

投資環境見通し（2011年9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、市場の成長期待は2%弱まで下振れ

米国においては、S&P社による米国債の格下げを契機として景気の先行きに対する不透明感が醸成されたことから株価が大幅に下落しました。一方で、リスク回避志向から債券が選好され、10年国債利回りは一時2%を下回る水準をつけました。

実質GDPは、1～3月期については前期比年率で+0.4%に下方修正され、4～6月期も同+1.0%と低水準となったことを受け、金融機関各社は2011年の成長率予想を引き下げて平均では+1.6%となりました。

景況感を反映する経済指標は総じて低調ですが、一方で鉱工業生産、小売売上高、雇用統計、耐久財受注などは堅調であったことから、景気後退の可能性は限定的とみています。

S&P500指数は5月の高値から大幅に下落しましたが、9～10月にかけて**雇用や生産活動に堅調さがみられれば1,200ポイント台まで回復する**とみています。長期金利は、積極的な金融緩和策が期待されるものの現状の景気から考えると2%割れは極めて低位とみられることから、当面は2.5%前後で推移すると予想しています。

②EU債務問題長期化と景気鈍化

欧州では債務問題が長期化、フランスの大手金融株が信用不安から急落する場面もみられるなど、欧州金融機関の資金調達難が懸念されました。EFSF(欧州金融安定化基金)の大幅増額、ユーロ共同債発行の実現など、より踏み込んだ方策への道筋をつけないことには、債務問題は長期化するとみています。

さらに、**4～6月期のユーロ圏経済成長率は+0.2%と景気鈍化が顕著になってきていることから、今後ECB(欧州中央銀行)は金融引き締め方針を後退させる**と予想しています。

③世界株式市場はファンダメンタルズから、需給相場に

各国株式市場の変動率(ボラティリティ)は急速な上昇をみせました。NYダウは400ドル以上の幅で変動した日々が続き、DAX指数は15分で約4%下落する場面があったことなど、神経質な展開が続いています。しかし、S&P500指数の構成銘柄全体の予想PER(株価収益率)が12倍前後まで低下していること、配当利回りが長期金利と同等の水準まで上昇していることなどを考慮すると、**米国景気への信頼感が改善すれば株価は回復に向かうと予想**します。国内株式市場についても外部環境の安定に伴う回復が期待できます。また、中国などの金融引き締め政策は最終局面にあるとみられており、金融政策の方針変更に伴う株価の本格回復を予想しています。

④国内株式は、外部環境の安定待ち

日本は景気指標が順調に回復し景況感が上向いているうえ、第3次補正予算の執行も見込まれます。海外景気の鈍化は株価の下落要因とみられますが、既に8月の下落で相当程度織り込まれたと考えられます。また、円高は業績に悪影響を与えるものの、日本銀行の一段の量的緩和などがあればさらなる円高の進行は食い止められるとみています。**今後日経平均株価は8,600～9,000円のレンジで推移した後、10月後半あたりから本格的に反発し、11月には9,000～9,500円水準に回復する**と予想しています。

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

4～6月期の実質GDP成長率は、前期比▲0.3%（年率▲1.3%）と同▲0.9%だった前期に続き、3期連続のマイナス成長となりました。

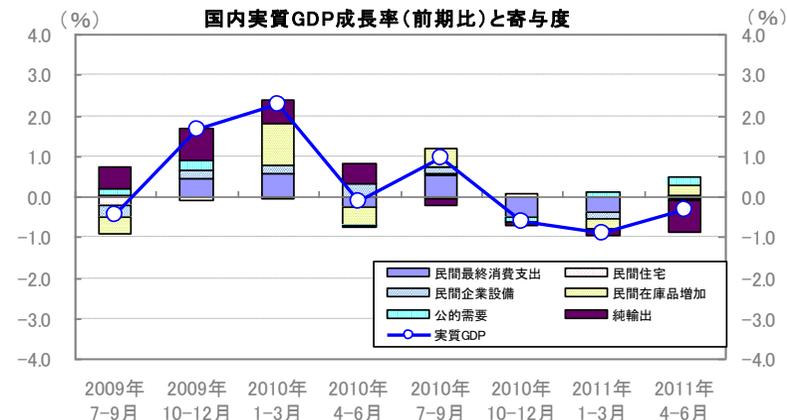
国内景気は大震災の影響で一時的に停滞し、さらに海外の景気減速の影響を受けました。ただし、今後は海外の景気回復とともに供給制約の緩和に伴う輸出の持ち直しや大震災からの復興需要が期待されることから、生産面の回復基調は継続すると予測しています。個人消費は原発問題、増税論議などの先行き不透明感が家計マインドの回復の重しになりますが、雇用・所得環境の緩やかな改善とともに回復すると予測しています。

✓ 米国経済

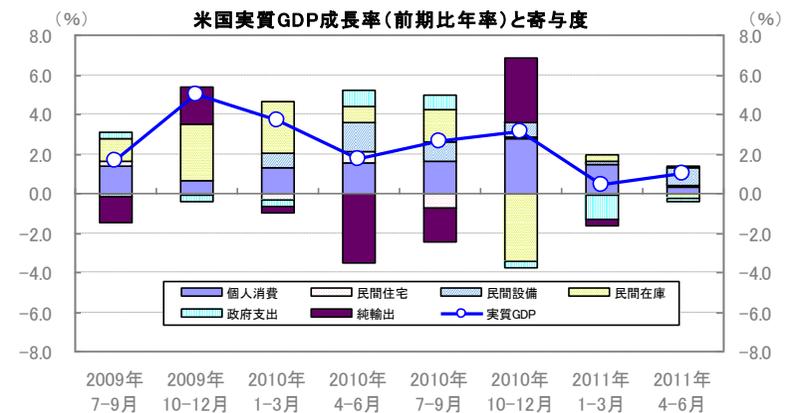
景気の緩やかな回復トレンドは依然継続

4～6月期の実質GDP成長率は、前期比年率+1.0%と、同+0.4%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（連邦準備制度理事会）による低金利政策の持続と追加金融緩和策への期待、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、緩やかながらも景気の回復トレンドが継続するとみています。また、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少なくとも2013年中頃まで継続する可能性を示唆しています。



*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

4～6月期の実質GDP成長率は、前期比+0.2%と、同+0.8%だった前期に続き8期連続のプラス成長となりました。

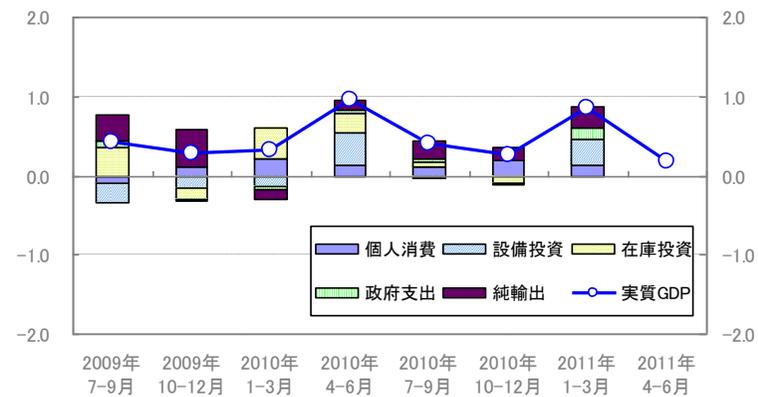
今後もユーロ圏主要国を中心とした雇用・所得環境の改善、新興国経済の持続的な回復が景気を下支えすると予測しています。ただし、各国で財政規律を重視した政策運営が強化されていること、ECBがインフレ懸念を重視し金融引き締めを継続していることから、景気回復ペースの鈍化は継続するとみています。また欧州財政問題の長期化も個人・企業のマインド面でマイナスに作用するとみています。

✓ 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

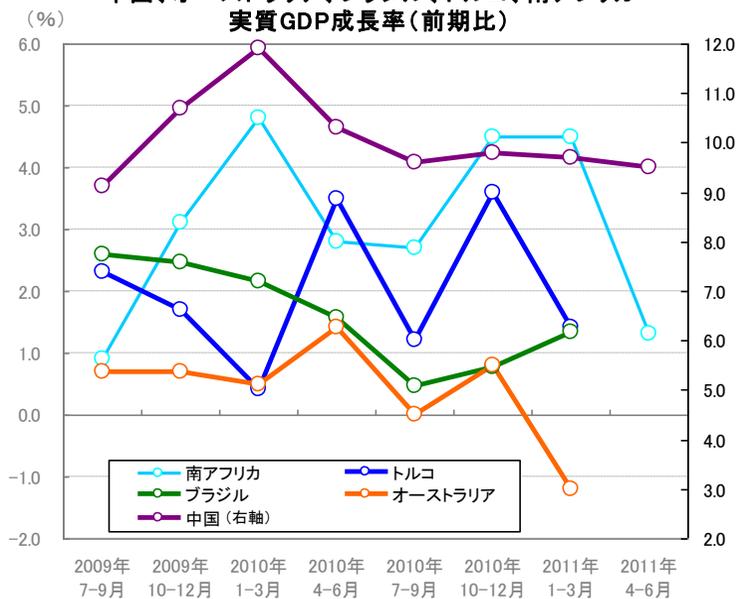
【中国】中国政府による預金準備率および貸出金利の引き上げと、人民元上昇を受けて、景気拡大ペースは緩やかに鈍化すると予測しています。ただし、引き続き所得水準の上昇が個人消費にプラスに作用するほか、2012年の共産党大会を睨んで金融引き締めスタンスが緩むと見込まれることから、2011年末以降、景気は再び拡大基調を強めると予測します。【ブラジル】景気については、8月末に利下げに転じましたが、それまでの金融引き締めにより過熱感は後退し、減速傾向となっています。今後もインフラ整備のための高水準の公共事業が執行されることなどから経済成長は続き、巡航速度とされる4%台の成長率へと落ち着くとみられます。【南アフリカ】4～6月期の実質GDP成長率は前期比+1.3%（年率）となり、景気の減速が確認されました。消費者物価指数は+5.3%（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3カ月連続で上回りました。

(%) ユーロ圏実質GDP成長率(前期比)と寄与度 (%)



*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直し

日本10年国債利回りは緩やかに低下

TOPIXは海外要因などから一時震災後の安値を更新

米国、ドイツの長期金利はリスク回避姿勢から低下基調

海外株式市場は、米国、欧州ともに軟調な推移が継続

前月の投資環境(8月)

震災復興需要などによる景気回復期待から、当初は金利の低下余地は限定的とみられていましたが、米国金利の急低下や円高の継続などを受け、国内債券市場は堅調な展開となりました。リスク回避姿勢の強まりから10年国債利回りは一時1.0%割れの水準まで低下するなど、金利上昇につながる材料がみられなかったことなどから月を通して1.0%近辺で推移しました。

国内株式市場は急速かつ大幅に値を崩す展開となりました。世界経済の先行き不透明感や欧州債務問題に対する懸念等を背景に投資家のリスク回避姿勢が強まる中、世界的な株価・商品相場下落、為替市場における円高などを受けて、TOPIXは一時、大震災後の安値を下回る水準まで下落しました。

米国金利は、米国債格下げ等を背景に金利低下基調となり、10年国債利回りは一時2%割れの水準まで低下しました。ドイツ金利は月初に低下した後、ECBによるイタリア・スペイン国債の買い入れを受けて一旦反発しましたが、ドイツ・フランスの4~6月期のGDPが市場予想を下回ったことから再び低下しました。為替市場は、リスク回避姿勢の強まりから、高金利・資源国通貨、新興国通貨が大幅に下落しました。円高基調が継続する中、政府・日銀による円売り介入が行われましたが、その後も円高水準で推移しました。

米国の景気指標の悪化などを受けて月初より海外株式市場は下落基調を強めました。FOMC(米連邦公開市場委員会)後は追加金融緩和策への期待が高まったことなどから反発しました。中旬には欧州経済の鈍化などから再び下落基調を強めました。下旬のFRB議長講演などを受けて、月末にかけ持ち直す動きとなりました。

《8月の市場動向》

	2011/8/31	2011/7/29	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	1.03%	1.08%	▲0.05%
米国10年国債	2.22%	2.80%	▲0.57%
ドイツ10年国債	2.22%	2.54%	▲0.32%
英国10年国債	2.60%	2.86%	▲0.26%
豪10年国債	4.37%	4.80%	▲0.43%
ブラジル10年国債	11.61%	12.61%	▲1.00%
南アフリカ10年国債	7.85%	8.27%	▲0.43%
株価指数	前月末	前々月末	前々月末比
日経平均株価	8,955.20	9,833.03	▲8.93%
TOPIX	770.60	841.37	▲8.41%
ダウ工業株30種平均	11,613.53	12,143.24	▲4.36%
S&P500	1,218.89	1,292.28	▲5.68%
ナスダック指数	2,579.46	2,756.38	▲6.42%
FTSE100	5,394.53	5,815.19	▲7.23%
DAX	5,784.85	7,158.77	▲19.19%
ハンセン指数	20,534.85	22,440.25	▲8.49%
為替相場	前月末	前々月末	前々月末比
米国ドル/円	76.66	76.76	▲0.13%
ユーロ/円	110.16	110.54	▲0.34%
英国ポンド/円	124.56	126.17	▲1.27%
豪ドル/円	82.08	84.40	▲2.75%
ブラジルリアル/円	48.19	49.52	▲2.67%
トルコリラ/円	44.69	45.51	▲1.81%
南アフリカランド/円	10.97	11.48	▲4.45%

※出所: Bloomberg

各資産の投資環境見通し

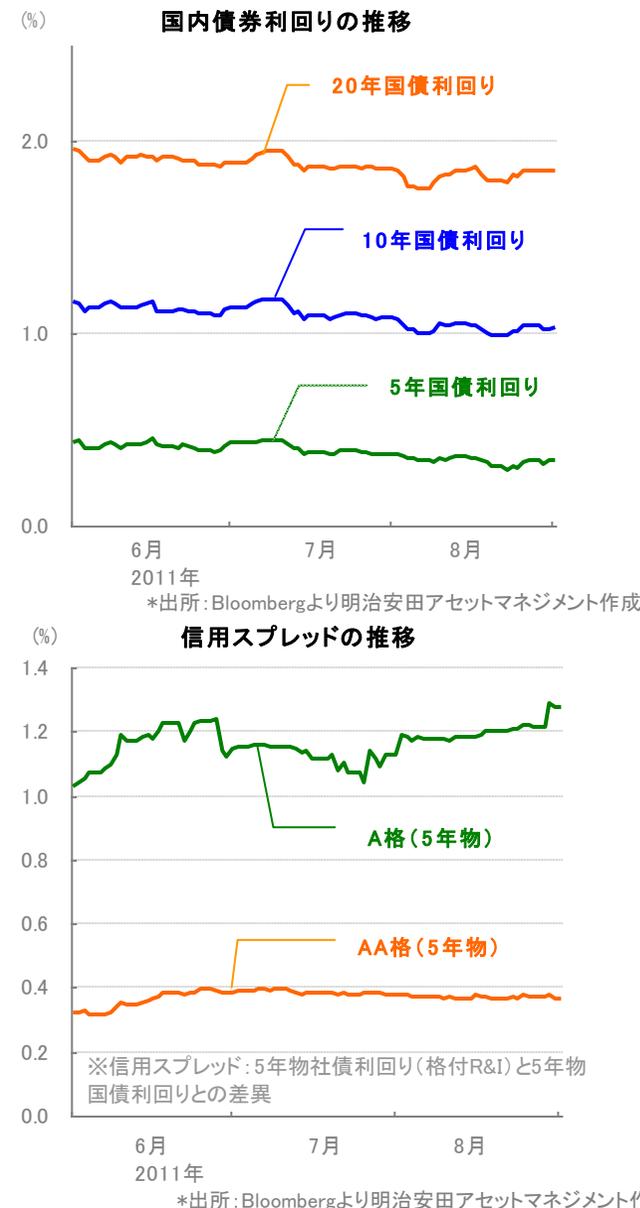
国内債券

追加緩和期待から金利の低位安定が続く

8月以降、米国、ドイツともに長期金利は大幅に低下しています。ギリシャに端を発した欧州債務問題がイタリア、スペインに波及したこと、米国では市場予想を下回る景気指標が多くみられたことなどが金利の低下要因と考えられます。しかし市場ではこれらの材料を上回る勢いで金利が低下したと捉えています。

この背景には、S&P社の米国債格下げをきっかけに財政健全化への機運が高まり、それが政策の手詰まりを連想させ、中長期的な期待成長率や期待インフレ率が低下したことがあると考えられます。今後も引き続き米国の景気動向が注目されるとみています。**当面は、国内外ともに追加金融緩和策への期待が高まっている状況であることから金利の低位安定が続くと予想しています。**ただし、金利上昇の材料としては中間期末を控えた国内大手機関投資家による益出しや第3次補正予算に係る国債増発問題があげられます。

クレジット市場については、新発債発行の増加に伴って選別投資が進むと予想しています。好需給に支えられた状況に変わりはなく、新発債を含め全般的には大幅なスプレッドの拡大は想定しづらいとみています。一方で欧州債務問題や株価の大幅下落により今後業績面で不安のある銘柄や欧米金融銘柄はスプレッドがやや拡大する可能性もあると思われ、iTRAXX指数など、海外投資家の思惑を反映する指数が注目されそうです。



各資産の投資環境見通し

国内株式

株価上昇には時間を要すると
予想

9月の国内株式市場は、景気の先行き不透明感が根強いことや、マクロ経済指標の改善にはもうしばらく時間を要するとみられることなどから、ファンダメンタルズよりも政策期待によって株価が形成される不安定な状態が続くとみています。8月には株安と円高が同時に進行していますが、**株価下落は世界景気の先行き不透明感によるものと考えられ、円高は以前ほど株式市場の重しにはならないと予想しています。**

全般的に、株価は極めて割安な水準ですが、株式市場がファンダメンタルズを反映するには時間を要するとの予想から、TOPIXは700～800ポイントのレンジで推移するとみています。

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

実体経済の下振れ度合いを見極める展開が続くと予想

米国では、8月の政治的な混迷の影響もあり、消費者・企業の信頼感は急速且つ大幅に悪化し、成長率の下方修正が相次いでいます。**財政支出による景気浮揚は期待できないことから、当面は実体経済の下振れ度合いを見極める展開が続くと予想**します。また、FRBの追加金融緩和策への期待はありますが、足元のインフレ水準にも配慮したものになると考えられます。

米国では、長期金利は既に低水準にありますが、世界的な景気減速懸念や欧州債務問題等を踏まえれば、金利の水準感も低下しているとみています。

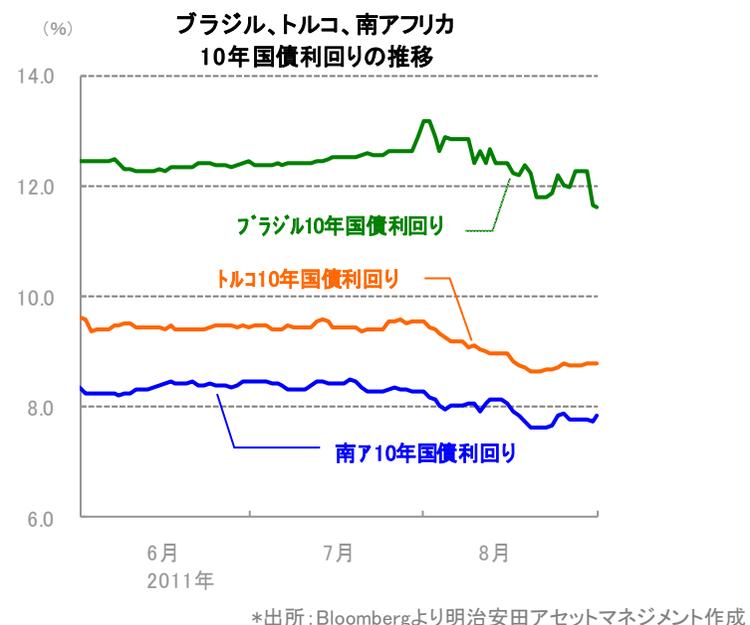
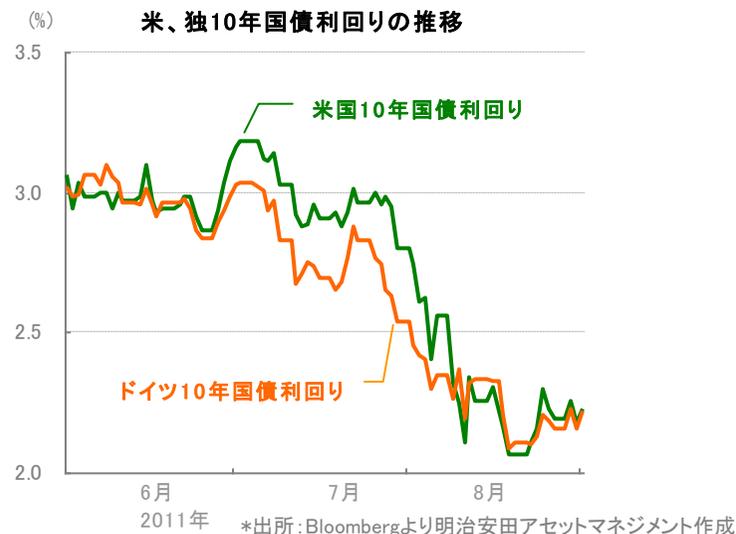
欧州では、ECBによる高債務国の国債買い入れが奏功していますが、債務問題の懸念が高まればドイツ長期金利の低下圧力となることに加え、ドイツ、フランス等でも景気悪化がみられているなどから、**引き続き、金利の低下圧力が残ると**みています。

新興国・資源国金利

ブラジル金利:世界的な景気の先行き不透明感を重視し予想よりも早く利下げに転換しました。現在では追加利下げを織り込んだ水準に達しているとみられ、インフレ懸念も残ることから低下余地は限られるとみています。

トルコ金利:インフレ懸念が残る中、減速しつつある内需に配慮し月初に予想外の利下げが実施されました。既に市場金利は低下しており、早期の追加利下げが見込みにくいことから現状の水準で推移するとみられます。

南アフリカ金利:景気の回復ペースは極めて緩やかとみられますが、金利は既に低下していることに加え、消費者物価指数が同国準備銀行の目標レンジの上限に近づきつつあることから、じり高で推移する可能性があります。



各資産の投資環境見通し

✓ 外国株式

不安定な市場心理から変動性の高い状況が続く

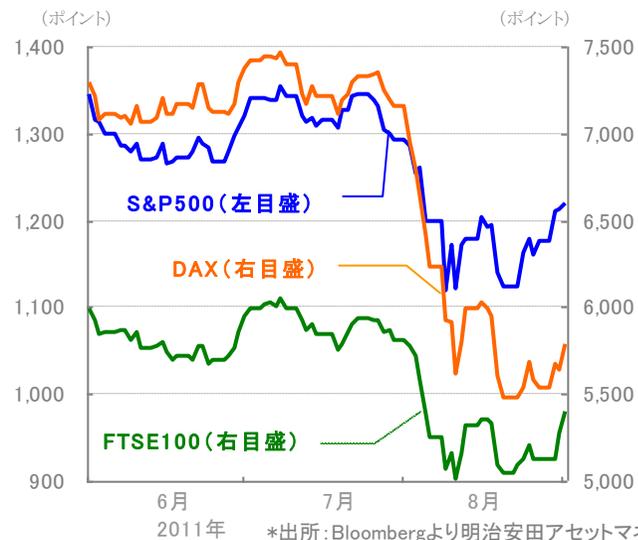
株価の調整が進んだことから株式への投資魅力度は高まっていますが、景気の先行き不透明感が払拭されていないことから、**当面の株式市場は不安定な市場心理に左右され変動率の高い状況が続くと予想しています。**

欧米の先進国においては、追加金融緩和策の効果は限定的と考えられること、財政再建が意識される中、財政による景気刺激策の発動は困難であることなどから、株式市場は引き続き各国のマクロ景気指標や個別企業が発表する業績見通しなどに注視しつつ、年後半以降の企業業績を見極める状況が続くとみています。

特に、米国では雇用や住宅市場の回復状況、欧州では債務危機問題の解決に向けたユーロ圏諸国の協調体制に注目が集まり、物価上昇が続く新興国諸国では景気のソフトランディングの成否を見極める状況が続くと予想しています。

リスク回避的な投資行動が優勢となる局面では個別銘柄ごとのファンダメンタルズの違いが株価に反映されにくい状況となりますが、**市場心理が好転すれば、株価の調整により魅力度の高まったファンダメンタルズの良い銘柄を物色する動きが強まるとみています。**

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

ユーロドルは方向感に欠ける展開に

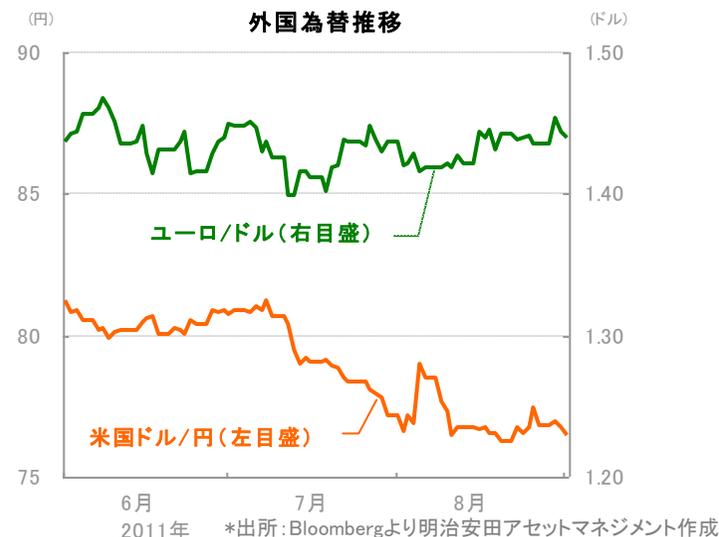
ユーロ/ドルは、景気や財政などを比較するとドル、ユーロの双方に通貨安要因があることから、一方向の動きは出にくい状況です。ただし、金利差の方向性や今後の金融緩和余地、財政と金融政策の乖離といったユーロ圏の構造的な問題の長期化傾向や、今後の景気下振れ圧力を踏まえるとユーロ安の可能性が高いと思われます。しかし、**ユーロ圏が金融危機的な様相にならない限りドル高も限定的**と考えられます。全般的には、投資家のリスク志向、株価動向が為替相場のトレンドを主導する展開を予想します。

新興国・資源国通貨

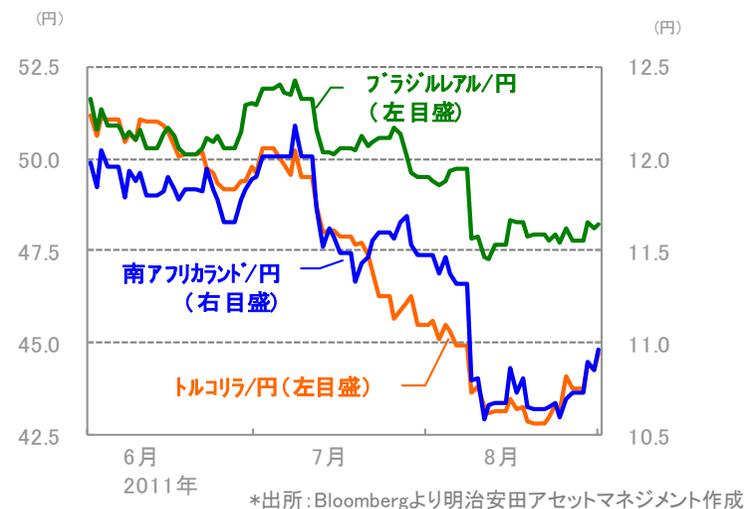
ブラジルレアル: 現在は追加利下げを意識し軟調に推移しています。下落余地は限定的とみられますが、一方で欧州債務問題、世界的な景気鈍化懸念もあり投資家のリスク許容度が低下していることから上値も限られるとみています。

トルコリラ: 金融政策の不透明さもあり下落基調となっていました。株価の反発、エネルギー価格の落ち着きを受けて底堅さがみられます。ただ、欧州債務問題の影響もあり、反発も限定的とみています。

南アフリカランド: 今後のインフレ動向には注意を要するものの、依然として緩やかな景気の回復を背景に政策金利が維持されるとみられることから、市場が落ち着くにつれて、底堅く推移するとみています。



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