格の上昇などの懸念材料もみられます。12月に開催された中央経済工作会議では、マクロ経済政策の安定と継続性の維持が表明されています。現政権は2014年も安定成長と構造改革を並立させ、成長の質と効率性を高める経済運営方針を継続するとみられます。

【ブラジル】景気については、7～9月期の実質GDP成長率は前期比▲0.5%となりました。家計支出、政府支出がプラスに寄与した一方、固定資本や純輸出(輸出-輸入)がマイナスでした。足元では生産関連に加えて個人消費関連の経済指標も不振ですが、中国景気の底入れや好調な米国経済から今後は外需が下支えになるとみられます。

【南アフリカ】市場予想に対して、製造業生産が上回った一方で小売売上高は下回りました。インフレは前月から小幅に減速しました。



各資産の投資環境見直し

前月の投資環境(12月)

10年国債利回りは米国でQE3の縮小開始決定後、円安・株高から上昇

国内株式相場は米国でQE3の縮小開始決定後、大幅に上昇

長期金利は米独とも経済指標の改善や金融政策への思惑などから上昇

外国株式相場はQE3縮小の内容を受けて上昇へ

月前半の10年国債利回りは、投資家の円安・株高への期待感が強まる中、米国雇用統計の内容を受けて量的緩和政策の縮小に対する懸念が広がり、米国金利とともに上昇基調となりました。米国で同政策の縮小開始が決定した後は、円安・株高が進んだことから、日本国債利回りは年限の長い銘柄を中心に月末にかけて上昇しました。

国内株式相場は、米国では月前半には良好な経済指標が相次ぐ中、円安ドル高が好感され上昇する場面があったものの、月半ばに開催されるFOMCを前に量的緩和政策の縮小開始に対する警戒感が広がり、小幅の下落となりました。その後は、FOMCで資産購入規模に関して1月からの減額が決定され、米国の金融政策に対する不透明感が後退したことや、主要通貨に対してさらに円安が進んだことから反発し、月末にかけては一段高となりました。

外国債券相場は、米国では景気回復を示す経済指標や財政協議の不透明感の後退などから長期金利は上昇しました。FOMCでは、1月からのQE3縮小開始が決定されましたが、小幅の縮小にとどまったことから相場への影響は限定的でした。欧州(ドイツ)でも、長期金利は上昇しました。この背景にはドイツを中心に景気回復を示した経済指標、米国のQE3縮小開始の決定、ドイツ連銀総裁の追加的な金融緩和への否定的な見解が報道されたことなどがありました。

外国株式相場はFOMCを前に、米国ではQE3の縮小開始に対する警戒感と経済指標改善に対する安心感から高値圏でもみあい、欧州では全体として緩やかな景気改善傾向が確認されたものの、利益確定売りが優勢となりました。FOMCではQE3の縮小開始が決定され、同内容が市場予想の範囲内であったことなどから、その後の外国株式相場は総じて上昇に転じました。

《12月の市場動向》

	2013/12/30	2013/11/29	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	0.74%	0.61%	+0.14%
米国10年国債	3.03%	2.74%	+0.28%
ドイツ10年国債	1.93%	1.69%	+0.24%
英国10年国債	3.02%	2.77%	+0.25%
豪10年国債	4.24%	4.22%	+0.01%
ブラジル10年国債	13.17%	12.89%	+0.28%
南アフリカ10年国債	7.91%	8.01%	▲0.10%
株価指数	前月末	前々月末	前々月末比
日経平均株価	16,291.31	15,661.87	+4.02%
TOPIX	1,302.29	1,258.66	+3.47%
ダウ工業株30種平均	16,576.66	16,086.41	+3.05%
S&P500	1,848.36	1,805.81	+2.36%
ナスダック指数	4,176.59	4,059.89	+2.87%
FTSE100	6,749.09	6,650.57	+1.48%
DAX	9,552.16	9,405.30	+1.56%
ハンセン指数	23,306.39	23,881.29	▲2.41%
為替相場	前月末	前々月末	前々月末比
米国ドル/円	105.31	102.44	+2.80%
ユーロ/円	144.73	139.22	+3.96%
英国ポンド/円	174.36	167.67	+3.99%
豪ドル/円	93.87	93.30	+0.61%
ブラジルリアル/円	44.58	43.85	+1.67%
トルコリラ/円	48.98	50.72	▲3.42%
南アフリカランド/円	10.03	10.07	▲0.43%

※出所: Bloomberg

各資産の投資環境見通し

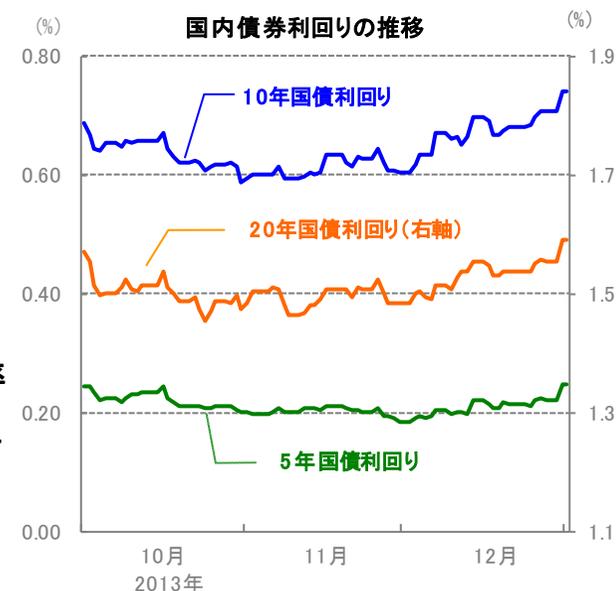
国内債券

長期金利はレンジ内での推移が続く

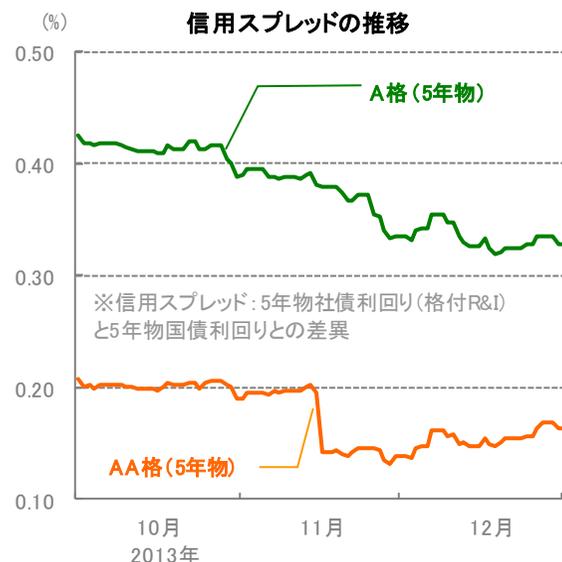
海外投資家をはじめアベノミクスに対する期待が膨らむ中、今後も想定される株高、円安の持続性は成長戦略の成否次第という状況に入りつつあるとみられます。しかし、規制改革・撤廃に対して、足元では停滞感が漂い始めており、法人税減税、混合診療、解雇規制の緩和、企業による農地保有拡大等、どれも十分に踏み込まれていないようにみえます。政府は公共事業主導で成長率を引き上げ、期待を持続させる戦略をとっているようにみえますが、この手法は効果が持続しにくく財政赤字の拡大につながる可能性もあります。

今後は、家計部門への税負担の増加(消費増税と給与所得控除減額)を緩和させるほどの賃上げが行われるかが重要となってきています。

こうした状況を踏まえると、市場金利が本格的に上昇するには材料不足で時期尚早と言えそうです。市場参加者の中でも国内金融機関などは金利の水準感などから買い控えています。日銀の買い入れオペを背景に市場金利は引き続きレンジ内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



*出所: Bloombergより明治安田アセットマネジメント作成

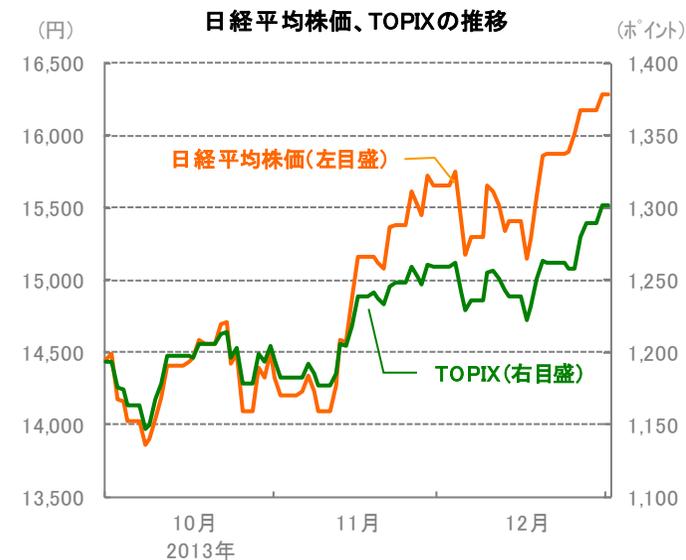
各資産の投資環境見通し

国内株式

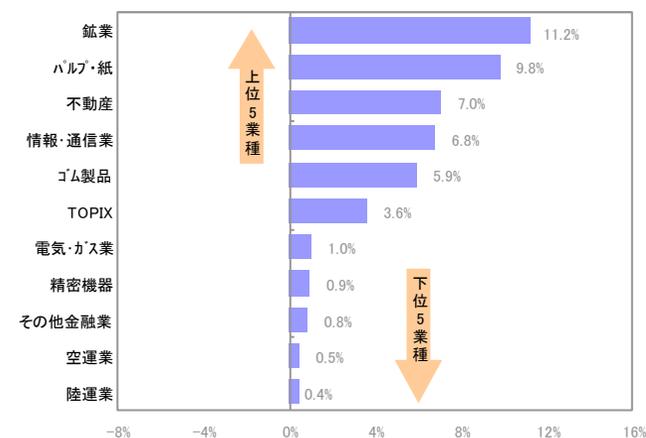
国内株式相場は投資環境の改善から更に上昇へ

国内株式相場は、投資環境の一層の改善を受けて上値を試し展開を予想します。
 堅調な米国経済を受けて円高ドル安が今後進展する可能性は後退しています。日本企業の業績は好調で、年度末に向けてさらに上振れする可能性があることに加えて来年度の増益も期待できるとみています。

TOPIXのレンジは1,100から1,400ポイントと予想しています。



業種別騰落率
2013年11月末～2013年12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

米国金利の上昇圧力は鈍化、
欧州(ドイツ)金利は引き続き
低水準で推移

米国:景気は雇用、消費、企業部門とも良好で、財政協議も超党派委員会において政府機関の閉鎖回避と強制削減措置の軽減が合意されたことから、今年の見通しも明るさを増すとみられます。長期金利は既にQE縮小を織り込んで上昇していますが、**インフレ指標や期待インフレ率が低位**で推移し、短期金利が安定していることから、**同上昇圧力は鈍化**するとみています。

欧州:ドイツを中心に経済指標は良好で、大陸全体でも**景気回復基調が継続**しています。ただECB検査を控えた金融機関のバランスシート調整圧力の高まり、信用・貸出の低迷、厳しい雇用環境に加え、**低迷する内需など景気回復の脆弱性**が指摘されます。低インフレ環境もあってECBの追加緩和策への期待は根強く残ります。ドイツ長期金利は**引き続き低水準での推移**を予想しています。

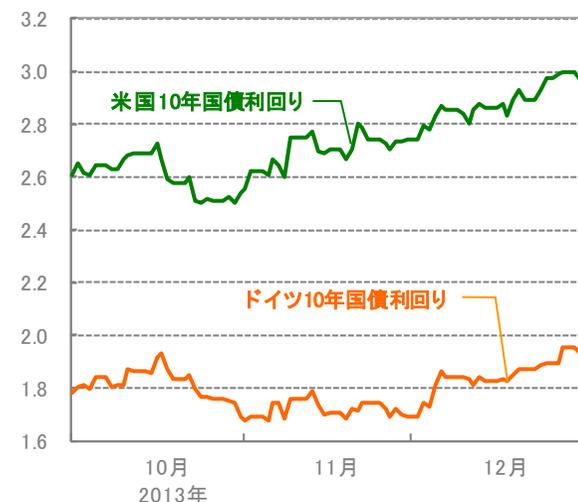
新興国・資源国金利

【ブラジル金利】輸入物価高や財政支出の拡張によりインフレ率は高水準にとどまっています。金融引き締め効果もみられることから利上げも最終局面を迎えていると思われます。しかし、中央銀行が四半期インフレ報告において低下ペースが緩やかと指摘したことで**追加利上げ観測が再び強まっており、長期金利は高止まりを続ける**とみられます。

【インドネシア金利】中央銀行は、2014年のインフレが目標レンジ(3.5%~5.5%)に収まるとの見通しや、経常赤字の拡大に歯止めがかかったこと等から**政策金利を据え置き**ました。長期金利は金融政策決定会合を前に上昇する場面がありましたが、その後は低下し、**落ち着いた動き**となっています。

【南アフリカ金利】景気減速に加えて、インフレ率が目標レンジ内で高めに推移していることから、**政策金利は現在の水準が当面維持され、長期金利についてはレンジ内で推移**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

米国では量的緩和政策の縮小を巡る観測、欧州ではユーロ相場の動向に注目

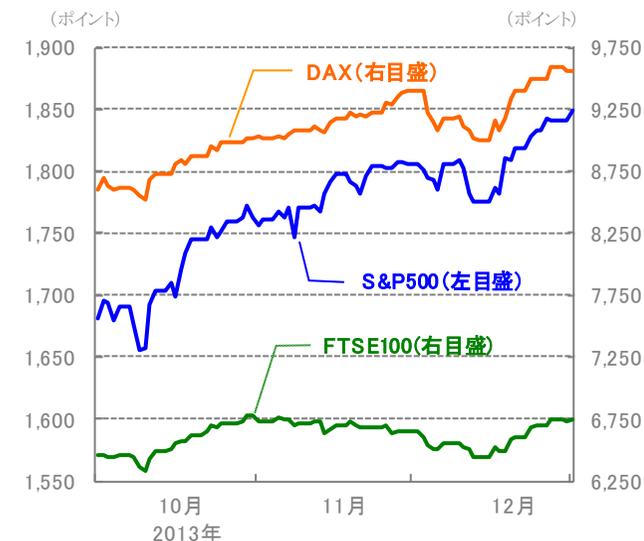
米国では、主要な経済指標とともに今後の**金融政策が注視され、神経質な展開**が続くとみえています。

欧州では、景気回復ペースは依然として弱く、金融緩和策の継続が相場の下支えになるとみられますが、一方で**ユーロ高が企業業績改善の重し**となる可能性もあります。

中国では、今後の政策運営次第では不良債権問題や社会問題が深刻化する可能性もあり、2014年の成長目標が示されるまでは先行き不透明感が残るとみられます。

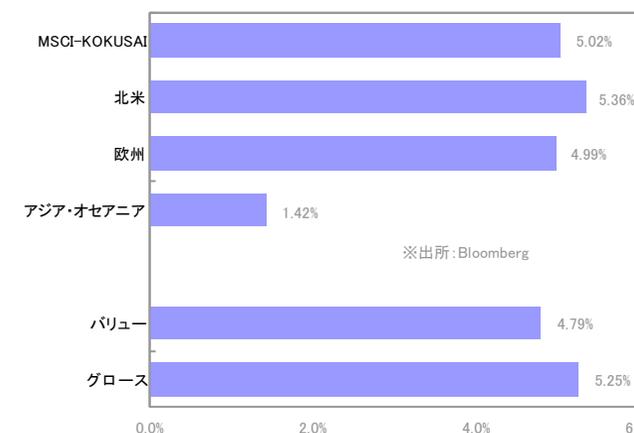
1月後半以降に本格化する発表を控えた**2013年10～12月期の企業業績に対する投資家の期待は低下**しており、結果的に事前予想を上回る決算を発表する企業が増える可能性もあります。しかし、この時期には2014年通期の業績について明確な見通しが示されることはまだ考えにくいことから、**業績を材料にした株価押し上げは限定的**と考えます。

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11月末～2013年12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

米ドル、ユーロは日本円に対して強含み

米ドル: 米国景気の回復基調、テーパリング(量的緩和政策の縮小)開始による金利先高観測などから強含みの展開を予想しています。

ユーロ: LTRO返済による過剰流動性減少、高水準の経常黒字、債務リスクの低下による欧州資産選好の動きなどから強含みの展開が続くとみえています。

日本円: 根強い日銀の量的緩和政策が強化されるとの観測が通貨安要因になるとみえています。

新興国・資源国通貨

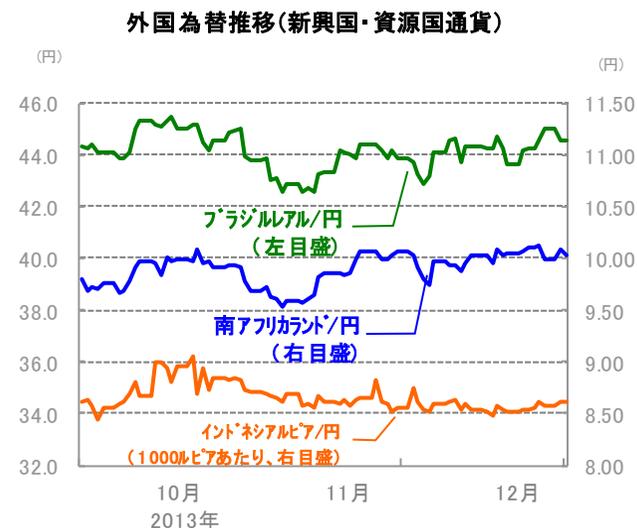
【ブラジルレアル】 景気が再び鈍化し、インフレ率が高止まる中、下落基調となっています。追加利上げ観測や経済指標の好転による足元での反発も限定的となっていますが、通貨防衛策や証券投資資金の流入などから下値の底堅さもみられ始めています。米国のテーパリング開始を控えていることから、状況によっては安全資産選好の動きが強まることも予想されます。

【インドネシアルピア】 大幅な経常赤字に代表されるファンダメンタルズの脆弱性と全面的なドル高の中、通貨安傾向が続いており、当面は不安定な状況が続くとみられます。

【南アフリカランド】 景気減速に加えて、構造的に**対外収支が赤字傾向にあることが通貨安要因**と考えられますが、**相対的に高い金利水準が下支え**になるとみられることから、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



*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.