

# 投資環境見通し（2015年10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 利上げ開始を巡る 議論は続く

注目された9月のFOMC(連邦公開市場委員会、16～17日開催)では利上げ開始は見送られ、声明文は利上げに対して慎重な内容でした。しかし、FRB(連邦準備制度理事会)議長はその後の講演で「年内の利上げ開始が適切」との考えを改めて示しました。FRB各理事の講演を通じた利上げ開始を巡る議論はなおも続いており、このことが**利上げ開始時期を巡る不透明感**につながっています。ドル高の影響などから製造業にやや懸念はありますが、雇用の着実な改善や好調な住宅投資などから、多少の利上げで景気が腰折れする可能性は低いとみられ、FRBは**金融市場が落ち着けばいつでも利上げを実施する**とみられます。株式相場は、利上げに伴いドル高が進展し、製造業を中心に企業業績が悪化するとの見方につながることから、上値が抑えられることも考えられます。長期金利については低下余地は限定的と考えられますが、インフレ期待も低下していることから上昇圧力も弱く、利上げを織り込む相場展開においても低位で推移すると予想しています。

## ②欧州 量的緩和政策の 行方

景気は内需を中心に回復していますが、中国をはじめとする新興国景気の減速を受けた先行き不透明感が広がっています。また、原油価格の下落がインフレ見通しを下げており、消費者物価指数の上昇率(前年比)は0%近辺に低下しています。ECB(欧州中央銀行)は9月の理事会で景気およびインフレ見通しを下方修正しており、今後好転しなければ2016年9月までとされている**現行の量的緩和政策の期限が延長される可能性**もあります。量的緩和政策が長期化するとの見方から、ドイツ長期金利は低位で安定した推移が見込まれます。ユーロ/ドルは米国の利上げ観測もあり、**ユーロ安・ドル高傾向**が予想されます。株式相場は、低金利とユーロ安が支援材料とみられますが、世界景気の不透明感が残る中、反発余地は限定的とみられます。中東からの移民受け入れ問題に関しては、短期的には社会保障コストの増加や政治的な不安定拡大といったマイナス面が注目されますが、長期的には安価な労働力の供給や消費拡大といったプラス効果も予想されます。

## ③日本 今後の金融・財政 政策に注目

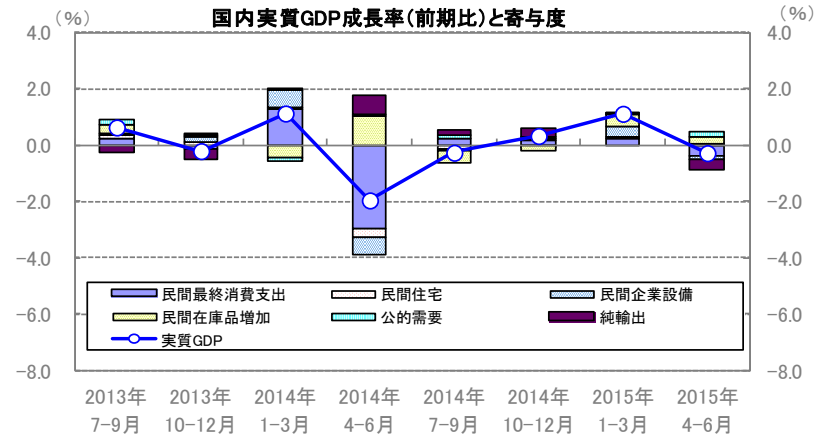
景気については、マイナス成長となった4～6月期からの回復力の弱さが明らかになってきました。中国をはじめとする新興国景気の減速はある程度は予想されていましたが、**内需についても良好な雇用環境に対して所得の伸びは弱く、個人消費の回復も遅れ**ています。設備投資の先行指標とされる機械受注の伸びについても、このところは足踏み状態となっています。消費者物価指数(生鮮食品を除くコア)は原油価格下落の影響から前年比でマイナスと、日銀による異次元緩和の導入時の水準に戻りました。こうした中、**10月末の日銀金融政策決定会合に向けた追加金融緩和期待の高まり**は自然な流れと考えられます。また、首相は今後は経済政策に注力すると表明しており、**財政出動の可能性**も出てきています。金融市場は、当面は海外要因の影響を受けやすく、中国の景気減速や米国の利上げ開始時期に対して神経質な展開が続くとみられますが、**徐々に政策期待を反映した展開**に移行するとみています。

## ④新興国 中国:政策対応は 不可避

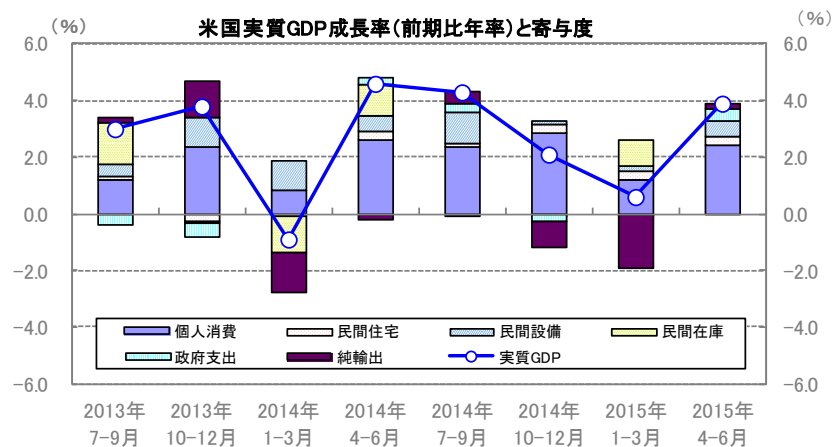
【中国】**景気の減速基調が続いています**。株式相場は下落一巡後も、反発力に乏しく底ばいの状況が続いています。政府は景気回復を確実にすべく、経済対策に本格的に取り組むとみられます。財政・金融両面から対策が打ち出されるとみられますが、経済指標の改善が確認されるまでは、株式相場は不安定な状況が続くとみられます。【ブラジル】インフレ率は高止まりを続け、失業率は7%台半ばまで上昇しています。自国通貨安においても輸出は伸び悩み、一方で景気後退による輸入の減少もあり、貿易収支は結果的に改善しています。**景気回復に向かうには相当の時間が必要**とみられます。

# 内外経済

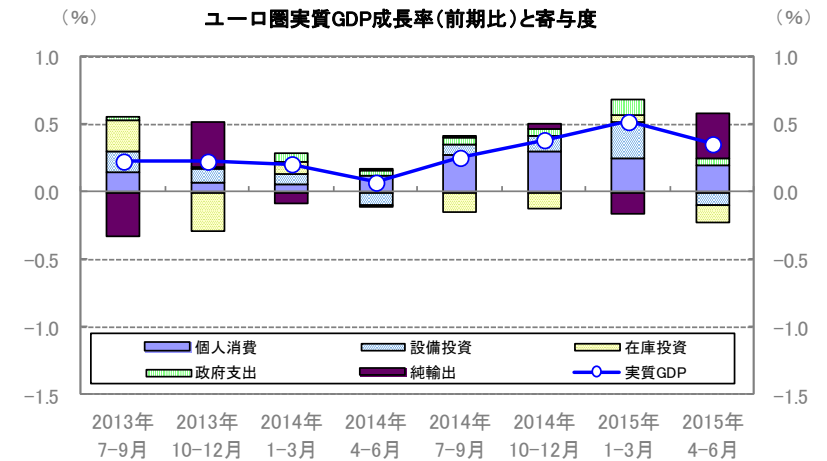
## 日本経済



## 米国経済



## 欧州経済



### 日本:

4～6月期の実質GDP成長率は、前期比▲0.3%(年率▲1.2%)と、3四半期ぶりのマイナス成長となりました。

### 米国:

4～6月期の実質GDP成長率は前期比年率+3.9%と、前期(同+0.6%)から大きく伸び率を高めました。

### 欧州(ユーロ圏):

4～6月期の実質GDP成長率は前期比+0.4%と9四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(9月)

国内長期金利は月後半に低下

国内株式相場は中国の景気減速懸念や米国の利上げ開始時期を巡る不透明感から下落

長期金利は米国、欧州ともに低下

外国株式相場は、中国の景気減速懸念から軟調な展開

10年国債利回りは、株式相場の不安定な展開が続く中、月前半は0.3%台後半でのレンジ内の動きが続きました。FOMCでは利上げ開始が見送られた後には**超長期を中心に投資家の国債を買う動きが広がり**、10年国債利回りは低下しました。

国内株式相場は、低調な中国製造業PMI(政府および民間調査)などを受けて下げて始まりました。その後は、中国の政策期待に加えて米国ではFOMCを前に利上げ開始が先送りされるとの見方から値を戻す場面がありましたが、FOMC後の**米国では改めて利上げ開始時期を巡る不透明感が広がったことに加え、フォルクスワーゲン社の排気ガス試験を巡る不正問題から世界の株式相場が下げた影響もあり**、再び下落しました。

米国:長期金利は、月半ばにかけて需給懸念の台頭に加え、高水準の労働関連統計により上昇しました。しかし利上げ実施の見送りや軟調な資源価格、**世界的な景気への不安**などもあり長期金利は低下に向かいました。

欧州:ドイツ長期金利は、一時ドイツ国債の入札が不調であったことや英国中央銀行による利上げ観測、**世界的な景気への不安**が意識されたことなどから金利は上昇したものの、FOMC後には世界的に金利が低下する中、ドイツ長期金利は0.6%近辺まで低下しました。

先進国:**中国景気の減速による世界景気に対する懸念**、および米国の利上げ開始時期を巡る不透明感に加え、FOMCで利上げが見送られた後は**米国景気に対する慎重な見方**も広がり、株式相場は軟調に推移しました。

新興国:中国の景気減速懸念から、株式相場は軟調な展開が続きました。

## 《9月の市場動向》

|            | 2015/9/30 | 2015/8/31 | 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    | 0.36%     | 0.38%     | ▲0.02% |
| 米国10年国債    | 2.04%     | 2.22%     | ▲0.18% |
| ドイツ10年国債   | 0.59%     | 0.80%     | ▲0.21% |
| 英国10年国債    | 1.76%     | 1.96%     | ▲0.20% |
| 豪10年国債     | 2.61%     | 2.66%     | ▲0.06% |
| ブラジル10年国債  | 15.40%    | 14.27%    | +1.14% |
| 南アフリカ10年国債 | 8.45%     | 8.35%     | +0.10% |
| 株価指数       | 前月末       | 前々月末      | 前々月末比  |
| 日経平均株価     | 17,388.15 | 18,890.48 | ▲7.95% |
| TOPIX      | 1,411.16  | 1,537.05  | ▲8.19% |
| ダウ工業株30種平均 | 16,284.70 | 16,528.03 | ▲1.47% |
| S&P500     | 1,920.03  | 1,972.18  | ▲2.64% |
| ナスダック指数    | 4,620.17  | 4,776.51  | ▲3.27% |
| FTSE100    | 6,061.61  | 6,247.94  | ▲2.98% |
| DAX        | 9,660.44  | 10,259.46 | ▲5.84% |
| ハンセン指数     | 20,846.30 | 21,670.58 | ▲3.80% |
| 為替相場       | 前月末       | 前々月末      | 前々月末比  |
| 米国ドル/円     | 119.88    | 121.23    | ▲1.11% |
| ユーロ/円      | 133.99    | 135.90    | ▲1.41% |
| 英国ポンド/円    | 181.35    | 186.01    | ▲2.51% |
| 豪ドル/円      | 84.12     | 86.23     | ▲2.45% |
| ブラジルリアル/円  | 30.37     | 33.45     | ▲9.23% |
| トルコリラ/円    | 39.61     | 41.57     | ▲4.73% |
| 南アフリカランド/円 | 8.65      | 9.13      | ▲5.19% |

※出所: Bloomberg

# 各資産の投資環境見通し

## ✓ 国内債券

### 10月末の日銀金融政策決定会合に注目

10年国債利回りは、0.3%台を中心としたレンジでの動きを予想しています。10月末の日銀金融政策決定会合に注目しており、追加の金融緩和に関して同会合で予想される結果とその後の相場動向について以下のように予想しています。

○追加緩和の決定

①国債の年間買入れ額を100兆円に引き上げに加えて、買入れ年限長期化(想定される内容)⇒長期金利は一旦上昇の後、レンジでの動きになるとみられます。ただし、超長期に対する需要次第で同年限を中心に再び金利は低下に向かうとみています。

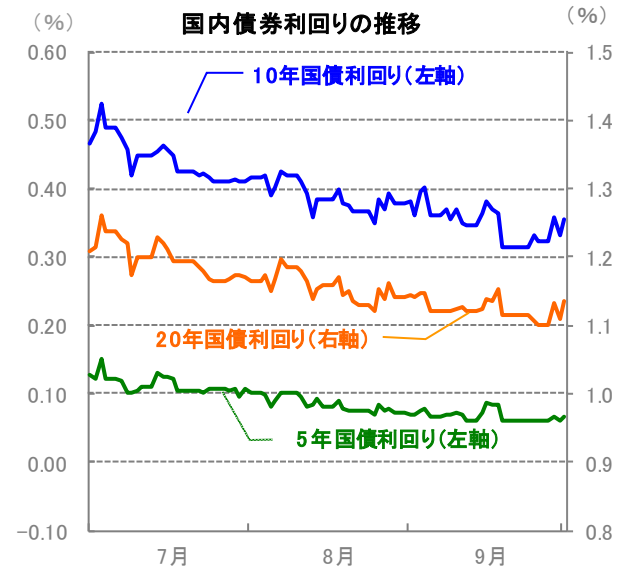
②上記買入れ額100兆円超に加えて、さらに超過準備預金への付利引き下げ⇒短期の年限から金利の低下余地を探る展開になるとみられます。

○追加緩和の見送り⇒長期金利は一旦上昇後、為替、株式相場の反応を確認しつつ、低下に向かうとみられます。

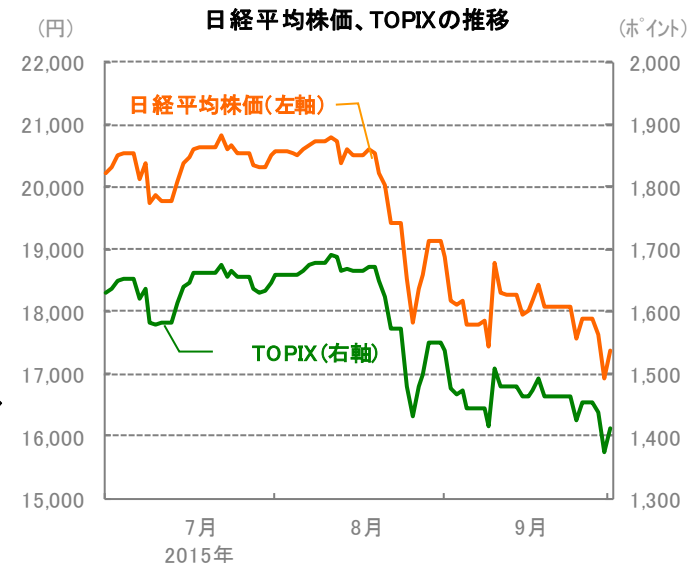
国内株式相場は、**不安定ながらも下値を確認する展開**と予想しています。米国では、住宅関連指標が回復を示すなど底堅い景気回復が続くとみられますが、ドル高の企業収益に対する影響も懸念されます。欧州では、引き続きギリシャ支援問題を抱えながらも、傾向としては緩やかな景気回復局面にあるとみています。日本では、2016年度以降も企業業績は増益基調が続くと予想されており、株式相場は上昇のきっかけを見極める時期に来ているとみています。ただし、**中国の景気減速が世界経済に与える影響が懸念されることから、株式相場の反転、上昇にはやや時間を要する**とみています。

## ✓ 国内株式

### 国内株式相場の反転、上昇にはやや時間を要する



\*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

長期金利は米国では上昇圧力が抑制され、ユーロ圏では国債需給の好転が期待されるもギリシャやスペインの政治動向に注意

**米国:** 景気は家計部門を中心に良好な状況の中、引き続き利上げ開始時期が模索されると思われます。ただし、製造業の景況感に低下がみられることに加えて、中国をはじめとする新興国景気の減速懸念も強く、原油など資源価格の下落もあり期待インフレ率は低水準で推移しています。足元の金融市場の動揺が企業の投資意欲、資金調達環境の悪化につながる可能性に加え、世界的な景気減速、低水準にある物価上昇率、日欧を始めとする金融緩和政策の長期化および強化が長期金利の上昇を抑制するとみています。

**欧州:** 景気は内需要因を中心に堅調に推移しています。一方、物価については軟調な資源価格により下押し圧力の強い状況が続いています。各国予算案では緊縮財政の基本姿勢が確認されています。一時的に悪化がみられた国債需給は10月以降には再び好転し、周辺国国債のドイツ国債の利回り格差縮小を伴って、長期金利が低下するとみられます。ただ、現ギリシャ政権の緊縮財政の実行可能性、カタルーニャ自治州の選挙結果を受けたスペインの政治動向には引き続き注意を要するとみられます。

9月のFOMCでは、海外経済や金融市場の混乱が米国の経済活動やインフレに対する下押し圧力になる可能性が指摘されました。当面の株式相場は各地域の経済指標に反応しやすく、変動率の高い展開が続くとみています。特に米国景気に減速の兆候がみられた場合には、下値を模索する可能性も考えられます。7～9月期の米国企業の利益成長率は、全体ではマイナスと予想されています。当面はこうした中でも業績見通しの良好な銘柄が選好されやすい展開とみられます。

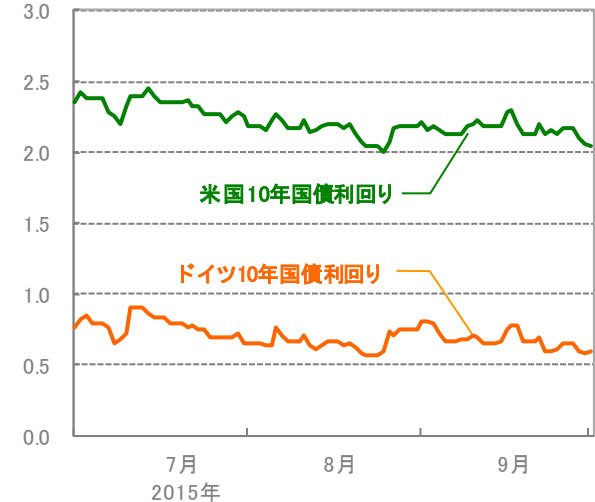
<地域別の主な注目材料>

- ・米国: 経済指標と為替相場の動向、7～9月期の企業業績
- ・欧州: ユーロ圏の金利・為替動向、ギリシャ政局
- ・新興国: 中国の経済指標、新興国通貨や資源価格の動向

## ✓ 外国株式

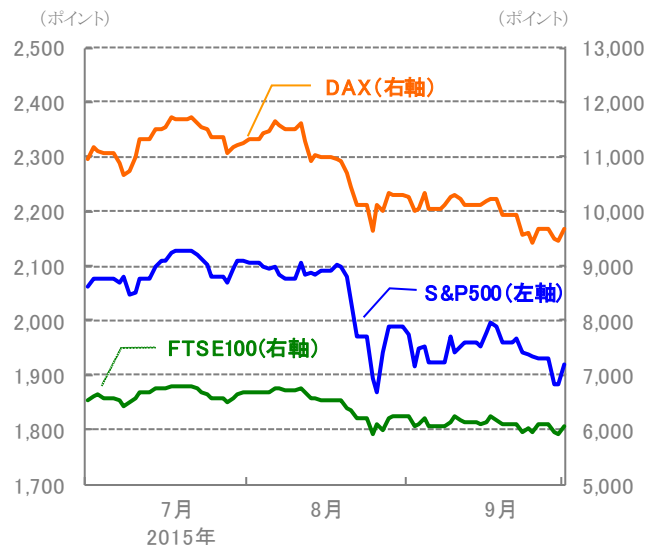
経済指標に反応しつつ変動率の高い状況が続く

(%) 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

※ 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

ドルの上昇トレンドへの回帰が予想されるも上値は限定的

**米ドル:** 9月のFOMCでは、短期的なインフレ率低下の可能性、海外情勢を巡る不透明感が考慮され、利上げは見送られました。しかし、インフレ率低下は短期的で、海外情勢についても米国景気への影響は限定的との見方から、**金融市場の落ち着きとともに利上げを開始するとみられます**。FOMCメンバーによる政策金利見通しが下方修正されたこともあり、**ドルの上昇余地は限定的**とみています。また、ドル安が進む場面では、日銀やECBの追加金融緩和観測や要人発言が意識されるとみられます。

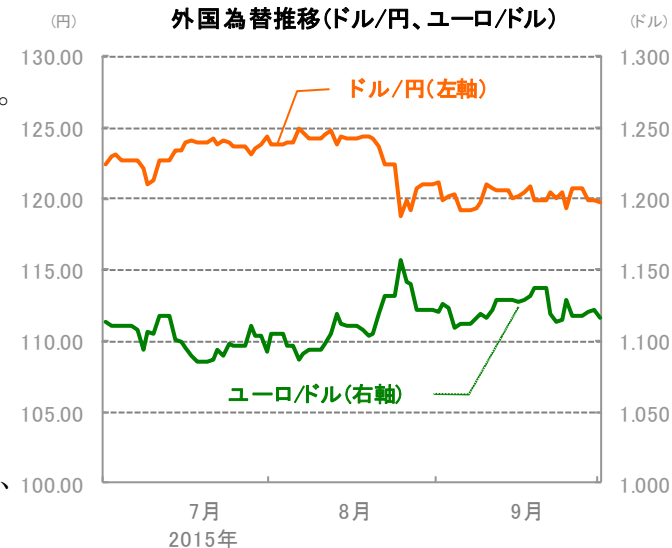
**ユーロ:** 景気は内需を中心に堅調に推移し、インフレについては下押し圧力の強い状況が続いています。金融市場における足元の動揺からユーロが選好されやすい状況と考えられますが、ECBによる追加金融緩和観測に加えて、ギリシャやスペインなど政治的な不透明感から、**ユーロの上値も限定的**とみています。

**日本円:** 米国では年内の利上げ観測が高まる一方、国内では日銀による追加金融緩和観測が高まりつつあります。同金融緩和を巡る思惑から市場の変動率が高まる可能性もありますが、傾向としては**ドル高への回帰**が予想されます。ただし、FOMCメンバーによる政策金利見通しが下方修正されたこともあり、**円の下値は限定的**とみています。

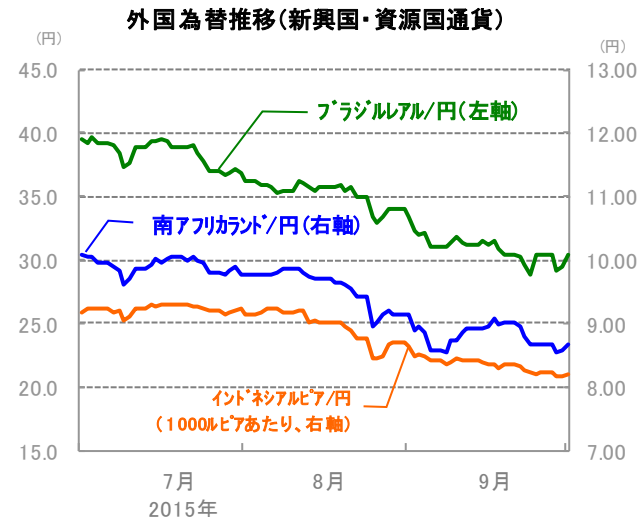
**ブラジルレアル:** 今後も高金利政策が続くとみられるものの、経済・政治の先行き不透明感が強く、**上値の重い展開**になるとみています。

**インドネシアルピア:** 景気やインフレ見通しに対する不透明感から上値は抑えられていますが、**徐々に底値を形成する動き**になるとみています。

**南アフリカランド:** 米国の利上げ開始時期や中国の景気動向の不透明感が懸念材料ですが、**相対的な金利の高さが支援材料**になるとみられます。



\*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