

投資環境見通し（2014年3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 見極めにくい寒波の 影響

引き続き市場予想を下回る経済指標が相次ぎ、その一部については**寒波という特殊要因ではなく、実体経済の減速を示している**のではないかと見方もあります。寒波が長引いたため、天候要因の解消には時間を要し、景気の先行きに関しては疑心暗鬼の状況が続くとみられます。しかし、FRB(連邦準備制度理事会)は、景気に関して概ね楽観的な見方を示しており、3月のFOMC(連邦公開市場委員会)において12月、1月と同様に資産買入額が100億ドル縮小されるとみられます。株式相場は景気に対する懸念および新興国通貨に対する警戒感から下げる場面がありましたが、その後は**金融緩和政策の長期化観測**などから反発しています。企業業績については期待されていたほどの上振れはみられませんでした。財政協議が決着し新FRB議長に対する信頼は高いとみられることから、株式相場は高値圏でもみ合う展開を予想しています。長期金利については、景気の先行き不透明感により上昇圧力は弱まっていることから、安定した動きが続くと見込まれます。

②欧州 近づく追加金融緩和

このところの**消費者物価指数(HICP)は、ECB(欧州中央銀行)の目標とする2%を下回って推移**しています。物価上昇圧力が弱い要因は、依然として高い失業率を背景に内需が脆弱であること、ユーロ高による輸入物価の下落などがあげられます。ECB要人からはインフレが低位にとどまる可能性を懸念する発言が聞かれており、**3月のECB理事会では昨年11月以来となる追加金融緩和(政策金利を0.25%から0.10%へ引き下げ)**が行われるとみえています。仮に追加金融緩和が行われた場合、その後も金融緩和姿勢を続けるとみえますが、金融市場では追加金融緩和がすでに相当程度織り込まれており、為替相場に与える影響は限定的とみえています。株式相場については、景気回復ペースは鈍いものの回復基調に変化はなく、追加金融緩和が予想されることもあり、堅調な展開になるとみえています。

③日本 出遅れ感がみられる 株式相場

世界の株式相場は、一部の新興国に対する懸念を受けた急落の後、欧米では戻り基調となり史上最高値を目指す市場もあるのに対し、日本では**株式相場の戻りは鈍い**状況です。この要因として、一連の株安と同時に円高が進んだことや、12月上値を買い進めていた外国人を中心とした投資家によるポジション調整が考えられます。しかし、企業業績は好調で多少の円高で業績見通しが大きく悪化するとは考えにくく、また同ポジション調整もすでに進んでいることから、**下値余地は限られる**とみえています。投資家のリスク回避の動きの一環で買い戻された円についても、円売りポジションの解消が進んでいるとみられ、**さらなる円高の可能性は小さい**と思われます。長期金利については、足元では0.6%を下回る水準で推移していますが、期末にかけて銀行勢の動きがみられるかが注目されます。

④中国 根強い景気減速懸念

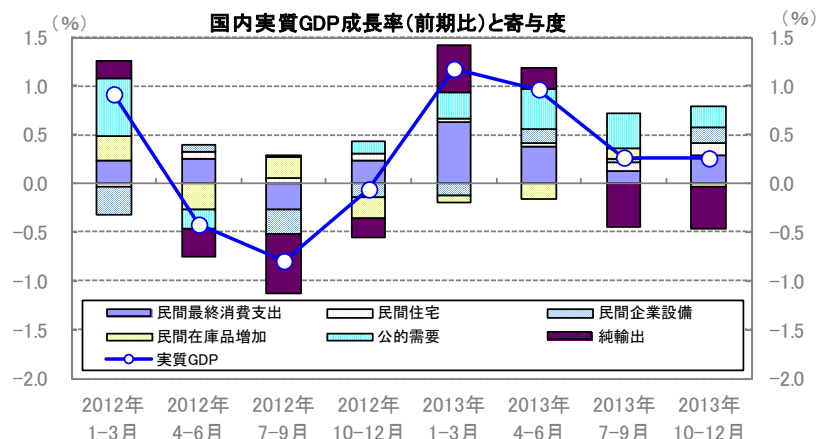
予想された通り、春節以降は短期金融市場では流動性のひっ迫が緩和され、株式相場は上昇に転じました。しかし、製造業PMI(民間調査)は企業活動の拡大・縮小の節目とされる50を下回っており、**景気減速懸念は払拭できない**状況です。また、株式相場は、一部銀行による不動産融資の抑制を受けて急落するなど、引き続き金融関連の材料に対し神経質な展開が続くとみられます。3月上旬には全国人民代表大会が開かれ、今年の成長率目標に関して昨年から据え置かれるのか、それとも引き下げられるのか、注目されます。

内外経済環境見通し

日本経済

駆け込み需要による押し上げと反動

10～12月期の実質GDP成長率は、前期比+0.3%（年率+1.0%）と、5期連続のプラス成長となりました。個人消費・住宅投資が消費税増税前の駆け込み需要によって加速したほか、設備投資も企業収益の増加などを受けて伸び率を高めました。一方、輸入の大幅な伸びにより純輸出が大きくマイナス寄与しました。4月以降は反動により成長率は一旦マイナスに落ち込むとみられますが、経済対策効果の顕在化や米国景気拡大の恩恵を受けて外需の改善が見込まれることから、大幅な景気の悪化は回避されると予測します。

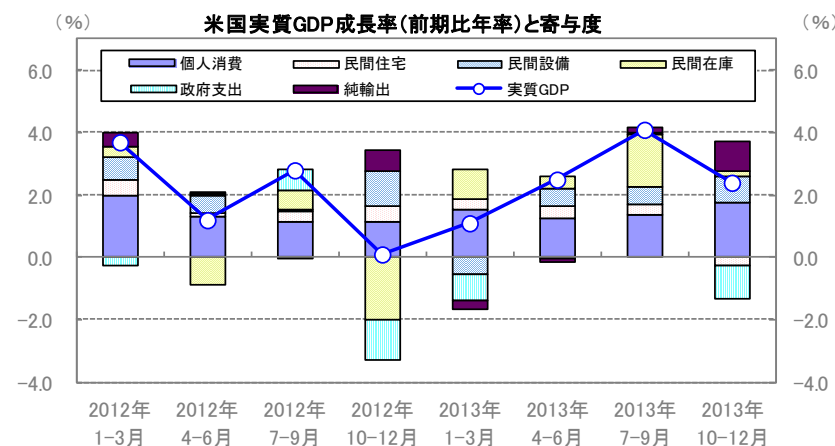


*出所: Bloombergより明治安田アセットマネジメント作成

米国経済

寒波の影響で一時的に減速

10～12月期の実質GDP成長率は、前期比年率+2.4%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。1月の経済指標は、雇用、小売、住宅など広範囲にわたって予想を下回るものが目立ちました。記録的な寒波の影響が続いているとみられ、2月分についても天候要因による経済指標の下振れが予想されています。一方、懸念されていた連邦債務上限問題が決着し、財政を巡る不透明要因が取り除かれたことで、企業マインドは改善するとみられ、天候要因が解消されれば、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

10～12月期の実質GDP成長率は、前期比+0.3%と3期連続のプラス成長となりました。

引き続きドイツがユーロ圏の景気をけん引する構図は変わりませんが、イタリアが11期ぶりにプラス成長を記録するとともに、スペインが2期連続、ポルトガルが3期連続のプラス成長となるなど、重債務国の復調が鮮明化しています。フランスでは、1月の付加価値税増税前の駆け込み需要が成長を押し上げました。今後もユーロ圏景気は回復が続くと見込まれますが、高失業率、銀行貸出の減少など成長抑制要因も多く、回復ペースは非常に緩慢なものになると予測します。

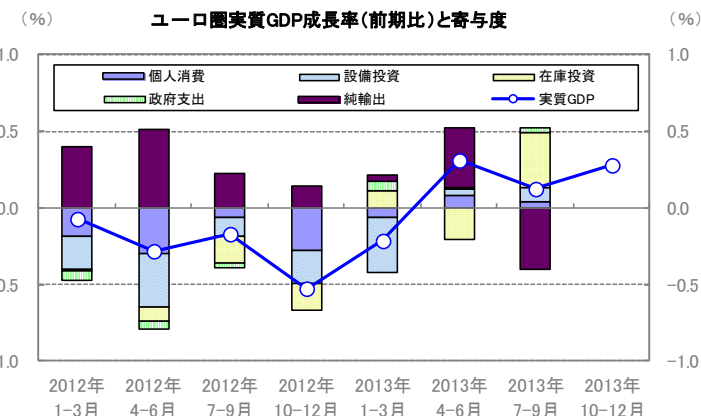
新興国・資源国経済

景気回復は緩やかなペース

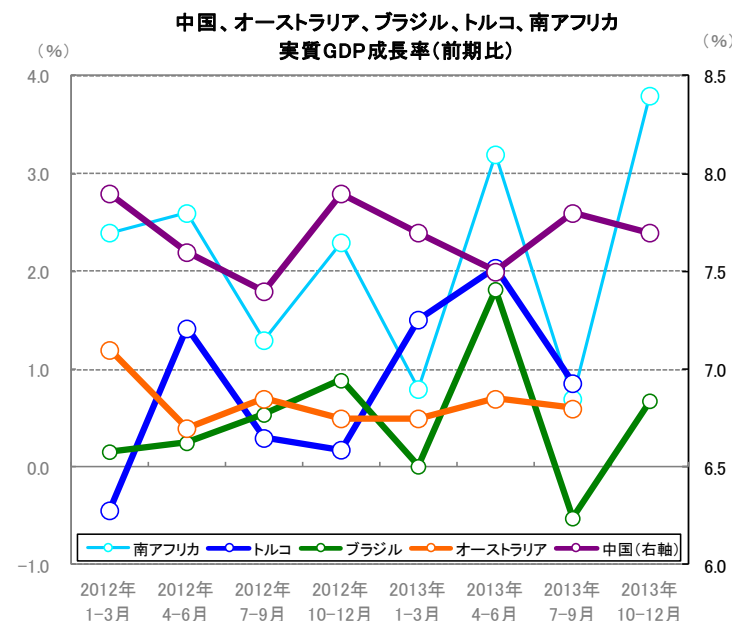
【中国】景気については、生産関連については軟調な状況が続く一方、消費については比較的堅調となっています。輸出については、欧州景気が回復基調にあることから持ち直す傾向が続くとみえています。いわゆるシャドーバンキング問題が経済の先行きに影を落とす中、輸出支援や景気減速に加え金融リスクへの警戒感などもあり、変動幅の拡大観測が強まった人民元の下落が加速しています。全国人民代表大会で設定される経済成長率目標が注目されます。

【ブラジル】内需は全般に低調ですが、一方で経済関係の強い中国景気が依然7%台の成長が可能とみられること、米国では足元の経済指標悪化は寒波の影響で一時的とみられることから、外需による下支えが期待されます。インフレについては、同国および中央銀行の目標(4.5%±2%)内に収束し、低下傾向が続くとみえています。

【南アフリカ】10～12月期実質GDPは前期比年率で市場予想を上回る成長率となりました。インフレが前月から加速しています。



*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(2月)

10年国債利回りは膠着感から狭いレンジで推移

国内株式相場は底堅い動きとなるも上値の重い展開

長期金利は一時上昇したものの、その後は不透明要因や低調な景気指標から米独とも低下

外国株式相場は景気に対する楽観的な見方が支えとなり上昇へ

10年国債利回りは、**0.6%を挟んで狭いレンジで推移**しました。株高・円安傾向がすでに一服し、売り持ちしていた投資家が買い戻す動きもあり10年債利回りは一時0.6%を割り込みましたが、この水準での投資家の買い進む動きは少なく、膠着感が強まる展開となりました。

国内株式相場は新興国通貨に対する警戒感が残る中、米国ではISM製造業景況感指数が市場予想を下回ったことなどから、大幅に下げて始まりました。その後、米国ではFRB議長の議会証言で予想通り量的緩和政策の縮小を進める姿勢が確認されたこと、**日本では日銀が貸出支援制度の規模拡大・期間延長を決定したことなどから底堅く推移**しましたが、ウクライナ情勢に対する警戒感や中国景気に対する懸念などもあり、**上値の重い展開**となりました。

米国では長期金利はレンジ内で推移しました。新興国不安の後退、FRB議長の方針が確認されたこと、連邦債務上限の適用停止法案の可決など、**不透明感の後退が金利を押し上げ**ました。下旬には**低調な景気指標**、好調な入札、ウクライナ情勢の緊迫化等の影響から低下に向かいました。欧州ではドイツ長期金利は低下しました。新興国不安が一時後退、米金利の上昇など上昇圧力が強まりやすい状況だったものの、**ユーロ圏の消費者物価の下振れ等から追加緩和期待が強まり**、同長期金利は低下に向かいました。

米国では、住宅関連や製造業関連の経済指標に悪化がみられ、市場予想を下回る業績見通しを示す企業が相次いだものの、足元の**経済指標の悪化は天候要因による一時的なもの**と**景気に対する楽観的な見方が広がったこと**から、欧州では緩やかな経済成長とECBによる追加金融緩和期待などから、ともに株式相場は上昇しました。アジアでも、中国の景況感悪化が確認されたものの新興国通貨が落ち着きを取り戻す中、欧米株式相場に連動して上昇しました。

《2月の市場動向》

	2014/2/28	2014/1/31	騰落率(幅)
	前月末	前々月末	前々月末差
債券利回り			
日本10年国債	0.59%	0.62%	▲0.04%
米国10年国債	2.65%	2.64%	+0.00%
ドイツ10年国債	1.62%	1.66%	▲0.04%
英国10年国債	2.72%	2.71%	+0.01%
豪10年国債	4.02%	4.00%	+0.02%
ブラジル10年国債	12.69%	13.35%	▲0.67%
南アフリカ10年国債	8.55%	8.92%	▲0.37%
株価指数			
日経平均株価	14,841.07	14,914.53	▲0.49%
TOPIX	1,211.66	1,220.64	▲0.74%
ダウ工業株30種平均	16,321.71	15,698.85	+3.97%
S&P500	1,859.45	1,782.59	+4.31%
ナスダック指数	4,308.12	4,103.88	+4.98%
FTSE100	6,809.70	6,510.44	+4.60%
DAX	9,692.08	9,306.48	+4.14%
ハンセン指数	22,836.96	22,035.42	+3.64%
為替相場			
前月末			前々月末比
米国ドル/円	101.80	102.04	▲0.24%
ユーロ/円	140.49	137.63	+2.08%
英国ポンド/円	170.45	167.73	+1.62%
豪ドル/円	90.88	89.33	+1.74%
ブラジルリアル/円	43.41	42.27	+2.69%
トルコリラ/円	46.11	45.11	+2.22%
南アフリカランド/円	9.47	9.17	+3.19%

※出所: Bloomberg

各資産の投資環境見通し

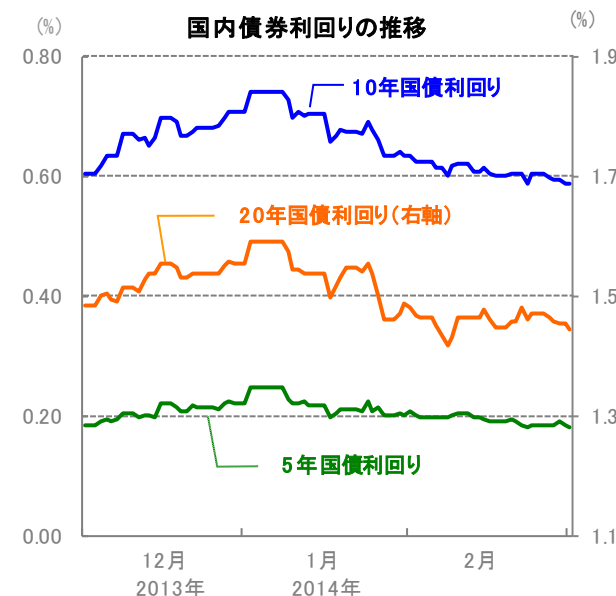
✓ 国内債券

10年国債利回りはレンジ内での推移が続く

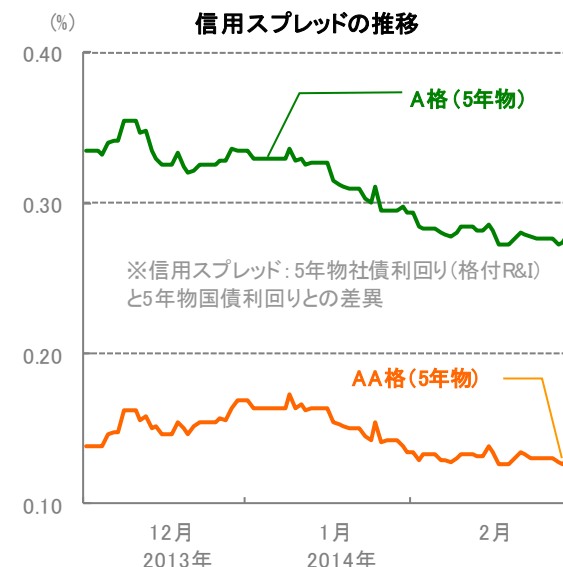
当面の10年国債利回りは**0.6%**を挟んだレンジ内での動きが続くとみえています。

年度末を控え、主な投資家は現水準での債券積み増しに慎重な姿勢とみられる一方、銀行などは既に今年度収益目標を達成し、利益確定の売りも想定しづらい状況です。また、株式・為替相場については一方向に動く材料が見当たらないことから、債券相場を大きく動かす要因にはなりにくいとみえています。

当面は、日銀の金融政策は変更なく、米国の金融政策については資産買入額の縮小(100億ドル相当)を進めるとみえています。



*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

各資産の投資環境見通し

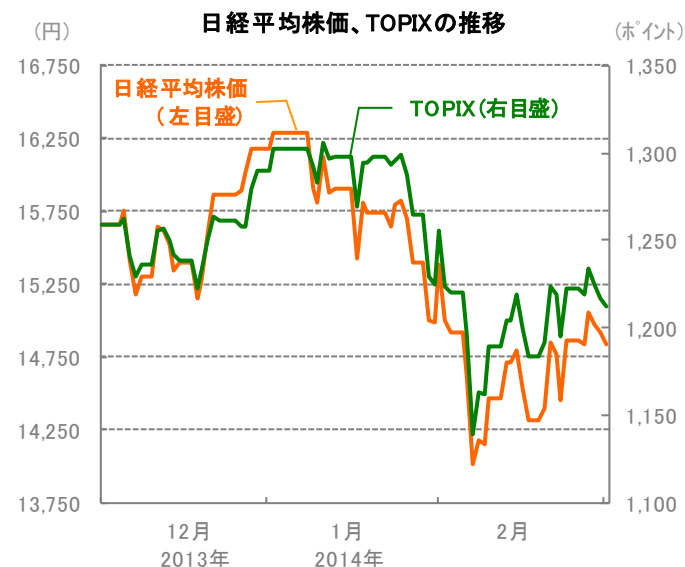
国内株式

国内株式相場は上昇に向けた値固めへ

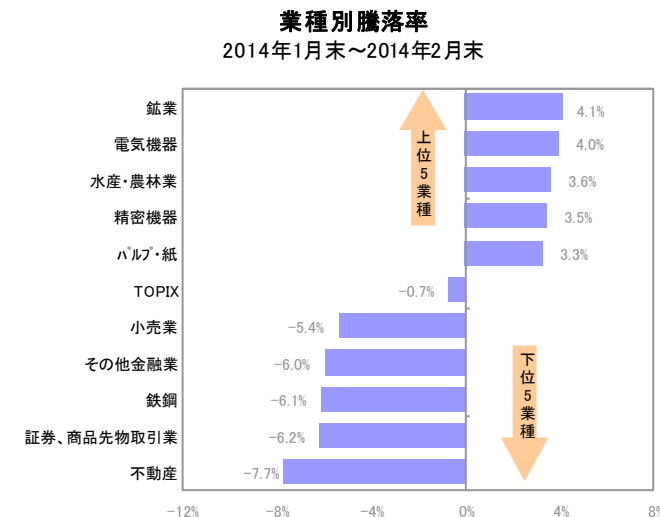
国内株式相場は、上昇に向けた値固めの動きを予想します。

米国経済の回復基調は根強く、2カ月に渡る経済統計の急低下を経て、今後は改善に転じる可能性が高いとみています。
日本経済は内需主導の拡大を維持し、企業業績は年度末に向けてさらに上振れする可能性があり、来年度についても増益が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。



*出所: Bloombergより明治安田アセットマネジメント作成



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

米国金利は引き続き落ち着いた動き、欧州(ドイツ)金利は低水準で推移が続く

米国:寒波の影響による経済指標の下振れなどを受けて、長期金利の上昇圧力は薄らいでいます。FRBは楽観的な経済見通しを維持しており、量的緩和政策の縮小を続けるとみられますが、雇用統計の内容や中期的なインフレ見通しから、現段階で利上げ開始を織り込んでいく可能性は低いとみられます。長期金利は月末現在の水準近辺の動きが続くとみられます。

欧州:大陸全体として景気回復基調は維持されていますが、ペースは鈍化しています。低水準のインフレ、銀行問題(資産査定、バランスシート縮小、統一破綻処理制度等)、信用の低迷、(若年層)雇用情勢などの諸問題を受けた**経済の低成長見通しが長期金利を抑制する**状況が続くとみています。またECBの追加金融緩和に対する期待も根強く残ります。**長期金利は低水準での推移が続くとみています。**

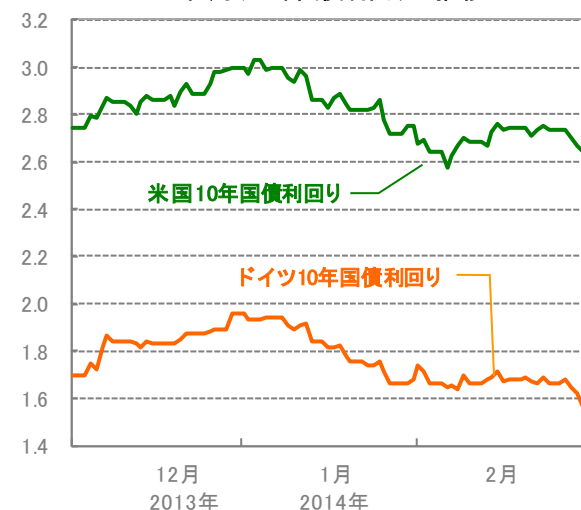
新興国・資源国金利

【ブラジル金利】高い水準にとどまっていたインフレ率に低下傾向がみられます。**政策金利については、通貨防衛やインフレ抑制のため追加利上げが実施されましたが、景気回復への配慮から引き上げ幅は0.25%に抑えられ、引き上げも最終局面に入ったとみられます。**長期金利についてはすでに利上げ終了を織り込み急低下しているため、今後は緩やかな低下基調に転じるとみています。

【インドネシア金利】中央銀行は、3カ月連続で**政策金利を据え置きました。**長期金利については、海外からの資金流入もあり低下しています。

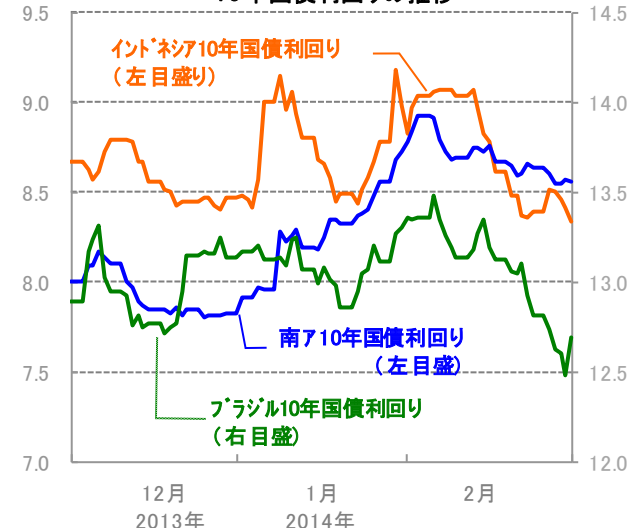
【南アフリカ金利】インフレが前月から加速していることに加え、製造業生産や小売売上高が前月から増加していることなどから利上げ観測は高まりやすい状況です。一方、これまでの**通貨安一服を受けて、市場金利については低下余地を模索する展開**になるとみています。

(%) 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

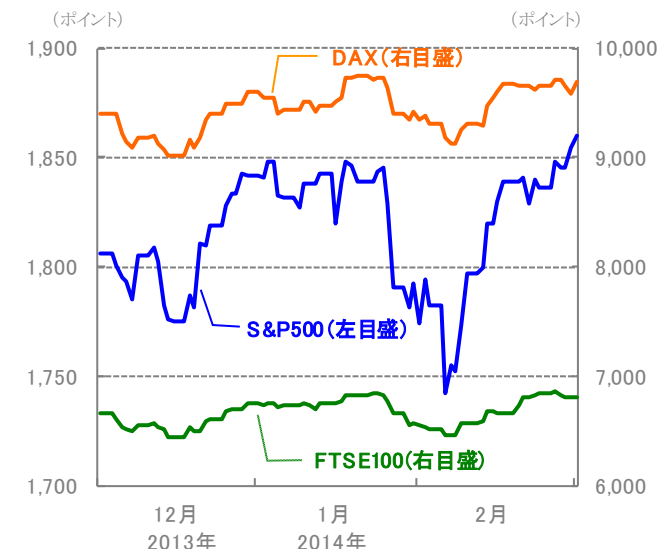
米国では天候要因からの改善、
欧州では景気回復状況に注目

米国では、足元の経済指標の悪化は天候要因による一時的な落ち込みとの楽観的な見方を受けて株式相場の上昇が続いたことから、当面は**景気の改善状況を見極める展開**になるとみています。天候要因の影響が緩和しても改善がみられない場合には、一時的に調整色が強まる懸念がされます。

欧州では景気回復の持続性に不透明感が残るものの、デフレ回避のための**追加金融緩和に対する期待に支えられ**、比較的底堅い動きとなることが想定されます。ただし、景気回復に陰りがみられれば、一時的な調整の可能性もあるとみています。

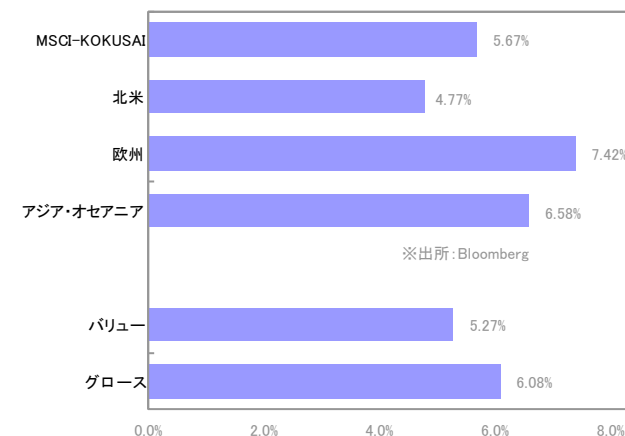
中国の景気減速やその他の新興国における混乱が、グローバル企業の業績悪化につながる可能性があることから、世界経済の動向には引き続き注意が必要と考えます。また、天候悪化の影響などからエネルギー価格が上昇しており、今後の消費への影響が注目されます。

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 2014年1月末～2014年2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

米ドルは経済の下振れ等から上値が重く、日本円は上値を試す可能性も

米ドル:寒波による**経済指標の下振れ**、回復モメンタム鈍化により上値の重い展開が予想されます。

ユーロ:同圏における景気回復と重債務国の信用力改善等を受けて反発しており、需給は引き続きユーロに優位とみられます。上昇余地は低下していると考えられますが、**堅調に推移すると**みています。

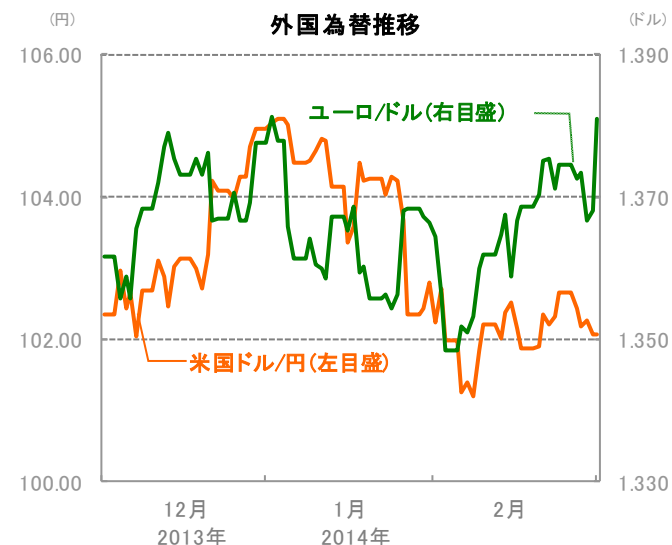
日本円:安全資産としての日本円を選好する動きが収まりつつある一方で、日銀の追加金融緩和に対する期待も残る中、**膠着感が強まっています**。しかし、**底堅い動きもみられ上値を試す場面もあると**みています。

新興国・資源国通貨:

【ブラジルレアル】米国の量的緩和政策の縮小が維持されるとみられる一方、これまでの下落による水準訂正、予想される政府・中央銀行による市場介入などから、下値不安は徐々に薄らぐとみられます。経常収支の改善が遅れていますが、一方で基礎的財政収支が2013年の目標黒字額を達成するなど**経済ファンダメンタルズの改善もみられることから、徐々に底堅さもみられるようになる**と考えています。

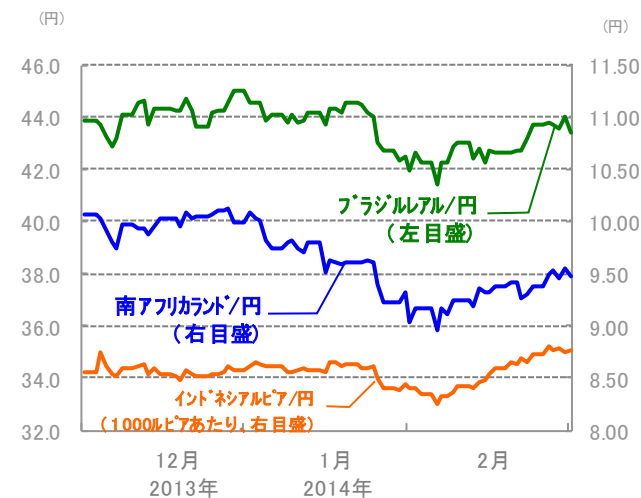
【インドネシアルピア】貿易黒字の拡大やインフレ率の低下が好感され、足元では堅調な動きとなっています。ただし、脆弱な実体経済に変化はなく、**不安定な状況は当面続く**とみています。

【南アフリカランド】新興国通貨に対する警戒感が緩和する中、**市場予想を上回る経済指標もみられることから、底堅い動きが**予想されます。しかし、依然として財政および経常赤字に対する懸念が残ることから上値余地は限定的で、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.