

投資環境見通し（2011年11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

①10月初めが相場転換点

世界の株式市場は、10月初めに目先の大底を打つたとみえています。S&P500は月間ベースで9月まで5カ月連続で下落しましたが、FRB(米連邦準備制度理事会)議長による景気浮揚のための追加的措置に関する発言をきっかけに反転しました。欧州債務問題の解決に向けた気運の高まりも、株価の押し上げ要因と考えられます。また、外国為替、世界の金利、国際商品市場も反転し、それまでの極端なリスク回避の動きが一旦収まった状況になりました。

②米国の景気回復と金融市場

小売関連、自動車販売、住宅関連、耐久財受注などの景気指標に加え、ISMなど景況感を示す指数の下げ止まりも確認されるなど、この1カ月は堅調な景気指標が相次ぎました。2011年の実質GDP成長率は1.5～2.0%程度に落ち着くと予想されます。しかし、GDPの約70%を占める家計部門では債務残高が正常な水準に戻るまで3年程度かかると考えられることから個人消費の大幅な伸びは期待できず、また雇用環境の改善ペースも遅いことから、2012年に2.5～3.0%の水準まで成長が加速するのは難しいとみえています。

③欧州債務問題の行方

ギリシャの財政赤字削減計画の下方修正や、イタリア、スペイン、ベルギーの国債格下げなど、欧州債務問題はさらに悪化しています。しかし、ドイツ、フランスを中心に問題解決に向けた積極的な動きがみられます。イタリアの財政削減策の実効性、ギリシャの債務削減の実行力など、不安材料は依然として多く残るものの、独仏首脳のリダーシップが発揮されたことで、当面の懸念材料は一旦薄らいだとみえています。

④日本の景気回復は踊り場に

東日本大震災後、生産を中心に順調に回復してきた国内景気に一服感が出ています。その原因として、①大震災後の生産正常化が最終局面にあること、②個人消費の中でエコ関連商品の購入が一巡したこと、③地デジ化に対応した駆け込み需要からの反動、④海外景気の鈍化と円高の影響、などが挙げられます。しかし、年末からの第3次補正予算の執行や、比較的底堅い国内需要に加えて、所得環境も安定していることなどから、日本の景気は再び回復基調に戻ると考えています。日経平均株価は既にこれまでの下落で企業業績の減益を織り込んでいるとみられます、海外環境が改善すれば9,000円台前半へと上昇すると考えています。

⑤潤沢な余剰資金と金利

先進国は緊縮財政とともに金融緩和政策をとっており、金融市場には潤沢な流動性が供給されています。しかし、欧州債務問題や金融規制で、大手金融機関は自己資本の積み増しとバランスシートの健全化を進めなければならない状況にあるため、企業や金融機関の余剰資金は安全資産に滞留していることが金利の下押し圧力となっています。

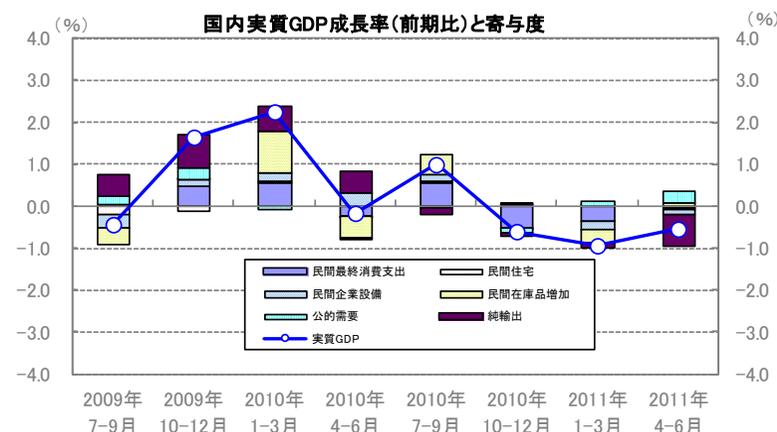
内外経済環境見通し

✓ 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、東日本大震災および欧米景気減速の影響を受けているものの、今後は新興国向けを中心に輸出の持ち直しが期待できることに加え、第三次補正予算による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ています。個人消費は、原発・電力問題、増税論議などの先行き不透明感が家計マインドの重しになるものの、雇用環境の緩やかな改善が想定されるため、緩慢ながらも回復基調が続くと予測しています。



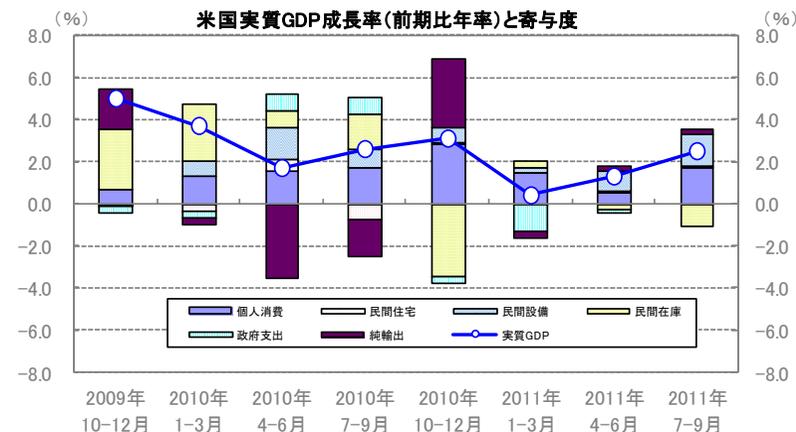
*出所: Bloombergより明治安田アセットマネジメント作成

✓ 米国経済

景気の緩やかな回復トレンドが継続

7～9月期の実質GDP成長率は、前期比年率+2.5%と、同+1.3%だった前期に続き、9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は脆弱な状態が続き、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回復トレンドが継続すると予測しています。FRBは、異例の低金利政策を2013年中ごろまで継続すると予測しています。



*出所: Bloombergより明治安田アセットマネジメント作成

内外経済環境見通し

✓ 欧州経済

景気の回復ペースは鈍化

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。

主要国の雇用・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ています。ただし、欧州債務問題の長期化に伴う家計・企業心理の悪化が实体经济に下押し圧力として作用することに加え、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から、景気回復ペースは鈍化すると予測しています。

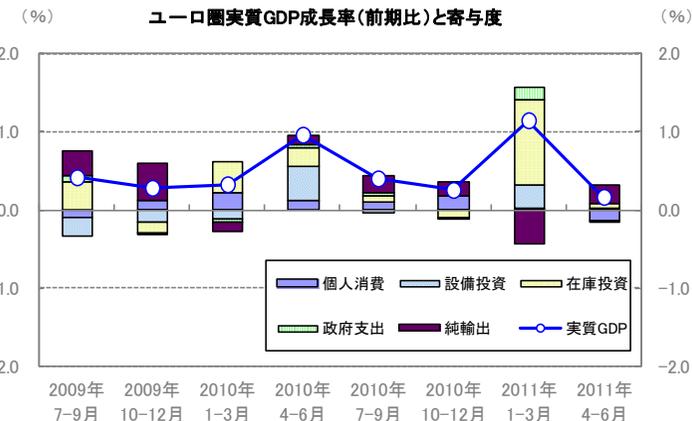
✓ 新興国・資源国経済

新興国は緩やかに景気拡大基調を持続

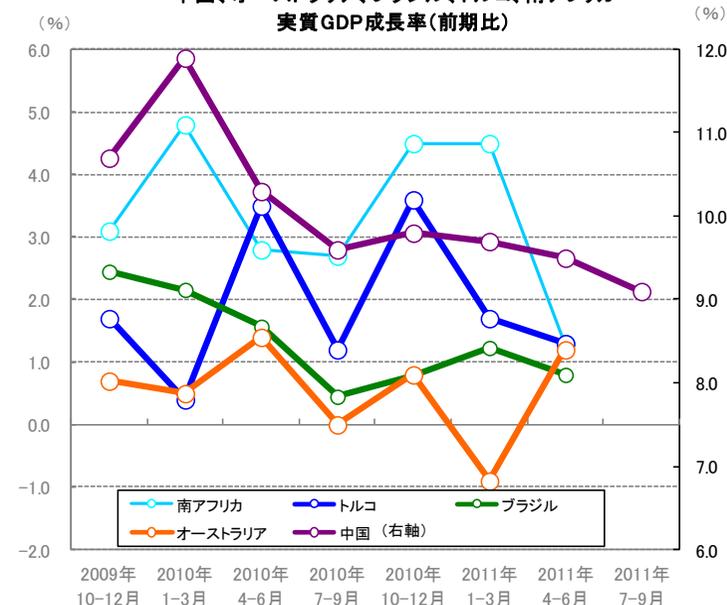
【中国】預金準備率および貸出金利の引き上げや人民元の上昇を受けて、**景気拡大ペースは緩やかに鈍化すると予測しています。**ただし、所得水準の上昇が個人消費にプラスに作用するほか、**来年の共産党大会を前に金融引き締め姿勢が緩むとみられ、年末以降、景気は再び拡大基調を強めると予測します。**

【ブラジル】景気については**減速傾向が続いています。**製造業、個人消費などの指標の悪化が目立っています。インフレ率が高止まりを続ける中、利下げを実施するなど同国政府は景気重視の姿勢をみせています。自国通貨高抑制策を転換しており今後も**景気を配慮した政策が続くとみられます。**

【南アフリカ】製造業生産高が前月比、前年比ともにプラスとなり、また小売売上高も市場予想を上回るプラスとなるなど、景気の緩やかな回復がみられます。**政府は2012年の経済成長見通しを下方修正しました。**



*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



*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

10年国債利回りは引き続き1.0%近辺で推移

前月の投資環境(10月)

10月の債券相場は、引き続き狭いレンジ内での推移となりました。上旬は欧州債務問題の深刻化を受けて、10年国債利回りは一時0.9%半ば近辺まで低下した後、ギリシャ支援策の進展などから同利回りは1.0%台に上昇し、その後は月末にかけて1.0%台前半での推移が続きました。

国内株式市場は引き続き外部要因に左右される展開

10月の国内株式市場は、欧州債務問題を中心に海外要因の影響を受けた動きとなりました。国内企業については、小売業の8月中間決算を通じて好調な個人消費が再確認された一方、タイで発生した洪水では電機業界を中心に大きな影響がみられています。しかし、市場への影響は限定的で、大震災後の安値圏での推移となりました。

外国債券は欧州債務問題などの材料に左右される展開

米国では長期金利は、月初に低下した後、雇用統計など予想を上回った経済指標や月末近くにEU首脳会議でギリシャ債務の50%削減、銀行の資本増強などの包括策が合意されたことを受けて上昇しました。ユーロ圏(ドイツ)では長期金利は、上昇後レンジ内で推移しましたが、月末近くには包括策が合意されたことから、レンジの上限近辺での動きとなりました。英国では長期金利は上旬に追加量的金融緩和期待が強まり低下しました。資産買い入れの増額が発表された中旬以降はレンジ内で推移し、月末近くにはギリシャの債務再編問題が進展したことからレンジの上限近辺での動きとなりました。

欧州債務問題への対応の進展から外国株式は上昇へ

米国では住宅市場など回復の遅れがみられる指標もありますが、景気の後退局面入りを懸念させるほどの実体経済の悪化がみられないこともあり、追加金融緩和策に対する期待が市場を支えています。こうした中、欧州ではユーロ圏の金融機関の資本増強へ協調した取り組みが検討されるなど、欧州債務問題が解決に向け前進するとの期待の高まりから市場心理が好転し、株式市場は世界的に反発しました。

《10月の市場動向》

	2011/10/31	2011/9/30	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	1.05%	1.03%	+0.01%
米国10年国債	2.11%	1.92%	+0.20%
ドイツ10年国債	2.03%	1.89%	+0.14%
英国10年国債	2.44%	2.43%	+0.01%
豪10年国債	4.51%	4.22%	+0.29%
ブラジル9年国債	11.53%	11.58%	▲0.05%
南アフリカ10年国債	7.90%	8.32%	▲0.42%
株価指数	前月末	前々月末	前々月末比
日経平均株価	8,988.39	8,700.29	+3.31%
TOPIX	764.06	761.17	+0.38%
ダウ工業株30種平均	11,955.01	10,913.38	+9.54%
S&P500	1,253.30	1,131.42	+10.77%
ナスダック指数	2,684.41	2,415.40	+11.14%
FTSE100	5,544.22	5,128.48	+8.11%
DAX	6,141.34	5,502.02	+11.62%
ハンセン指数	19,864.87	17,592.41	+12.92%
為替相場	前月末	前々月末	前々月末比
米国ドル/円	78.17	77.06	+1.44%
ユーロ/円	108.33	103.12	+5.05%
英国ポンド/円	125.76	120.08	+4.73%
豪ドル/円	82.31	74.45	+10.56%
ブラジルリアル/円	45.56	41.00	+11.12%
トルコリラ/円	44.13	41.43	+6.50%
南アフリカランド/円	9.82	9.52	+3.17%

※出所: Bloomberg

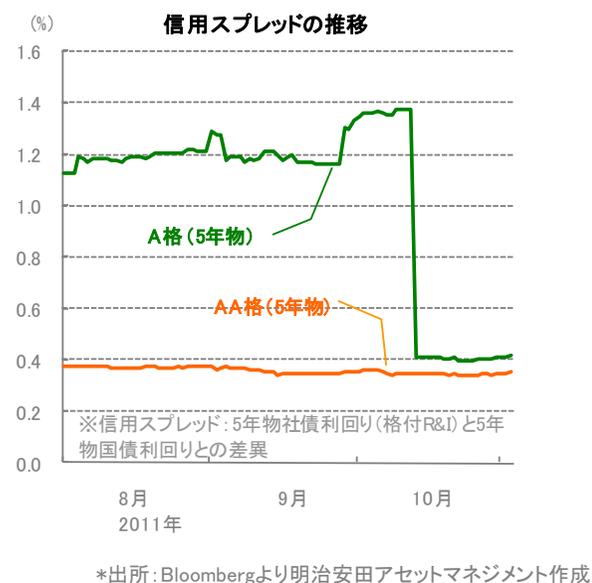
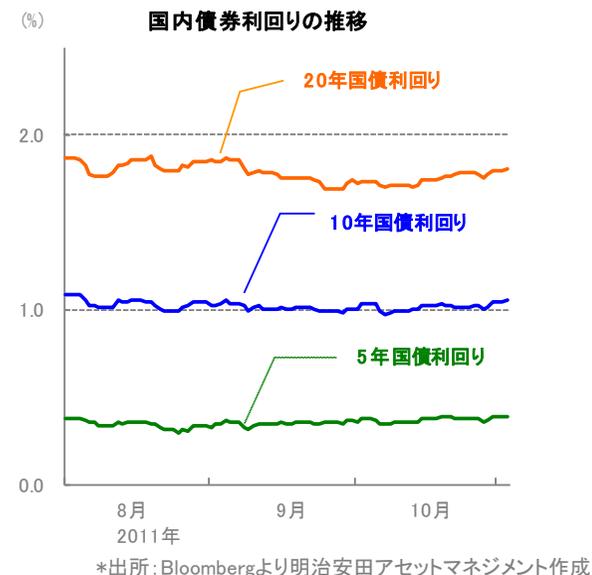
各資産の投資環境見通し

国内債券

市場は変動率の高い状況が続く見通し

日銀は、海外景気の想定以上の減速や復興需要の後ずれなどを主な理由として、2011年度、2012年度の経済成長率見通しを下方修正しました。しかし、輸出の増加や復興需要等の影響を背景とした緩やかな景気回復という想定はそのまま据え置きました。したがって、日銀がさらなる金融緩和策を自主的に打ち出す可能性は低下していると考えられますが、米国が追加金融緩和策を打ち出した場合や円高進行など市場環境が急変した際にはさらなる追加緩和策の発動もあるとみています(たとえば、資産買入基金が購入対象とする国債の年限延長など)。また、欧州債務問題は楽観論と悲観論を繰り返しながら徐々に収束していくと考えていますが、解決には相当の時間を要するとみられます。今後数カ月間は変動率の高い状況が想定されるため、金融当局、投資家とも予断を許さない姿勢で臨むことになると考えられます。

社債市場については、引き続き円建外債や東京電力債などの動向が注目されるとみています。東京電力については11月の緊急特別事業計画の承認手続きや、原子力損害賠償支援機構からの財政支援が順調に行われるかどうかポイントです。



各資産の投資環境見通し

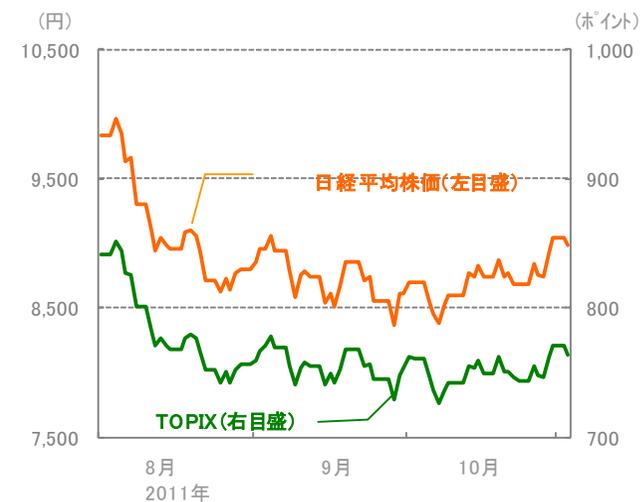
国内株式

TOPIXは世界経済や企業業績に沿った動きへ

11月の国内株式市場は、欧州債務問題による混乱が一段落し、徐々に世界経済や企業業績を反映した動きに向かうとみています。9月から10月にかけて米国で発表された経済指標から景気の二番底に対する懸念は後退したとみられましたが、一方で世界経済の減速に伴い企業の7～9月期決算は力強さに欠ける内容となっています。国内でも主要企業の年度後半見通しは慎重な内容になると考えられることから、当面はレンジ内で推移するとみています。

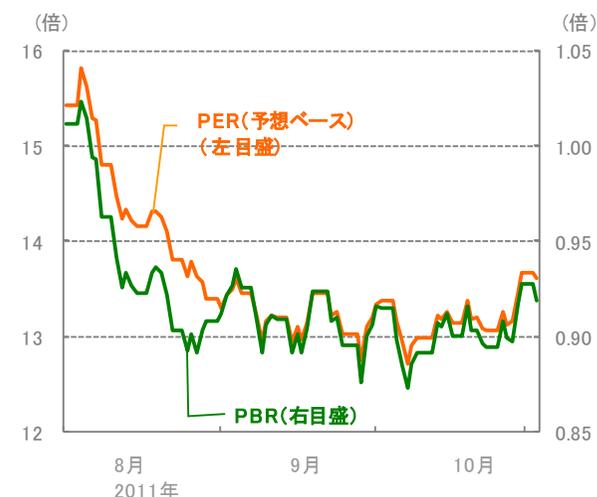
TOPIXは700～800ポイントのレンジでの推移を予想しています。

日経平均株価、TOPIXの推移



*出所: Bloombergより明治安田アセットマネジメント作成

TOPIX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

✓ 外国債券

金利上昇余地は限定的

米国ではギリシャのデフォルト懸念の後退、国内景気の底堅さなどから長期金利は上昇基調になるとの見方もあります。一方でツイストオペ（FRBが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）や追加の量的金融緩和観測があることから上昇余地は限定的とみています。ユーロ圏（ドイツ）でも債務問題の包括策合意を受け長期金利は上昇基調となっていますが、緊縮財政、景気減速感の強まり、利下げ観測などから上昇余地は限定的とみています。英国では個人消費や住宅、製造関連の指標の緩やかな悪化が続いています。包括策合意によりギリシャのデフォルト懸念は後退しましたが、国内景気の悪化、追加金融緩和の実施などから長期金利はレンジ内での動きになるとみています。

新興国・資源国金利

ブラジル金利: 景気の減速感、世界的な景気の先行き不透明感を重視し、8月に続き10月も利下げを実施しました。市場金利はインフレ懸念があることから低下余地は限定的で期間の短い金利が下げ渋っています。

トルコ金利: インフレ懸念が強まっている中、利下げは予想通り見送られました。改善傾向はみられるものの、経常赤字が続いており、自国通貨安を抑制するため今後は利上げへの方針転換が予想されます。

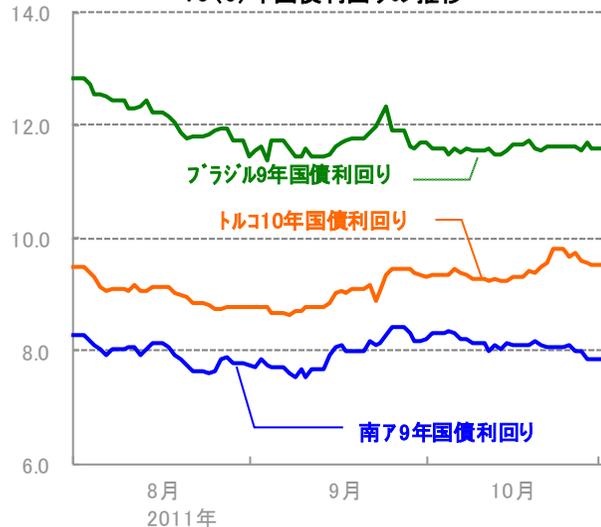
南アフリカ金利: 市場金利については引き続き欧州債務問題を巡る為替動向の影響を受けやすい展開が予想されます。しかし、足元の景気や物価の動向を受けて当面の政策金利は維持されるとみられることから上昇圧力は次第に弱まるとみています。

(%) 米、独10年国債利回りの推移



*出所: Bloombergより明治安田アセットマネジメント作成

(%) ブラジル、トルコ、南アフリカ10(9)年国債利回りの推移



*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

✓ 外国株式

先行きの見通しは楽観と悲観
が交錯する展開に

ギリシャの債務問題の解決へ向けた協議の進展期待から株式市場は反発に転じています。しかし、欧州債務問題については、①根本的な解決には相当の時間を要するとみられること、②短期的には、ギリシャ国債を保有する民間金融機関の損失拡大による金融システム混乱が予想されること、③財政緊縮策による景気悪化懸念が残ること、などから楽観できない状況が続くとみています。一方、米国については雇用の回復が緩やかなことや住宅市場の回復が遅れていることから景気停滞からの脱却は確認されていません。また、アジア地域については景気の軟着陸を見極めるには至っていません。このため、株式市場は引き続き欧州債務問題の進展、各地域のマクロ経済指標や個別企業決算を注視しつつ、先行き見通しの楽観論と悲観論が交錯し変動率の高い動きが続くものとみています。

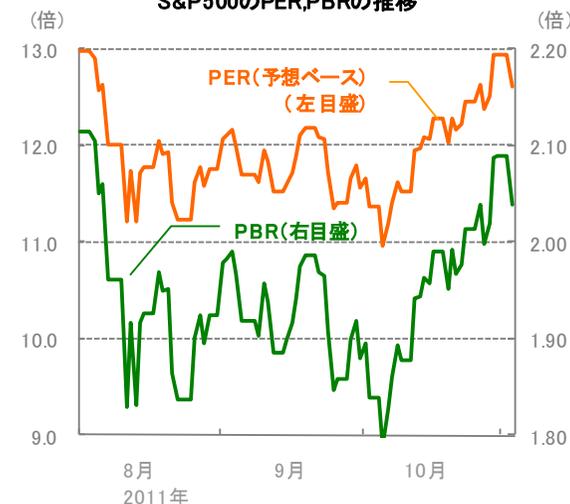
個別銘柄では、7～9月期決算を経て業績見通しの精査が進んでいくにつれて、ファンダメンタルズの良い銘柄とそうでない銘柄のパフォーマンス格差が広がる流れが続くとみています。

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

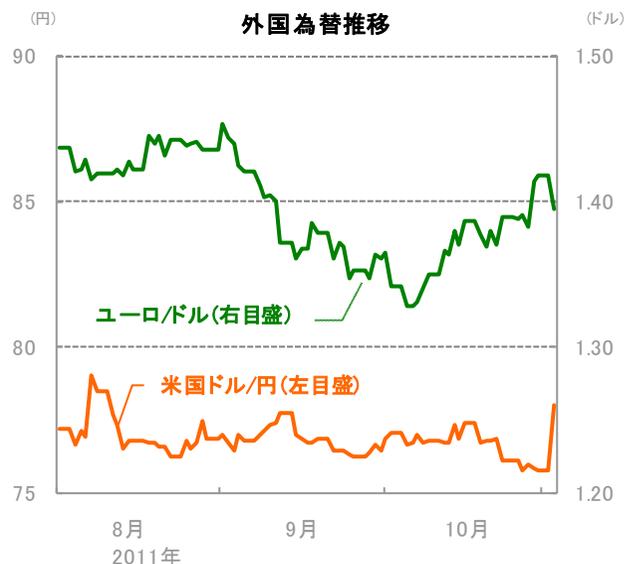
✓ 為替

ドル、ユーロともに対円で強含み横ばい

円に対して、ドルは米国景気の二番底懸念の後退や円売り・ドル買い介入に対する警戒感もあることから、ユーロは利下げの思惑はあるもののギリシャの債務再編の進展などから、ともに強含み横ばいを予想しています。

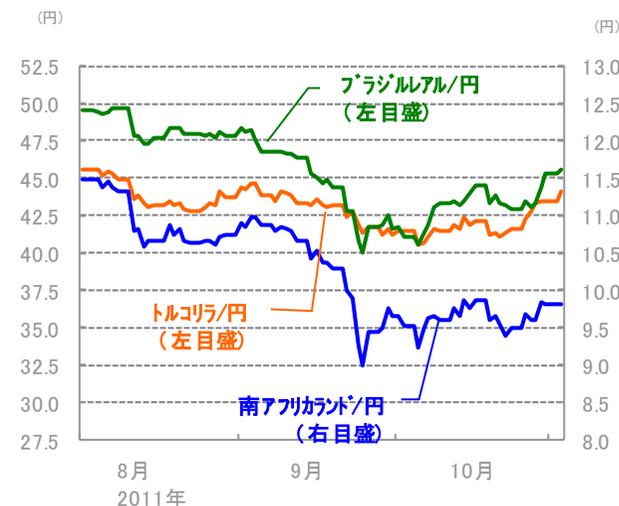
新興国・資源国通貨

ブラジルリアル: 先物市場での自国通貨買い介入、ギリシャ債務問題の解決へ向けた進展期待から上昇しました。インフレが警戒される中、利下げに転じていること、景気の減速感などから上値も限定的とみられます。
トルコリラ: 製造業関連の景気指標に減速感がみられますが、個人消費は堅調でギリシャ問題に一応の進展がみられたこと、利下げ観測が大きく後退していることなどから、当面反発局面が続くものとみられます。
南アフリカランド: 引き続き欧州債務問題を巡る投資家のリスク許容度の変化の影響を強く受けるとみられます。しかし、高い水準にある政策金利が当面は維持されると考えられることから、市場が落ち着きを取り戻すにつれて下値を切り上げる展開を予想しています。



*出所: Bloombergより明治安田アセットマネジメント作成

外国為替推移(新興国・資源国通貨)



*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