

投資環境見通し（2011年6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米国景気動向 ～最大のポイント～

4～6月期の実質GDPは、自動車生産の減少の影響等で2%台の成長にとどまるとみえています。現在の需給ギャップや雇用環境の改善を達成するための成長率は3%以上と考えられていることから、減速感は否めません。しかし、ガソリン価格の上昇一服、自動車生産の回復で消費、設備投資、在庫投資などが伸び、**年後半には3%台の経済成長率に回復するとみられます**。長期金利は、「QE2(量的緩和第2弾)」の終了や7～9月期の国債の増発で上昇圧力が高まり、秋口には3.5%程度までの上昇を想定していますが、インフレ率が低いことや利上げ時期の先送りで当面は3%台前半のボックス圏とみえています。S&P500指数のEPSの成長率は市場予想では今年+12.4%、2012年は+8.4%となっており、この2年間の平均EPSが約100ドルと計算されることから、足元の予想PERは13.2倍弱とかなり割安な水準であるとみられます。

②不安の残る欧州債務危機

ギリシャの債務再編報道で、ギリシャやアイルランドの国債利回りの対独金利スプレッドはさらに拡大しました。IMFが第5次ギリシャ支援を実行しない可能性も指摘されていることに加え、ECBの早期の追加利上げ観測の後退で、ユーロ/ドルも大きく売られました。しかし、ギリシャの支援策が6月末までに出される可能性があることから、**ギリシャの債務問題に進展があればユーロを買戻す動きが活発化するとみえています**。もし、ギリシャ問題が先送りされれば、再びユーロは売り込まれる可能性も残ります。

③国内景気と政局

夏場の電力不足対策、消費行動の自粛、サプライチェーンの断裂など、東日本大震災の直後は深刻な問題が長期化するとみられていましたが、5月に入り電力の供給量拡大、消費の回復、自動車・電子部品の生産正常化の前倒しなど、年後半の強い景気回復を期待できる動きが出てきています。

政局は、野党に加えて与党内にも現政権に対する批判的な動きがあり、波乱含みです。内閣不信任決議案が可決されると、衆議院解散・選挙の可能性もあり、次のリーダー不在、政策遂行の遅れを懸念した株価下落は余儀なくされるとみられます。一方、同案が否決されれば、少なくとも9月までは菅政権が続き、8月頃には10兆円程度の第2次補正予算が組まれるとみられます。マニフェストの変更によって一部財源を確保したとしても国債の追加発行は避けられないと考えられます。「税と社会保障の一体改革案」が7月にも提示されれば、株式市場は評価する可能性は高いとみえています。足元では米国、中国の景気減速懸念が強くなっていますが、**政治の混乱が避けられれば、夏場以降は国内株式の魅力が増すとみえています**。

④中国景気の動向

1～3月期の実質GDP成長率は+9.7%となりましたが、消費者物価も+5.3%まで上昇しました。当局は過去4回利上げを実施し、預金準備率も「上限は設けない」という言葉通り今年5回の引き上げを行いました。4月の新車販売(▲0.3%)、建機需要の減退、PMIのピークアウトなど「踊り場」に陥った可能性はありますが、2012年に向け、「5カ年計画」に基づいた政府支出の拡大や、東日本大震災による自動車生産への悪影響が緩和されれば、生産・輸出とも巡航速度に戻り、**年間では9%程度の成長を確保するとみえています**。

内外経済環境見通し

✓ 日本経済

景気は一時的に停滞も復興需要で持ち直し

1～3月期の実質GDP成長率は、前期比▲0.9%（年率▲3.7%）と同▲0.8%（年率▲3.0%）だった前期に続き2期連続のマイナス成長となりました。

当面は、大震災による製造業の生産ライン停止の影響、原発事故問題の長期化に対する不安、電力使用制限による生産・個人消費の低迷から景気は一時的に停滞すると予測します。

しかし、年度後半は、大震災からの復興需要に加え、製品供給機能の回復に伴う米国・アジア向け輸出の持ち直しなどが期待できることから、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。

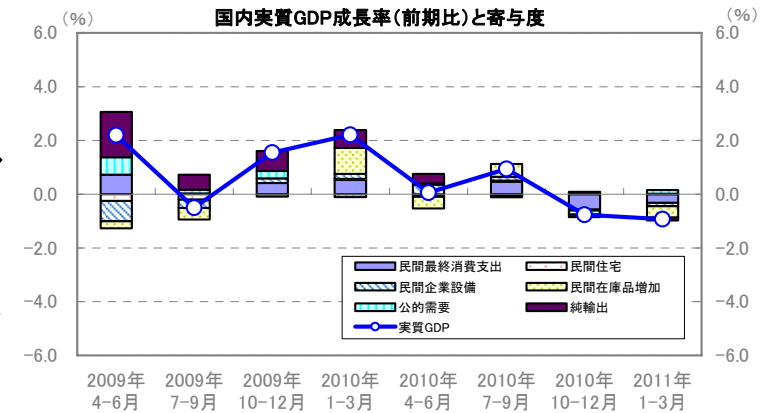
✓ 米国経済

景気の緩やかな回復トレンドが継続

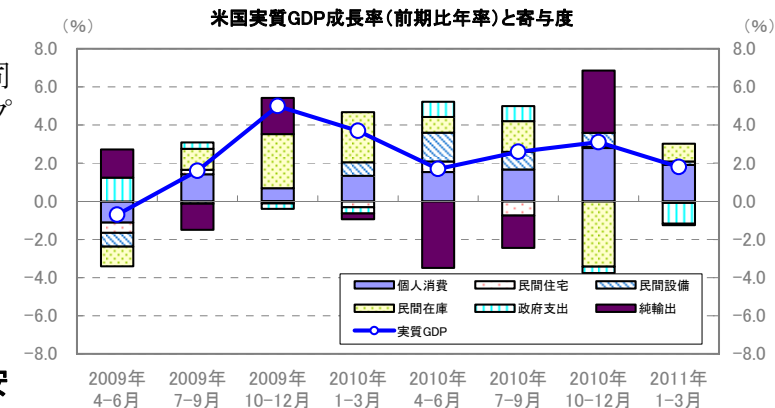
1～3月期の実質GDP成長率は、前期比年率+1.8%と、同+3.1%だった前期からやや減速しましたが、7期連続のプラス成長となりました。

今後も雇用回復ペースは極めて緩やかと想定されますが、FRBの低金利政策継続、好調な企業収益に支えられた設備投資の回復、ブッシュ減税延長などを背景に、緩やかながら景気回復トレンドが継続すると予測します。

FRBは、インフレ期待の高まりに注視しつつも、雇用を安定的に回復させるため、異例の低金利政策を継続するとみています。利上げ開始は2012年央頃と予測します。



*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

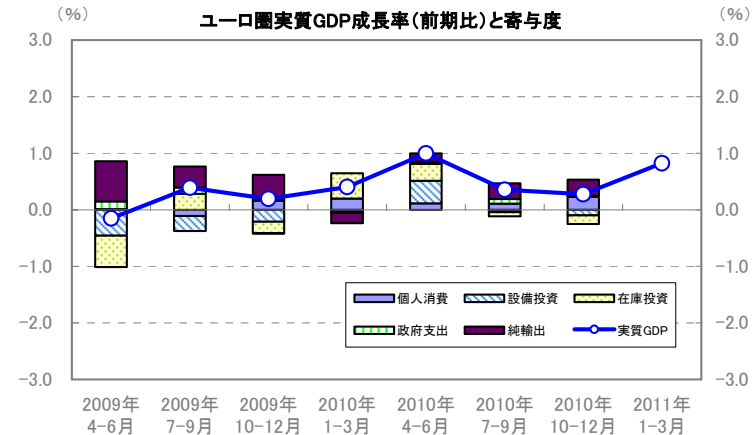
景気の回復ペースは徐々に鈍化

1～3月期の実質GDP成長率は、前期比+0.8%と、同+0.3%だった前期に続き7期連続のプラス成長となりました。今後も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、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、ECBがインフレ懸念から金融引締めへ転じたこと、通貨安の恩恵の縮小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ます。ECBは、インフレ抑制のため4月に続き7月以降も追加利上げを実施すると予測します。

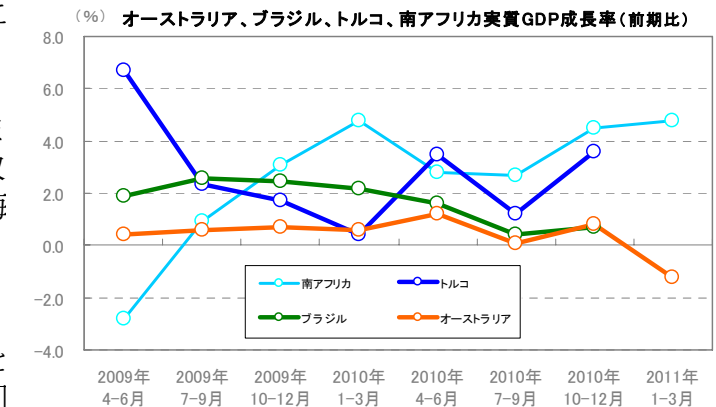
✓ 新興国・資源国経済

新興国は緩やかに景気拡大基調を持続

【ブラジル】景気については、利上げや自国通貨高の影響から過熱感が薄れてきており、減速が続くとみられます。物価上昇率は政府目標誘導レンジの上限(6.5%)近辺にありインフレ懸念が強まっています。【トルコ】景気については、内需中心に拡大しています。足元の物価は落ち着いており、エネルギー価格も上昇一服と景気にとって好ましい状況となっています。しかし景気拡大を受けて貿易収支の悪化が拡大していることが依然懸念されています。海外からの直接投資資金の流入の回復傾向や通貨下落によるユーロ圏向け輸出の増加などが期待されますが、対外債務の改善には時間を要するとみられます。【南アフリカ】1～3月期の実質GDP成長率は前期比+4.8%（年率）となりました。景気については、製造業を中心に緩やかな回復基調を続けるとみられます。中央銀行はインフレ見通しを上方修正し、年末にかけて目標の上限(6%)に達すると発表しています。



*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

各資産の投資環境見通し

前月の投資環境(5月)

日本10年国債利回りは低下基調

国内債券は、海外金利の低下を受け、連休明けに10年国債利回りは1.1%台まで低下しました。その後も米国債券市場との連動性が高まるなか、国債増発懸念の後退等を受けて余剰資金からの資金流入もあり、10年国債利回りは一時1.1%近くまで低下しました。

日経平均株価は軟調推移

国内株式は、主要企業の2010年度決算の発表で業績懸念が後退したことを受けて、上旬は底堅く推移しました。中旬以降は、米国や中国の景気減速懸念の高まりや欧州債務問題の再燃、原発事故の深刻化などの先行き不透明感が広がったことから軟調な展開となりました。

米国、ドイツ金利とも低下基調

外国債券は、国際商品市況の急落や欧州債務問題、景気減速懸念を受けてリスク回避の動きが広がり、米国金利は低下しました。ドイツでは、早期の追加利上げ観測の後退や欧州高債務国の信用不安から、金利は低下しました。為替市場では、ECBの早期利上げ観測の後退からユーロはドルに対し弱含み、欧州債務問題の再燃がユーロ売り圧力を強めました。

ダウ工業株30種平均は軟調推移

外国株式は、国際商品市況の急落からエネルギー・市況関連銘柄を中心に売り圧力が強まり、中国の追加金融引き締めや欧州債務問題、相次ぐ米国の景気減速を示す経済指標などから軟調な展開となりました。ただし、個別銘柄では、良好な決算を発表した企業や企業買収が好感された企業については、株価は底堅く推移しました。

《5月の市場動向》

	2011/5/31	2011/4/29	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	1.17%	1.21%	▲0.04%
米国10年国債	3.06%	3.29%	▲0.23%
ドイツ10年国債	3.02%	3.24%	▲0.22%
英国10年国債	3.29%	3.43%	▲0.14%
豪10年国債	5.21%	5.43%	▲0.22%
ブラジル10年国債	12.44%	12.61%	▲0.17%
南アフリカ10年国債	8.34%	8.50%	▲0.15%
株価指数	前月末	前々月末	前々月末比
日経平均株価	9,693.73	9,849.74	▲1.58%
TOPIX	838.48	851.85	▲1.57%
ダウ工業株30種平均	12,569.79	12,810.54	▲1.88%
S&P500	1,345.20	1,363.61	▲1.35%
ナスダック指数	2,835.30	2,873.54	▲1.33%
FTSE100	5,989.99	6,069.90	▲1.32%
DAX	7,293.69	7,514.46	▲2.94%
ハンセン指数	23,684.13	23,720.81	▲0.15%
為替相場	前月末	前々月末	前々月末比
米国ドル/円	81.52	81.19	+0.41%
ユーロ/円	117.37	120.22	▲2.37%
英国ポンド/円	134.09	135.67	▲1.16%
豪ドル/円	87.00	89.06	▲2.31%
ブラジルリアル/円	51.59	51.57	+0.04%
トルコリラ/円	51.16	53.35	▲4.11%
南アフリカランド/円	11.98	12.36	▲3.05%

※出所: Bloomberg

各資産の投資環境見通し

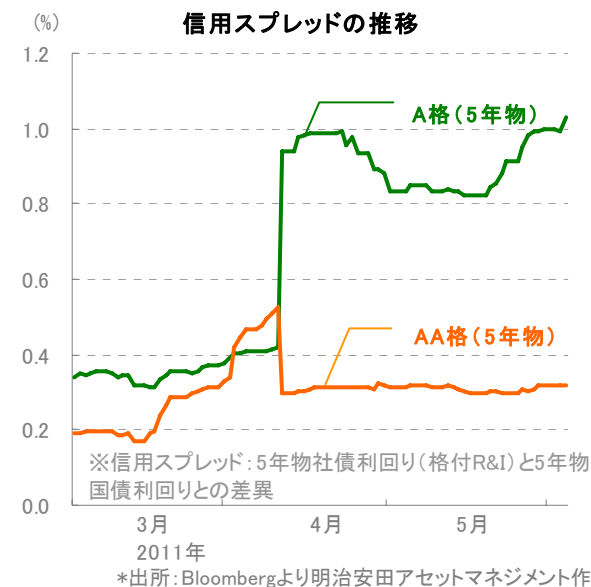
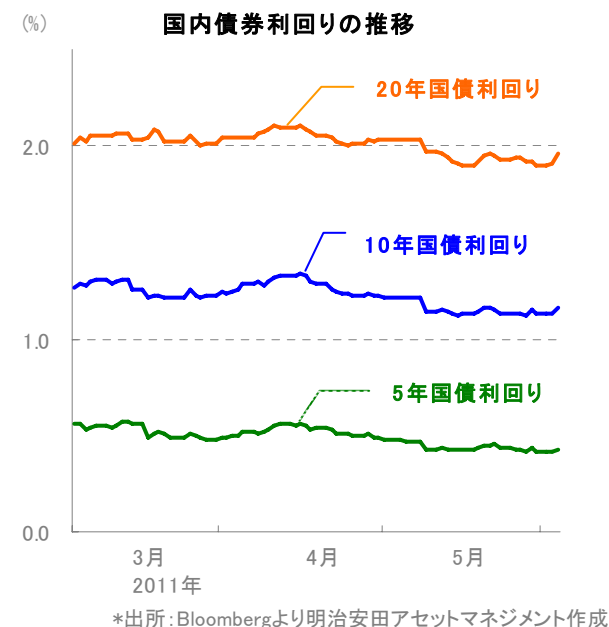
✓ 国内債券

債券購入意欲は引き続き強い

1～3月期の実質GDP成長率(速報値)は前期比年率▲3.7%と事前予想に比べて大幅に下振れました。今回の結果は、生産設備の稼働率の回復に時間を要することや、家計が大震災後に雇用・所得環境の悪化に対する不安を強めていることを改めて示しており、市場のメインシナリオどおりの景気回復につながるか若干懸念される内容となりました。日銀は当面は現状の金融緩和策を維持し、景気回復が遅れる場合は夏場頃に追加金融緩和策を打ち出すとみています。

直近の10年国債利回りの下限は1.0～1.1%近辺と予想する向きが多く、既に長期的には投資しづらい水準ですが、堅調な米国債市場などを受けて投資家の余剰資金は引き続き債券市場にとどまっているとみられ、この状況が続くと、余剰資金からのシフトが更なる金利低下を促す可能性は否定できないとみています。

クレジット市場については、投資家の根強い需要に支えられ安定を取り戻しており、5月後半には新発債の発行が事実上再開されました。一方で東京電力債については、債権放棄に対する懸念が払拭されておらず、今国会中で賠償の枠組みが審議されない可能性も取りざたされています。市場はこうした政治リスクを織り込み始め、予断を許さない状況にあり、クレジット市場は当面薄氷の上の回復を続けることになるとみています。



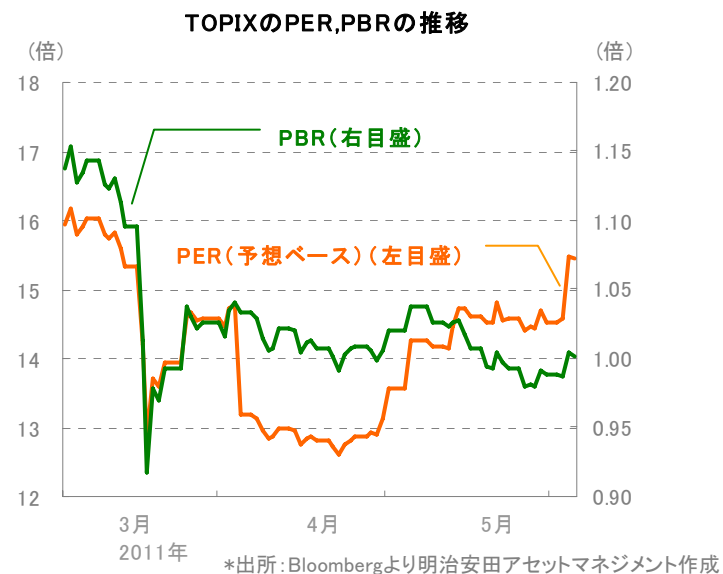
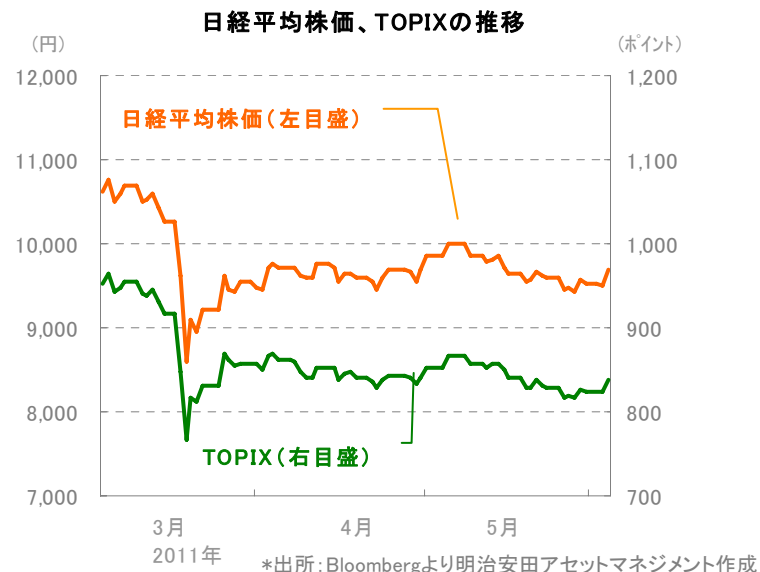
各資産の投資環境見通し

✓ 国内株式

上値の重い展開を予想

6月の国内株式市場は、米国や中国の景気指標がやや悪化していることに加え、原子力発電所の事故処理の長期化に対する懸念や、欧州債務問題、米国QE2の終了を控えたリスク回避の動きなどから、**上値の重い展開になるとみています**。ただし、東証一部の前期実績ベースのPBR(株価純資産倍率)は1.0倍付近と株価水準は割安とみられることに加え、2011年度の企業業績は下期にV字回復すると予想されることから、**下値も限定的とみています**。

TOPIXのレンジは、800～870ポイントを予想しています。



各資産の投資環境見通し

✓ 外国債券

米国金利の上昇圧力が高まってくると予想

米国金利: 景気減速を既に相当程度織り込んだとみられること、今後は国債発行が増加する見込みであることに加えて、現在の実質金利の水準を考慮すると、今後は**金利上昇圧力が高まってくるものとみています**。ただし、欧州債務問題が更に悪化し、金融機関への影響が大きくなる場合には、世界的な質への逃避の動きが金利の低下に拍車をかける可能性もあり、引き続き留意する必要があります。

欧州金利: ギリシャ債務の再編問題に対して、EUとECBでスタンスの相違がみられ、他の高債務国に対する不透明感も払拭されておられません。しかし、金融危機的な状況に至る可能性も低いと考えられ、質への逃避の動きを背景とした**ドイツの金利低下圧力も徐々に緩和していくとみています**。

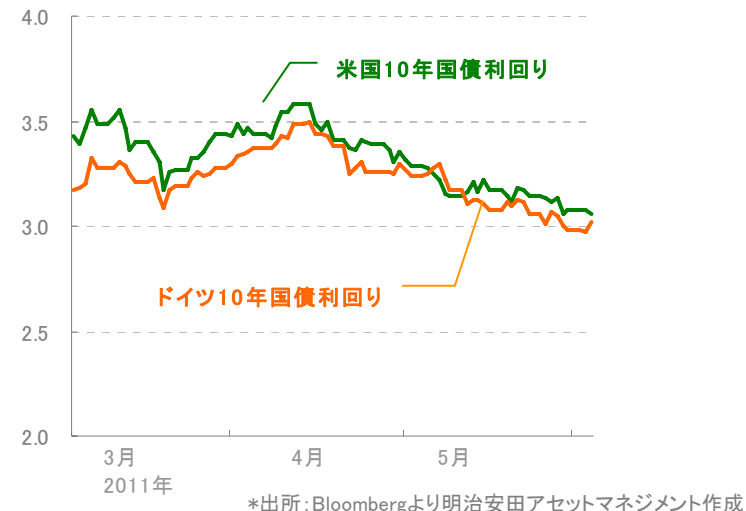
新興国・資源国金利

ブラジル金利: 足元ではインフレ懸念があるものの、エネルギー価格の上昇一服などから徐々に沈静化に向かうとみられ、当局は追加利上げに慎重になるとみています。金利は横這いを予想。

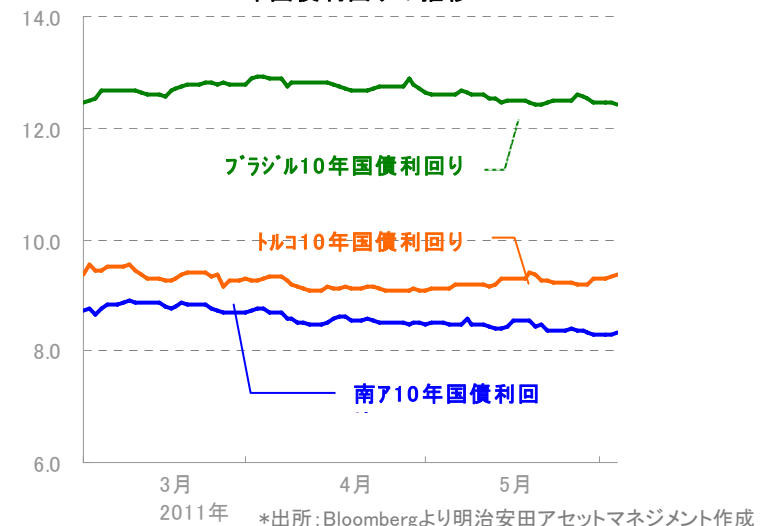
トルコ金利: 当面の金融政策は預金準備率操作により対応し、利上げは先送りされるとみられます。金利上昇圧力が強まりつつありますがレンジ内での動きにとどまるとみています。

南アフリカ金利: インフレ見通しを背景に利上げ観測が広がりやすい状況にありますが、今後の景気回復のペースは緩やかとみられることから、レンジ内で推移するとみています。

(%) 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

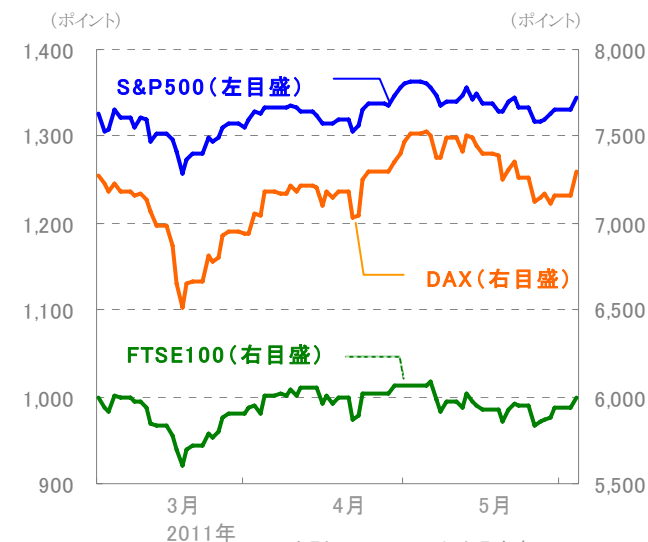
緩和的な金融政策が支援材料

足元の米国の景気指標が弱含んでいることや欧州周辺国の債務再編問題が意識される状況が続いていること、また新興国の更なる金融引締めによる需要の鈍化懸念などから、当面の株式市場は**変動性の高い状況が続くことが想定されます**。しかし、四半期決算で企業が示した見通しから判断すると、引き続き企業収益は新興国市場での売上げの伸びや先進国の需要回復に支えられてプラス成長が持続するとみられます。

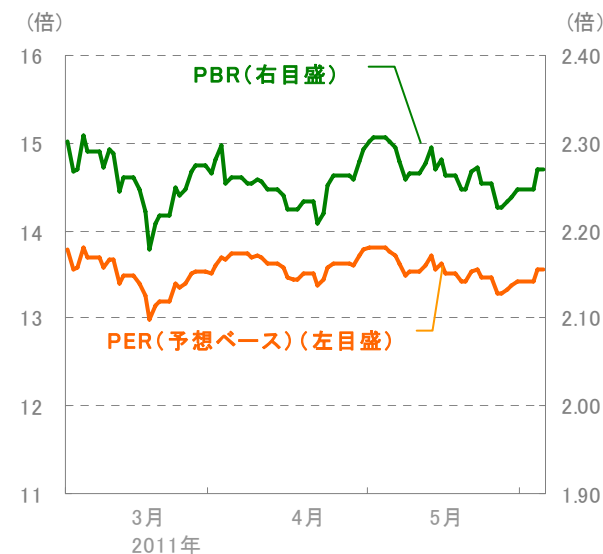
企業は原材料コストの上昇分の最終価格への転嫁を進めており、消費者物価に上昇圧力が高まることも想定されます。しかし、先進国では雇用面では物価上昇圧力が限定的であることから、当面は**緩和的な金融政策が維持される見通しであり、引き続き株式市場の支援材料となるとみています**。

企業の収益環境の変化を踏まえて、ファンダメンタルズの良い銘柄を個別に選別する動きがこれまで以上に強まることが想定されます。

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

ドル安要因が浮上すると予想

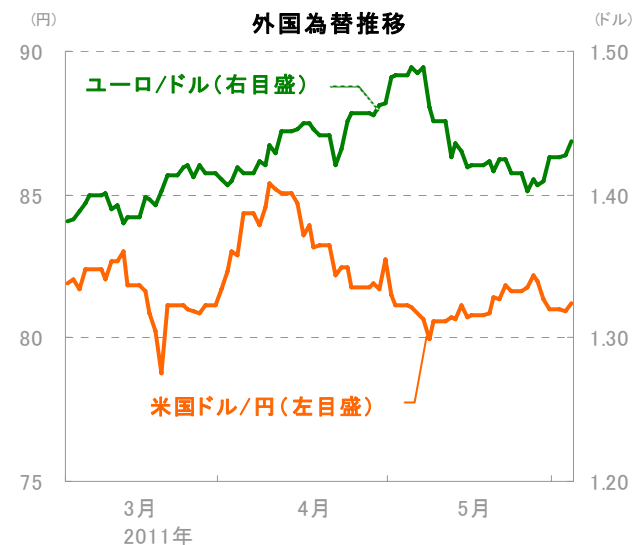
ユーロ/ドル: 欧州債務問題や国際商品市況の調整によりユーロは短期間で大きく下落しました。この間、金利差もドル高方向に作用しましたが、ギリシャへの追加金融支援が合意され、欧州の高債務国に対する不透明感が緩和すれば、再び米国の景気や金融政策、財政・経常収支などのドル安要因が浮上してくるとみています。

新興国・資源国通貨

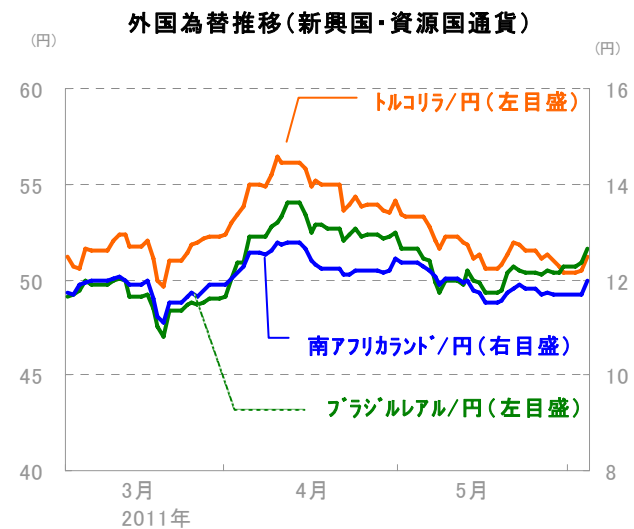
ブラジルリアル: 景気過熱感の沈静化、資源高の一服などがある一方で、流入が続く海外資本の動きなどもあり、底堅い動きになるとみえています。

トルコリラ: 中東情勢は材料視されなくなったものの、地理的・経済的に関係の深いユーロ圏での債務問題が煽っていることに加え、軟調が続く株価などから弱含み横這いで推移するとみえています。

南アフリカランド: 緩やかな景気回復が続くとみられることに加え、国際商品市況の下落が一服していることもあり、底堅く推移するとみえています。



*出所: Bloombergより明治安田アセットマネジメント作成



*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 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