

# 投資環境見通し（2011年1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

（社）日本証券投資顧問業協会会員 / （社）投資信託協会会員

# 投資戦略のポイント

## ①米国インフレ率と雇用環境

景気回復基調が続き、株価も上昇しているため、今後FRB(米連邦準備制度理事会)の金融政策のカギを握るのはコア・インフレ率と失業者数の減少である。足元のCPI(消費者物価指数)コアやコアPCE(個人消費支出)の伸び率は低いが、CPIの下方圧力となっていた住宅関連項目や帰属家賃(持ち家の所有者が自身に家賃を支払っていることを想定した家賃の額)が底を打っており、ここから指数は緩慢ながら上昇していくだろう。失業率の改善は遅々として進んでいないが、週間の新規失業保険申請者数は40万人前後まで減少した。過去の例によれば、40万人割れの水準が継続した場合、利上げが実施される。足元のFFレート先物を見ると、2011年末までの利上げが概ね織り込まれつつあり、半年ほどは利上げが前倒しになる可能性が高まっている。こうした外部環境から、**米国長期金利は3%近辺に低下する可能性はあるが、その後は再び上昇圧力がかかるだろう。**

## ②日本株上昇トレンドは継続

12月第3週まで日経平均株価は7週連続で上昇したため、1月中旬にかけては利益確定売りから押す場面があるだろう。テクニカルでは騰落レシオの上昇、裁定買い残増加、株式先物買い・債券先物売りの一巡、また日米長期金利上昇の一服などからみて、目先の軽い株価調整は健全だといえる。しかし、1月後半からは**第3四半期の決算報告、景気踊り場からの脱却、所得や雇用環境の改善、米国景気の堅調などから再び株価が上昇する可能性は高い。**企業のROE(株主資本利益率)の改善も、PBR(株価純資産倍率)の上昇につながり株価を下支えするだろう。為替が円安に振れば、さらに日本株にとっては追い風となる。

## ③新興国市場には変化の兆し

ここまで好調だったBRICs市場だが、エネルギー価格上昇の恩恵を受けているロシアを除いて、11月初めから株価は軽い調整に入っている。FRBのQE2(量的緩和第2弾)後上昇を続ける日米株価とは対照的だ。米国の量的緩和によって過剰流動性が新興国に流れ込み、好調な景気を反映してさらに消費意欲が旺盛になると、インフレの上昇とともに貿易赤字が拡大するリスクが高まる。ブラジルでは消費財の輸入が急増、消費ブームが起こり、CPIは5.6%、貿易収支・財政収支とも赤字になった。インドではCPIが大幅に上昇し、貿易赤字、財政赤字ともに拡大している。**各国とも、今後は利上げを進めていかざるを得ず、その過程で投機資金が流出するリスクには要注意である。**

## ④商品相場の活況

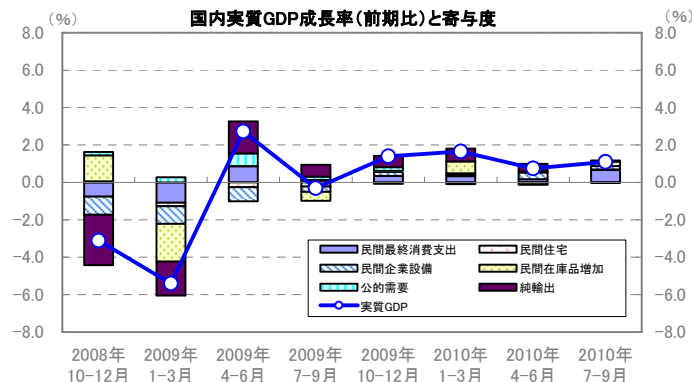
FRBは、インフレ率が2%に近づくまで利上げを実施しない見通しだ。足元のインフレ率はCPI総合で前年比+1.1%、CPIコアで+0.8%で、FFレート0.25%で判断すると米国の実質短期金利はマイナスである。実質金利がマイナス値であれば、金利が付与されない金に投資する価値がある。世界の景気は新興国を中心に、2011年前半は堅調が予想されるため、**原油、非鉄などの商品相場の堅調は続きそうだ。**

# 内外経済環境見通し

## ✓ 日本経済

景気は一時的な足踏みも緩やかに持ち直し

7～9月期の実質GDP成長率は、前期比1.1%増(年率4.5%増)と4期連続のプラス成長。前期比における寄与度は、外需がマイナス0.0%と横ばい、内需がプラス1.1%となった。外需は中国・米国の景気減速の影響から輸出の伸び率が低下し、ほぼ横ばいとなった。内需では、個人消費が猛暑効果とエコカーの補助金制度前の駆け込み需要で6期連続のプラスとなり、寄与度は0.7%となった。設備投資も4期連続のプラスとなった。当面は、足元までの円高の影響や、欧米経済の減速懸念などから企業心理が悪化しており、景気回復が一時的に足踏みすると予測。ただし、雇用・所得環境の厳しさが徐々に改善するなか、子ども手当の支給などの政策効果に加え、中国をはじめとするアジア向け輸出が底堅く推移することが下支えとなり、景気は緩やかに持ち直すと予測。

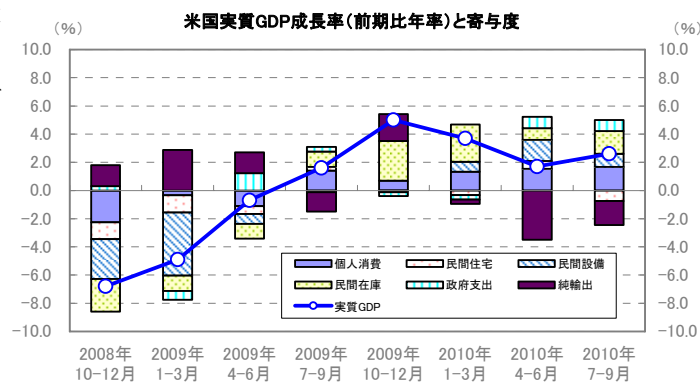


\*出所: Bloombergより明治安田アセットマネジメント作成

## ✓ 米国経済

景気の緩やかな回復トレンドが継続

7～9月期の実質GDP成長率は、前期比年率2.6%増と5期連続のプラス成長。個人消費は、耐久財については中古自動車販売が拡大したことに加え、サービス関連の伸びを受けて2007年1～3月期以来の高い伸び率となった。企業業績の回復が続いていることから民間設備投資は3期連続のプラス寄与となった。純輸出では、輸出の伸び率が低下するなか輸入の増勢が続いたこと、住宅投資では、減税打ち切りがマイナスに寄与した。今後も雇用を取り巻く環境は厳しく、回復は極めて緩やかと想定されるが、金融緩和継続の効果、好調な企業収益に支えられた設備投資の回復、ブッシュ減税延長等の財政面での下支えなどを背景に緩やかながら景気の回復トレンドが継続すると予測。FRBは、インフレ率を適正水準まで引き上げるため、2011年6月まで国債買取を継続し、その後も金融緩和姿勢を継続すると予測。



\*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

景気の回復ペースは徐々に鈍化

7～9月期の実質GDP成長率は、前期比0.4%増と、同1.0%増だった前期に続き5期連続のプラス成長。国別に見ると、ドイツは通貨安の恩恵を受けた輸出の拡大に加え、好調な内需にも支えられて、前期比0.7%増と6期連続のプラスとなった。ただし、ギリシャは、財政健全化に向けた緊縮財政の影響から前期比1.3%減と9期連続のマイナスとなった。今後も緩和的な金融環境と新興国経済の好調は景気の下支え要因になると予測。ただし、2011年以降、ドイツ、フランスをはじめ各国で財政規律を重視した政策運営が本格化されることに加え、通貨安の恩恵も縮小することが想定されることから、景気回復ペースは徐々に鈍化すると予測。

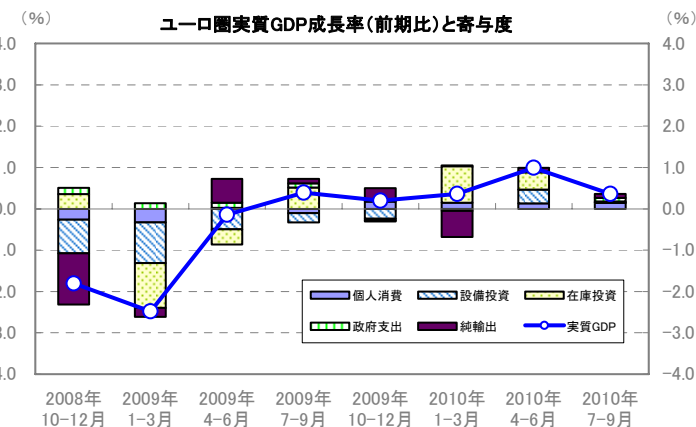
## ✓ 新興国・資源国経済

ブラジルではレアル高による輸出への影響が懸念される

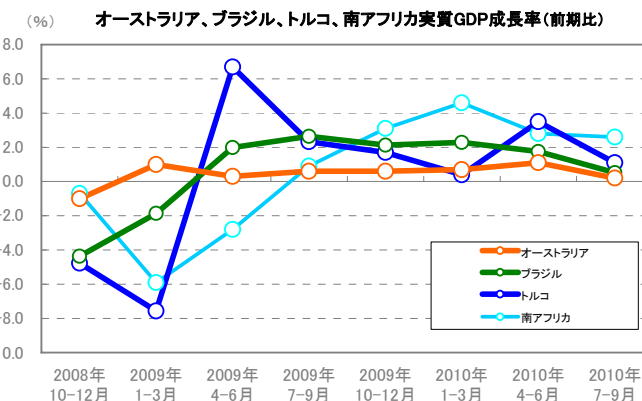
【ブラジル】景気は鉱工業生産など生産関連の指標に減速感がみられる。失業率の低下、堅調な小売売上高など個人消費関連の指標は堅調さを保っている。レアル高による輸出への影響が懸念されている。

【トルコ】7～9月の実質GDPは前年比5.5%増となり、前期から減速したが、生産関連指標が高水準を維持するなど景気は依然好調とみられる。物価についても落ち着きがみられた。

【南アフリカ】景気は鉱工業生産などの生産関連、個人消費関連指標ともに堅調さがみられた。欧州債務問題の再燃で輸出や自動車産業への影響が懸念される。



\*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

## 前月の投資環境(12月)

**日本10年国債利回りは一時  
1.3%近辺まで上昇**

国内債券は、前月からの地合いの悪い流れを引き継ぎ、米国長期金利の上昇に連動する形で10年国債利回りは一時1.3%近辺まで上昇した。その後は、国内機関投資家の押し目買いなどから、同利回りは1.1%台前半まで低下した。

**日経平均株価は1万円台で推移**

国内株式は、米国景気の改善を示す経済指標の発表や円高一服、法人税減税の決定を好感し、堅調に推移した。投資家のリスク回避志向が和らぎ、新興市場に投資資金が流入したことも相場を下支えした。

**米国10年国債利回りは一時  
3.5%台まで上昇**

外国債券は、市場予想を上回る経済指標の発表や不調な国債入札、ブッシュ減税の延長が合意されたことなどから米国長期金利は上昇した。  
為替市場では、年末にかけて米国長期金利の上昇が一服したことを受け、ドル安・円高となった。

**ダウ工業株30種平均は1万  
1,500ドル台まで上昇**

外国株式は、米国での好調なホリデー商戦やブッシュ減税の延長、ECB(欧州中央銀行)の流動性供給策の延長決定などが市場心理を好転させ、堅調に推移した。一方、アジアでは中国の金融引き締め懸念から上値の重い展開となった。

## 《12月の市場動向》

	2010/12/31	2010/11/30	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	1.13%	1.19%	▲0.07%
米国10年国債	3.29%	2.80%	+0.50%
ドイツ10年国債	2.96%	2.67%	+0.29%
英国10年国債	3.40%	3.23%	+0.17%
豪10年国債	5.55%	5.41%	+0.14%
ブラジル10年国債	12.17%	12.44%	▲0.27%
南アフリカ10年国債	8.16%	8.32%	▲0.16%
<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	10,228.92	9,937.04	+2.94%
TOPIX	898.80	860.94	+4.40%
ダウ工業株30種平均	11,577.51	11,006.02	+5.19%
S&P500	1,257.64	1,180.55	+6.53%
ナスダック指数	2,652.87	2,498.23	+6.19%
FTSE100	5,899.94	5,528.27	+6.72%
DAX	6,914.19	6,688.49	+3.37%
ハンセン指数	23,035.45	23,007.99	+0.12%
<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	81.16	83.68	▲3.01%
ユーロ/円	108.50	108.67	▲0.16%
英国ポンド/円	126.65	130.23	▲2.75%
豪ドル/円	83.02	80.23	+3.48%
ブラジルリアル/円	48.89	48.78	+0.21%
トルコリラ/円	52.56	55.63	▲5.53%
南アフリカランド/円	12.24	11.77	+3.99%

※出所: Bloomberg

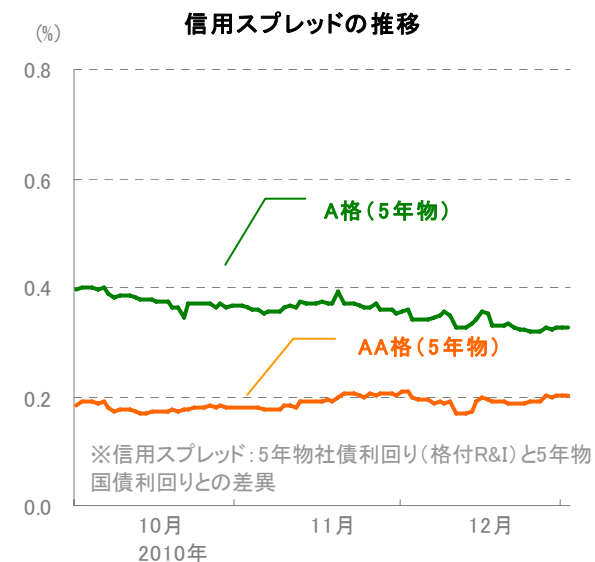
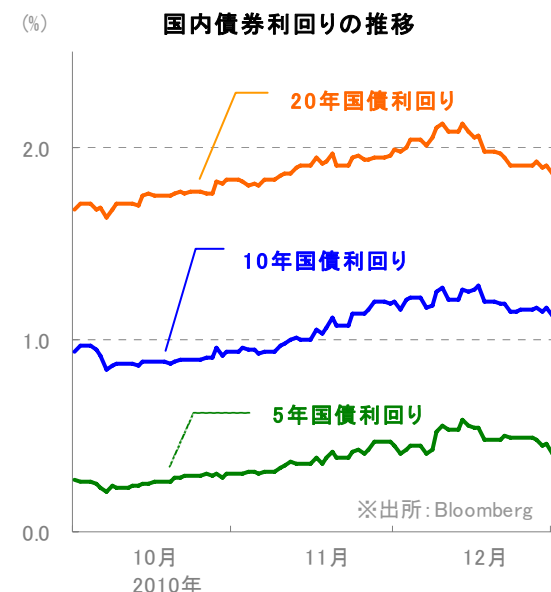
# 各資産の投資環境見通し

## 国内債券

当面、値動きの激しい展開を予想

当面のポイントは米国債券市場動向である。米国では直近発表されている経済指標の多くが予想を上振れしており、1～3月期以降潜在成長率以上に景気が拡大するとの期待が高まっている。ブッシュ減税の延長による財政懸念も相まって米国金利は上昇、それを受けて、国内金利も上昇基調となっているが、国内ではデフレからの脱却の目処が立っていないことや2011年度、2012年度の経済成長も実質GDPベースで1～2%程度の予測となっていることを考慮すれば、今後1年間10年国債利回りは概ね1%台前半での滞空時間が長くなるものと予想する。当面は米国債券市場の影響により**値動きの激しい展開を予想するものの、10年国債利回りは1.1%台を中心としたレンジ相場を想定する。**

信用スプレッドについては、1月以降も**安定した推移を予想する**。ただし、信用スプレッドが大きく縮小してきたことから、全般的には一進一退の動きになる可能性が高い。スプレッド縮小余地の高い銘柄群、2011年度以降も業績面で安心材料のある銘柄群が個別に物色される展開を予想する。



\*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

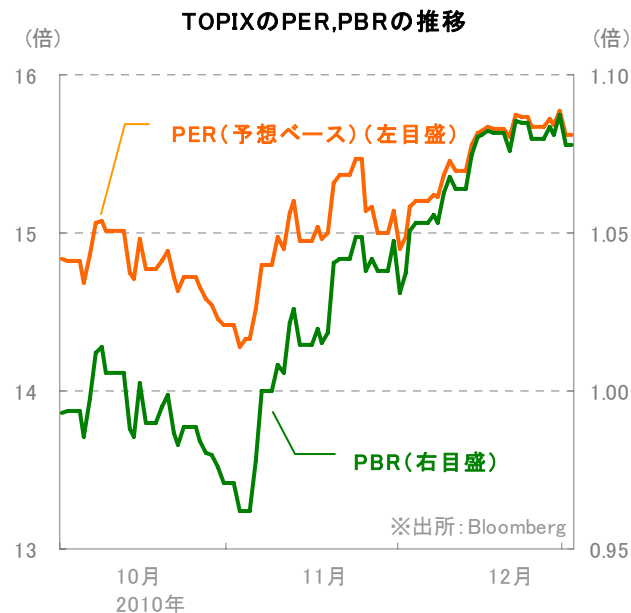
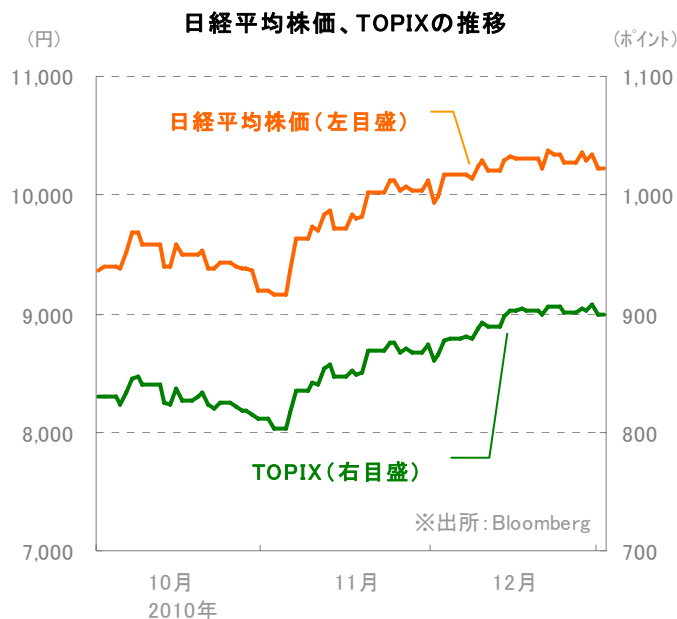
## ✓ 国内株式

### 基調強含みの展開を予想

1月の株式相場は、堅調な企業業績や法人税減税の決定、日米での追加金融緩和等を背景に、また、好調な海外株式市場に対する出遅れ感が依然として強いことなどから**基調強含みの展開を予想**する。ただ、アジア地域の金融引き締め懸念やテクニカル的な過熱感から一時的な調整の可能性もありうると考える。

日銀による追加の量的緩和、米国景気の減速懸念の後退などに加え、10月以降買い越し基調を強めている外国人投資家、証券優遇税制の延長を受けた個人投資家の買い等も株価を下支えすると予想する。

TOPIXのレンジは、850～920ポイントを予想する。



# 各資産の投資環境見通し

## ✓ 外国債券

米国長期金利は、新たな金利水準を模索する動きを予想

米国金利:米国長期金利は景気回復やインフレ期待を相応に織り込んで上昇してきたが、当面は、**新たな金利水準を模索する動きを予想している**。但し、財政赤字拡大によるリスクプレミアム上昇の可能性には留意する必要がある。1月には財務省からGSE(政府援助法人)改革案が提出される予定であり、米国市場の波乱要因として注視したい。

欧州金利:ECB(欧州中央銀行)が流動性供給策の継続を決定し、当分金融政策は現状維持が見込まれるなか、**ドイツ長期金利の上昇圧力は低下する可能性もある**。欧州債務問題が拡大、深化するなかでドイツCDS(クレジット・デフォルト・スワップ)が拡大していることや、イギリスの緊縮財政政策との相違に注目している。

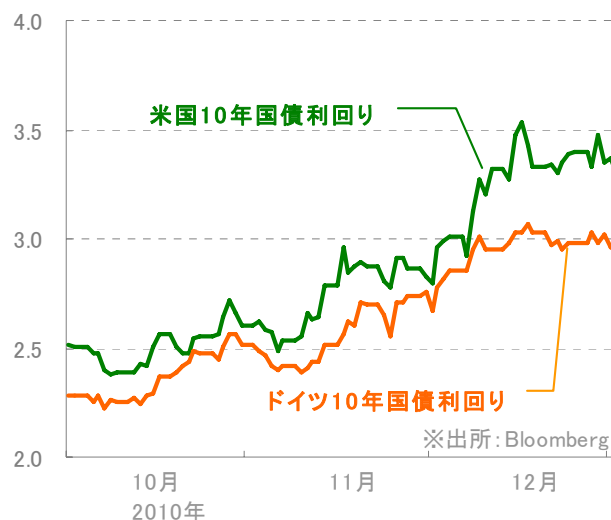
新興国・資源国金利

ブラジル金利:月初には低下したがその後はインフレ懸念の強まりから早期利上げ観測が広がったことで上昇に転じた。じり高基調が継続か。

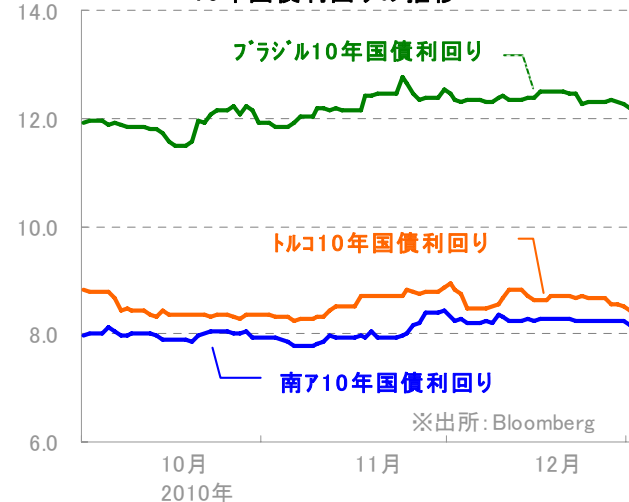
トルコ金利:インフレ率の低下で利下げに踏み切った。自国通貨高抑制のため金利低下を促したいが、景気も好調なため中長期の金利は下げ止まりへ。

南アフリカ金利:物価がインフレターゲットのレンジ内に収まっているため金融当局は金利低下を促したいが、景気が堅調を維持しているため中長期の金利は高止まりか。

米、独10年国債利回りの推移



ブラジル、トルコ、南アフリカ  
10年国債利回りの推移





# 各資産の投資環境見通し

## ✓ 外国株式

方向を探る展開、ファンダメンタルズの良好な銘柄が選好される展開を予想

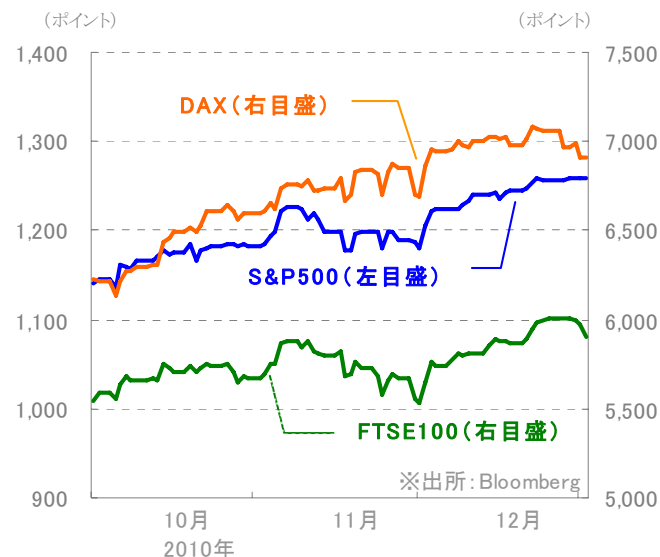
1月中旬以降に発表が本格化する10～12月期の決算は、総じて業績改善傾向を確認するものになると想定されるが、2011年の世界景気や企業業績見通しについては依然として不透明要素もあり、**各国の金融政策見通し、景気指標、個別企業の示す業績見通しを確認しつつ方向性を探る展開を予想する。**

地域別には、米国では雇用・住宅市場の動向、欧州では、ユーロ圏周辺国の財政問題、中国では追加インフレ抑制策実施の有無などが引き続き注目され、これらのテーマを巡り市場参加者の懸念が高まる局面では株式市場の不安定化が想定される。

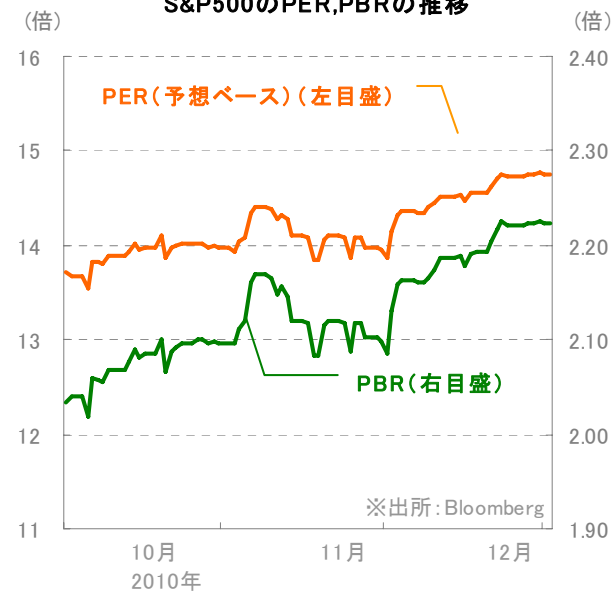
個別では、決算発表を受けて好業績の持続期待が高まる銘柄や事業環境の好転が期待される銘柄など**ファンダメンタルズの良好な銘柄が選好される展開を予想する。**

各地域の景況感の違いが表面化する局面において地域ごとに選好される銘柄が相違するリスクや好材料の折り込みが進んだ銘柄に利益確定売りが優勢となるリスクに注意が必要。

### S&P500、DAX、FTSE100の推移



### S&P500のPER, PBRの推移



# 各資産の投資環境見通し

## ✓ 為替

### ユーロドルに強いトレンドは出 難いものと予想

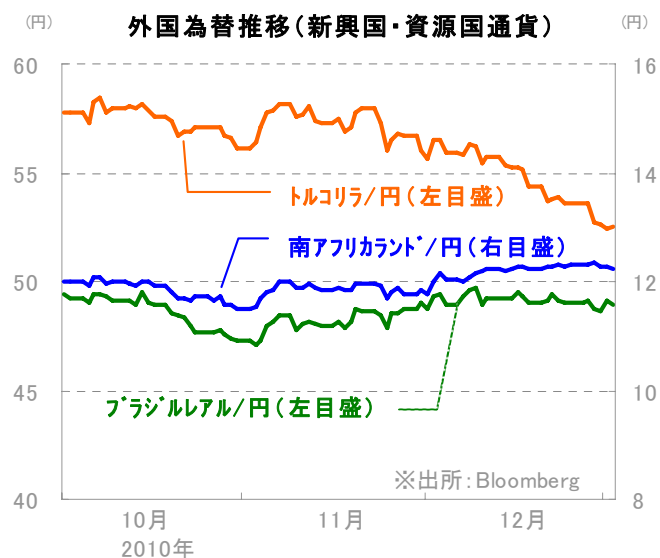
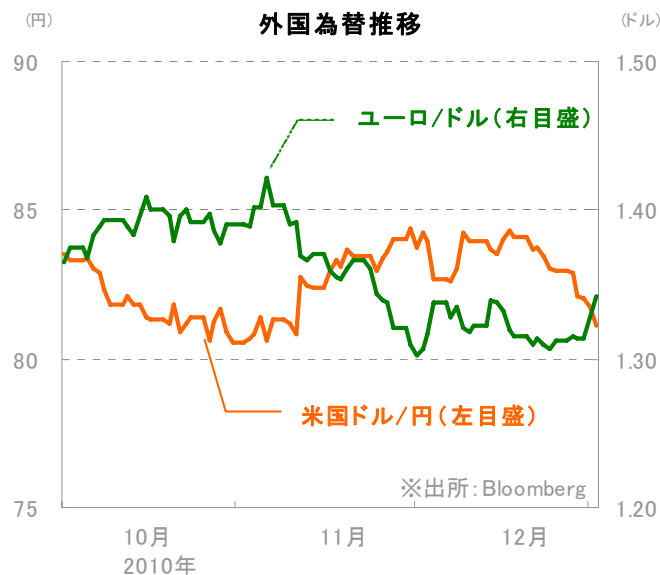
ユーロ/ドル: 欧州財政問題、金利差等はドル優位の状況を示すものの、ドル高のペースはやや鈍化。欧州の債務問題や格下げ圧力等、引き続きユーロの下落要因は長期化するものと見込まれ、米国景気見通しの上方修正もドルには強気材料だが、米国のQE2継続、財政悪化は持続的なドル高を支援せず、引き続き**ユーロ/ドルに強いトレンドは出難いものと予想**。年明け以降、米国金利を動かす材料、米国の財政問題にも注意したい。

#### 新興国・資源国通貨

ブラジルレアル: 金利先高観が強まっていることから上昇圧力が高まっている。ただし新たな資本流入抑制策への警戒感から上値も限定的か。

トルコリラ: 利下げや自国通貨高抑制策が警戒されていることに加え、ユーロ債務問題も広がりを見せており弱含み横這いか。

南アフリカランド: 今後の利下げ余地は限定的とみられる一方で、欧州債務問題の影響が懸念されることからレンジ内で動くと思われる。



- 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 Stock Market, Inc. DAX:ドイツ証券取引所 FTSE100:FTSE社 ハン  
セン指数:Hang Seng Indexes Company Limited