

# 投資環境見通し（2014年2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 淡々と進められる 量的緩和縮小

1月のFOMC(連邦公開市場委員会)では、前回と同様に量的緩和政策の100億ドル縮小が決定され、**淡々と緩和縮小を進めるFRBの姿勢が示された**と言えます。声明文では景気認識を上方修正しており、**景気の先行きに対する自信**を深めているようにみえます。2月には連邦政府の債務上限引き上げが注目されると思われませんが、デフォルトに至る可能性は極めて低く、足元の寒波が和らげば、景気の先行きの明るさが再認識されるとみえています。足元では一部新興国に対する懸念によりリスク回避の動きが目立ちますが、世界的な金融不安につながる可能性は低いとみられ、株式相場の調整は限定的と考えられます。投資家のリスク回避姿勢が後退する局面においても、政策金利の引き上げは相当先と見込まれること、既に長短金利差が大きく拡大していることなどから、長期金利の上昇幅は限定的と考えます。

## ②欧州 ECBは金融緩和 姿勢を維持

ユーロ圏では、ドイツを中心に景気回復が続き、アイルランドやスペインでも経済指標の改善がみられますが、フランスやイタリアでは競争力向上に向けた構造改革の必要性があること、ECB(欧州中央銀行)による金融機関の包括的資産査定により資本不足が表面化する可能性などもあり、**景気の回復ペースは引き続き緩やかなものにとどまるとみえています**。ユーロ高やマイナスの需給ギャップを受けて消費者物価指数はECBの目標である+2%を大きく下回って推移しており、**金融緩和政策が続く**とみえています。緩やかな景気回復が続く中で、金融緩和政策の維持あるいは追加が期待されることから、株式相場についてはドイツを中心に堅調に推移するとみており、ユーロ/ドルについては景気動向や金融政策がドル高要因とみられるものの、欧州の経常黒字拡大や債務問題の後退などがユーロ高要因となり、概ね足元の水準で推移するとみえています。

## ③日本 株式相場の調整は 一時的か

一部の新興国に対する警戒感から投資家のリスク回避の動きが強まり、円高・株安に大きく振れました。新興国の問題が世界的な金融不安につながる可能性は低く、昨年末にかけて円安・株高が進んだ反動によって、為替、株式の各市場とも調整したと思われます。金融政策の方向性や対外収支の動向からさらに大きく円高が進むとは考えにくいことから、国内企業の業績に対する影響は限定的で、**足元の株式相場下落は一時的な調整局面**と考えられます。消費増税が実施される4月以降の景気動向に対しては注意を要しますが、**堅調な米国景気を背景に外需が期待されることや政府の経済対策もあり景気が腰折れする懸念はあまりない**と考えられます。10年国債利回りは0.6%近くまで低下しましたが、一段の低下余地は乏しく、投資家のリスク回避の動きが一巡すれば、小幅の金利上昇が見込まれます。

## ④中国 不良債権処理は 時間をかけて進む

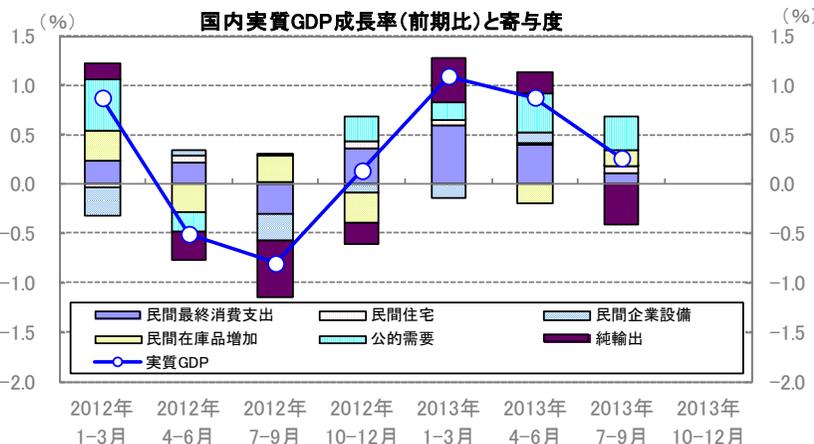
中国では理財商品のデフォルト懸念から、短期金融市場では混乱がみられましたが、人民銀行による流動性供給などもあり、落ち着きを取り戻すと思われれます。今後も、**シャドーバンキングや地方債務問題が懸念される状況は続くものの、景気への影響を抑制しつつ政府は時間をかけて徐々に処理を進める方針**とみられ、処理が長期化する可能性もあります。世界的なリスク回避の動きが一巡すれば株式相場は反発するとみられますが、景気減速懸念などから上値の重い展開が続くとみえています。

# 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  
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。  
有効求人倍率が約6年ぶりに1倍を回復するなど雇用情勢が改善しており、大企業には賃上げ検討の動きもみられます。7～9月期に伸びが鈍化していた設備投資も、先行指標の機械受注が予想を上回る伸びを示し、持ち直しが見込まれます。全体としては緩やかな回復トレンドの中、消費税増税前の駆け込み需要により、年度末にかけ成長率は押し上げられると予測します。

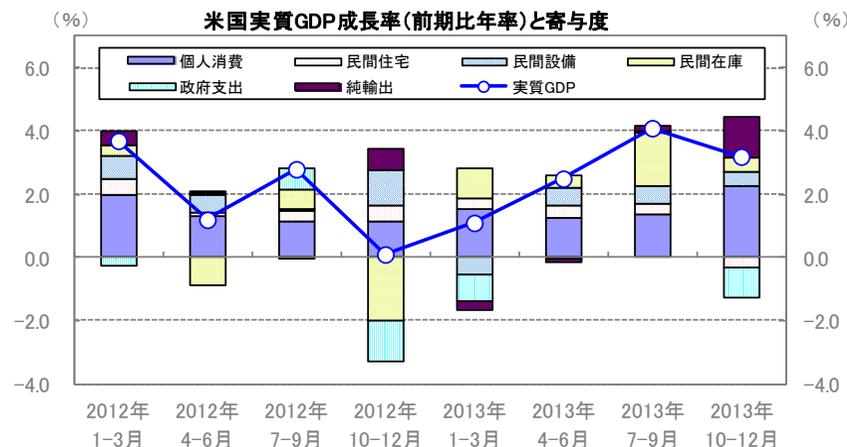


\*出所: Bloombergより明治安田アセットマネジメント作成

## 米国経済

安定的な景気拡大

10～12月期の実質GDP成長率は、前期比年率+3.2%と同+4.1%だった前期からは減速したものの11期連続のプラス成長となりました。  
12月の雇用統計は非農業部門雇用者数の増加幅が市場予想を大きく下回りましたが、記録的な寒波の影響によるものであり、雇用環境の改善は持続しているとみられます。企業活動についても設備稼働率の上昇など活発になっており、今後の設備投資の拡大が期待されます。財政をめぐる不透明感が薄らぎ、政府支出削減の影響縮小が見込まれることもあって、米国景気は、安定的な景気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

# 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。ドイツの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。重債務国のスペインやアイルランドについても景気指標の改善がみられます。一方、フランスでは、1月の付加価値税増税や、構造改革に向けた政策が景気を冷やす可能性があり、楽観できない状況です。景気回復傾向には変化ないと見込まれるものの、回復ペースでは国ごとで格差が広がり、域内全体では非常に緩慢なものになると予測します。

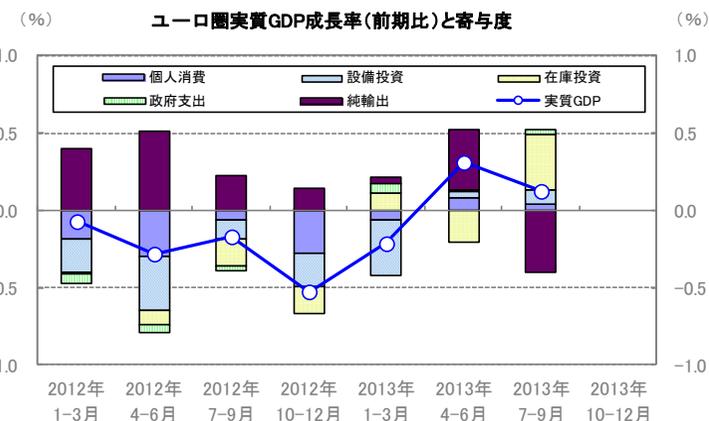
## 新興国・資源国経済

景気回復は緩やかなペース

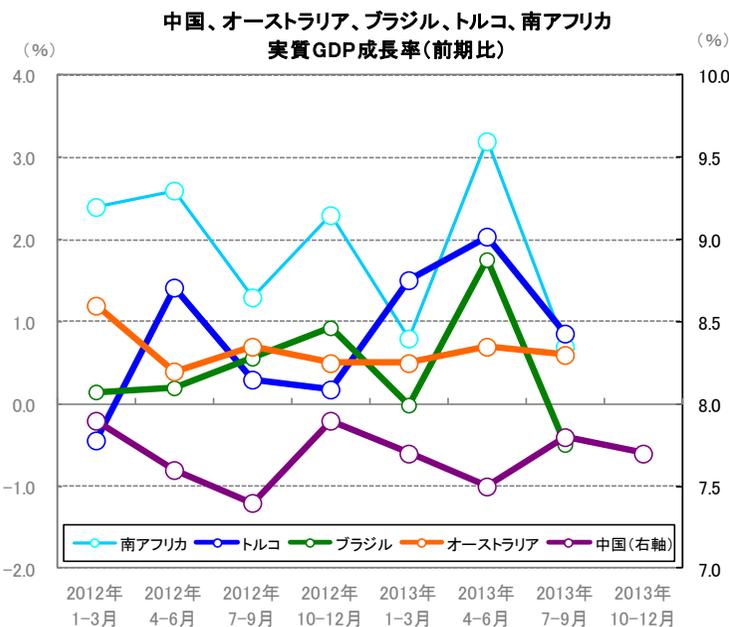
【中国】景気については緩やかな回復過程にあるとみられます。10～12月期の実質GDP成長率は前期から幾分減速し、足元でも小売売上高や鉱工業生産、固定資本投資に鈍化がみられるほか、製造業PMI(民間調査)では同活動の拡大・縮小の節目となる50を下回り、中小企業の景況感が悪化しています。輸出については米国景気の拡大、欧州景気の底入れなどから徐々に持ち直す傾向がみられます。

【ブラジル】景気については、内需が低調な一方で、中国景気の底入れや米国景気の拡大を背景とした外需が下支えとして期待されます。経常収支の改善が遅れていますが、基礎的財政収支が2013年の目標黒字額を達成しました。インフレについては同国および中央銀行の目標(4.5%±2%)まで低下しており、今後は利上げの効果もみられるようになるかと考えています。

【南アフリカ】鉱山ストライキによる経済への影響が懸念されています。インフレは前月から小幅に加速しています。



\*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(1月)

**10年国債利回りは根強い需要などから概ね低下基調**

10年国債利回りは、雇用統計をはじめとした米国の弱い経済指標などを受け一時0.6%台半ばと年末の水準から低下しました。中旬以降は株式相場の動向や米国の経済指標が材料視される中、月末にかけては**入札結果等で投資家の根強い買い意欲が確認されたことから**、10年国債利回りは0.6%近くまで低下しました。

**国内株式相場は新興国通貨の急落、円高の進行を受けて下落**

国内株式相場は、米国非農業部門雇用者増が市場予想を下回り、量的緩和政策の縮小ペースに対する不透明感から円安一服となる中、中旬にかけてはレンジ内での動きとなりました。その後の国内株式相場は、中国の製造業PMI(民間調査)が同活動の拡大・縮小の節目となる50を下回り、新興国経済の先行きが警戒される中、**インフレや経常赤字が懸念される通貨が下落し、投資家のリスク回避の動きが広がったことに加えて、円高が進んだこともあり急落しました。**

**長期金利は米独とも投資家のリスク回避の動きなどから低下**

外国債券相場は、米国では長期金利は低下しました。一時3%を超える水準まで上昇していた10年国債利回りは、**雇用統計への失望や一部の新興国通貨の急落などを受けた投資家のリスク回避の動き**から急速に低下し、月末時点では2.6%台となりました。欧州(ドイツ)でも**米国金利の低下**、新興国通貨の急落を受けた世界的なリスク回避の動きなどから長期金利は低下しました。

**外国株式相場は新興国経済に対する警戒感から下落**

外国株式相場は、米国では企業決算が注目される中、高値圏でのみ合いが続きましたが、下旬以降は**中国の製造業PMI(民間調査)の悪化やアルゼンチン・ペソの急落**などをきっかけに売り圧力が急速に強まりました。欧州でも全体として緩やかな景気回復が続く中、月初から堅調に推移していましたが、後半には米国と同様に売られる展開となりました。

### 《1月の市場動向》

	2014/1/31	2013/12/30	騰落率(幅)
	前月末	前々月末	前々月末差
<b>債券利回り</b>			
日本10年国債	0.62%	0.74%	▲0.12%
米国10年国債	2.64%	3.03%	▲0.38%
ドイツ10年国債	1.66%	1.93%	▲0.27%
英国10年国債	2.71%	3.02%	▲0.32%
豪10年国債	4.00%	4.24%	▲0.24%
ブラジル10年国債	13.35%	13.17%	+0.18%
南アフリカ10年国債	8.92%	7.91%	+1.01%
<b>株価指数</b>			
日経平均株価	14,914.53	16,291.31	▲8.45%
TOPIX	1,220.64	1,302.29	▲6.27%
ダウ工業株30種平均	15,698.85	16,576.66	▲5.30%
S&P500	1,782.59	1,848.36	▲3.56%
ナスダック指数	4,103.88	4,176.59	▲1.74%
FTSE100	6,510.44	6,749.09	▲3.54%
DAX	9,306.48	9,552.16	▲2.57%
ハンセン指数	22,035.42	23,306.39	▲5.45%
<b>為替相場</b>			
前月末			前々月末比
米国ドル/円	102.04	105.31	▲3.11%
ユーロ/円	137.63	144.73	▲4.91%
英国ポンド/円	167.73	174.36	▲3.80%
豪ドル/円	89.33	93.87	▲4.84%
ブラジルレアル/円	42.27	44.58	▲5.18%
トルコリラ/円	45.11	48.98	▲7.90%
南アフリカランド/円	9.17	10.03	▲8.50%

※出所: Bloomberg

# 各資産の投資環境見通し

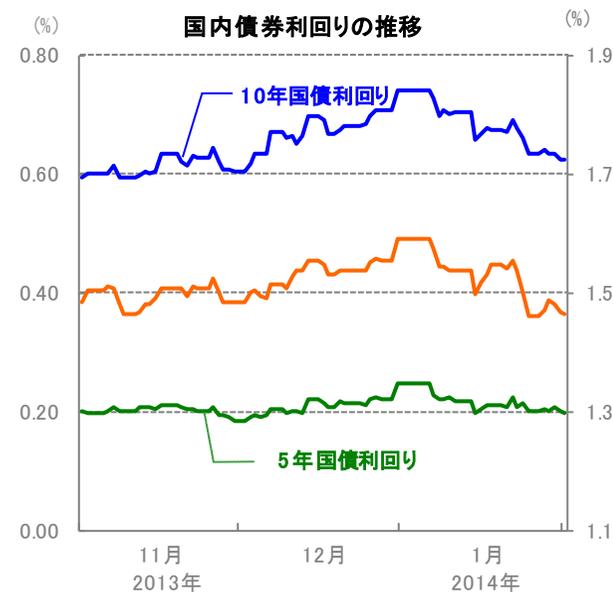
## ✓ 国内債券

### 長期金利はレンジ内での推移が続く

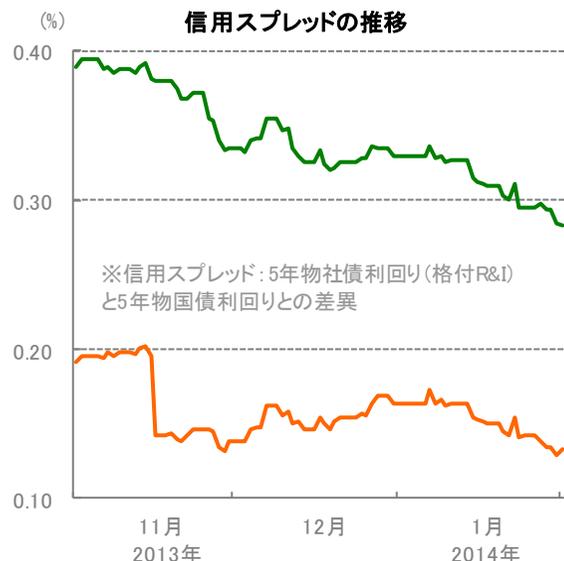
長期金利はレンジ内での動きが続くとみています。

国内長期金利は、米国金利との相関が低下していましたが、足元では米国雇用統計など金融政策にとって重要な経済指標にある程度の影響を受ける状況になっています。過去においても米国において金融政策の転換点で長期金利が上昇を始めると、若干の時間差を置いて日本でも長期金利が上昇したことがあることから（直近では昨年5月など）、投資家は現在も一定の警戒感を持っていると思われます。

ただし、現在の長期金利が低位で推移している背景としては、①日銀による大規模な長期国債買入れオペの実施、②米国のフォワードガイダンス（FRBによる金融政策の先行きに関する情報提供）、③世界的な物価上昇率の低下、などが挙げられ、これまでとは少し異なる市場環境となっています。これらによって金利の上昇が抑制されている一方で、主要な国内投資家は年度末を控えて足元の金利水準での債券積み増しに慎重姿勢とみられ、金利低下が大きく進行する地合いではないとみています。基本的に株式、為替相場の動向次第ではあるものの、債券相場が主体的に動く環境ではないため、レンジ相場が継続すると予想します。



\*出所: Bloombergより明治安田アセットマネジメント作成



\*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

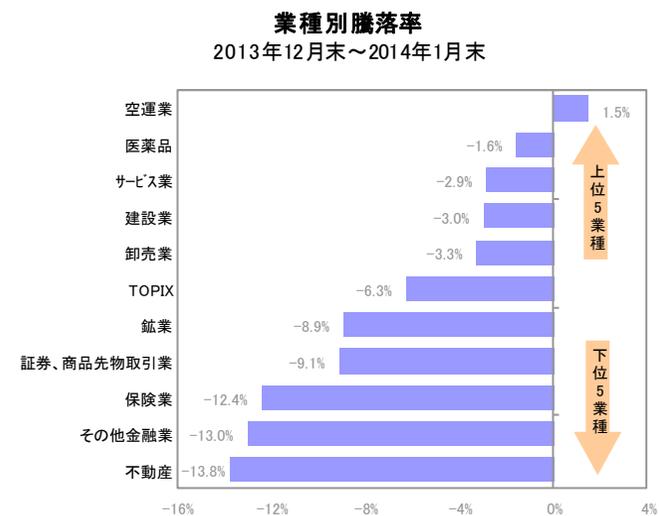
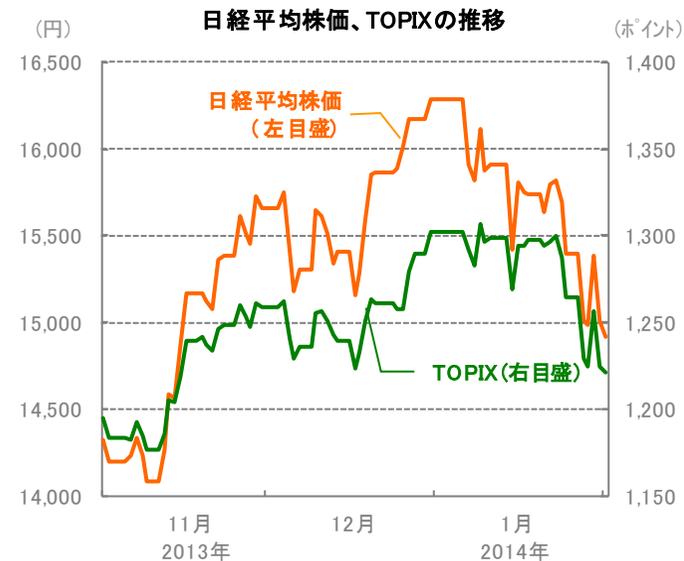
## 国内株式

国内株式相場は業績に対する期待から、調整一巡後は上値を追う展開に

国内株式市場は、投資環境の一層の改善が期待される中、調整一巡後は上値を追う展開を予想します。

堅調な米国経済を踏まえると、円高・ドル安が進展する可能性は低下しているとみられます。好調な国内企業の業績については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、来年度についても増益が期待されます。

TOPIXのレンジは1,100から1,400ポイントと予想します。



# 各資産の投資環境見通し

## ✓ 外国債券

米国金利は落ち着いた動き、  
欧州(ドイツ)金利は引き続き  
低水準で推移

**米国:**長期金利は落ち着いた動きになるとみています。景気は、住宅、個人部門とも好調を維持しており、財政による下押し圧力の緩和、エネルギー価格の安定などもあり、今年の見通しは明るくなっています。量的緩和政策の縮小が始まり、今後は雇用の改善状況とインフレ指標に注目が集まると思われますが、当面、利上げ観測が高まる可能性は低いとみています。

**欧州:**ドイツ長期金利は低水準で推移するとみています。引き続き良好なドイツの景気に加えて、重債務国の景気回復と信用力改善が域内全体の景気見通しを明るくしています。フランスやイタリアのドイツとの景況感格差、ECBによる金融機関への資産査定の見直し、信用・貸出の低迷といった問題は残っており、ECBの追加金融緩和策への期待も根強くあります。

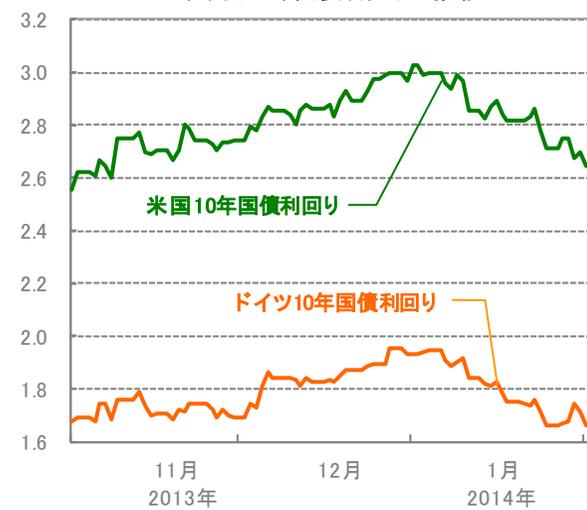
### 新興国・資源国金利

**【ブラジル金利】**自国通貨安による輸入物価高や財政支出の拡張によりインフレ率が高い水準にとどまっています。政策金利については、通貨安対策やインフレ抑制のため追加利上げの実施が予想されますが、景気回復が遅れていることから引き上げ幅は0.25%に縮小するとみています。長期金利は次回の利上げを織り込んでいるとみられますが、上昇余地は残るとみています。

**【インドネシア金利】**中央銀行は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の後に低下しましたが、その後に発生した洪水の物価に対する影響が懸念され上昇に転じています。

**【南アフリカ金利】**準備銀行は、このところの通貨安やインフレ圧力の高まりに対応し、政策金利を0.5%引き上げました。追加利上げの可能性も残りますが、景気動向を勘案した対応になるとみています。市場金利については通貨動向に神経質な展開になるとみています。

(%) 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

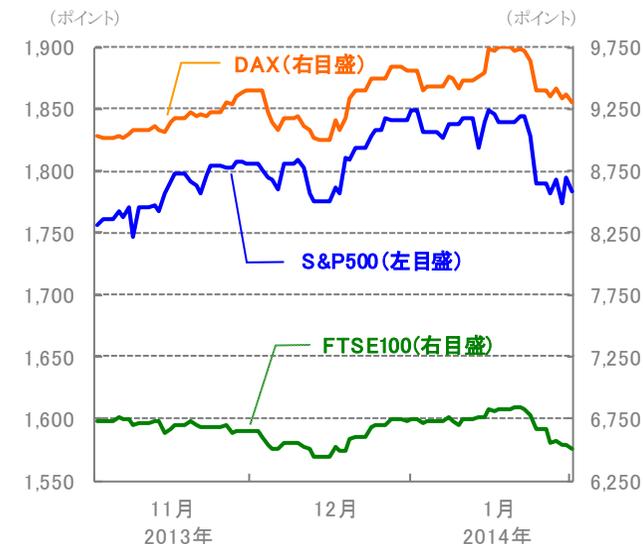
# 各資産の投資環境見通し

## ✓ 外国株式

米国では企業業績や景気指標、  
欧州ではユーロ相場に注目

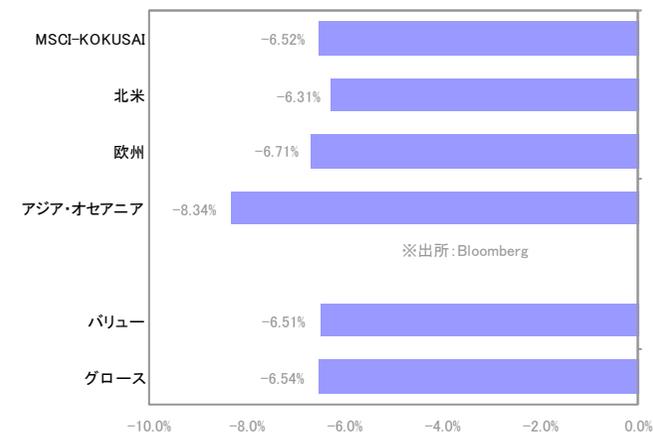
米国では、量的金融緩和の縮小が開始されたものの、景況感の好転に支えられ株式相場は堅調に推移してきました。しかし、これまでに発表された消費、金融関連銘柄の四半期業績は今後の企業業績見通しに対する楽観論を高めるには到っておらず、**今後発表される企業業績や経済指標次第では市場心理が不安定になる可能性**もあるとみています。欧州では**緩やかな景気回復と金融緩和政策の長期化に対する期待**が相場を支えると見込まれますが、追加緩和期待が後退し、ユーロ高が進行した場合には失望売りが広がる可能性があると考えます。また、中国の経済成長の減速や新興国通貨の変動性に対する懸念がグローバル企業の業績見通しを悪化させるリスクには注意が必要と思われま

### 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12月末～2014年1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

米ドルは引き続き強含み、日本円はレンジ内での動きに

**米ドル:** 量的緩和政策の縮小開始や良好な経済指標を背景に強含みの展開になるとみています。新興国通貨の混乱もドル買いにつながる可能性が高いと考えられます。  
**ユーロ:** 過去最高水準を更新するユーロ圏経常黒字、重債務国の実体経済や信用力の改善による欧州資産を愛好する動きなどが買い材料とみられる一方、デスインフレへの警戒、根強いECBの追加緩和観測などもあり上昇余地は限定的とみています。米欧の短期金利差については拡大の可能性が低いとみられることから、ユーロ売りの材料にはなりにくいと考えます。

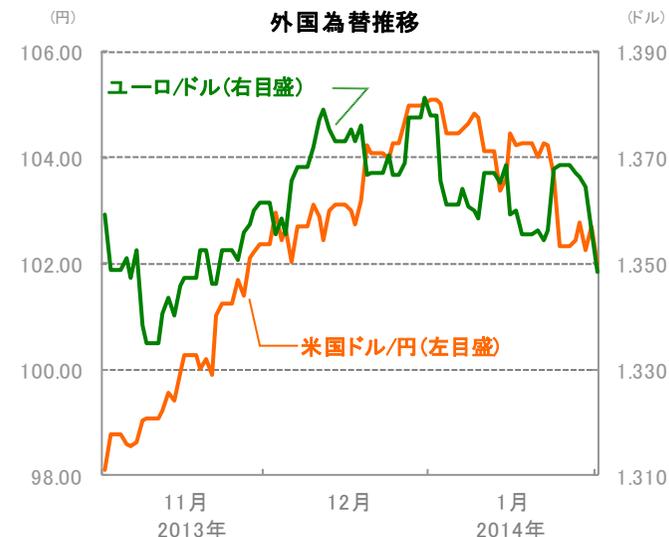
**日本円:** 日銀の追加緩和観測が高まりつつある一方で、新興国通貨に対する警戒感も残ることから、**堅調ながらもレンジ内での動きにとどまると**みています。

### 新興国・資源国通貨:

**【ブラジルレアル】** 米国の量的緩和政策は縮小ペースが堅持されるとみられること、新興国通貨への売り圧力が残ることから、**上値の重い展開**が予想されます。ただ、これまでの下落によって既に水準調整が進んでいること、通貨安に対しては為替介入や利上げが予想されることなどから、急落は回避されるとみています。

**【インドネシアルピア】** 経常赤字、高インフレの大幅な改善はみられていません。このところは対ドル、対円で小幅な動きとなっていますが、**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】** 新興国通貨に対する警戒感が高まる中、市場の予想外となる利上げの実施にも関わらず、外国為替相場への影響は限定的で、引き続き軟調な展開となっています。追加利上げ観測が下支えになるとみられますが、景気に対する影響も懸念されることから、当面は**じり安の展開が続く**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.