

# 投資環境見通し（2014年12月）

## 目次

- ◇投資戦略のポイント……………P.1
- ◇内外経済……………P.2
  - ・日本経済
  - ・米国経済
  - ・欧州経済
- ◇各資産の投資環境見通し……………P.3
  - ・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 低金利が支える株式相場

経済指標については総じて堅調な景気を反映しているとみています。今年のクリスマス商戦についても、原油安を受けたガソリン価格の下落が追い風となり好調との見方が有力です。こうした環境のもと、市場参加者は利上げ時期に注目しています。長期金利については、早期利上げ観測が高まったとしても、日銀が追加金融緩和を実施し、ECB(欧州中央銀行)も近い将来にさらなる量的金融緩和を実施するとの見方があり、相対的に金利水準の高い国債への需要は強く、上昇しにくい状況は続くともみています。株式相場は、7~9月期の企業業績が事前予想を上回り主要株価指数が高値を更新しています。**割安感が薄れ短期的には調整する可能性はありますが、長期金利が低位で安定していることから、下値は限定的とみています。**中間選挙では共和党が上下院で多数を占めたことから、政治的には大統領と議会が対決する構図が鮮明となっていますが、政府機関の閉鎖に至るような対立は回避されるとみています。

## ②欧州 高まる追加金融緩和への期待

ユーロ圏の7~9月期経済成長率は辛うじてプラスを維持しましたが、先行きについては懸念材料が多く残っています。ウクライナを巡るロシアとの対立については出口はみえず、フランスやイタリアでは構造改革が遅れています。ドイツ政府は財政健全化の方針を貫き、景気刺激策についてはECBが担う構図となっています。ECBは資産担保証券の買入を開始しましたが、国債も買入対象とした本格的な量的金融緩和への期待が高まっています。市場参加者の一部には12月にも始まるとの期待もありますが、ユーロ圏の場合には国債買入による大規模な量的金融緩和については実務的な課題が多く、実施には時間を要するとみています。**追加金融緩和の見送りを受けて長期金利は一時的に上昇する可能性がありますが、将来の同実施に対する期待もあり、低位で推移するとみています。**ユーロ/ドルは、追加金融緩和については相当程度織り込まれているとみられますが、引き続き米欧の景気格差や金融政策の方向の違いから、ユーロ安圧力は残るとみています。

## ③日本 選挙結果に注目

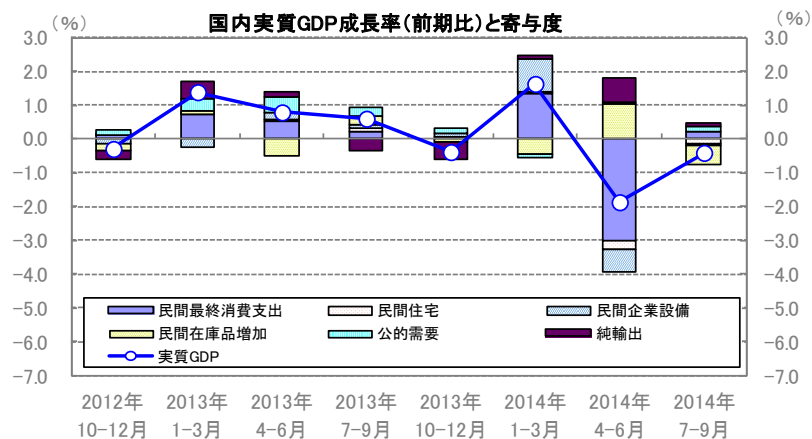
7~9月期の経済成長率はマイナスとなり、消費増税の先送り、衆議院の解散総選挙と予想外の展開となりましたが、金融市場の反応は概ね予想通り「株高・円安・金利低下」となりました。消費増税の先送りは、長期金利を一時的に押し上げましたが、日銀による大量の国債買入を背景に再び低下に向かいました。一方で上半期の企業業績は概ね良好で、株式相場は堅調に推移しました。**今後の最大の注目材料は選挙結果と政策変化の有無です。**株式相場は、2005年のいわゆる「郵政解散」の連想から「選挙は買い」で反応しましたが、仮に連立与党が大きく議席を減らす結果となれば、アベノミクスの転換が意識されることから大きな波乱材料になると考えられます。一方、野党の選挙準備も不十分とみられることから、連立与党の議席は小幅の減少にとどまり政策に変化はないとみていますが、**結果が判明するまでは不透明感が残ります。**

## ④新興国 中国人民銀行は政策金利を引き下げ

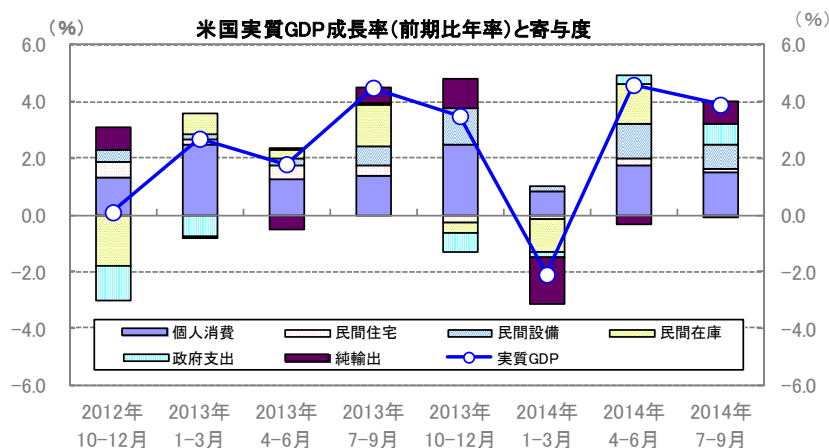
【中国】人民銀行は政策金利の引き下げを発表しました。政府が景気の大規模な減速については許容しないとの姿勢を示したとみられます。株式相場は大幅に上昇し、預金準備率引き下げといった追加金融緩和を期待する動きもみられます。中央経済工作会議において議論される2015年の成長率目標が注目されます。【ブラジル】7~9月期実質GDP成長率は前期比で小幅のプラス、前年比ではマイナスとなっています。9月の鉱工業生産も前年比では依然としてマイナスで、主要産業である自動車輸出は減少が続いています。インフレ率は同国インフレターゲットの上限(6.5%)近辺の水準にとどまっています。

# 内外経済

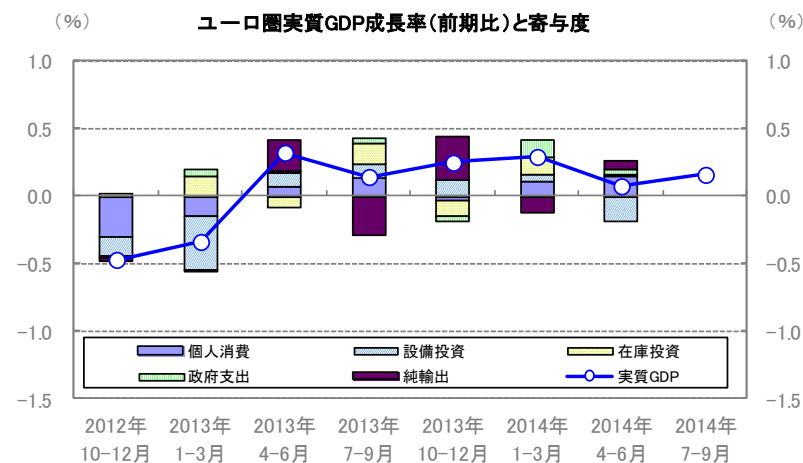
## 日本経済



## 米国経済



## 欧州経済



### 日本:

7～9月期の実質GDP成長率は、前期比▲0.4% (年率▲1.6%)と、同▲1.9%だった前期に続き2四半期連続のマイナス成長となりました。

### 米国:

7～9月期の実質GDP成長率は、前期比年率+3.9%と前期に続いて堅調な景気拡大が確認されました。

### 欧州(ユーロ圏):

7～9月期の実質GDP成長率は前期比+0.2%と低水準ながら6四半期連続のプラス成長となりました。

\*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(11月)

国内の長期金利は0.4%前半に低下

国内株式相場は円安、消費増税の先送りを受けて堅調に推移

米国、欧州(ドイツ)ともに長期金利は低下

外国株式相場はECBによる追加金融緩和観測や中国の政策金利引き下げが支援材料

10年国債利回りは、概ね0.4%台で推移しました。前月末に決定した日銀の「量的・質的金融緩和の拡大」を受けて、10年国債利回りは低下して始まりました。その後は消費増税が先送りされるとの見方から0.5%台へ上昇する場面がありましたが、月末にかけては再び低下傾向となりました。

国内株式相場は、前月末の日銀による金融緩和の拡大、公的年金の運用改革において資産配分変更方針が認可されたことを受けて急速に円安が進行し、月半ばにかけて堅調に推移しました。その後は7～9月期実質GDP成長率が予想外のマイナスとなり急落する場面がありましたが、消費増税の先送りおよび衆議院の解散総選挙の決定に加えて海外株式相場が堅調に推移したことなどもあり、再び上昇しました。

米国:長期金利は、予想を上回る良好な経済指標を受けて上旬には上昇する場面がありましたが、その後はウクライナ情勢を巡る不透明感や、QE終了後の国債入札では大きな混乱がみられなかったこと、弱い賃金の伸びや期待インフレ率の低下に加えて、引き続き低位にある日本および欧州金利などから、緩やかに低下しました。

欧州:ドイツ長期金利は、実質GDP成長率や企業景況感など市場予想を上回る経済指標があったものの、ECBによる追加金融緩和策に対する根強い期待などもあり、低下基調となりました。

先進国:世界的な景気減速が米国経済に与える影響は限定的との見方が広がったことに加えて、ECBによる追加金融緩和観測や、中国における政策金利引き下げなども支援材料となり、概ね堅調に推移しました。

新興国:中国景気の減速に対する警戒感、ウクライナ情勢を巡る不透明感、資源価格の下落などが下落要因となった一方、中国の政策金利引き下げが支援材料となりました。

### 《11月の市場動向》

	2014/11/28	2014/10/31	騰落率(幅)
<b>債券利回り</b>	<b>前月末</b>	<b>前々月末</b>	<b>前々月末差</b>
日本10年国債	0.42%	0.46%	▲0.04%
米国10年国債	2.16%	2.34%	▲0.17%
ドイツ10年国債	0.70%	0.84%	▲0.14%
英国10年国債	1.93%	2.25%	▲0.32%
豪10年国債	3.03%	3.29%	▲0.26%
ブラジル10年国債	11.82%	12.07%	▲0.25%
南アフリカ10年国債	7.61%	7.91%	▲0.30%
<b>株価指数</b>	<b>前月末</b>	<b>前々月末</b>	<b>前々月末比</b>
日経平均株価	17,459.85	16,413.76	+6.37%
TOPIX	1,410.34	1,333.64	+5.75%
ダウ工業株30種平均	17,828.24	17,390.52	+2.52%
S&P500	2,067.56	2,018.05	+2.45%
ナスダック指数	4,791.63	4,630.74	+3.47%
FTSE100	6,722.62	6,546.47	+2.69%
DAX	9,980.85	9,326.87	+7.01%
ハンセン指数	23,987.45	23,998.06	▲0.04%
<b>為替相場</b>	<b>前月末</b>	<b>前々月末</b>	<b>前々月末比</b>
米国ドル/円	118.63	112.32	+5.62%
ユーロ/円	147.72	140.68	+5.00%
英国ポンド/円	185.59	179.67	+3.30%
豪ドル/円	100.91	98.82	+2.12%
ブラジルリアル/円	46.23	45.36	+1.91%
トルコリラ/円	53.41	50.52	+5.73%
南アフリカランド/円	10.72	10.17	+5.41%

※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0.4%台を中心としたレンジ内で推移

10年国債利回りは0.4%台を中心としたレンジで推移するとみられています。

日銀は毎月最終営業日に、買入オペに関する翌月の予定を発表することとしました。同発表において年限別買入金額の変更が頻繁に行われると、超長期国債の変動率が上昇する可能性も考えられます。

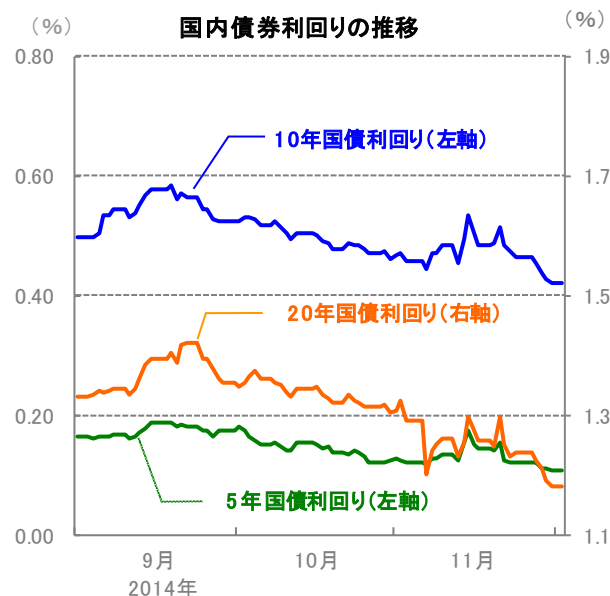
日銀による買入に加えて、国内機関投資家も金利上昇局面では根強い需要が予想されることから、長期金利は低位で安定するとみられています。今後も株式および為替相場の動向ならびに衆議院選挙の結果が注目されます。

## 国内株式

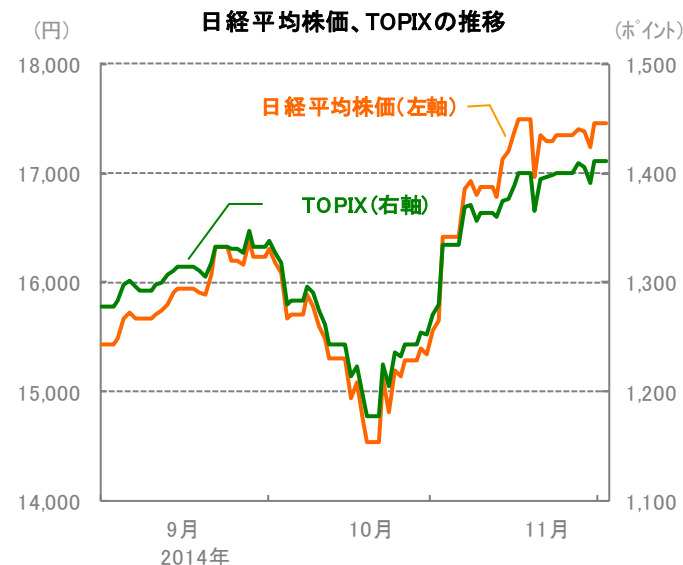
国内株式相場は衆議院選挙を控え上昇一服

国内株式相場は、衆議院選挙で連立与党の大幅な議席増がなければ、レンジ内での推移または若干調整の可能性があるとみられています。

米国では経済の基調は強く企業業績も堅調で、欧州ではデフレ懸念は残るもののECBによる金融緩和などもあり小幅ながらプラス成長となっています。日本では内需主導での景気回復を維持するとみており、今年度の企業業績は順調で資本効率や株主還元において世界水準の経営を目指す日本企業も増えています。しかし、足元の相場上昇で衆議院選挙後の政策に対する期待が先行して織り込まれて割安感が薄れたとみられ、来年度の利益を織り込むには時間を要すると考えています。



\*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

## ✓ 外国債券

ECBによる追加金融緩和に対する期待を背景に、米国金利は上昇圧力が抑制され、ドイツ金利は低水準で推移

**米国:** 好調な景気が長期金利の上昇要因と考えられますが、世界的な景気の回復の弱さ、原油など国際商品市況の下落によるデフレーション圧力や期待インフレ率の低下、日本や欧州における金融緩和政策の強化や低位で推移する長期金利などを受けて、米国長期金利の上昇は抑制される状況が続くとみています。

**欧州:** 引き続き景気低迷とデフレーション圧力、ECBによる追加の金融緩和政策に対する期待から、ドイツ長期金利は低位で推移するとみています。ただし、ユーロ圏周辺国では、ギリシャとEU/IMFとの関係、スペインでは中央政府とカタルーニャ自治州、イタリアでは格付けレビューなど、ドイツ国債との利回り格差に影響を与える材料も残り、動向には注意が必要と考えています。

## ✓ 外国株式

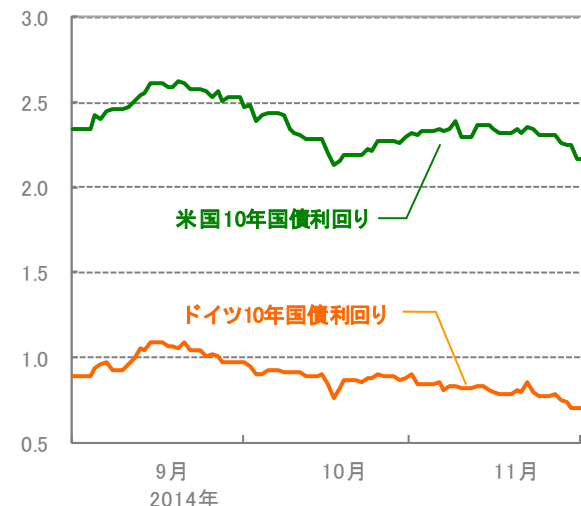
ECBに対する期待を背景に一段高の可能性もあるも、高値警戒感から神経質な展開

ECBによる追加の金融緩和政策に対する期待を背景に、外国株式相場は一段と上昇する可能性もありますが、足元の相場上昇を受けて高値警戒感も高まりつつあることから、各国の経済指標や金融政策の見通しに対し敏感に反応する神経質な展開を予想しています。地域間の格差はありますが、世界経済全体として成長ペースが鈍化する中、企業間の競争力格差が業績に反映されるとみています。

＜地域別の主な注目材料＞

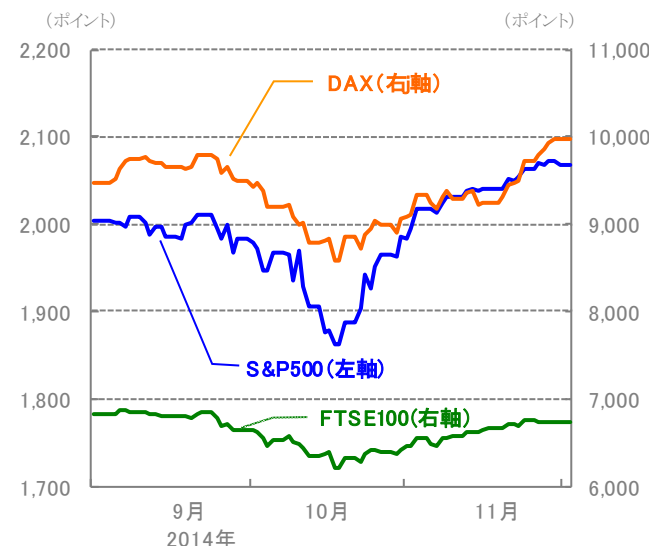
- ・**米国:** 世界的な景気減速の影響、早期の利上げ観測の台頭
- ・**欧州:** 景気減速、ECBによる追加の金融緩和政策やユーロの動向
- ・**新興国:** 中国景気の減速と不良債権問題、新興国通貨の動き
- ・その他: 地政学リスク、資源・エネルギー価格の動向

(%) 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

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

# 各資産の投資環境見通し

## 為替

景気や金融政策の違いは引き続きドル高材料だが、外部要因にも注目

**米ドル:** 米国景気の回復基調に加えて、日本やユーロ圏との金融政策の方向性の違いや金利差が支援材料とみられています。ただし、米国の期待インフレ率の低下や賃金上昇の弱さから利上げ開始は2015年半ば以降になるとみられていることもあり、ドル高ペースは緩やかとみえています。また、今後はECBの追加緩和政策の時期と内容、原油価格の動向などの外部要因にも注意が必要と考えています。

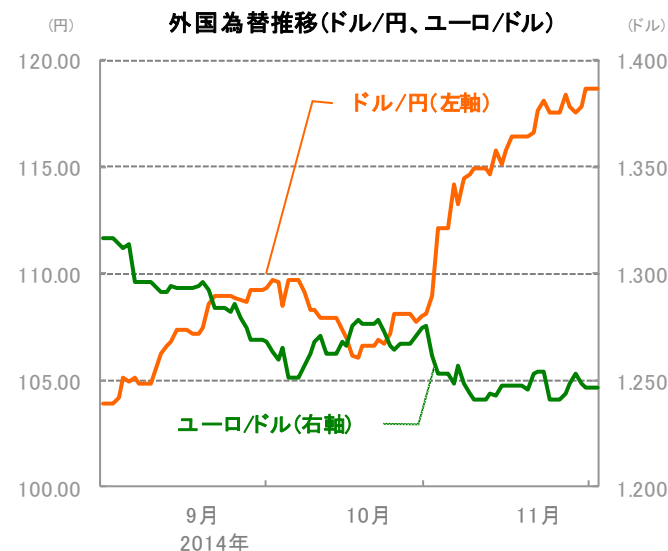
**ユーロ:** 欧州諸国のデフインフレへの警戒感の強まり、景気指標の下振れなどから、ECBによる追加の金融緩和政策に対する期待が続くとみえています。ただ足元では底堅さもみられており、下値も限定的とみえています。

**日本円:** 経済成長率が2四半期連続でマイナスとなり景気後退観測が広がる中、衆議院選挙を前に先行き不透明感が強まっていますが、相場はすでにこれらを相当程度織り込んでいるとみられることから、**急激な円安進行の可能性は幾分後退した**とみえています。

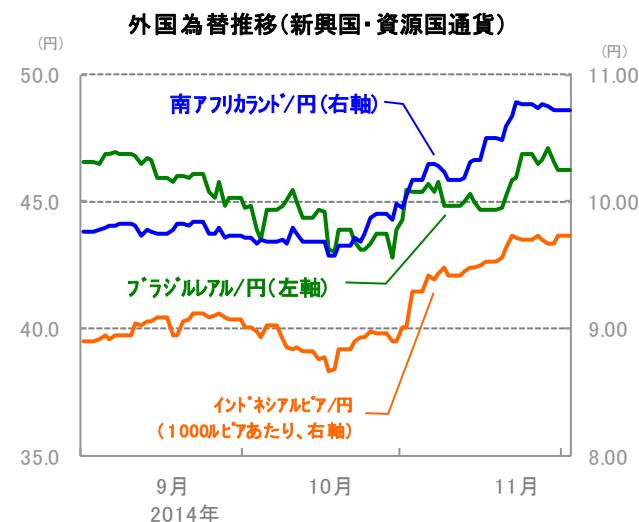
**ブラジルレアル:** 金融政策については、ブラジル・レアルの変動率が高まっていることが変更の制約になっており、高いインフレ率から景気配慮のための金融緩和も打ち出しにくくなっています。自国通貨のさらなる下落局面では政府・中央銀行の買い入れが下支えとみられますが、**当面、神経質な展開は続く**とみえています。

**インドネシアルピア:** インドネシア・ルピアは、景気の底入れも近いとみられることや改革への期待もあり、**徐々に底堅い動きになる**とみえています。

**南アフリカランド:** 南アフリカ・ランドは、足元の経済環境下で政策金利が高い水準に維持されるとみられることから、**底堅く推移する**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