

# 投資環境見通し（2012年2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:

流動性リスク減衰で、悲観論は後退へ

2011年12月下旬にECB(欧州中央銀行)が大量の期間3年資金供給を実施してから、欧州金融機関の流動性に対する懸念が後退し、株式相場は大きく反発しています。また、ドラギ総裁は2度の利下げや預金準備率の引き下げなどの金融緩和策を次々と打ち出し、市場の信認を高めています。欧州債務問題における今後の注目点は、①イタリアが3月までの国債償還資金を順調に市場から調達できるか、②ギリシャの債務削減交渉が予定日である2月13日までにまとまるか、の2点が挙げられます。ギリシャの債務問題は、依然としてデフォルトにつながるリスクはあるものの、可能性は低いとみています。1月に入り各種経済指標の改善がみられますが、すでに欧州の景気減速は織り込み済みと考えられることから、株式相場は下値を切り上げる展開に向かうとみています。

## ②米国:

景気回復のモメンタムは低下、株価は横ばいか

欧州情勢の好転に加え、FOMC(米国公開市場委員会)でFRB(連邦準備制度理事会)が低金利政策を少なくとも2014年終盤まで維持すると発表したこと、銀行やハイテクを中心に10~12月期の企業決算が評価されたことが上昇要因となりました。しかし、年末商戦で民間消費が好調だったと伝えられているにもかかわらず、10~12月期の実質GDPは+2.8%にとどまったことに加え、1~3月期は減速が予想されており、景気回復のモメンタムは低下していくとみています。10~12月期の企業決算は総じて好調とみられますが、景気回復のモメンタム低下から、株式市場では利益確定の売りが意識されそうです。

## ③日本:

株式相場の潮目に変化

海外投資家の株式売買動向をみると、2011年後半には大幅な売り越しとなりましたが、12月末から4週連続で買い越しに転じています。海外株式相場の反発、新興国での金融緩和期待など、外部環境が好転したことが国内株式相場の主な上昇要因となっており、日経平均株価は下値を切り上げながら3月末に向けて9,000円台前半まで上昇すると分析しています。今後の流れとしては、来期への期待が持てる銘柄が買われる一方、構造問題を抱える企業は売られるという形で、二極化が進むと考えています。リスク要因は国内の政治情勢と考えています。海外からも期待されている「税と社会保障の一体改革」法案が6月末に可決されるのか、それとも与野党間での調整難航から遅れるのか、で株価への影響は大きく変わるとみています。

## ④新興国市場:

調整局面は終了へ

ブラジル・ボブスパ指数は、S&P500指数とほぼ連動して10月初めを底に上昇し、2012年に入ってから堅調に推移しています。ブラジルでは2011年8月から金融緩和姿勢に転換し4度の利下げを実施、インドでも預金準備率の0.5%引き下げなど、新興国の金融当局は緩和政策に舵を切りつつあります。先進国では緊縮財政を受けて低成長が続く一方、新興国では財政の出動余地から引き続き成長が期待できそうです。また、世界的に量的金融緩和が積極的に進められていることによる資金流入などもあり、2012年は新興国の株価は先進国を上回る上昇が期待できると考えています。

# 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。

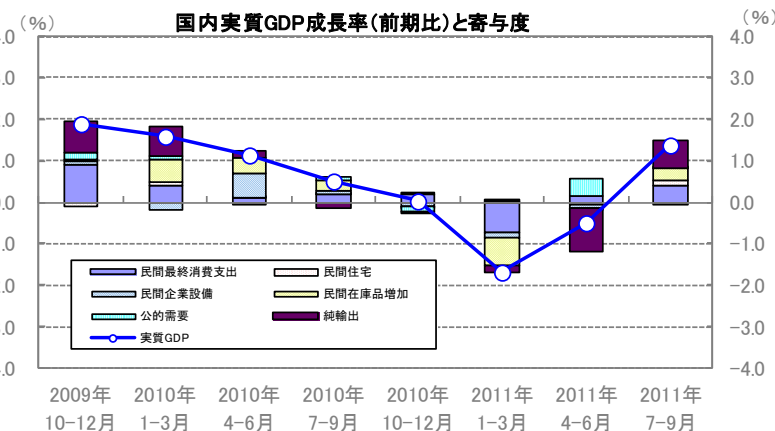
国内景気は海外景気の減速の影響を受けていますが、今後は輸出の持ち直しが新興国向けを中心に期待できること、震災復興関連需要が期待できることから、生産面の回復基調は持続すると予測します。個人消費は、増税論議などの先行き不透明感が家計マインドの重しになるものの、雇用環境の緩やかな改善が想定されるため、緩慢ながらも回復基調が続くとみています。

## 米国経済

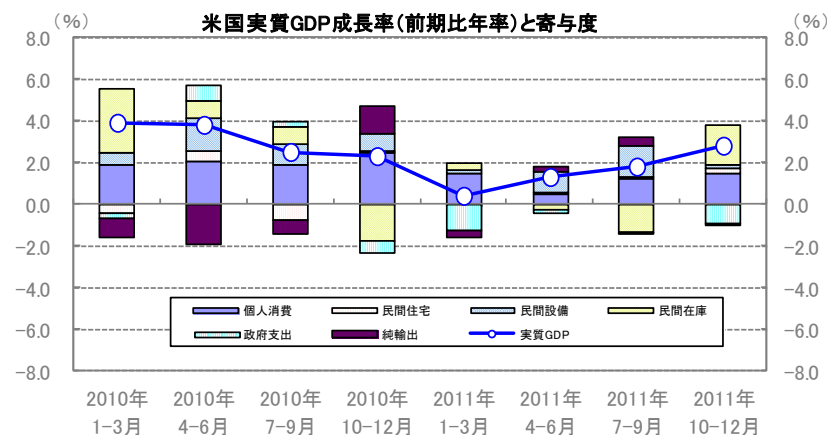
景気の緩やかな回復トレンドが継続

10～12月期の実質GDP成長率は、前期比年率+2.8%と、同+1.8%だった前期に続き、10期連続のプラス成長となりました。

欧州景気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、堅調な新興国経済に支えられた輸出や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少なくとも2014年終盤まで継続すると表明しています。



\*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

景気は財政緊縮策から低成長継続

7～9月期の実質GDP成長率は、前期比+0.1%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、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、景気回復ペースは緩慢で低成長が継続すると予測します。

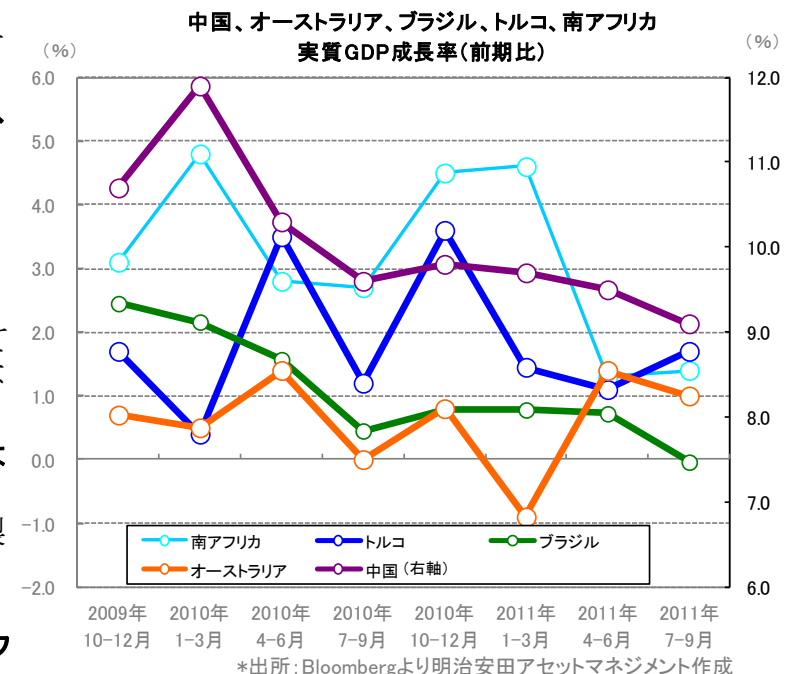
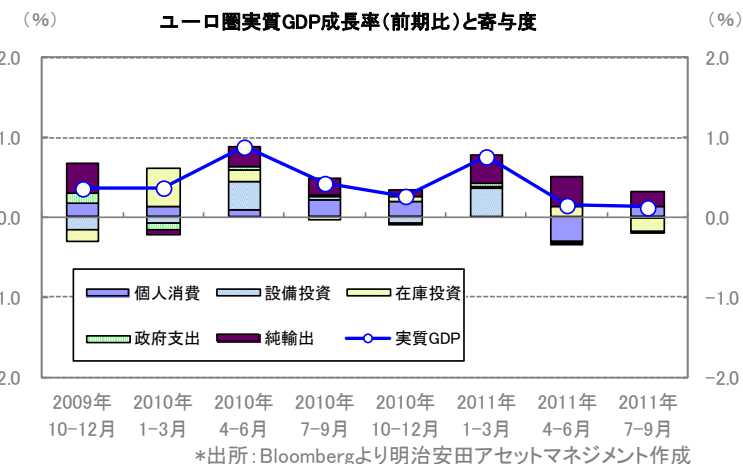
## 新興国・資源国経済

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へ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、金融緩和姿勢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想しています。**

【ブラジル】景気については、2011年8月以降の利下げ、政府の景気対策、レアル高の解消などから**下げ止まりの兆候がみられます。**ECBによる長期資金供給後は欧州金融機関の投融资引き揚げに対する懸念が後退しており、心理的にも好転しています。輸出の動向がやや不安視されていますが、昨年前半までの景気過熱で抑制気味だった公共投資も活発化しているとみられ、**景気は底入れから上向きに転じるとみられます。**

【南アフリカ】個人消費に減速の兆しがみられますが、製造業生産高が前月比で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。**12月の消費者物価指数は前月に続き6.1%と同国準備銀行のインフレ目標の上限を超えました。





# 各資産の投資環境見通し

10年国債利回りは一時1.0%を超えるも再び低下へ

国内株式は月後半に堅調に推移

米欧とも長期金利は一旦上昇したものの月後半に低下へ

外国株式は楽観論の高まりから上昇へ

## 前月の投資環境(1月)

国内債券相場は、10年国債利回りが1月半ばに0.9%台前半まで低下した後、高値警戒感から下げ渋る展開となり、IMF(国際通貨基金)の融資機能の増強報道などを受けて金利は上昇に転じました。その後は一時1.0%を超えましたが、20年国債の入札が好調だったことなどから、金利は再び低下しました。

国内株式市場は、米国では景気の回復傾向がみられた一方、欧州では債務問題や景気に対する警戒感が広がったこともあり、月前半は弱含みで推移しました。その後は、米国で良好な経済指標が発表されたこと、IMFが融資能力の増強を目指すことと発表したことを受けて欧州債務問題に対する懸念が緩和したこと、中国では金融緩和期待が広がったことなどから、下旬にかけて堅調に推移しました。月末近くには円高ドル安に振れたことから、上値が重くなりました。

米国では、雇用統計などの経済指標に改善がみられたことから長期金利は月半ば過ぎまで上昇基調となりましたが、その後はギリシャの債務削減交渉の遅れやFOMCにおける低金利政策の2014年終盤までの継続表明などから月末にかけて低下しました。欧州では、12月のECBの資金供給により金融機関の資金繰りへの不安が後退、長期金利は月半ば過ぎまで上昇基調となりましたが、ギリシャの債務削減交渉の遅れなどを受け長期金利は低下しました。

米国では幅広い経済指標に改善がみられたことやFRBの低金利政策を維持するとの表明が好感されたこと、欧州では債務問題の封じ込めに向けた取り組みの進展期待、アジアでは中国の追加金融緩和期待など、楽観論が高まったことを背景に海外の株式相場は上昇に転じました。企業の四半期決算では総じて欧州での不振が確認されたものの、IT関連など一部の業種では業績の底打ちが示唆されたこともプラス材料となりました。

## 《1月の市場動向》

	2012/1/31	2011/12/30	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	0.97%	0.99%	▲0.02%
米国10年国債	1.80%	1.88%	▲0.08%
ドイツ10年国債	1.79%	1.83%	▲0.04%
英国10年国債	1.97%	1.98%	▲0.01%
豪10年国債	3.72%	3.67%	+0.05%
ブラジル9年国債	11.46%	11.31%	+0.15%
南アフリカ9年国債	7.74%	7.95%	▲0.22%
株価指数	前月末	前々月末	前々月末比
日経平均株価	8,802.51	8,455.35	+4.11%
TOPIX	755.27	728.61	+3.66%
ダウ工業株30種平均	12,632.91	12,217.56	+3.40%
S&P500	1,312.41	1,257.60	+4.36%
ナスダック指数	2,813.84	2,605.15	+8.01%
FTSE100	5,681.61	5,572.28	+1.96%
DAX	6,458.91	5,898.35	+9.50%
ハンセン指数	20,390.49	18,434.39	+10.61%
為替相場	前月末	前々月末	前々月末比
米国ドル/円	76.27	76.91	▲0.83%
ユーロ/円	99.78	99.66	+0.12%
英国ポンド/円	120.20	119.54	+0.55%
豪ドル/円	81.00	78.43	+3.28%
ブラジルレアル/円	43.66	41.20	+5.98%
トルコリラ/円	42.92	40.67	+5.53%
南アフリカランド/円	9.77	9.50	+2.74%

※出所: Bloomberg

# 各資産の投資環境見通し

## 国内債券

3月末にかけては需給要因による相場変動に注意が必要

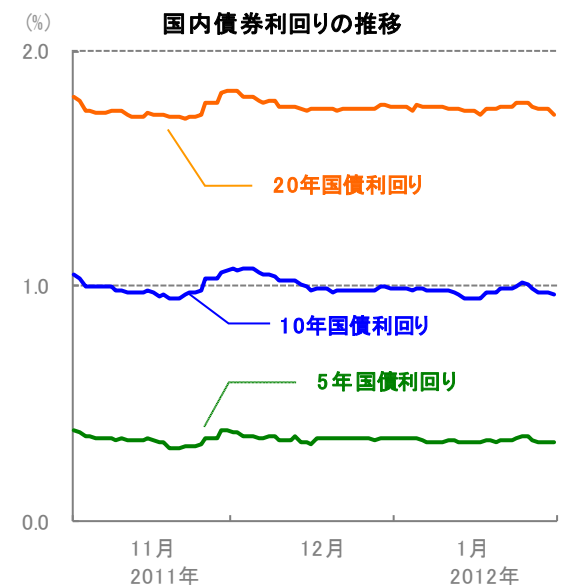
米国経済については、各種経済指標の好転と株価の上昇を受けて、企業部門を牽引役に2012年から2013年にかけて実質GDPは+2.0%（年率）を超える成長が期待できるとみています。

欧州経済については、2012年は緊縮財政や金融機関のリスク資産圧縮の動きを受けて南欧諸国は軒並みマイナス成長となり、ユーロ圏全体でも厳しい状況が予想されます。一方、国内経済については、ユーロ圏や中国等の景気鈍化、円高、消費税増税をはじめとした国民負担の上昇懸念などのマイナス材料がありますが、大震災からの復旧・復興対策が1年を通して景気を押上げると考えられることから、2012年度の実質GDPは+2.0%（年率）程度の成長率が見込まれます。

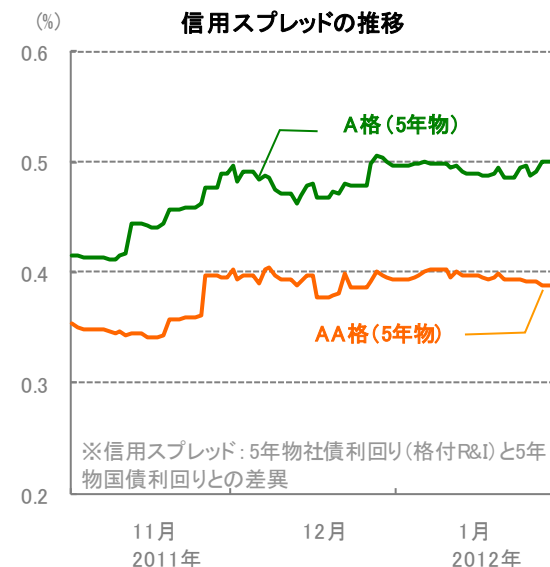
**世界経済にとってのリスクはギリシャのユーロ離脱と考えられます。**この場合はユーロ圏構想自体への信認が一時的に揺らぐ事態が想定されることから、**各地域の経済成長予測は見直しを余儀なくされる**と考えています。

世界の債券相場は、ファンダメンタルズの見通しや金融政策について概ね織り込み済みと考えられ、**現在の低金利を支えているのはむしろ世界的な資金余剰である**とみられます。

国内債券相場は、機関投資家の決算期である3月末が近づいてくる時期には需給要因による相場変動に注意が必要と考えます。



\*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: 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

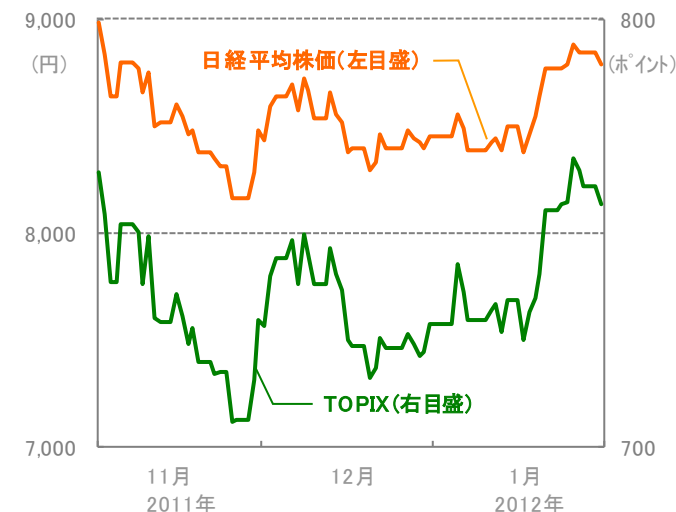
### 国内株式は安定的に推移

2月の国内株式市場は、外部環境の改善を受けて安定的に推移すると予想しています。

米国経済が引き続き堅調に拡大するとみられること、欧州債務問題についてはEU、ECBに加えIMFの協力によって小康状態を保つとみられること、新興国では景気刺激策が期待されることに加えて、PBR(株価純資産倍率)や配当利回り等でみると魅力的な株価水準にあると考えられることなどから、国内株式相場は**安定した動きとなる可能性が高い**とみています。

TOPIXのレンジは700～800ポイントと予想します。

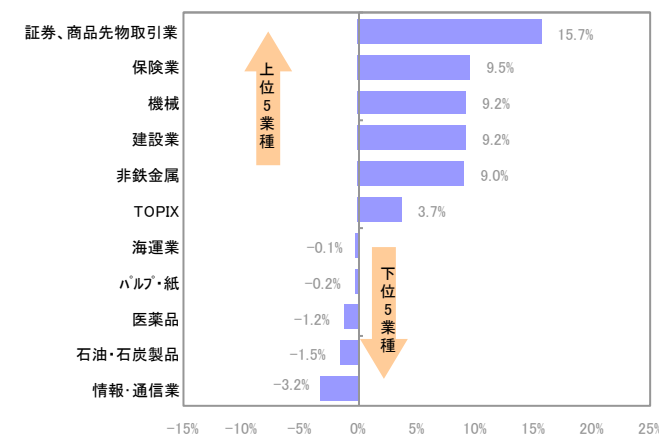
日経平均株価、TOPIXの推移



\*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12月末～2012年1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

### 長期金利は方向感を欠きレンジ内での動き

米国では長期金利はレンジ内での動きにとどまるとみえています。景気は回復基調にあるとみられますが、欧州債務問題の長期化、新興国を含めた世界的な景気減速から、急回復する状況ではないと考えています。追加の量的金融緩和の可能性が残りますが、給与税減税や失業給付の再延長問題、イラン情勢の緊迫化など**不透明要因も多く、長期金利は方向感を欠く展開**とみえています。ユーロ圏(ドイツ)では良好なドイツ経済指標、欧州金融市場の緊張緩和など、欧州債務問題への懸念は後退していますが、追加金融緩和観測、財政再建による景気下押し圧力、払拭できないギリシャの債務削減交渉の遅れなどの不透明要因もあり**長期金利はレンジ内での動きにとどまるとみえています**。

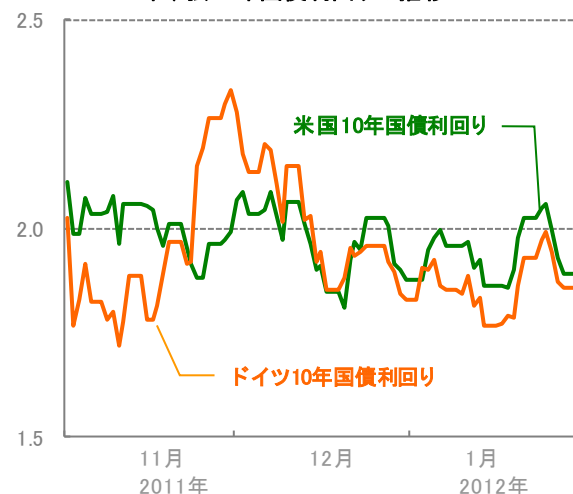
### 新興国・資源国金利

ブラジル金利:国内や新興国を含めた世界的な景気の減速観測などから、1月も利下げが実施されました。物価上昇率が中央銀行のターゲット内に収束してきたことから、複数回の追加利下げが予想されています。景気は底入れしつつありますが、利下げ観測から**中短期金利は低下しており、長期金利もゆるやかに低下に向かうとみられます**。

インドネシア金利:市場金利は、依然として外部環境は不透明感が残りますが、**投資適格級への格上げ**による債券市場への資金流入期待もあり**レンジ内での推移**になるとみえています。

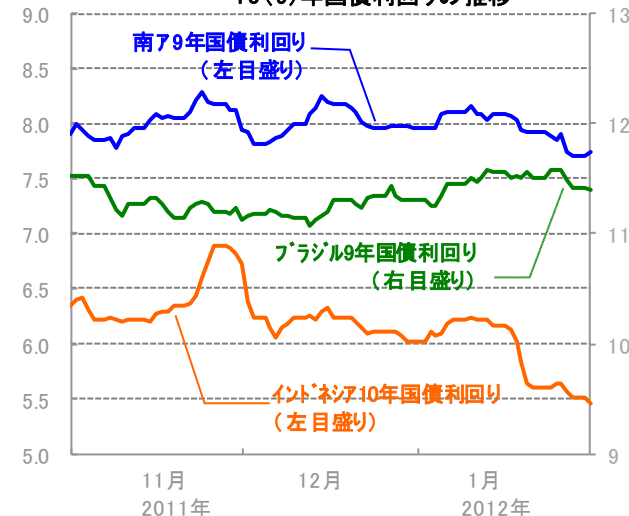
南アフリカ金利:市場金利については、米国の金融政策を受けた高金利通貨の債券に対する運用ニーズがある一方、**現行の政策金利が当面は維持される**とみられることから、**さらなる金利の低下余地は限定的**とみえています。

(%) 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、南アフリカ、インドネシア  
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

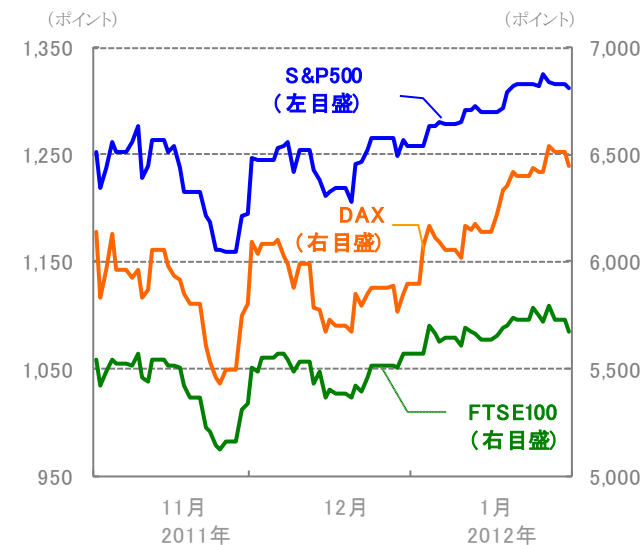
外国株式は方向性を探る動きが継続

米国では、景気の回復基調が続いていますが、2月末が期限とされる財政協議の行方が注目されます。欧州では、債務危機の封じ込めに向けた取り組み進展が期待されますが、景気の先行きは予断を許さない状況にあります。中国では、金融緩和期待が継続する一方で、輸出環境悪化などにより1～3月期の成長鈍化が見込まれます。

このような環境の下で株式相場は、①各地域の景気動向・金融政策、②欧州債務問題の封じ込め策の進展、③企業決算、などを注視しつつ方向性を探る動きが続くものとみています。

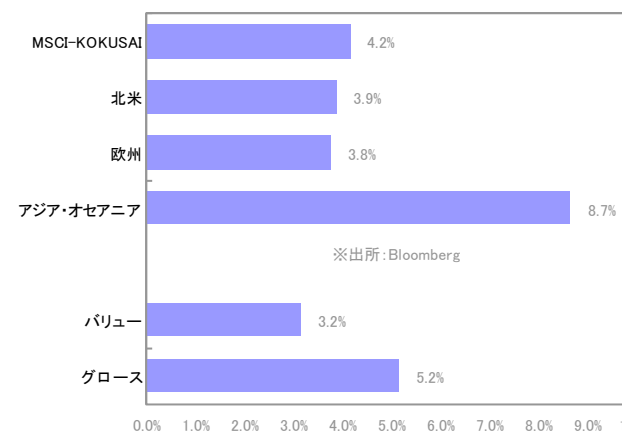
景気見通しの不透明な環境下においては、個別企業ごとのビジネスモデル、経営戦略、競争力の違いなどによる企業間の業績格差が表面化しやすいことから、決算発表を挟んで銘柄間のパフォーマンス格差は一層拡大するとみています。

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

地域別・スタイル別騰落率  
2011年12月末～2012年1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・ユーロとも、対円で弱含み横ばいでの推移

ユーロはドルに対して、キャリートレード、相対的に低い景気見通し、更なる金融緩和余地を踏まえれば、売りポジションの巻き戻し一巡後も引き続き売り圧力に晒されやすくなるとみられますが、欧州金融機関のリスク資産の圧縮(観測)や構造的なドル安要因を勘案すれば、徐々に下値が限定的となってくる可能性も考えられます。

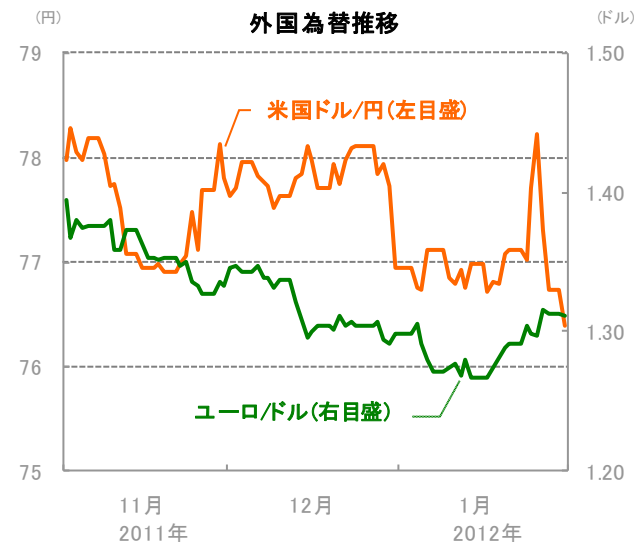
円に対して、ドルは追加の量的緩和観測も残存していることから弱含み横ばいを、ユーロは債務問題への対応・協議、ECBの金融政策をにらみつつ弱含み横ばいを予想しています。

### 新興国・資源国通貨

ブラジルリアル: 景気の底入れ観測、欧州金融機関の与信削減懸念の後退や直接投資資金の流入期待などから、株価が大きく反発しています。金利先安観はありますが、**同国の景気に対する不安の後退やインフレ率の落ち着きなどから堅調に推移**するとみています。

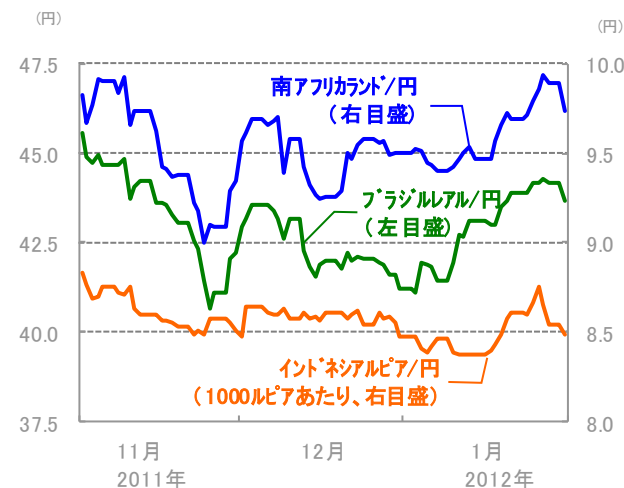
インドネシアルピア: 中央銀行による金融緩和姿勢や政府による燃料補助金の抑制策を受けたインフレ圧力の高まりなどに対する懸念が残りますが、大手格付会社による相次ぐ**国債の投資適格級への格上げ**などの支援材料に加え、下落局面では中央銀行による為替介入が予想されることから**底堅く推移**するとみています。

南アフリカランド: **景気の緩やかな回復**に加えて、米国の低金利政策の継続期間が2014年終盤まで延長されたこと、欧州債務問題に対する懸念が緩和しつつあること、金価格が堅調に推移していることもあり、**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

### 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.