

# 投資環境見通し（2015年3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 利上げに向けた準備を進めるFRB

経済指標については、雇用統計は良好だったものの、小売売上高など減速を示すものも散見されました。このため、**利上げ時期を巡る観測に変化**がみられます。FRB(連邦準備制度理事会)議長の議会証言では、3月のFOMC(連邦公開市場委員会)においてフォワード・ガイダンス(声明文における「忍耐強くなれる」の表現)を変更するものの、直ちに6月の利上げには結びつかず、あくまでも**利上げ時期については経済状況に基づき判断していく**の方針を示したと考えています。**早期の利上げ観測が後退**したことを受けて、株式相場は上昇し、長期金利は一時2%を下回る水準に低下しましたが、3月のFOMCを前に一旦調整する可能性があるともみています。ただし、3月にはECB(欧州中央銀行)による本格的な量的緩和政策が始まり、新たな流動性が供給されることから、株式、債券ともに大幅な相場調整の可能性は低いとみています。

## ②欧州 ECBは新たな流動性の供給開始へ

懸念されていたギリシャ支援問題については、金融支援の4カ月延長で一旦決着し、当面の危機は回避されました。3月にはECBが国債を買い入れる**本格的な量的緩和政策が始まります**。ユーロ安や原油価格下落を背景にユーロ圏の景況感がやや上向いていることから、**新たな流動性の供給は株式相場の支援材料**と考えています。長期金利については、周辺国も含めてすでに史上最低水準に低下していますが、量的緩和政策の開始による国債需給のひっ迫を受けて今後は**一段と低下する可能性がある**と考えています。ユーロ/ドルは、ギリシャ支援問題に対する不透明感から、月末にはユーロ安に振れました。米国との景気格差や金融政策の方向性の違いに加え、将来的にギリシャ支援問題が再燃する可能性もあり、ユーロ安基調は続くと考えられます。また、FRBがフォワードガイダンスを変更すれば、一段のユーロ安が進む可能性もあるとみています。

## ③日本 原油価格の下落と金融政策の関係

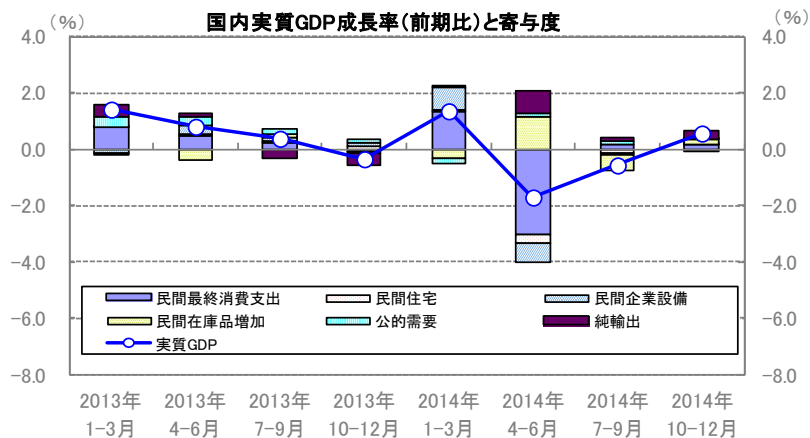
日銀が掲げるインフレ率目標の「2年で2%」は、原油価格の下落などもあり達成はほぼ不可能な状況です。日銀は、原油価格下落は景気にプラスで長期的にみるとインフレを押し上げる要因となり達成は可能との判断から、早期の追加金融緩和については慎重な姿勢です。仮に「2年」の期間目標を延長し「2%」の水準目標を維持するのであれば、**量的緩和政策は長期化する**とみられ、国債の需給ひっ迫による低金利が続くと考えられます。乱高下していた**長期金利は、徐々に低水準で安定した動きになる**とみています。株式相場は、良好な需給動向や堅調な海外株式相場に支えられ日経平均株価は2000年以来の水準に上昇しています。2015年度の企業業績は原油安によって押し上げられると予想され、**株式相場は堅調に推移する**とみています。ドル/円は、日米の景気格差や金融政策の方向性の違いから、**緩やかな円安基調が続く**とみています。

## ④新興国 中国: 全人代に注目

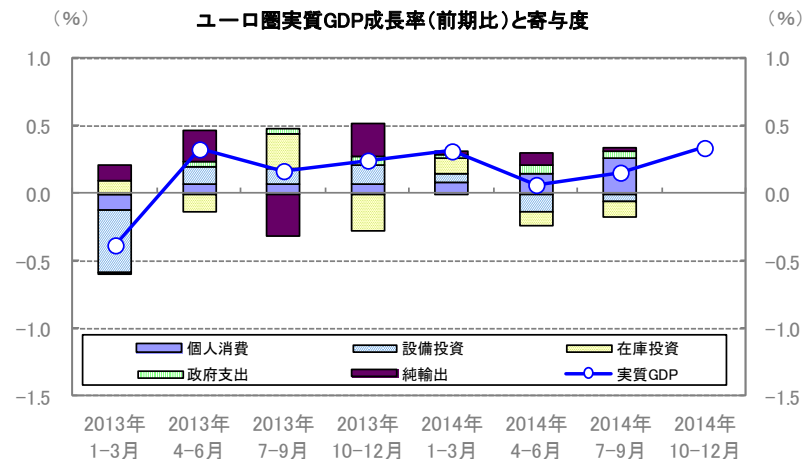
【中国】消費者物価指数は、前年同月比+0.8%と2009年11月以来の1%割れとなりました。原油価格の下落に加え春節(旧正月)の暦の影響もあったとされていますが、**景気減速が鮮明となりデフレ懸念も生じている**ことから、今後の政策対応への期待が高まっています。人民銀行は月末に追加利下げを決定しました。**3月に開催される全国人民代表大会において設定される成長率目標、政策の軸足が経済成長と構造改革のどちらに置いた内容になるかが注目**されます。【ブラジル】2015年の経済成長率がマイナスになるとの見方が増える中、**インフレ率の急伸を受けた金融引き締めが続く**とみられ、その影響が懸念されています。新財務相は歳出削減、増税などの財政健全化を推進していますが、景気回復がなければ効果は限定的とみられ、また主要輸出品目である原油や鉄鉱石などの価格下落により交易条件の悪化も続くと考えられます。

# 内外経済

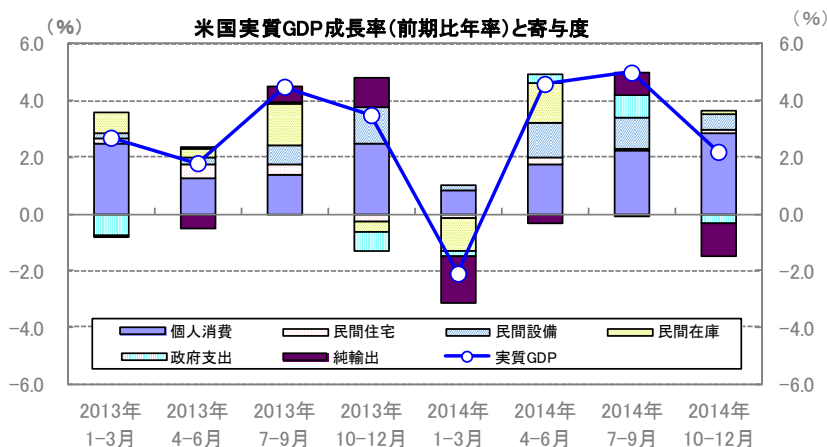
## 日本経済



## 欧州経済



## 米国経済



### 日本:

10～12月期の実質GDP成長率は、前期比+0.6% (年率+2.2%)と、三四半期ぶりにプラス成長となりました。

### 米国:

10～12月期の実質GDP成長率は前期比年率+2.2%と、前期から鈍化しましたが、三四半期連続のプラス成長となりました。

### 欧州(ユーロ圏):

10～12月期の実質GDP成長率は前期比+0.3%と低水準ながら7四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(2月)

国内長期金利は国債入札結果を受けて月半ばにかけて上昇

国内株式相場は投資家のリスク回避姿勢の後退や需給に対する期待などから堅調に推移

米国金利は大幅に低下、欧州金利はドイツと周辺国との金利差縮小の動きもあった

外国株式相場は米国景気動向やギリシャ支援問題に対する楽観的な見方から上昇

10年国債利回りは、1月下旬からの流れを引き継ぎ変動率の高い状況の中、10年国債に始まり30年、5年といずれも入札が市場の予想を下回る結果だったことから、月半ばにかけて上昇しました。その後実施された20年国債の入札が極めて好調な結果となったことから、10年国債利回りは小幅に低下し、0.40%近辺での動きとなりました。

国内株式相場は、原油価格の下げ止まりやギリシャ向け金融支援の延長決定を受け、投資家のリスク回避姿勢が後退し、堅調に推移しました。国内景気の回復期待や米国における早期の利上げ観測が後退したことに加えて、共済年金の資産構成見直し発表なども支援材料となり、日経平均株価は2000年4月以来、TOPIXは2007年12月以来の水準に上昇しました。

米国：長期金利は上昇しました。原油価格の下げ止まり、株式相場の上昇、ギリシャ向け金融支援の4カ月の延長決定、ロシアとウクライナの停戦合意などが上昇要因でした。ただし、FRB議長の議会証言は市場参加者の早期利上げ観測をけん制する内容であったことから、同金利は上昇幅を縮小しました。

欧州：全般的に景気回復を示す経済指標が多くみられたこと、ギリシャ支援協議の進展見通しなどを受けてドイツ長期金利は一時上昇する場面がありましたが、ECBによる量的緩和政策の開始が近づく中、同金利は低水準で推移しました。

先進国：米国では雇用者数の伸びの持続や原油価格が下げ止まったこと、欧州ではドイツ経済指標の改善やギリシャ支援問題に対する楽観的な見方、ロシアとウクライナの停戦合意などを受けて、株式相場は堅調に推移しました。

新興国：中国では景気減速懸念と追加金融緩和期待の材料交錯の展開となり、資源国では資源価格の反発を好感する動きとなりました。

## 《2月の市場動向》

	2015/2/27	2015/1/30	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	0.34%	0.28%	+0.06%
米国10年国債	1.99%	1.64%	+0.35%
ドイツ10年国債	0.33%	0.30%	+0.03%
英国10年国債	1.80%	1.33%	+0.47%
豪10年国債	2.46%	2.44%	+0.02%
ブラジル10年国債	12.29%	11.96%	+0.33%
南アフリカ10年国債	7.62%	7.13%	+0.50%
<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	18,797.94	17,674.39	+6.36%
TOPIX	1,523.85	1,415.07	+7.69%
ダウ工業株30種平均	18,132.70	17,164.95	+5.64%
S&P500	2,104.50	1,994.99	+5.49%
ナスダック指数	4,963.53	4,635.24	+7.08%
FTSE100	6,946.66	6,749.40	+2.92%
DAX	11,401.66	10,694.32	+6.61%
ハンセン指数	24,823.29	24,507.05	+1.29%
<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	119.63	117.49	+1.82%
ユーロ/円	133.94	132.65	+0.97%
英国ポンド/円	184.68	177.00	+4.34%
豪ドル/円	93.41	91.22	+2.41%
ブラジルリアル/円	42.10	43.81	▲3.91%
トルコリラ/円	47.69	48.13	▲0.92%
南アフリカランド/円	10.26	10.09	+1.73%

# 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%近辺を中心としたレンジ内で推移

10年国債利回りは0.4%近辺を中心としたレンジで推移するとみています。

日銀による追加金融緩和に関する議論は、一旦は沈静化したとみられます。ただし、政府は日銀に対して2%の物価安定目標に向けた大胆な金融緩和を期待していることから、追加金融緩和については時期が後ずれしているに過ぎないとみています。投資家動向については、国内投資家は年度末が近づいていることから、金利が上昇すれば買うと予想されますが、積極的な債券投資は予想しにくく、金利低下圧力は弱いとみられます。こうした中、しばらくは海外投資家動向の影響を受けやすい状況が続くとみられます。

当面は、需給環境に加え米国債券相場および原油価格の動きが注目されます。

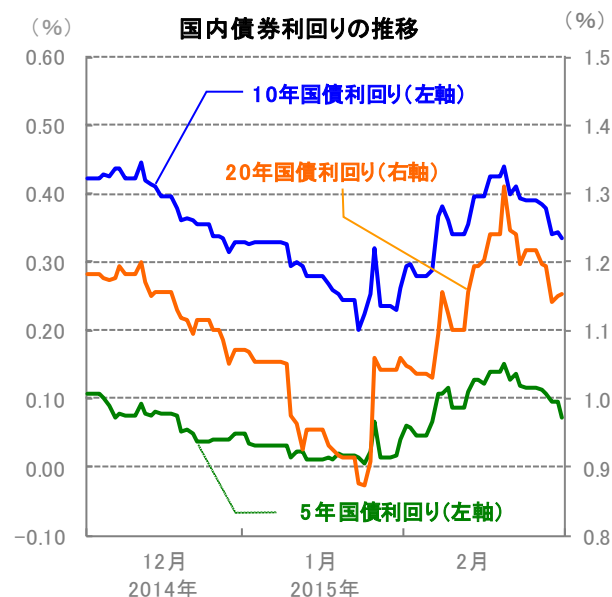
## 国内株式

国内株式相場は本格上昇へ

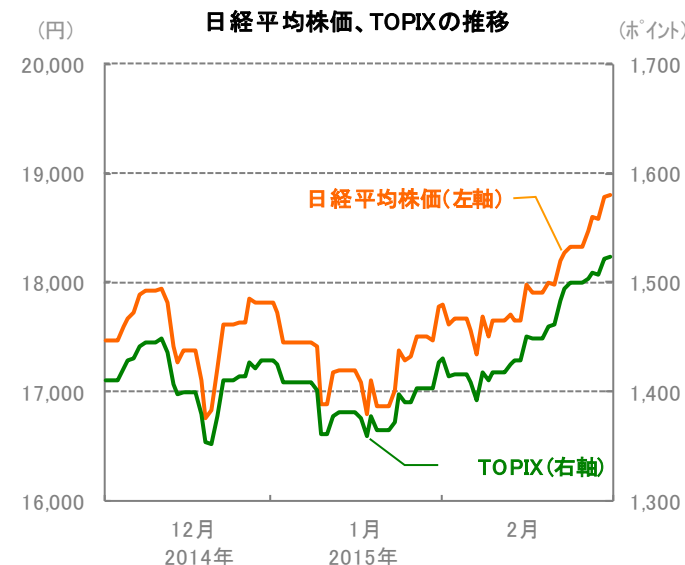
国内株式相場は上値を目指す展開を予想しています。

米国景気の基調は強く、ドル高による企業業績の短期的な頭打ち感についても株式相場には相当程度織り込まれたとみられます。欧州はECBによる大規模な量的緩和が決定し、ギリシャ支援を巡る協議についても進展がみられています。こうした中、日本経済は内需主導での拡大を維持し、今期および来期の企業業績は日米欧で比較しても伸び率は高く、また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が一段と増えていることから、本格的な上昇相場に向けて準備は整いつつあるとみています。

TOPIXのレンジは1,400から1,600ポイントと予想し、年内に1,800ポイント到達の可能性もあるとみています。



\*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

## ✓ 外国債券

米国長期金利の上昇圧力は徐々に弱まり、ユーロ圏では需給面から長期金利の低下が続く

米国：雇用・所得関連の経済指標はともに良好で、原油などの資源価格や期待インフレ率の反発、利上げ観測が金利上昇要因になると考えられます。ただ、全体として**景気の拡大ペースは鈍化傾向**で、多数のFOMCメンバーも**利上げを急がない姿勢**を示しています。各国中央銀行の**金融緩和強化**と米国の相対的な金利水準、金融規制や構造的な需要により、**長期金利の上昇圧力は徐々に弱まると**みています。

欧州：域内全体としては経済指標の改善が確認されており、ECBによる量的緩和政策の決定についても相当程度織り込まれているとみています。しかし、インフレが低水準で推移するとみられ、**欧州各国でマイナス金利や量的緩和などの金融緩和と政策強化される**中、ユーロ圏でも量的緩和開始時期が近づいていることもあり中、金利上昇余地は限られるとみています。**ドイツ長期金利は引き続き低位で推移すると**みられますが、ギリシャ支援の動向に加えスペイン、イタリアなどの周辺国の政治イベントが注目されます。

## ✓ 外国株式

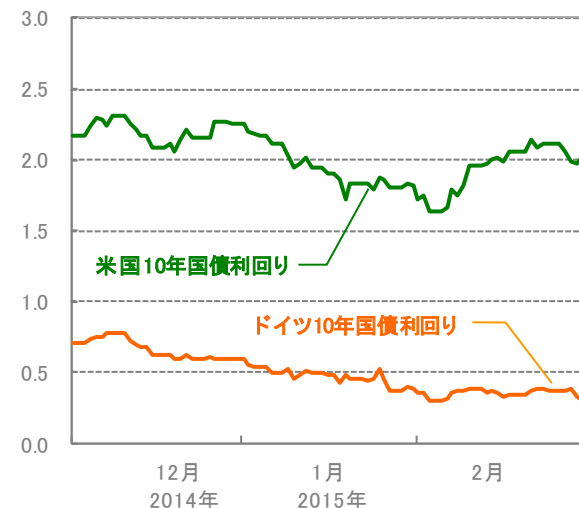
米国景気の拡大、米国以外の地域における緩和的な金融政策を背景に株式が選好される展開

米国景気の緩やかな拡大と米国以外の地域における緩和的な金融政策を背景に、**株式が選好される状況が続くと**みています。株式相場は引き続き景気動向の影響を受けて変動率が高まりやすい状況にありますが、米国における早期利上げ観測の後退、世界的な景気に対する懸念の後退などが支援材料となり、**出遅れ感の強い銘柄の物色を伴って上値を試す展開**になることも予想されます。

＜地域別の主な注目材料＞

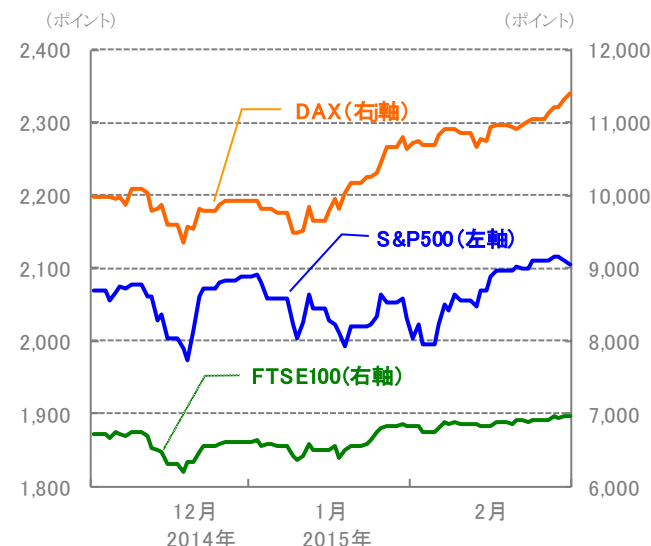
- ・米国：利上げの時期および判断に関連する賃金およびドルの動き、海外経済指標
- ・欧州：ECBの量的緩和政策の効果、ユーロの動き、ギリシャ支援問題
- ・新興国：中国の景気動向と政策、地政学リスク、資源・エネルギー価格の動き

(%) 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

### 金融政策の方向性の違いや金利差を背景にドル高含み

**米ドル:** 他の地域との金融政策の方向性の違いや金利差によりドルの強含みが続くとみています。ただ、原油価格の下落が一段落し、ドル高による米国景気や物価等への影響も注目される中、米国景気の優位性が後退していることもあり、利上げに関する具体的な進展がみられるまでは大きな方向感が出難いとみています。

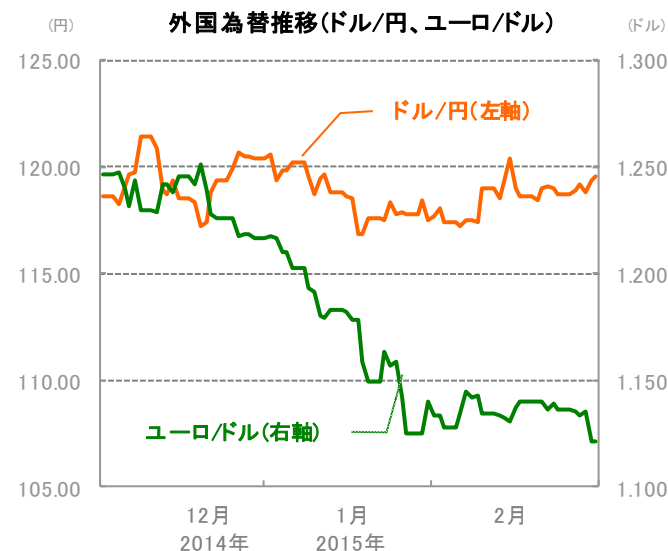
**ユーロ:** 景気の底入れ感が強まっていること、欧州周辺国ではマイナス金利が採用されていることなどから、底堅い動きが予想されますが、ECBによる国債買い入れの開始時期が近づく中、上値は限定的とみています。

**日本円:** 追加緩和観測が後退していること、景況感が持ち直していることに加え、鉱物資源・エネルギー価格の下落によって貿易収支の改善も期待されますが、米国の利上げへの思惑もあり、当面はレンジ内での動きが継続するとみています。

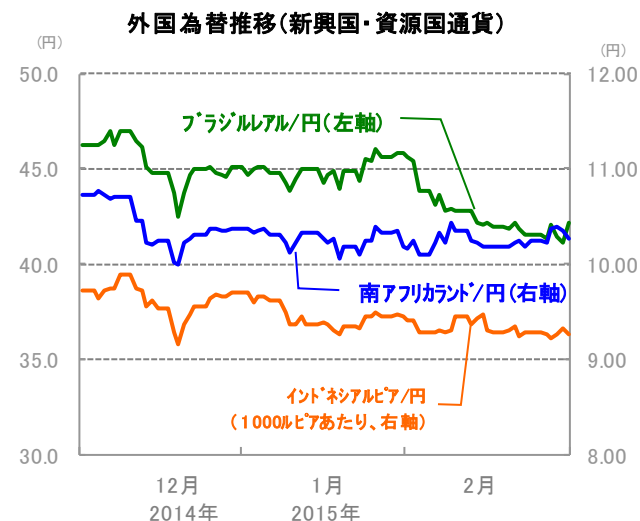
**ブラジルレアル:** インフレ急伸に伴う金融引き締めや格付維持(投資適格)のための緊縮財政に加え、資源価格の下落といった景気鈍化および通貨安要因があります。政府・中央銀行の自国通貨買いに支えられる展開が予想されますが、反発も限定的とみられます。

**インドネシアルピア:** 財政および中長期的な経常収支の改善傾向、政府や中央銀行の一連の政策対応やインフラ投資策に加え、景気に対する明るい見方やインフレ見通し、新政権の実行力に対する期待感などもあり、上昇に転じるとみています。

**南アフリカランド:** 準備銀行はインフレ動向や景気に配慮しつつ、政策金利が当面は高い水準に維持されるとみられます。しかし、電力不足の景気に対する影響が懸念されることもあり、当面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

- 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:  
S&P Dow Jones Indices LLC 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