

投資環境見通し（2011年8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・株式市場には後退リスクも

今後の株式市場は、S&P500指数で1,300ポイント 台前半の展開が続くとみています。4～6月期の企業決算は想定を上回る10%程度の増益となり、事前予想を上回る好決算となった企業は全体の78%程度となっています。米国の債務上限引上げ法案の可決によって不透明感が払拭されれば、仮に予想EPS(1株当たり利益)を100ドルを前提にするとPER(株価収益率)が14倍となる1,400ポイントでも適正水準と考えられます。しかし、今後の株価が堅調に推移するためには景気回復の支援材料が必要と考えられます。2011年後半に、潜在成長率を上回る3%台半ばでの実質GDPの成長、非農業雇用者数の1カ月あたり20万人近い水準での増加、などの回復がみられなければ、**2012年前半には厳しい経済情勢となる可能性がある**と考えられ、足元の消費面の弱さを払拭できる景気指標が待ち望まれます。一方、コアCPI(消費者物価指数)上昇率が1.6%となったことからQE3(量的緩和第3弾)の可能性は低下しており、**欧州債務問題などによるリスク回避の動きが収まれば、長期金利は3.0～3.5%のレンジに移っていくとみています。**

②欧州債務問題は首脳会議での合意から前進へ

欧州では、ギリシャ向けの第2次金融支援とEFSF(欧州金融安定化基金)の機能拡大が合意されました。今回の合意は「低成長のもとでの財政赤字削減」に対する**抜本的解決策とはならなかったものの、「時間を買う」という意味では大きな前進であった**と考えられます。この合意を受けて欧州の国債市場は一旦は落ち着きを見せましたが、EFSFの機能拡大には加盟各国の議会承認が必要で効力を持つまでの時間軸が計れないことから、イタリアおよびスペインの国債については不安定な状況が続いています。また、欧州の債務問題改善のためには景気回復が絶対条件であり、足元の景況感の低下傾向を踏まえ**ユーロ安の誘導や量的緩和に対する期待が市場に醸成される可能性もある**とみています。

③国内株式は底堅く推移

外部環境は依然として国内株式に厳しい状況ですが、日経平均は底堅い動きになると考えています。**円高による調整圧力よりも、鉱工業生産の上振れによるプラス効果のほうが大きい**とみており、4～6月期の業績は上半期予想の進捗率を大きく上回りそうです。米国景気の弱さから円高・ドル安、低金利が続く間は日経平均で10,000円の攻防が続くと考えられますが、**海外環境が改善すれば10,500円を超えていく可能性もある**とみています。

④グローバルな景気鈍化懸念

主要新興国では利上げが続いており、中国では通算5回目(2011年では3回目)の利上げを実施しています。米国、ユーロ圏、英国、オーストラリア、ロシア、中国などの主要国では、PMI景況感指数も低下傾向にあることから、来年にかけグローバルな景気鈍化が顕在化するリスクに注意していく必要があるとみています。

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。

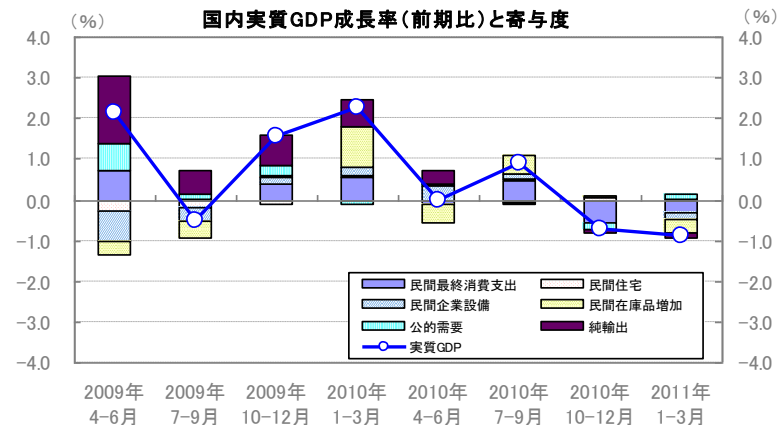
個人消費は原発問題等の先行き不透明感が家計マインド回復の重しになりますが、雇用・所得環境の緩やかな改善とともに回復すると予測します。

✓ 米国経済

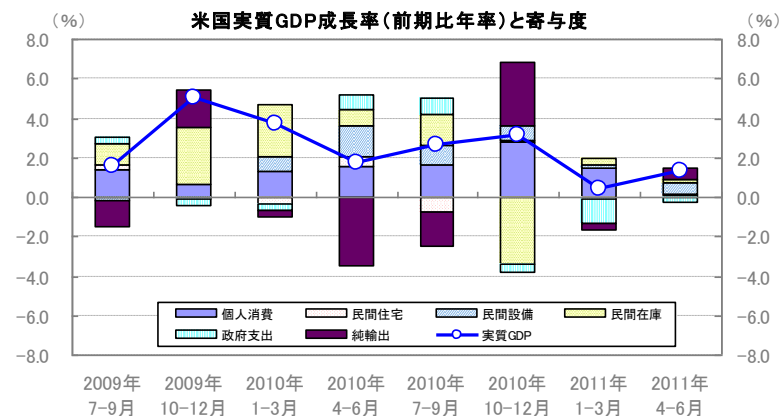
景気の緩やかな回復トレンドが継続

4～6月期の実質GDP成長率は、前期比年率+1.3%と、同+0.4%増だった前期に続き、8期連続のプラス成長となりました。

今後も金融システムの脆弱な状態が続き、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

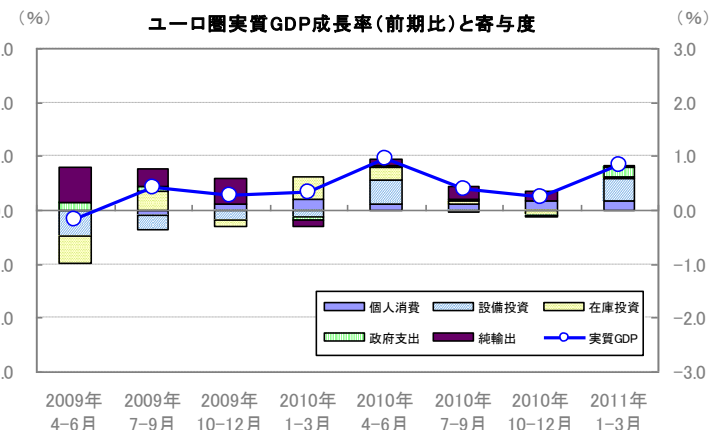
1～3月期の実質GDP成長率は、前期比+0.8%と、同+0.3%だった前期に続き、7期連続のプラス成長となりました。

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転じたことなどから、景気回復ペースは徐々に鈍化すると予測します。

✓ 新興国・資源国経済

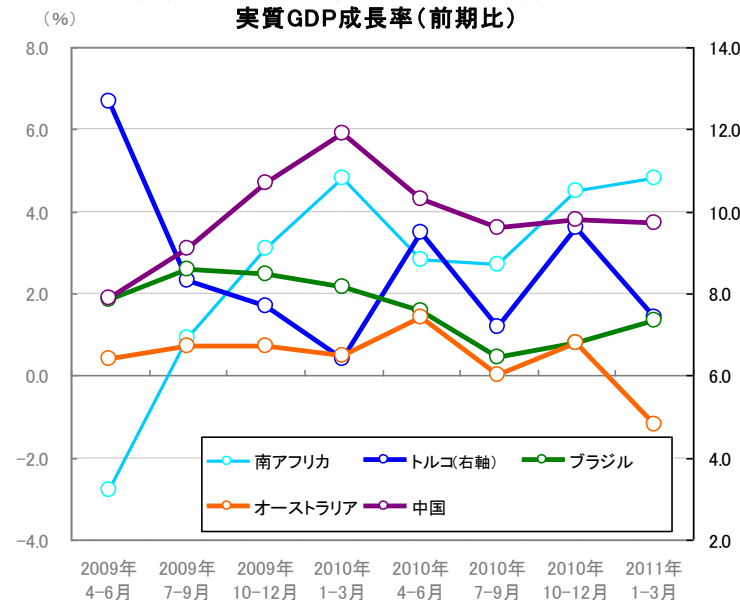
新興国は緩やかに景気拡大基調を持続

【中国】中国政府による預金準備率および貸出金利の引き上げと、人民元上昇を受けて、景気拡大ペースは緩やかに鈍化すると予測しています。ただし、引き続き所得水準の上昇が個人消費にプラスに作用するほか、2012年の共産党大会を睨んで金融引締めのスタンスが緩むと見込まれることから、2011年末以降、景気は拡大基調を強めると予測します。【ブラジル】景気については、利上げ、個人向け融資の抑制により過熱感は後退しましたが、引き続き好調な景気指標もみられます。また今後もインフラ整備のための高水準の公共事業が執行されることから経済成長は続くと考えられます。政府の物価上昇率目標の上限(6.5%)を上回った状態が続いており根強いインフレ懸念があります。【南アフリカ】景気については製造業生産が小幅のプラスにとどまり、小売売上高は前月比でマイナスとなり、失業率が上昇するなど、景気の減速感がみられます。6月の消費者物価指数は+5.0%(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2カ月連続で超えました。



*出所: Bloombergより明治安田アセットマネジメント作成

中国、オーストラリア、ブラジル、トルコ、南アフリカ
実質GDP成長率(前期比)



*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(7月)

日本10年国債利回りは中旬に低下し1.0%台で小動き

国内債券は、上旬にはギリシャ問題の好転や堅調に推移する株価を受け、10年国債利回りは一時1.1%台後半まで上昇しました。しかし、米国雇用統計が市場期待よりも低水準であったことや、欧州周辺国の債務問題などから10年国債利回りは1.06%まで低下、その後1.0%台後半で小動きとなりました。

日経平均株価は外部要因などで上下する展開

国内株式は米国景気の回復期待から上旬に上昇しましたが、その後は欧州債務問題の再燃などから反落しました。月後半にはギリシャ支援の合意から上昇する場面がありましたが、米国の債務上限引き上げに関する協議が難航し、月末にかけて下落しました。

米国長期金利は債務上限問題が材料に

外国債券は、米国では債務上限引き上げ問題の難航、米国債の格下げの可能性が金利上昇要因となりましたが、雇用統計の悪化や欧州高債務国への懸念、予想を下回る4~6月期実質GDPを受けた景気減速感の台頭から、長期金利は低下しました。ドイツでは高債務国の問題悪化に伴い長期金利は大幅に低下しました。ギリシャ追加支援の合意に伴い一旦は上昇したものの、月末にかけて再び低下しました。

為替市場では、月前半に軟調だったユーロがギリシャ追加支援合意に伴い買い戻された一方、ドル/円では米国の債務上限引き上げ問題の難航から、一時76円台まで円高が進みました。

米国、欧州ともに軟調な推移が継続

外国株式は、欧州周辺国の債務問題や米国の債務上限引き上げ問題の難航が市場心理を悪化させ、軟調に推移しました。また、米国の雇用、不動産市況の回復の遅れが重石となるとともに、企業業績見通しに対する不透明な状況が続きました。

《7月の市場動向》

	11/7/29	11/6/30	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	1.08%	1.14%	▲0.06%
米国10年国債	2.80%	3.16%	▲0.36%
ドイツ10年国債	2.54%	3.03%	▲0.49%
英国10年国債	2.86%	3.38%	▲0.52%
豪10年国債	4.80%	5.21%	▲0.40%
ブラジル10年国債	12.61%	12.46%	+0.15%
南アフリカ10年国債	8.27%	8.44%	▲0.17%
株価指数	前月末	前々月末	前々月末比
日経平均株価	9,833.03	9,816.09	+0.17%
TOPIX	841.37	849.22	▲0.92%
ダウ工業株30種平均	12,143.24	12,414.34	▲2.18%
S&P500	1,292.28	1,320.64	▲2.15%
ナスダック指数	2,756.38	2,773.52	▲0.62%
FTSE100	5,815.19	5,945.71	▲2.20%
DAX	7,158.77	7,376.24	▲2.95%
ハンセン指数	22,440.25	22,398.10	+0.19%
為替相場	前月末	前々月末	前々月末比
米国ドル/円	76.76	80.56	▲4.72%
ユーロ/円	110.54	116.84	▲5.39%
英国ポンド/円	126.17	129.34	▲2.45%
豪ドル/円	84.40	86.38	▲2.29%
ブラジルリアル/円	49.52	51.44	▲3.74%
トルコリラ/円	45.51	49.61	▲8.26%
南アフリカランド/円	11.48	11.90	▲3.57%

※出所: Bloomberg

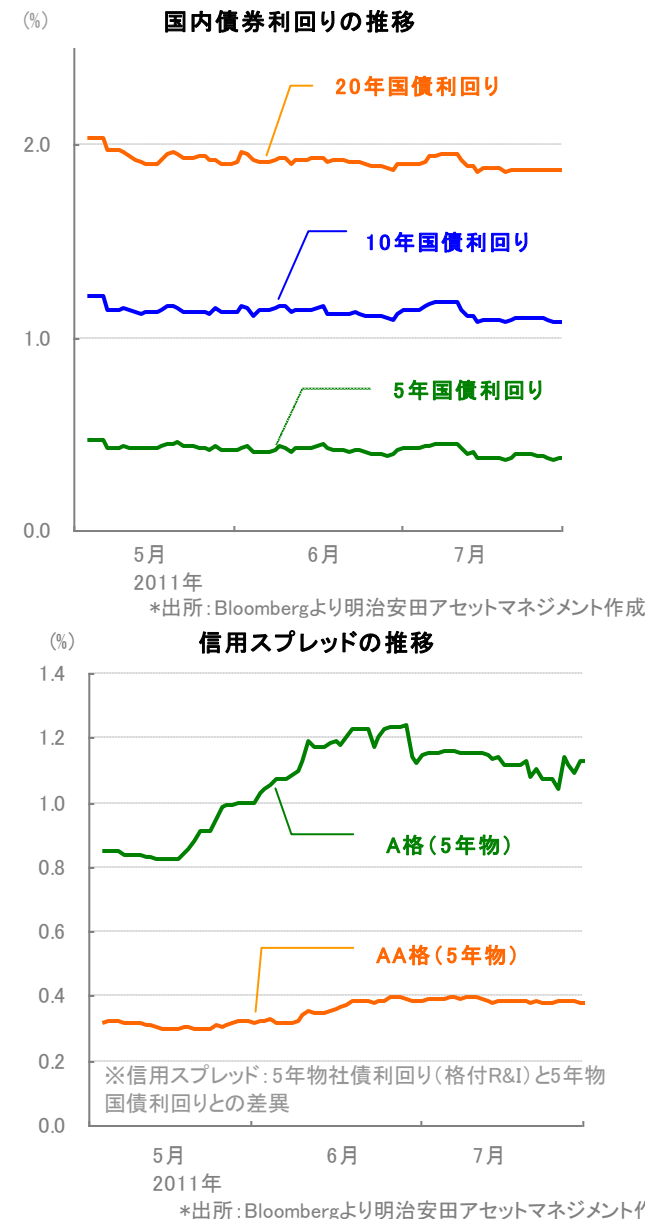
各資産の投資環境見通し

国内債券

当面はレンジ相場での推移が継続

日本銀行は7月の金融政策決定会合において、6月に続き景気判断の上方修正を行いました。一方、その後の展望レポート中間評価では、サプライチェーンに関する懸念は後退しているものの、震災が家計マインド等へ及ぼす影響には注意を要することや、電力供給の不確実性が増していることなど、景気の下振れリスクを意識した内容が示されました。米国の財政問題、欧州の債務問題など海外でのリスクが大きくなっていることにも言及し、更なる緩和政策の可能性も窺わせます。市場金利は折からの運用難に加え、こうした状況を織り込む形で低位安定が継続しており、10年国債利回りは1.1%割れでの推移が続いています。追加緩和の思惑が高まれば10年国債利回りが1.0%を下回ることも予想されますが、メインシナリオとしては**今年度下期の景気回復に合わせた形で、金利の緩やかな上昇を想定**しています。いずれにせよ、国内外の材料については今夏から秋口までにその趨勢が明らかになっていくものと思われ、**当面はレンジ相場の中で小刻みに変動する展開を予想**します。

クレジット市場については、好需給に支えられた安定局面の継続を予想しています。東京電力問題については、原子力賠償機構法案の早期成立の可能性が出てきたことなどからリスクは後退していますが、**欧州周辺国の債務問題が拡大するなど、依然として終息の時期がみえない**状況です。円建外債の一部、銀行劣後債などはこうした影響を受けやすいため、注意の必要があると思われれます。



各資産の投資環境見通し

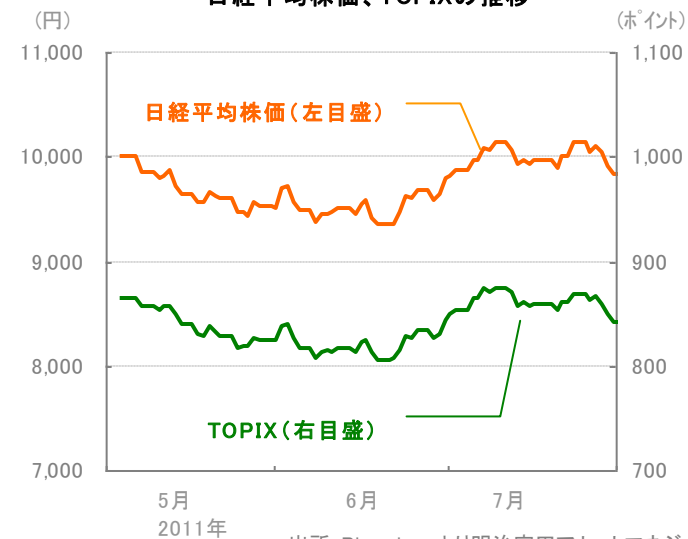
国内株式

懸念材料の出尽くしから堅調な推移へ

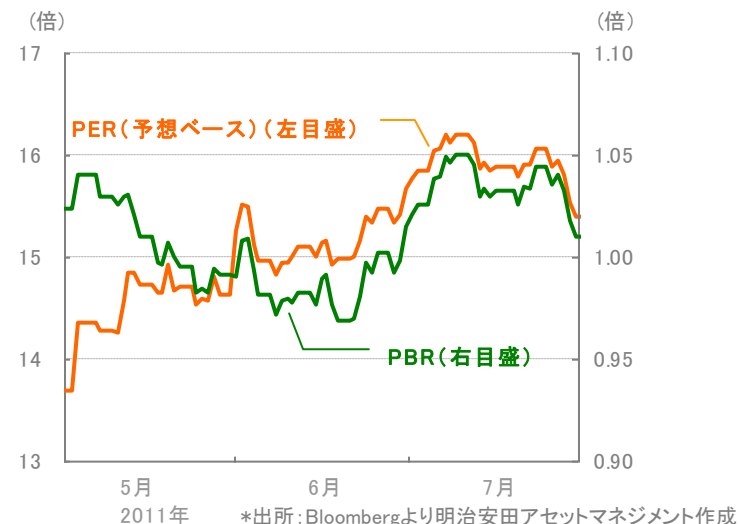
8月の国内株式市場は、米国の債務上限引き上げ問題や欧州の債務問題などの懸念材料が出尽くす中、国内でも原子力発電所や電力不足の問題に目処が立ち、さらに4～6月期の決算発表を通じて企業の生産活動や業績の回復が明らかになるにつれて、堅調に推移するとみています。また、**円高の株式市場への影響は限定的**とみています。

TOPIXは850～910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3%台前半での推移を予想

米国金利:雇用の低迷や消費マインドの弱さなどもあり、当初見込まれていたほどには景気回復ペースは速まらない可能性があります。短期的には、債務上限引き上げ問題の行方により金利水準の変動性が高まる可能性があり、同法案による財政赤字削減に対する市場の評価、国債の格下げ圧力などに留意する必要があります。基本的には、**景気回復の弱さと需給懸念から、3%台前半のレンジで推移**との予想を継続します。

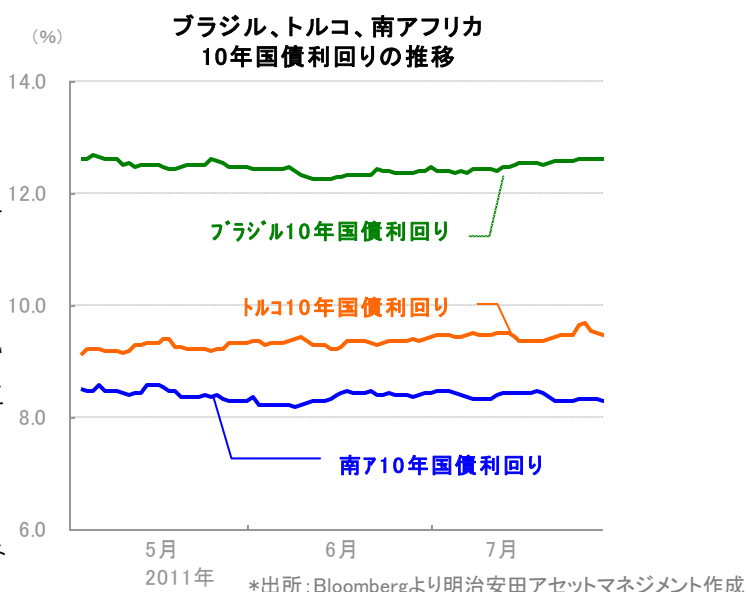
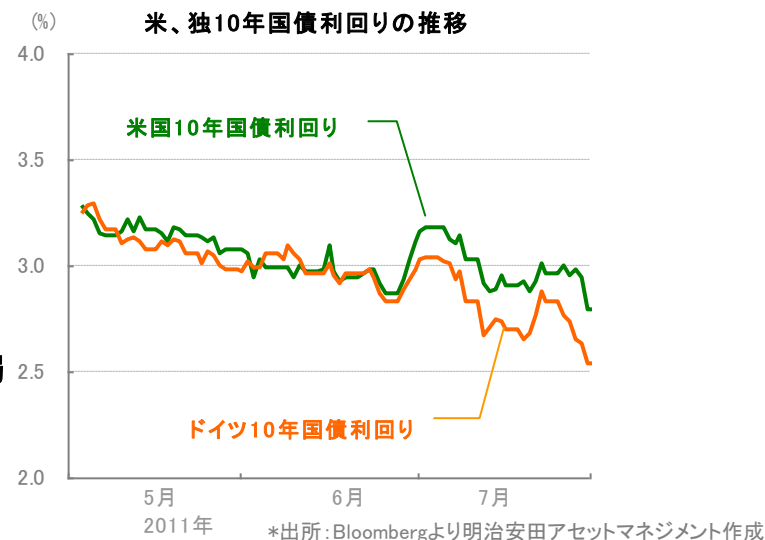
欧州金利:高債務国のみならず、ドイツなど主要国の経済指標も軟化しており、財政・金融の引締め姿勢もあって**ユーロ圏全体として景気は減速していく**と予想します。高債務国への懸念の緩和はドイツの長期金利の上昇圧力につながりますが、景気減速を踏まえると、**長期金利は低水準で推移していく**と予想します。

新興国・資源国金利

ブラジル金利:インフレ懸念が強まっていますが、徐々に鎮静化に向かうとの見方も出始めており、金利は低下基調に転じるとみられます。

トルコ金利:政策金利が据え置かれるなど、為替政策は預金準備率の調整で対応している状況にあります。外貨預金の準備率引き下げを受けて市場金利は低下基調になるとみられます。

南アフリカ金利:消費者物価指数が同国準備銀行の目標レンジの中心水準を超えています。景気の減速感がみられることから、金利はレンジでの動きにとどまっています。



各資産の投資環境見通し

✓ 外国株式

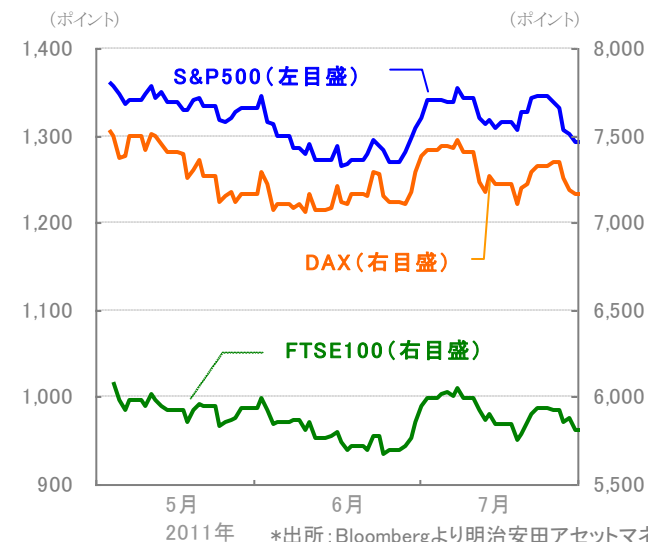
不透明感から方向性を見極める状況が続く

企業の4～6月期の決算発表では年後半の慎重な業績見通しが散見されたことから、投資家は今後の企業業績に対して慎重な見方を続けるとみています。そのため、株式市場は、引き続き各国のマクロ景気指標や金融政策見通し、個別企業決算に神経質に反応しつつ、**年後半の方向性を見極める状況が続いていくと**みています。

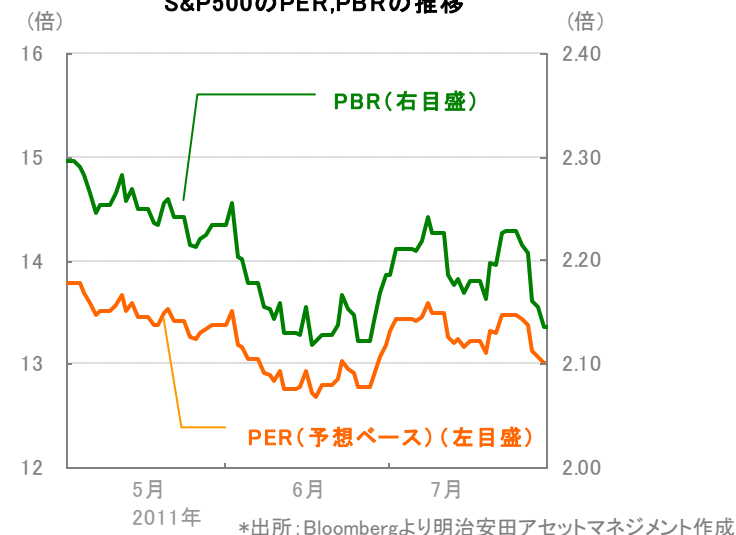
米国では雇用環境や住宅市場の回復状況、欧州ではドイツ、フランスなどの主要国の景気動向や欧州周辺国の財政赤字削減の進展が注目され、物価上昇が続く新興国では、景気を緩やかな安定成長に誘導できるかどうかを見極める状況が続くと予想しています。一方、企業はM&A(企業買収)を積極化させていることから、**買収観測の浮上した銘柄やその周辺銘柄を物色する動きが続き、株式市場を下支えするものと考えられます。**

景気回復ペースが鈍化する中、ビジネスモデルや経営戦略、競争環境などの違いなどにより個別企業ごとの業績格差が拡大しやすい環境にあることから、**個別銘柄ごとの株価パフォーマンス格差も広がりやすい状況が続くと**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

当面はレンジ内での動きを想定

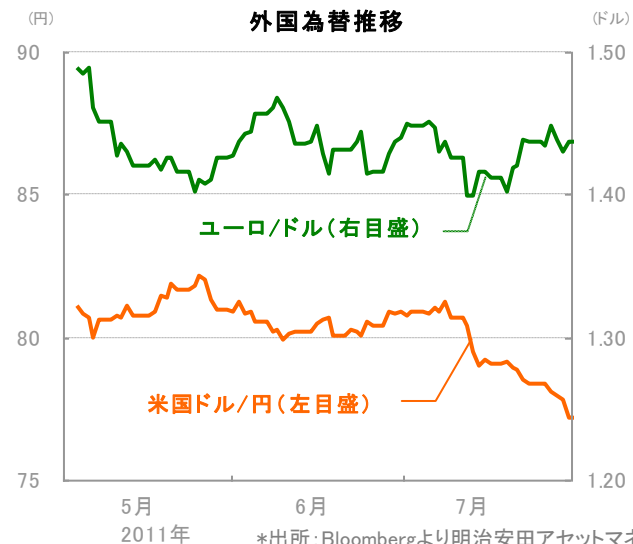
ユーロ/ドル:引き続き欧米の財政問題が材料視されるとみえますが、米国の景気回復力に弱さがみられる一方、ユーロ圏でも主要国の景気指標が軟化し今後の景気減速が示唆されており、金融政策・金利差も方向感が出難い状況です。**当面はここ数カ月のレンジ内での動きを想定**しています。一方、金利水準からドルの資金調達通貨としての位置付けは変わらず、リスク志向が戻る局面では高金利・資源国通貨、特に、**ファンダメンタルズが相対的に良好で、利上げ余地のある通貨が選好されやすい**とみえています。

新興国・資源国通貨

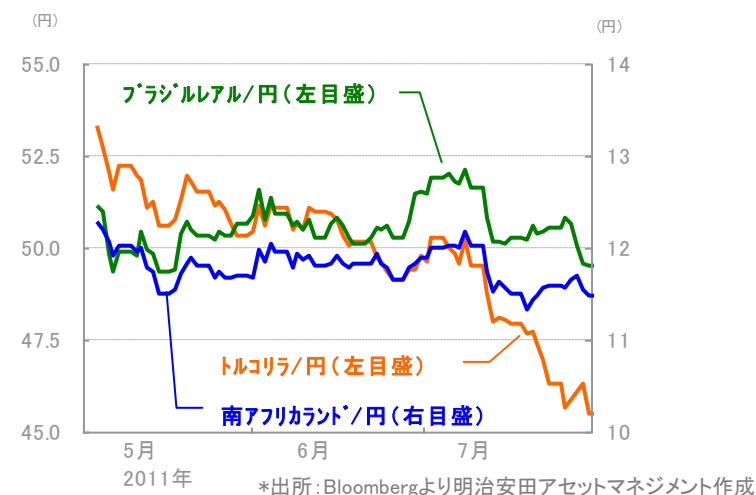
ブラジルレアル:利上げ観測が根強いことから、底堅い動きが続いていましたが、利上げが最終局面を迎えつつあることや新たな資本流入規制が発表されたことで上値が抑えられるものとみられます。

トルコリラ:国内景気に過熱感がみられる一方で、利上げが見送られていること、経常収支の赤字拡大が続いていることなど、弱含みの展開が予想されます。

南アフリカランド:景気の減速はみられますが、インフレ動向を背景に政策金利が維持されるとみられることから、レンジで推移するとみえますが、欧州債務問題の動向次第では変動性が高まる可能性があります。



外国為替推移(新興国・資源国通貨)



- 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