

投資環境見通し（2013年12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 政府機関の一部閉鎖 の影響は限定的

10月調査の経済指標は政府機関の一部閉鎖の影響から弱めになるとみられていましたが、実際には雇用統計をはじめ市場予想に対して概ね良好な結果となりました。これまでは**来年3月以降に先送りされとの見方が多かったQE3(量的金融緩和第3弾)の縮小開始が、今年12月または来年1月にも行われるとの見方が広がっています**。縮小開始時期は今後の経済指標によって判断されるとみられますが、市場参加者の関心は縮小開始時期から、開始後の当局による将来の金融政策に対する示唆へと移りつつあるように思われます。株式相場は、次期FRB(連邦準備制度理事会)議長の指名承認公聴会での発言によって景気回復下での金融緩和継続に対する期待が高まり、S&P500などの株価指数は史上最高値を更新しました。**良好な外部環境などから一段の上昇も見込まれますが、業績予想は下方修正傾向にあることから、今後は高値警戒感が広がる可能性もあります**。債券相場は、QE3を早期に縮小するとの見方から金利は上昇しましたが、低金利政策継続への期待や低インフレを背景に、一段の金利上昇余地は限られるとみています。

②欧州 弱い景気回復力

ユーロ圏の7~9月期実質GDP成長率は前期比+0.1%と前期から鈍化し、景気回復力の弱さが確認されました。ECB(欧州中央銀行)はインフレ率の低下を受けて予想外の利下げを実施し、一段の金融緩和についても含みを残しています。**欧州債務問題は収束に向かいつつありますが、緊縮財政の影響や、ECBによる統一的な銀行資産査定に向けて銀行の貸出態度が消極化しやすい環境が続く、景気回復は本格化には至らず、金融政策は緩和姿勢が維持されるとみえています**。こうした中、米欧の景況格差はあるものの、米国における低金利政策の長期化やユーロ圏の対外収支改善などを背景に、外国為替市場ではユーロが売られにくくなっています。**株式相場はユーロ圏景気を牽引するドイツを中心に上昇していますが、ユーロ高がさらに進むと企業業績に対する懸念が広がる可能性があります**。

③日本 日経平均株価は今年 の高値圏へ上昇

株式相場は上昇し、日経平均株価は今年の高値圏で推移しています。主に米国における好調な景気や金融緩和の長期化に加えて、円安が進んだことなどが、要因として挙げられます。国内では、「成長戦略実行国会」と位置づけられた臨時国会において「特定秘密保護法案」が注目される状況になっており、成長戦略については大きな材料になっていないようです。一方、債券相場は市場参加者の売買は鈍いものの日銀による大量の国債買い入れが支える構図が続いており、株価の上昇にも関わらず比較的落ち着いた動きとなっています。**株式市場では今後も海外要因の影響を受けやすい状況が続くとみられますが、米国のQE3縮小が円安につながると考えられ、相場は堅調に推移するとみています**。また、債券相場は好需給と投資家のリスク性資産を嗜好する姿勢から横ばいを予想しています。

④中国 構造改革の実行に 期待

中国では共産党中央委員会第三回全体会議(三中全会)が開かれました。同会議での決定は具体策に欠けるとの批判もあるものの、現実的な構造改革の方針を示したものとして、今後の着実な実行が期待されます。景気面では、製造業PMI(民間発表)が市場予想を下回り、やや回復ペースが鈍っている模様ではありますが、世界的に投資家がリスク性資産を嗜好する中、株式相場は底堅く推移すると予想します。

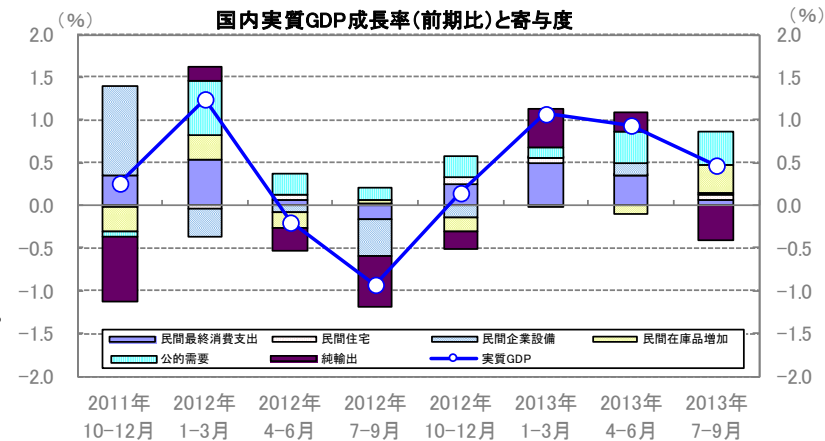
内外経済環境見通し

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+0.5%（年率+1.9%）と、同+0.9%だった前期から減速したものの、4四半期連続のプラス成長となりました。

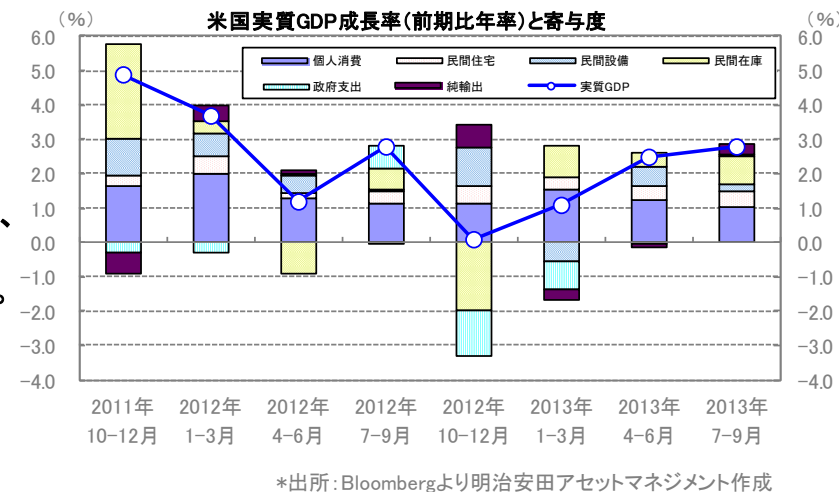
個人消費は賃金が伸び悩む中で物価が上昇していることなどから足踏み状態となっています。今後は消費税引き上げ前の駆け込み需要により一時的に伸びが高まることが見込まれます。一方、住宅投資は駆け込み需要により好調が続いていますが、今後は減速が見込まれます。公共工事は人手不足が懸念されていますが増勢を維持しています。全体としては緩やかな回復トレンドの中、個人消費の駆け込みにより、年度末にかけ成長率は押し上げられると予測します。



米国経済

財政問題は景気に対して悪影響

7～9月期の実質GDP成長率は、前期比年率+2.9%と同+2.5%だった前期から加速しました。10月1日～16日に政府機関が一部閉鎖されましたが、10月の雇用統計や個人消費などの経済指標は市場予想に対して良好だったことから、同閉鎖の影響が限定的だったことが判明しました。ただし、来年初には再び同様の事態となる可能性が残っており、一部の企業景況指数に悪化もみられます。今後も財政問題が景気抑制要因となる可能性はありますが、家計のバランスシート調整が進んだことや、緩和的な金融政策の継続が見込まれることから、緩やかな景気回復のトレンドは続く予測します。



内外経済環境見通し

欧州経済

非常に緩慢な景気回復

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。

国別にみても、重債務国ではスペインの成長率が10四半期ぶりにプラス成長となる一方、中核国ではフランスの成長率がマイナスに転落するなど、景気は最悪期を脱したとはいえ、足取りは不安定な状況が続いています。また、景気の停滞を反映してインフレ率が急低下し、ECBは半年ぶりに利下げに踏み切りました。しかし、資金需要が弱い中での利下げ効果は限定的とみられ、一方で財政緊縮の影響は弱まるものの景気下押し要因であることには変わりはないため、非常に緩慢な景気回復になると予測します。

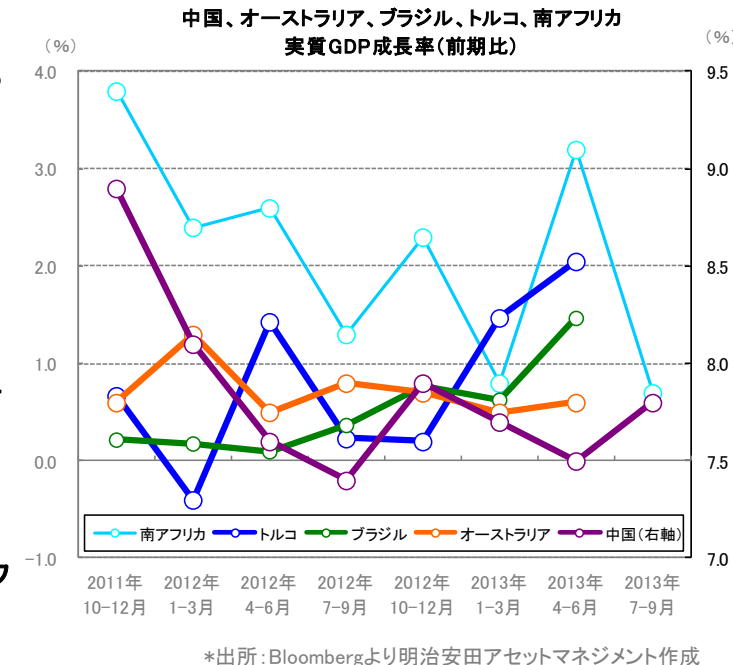
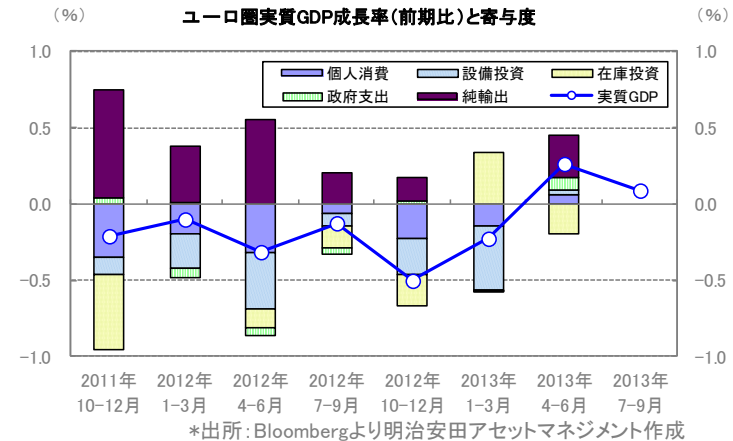
新興国・資源国経済

景気回復は緩やかなペース

【中国】景気は緩やかな持ち直し局面に入っています。製造業PMIは政府、民間調査ともに拡大・縮小の分かれ目となる50を維持し、工業生産、小売売上なども僅かながら市場予想を上回る伸びとなっています。三中全会では市場重視の経済改革を進める方針が示されましたが、具体策は政府の各部門に委ねられている状況です。

【ブラジル】景気は、経済的な結びつきの強い中国や欧州で回復の兆候がみられるものの急回復には至らないこと、国内主要産業である自動車の生産、販売、輸出がさえないことから、緩やかな回復ペースにとどまるとみています。インフレについては政府および中央銀行の目標とするレンジ(4.5%±2%)に収束しており4月以降の金融引き締め効果が現われています。

【南アフリカ】7～9月期実質GDP成長率は前期から減速し、製造業生産や小売売上高が市場予想を下回りました。インフレは減速するも依然として同国の目標レンジの上限付近となっています。



各資産の投資環境見通し

前月の投資環境(11月)

10年国債利回りは一時上昇するも月末にかけて低下へ

QE3縮小への思惑や円安進行などから国内株式相場は堅調に推移

長期金利は米国では上昇、欧州(ドイツ)ではレンジ内での動き

外国株式相場は、次期FRB議長発言やECBの追加利下げなどから上昇

10年国債利回りは、日銀の国債買入れオペなどにより概ね低位で推移しました。10年国債入札が順調だったこと等から、10年国債利回りは一時0.6%を下回りました。その後は、**米国長期金利の上昇や日米の株高、円安進行を受けて0.6%台半ばまで上昇**する場面もありましたが、**月末にかけては債券が再び買われ、同利回りは0.6%近辺まで低下しました。**

米国では雇用統計が市場予想に対して良好だったこと、次期FRB議長が指名承認公聴会で量的緩和政策の必要性を示したことに加えて、米国では史上最高値を一時更新するなど**海外株式相場が堅調**だったこと、米国やドイツの良好な経済指標を受けて**主要通貨に対し円安が進んだこと**などもあり、**国内株式相場は堅調に推移**しました。

米国では**経済指標が良好**だったことに加え、FOMC議事録からテーパリング(量的金融緩和の縮小)開始時にはフォワードガイダンス(将来の金融政策の示唆)の強化を行うことが議論されたことも明らかとなり、同開始観測が急速に高まり、**長期金利は上昇**しました。**欧州(ドイツ)**では、ECBによる予想外の利下げが実施されたことや7~9月期の実質GDP成長率が鈍化した一方、スペイン等への金融支援完了を受けて欧州債務問題への懸念がさらに後退したこともあり、**長期金利はレンジ内での動き**となりました。

外国株式相場は、**米国では雇用などの景気指標や次期FRB議長の指名承認公聴会での発言**などからQE3の縮小開始時期に対する警戒感がやや後退したこと、**欧州ではECBによる予想外の追加利下げによる景気回復期待**などを受けて**上昇**しました。中国では三中全会後に徐々に明らかになった構造改革の具体策が評価され、**上昇**する場面がありました。

《11月の市場動向》

	2013/11/29	2013/10/31	騰落率(幅)
債券利回り	前月末	前々月末	前々月末比
日本10年国債	0.61%	0.60%	+0.01%
米国10年国債	2.74%	2.55%	+0.19%
ドイツ10年国債	1.69%	1.67%	+0.02%
英国10年国債	2.77%	2.62%	+0.15%
豪10年国債	4.22%	4.02%	+0.20%
ブラジル10年国債	12.89%	11.69%	+1.20%
南アフリカ10年国債	8.01%	7.56%	+0.44%
株価指数	前月末	前々月末	前々月末比
日経平均株価	15,661.87	14,327.94	+9.31%
TOPIX	1,258.66	1,194.26	+5.39%
ダウ工業株30種平均	16,086.41	15,545.75	+3.48%
S&P500	1,805.81	1,756.54	+2.80%
ナスダック指数	4,059.89	3,919.71	+3.58%
FTSE100	6,650.57	6,731.43	▲1.20%
DAX	9,405.30	9,033.92	+4.11%
ハンセン指数	23,881.29	23,206.37	+2.91%
為替相場	前月末	前々月末	前々月末比
米国ドル/円	102.44	98.36	+4.15%
ユーロ/円	139.22	133.60	+4.21%
英国ポンド/円	167.67	157.76	+6.29%
豪ドル/円	93.30	93.00	+0.32%
ブラジルレアル/円	43.85	43.91	▲0.14%
トルコリラ/円	50.72	49.22	+3.04%
南アフリカランド/円	10.07	9.79	+2.87%

※出所: Bloomberg

各資産の投資環境見通し

✓ 国内債券

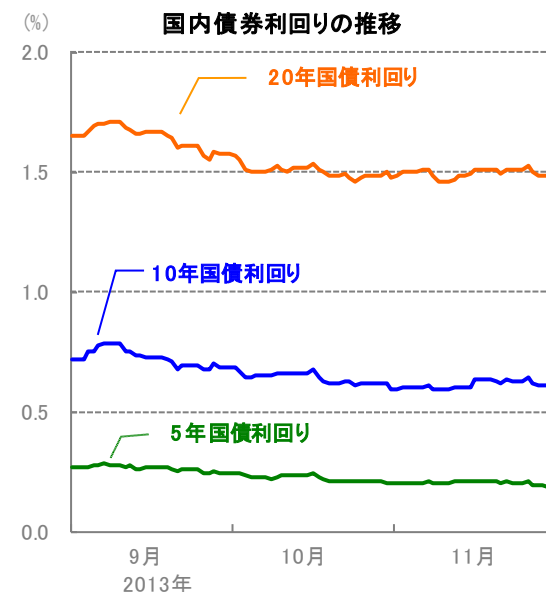
長期金利はレンジ内での推移が続く

米国ではQE3縮小について当面利上げには至らないとの見方が広がり、国内では消費者物価指数の2%上昇の目標達成に向けた日銀の更なる追加緩和策としてのETF(上場投資信託)の買い増し等に対する期待の高まりが、国内外の株式相場の上昇につながっていると考えられます。

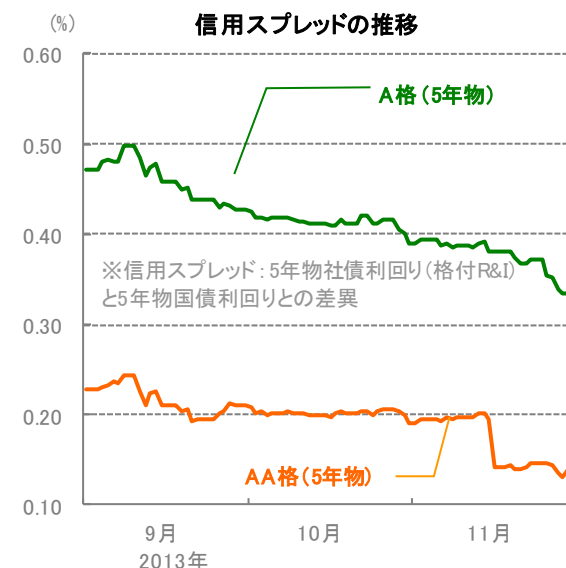
米国債券相場については、長期金利のレンジに大きな変化はみられませんが、依然としてQE3縮小開始を巡る要人発言やFOMC議事録を受けて、長期金利が大きく動く展開が続いています。

一方、国内債券相場は外部環境が悪化しているものの、長期金利は低位のレンジ内での動きとなっています。国内の大手機関投資家は現行の金利水準で債券残高を再び増やす予定はないとみられ、長期金利が上昇する可能性がある一方、足元の株高、円安の勢いが衰えると、長期金利が低下する可能性もあります。

いずれにせよ、国内債券相場は日銀による大量の国債買い入れが下支える中、長期金利はこれまでの水準近辺でのレンジ内での推移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



*出所: Bloombergより明治安田アセットマネジメント作成

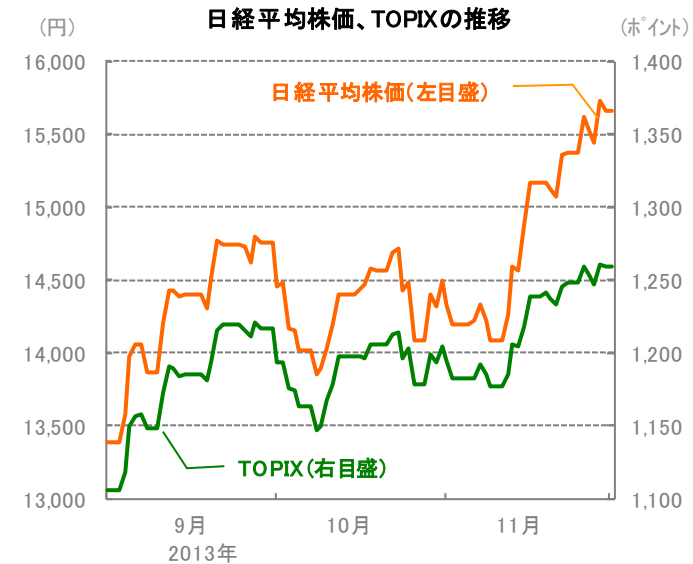
各資産の投資環境見通し

国内株式

年初来高値を意識しつつ更に上昇へ

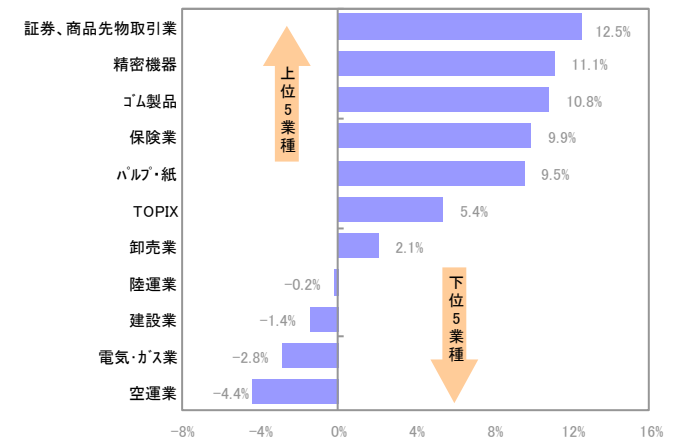
12月の国内株式市場は、年初来高値を意識しながら**上値を追う展開**を予想します。外国為替相場が景気格差に対する反応を強める中、堅調な米国景気を受けて今後の**円高進展の可能性が低下しているとみられることから、好調な企業業績の支援材料となり、年度末にかけては上振れる可能性**があるとみています。

TOPIXのレンジは1,100から1,400ポイントで推移すると予想しています。



*出所: Bloombergより明治安田アセットマネジメント作成

業種別騰落率
2013年10月末～2013年11月末



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

米国金利の上昇圧力は鈍化、
欧州(ドイツ)金利は引き続き
低水準で推移

米国: 企業部門では先行きの業績鈍化を示す指標もみられますが、政府機関の一部閉鎖による悪影響は顕在化せず、クリスマス商戦や来年の景気についても楽観的な見方へと傾きつつあります。QE3縮小開始への思惑が長期金利の上昇圧力となっていますが、**金融政策の先行きに対する指針強化の方策が模索されていることや期待インフレ率が低位安定していることから長期金利の上昇圧力は鈍化するとみています。**

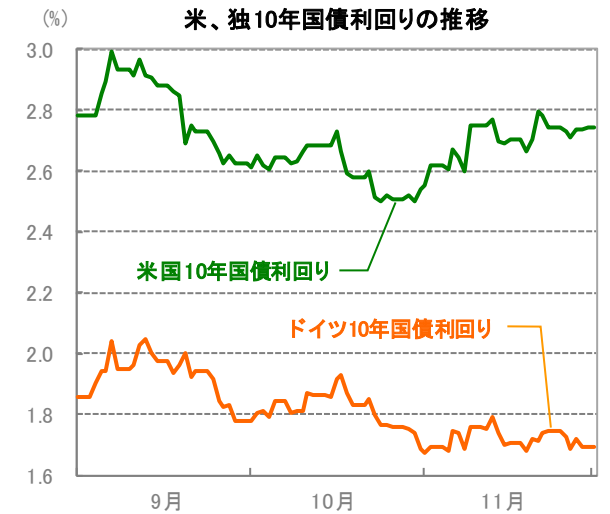
欧州: ドイツでは堅調な景気を維持していますが、**欧州全体では10月以降、若干の減速傾向がみられます。**欧州では景気回復の脆弱性とインフレ鈍化による追加金融緩和への期待、ECBによる銀行監督一元化を控えたバランスシート調整圧力の高まり(安全資産選好の強まり)などから、**ドイツ長期金利は引き続き低位で推移するとみています。**

新興国・資源国金利

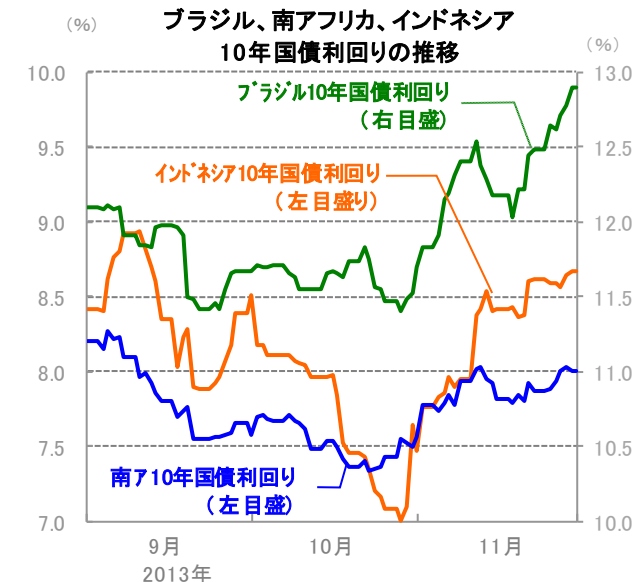
【ブラジル金利】直近の物価については、中央銀行が指標とするインフレ率(IPCA前年比)は10月が+5.84%と前月からは低下していますが、前年の10月(+5.45%)を上回っています。ただ今回の金融政策会合における声明からはこれまでみられたインフレに関する文言が削除されました。金融引き締めの効果が出ており**利上げも最終局面を迎えていると思われ、長期金利も落ち着くとみています。**

【インドネシア金利】中央銀行は市場の予想に反して政策金利を0.25%引き上げました。11月のインフレ率は対前年比+8.37%と前月から上昇しました。経常赤字に改善の兆しがみられない中、当面金利は上昇傾向が続くとみています。

【南アフリカ金利】景気が減速する中、インフレ率が目標レンジの上限近くにあることから、**政策金利は当面現在の水準が維持され、市場金利について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

各資産の投資環境見通し

✓ 外国株式

米国の量的緩和政策の縮小に対する観測やユーロ高などがリスク要因

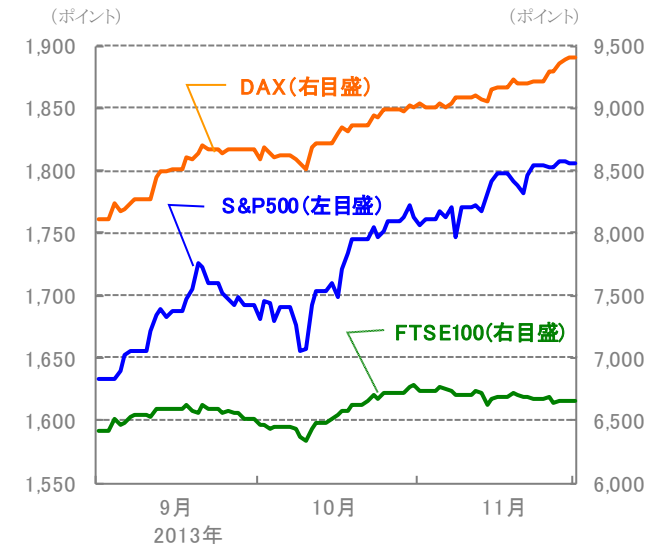
米国ではテーパリング開始が先送りされるとの観測、連邦債務問題に関わる上下院の早期合意に対する期待（政府資金は2014年1月15日まで手当、連邦債務上限は2月7日まで引き上げ）、クリスマス商戦への期待などに支えられ、株式相場のさらなる上昇も予想されますが、同開始時期を巡る楽観的な見方が後退した場合には一時的な調整局面を迎えることも予想されます。

欧州では景気回復ペースは依然として弱く、金融緩和の長期化が株式相場を下支えすることが見込まれるものの、ユーロ高が企業業績の改善を鈍化させる可能性があります。

中国では経済成長ペースが安定しつつありますが、住宅市場の過熱は解消されておらず、今後の政策運営次第では不良債権問題や社会問題が深刻化する可能性もあります。

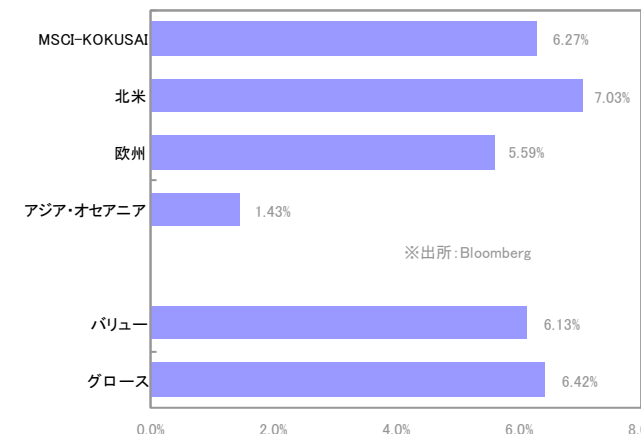
2014年の企業利益成長見通しの下方修正の流れは収束しておらず、業績期待に支えられた株価の大幅上昇は見込みづらい状況にあると考えています。

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
2013年10月末～2013年11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、ユーロは日本円に対して強含み

米ドル:米欧の景況感格差、金融政策の方向性や金利差、米国ファンダメンタルズの改善といったドル高要因がある一方で、フォワードガイダンス強化予測などもあり、一方的な上昇にはつながらず**強含み**程度にとどまるとみています。

ユーロ:LTRO (ECBによる金融機関向けの長期貸出) 返済といったECBのバランスシート圧縮の方向性もユーロのじり高地合いの支援材料となり、**強含み**で推移するとみています。

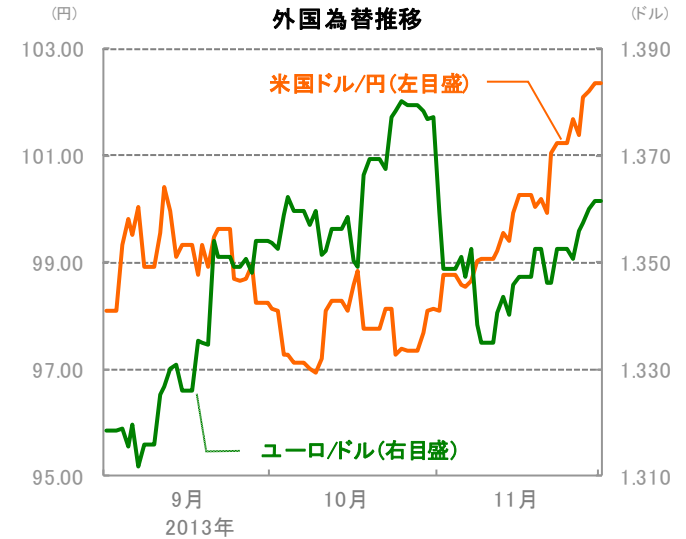
日本円:日銀の量的緩和が強化されるとの観測も依然根強く、**上値は重い**とみています。

新興国・資源国通貨

【ブラジルレアル】足元では弱含みの動きとなっていますが、**通貨防衛策、利上げ、証券投資資金の流入継続**などから底堅さもみられ始めています。ただ米国の財政問題、金融政策を巡る先行きの不透明感も払拭されておらず、状況によっては安全資産選好の動きが強まることも予想されます。

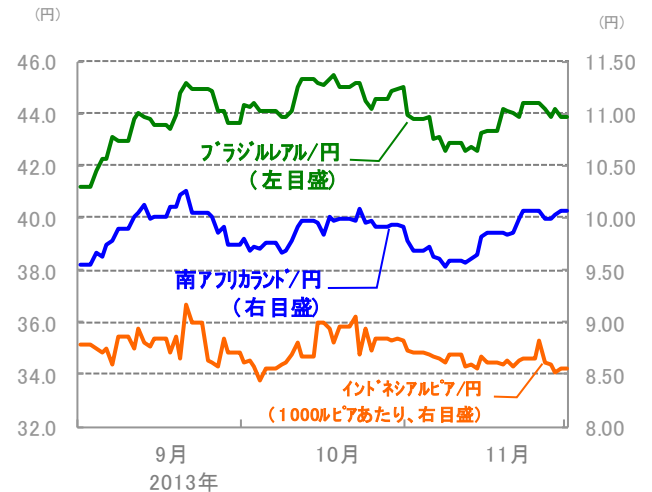
【インドネシアルピア】政府・中央銀行は様々な通貨安対策を実行していますが、**实体经济の弱さ**などから通貨安傾向に歯止めがかかっていません。経常赤字に対する懸念が根強いこともあり、不安定な動きがしばらく続くとみられます。

【南アフリカランド】景気減速に加えて、構造的な貿易赤字などが通貨安要因と考えられますが、投資家のリスク資産を選好する動きがみられる中、**相対的に高い金利水準が下支え**るとみられることから、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.