

投資環境見通し（2011年12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欧州：国債の買い手不在の状況下、抜本的対応策を打てるか

足元の2年債利回りを比較すると、0.5%を下回る水準で推移するドイツに対し、依然としてイタリアは6%台、スペインは4%台後半と両国とも高水準にあります。ユーロ圏の安全資産とされるドイツ国債が10年国債入札で大幅な札割れとなり売られたことで他の国債にも連鎖売りが出るなど、ユーロ圏の国債は買い手不在の状況です。この状況を打開するには、ECB(欧州中央銀行)が「最後の貸し手」となって国債を購入すること、およびEFSF(欧州金融安定化基金)の拡充が必要とみえています。財政規律重視の姿勢からドイツはECBの関与に対して慎重な姿勢ですが、ユーロ圏財政統合に向けた制度改正の合意を前提にECB関与の拡大を了承するという形で事態収拾を図る可能性もあります。その場合は事態の進展に伴い株式市場の反発が期待できます。

②米国：景気回復と財政政策懸念の綱引き

足元では民間消費の回復に加え、自動車販売、小売売上高、雇用関連などが改善し、またクリスマス商戦の出足が好調であることから、米国景気が底堅いとの見方は広がりつつあると考えられます。しかし、政治が財政規律上の重要問題を解決できないという機能不全の状態にあり、財政赤字削減策に関する超党派協議が決裂したことにみられるように、政治実行力の低下が今後は2012年予算や大統領の景気対策案にも影響を与えると考えられ、景気回復基調に水を差す可能性が高まっています。一方で、企業業績は堅調で2012年予想PERは11倍近辺にあることなど株価の割安感は強いことから、今後の欧米の財政問題解決に向けた進展がみられれば、株式市場の押し上げにつながるとみえています。

③日本：景気踊り場脱却と2012年度増益へ

7～9月期実質GDPは、輸出の回復と個人消費に支えられ前期比+6.0%(年率)と高い伸びになりましたが、海外景気鈍化による輸出伸び悩みや大震災後の生産復旧の一巡などから10～12月期には+1%程度の成長に減速するとみえています。企業業績は、これまでは下期増益で大震災後のマイナスからのV字回復が予想されていましたが、海外景気の減速やタイの大洪水、円高などの影響から下期も小幅の減益に修正されています。円安など株価回復につながる材料は期待しにくい状況ですが、米国を中心に海外株式相場が反発すれば日経平均株価のレンジは8,500～9,000円に引き上がるとみえています。また、来期には政府支出の増加等が再び景気を押し上げるとみられ、経常利益は2011年度の減益予想から2012年度は大幅な増益が期待されます。

④新興国・資源国：金融緩和が始まる

中国ではインフレ率の鈍化、不動産価格の過熱感の緩和に加えて、中小企業を中心に融資資金不足となる状況もみられ始めています。本格的な金融緩和には相当の時間を要するとみられますが、これまでの引き締め政策は今後転換されるものとみえています。オーストラリア、ブラジル、インドネシアなどでは既に利下げが実施されており、インフレ率がさらに低下すれば各国とも金融緩和を進めると考えられます。ただし、性急な利下げは自国通貨下落につながる可能性があることから、今後は慎重な政策運営が必要になると考えられます。

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

7～9月期の実質GDP成長率は、前期比+1.5%（年率+6.0%）と、2010年7～9月期以来、4期ぶりのプラス成長となりました。

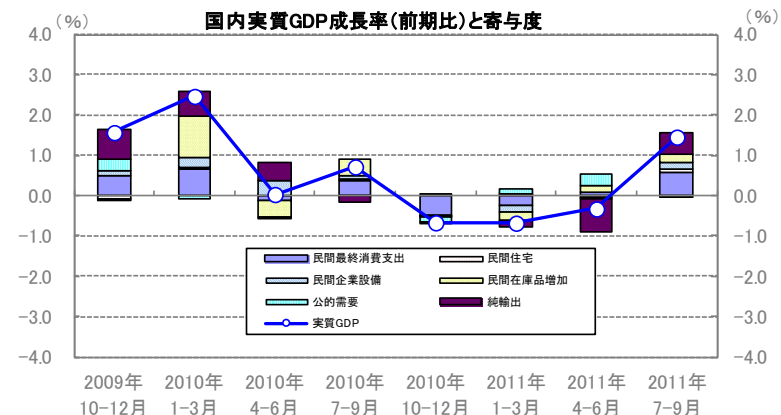
国内景気は東日本大震災と欧米景気の減速の影響を受けていますが、今後は新興国向けを中心に輸出の持ち直しが期待できることに加え、復興需要がタイ向けにおいても期待できることから生産面の回復基調は継続すると予測します。個人消費は、原発・電力問題、増税論議などの先行き不透明感が家計マインドの重しになるものの、雇用環境の緩やかな改善が想定されるため、緩慢ながらも回復基調が続くと予測しています。

✓ 米国経済

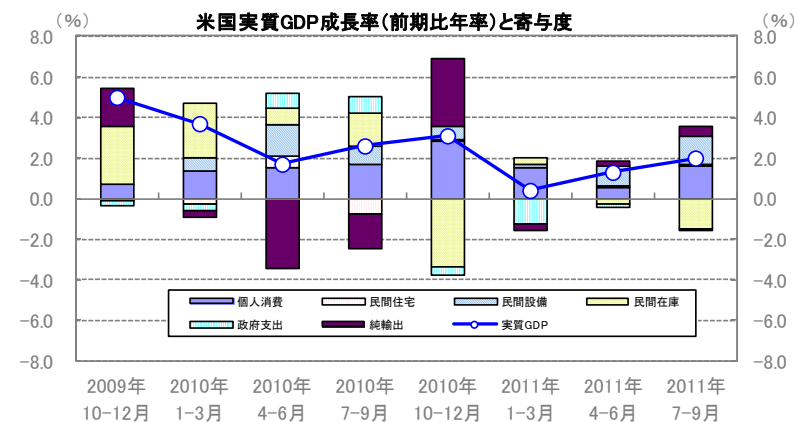
景気の緩やかな回復トレンドが継続

7～9月期の実質GDP成長率は、前期比年率+2.0%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、底堅い新興国経済に支えられた設備投資の回復などを背景に、緩やかながら景気の回復トレンドが継続すると予測します。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鈍化

新興国・資源国経済

新興国は緩やかに景気拡大基調を継続

7～9月期の実質GDP成長率は、前期比+0.2%と、同+0.2%だった前期に続き9期連続のプラス成長となりました。

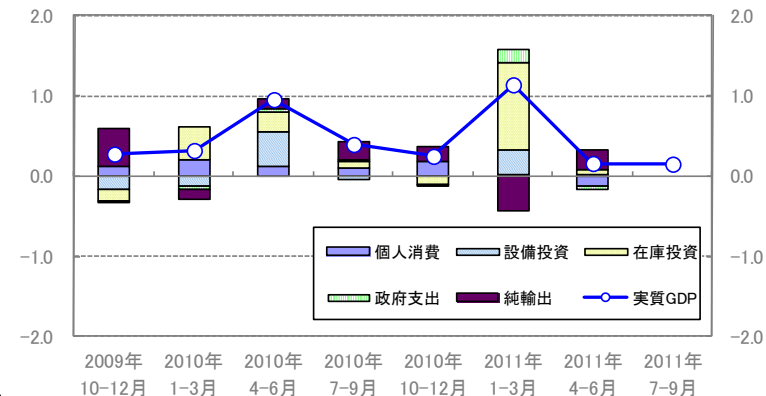
主要国の雇用・所得環境の改善、新興国向け輸出が景気の下支え要因になると予測します。ただし、欧州債務問題の長期化に伴う家計・企業心理の悪化が实体经济に下押し圧力として作用するのに加え、各国で財政規律を重視した政策運営が強化されていることから、景気回復ペースは鈍化すると予測しています。

【中国】これまでの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、2012年の共産党大会を前に預金準備率が引き下げられたことなどから、金融引き締め姿勢が緩和へ向かっているとみられ、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】景気については緩やかな減速が続いています。製造業や消費マインドの悪化傾向がみられ、7～9月期実質GDPも前期比でゼロ成長になるとの見方も増えています。ただインフレ率の低下が続くとみられ、11月に続き追加利下げも予想されること、レアルの下落による輸出の増加、中国の金融緩和への転換などの下支え要因の期待もあり、減速から持ち直しに向かうとみています。

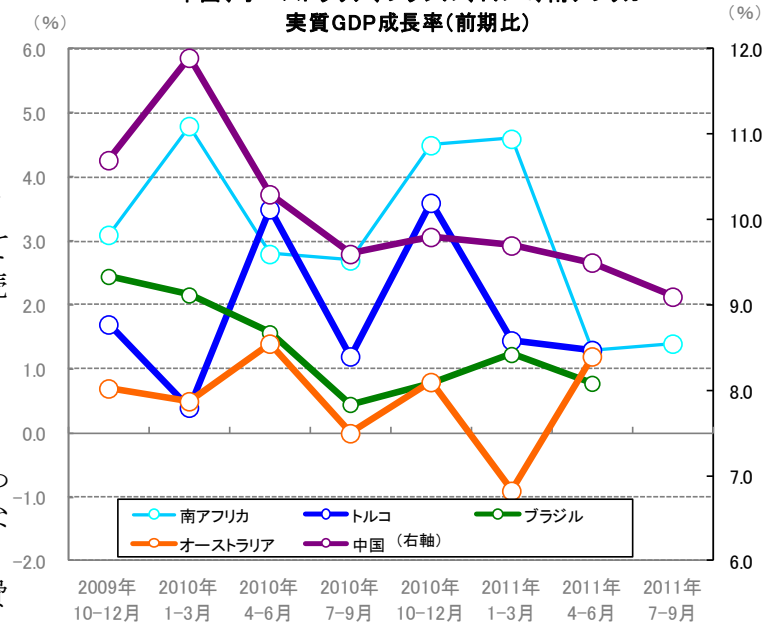
【南アフリカ】小売売上高は市場予想を上回る伸びとなった一方、製造業生産高が前月比で小幅のプラスとなるなど、景気回復は極めて緩やかとみられます。7～9月期実質GDPは前期比年率で+1.4%にとどまり、10月の消費者物価指数は同国準備銀行のインフレ目標の上限である6%となりました。

(%) 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通し

国内債券は金利の低下余地を探る堅調な展開

前月の投資環境(11月)

11月の債券相場は、中旬過ぎまでは金利の低下余地を探る動きとなりましたが、下旬のドイツ10年国債入札の札割れを受けて金利が急上昇する展開となりました。国内10年国債利回りは1.0%台前半から始まり、中旬にかけて0.9%台半ばまで低下しましたが、その後は1.0%台後半まで上昇しました。

国内株式市場は先行き不透明感から下値を模索

国内株式相場は、欧州債務問題がギリシャからイタリア、スペインに波及し、安全性が高いとされるドイツ国債の利回りが上昇した影響や、7~9月期の決算発表で通期の業績予想を下方修正する企業が多くみられたこともあり、中旬にかけては軟調に推移しました。下旬には好調な出足となった米国のクリスマス商戦や外国為替相場が円安に振れたこともあり、小反発しました。

外国債券は欧州債務問題などの材料に左右される展開

長期金利は米国では低下しました。発表された経済指標は景気の緩やかな回復を確認する内容となりましたが、欧州債務問題が深刻化しイタリア、スペインに波及したことから安全資産とされる米国債に対する需要が強まりました。ユーロ圏(ドイツ)では月半ばにかけて欧州債務問題の深刻化によりドイツ国債への需要が強まりました。しかし、その後はフランス等にまで懸念が広がったことや入札が不振だったこともあり売られ、長期金利(ドイツ)は上昇しました。

欧米の財政問題は市場心理を圧迫

外国株式相場は、①米国の超党派委員会による財政赤字削減協議が不安視されたこと、②ギリシャが一時、金融支援策の受け入れをめぐり国民投票の実施を表明し債務問題に対する不安が再燃したこと、③財政悪化懸念がイタリアやスペインに波及し国債利回りが急上昇したこと、などが市場心理を悪化させ、下落しました。しかし、欧州債務問題への対応の進展期待や景気指標などを受けて、月末にかけて欧米の株式相場は反発しました。

《11月の市場動向》

	2011/11/30	2011/10/31	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	1.07%	1.05%	+0.03%
米国10年国債	2.07%	2.11%	▲0.05%
ドイツ10年国債	2.28%	2.03%	+0.26%
英国10年国債	2.31%	2.44%	▲0.13%
豪10年国債	3.93%	4.51%	▲0.58%
ブラジル9年国債	11.13%	11.53%	▲0.40%
南アフリカ9年国債	7.94%	7.90%	+0.04%
株価指数	前月末	前々月末	前々月末比
日経平均株価	8,434.61	8,988.39	▲6.16%
TOPIX	728.46	764.06	▲4.66%
ダウ工業株30種平均	12,045.68	11,955.01	+0.76%
S&P500	1,246.96	1,253.30	▲0.51%
ナスダック指数	2,620.34	2,684.41	▲2.39%
FTSE100	5,505.42	5,544.22	▲0.70%
DAX	6,088.84	6,141.34	▲0.85%
ハンセン指数	17,989.35	19,864.87	▲9.44%
為替相場	前月末	前々月末	前々月末比
米国ドル/円	77.62	78.17	▲0.70%
ユーロ/円	104.37	108.33	▲3.66%
英国ポンド/円	121.89	125.76	▲3.08%
豪ドル/円	79.82	82.31	▲3.03%
ブラジルレアル/円	42.92	45.56	▲5.79%
トルコリラ/円	42.45	44.13	▲3.79%
南アフリカランド/円	9.57	9.82	▲2.53%

※出所：Bloomberg

各資産の投資環境見通し

国内債券

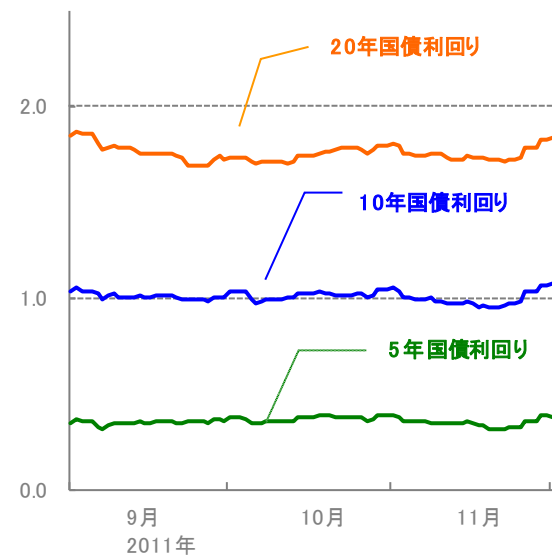
市場の騰落については冷静な見極めが必要

7～9月期実質GDPは年率+6.0%の高成長となりましたが、大震災からの生産活動の正常化による押し上げ効果が大半とみられ、10～12月期以降については海外景気の減速や株安・円高の影響、タイ洪水被害など輸出環境の悪化による景気の下押し圧力が懸念されます。一方で、年明け以降については顕在化する復興需要や設備投資など潜在需要への期待から、2012年度、2013年度の成長見通しは前年度比で+2%前後が維持されています。

長期金利は、欧州債務問題がイタリアへ波及したことで低下余地を探る動きが継続していますが、景気見通しが大幅に変更されていないことから、市場は同問題の国内経済への影響を冷静に受け止めていると考えられます。米国の長期金利が低下基調からレンジ内での推移に移行していることから、国内でも金利の低下基調は終盤に入りつつあるとみています。引き続き欧州債務問題や米国の財政赤字削減策をめぐる動きなどの影響を受ける場面もあると考えられますが、市場展望については冷静な見極めが必要であるといえそうです。

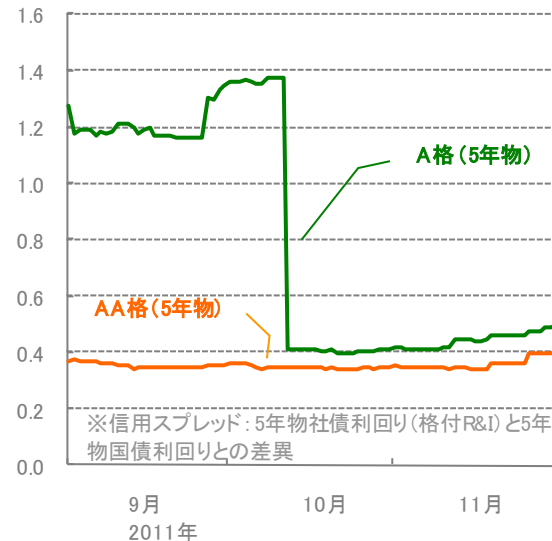
クレジット市場については、円建外債の動きが焦点になるとみています。欧州債務問題、タイの洪水被害など企業業績への不安材料などが重しになっていることから、弱含みの展開を予想しています。

(%) 国内債券利回りの推移



*出所: Bloombergより明治安田アセットマネジメント作成

(%) 信用スプレッドの推移



※信用スプレッド: 5年物社債利回り(格付R&I)と5年物国債利回りとの差異

*出所: Bloombergより明治安田アセットマネジメント作成

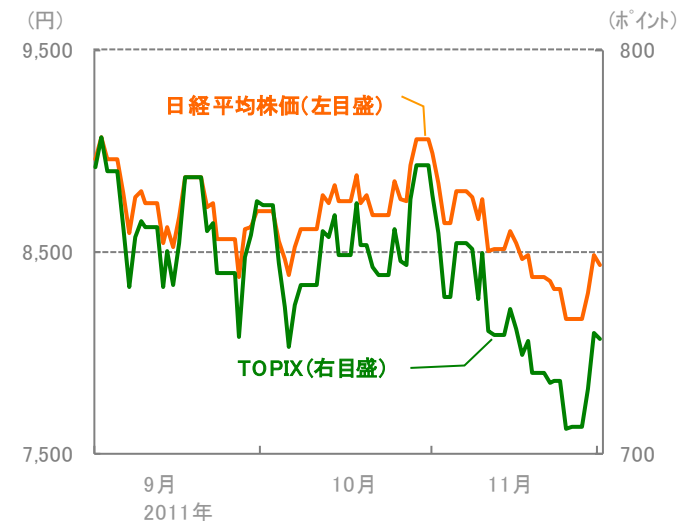
各資産の投資環境見通し

国内株式

今後の下値余地は限定的

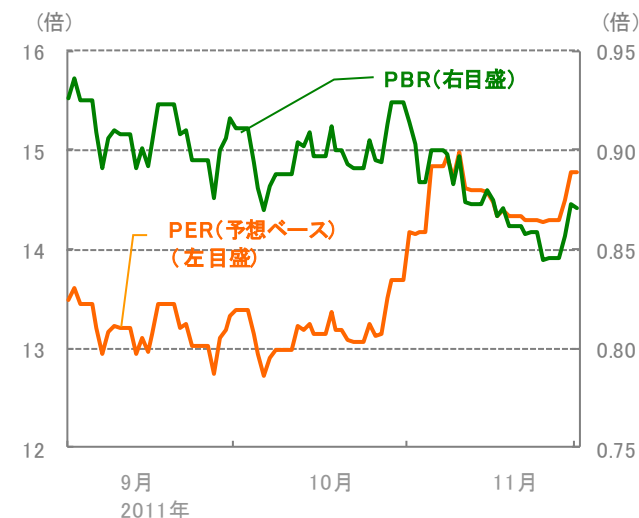
12月の国内株式市場は、欧州債務問題、世界経済、企業業績に対する懸念が残る中、当面は不安定な展開が続くとみえています。ただし、海外の主要市場との比較では出遅れ感が強いこと、企業の資産価値や配当利回りなどからみると割安感が顕著なことに加えて、秋口まで大幅に売り越した外国人投資家による売り圧力が低下傾向にあることから下値余地は限定的とみえています。TOPIXのレンジは、700～800ポイントと予想しています。

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

※ 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。

各資産の投資環境見通し

✓ 外国債券

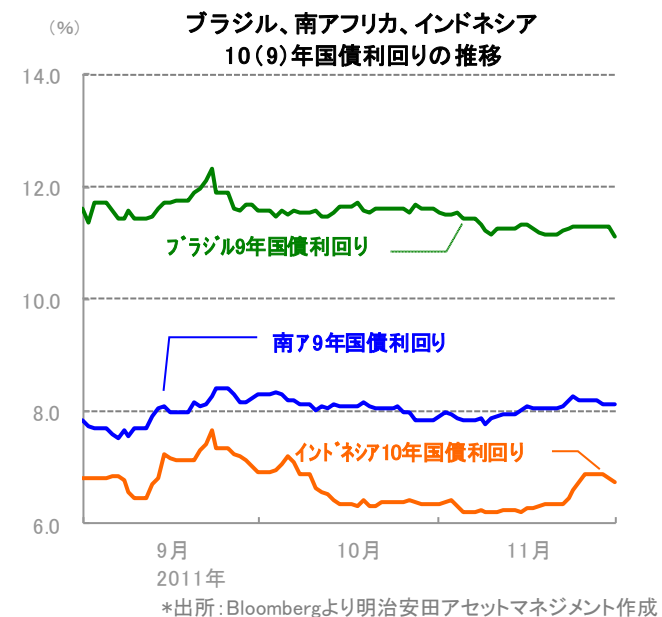
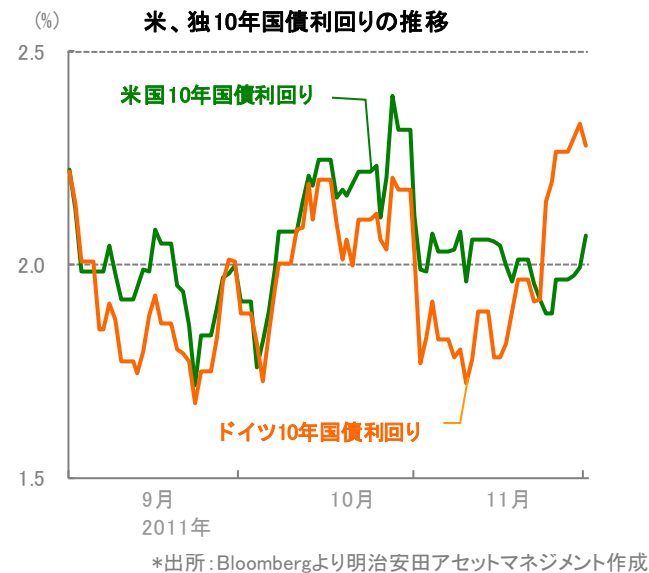
金利上昇余地は限定的

米国では長期金利は11月末現在の水準近辺で推移するとみています。景気については個人消費は堅調とみられますが、雇用・住宅市況の低迷や欧州や新興国景気の減速懸念などから外需の鈍化が予想されます。財政赤字削減策が合意に至らず、現状のままでは2013年からの強制的歳出削減により景気への下押し圧力が強まるとみています。金融政策については追加の量的緩和の実施が予想されます。ユーロ圏では債務問題の封じ込めが奏功しておらず、フランスなど中核国にも影響が及び始めています。今後も各種政策協議の進展に影響を受ける展開が続くとみています。追加利下げ観測が強まっていることや緊縮財政による景気への影響も予想され、長期金利(ドイツ)の上昇余地は限定的とみています。

新興国・資源国金利
 ブラジル金利: 景気の減速、欧州債務問題の拡大、世界的な景気の先行き不透明感を警戒し、10月に続き11月も利下げが実施されました。市場金利はインフレ懸念が後退しつつあることや追加緩和観測から低下基調となっています。

インドネシア金利: 市場金利は、欧州債務問題を受けた投資家のリスク回避の動きから上昇圧力が強まっています。政策金利については、足元でインフレ率は落ち着いており、実質金利も高い水準にあることから、外部環境がさらに悪化するようなら、安定的な経済成長に配慮し一段の利下げの可能性も考えられます。

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が、足元の景気や物価の動向を受けて当面は政策金利が維持されるとみられることから、今後の上昇余地は限定的とみています。



各資産の投資環境見通し

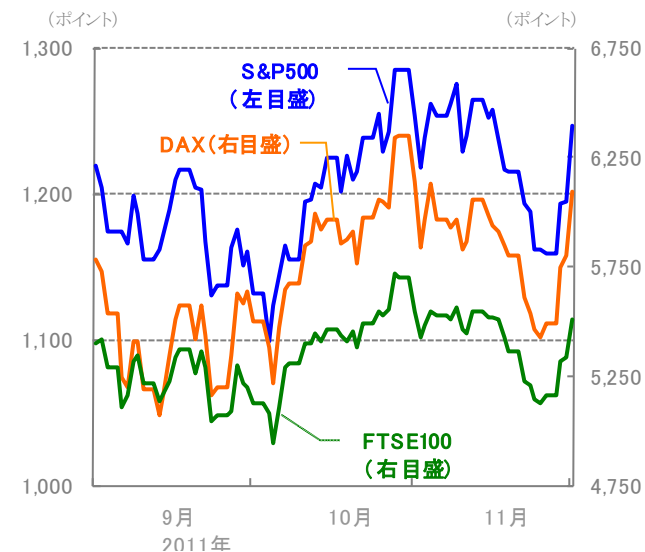
✓ 外国株式

先行きの見通しは楽観と悲観
が交錯する展開に

米国景気は相対的に良好な状態を維持してきたものの、欧州では債務問題がイタリアやスペインなど経済規模の比較的大きな国の金融市場や景気動向に影響を及ぼしつつあることから、株式市場は企業業績の下方修正リスクが一層意識されやすい展開になるとみえています。また、アジア地域では、中国景気は緩やかに鈍化しているとみられることから、世界景気の牽引役としての期待は低下しつつあると考えられます。

このため、株式市場は各地域ごとの個別のマクロ景気動向や金融政策見通し、個別企業の業績などに反応しつつ、変動性の高い動きが続くものと想定しています。こうした中、投資家の不安心理が高まる局面では業績が安定した銘柄や先行き見通しの良好な銘柄を選好する動きが強まり、市場心理が好転する局面では株価調整が進んだ景気敏感株の買い戻しが優勢になると考えられます。個別材料としては、出足好調なクリスマス商戦を受けた小売企業の売上動向が市場心理を支えるとみられます。

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

※ 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。

各資産の投資環境見通し

✓ 為替

ドルは対円で強含み横ばい、
ユーロはレンジ内での推移

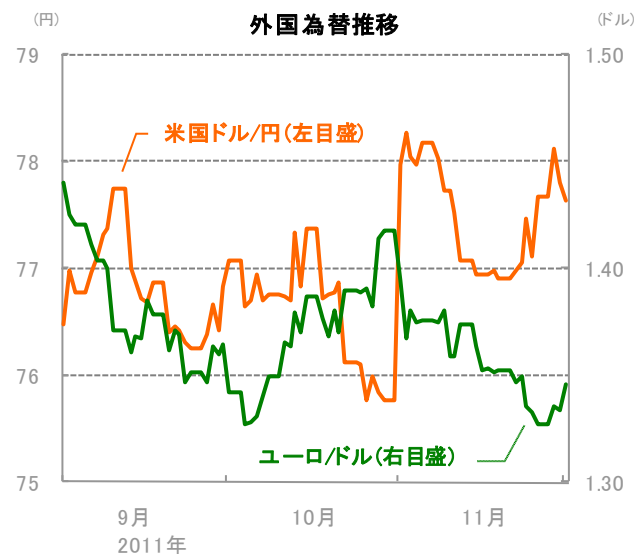
円に対して、ドルは年末に向けた海外資金の本国回帰や決済需要、短期金利の下げ渋りなどから強含み横ばいを、ユーロは債務問題への対応・協議に左右されやすく、レンジ内での推移を予想しています。

新興国・資源国通貨

ブラジルリアル: 欧州債務問題の拡大、世界景気の先行き不透明感の強まり、投資家のリスク回避の動きなどから証券投資資金の流入減少が続きました。米国大手格付会社による格付の引き上げなどの支援材料もあり、下値不安は後退しつつありますが、追加利下げ観測も強く上値の重い展開が予想されます。

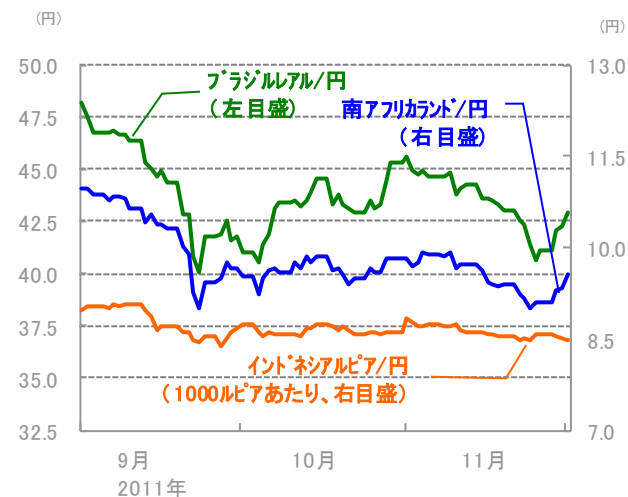
インドネシアルピア: 外部環境悪化による資本流出が懸念されますが、6%を上回る高水準の経済成長に加えて、中央銀行が通貨の安定を優先する方針を示しており、下落圧力が強まる場面では下支えと考えられ、底堅く推移するとみています。

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が、現行の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底堅く推移すると予想しています。



*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