

投資環境見通し（2011年7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米国株式は底打ちを確認

S&P500指数は昨年は4月末から8月末までの約4カ月間で10%以上の調整となりました。今年も5月初めから下落しており、日柄や値幅で見ると十分とは言えないかもしれませんが、昨年のようにQE2(量的緩和第2弾)につながったデフレリスクや景気2番底に対する懸念はなく、また発表された経済指標をみても事前予想を上回るものがみられることから、**株式市場は調整の最終局面を迎えたという見方もできます**。エネルギー価格の上昇で落ち込んだ個人消費は、ガソリン価格が1ガロン4ドル弱から3ドル台半ばまで下落したこともあり、2%台まで低下した個人消費の伸び率は今後3%台への回復が期待されます。S&P500指数の予想EPS(1株当たり利益)は11年が93~100ドル、12年が100~113ドル(いずれも市場予想)で、予想の下限值をもとに計算しても、PER(株価収益率)はそれぞれ約14倍、約13倍と割安感があります。また、債券利回りに対しても足元の株価水準には割安感がみられます。7月中旬から始まる4~6月期の決算発表では、米国企業のファンダメンタルズの強さが確認できると思われ、**S&P500指数は1,300ドル台半ばまで戻るとみています**。

②米国長期金利の上昇

予想以上に低位安定が続いた**米国長期金利は次第に上昇していくとみています**。景気モメンタムの底打ちだけではなく、FRB(米連邦準備制度理事会)によるQE2の終了、前期の3倍近くとなる7~9月期の国債発行額など、債券市場の好需給局面も終わりそうです。ギリシャの債務問題の進展で「質への逃避」の動きも一段落し、足元コア・インフレ率も少し高まっていることから、債券の売り材料が優勢な状況です。しかし、バーナンキFRB議長も認めているように、景気は住宅、雇用、金融部門で脆弱さを抱えており、**水準としては米国10年国債利回りで3.0~3.5%のレンジでの展開をみています**。

③ギリシャ債務問題の軟着陸

ギリシャの議会において、中期財政計画および関連法案が承認されたことから、EU(欧州連合)とIMF(国際通貨基金)の第5回融資は、民間の投資家の関与を加えて債務の借り換え(ロールオーバー)により実行される見込みです。ただし、足元の景気後退の深刻化、政府の民営化収入目標の甘さなど、懸念材料は山積しており、抜本的な債務再編は先送りされています。

④国内株式はジリ高へ

外部環境が好転すれば、**国内株式の上昇余地も拡大するとみています**。4~6月期の企業業績は予想より上振れする見込みです。夏の電力需要期の節電対策の影響は気掛かりですが、消費は少しずつ回復しており、設備投資計画は上方修正されています。政治情勢は不安定ですが、**大規模復興予算が可決すれば、株価にはさらに追い風になりそうです**。米金利上昇によるドル高の恩恵も少しは期待したいところです。

内外経済環境見通し

✓ 日本経済

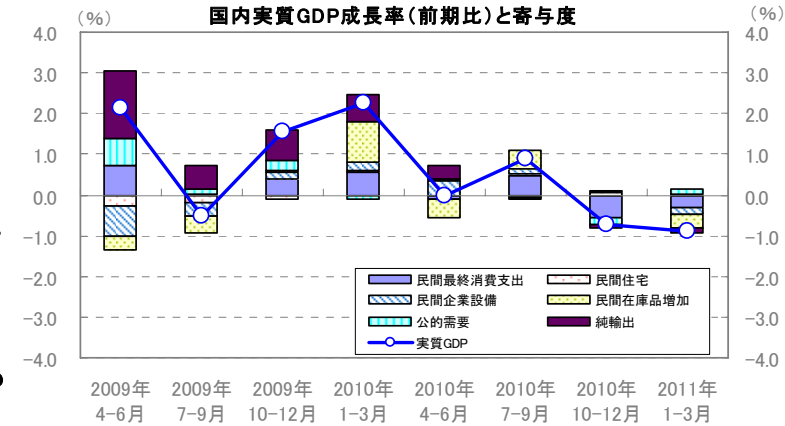
景気は一時的に停滞も復興需要で持ち直し

1～3月期の実質GDP成長率は、前期比▲0.9%（年率▲3.5%）と同▲0.7%（年率▲2.9%）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。国内景気は大震災の影響で一時的に停滞しましたが、今後は供給制約緩和に伴う米国・アジア向け輸出の持ち直しが当初想定より早期に期待できることに加え、年度後半は、震災からの復興需要も期待できることから生産面は急速に回復すると予測します。個人消費は原発問題等の先行き不透明感が家計マインドの回復の重しになりますが、雇用・所得環境の緩やかな改善とともに回復すると予測します。日銀は、2011年、緩和的な金融政策を継続すると予測します。

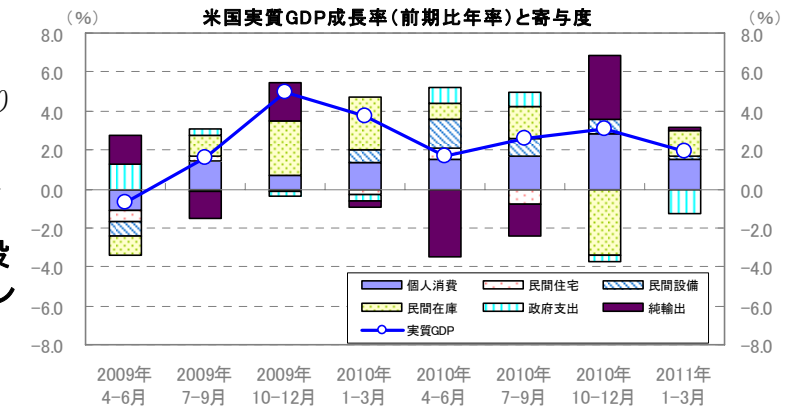
✓ 米国経済

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+1.9%と、同+3.1%だった前期に続き、7期連続のプラス成長となりました。今後も金融機関が住宅問題から脆弱であり、雇用回復ペースも極めて緩やかと想定されます。ただし、FRBの低金利政策持続、好調な企業収益に支えられた設備投資の回復などを背景に、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、2011年、異例の低金利政策を継続すると予測します。



*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

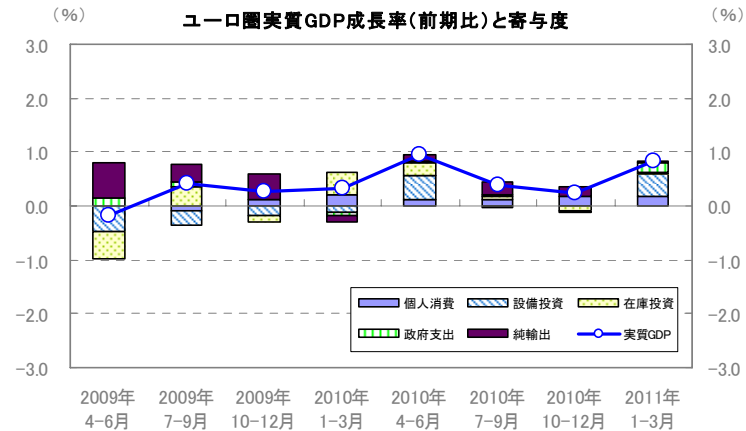
1～3月期の実質GDP成長率は、前期比+0.8%と、同+0.3%だった前期に続き、7期連続のプラス成長となりました。

今後も主要国中心での雇用・所得環境の改善、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強化されていること、ECBがインフレ懸念から金融引締めに向けたこと、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月につづき7月以降も追加利上げを実施すると予測します。

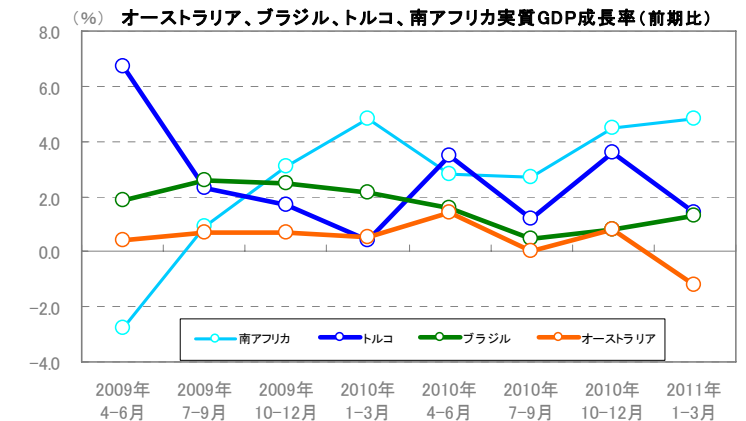
✓ 新興国・資源国経済

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、利上げにより過熱感が後退しています。しかし今後も社会資本整備のための高水準の公共事業が執行される予定があることなどから経済成長が続くとみられます。物価上昇率については政府の目標の上限値(6.5%)を僅かながらも上回った状態が続いています。【トルコ】景気については内需中心に拡大しています。貿易収支については5月も悪化が続いており、内需が好調な一方で外需が弱いことから赤字傾向が続くとみられます。海外からの直接投資やユーロ圏向け輸出の増加が期待されていますが、累積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】景気については5月の製造業生産は事前予想を下回りましたが、小売売上高は事前予想を上回り、個人消費を中心とした回復傾向となっています。5月の消費者物価指数は+4.6%(前年同月比)となり、同国準備銀行のインフレ目標の中心水準(4.5%)を超えました。



*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(6月)

日本10年国債利回りは1.1%台で推移

国内債券は、国内株式や米国債券市場の動きに影響されながらも、10年国債利回りはほぼ1.1%台での動きとなりました。株価や原油価格などが反発する局面では金利上昇、米国の長期金利が低下する局面では金利低下といった動きが継続し、方向感の定まらない展開となりました。

日経平均株価は月後半にかけて持ち直し

国内株式は、月前半は米国の景気減速懸念から軟調に推移しましたが、月後半は大手製造業各社の今期業績予想の発表、原子力損害賠償支援機構法案の閣議決定、ギリシャの債務問題に対する過度の不安の後退等を受けて上昇しました。

米独とも10年債利回りは月末にかけて急上昇

外国債券は、米国金利は雇用統計などの経済指標の悪化やギリシャの債務問題から低下しましたが、月末にかけては同問題への懸念が緩和したことや不調だった国債入札により急上昇しました。ドイツでも「質への逃避」の動きから金利は低下しましたが、ギリシャの債務問題の進展とともに上昇に転じました。

為替市場では、世界的な景気減速懸念やギリシャ支援をめぐる不透明感によりユーロはドルに対し弱含み傾向となりましたが、月末にかけて急上昇しました。

米国、欧州ともに株式市場は月末にかけ下げ幅を縮小

外国株式は、米国の製造業景況指数悪化、雇用者数回復ペースの鈍化、ギリシャの債務不履行懸念などから下落基調となりました。月後半に入ると良好な景気指標やギリシャの債務問題の進展をきっかけに買い戻しの動きもみられ、月末にかけ下げ幅が縮小しました。

《6月の市場動向》

	2011/6/30	2011/5/31	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	1.14%	1.17%	▲0.03%
米国10年国債	3.16%	3.06%	+0.10%
ドイツ10年国債	3.03%	3.02%	+0.00%
英国10年国債	3.38%	3.29%	+0.09%
豪10年国債	5.21%	5.21%	▲0.00%
ブラジル10年国債	12.46%	12.44%	+0.02%
南アフリカ10年国債	8.44%	8.34%	+0.10%
株価指数	前月末	前々月末	前々月末比
日経平均株価	9,816.09	9,693.73	+1.26%
TOPIX	849.22	838.48	+1.28%
ダウ工業株30種平均	12,414.34	12,569.79	▲1.24%
S&P500	1,320.64	1,345.20	▲1.83%
ナスダック指数	2,773.52	2,835.30	▲2.18%
FTSE100	5,945.71	5,989.99	▲0.74%
DAX	7,376.24	7,293.69	+1.13%
ハンセン指数	22,398.10	23,684.13	▲5.43%
為替相場	前月末	前々月末	前々月末比
米国ドル/円	80.56	81.52	▲1.18%
ユーロ/円	116.84	117.37	▲0.45%
英国ポンド/円	129.34	134.09	▲3.54%
豪ドル/円	86.38	87.00	▲0.71%
ブラジルリアル/円	51.44	51.59	▲0.30%
トルコリラ/円	49.61	51.16	▲3.03%
南アフリカランド/円	11.90	11.98	▲0.67%

※出所: Bloomberg

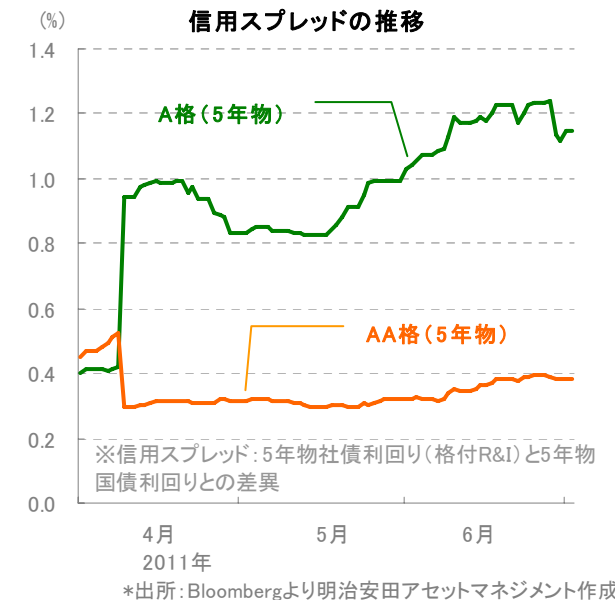
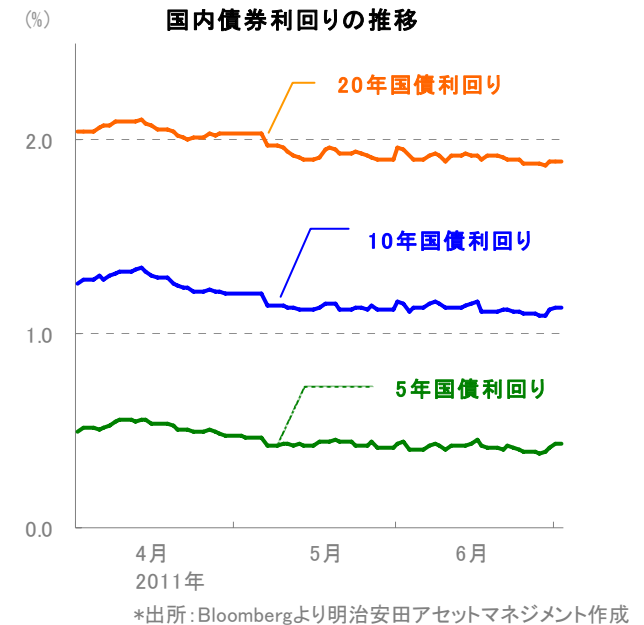
各資産の投資環境見通し

国内債券

金利の方向感は出にくいと予想

当面の注目材料は、米国では金融政策や景気動向、欧州では高債務国の財政問題、そして国内では「社会保障と税の一体改革」の行方、原子力発電所問題などです。国内債券市場が米国債券市場との相関を強めているという点では、QE2終了後のFRBの政策運営が最も気にかかりますが、米国経済がソフトパッチ（一時停滞）入りしているとみられることから今後2、3カ月は具体的な出口政策へのスケジュールは示されないと考えられます。そのため、引き続きレンジ相場の可能性が高いとみています。なお、欧州債務問題については長期化する可能性があります。現時点ではスペイン、イタリアへ波及する可能性は低いとみられ、市場金利への影響は限定的とみています。一方、国内では現政権に対する信頼度が低下しており6月初めに政府・与党でまとめた消費税増税案の棚上げ、練り直し懸念が出てきていることは、債券市場にとってマイナス材料とみています。好需給を背景に債券市場への資金流入は継続する見込みですが、外部環境の不透明感は増しており、金利の方向感が出にくいと予想します。

クレジット市場については、欧州債務問題と原子力発電所問題が重石になっていますが、投資家の根強い買い意欲に支えられ事業債セクターは安定した市場環境が継続すると予想します。



各資産の投資環境見通し

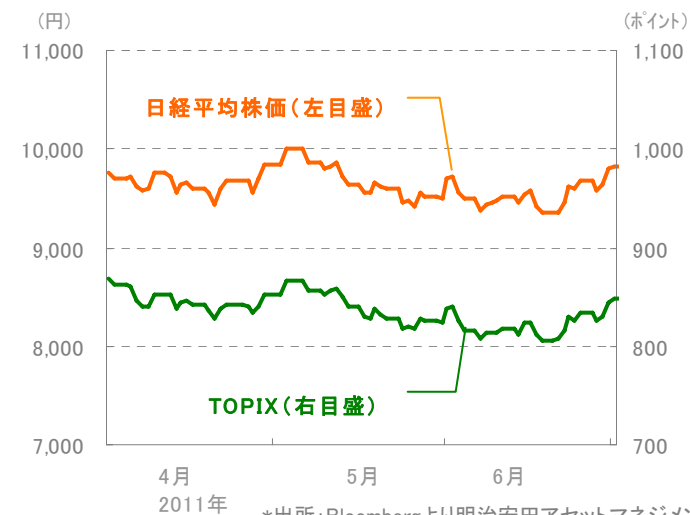
✓ 国内株式

短期的な戻りを試す局面を予想

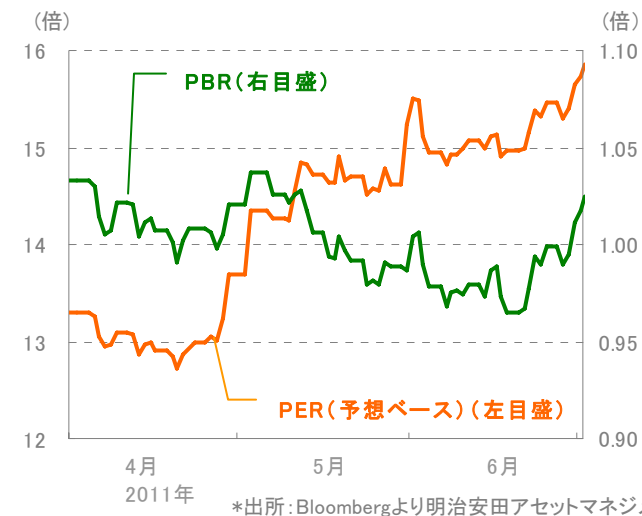
7月の国内株式市場は、米国ではQE2の終了と景気減速懸念、中国では金融引き締め継続、欧州では債務問題の再燃、国内では政治に対する不透明感、といった懸念材料が出尽くす中、大震災後の企業活動の復旧が想定より前倒しで進展し4～6月期決算に対する期待が高まるとの見方から、国内株式市場は、**短期的に戻りを試す局面にある**とみています。

TOPIXは800～870ポイントのレンジで推移すると予想します。

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

米国金利は新たなレンジ相場を予想

米国金利:ギリシャの債務問題がさらに悪化し、金融危機の様相に陥らない限り、この先、FRBの利上げの可能性がさらに後退、消滅する可能性は低いとみています。QE2は6月で終了となる一方、国債の発行額は増加が見込まれるため、今後の需給の変化が相場の重石となってくると考えられます。ただし、雇用回復の鈍さや住宅市場の低迷、欧州を含めた世界景気の鈍化を勘案すれば金利の上昇幅も限定的と考えられ、3%台前半の**新たなレンジでの推移を予想しています。**

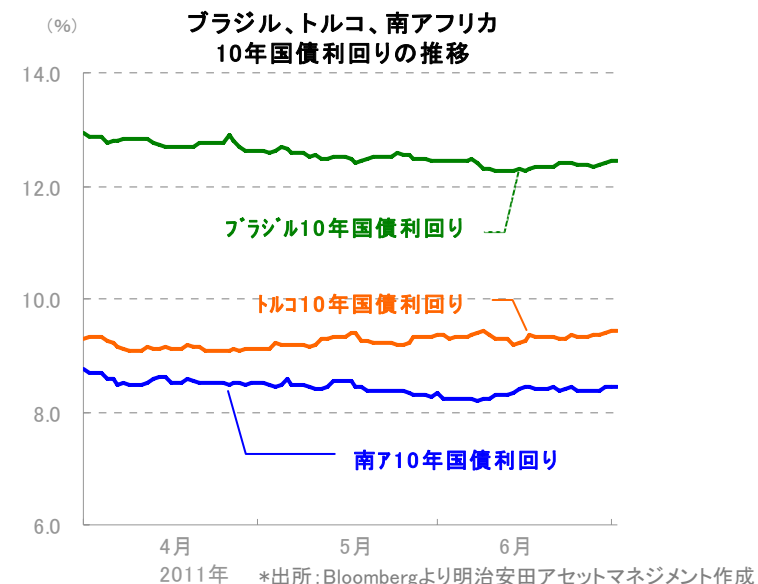
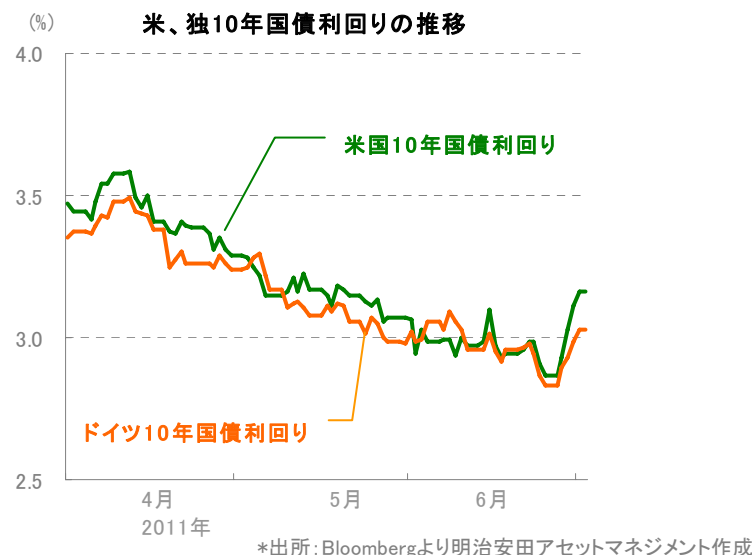
欧州金利:ギリシャに対する金融支援問題が沈静化に向かえば一旦は金利上昇になるとみていますが、景気拡大の鈍化や今後の追加利上げの幅、ペースを考えると、**長期金利は低水準での推移が続くとみています。**

新興国・資源国金利

ブラジル金利:物価上昇率が政府の目標の上限値を上回った状態が続いているためインフレ懸念が強まっています。ただ利上げは最終局面を迎えつつあるとみられ中長期の金利は低下傾向となっています。

トルコ金利:政策金利については据え置かれ、物価、為替政策は預金準備率の調整で対処するとみられます。ただ、インフレ懸念もあるため市場金利は上昇基調となっています。

南アフリカ金利:景気回復は緩やかにペースを続けることとみられますが、消費者物価指数が同国準備銀行の目標レンジの中心近くに上昇していることから、金利はレンジでの動きの中で上昇圧力が残るとみています。



各資産の投資環境見通し

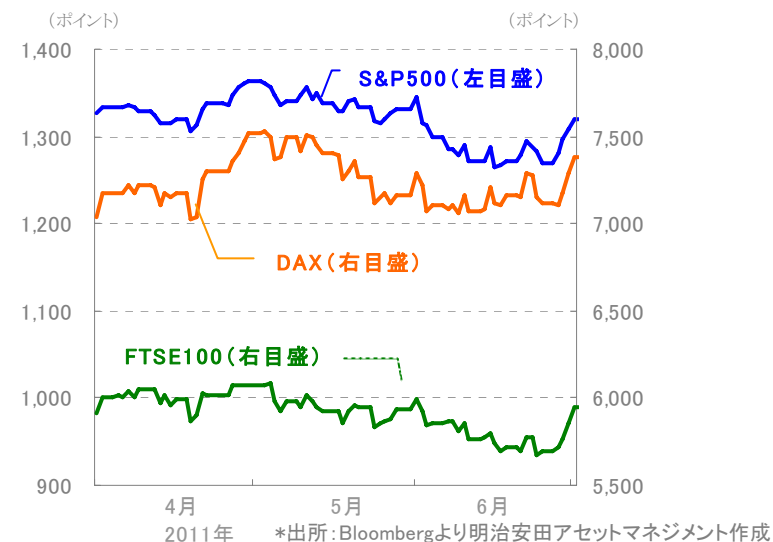
✓ 外国株式

ファンダメンタルズの良好な
銘柄を個別に選別する動きが
強まると予想

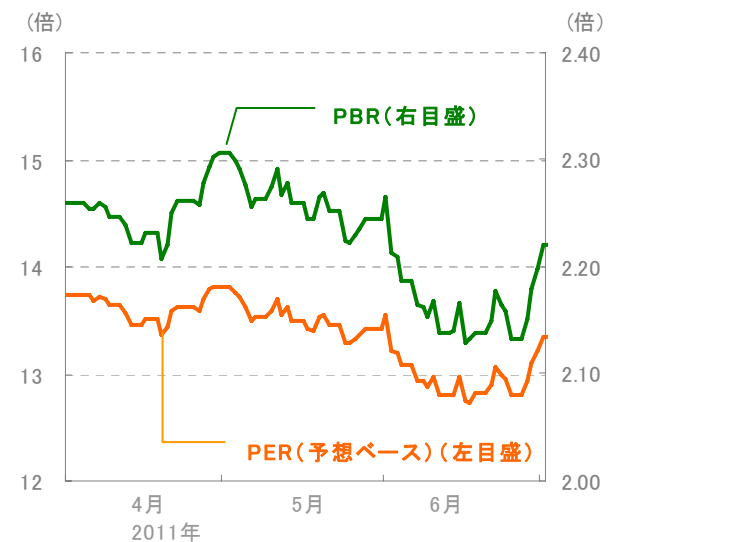
米国では、景気が一時的な軟化から脱却できるかどうかを今後の景気指標で見極めていく局面にあり、欧州ではギリシャへの金融支援問題がどう決着するのかを見守る状況が継続しています。中国では景気のソフトランディング(軟着陸)に向けた動きを物価指標などで確認する状況が続くとみられることから、当面の株式市場は、**マクロ景気指標や金融政策見通しに左右されやすい状況になると**みています。

一方、米国における4~6月期の企業業績は依然として好調な新興国需要に支えられ、全体としては10%以上の増益となることを見込まれます。個別企業でみると東日本大震災の部品供給に対する影響や原材料コスト上昇の影響の度合い、ビジネスモデルの優劣、経営戦略の違いなどが業績に反映されるものと考えられます。このため、決算の内容を踏まえて**ファンダメンタルズの良好な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

ユーロ上昇余地は限定的

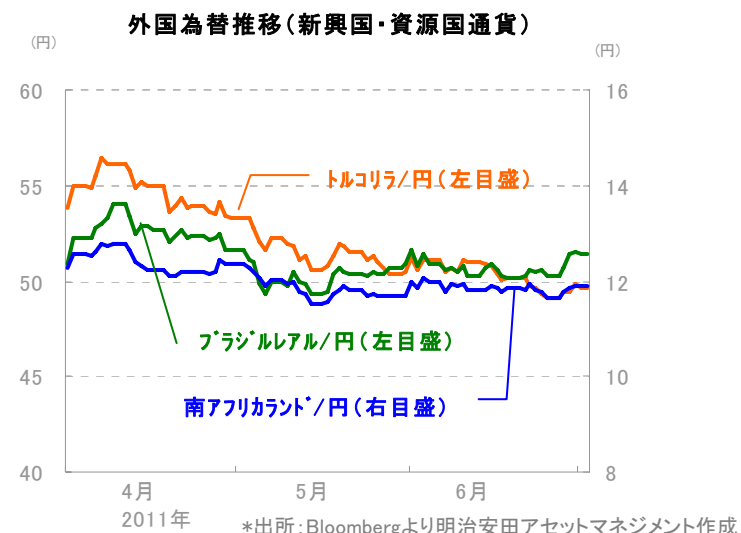
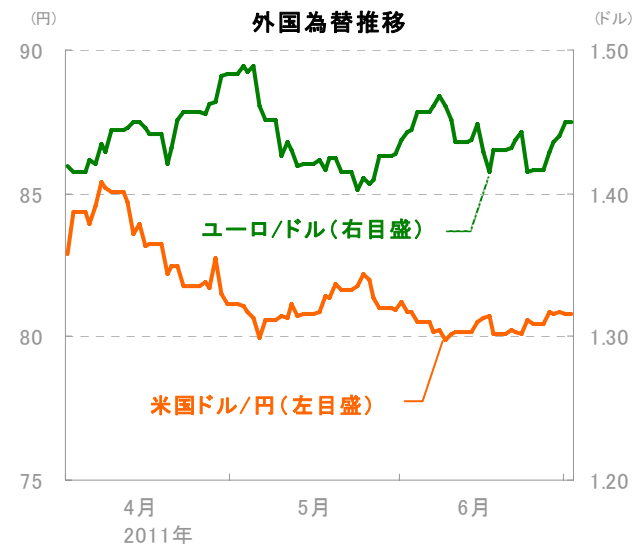
ユーロ/ドル:ギリシャの債務問題が沈静化すれば一旦はユーロ高が見込まれますが、FRBのバランスシートの拡大に今後歯止めがかかる一方で、ECBの追加利上げ期待が大きく高まる可能性は低く、**ユーロ上昇余地は限定的と思われる**。米国の景気減速は市場に相当程度織り込まれたとみられますが、ユーロ圏の景気はこれから鈍化する見込みで、景況感格差もユーロの上昇要因にはならないとみています。

新興国・資源国通貨

ブラジルレアル:資源・エネルギー価格が膠着状態となっている一方で、短期金利に先高観が根強いことから、底堅い動きが続くとみられます。

トルコリラ:エネルギー価格が膠着状態となったこと、ギリシャの債務再編の可能性が当面後退したことなどから、当面は反発局面を迎えるとみています。ただ、対外収支の問題もあり、上値は限定的とみられます。

南アフリカランド:緩やかな景気回復に加え、物価動向次第では利上げ観測が高まることも考えられ、強含む可能性はありますが、金価格の上昇が一段落していることもあり、上値は重いとみています。



※ 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。

- 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