

# 投資環境見通し（2011年4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円安への期待

東日本大震災から約1週間後の17日、日本時間早朝に海外市場で円高が一気に進み、対ドルで76円台前半、対ユーロで106円台半ば、対豪ドルで74円台半ばまで急騰しました。しかし、翌18日にG7(主要7カ国財務相・中央銀行総裁会議)が緊急開催され、円売り協調介入が合意・実施され、円は大きく反落しました。**日本円は以下の4つの理由から、今後も軟調に推移すると考えます。**①円売り協調介入で上値水準が確認されたこと②震災後に日銀は大胆に量的緩和拡大を進め(当座預金残高は50兆円規模)、欧米に比べて相対的に高い緩和水準となること③欧米の2年物金利が上昇し、円との金利差の拡大が「円キャリー・トレード」のきっかけとなること④大震災や原発問題により、今後の日本の経常収支・財政収支の悪化が懸念されること。

## ②国内株式、海外勢買い一巡、製造業の回復はあるか？

国内株式は、TOPIXベースで直近ではPER14倍台、PBR1倍近辺、配当利回り2%程度、ROE7%程度と魅力的な株価水準にあります。しかし、大震災の影響による製造業の部品供給ルート寸断、原発事故に伴う放射能被害、計画停電の企業活動や消費サービスへの影響などの不確定要因が多く、数値化が難しくなっています。したがって、今後の収益の見通しにまだ確信が持てず、積極的には買いづらい状況です。しかし、需要が失われた訳ではなく、企業の製造体制と流通環境が回復すれば、**企業業績は予想外に早いペースで立ち直る可能性があるかとみています。**4月下旬の決算発表頃から不透明感が薄らぎ、株価は動意づくかもしれません。この場合には、輸出・製造業の立ち直りが早いと考えられ、日経平均主導の上昇(NT倍率の上昇)となりやすいとみています。

## ③「QE2」後の米国金融政策は？

6月以降、FRBが量的緩和を続けるかどうかで意見が分かれています。FRB地区連銀総裁の講演では出口戦略へ前向きな発言が増えました。景気指標はややモメンタムが低下したとはいえ、足元では雇用関連指標も改善しています。住宅セクターの弱さは懸念されますが、経済全体への影響力は小さいと思われます。一方、インフレ率はコアCPIやコアPCE(個人消費支出)が+0.9~+1.2%と依然として低位安定しており、利上げを行う必要はない状況です。ガソリン価格の上昇によって、消費意欲を減退させるリスクも残ります。結局、**「QE3」は規模を大きく縮小するか、あるいは「QE2」枠を使い切らずに延長するか、FRBは量的緩和の積極姿勢を後退させると予想されます。**この長期金利の上昇圧力は株価にはマイナス材料ですが、好調な企業業績によってカバーされるとみています。

## ④エネルギー価格の上昇は不可避

リビア情勢の混迷から隣国のシリア、ヨルダンまで民主化運動の動きは拡大し、イエメンでは政権が倒れるか重要な局面を迎えています。バーレーンはサウジアラビアに派兵を依頼し、武力でデモ隊を押さえつけました。サウジアラビアが比較的安定しており、原油価格の急騰に繋がっていませんが、引き続き供給減少による原油価格の上昇が心配されます。日本の原発事故により各国の原子力発電の推進姿勢が後退し、潜在的に火力発電への依存が高まり、**原油やLNG(液化天然ガス)の価格に上昇圧力がかかるとみています。**

# 内外経済環境見通し

## ✓ 日本経済

景気は一時的に停滞も年後半は復興需要で持ち直し

10～12月期の実質GDP成長率は、前期比▲0.3%（年率▲1.3%）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。

原発問題が長期化する場合は、計画停電による企業生産、消費者心理への影響が想定されることから景気に対してマイナスに作用すると予測します。ただし、年後半は復興需要や、米国・アジア向け輸出の持ち直しが期待されることから景気は緩やかに持ち直すと予測します。

日銀は、2011年は緩和的な金融政策を継続すると予測します。

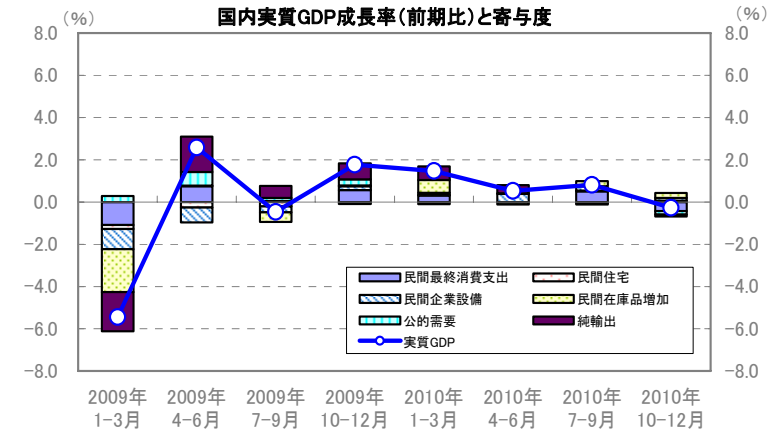
## ✓ 米国経済

景気の緩やかな回復トレンドが継続

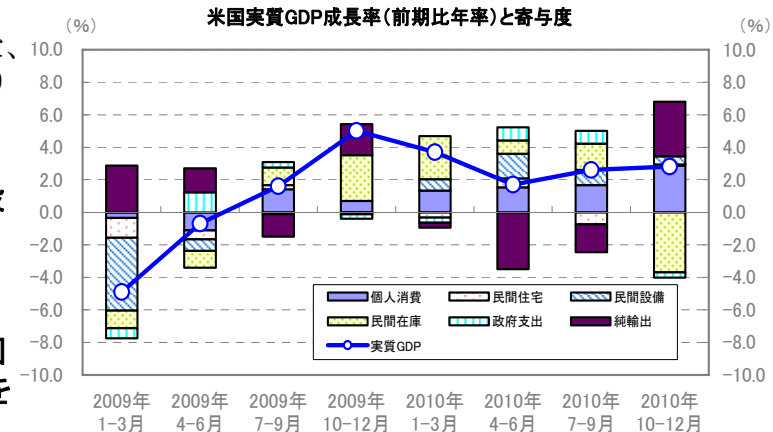
10～12月期の実質GDP成長率は、前期比年率+3.1%と、同+2.6%だった前期に続き、6期連続のプラス成長となりました。

今後も雇用の回復は極めて緩やかと想定されますが、金融緩和政策の継続、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」の延長措置などを背景に、緩やかに景気の回復トレンドが継続すると予測します。

FRBは、インフレ率を適正水準まで引き上げ、雇用を回復させるとみられます。量的緩和政策については姿勢を若干後退させるとみられますが、利上げ開始は2012年中ごろと予測します。



\*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。

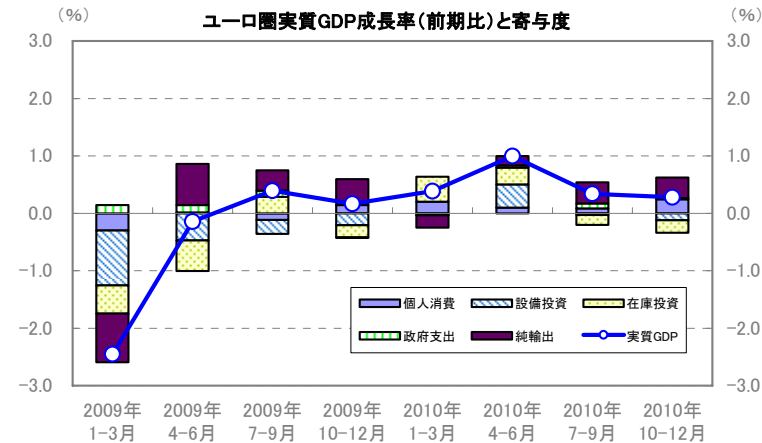
今後も緩和的な金融環境と新興国経済の好調が景気の下支え要因になると予測します。ただし、2011年以降、ドイツ、フランスをはじめ各国で財政規律を重視した政策運営が開始されていることに加え、ECBが金融引き締めへ転じ通貨安の恩恵が徐々に縮小すると想定されることから、景気回復ペースは徐々に鈍化すると予測します。

ECBIは、インフレ抑制のため段階的に利上げを実施すると予測します。

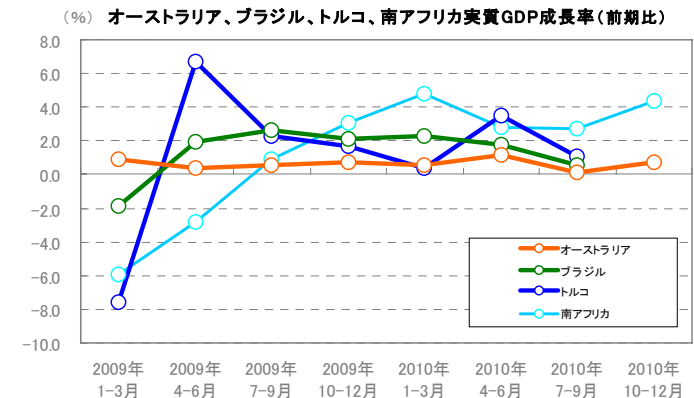
## ✓ 新興国・資源国経済

新興国は緩やかに景気拡大基調を持続

【ブラジル】ブラジルでは2010年10～12月期の実質GDP成長率が前年比で+5.0%とピークは過ぎたとみられますが、個人消費や輸出を中心に高い水準を維持しています。2011年の経済成長率は4.0%台へと収束するものとみられます。【トルコ】設備投資、個人消費など内需中心に景気の拡大が続いています。自国通貨高、物価上昇への懸念から困難な金融政策を強いられています。利上げを行わず、預金準備率による引き締めを継続し通貨高、景気の拡大を抑制しています。ユーロ圏の景気回復から輸出の増加も期待できるとみられます。【南アフリカ】1月の製造業生産、個人消費ともにプラスとなり、景気回復基調を維持しています。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

# 各資産の投資環境見通し

## 前月の投資環境(3月)

**日本10年国債利回りは一時1.1%台半ばまで低下**

国内債券は、前半は原油高による足元の景気減速懸念と中期的な景気回復期待とが拮抗し、10年国債利回りは1.3%近辺で推移しました。大震災後は株価急落等を受け、同利回りは一時1.1%台半ばまで低下し、その後は方向感の定まらない展開となりました。

**日経平均株価は急落後、やや持ち直し**

国内株式は、中東・北アフリカの政情不安などから弱含みの推移が続く中、大震災および原発事故の発生で投資家のリスク回避の動きが強まり、大幅に下落しました。その後は円高懸念が一服したことに加え、過度な悲観論が後退したこともあり、やや値を戻しました。

**米国長期金利は月中旬に低下後、後半上昇**

外国債券は、米国では中東・北アフリカの政情不安や大震災後の投資家の「質への逃避」の動きにより金利は低下しましたが、株式市場が落ち着きを取り戻すとともに金利は上昇に転じました。ドイツでは欧州高債務国に対する懸念が残る一方、利上げ観測の台頭もあり金利は上昇しました。為替市場では、大震災後に日本の機関投資家が海外資産を売却するとの思惑からドルに対し一時76円台前半まで円高が進んだ後、18日の円売り協調介入を受けて81円台まで戻し、月末にかけて円安基調で推移しました。

**ダウ工業株30種平均は一時調整も、その後回復**

外国株式は、中東・北アフリカの政情不安に加え、大震災や原発事故の世界景気への影響などが懸念され、世界的に調整しましたが、その後は過度な悲観論の後退や好調な米国の景気・企業業績などに支えられ、堅調な動きとなりました。

## 《3月の市場動向》

	2011/3/31	2011/2/28	騰落率(幅)
<b>債券利回り</b>	前月末	前々月末	前々月末差
日本10年国債	1.26%	1.26%	▲0.00%
米国10年国債	3.47%	3.43%	+0.04%
ドイツ10年国債	3.35%	3.17%	+0.18%
英国10年国債	3.69%	3.60%	+0.09%
豪10年国債	5.49%	5.49%	▲0.01%
ブラジル10年国債	12.93%	12.47%	+0.46%
南アフリカ10年国債	8.75%	8.74%	+0.01%
<b>株価指数</b>	前月末	前々月末	前々月末比
日経平均株価	9,755.10	10,624.09	▲8.18%
TOPIX	869.38	951.27	▲8.61%
ダウ工業株30種平均	12,319.73	12,226.34	+0.76%
S&P500	1,325.83	1,327.22	▲0.10%
ナスダック指数	2,781.07	2,782.27	▲0.04%
FTSE100	5,908.76	5,994.01	▲1.42%
DAX	7,041.31	7,272.32	▲3.18%
ハンセン指数	23,527.52	23,338.02	+0.81%
<b>為替相場</b>	前月末	前々月末	前々月末比
米国ドル/円	83.13	81.78	+1.65%
ユーロ/円	117.69	112.91	+4.23%
英国ポンド/円	133.24	132.96	+0.21%
豪ドル/円	85.87	83.30	+3.08%
ブラジルレアル/円	50.93	49.14	+3.64%
トルコリラ/円	53.77	51.18	+5.06%
南アフリカランド/円	12.27	11.72	+4.74%

※出所: Bloomberg

# 各資産の投資環境見通し

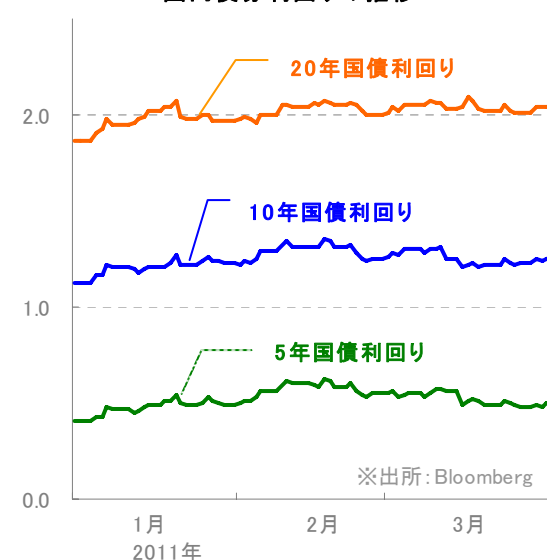
## 国内債券

金利は低位で推移、神経質な展開を予想

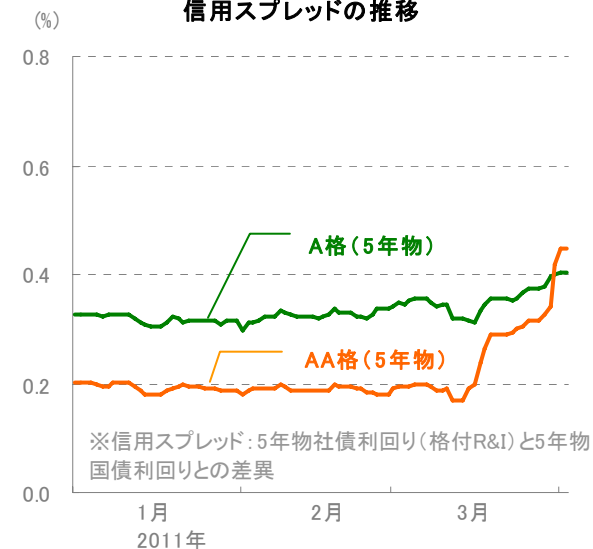
3月11日に発生した東日本大震災により、1～3月期での景気踊り場からの脱却は先送りとなりました。大震災の影響は、工場などが被災地にあった企業をはじめ産業界全般に及び、また計画停電などが消費意欲の減退につながることで考えられますが、その影響については4月半ば以降発表される景気指標で確認されるとみられます。ただし、本来は金利の低下要因となるこうした景気の下押し要因も、今回の局面では判断が難しいと考えます。災害復興資金の捻出のための国債増発懸念、資金需要増に伴う銀行の貸出増加(債券買い余力減少)、復興需要によるデフレ圧力の後退など、金利低下を抑制する材料も少なくありません。当面は大震災による景気の下押しが意識されやすい環境にあることから、**金利は低位での推移が見込まれます。ただ補正予算に係る議論などが意識されることから神経質な展開になるとみています。**

信用スプレッドについては、大震災以降は東電債をはじめ事業債全般にスプレッドの拡大がみられています。政保債や財投機関債などの高格付け債に対する需要は引き続き強い状況です。4月に予定されている財投機関債や電力債などの新規発行が一つのヤマ場となりますが、無難に乗り越えられれば**今次スプレッド拡大局面は早晩終息していくものと考えます。**

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

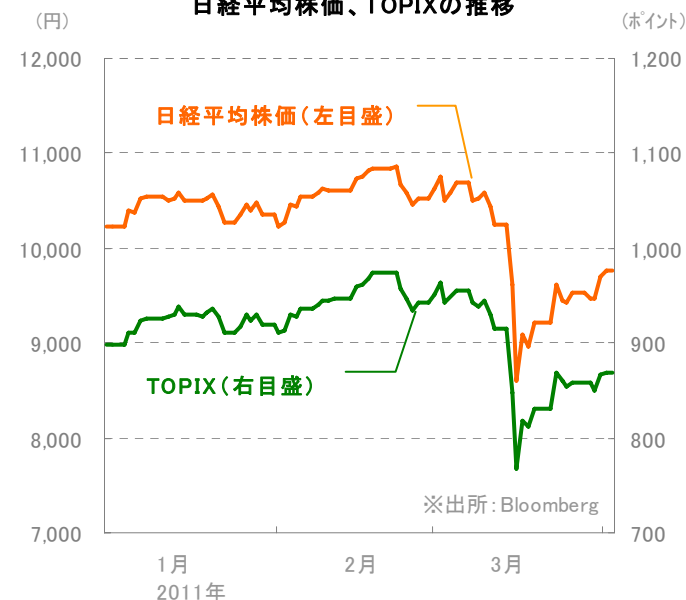
### 株価は底堅く推移すると予想

4月の株式相場は、原発事故が収拾に向かい、大震災の影響による短期的な企業業績の下振れを意識しつつ、**平時の適正株価を探る展開を予想します**。中東・北アフリカの政情不安や原油価格の上昇、世界的インフレと新興国の金融引き締め懸念などが織り込まれ、さらなる下振れリスクの懸念よりもむしろ、新しい秩序を模索する中での金融市場の水準がより強く意識されるとみえています。

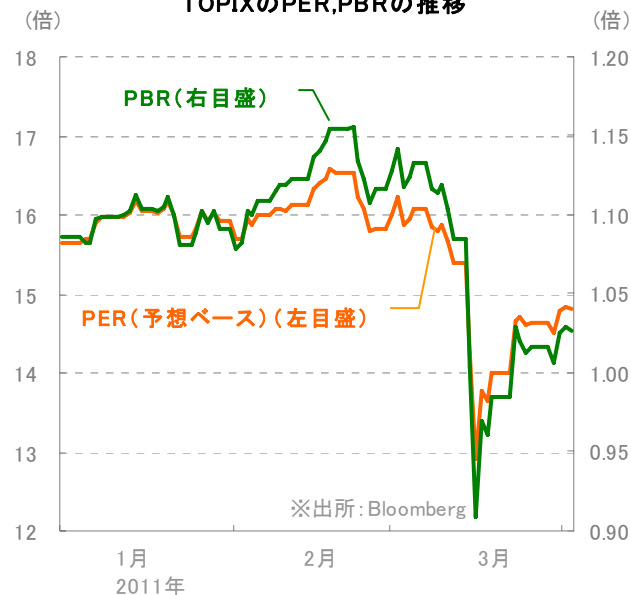
こうした中、国内株式市場では金融機関の自己資本規制対策の売り圧力が軽減し、M&Aの活発化や相対的な出遅れ感に注目した海外投資家の買いが期待されます。需給面の懸念も小さいことに加え、PBR1倍という株価水準の割安感もあり、**底堅く推移するとみえています**。

TOPIXのレンジは、830～910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

### 米国金利には上昇圧力が残存

米国金利: 今後は金融政策の出口戦略が重視されるとみられ、**金利上昇圧力は残存していると考えています**。ただし、景気の拡大ペースはやや鈍化してきており、中東・北アフリカの政情不安による原油価格の上昇が消費・物価の双方に与える影響や欧州債務問題に加え、東日本大震災および原発事故も今後の景気に影響を与える可能性があります。以上のような不透明要因が増えていることから、**金利の上昇余地は以前に比べ縮小していると考えています**。

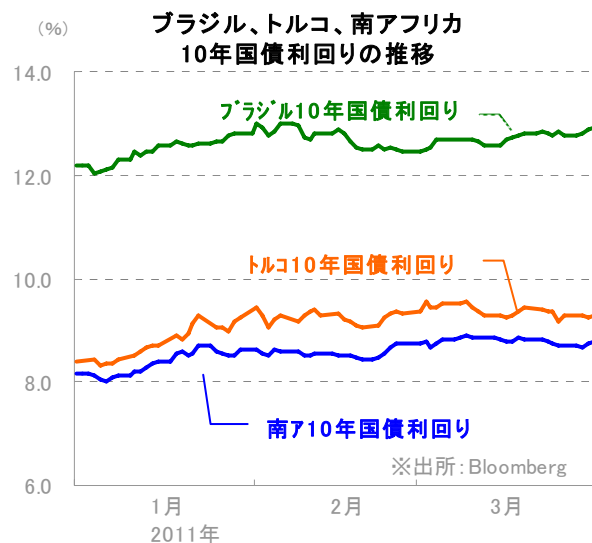
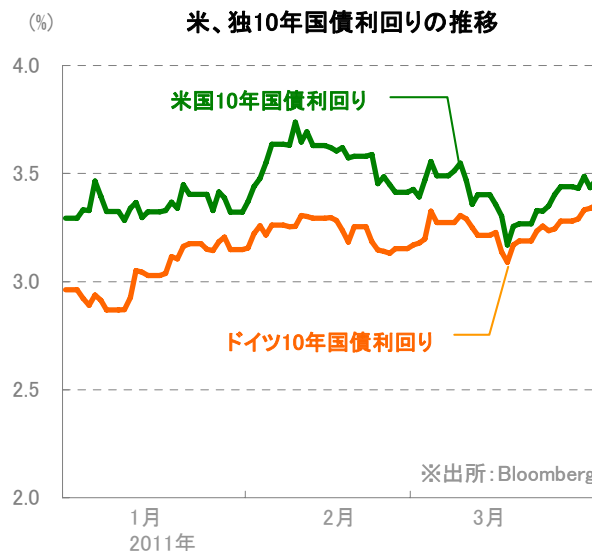
欧州金利: 現段階ではECB(欧州中央銀行)の利上げが連続的・長期的なものになる可能性は高くはなく、**ドイツの金利上昇幅は限定的とみています**。イギリスでも物価上振れにより利上げ観測が根強い状況ですが、財務省が成長率見通しを下方修正したように緊縮財政が景気下押し圧力となる中で、過度な利上げ観測は後退しています。

### 新興国・資源国金利

ブラジル金利: 物価上昇率が高止まりを続け、資源価格も高騰しています。金利は追加利上げの可能性も残ることから強含みに推移するとみられます。

トルコ金利: 政策金利が2月同様に据え置かれ、預金準備率が引き上げられるなど、金融引き締めへの転換が明らかとなりました。中短期中心に金利は強含みに推移するとみられます。

南アフリカ金利: 引き続き国際商品相場の上昇からインフレが警戒され、金利上昇圧力が強まるとみています。





# 各資産の投資環境見通し

## ✓ 外国株式

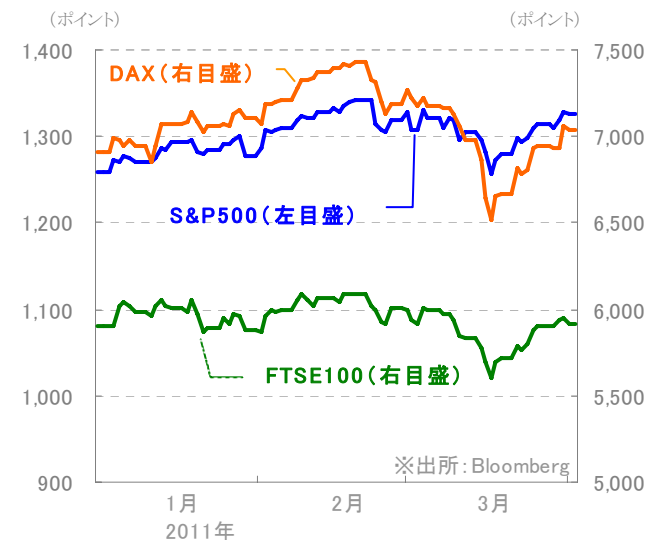
方向性を探る展開、投資視点の定まりにくい展開を予想

中東・北アフリカの政情不安による原油価格上昇や東日本大震災の経済への影響を含め、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が増えており、株式市場は個別企業の示す業績見通しや各国の景気指標、金融政策見通しを確認しつつ**方向性を模索する展開が続くとみています。**

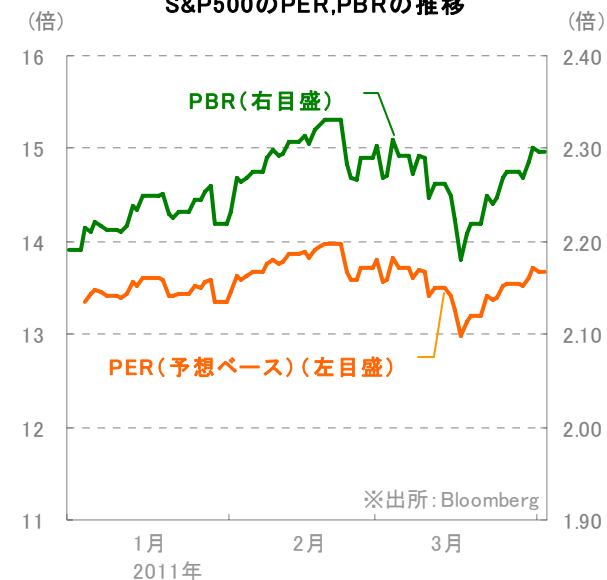
地域別では、米国では雇用・住宅市場の動向、欧州ではユーロ圏周辺国の財政赤字問題、中国では追加インフレ抑制策、中近東・アフリカでは政情不安によるエネルギー供給への影響、日本では大震災による経済活動への影響が注目され、これらのテーマを巡り、**株式市場が不安定化する局面も予想されます。**

個別銘柄では、上記のような懸念材料に関わる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、地域ごとに選好される銘柄が異なり、また好材料の株価への織り込みが進んだ銘柄に利益確定売りが強まることも考えられます。

S&P500, DAX, FTSE100の推移



S&P500のPER, PBRの推移



※ 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

ユーロ高には徐々に歯止めがかかる一方、ドル安要因も継続すると予想

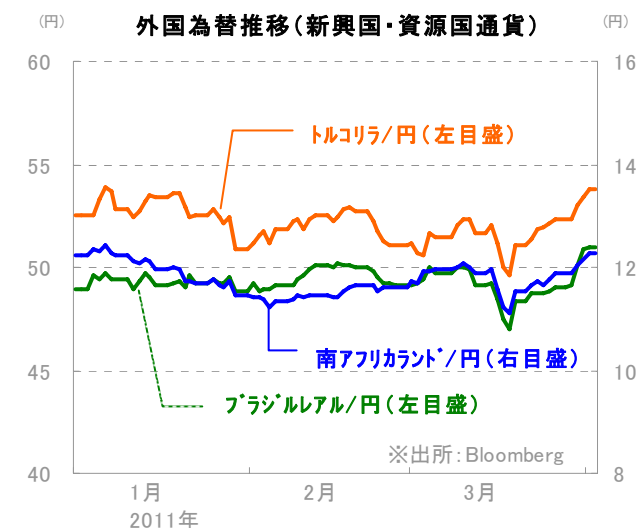
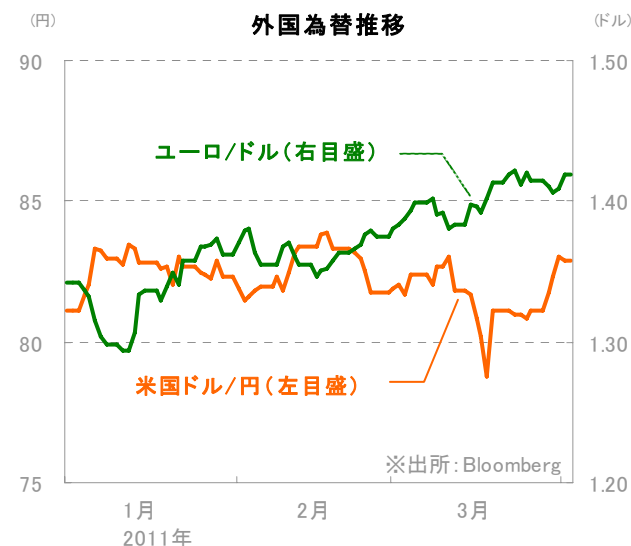
ユーロ/ドル: ECBによる利上げ観測を受けたユーロの上昇については、欧州高債務国の懸念、欧州金融安定ファシリティの機能拡充に対する不透明感から、徐々に歯止めがかかってくるとみています。欧州高債務国の懸念や中東・北アフリカの政情不安に加えて日本の原発事故の行方等、投資家のリスク回避の動きにつながる材料がある一方、金融政策の格差、原油価格の上昇や市場変動性が低水準にあることなど、ドル安要因も継続するとみています。

### 新興国・資源国通貨

ブラジルレアル: 金利先高観を背景に上昇基調となっていますが、3月29日発表の新たな資本流入規制が実施されることから上値の重い展開になると予想しています。

トルコリラ: 中東・北アフリカ情勢の影響は徐々に薄れ、国内景気の拡大、金利先高観測などから強含みの展開を予想しています。

南アフリカランド: 金価格が堅調に推移していることに加えて、物価動向次第では利上げ観測につながる可能性もあり、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