

投資環境見通し（2011年10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ユーロ圏の三重苦

ユーロ圏は、①南欧諸国の債務問題、②金融システム問題、③景気後退不安、などを抱えていますが、それぞれの問題は相互に関連していることから、深刻さを増しています。市場が諸問題に対する政治的コミットメントの弱さを懸念しているにもかかわらず、各国政府は大胆な政策がとれず、内向きで一時しのぎの状況が続いています。10月中旬までに加盟国がEFSF(欧州金融安定化基金)の機能拡充を承認できるかどうか注目されますが、9月中旬に開催されたEU(欧州連合)財務相会合の後、**問題解決への政治的意思が強まったとみられることは評価に値する**と考えています。また、9月のユーロ圏CPI(消費者物価指数、速報値)が+3.0%まで上昇したものの、GDP成長率見通しの引き下げなど欧州景気の先行きが不安視されることから、ECB(欧州中央銀行)が年末までに利下げする可能性は高まっています。短期的には雇用・投資促進策、中長期的には社会保障費削減などの政策が望ましいと思われませんが、**当面は財政規律を重視した政策をとることで景気に対する影響が出てくる可能性が高い**と考えられます。

②米国経済は低成長が続く

欧州債務問題や世界景気鈍化懸念などから、S&P500指数は4月の高値から8月上旬の安値まで約18%下落しました。その結果PER(株価収益率)は12倍台前半と割安感が強まり、配当利回りは10年国債利回りを上回る水準となっていることから、**景気後退に対する懸念が後退し企業の良好な7~9月期決算などが確認されれば、半値戻しの水準である1,200ポイント台前半まで株価は戻る**とみています。米国長期金利の適正水準は景気やインフレ率からみると2.50~2.75%程度と考えられますが、期待インフレ率の低下や投資家の”質への逃避”の動き、FRBによるツイスト・オペなどの影響から、当面は2.00~2.25%を中心とした動きになると予想します。

③日本の景気回復は正念場

日本の景気は、東日本大震災から立ち直り、回復傾向が続いています。しかし欧州債務問題の深刻化、世界的な景気減速懸念の高まりや外国為替市場で安全資産とされる円を買う動きから円高が進行し、TOPIXは8月に大震災後の安値を更新、9月には約2年半ぶりの水準まで下げました。**日本と欧米の間の金利差が拡大する可能性は当面は低く、米国の中・長期金利の上昇も限定的とみられることから、今後大幅な円安に向かうことは期待しにくい**ため、**日本株が上昇するためには外部環境の改善が必要**と考えています。欧州債務問題に進展がみられ、米国景気の回復が確認されれば、復興に伴う第3次補正予算の効果も手伝って、日本株は反発するとみています。

④新興国・資源国市場の厳しさ

米国における新興国株式投信の高水準の解約にみられるように、世界的に投資家はリスク資産を売却していると考えられます。**中国は世界景気のけん引役として期待されているものの、インフレ率は6.3%と高止まりしており金融緩和への転換にはもう少し時間がかかる**と思われれます。豪州では現在4.75%としている政策金利を引き下げる時期が近づいているとみられることから、**今後も豪ドルには売り圧力が残る**とみています。

内外経済環境見通し

✓ 日本経済

景気は新興国向け輸出、復興需要で持ち直し

4～6月期の実質GDP成長率は、前期比▲0.5%（年率▲2.1%）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。

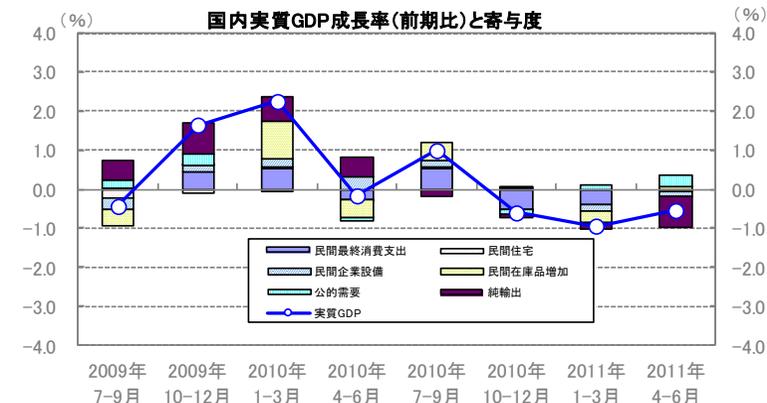
国内景気は、大震災および欧米景気減速の影響を受けているものの、今後は供給制約の緩和に伴う輸出の持ち直しや、復興需要も期待できることから生産面の回復基調は継続すると予測します。個人消費は雇用環境の緩やかな改善が想定されますが、原発・電力問題、増税論議などの先行き不透明感が家計心理回復の重しになるとみています。

✓ 米国経済

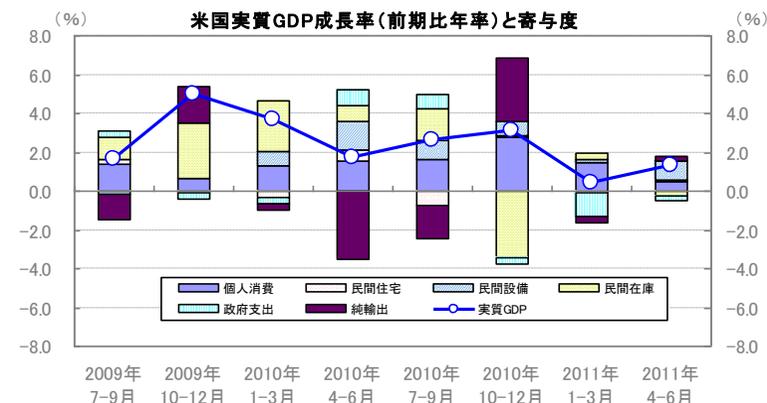
景気の緩やかな回復トレンドが継続

4～6月期の実質GDP成長率は、前期比年率+1.0%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。

住宅市場の低迷と欧州債務問題の長期化などから金融システムの脆弱な状態が続き、今後の雇用回復ペースも極めて緩やかになると想定されます。ただし、FRBの低金利政策の継続、堅調な新興国経済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予測します。FRBの異例の低金利政策は、景気の下振れリスクに注視しつつも方針通り2013年中ごろまで継続されるとみえています。



*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

内外経済環境見通し

✓ 欧州経済

景気の回復ペースの鈍化が
継続

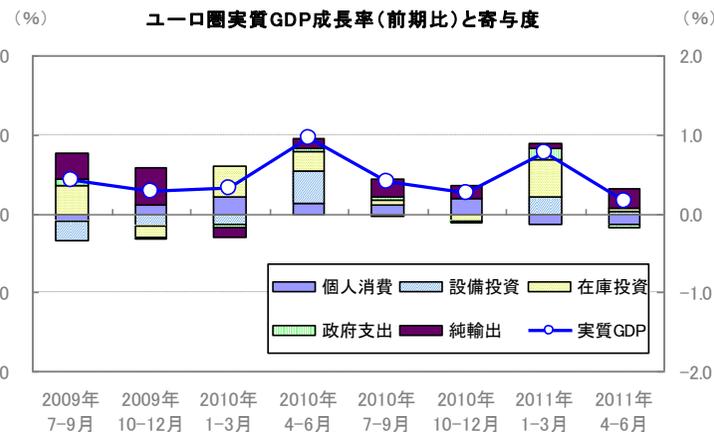
4～6月期の実質GDP成長率は、前期比+0.2%と、同+0.8%だった前期に続き8期連続のプラス成長となりました。

今後も主要国中心に雇用・所得環境の改善、新興国向け輸出が景気の下支え要因になると予測します。ただし、財政問題を起因とする家計・企業心理の悪化が实体经济の下押し圧力として作用することが懸念されるなか、各国とも財政規律を重視した政策運営が強化されていることから、景気回復ペースの鈍化が継続するとみています。

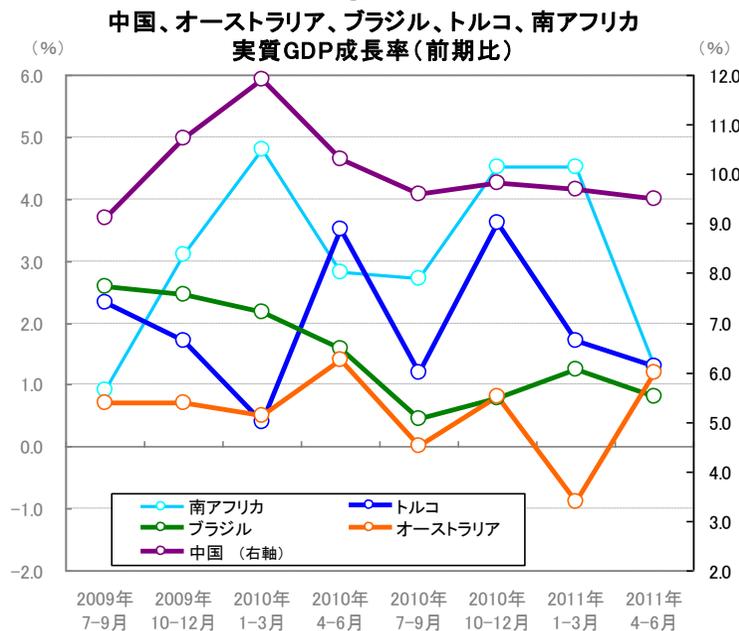
✓ 新興国・資源国経済

新興国は緩やかに景気拡大
基調を持続

【中国】預金準備率および貸出金利の引き上げおよび人民元の上昇を受けて、**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、所得水準の上昇が個人消費にプラスに作用するほか、**来年の共産党大会を前に金融引き締め姿勢が緩むとみられ、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。**自国通貨高に対応し、**自国産業保護の政策や資本流入規制がとられていましたが、このところの通貨の急落でこれらの政策が変更される可能性もあります。**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、**経済成長率が大幅に減速する可能性は低いとみています。**【南アフリカ】製造業生産高は前月比でマイナスとなり小売売上高は小幅のプラスにとどまるなど、**景気の減速傾向がみられます。**8月の消費者物価指数は+5.3%（前年同月比）と、依然として同国準備銀行のインフレ目標の上限（6.0%）に近い水準にあります。



*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(9月)

10年国債利回りは1.0%近辺で推移

国内債券市場は、月初に1.05%近辺で推移していた10年国債利回りが一時0.965%まで低下するなど、市場金利はじりじりと低下する流れとなりました。ただし第3次補正予算に伴う国債増発の規模や、国内機関投資家は上半期末を控えていることなど、需給面での不透明要因もあり、10年国債利回りは概ね1.0%近辺での推移となりました。

TOPIXは一時2年半ぶりの安値圏

世界景気の先行き不透明感が根強い中、ギリシャの債務問題の長期化が警戒されたことに加えて、外国為替市場では円高ユーロ安が進んだことから、下旬にはTOPIXは一時約2年半ぶりの水準まで下げました。月末にかけては、ギリシャの国際支援の確保に向けた動きがみられたことなどから欧州の債務問題に対する過度の懸念が後退して反発しました。

米国の長期金利は一時1.6%台まで低下

米国ではツイスト・オペ(FRBの保有する残存期間の短い国債を期間の長い国債に入れ替えることで、長期金利の低下を促す)の導入が決まったことなどから大幅に低下し、10年国債利回りは一時1.6%台をつけました。ユーロ圏(ドイツ)ではギリシャのデフォルト懸念が一段と強まったことなどを受けて安全資産とされるドイツ国債の利回りは大幅に低下しましたが、月末にはEFSFの拡充案がドイツ議会で可決されたことを受けて若干戻しました。

海外株式市場は引き続き軟調な推移

米国で財政支出の実施に至る意思決定のプロセスが疑問視されたこと、欧州で債務問題のイタリアなどへの波及に対する懸念が広がったこと、アジアでは中国の金融引締め政策が当面続くとの見方が強まったことなど、世界景気の先行き不透明感が高まったことから、下落しました。

《9月の市場動向》

	2011/9/30	2011/8/31	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	1.03%	1.03%	▲0.00%
米国10年国債	1.92%	2.22%	▲0.31%
ドイツ10年国債	1.89%	2.22%	▲0.33%
英国10年国債	2.43%	2.60%	▲0.17%
豪10年国債	4.22%	4.37%	▲0.15%
ブラジル9年国債	11.58%	11.63%	▲0.05%
南アフリカ10年国債	8.32%	7.85%	+0.47%
株価指数	前月末	前々月末	前々月末比
日経平均株価	8,700.29	8,955.20	▲2.85%
TOPIX	761.17	770.60	▲1.22%
ダウ工業株30種平均	10,913.38	11,613.53	▲6.03%
S&P500	1,131.42	1,218.89	▲7.18%
ナスダック指数	2,415.40	2,579.46	▲6.36%
FTSE100	5,128.48	5,394.53	▲4.93%
DAX	5,502.02	5,784.85	▲4.89%
ハンセン指数	17,592.41	20,534.85	▲14.33%
為替相場	前月末	前々月末	前々月末比
米国ドル/円	77.06	76.66	+0.52%
ユーロ/円	103.12	110.16	▲6.39%
英国ポンド/円	120.08	124.56	▲3.60%
豪ドル/円	74.45	82.08	▲9.29%
ブラジルレアル/円	41.00	48.19	▲14.93%
トルコリラ/円	41.43	44.69	▲7.28%
南アフリカランド/円	9.52	10.97	▲13.21%

※出所: Bloomberg

各資産の投資環境見通し

国内債券

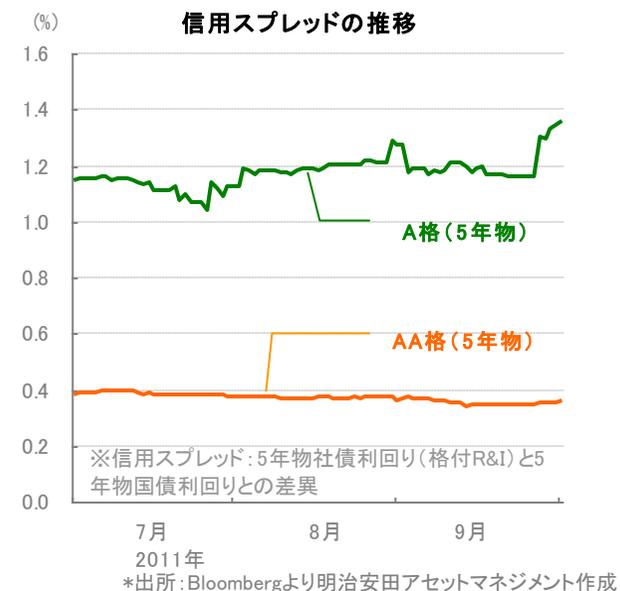
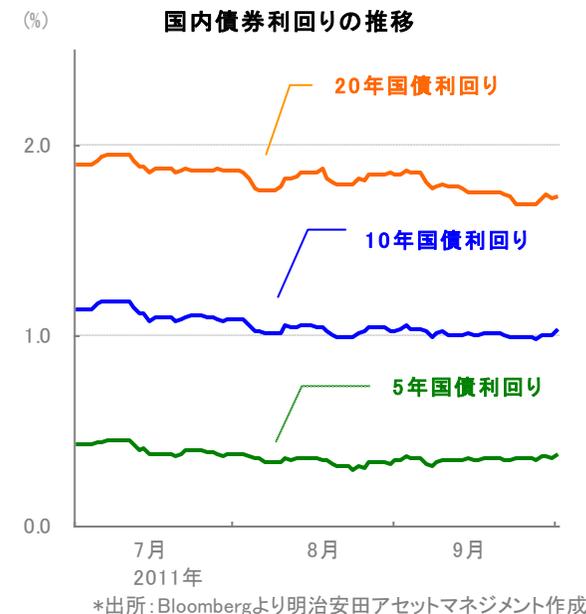
金利低下余地は限定的

国内景気については、夏場の電力不足の影響が当初の想定よりも軽微であったことなどから、今のところ主要エコノミストの中では従来からの、7～9月期以降プラス成長に転換するという予想を変更する動きは少ないようです。ただし、懸念材料として指摘されていた欧州債務問題は、9月に入ってギリシャが今年の財政赤字の削減目標の達成が困難との発表したことによって再燃し、**国内景気の先行きに対しても影響を与えかねない状況になりつつある**とみえています。

8月の貿易収支は海外からの需要減と思われる輸出の伸び悩みに加えて、原子力発電所の稼働率低下を受けた液化天然ガス需要の拡大による輸入の急増などもあり、大幅な赤字となりました。

こうした状況を踏まえ日本銀行は、今後の状況を見極めつつもいずれは追加金融緩和に踏み切ることを余儀なくされそうです。

国内投資家は、10年国債利回りが1.0%を割り込んでいる水準での国債購入に対して慎重なスタンスを崩していないため、金利低下余地は限定的と考えられますが、**欧州債務問題の解決には相当の時間を要するとみられることから、金利が大幅に上昇する可能性は低い**とみえています。



各資産の投資環境見通し

国内株式

TOPIXは割安な水準で推移

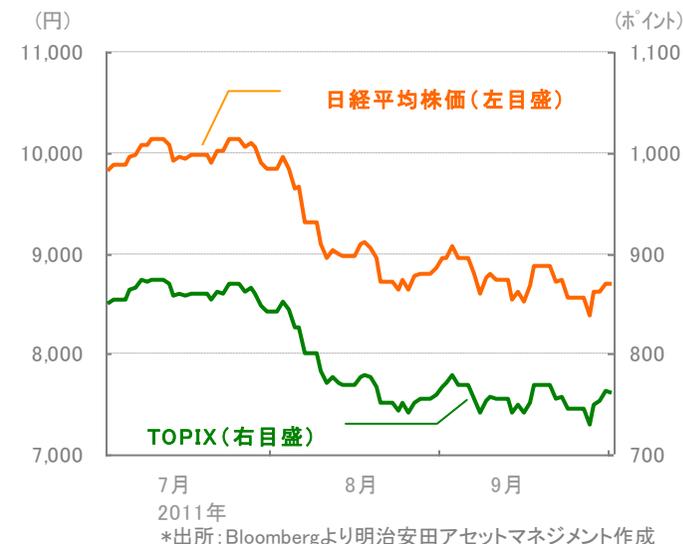
10月の国内株式市場は、全般的に株価の割安感がみられる中、引き続き不安定な状況が続くと考えられるものの、悪材料については既に相当程度織り込み済みとみられ、**欧州債務問題や国内外の経済指標に関する明るいニュースに対して敏感に反応する展開を予想**しています。

注目点としては、米国では雇用者数が伸び悩んでいるものの、求人件数の増加が続いていること、グローバルな電機セクターの在庫調整が8月で完了し、サプライチェーンの復旧が進む自動車セクターと併せて世界の主要地域の鉱工業生産が9月より回復に向かう可能性が高いことなどに注目しています。

ただし、月半ばから始まる米国主要企業の決算発表については、慎重に情勢を見極めるべきものと分析しています。

株価は全般にきわめて割安な水準を維持するとみられ、TOPIXは700～800ポイントのレンジで推移すると予想しています。

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

米独とも当面金利低下圧力が強い状況

米国ではツイスト・オペによる金利低下期待に加え、景気減速感の広がり、早期の大規模な雇用対策実施の困難、ギリシャ救済問題に対する不透明感などから、当面は金利低下圧力の強い状況が続くとみています。

ただし、期待成長率やインフレ見通しなどから考えると、長期金利は足元の水準が長期間続くと考えるのは現実的ではなく、**欧州債務問題や過度な景気悲観論が後退すれば上昇方向へ向かう**と予測します。

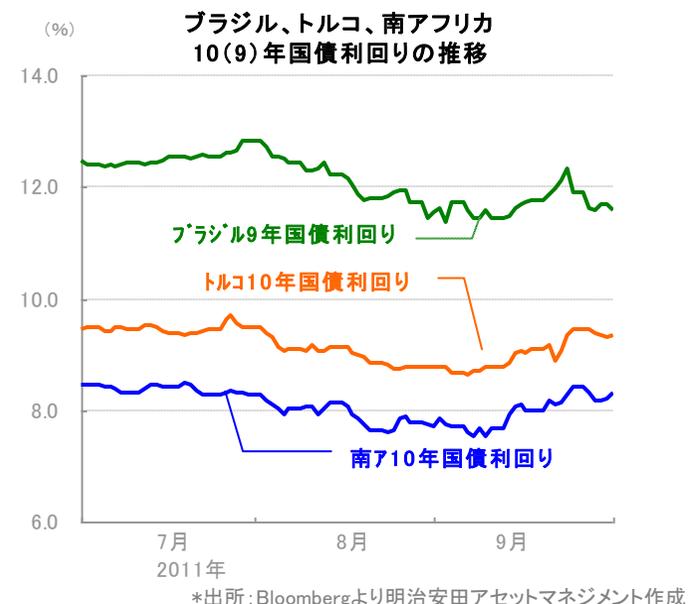
ユーロ圏(ドイツ)では景気減速が本格化しつつある中、財政再建計画を進めることによる景気への影響、利下げ観測、EFSF拡充案の批准手続までに時間を要することなどから、金利低下圧力の強い状況が続くとみています。ただし、**ギリシャ情勢の他の高債務国や金融機関への影響が限定的になれば、ドイツ長期金利の上昇圧力に繋がる可能性に留意**しておく必要があると考えます。

新興国・資源国金利

ブラジル金利:金利は急激な資本流出の影響で一時急上昇しましたが、その後は8月の利下げ直後の水準まで低下しました。**インフレ懸念は残りますが、継続的に利下げが実施されるとみられ金利は低下基調**になるとみています。

トルコ金利:証券投資資金の流出で長めの金利は上昇しましたが、**通貨の変動が落ち着けば利下げが再開されるとみられ、金利は低下基調**になると予想しています。

また国債の格上げも金利低下要因になるとみています。
南アフリカ金利:引き続き為替動向の影響を受けやすい展開が予想されますが、**景気動向を勘案すれば金利の上昇圧力は次第に弱まる**とみています。



各資産の投資環境見通し

✓ 外国株式

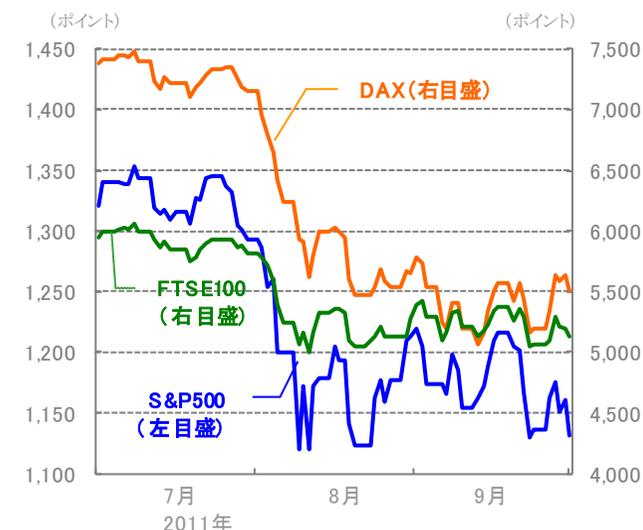
企業ごとの業績格差は一段の拡大を予想

世界景気への懸念が払拭されない中、株式市場では個別銘柄のファンダメンタルズよりもマクロ的な視点を重視する状況が当面続くことが想定されます。地域別には、米国は雇用や住宅市場が持続的な回復軌道に乗るかどうかが、欧州では債務問題の拡大阻止に向けたユーロ圏諸国の結束が確認されるかどうか、新興国では中国景気のソフトランディングが可能かどうか、などが焦点になると考えています。

とりわけ、**欧州周辺国の財政赤字問題は金融システムに影響を及ぼしつつあることから、同問題の行方は市場の変動率を高める最大の要因とみています。**

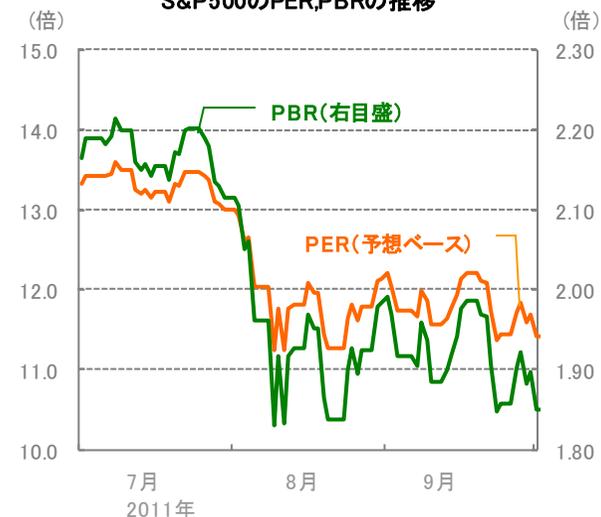
また、企業の7～9月期決算を受けて業績格差は一段と広がるものと考えられ、マクロ面での不透明感が払拭されない中で**市場の失望を誘った銘柄には一段と売り圧力が強まるなど、相対的にパフォーマンスの良好な銘柄と不振な銘柄の二極化がさらに進んでいくと**みています。投資家がリスク回避姿勢を強める中、個別銘柄では財務健全性の高い銘柄や、景気動向に左右されにくい固有の強みを持つ銘柄が選好される状況が続くと予想しています。

S&P500, DAX, FTSE100の推移



*出所: Bloombergより明治安田アセットマネジメント作成

S&P500のPER, PBR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

✓ 為替

ユーロはギリシャ支援の行方を注視しつつ弱含み横ばい

米国で量的緩和ではなくツイストオペの実施が決まったことで、短期金利が一定の水準に維持されるとみられることから、ドルは対円でもみ合いを、ユーロはギリシャ支援の行方を注視しつつ弱含み横ばいの展開を予想しています。

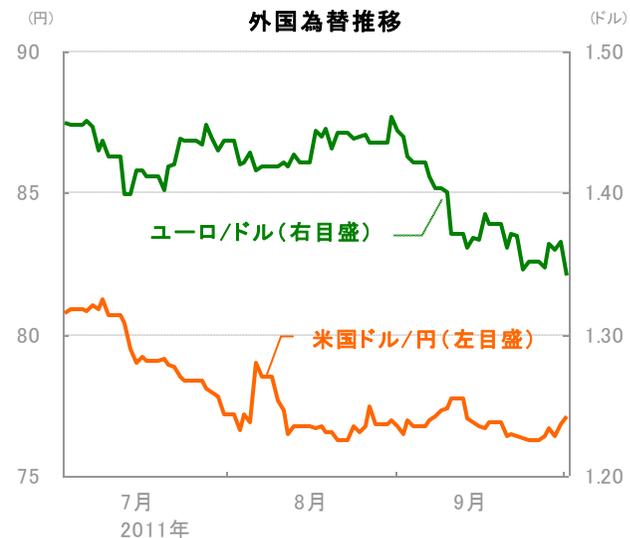
ただし、欧州債務問題の拡大による市場変動率の高止まり、投資家のリスク回避姿勢などがドル高圧力となることから、引き続きユーロには下落圧力が残るとみています。

新興国・資源国通貨

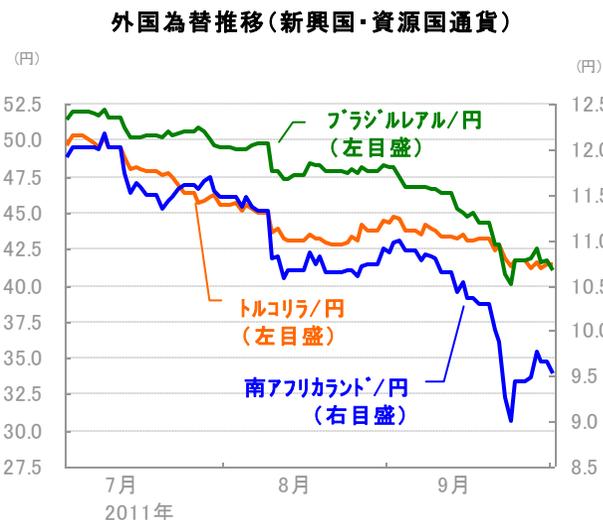
ブラジルレアル: リスク回避の動きが強まっていることから当面軟調な展開が予想されます。証券投資資金の引き揚げ、短期貸付金の借り換えの打ち切りなどがしばらく続くとみられますが、政府・中央銀行による自国通貨買いの為替介入の継続実施が予想され下値は限定的とみています。

トルコリラ: リスク回避の動き、欧州債務問題の影響から下げているが、景気回復基調が崩れていないこと、国債の格上げ期待が強いことなどから底堅く推移すると予想しています。

南アフリカランド: 引き続き欧州債務問題の影響を強く受けると考えられますが、インフレ動向を勘案すれば依然として高い水準にある政策金利が当面は維持されるとみられることから、市場が落ち着きを取り戻すにつれて底堅く推移するとみています。



*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