

投資環境見通し（2011年3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

①EU首脳会議とECB金融政策

3月中旬にはユーロ圏・EU首脳会議が開催されます。昨年5月に合意した7,500億ユーロの金融支援制度のうち4,400億ユーロの債務保証を行うEFSF(欧州金融安定基金)がトリプルA格維持のため2,550億ユーロ分しか利用されていません。この枠を実質的に4,400億ユーロまでの拡大に合意できるかが債務国問題支援の鍵になるとみえています。市場では、ドイツの反対でEFSF拡充策が可決されないことが警戒されていますが、**実現すればユーロ相場は安定する**とみえています。足元のユーロ圏CPIや原油高を受けて、利上げに対して言及するECB理事が増えています。ユーロは年後半に2回程度の利上げを織り込み、堅調に推移するとみえています。

②MENA(中東・北アフリカ)情勢

チュニジアの「ジャスミン革命」が隣国エジプトに伝播して民主化の波がムバラク大統領を退陣に追い込み、リビアでは反政府派が勢いを増して無政府状態になっています。リビアは世界8位の産油国であり、日量160万バレルを供給していましたが、足元では120万バレルまで低下しています。供給不安から原油価格(WTI)は一時103ドル台に上昇し、主要国では株価が調整しています。欧米株式相場は、原油高による世界景気の影響が懸念されて下落し、日本でも利益確定売りが中心となり下げました。株式相場の調整が地政学的リスクによる「質への逃避」ではなく、景気への不安が高まったことによる一時的なもので、**引き続き米国景気指標が強ければ、株価は回復する**とみえています。原油高に対してサウジアラビアが必要に応じてOPECと調整して増産すればリビアの減産分を補うことが可能とみられています。ただ、バーレーン、アルジェリア、さらにサウジアラビアの一部まで民主化デモが拡大して過激化した場合には、原油価格が120ドル超えまでさらに上昇することも予想されます。

③米国景況感指数

昨年11月初めからの日本株の上昇は、米国FRBの「QE2」(量的緩和第2弾)に加えて、米国景気指標が好調だったことが要因とみられ、この間米国長期金利は上昇しました。したがって、3月上旬の米国景況感指標が引き続き堅調なことが日本の株価が上昇トレンドを維持するための条件になるとみえています。また、米国株についても**ISM指数、雇用統計、耐久財受注などの景気指標が注目**されています。

④国内政治情勢と日本株

予算関連法案をめぐる与野党の攻防激化と民主党内の内紛で、予算約92兆円に対して赤字国債40.7兆円分が発行できず歳入欠陥になるリスクや、法人税5%減税が消滅する可能性が高まっています。民主党内の小沢派議員の会派離脱で衆議院での再可決は難しく、参議院での可決を目指さざるをえない状況です。予算と引き換えに内閣総辞職の可能性もあり、次の総理大臣次第では6月の「TPP」や「税と社会保障一体改革」の道筋がみえなくなる恐れがあります。**解散総選挙の可能性が高まれば、海外投資家が一旦手を引き、しばらく株価は冴えない**とみえています。市場にとって良いシナリオは、4月の地方選挙後に公明党が修正妥協案で予算関連法案に賛成するか、与党が自民党の提案を大幅にのんで可決に持ち込めるか、と考えます。

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

10～12月期の実質GDP成長率は、前期比▲0.3%（年率▲1.1%）と2009年7～9月期以来5期ぶりのマイナス成長となりました。

円高の進行や、中東・北アフリカ情勢の緊迫化による原油価格の上昇が長期化する場合は、企業心理の回復にマイナスに作用すると予測しています。ただし、米国・アジア向け輸出の持ち直し、雇用・所得環境の改善、子ども手当の支給などの政策効果などが下支えとなり、景気は緩やかに持ち直すと予測しています。

日銀は、2011年、2012年と包括緩和を継続すると予測しています。

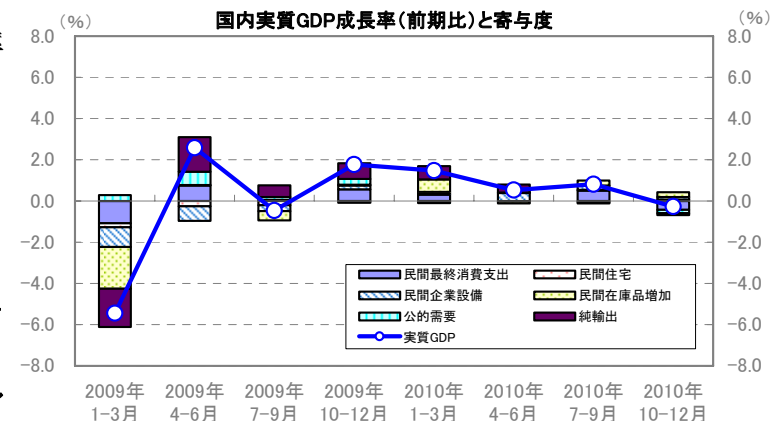
✓ 米国経済

景気の緩やかな回復トレンドが継続

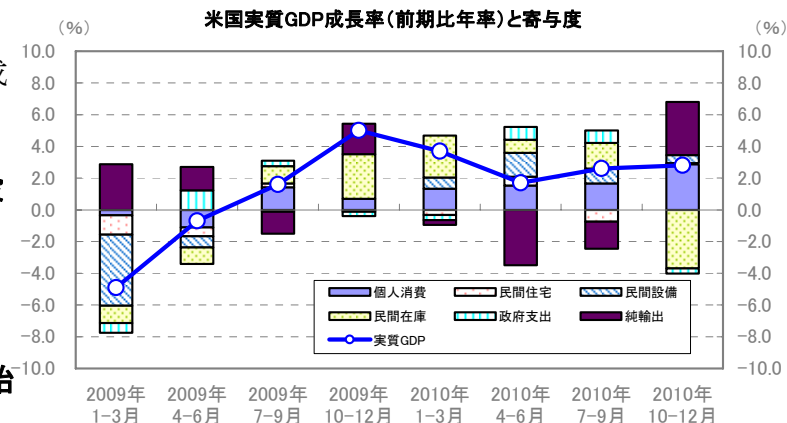
10～12月期の実質GDP成長率は、前期比年率+2.8%増と、同+2.6%増だった前期に続き、6期連続のプラス成長となりました。

今後も雇用回復は極めて緩やかとみられますが、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、いわゆる「ブッシュ減税」延長などを背景に、緩やかながらも景気の回復トレンドが継続すると予測しています。

FRBは、インフレ率を適正水準まで引き上げ、雇用を回復させるため、異例の低金利政策を継続し、利上げ開始は2012年後半と予測しています。



*出所: Bloombergより明治安田アセットマネジメント作成



*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

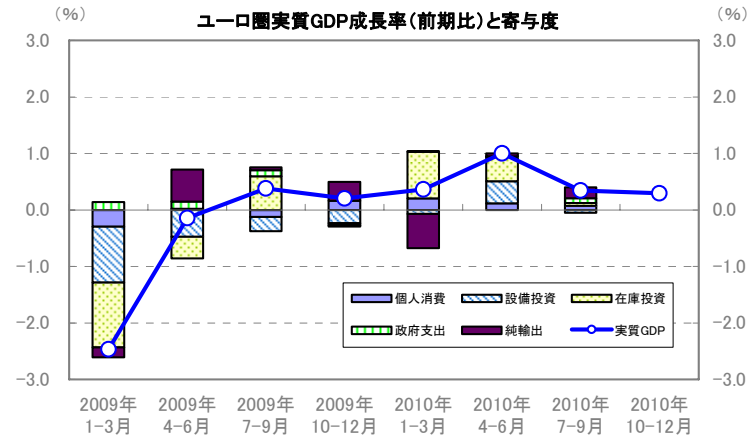
✓ 欧州経済

景気の回復ペースは徐々に鈍化

10～12月期の実質GDP成長率は、前期比+0.3%と、同+0.3%だった前期に続き6期連続のプラス成長となりました。

今後も緩和的な金融環境と新興国経済の好調が景気の下支え要因になると予測しています。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開始されていることに加え、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しています。

ECBは、インフレ抑制のため、金融政策の転換を検討し、利上げ開始は2011年末と予測しています。

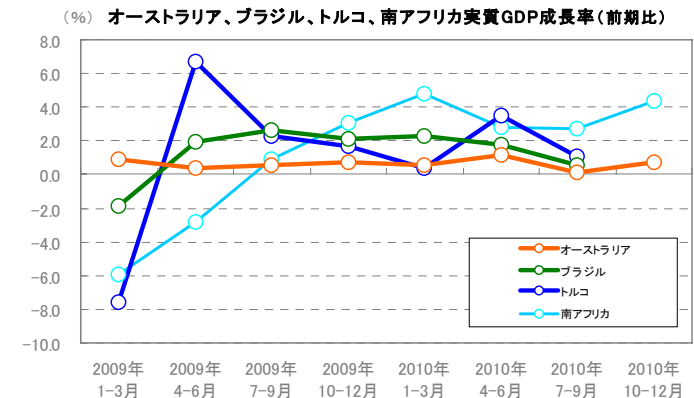


*出所: Bloombergより明治安田アセットマネジメント作成

✓ 新興国・資源国経済

新興国は緩やかに景気拡大基調を継続

【ブラジル】景気については、内需が盛り上がりを見せており、また消費者物価が高止まりを続けていることから追加利上げの可能性もあります。一方で自国通貨高による輸出競争力の低下が危惧される業種もあります。【トルコ】景気については、内需中心に緩やかな拡大を続けています。物価については、足元では上昇率の低下が鮮明になっています。貿易収支は好調な内需や自国通貨高により悪化が顕著ですが、今後は昨年11月以降の通貨下落、複数回の利下げによる通貨高抑制策が浸透することで改善するとみられます。【南アフリカ】10～12月期実質GDPは製造業や個人消費の持ち直しを受けて+4.4%(前期比年率)となりました。ただし、失業率が高止まりしていることもあり、今後の経済成長は緩やかなものにとどまるとみえています。



*出所: Bloombergより明治安田アセットマネジメント作成

各資産の投資環境見通し

前月の投資環境(2月)

**日本10年国債利回りは一時
1.3%台半ばまで上昇**

国内債券は、米国市場の動きに連動し、10年国債利回りは月央に1.3%台半ばまで上昇しましたが、リビア情勢の緊迫化を受けて株式市場が軟調に推移したことから、同利回りはほぼ月初の水準まで低下しました。

**日経平均株価は堅調推移も、
下旬は軟調な展開**

国内株式は、1月末に深刻化したエジプト情勢の落ち着きや米国景気の好調を受けて上昇して始まり、その後も堅調に推移しましたが、下旬はリビア情勢の悪化で中東への懸念が再燃したことを受けて、やや軟調な展開となりました。

**米国長期金利は月前半上昇
後、後半低下**

外国債券は、米国では月初、主要経済指標が良好な内容だったことから金利は上昇しましたが、その後は国債入札で投資家の旺盛な需要が確認出来たことやリビア情勢の悪化から、金利は低下しました。ドイツではインフレ指標の上振れや利上げ観測から金利は上昇しましたが、中旬以降は低下しました。

為替市場では、ECBの過度な利上げ観測の後退からユーロはドルに対して上昇一服となりましたが、中旬以降は米国の金利低下に伴い再びユーロが堅調となりました。

**ダウ工業株30種平均は一時
12,400ドル近辺まで上昇**

外国株式は、良好な四半期決算が市場心理を安定させ、上昇基調が続きましたが、月末にかけてはリビア情勢の悪化により原油価格が急騰したことなどから利益確定売りが誘発され、世界的に不安定な動きになりました。

《2月の市場動向》

	2011/2/28	2011/1/31	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	1.26%	1.22%	+0.04%
米国10年国債	3.43%	3.37%	+0.06%
ドイツ10年国債	3.17%	3.16%	+0.02%
英国10年国債	3.60%	3.66%	▲0.05%
豪10年国債	5.49%	5.51%	▲0.02%
ブラジル10年国債	12.47%	12.99%	▲0.52%
南アフリカ10年国債	8.74%	8.64%	+0.10%
株価指数	前月末	前々月末	前々月末比
日経平均株価	10,624.09	10,237.92	+3.77%
TOPIX	951.27	910.08	+4.53%
ダウ工業株30種平均	12,226.34	11,891.93	+2.81%
S&P500	1,327.22	1,286.12	+3.20%
ナスダック指数	2,782.27	2,700.08	+3.04%
FTSE100	5,994.01	5,862.94	+2.24%
DAX	7,272.32	7,077.48	+2.75%
ハンセン指数	23,338.02	23,447.34	▲0.47%
為替相場	前月末	前々月末	前々月末比
米国ドル/円	81.78	82.04	▲0.32%
ユーロ/円	112.91	112.34	+0.51%
英国ポンド/円	132.96	131.38	+1.20%
豪ドル/円	83.29	81.82	+1.80%
ブラジルリアル/円	49.15	49.19	▲0.08%
トルコリラ/円	51.18	51.13	+0.10%
南アフリカランド/円	11.72	11.42	+2.70%

※出所: Bloomberg

各資産の投資環境見通し

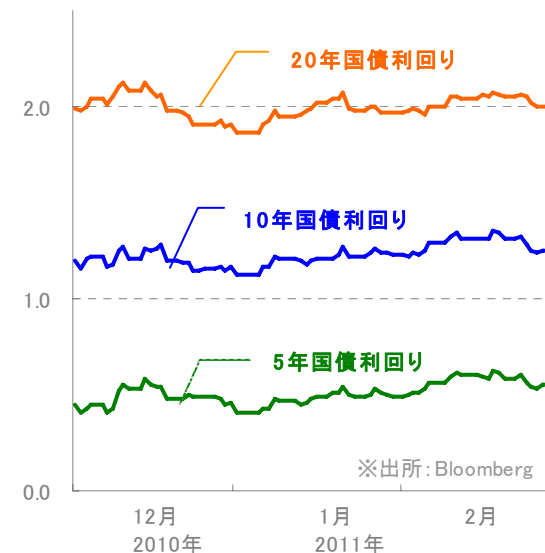
国内債券

戻り売り地合いの継続を予想

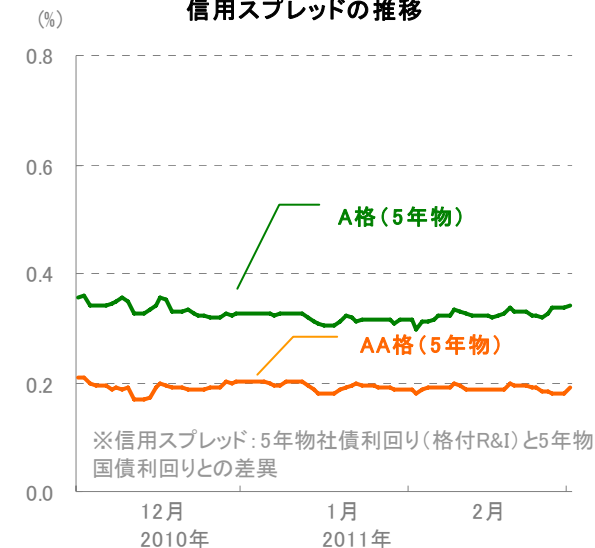
2010年10～12月期の米国主要企業業績や2月に発表された各種景況感指数などをみると、米国では引き続き企業部門が景気回復のけん引役となっており、株価や金利の動きはこれらを反映したものと見えます。そうした中でFRBによる「QE2」の取り扱いに注目が集まっていますが、少なくともバーナンキFRB議長は今のところ雇用情勢、デフレ懸念を理由に方針の変更はないとしています。現在の金利水準が政策変更の可能性をどの程度織り込んでいるかは判断し難いのですが、3月半ばのFOMCで方針変更を連想させるコメントがなされた場合は市場変動が大きくなる可能性があるかとみています。米国債券市場との相関を高めている国内債券市場は、こうした動きへの警戒もあり、**戻り売り地合いの継続が想定されます**。3月は国債大量償還の月であり、需給面を考慮すれば過度な金利上昇予想は不要と思われるが、**株高を背景とした景気回復期待に変化がなければ押し目買いも限定的とみています**。

信用スプレッドについては、3月以降も**安定推移を想定しています**。企業のファンダメンタルズは健全性を増しており、信用スプレッドが反転拡大する可能性は低いとみています。リスク要因は、現在の好需給を支える国内外の金融緩和政策の出口戦略に対する議論や地政学的リスクの拡大により、投資家の行動が変化する場合です。この点については年度末が近いこともあり留意すべきと考えます。

(%) 国内債券利回りの推移



(%) 信用スプレッドの推移



*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

✓ 国内株式

基調強含みの展開を予想

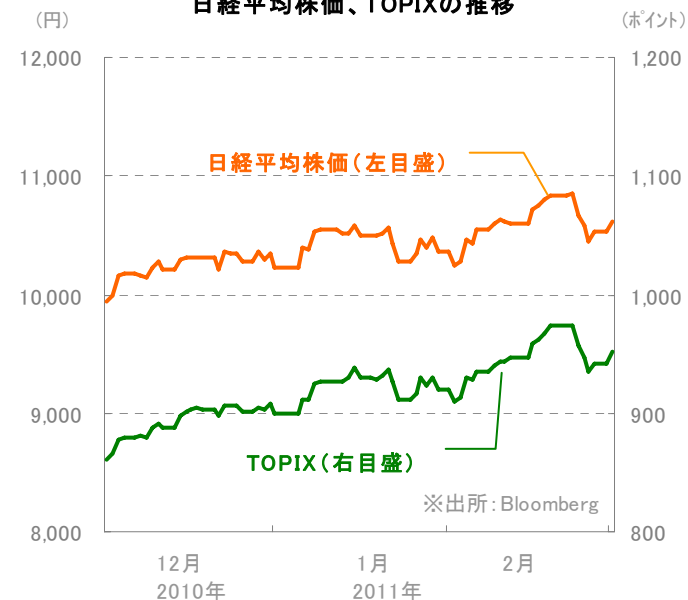
3月の株式相場は、2011年度も増益が見込まれる企業業績、米国景気の高調を背景に引き続き**基調としては強含みの展開を予想しています。**

鉱工業生産の予測は4カ月連続でプラス修正されており製造業の業績モメンタムは好調を維持しています。雇用環境も新規求人等の改善継続や所定外賃金も高止まりするなど良好な状況です。また、相対的に出遅れ感のある日本株への外国人投資家の買いが加速していること、3月は日銀のETFの買い支えが期待されること等、良好な需給も株式市場を下支えするとみえています。

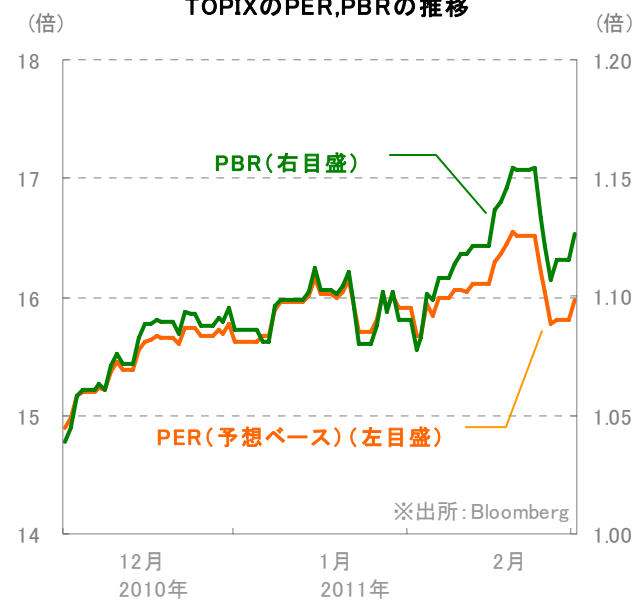
エジプトからリビアへ波及した中東・北アフリカでの地政学的リスクや原油価格の急騰、新興国の金融引き締め懸念などの懸念材料は残りますが、上記のプラス材料を背景に比較的**堅調な展開を想定しています。**

TOPIXのレンジは、900～1,000ポイントを予想しています。

日経平均株価、TOPIXの推移



TOPIXのPER, PBRの推移



各資産の投資環境見通し

✓ 外国債券

レンジ内での推移が継続すると予想

米国金利: 米国の景気回復傾向は続いており、インフレ指標も低水準ながら上向きつつあります。6月までのFRBの国債買入は継続される可能性が高いものの、その後は出口戦略を睨んだ動きも想定する必要があります。持続的に金利が低下基調を辿る環境にはなく、引き続き**レンジ内での推移が継続する**とみています。ただし、欧州財政問題の支援枠組みの動向、中東情勢悪化による原油価格の上昇や景気への影響には留意する必要があると考えています。

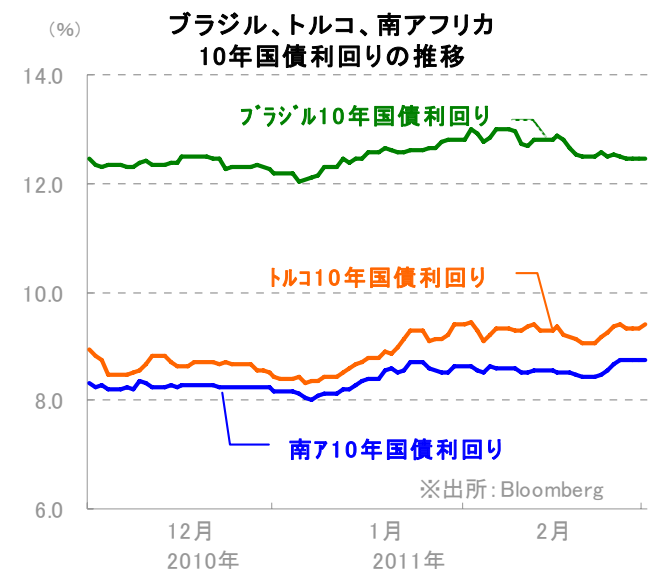
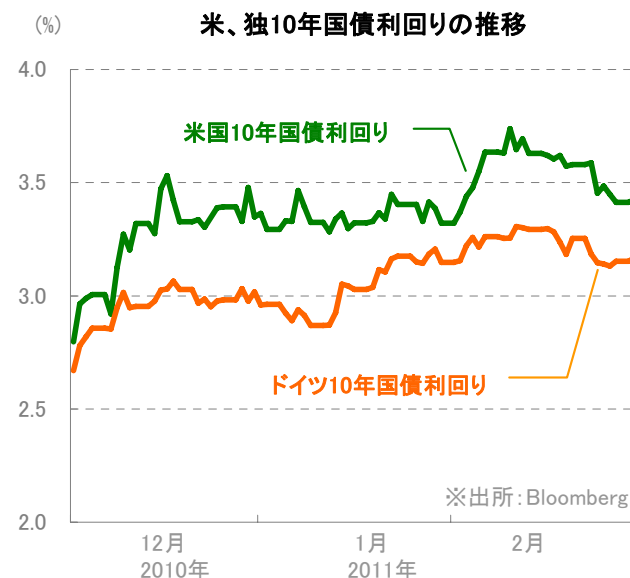
欧州金利: 既に年内の利上げを織り込んだとみられることから、今後の**金利上昇圧力は鈍化する**ものとみています。イギリスも緊縮財政の影響により、BOEの利上げペースは緩やかなものになる可能性が高いと思われます。

新興国・資源国金利

ブラジル金利: インフレ率が高止まりを続ける一方で、原油など資源価格の急騰による世界経済への悪影響も意識されています。金利は目先の追加利上げを織り込んだ水準にあるとみられ、レンジ内での推移を予想。

トルコ金利: 物価は落ち着いています。景気回復基調から利下げ余地はないとみられ、じり高で推移するとみています。ただし利下げと預金準備率引き上げを同時に行う非伝統的金融政策実施の可能性も残ります。

南アフリカ金利: 国際商品相場の上昇からインフレが警戒され、金利上昇圧力が続くとみています。



各資産の投資環境見通し

✓ 外国株式

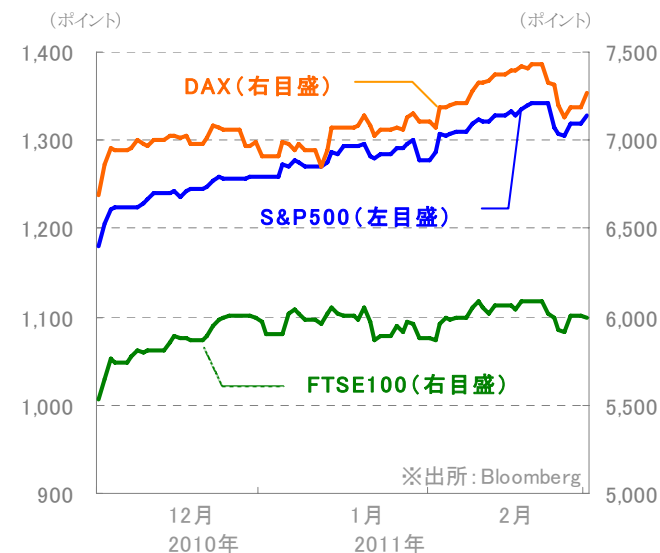
方向性を探る展開、投資視点の定まりにくい展開を予想

景気見通しの改善や四半期決算を受けて株式市場は一段高となりましたが、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**方向性を探る展開になるものと想定されます**。

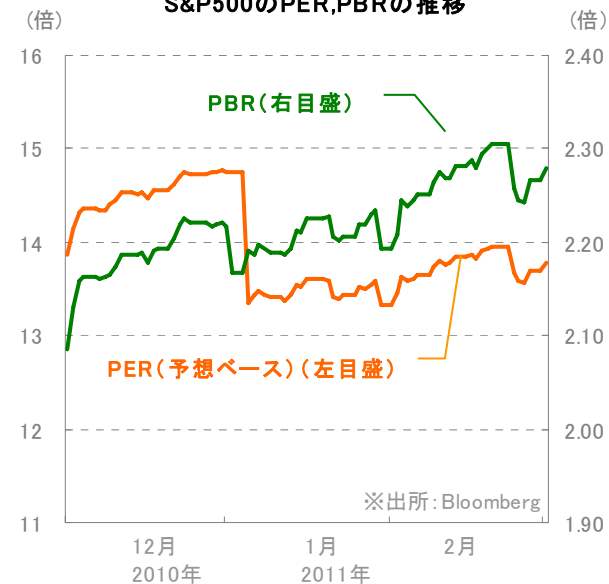
地域別には、米国では雇用、住宅市場の動向、欧州ではユーロ圏周辺国の財政赤字問題、中国では追加インフレ抑制策、中近東・アフリカでは民主化運動の動向が注目され、これらのテーマを巡り株式市場が不安定化する局面も想定されます。

個別銘柄では、上記の懸念材料を背景とした売り圧力と個別銘柄のファンダメンタルズを評価した買いが交錯し、**投資視点の定まりにくい展開となることも想定されます**。各地域の景況感の違いが表面化する局面においては、地域ごとに選好される銘柄が異なり、また既に好材料が相当程度織り込まれた銘柄には利益確定の売り圧力が強まる可能性があるかとみています。

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

ユーロ高は小休止、持続的なドル高には力不足

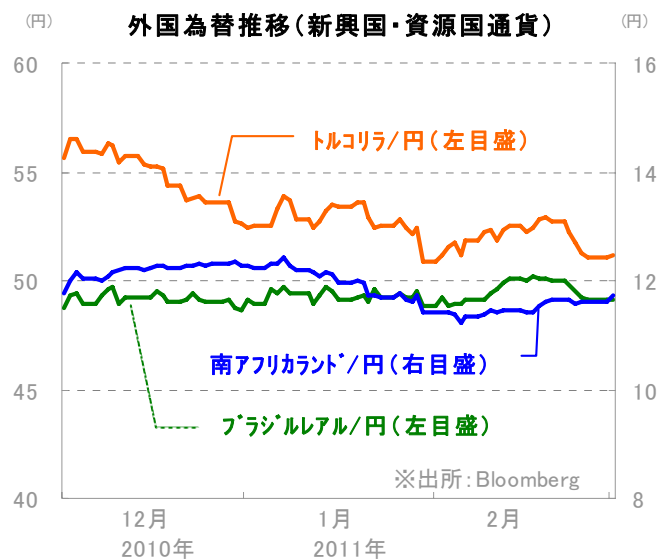
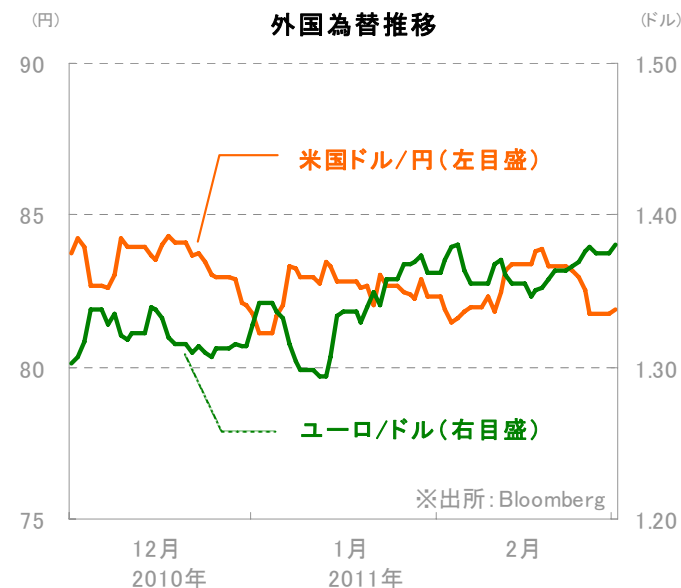
ユーロ/ドル: 欧州の堅調な景気やインフレ指標の上振れ、利上げ期待などを背景としたユーロ高は小休止する一方、米国でも景気は良好ながらも失業率や物価指標などから利上げ期待が高まる局面にはなく、ドル高が持続するには力不足とみています。中東情勢に対する不安の拡大や原油価格上昇の世界景気への影響、欧州EFSF等の包括的支援枠組みの動向にも留意する必要があると考えています。

新興国・資源国通貨

ブラジルリアル: 政府の新たな通貨高抑制措置の可能性のあるものの、地政学リスクの影響も少なく、金利水準の高さ、流入が続く直接資本の動きなどから堅調とみています。

トルコリラ: 中東・北アフリカ情勢の混乱が長期化しており、投資家のリスク回避的な動きから弱含みに推移することが予想されます。

南アフリカランド: 中東・北アフリカ情勢が懸念されますが、金価格が堅調に推移していることもあり、レンジ内で強含みの展開を予想しています。



- 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