

投資環境見通し（2012年1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

①EUサミット合意は力不足だが短期流動性リスクは後退

11月末の各国中央銀行のドル資金供給拡充策に加え、ECBが流動性供給オペ(LTRO)を13ヵ月から3年に長期化したことに伴い、流動性危機は緩和されています。このLTROが、銀行間融資の再開、融資借り換えの拡大、ソブリン債購入につながれば理想的ですが、**今のところ投資家が積極的にリスクを取りにくい状況ではない**とみています。また、12月上旬のEU首脳会議では主に、①新財政協定(英国除く)、②中央銀行によるIMF経由2,000億ユーロ融資支援枠の設定、③EFSF(欧州金融安定基金)に加えESM(欧州安定化メカニズム)を1年前倒しで設置、などについて合意されています。しかし、米国や英国の大手格付機関は欧州各国を格下げ方向で検討していることなど**財政に対する懸念を払拭するには至っていない状況**です。

②米国景気の回復は続く

クリスマス商戦の出足は好調で、新車販売も伸びており、債務返済を行いつつも米国民間消費は底堅い状況にあります。雇用関連指標では、新規失業保険申請件数が減少し、失業率は8.6%に改善しています。FOMC(連邦公開市場委員会)では第3次量的緩和(QE3)への言及がなく市場を落胆させることとなりましたが、足元のコアCPIが+2.2%と強めであることから、しばらくは追加金融緩和策を温存するものとみられます。米国内のリスクシナリオとしては、12月までの堅調な景気指標が、昨年のように1~3月期に反動(2011年1~3月期実質GDPは前期比年率+0.4%)から急減速することですが、仮にこの結果**株安・ドル安に向かうことがあれば追加金融緩和策を打ち出す可能性も**考えられます。

③国内景気の回復は一服

東日本大震災後の生産活動の正常化が一巡したことや足元の外需の弱さから、11月の輸出は前年比4.5%減、同鉱工業生産は前月比で2.6%の低下と10~12月期の生産活動は一服、2012年1~3月期も横ばいとなりそうな状況です。しかし、2012年前半には復興需要や底堅い民間消費を受けて再び回復に向かうと考えられます。国内企業の経常利益は、2012年度に増益が見込まれていますが、**株式市場が2012年度の増益を評価するには、もう少し時間を要する**とみています。国内の材料が乏しいため、国内株式相場は海外に連動する展開が予想されますが、**株式相場の下支え材料は、円高の一服と株価の割安感**と考えています。日米独の金利差がこれ以上縮小することは想定し難く、欧州債務問題に対する懸念が緩和すれば円安も期待できる状況です。また、日本の株価水準はPERやPBRでみても依然として割安な水準にあると判断しています。

④主要新興国市場の不振

主要新興国の株価、通貨は欧州債務問題の影響もあり大きく調整しています。欧米金融機関が、バランスシート調整のために新興国資産の保有を抑制したこと、投資信託の解約、ヘッジファンドのポジション調整が下落要因とみられます。ブラジルでは利下げ、中国では預金準備率の引き下げなど主要新興国では既に金融緩和策を実施していますが、**新興国市場の本格的回復には時間を要する**とみています。

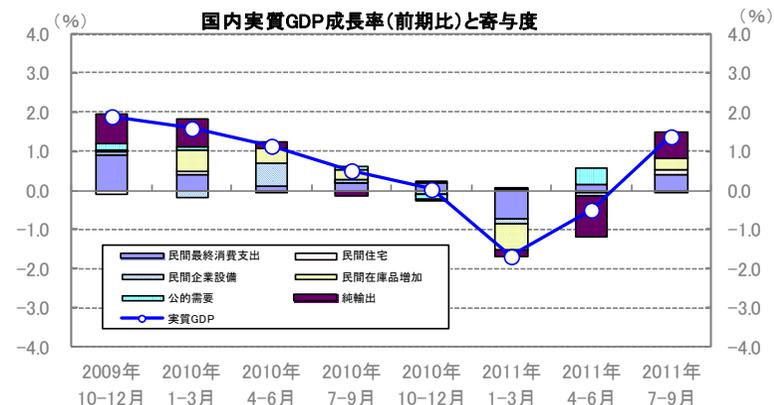
内外経済環境見通し

✓ 日本経済

景気は新興国向け輸出、復興需要で持ち直し

7～9月期の実質GDP成長率は、前期比+1.4%（年率+5.6%）と、2010年10～12月期以来、3期ぶりのプラス成長となりました。

国内景気は欧州中心に海外経済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、大震災の復興関連需要が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、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。



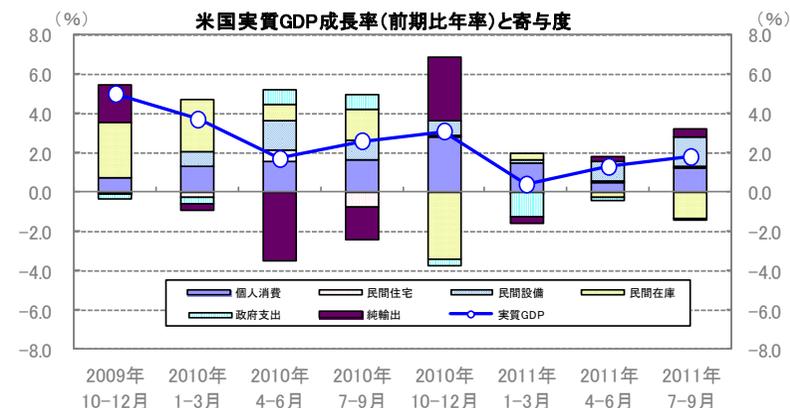
*出所: Bloombergより明治安田アセットマネジメント作成

✓ 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+1.8%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。

欧州経済の低成長が予測されるなか、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

内外経済環境見通し

✓ 欧州経済

緩やかな景気後退から回復も
低成長継続

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。

新興国向け輸出の回復が欧州景気の下支え要因として期待できます。ただし、周辺国中心に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。

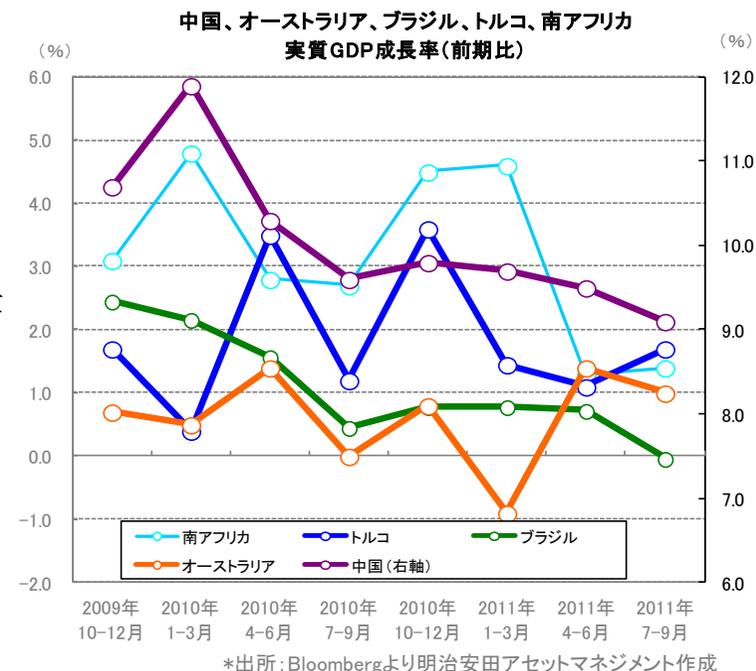
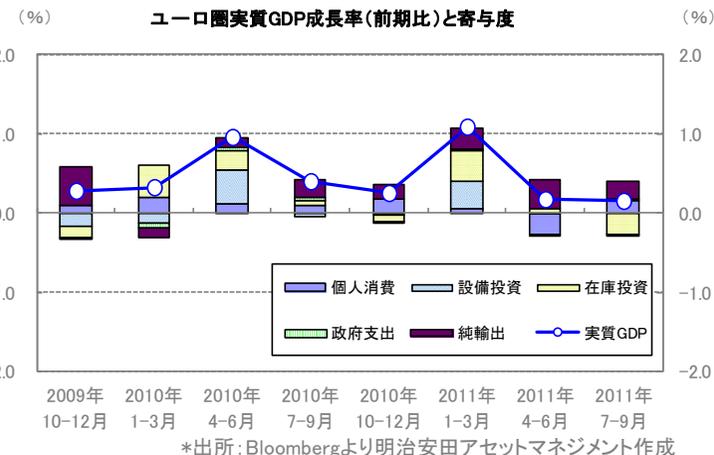
✓ 新興国・資源国経済

新興国は緩やかに景気拡大
基調を持続

【中国】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、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、2011年7～9月期GDP成長率が前期比で0.0%となったことや**10～12月期も低成長が予測されていることなど、減速感が強まっています。**世界的な景気減速観測を背景に鉄鉱石などベースメタルの上値は重く、**長期化している欧州債務問題など懸念材料はありますが、一方で金融政策が緩和に転じた新興国経済、堅調な米国景気など好材料もあり大幅な減速は回避されるとみえています。**

【南アフリカ】個人消費に減速の兆しがみられ、**製造業生産高が前月比で市場予想に反してマイナスとなるなど、景気の減速がみられます。**11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を超えて6.1%**となりました。



各資産の投資環境見通し

10年国債利回りは高い水準で始まるも再び1.0%割れへ

国内株式相場は中旬以降に下落し、年初来安値圏で推移

米欧とも月末にかけ長期金利は低下基調

世界景気の不透明感から外国株式相場は方向感が定まらない狭いレンジ内での推移

前月の投資環境(12月)

国内債券相場は、ドイツ国債入札の大幅札割れ、米国株式の急騰などを受けて10年国債利回りが1.09% (12/1)まで上昇して始まりました。しかし、金利上昇局面は長くは続かず、押し目待ちの投資家による根強い買いや、ヘッジ売りの買い戻し等で金利は世界的に低下基調となり、10年国債利回りは再び1.0%割れの水準まで低下しました。

国内株式相場は、日米欧の中央銀行によるドル資金供給拡充策や、中国で3年ぶりに預金準備率が引き下げられたことが好感され、上昇基調で始まりました。その後は欧州債務問題を注視しながら一進一退の動きとなりましたが、ECB定例理事会やEU首脳会議の内容を受けて欧州債務問題に対する懸念が再燃したことや、中国を始めとした新興国の景気減速懸念もあり、中旬以降は投資家の様子見姿勢が強まる中、下落し年初来安値圏での推移となりました。

米国では長期金利は低下しました。12月上旬には日米欧の主要中央銀行によるドル資金供給拡充策やEU首脳会議への期待感から長期金利は小幅に上昇しましたが、その後は狭いレンジ内でのみ合いとなり、月末にかけて低下しました。ユーロ圏(ドイツ)では長期金利は大幅に低下しました。ECBによる国債購入枠の拡充や共同債の導入が見送られるなどEU首脳会議への失望感から、金利は低下基調となりました。

外国株式相場は、米国では緩やかな経済成長の持続が確認された一方、欧州では債務問題の解決に向けた取り組みが不十分との見方から混迷が深まったこと、アジアでは中国が預金準備率を引き下げた一方で中央経済工作会議が不動産価格抑制措置の継続を示したこと、などから世界景気の見通しの不透明感が払拭されず株式相場は方向感が定まらない狭いレンジ内での動きとなりました。

《12月の市場動向》

| | 2011/12/30 | 2011/11/30 | 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 | 0.99% | 1.07% | ▲0.08% |
| 米国10年国債 | 1.88% | 2.07% | ▲0.19% |
| ドイツ10年国債 | 1.83% | 2.28% | ▲0.45% |
| 英国10年国債 | 1.98% | 2.31% | ▲0.34% |
| 豪10年国債 | 3.67% | 3.93% | ▲0.26% |
| ブラジル9年国債 | 11.31% | 11.13% | +0.18% |
| 南アフリカ9年国債 | 7.95% | 7.94% | +0.01% |
| 株価指数 | 前月末 | 前々月末 | 前々月末比 |
| 日経平均株価 | 8,455.35 | 8,434.61 | +0.25% |
| TOPIX | 728.61 | 728.46 | +0.02% |
| ダウ工業株30種平均 | 12,217.56 | 12,045.68 | +1.43% |
| S&P500 | 1,257.60 | 1,246.96 | +0.85% |
| ナスダック指数 | 2,605.15 | 2,620.34 | ▲0.58% |
| FTSE100 | 5,572.28 | 5,505.42 | +1.21% |
| DAX | 5,898.35 | 6,088.84 | ▲3.13% |
| ハンセン指数 | 18,434.39 | 17,989.35 | +2.47% |
| 為替相場 | 前月末 | 前々月末 | 前々月末比 |
| 米国ドル/円 | 76.91 | 77.62 | ▲0.91% |
| ユーロ/円 | 99.66 | 104.37 | ▲4.51% |
| 英国ポンド/円 | 119.54 | 121.89 | ▲1.93% |
| 豪ドル/円 | 78.43 | 79.82 | ▲1.73% |
| ブラジルレアル/円 | 41.20 | 42.92 | ▲4.02% |
| トルコリラ/円 | 40.67 | 42.45 | ▲4.19% |
| 南アフリカランド/円 | 9.50 | 9.57 | ▲0.70% |

※出所: Bloomberg

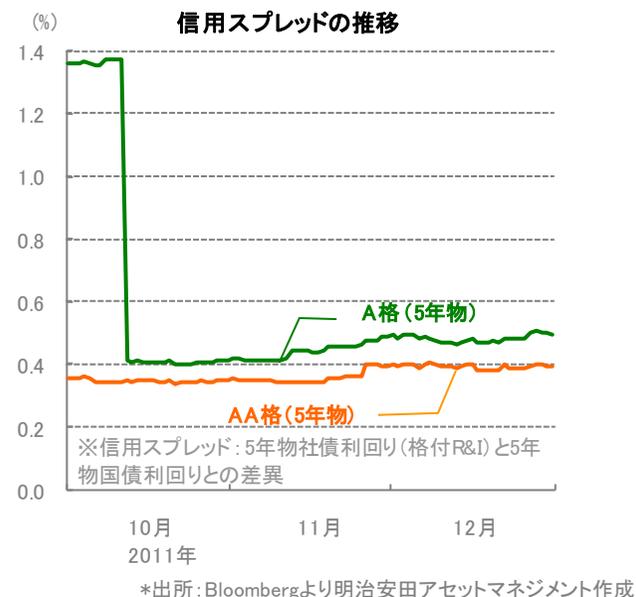
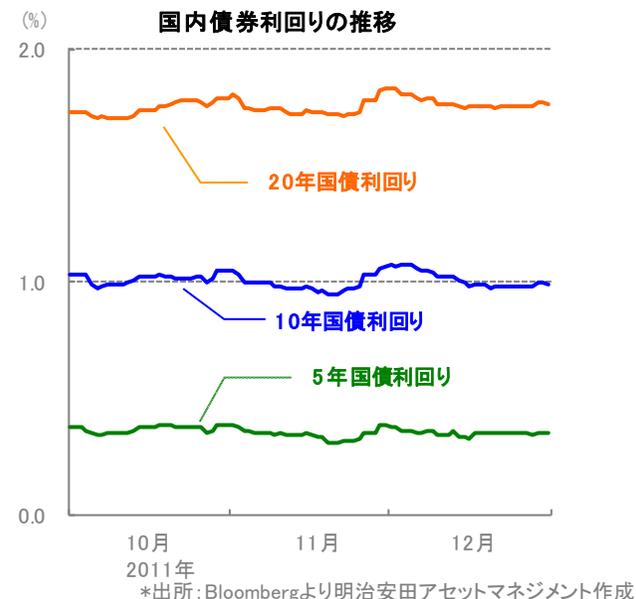
各資産の投資環境見通し

国内債券

国内景気の回復が期待されるも、金利は低位で推移

12月調査の日銀短観(12/15発表)は、大企業製造業DIが現状、先行きともに悪化するなど、総じて弱めの内容となりました。設備投資計画も予想に届かず、現時点の企業マインドは復旧・復興需要への期待よりも海外景気減速、タイ洪水などの急激な環境悪化への懸念が上回った結果となりました。ただし、2012年1～3月期には第4次補正予算までに積み上がった約17.5兆円規模の復興対策による景気浮揚効果が期待されており、自動車の本格増産も予想されていることから、再び景気の回復が鮮明になるとの見方が大勢を占めています。そのため、日銀が今回の短観を受けて速やかに動くことは想定しづらい状況です。リスク要因は欧州債務問題の深刻化を受けた海外債券市場の動きと考えられます。同問題に一定の道筋がつかない限り、リスク資産への継続的な資金流入を期待することは難しく、結果として世界的に債券相場が大きく崩れる可能性は低いとみられています。

クレジット市場については、秋口以降全般的にスプレッドの拡大がみられたことで、徐々に変動率の高い銘柄群を物色する動きがみられています。ただし、欧州債務問題にメドが立たない状況ではクレジット投資を積極化する投資家は少なく、全般としては底ばいの展開を予想しています。



各資産の投資環境見通し

国内株式

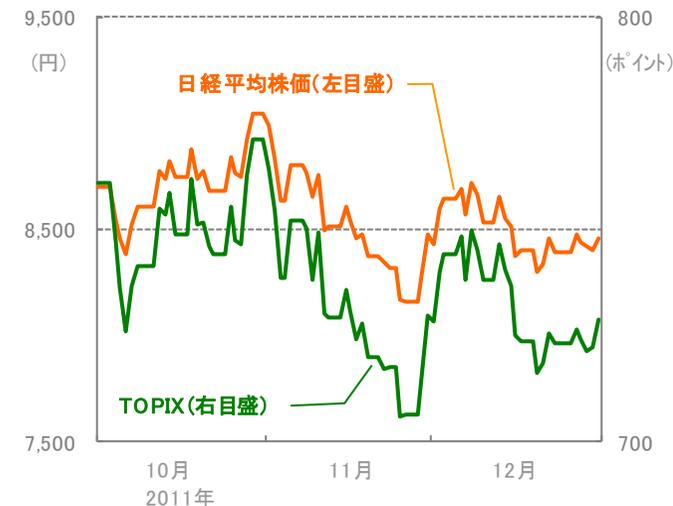
下値余地は限定的と分析

1月の国内株式市場は、欧州債務問題や新興国の経済成長率の低下など、**世界経済の先行きに対する懸念が払拭されない**ことから、引き続き**不安定に推移**するとみています。

ただし、バリュエーションは東証1部上場企業のPBRが1倍を下回り、今期予想ベースの配当利回りが2%を超えた水準にあることなど**割安感が顕著**で、また**2012年度の企業収益は大幅増益が期待**できます。秋口まで日本株を大きく売り越した外国人投資家の売り圧力も低下傾向にあり、**現在の水準からの下値余地は限定的**とみています。

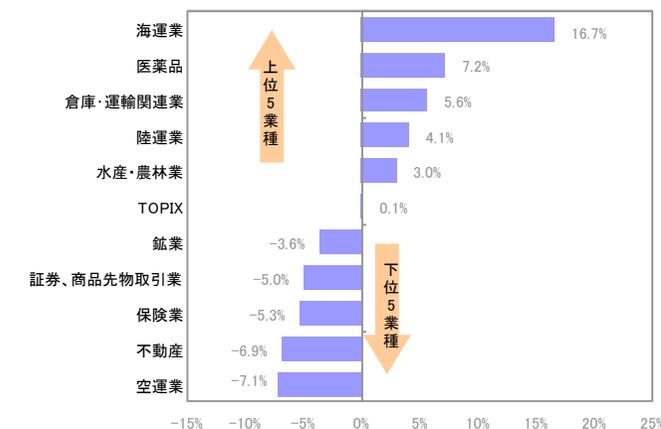
TOPIXのレンジは、700～800ポイントと予想しています。

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

業種別騰落率 2011年11月末～2011年12月末



上図の実績数値は配当込みTOPIXをベースに、東証33業種分類に基づき集計しています。

*出所: Bloombergより明治安田アセットマネジメント作成

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

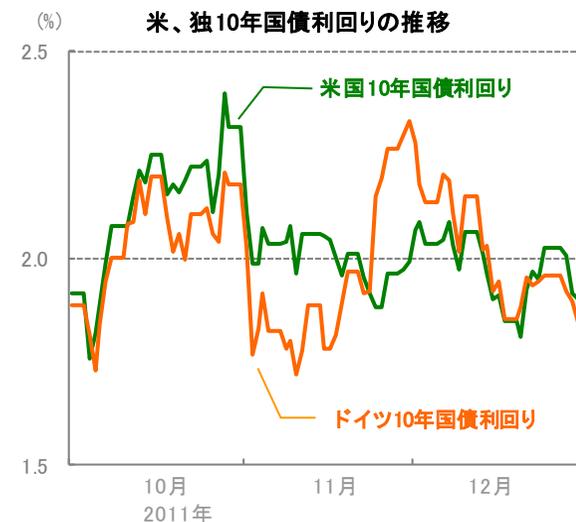
米国では長期金利は12月末の水準近辺で推移するとみえています。景気については良好な経済指標から回復基調にあるとみられ、**長期金利の低下余地は限られると**みえています。一方で欧州債務問題の長期化、2カ月間の延長にとどまった給与税減税の延長問題なども控えていることから、**上昇圧力も限定的**とみえています。今後、**追加の量的金融緩和の可能性が焦点**になると予想されます。ユーロ圏では高債務国への**支援策の枠組みに不透明感**が残ることや**財政緊縮**、さらには**予想される銀行の資産圧縮の動き**など景気の下振れリスクが高まることも**予想**されます。このような状況下、長期金利(ドイツ)は12月末近辺の低い水準で**推移**すると予想しています。

新興国・資源国金利

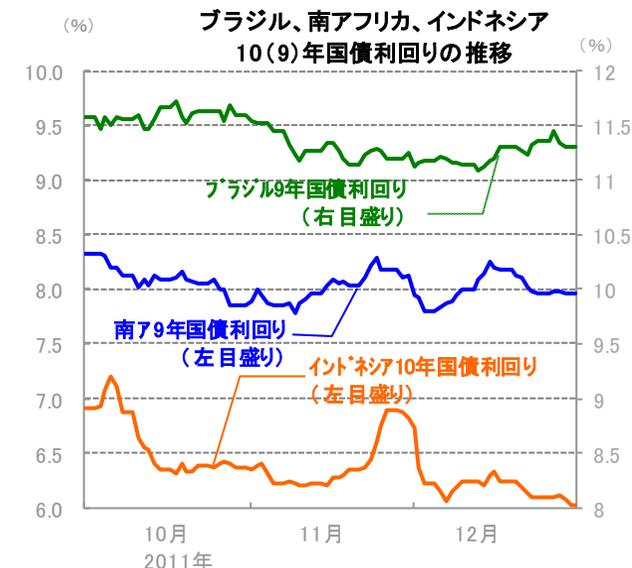
ブラジル金利:国内景気の減速、長期化している欧州債務問題、世界的な景気の減速観測などから、12月も利下げが実施されました。**短期金利は追加緩和観測から低下**していますが、**中長期の金利はインフレ懸念から下げ渋る**とみられます。

インドネシア金利:市場金利は、投資家のリスク回避の動きからの**上昇圧力**もありましたが、中央銀行による自国国債買いなどもあり**落ち着**いています。**政策金利は**、堅調な国内景気や自国通貨安への懸念から**据え置かれる**とみられますが、足元でインフレ率が**落ち着**いていることもあり**世界景気の動向次第では利下げの可能性**もあるとみえています。

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からみると当面は**現行の政策金利が維持**されるとみられることから、**市場金利はレンジ内で推移**するとみえています。



*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

各資産の投資環境見通し

✓ 外国株式

景気の先行きは予断を許さない状況にあり、神経質な動きが続く

米国景気の緩やかな回復は続いているものの、欧州では債務問題の短期的な解決は困難との見方が浸透しつつあり景気の先行きは予断を許さない状況にあります。また、中国では不動産市況に調整の兆しが見られており、輸出環境も悪化していることから当面は景気の軟着陸を見極めづらい状況です。

このため、株式市場では企業業績見通しの下方修正に対する懸念が払拭されず、引き続き①欧州債務問題の行方、②主要国の景気動向・金融政策、③10～12月期の企業決算、などに注目しつつ神経質な動きが続くとみています。

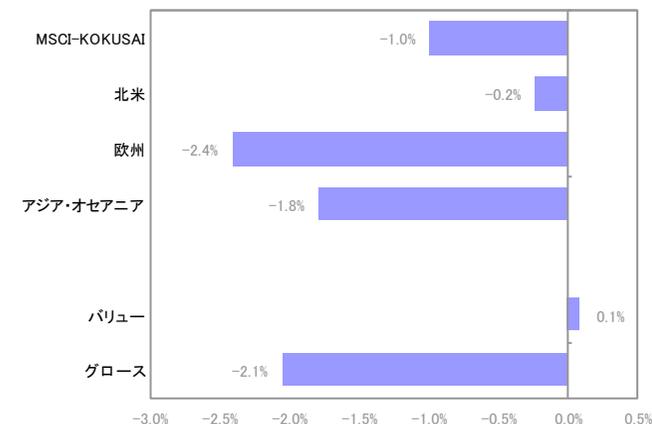
また、現在の経済環境下では個別企業ごとのビジネスモデルの違いや経営戦略の違い、競争力の違いなどによる企業間の業績格差が表面化しやすく、決算発表を挟んで銘柄ごとの株価パフォーマンス格差は広がる方向に向かうものと想定されます。

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

地域別・スタイル別騰落率 2011年11月末～2011年12月末



上図の実績数値はMSCI-KOKUSAI、地域別およびスタイル別の各指数(いずれも配当込み、円ベース)に基づき集計しています。

*出所: Bloombergより明治安田アセットマネジメント作成

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、ユーロは弱含み横ばいでの推移

円に対して、ドルはドル資金需要の強さ、短期金利の下げ渋りなどから強含み横ばいを、ユーロは欧州債務問題への対応・協議、ECBの金融政策を睨みつつ弱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: 長期化する欧州債務問題、世界景気の先行き不透明感、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みられます。インフレ懸念が残ること、追加利下げ観測からやや上値の重い展開が予想されます。

インドネシアルピア: 欧州債務問題の深刻化による資本流出が懸念されます。しかし、堅調な国内景気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、下落局面では為替介入が入るとみられることや大手格付機関による国債の投資適格級への格上げなどの支援材料もあり、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、レンジ内で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 MSCI KOKUSAI:MSCI Inc.