

投資環境見通し（2012年3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日本：外部環境の好転と円安で国内株式の上昇トレンドは続く

日本銀行が量的緩和の拡大、事実上のインフレ・ターゲットの採用を発表したことは、海外投資家を中心に市場参加者から高く評価されたと考えています。外国為替相場は、金利差縮小と投資家のリスク回避姿勢から円高傾向となっていました。2月には米国景気の強さ、欧州債務問題の進展に加えて、日銀の追加緩和を受けて円安に転じました。長期にわたり続いた円高トレンドが終焉したとの見方もあり、**株式相場の重しとなっていた円高の修正局面はしばらく続く**とみています。また、今後は復興関連予算の支出が本格化することから、国内景気も期待できると分析しています。国内株式相場のリスク要因は、①「**社会保障と税の一体改革**」が頓挫する可能性が高まり、海外からの資金流入が止まること、②ガソリン価格の上昇などから**米国景気の足元の回復が腰折れすること**、の2点と考えています。

②米国：好調な景気回復で緩和期待に変化も

2月に入り、米国で雇用統計、住宅着工、消費者信頼感など強い経済指標が続いたことや、欧州債務問題の進展から米国株式相場は堅調に推移しました。**今後の株価にとってのリスク要因には、FRB(連邦準備制度理事会)によるQE3(量的緩和第3弾)に対する期待の後退が挙げられます**。FRB議長が、景気は前向きな兆候をみせしていると指摘していること、足元のインフレ率はFRBが物価安定の目安としている2%近辺にあること、10～12月期の実質GDPが3%成長(前期比年率)であったことなどを考慮すると、**一段の量的緩和実施の正当性には疑問符が付く**と分析しています。

③ユーロ圏：欧州債務問題は小康状態

2月21日にギリシャに対する第2次金融支援が欧州財務相会合で合意されましたが、金融市場の回復によって、欧州債務問題の課題であるEFSF(欧州金融安定基金)、ESM(欧州安定メカニズム)の資金供給枠拡大の議論は後退しているかにみえます。その結果、イタリアやスペインの金融危機対策は不十分な状態ですが、**イタリア政府の政策運営に対する市場の信頼は今のところ厚く、支援資金額の不足リスクが注目されるまでには時間がかかると**考えています。欧州ではこれまでの財政・金融危機という問題から、人口減少や緊縮財政による成長力不足という構造問題へと焦点が移りつつあります。加えて、**2012年秋頃には、高債務国の景気後退による財政赤字の削減目標未達で財政・金融危機が再燃する可能性も残ると**みています。

④新興国：株価の上昇に対する期待高まる

新興国の株価は、経済成長率の鈍化とともに、インフレ圧力が弱まる局面で上昇する傾向がありますが、足元の中国やインドでの成長率は前年に比べ低下しており、このため中国では預金準備率が引き下げられ、インドでは卸売物価指数の低下がみられます。こうした中、米国の新興国株式投信は資金流入が続いており、新興国の株式相場は上昇基調を鮮明にしています。また新興国の財政収支は先進国との比較では十分に健全であることから、通貨の上昇も期待できるとみています。**ユーロ圏の景気減速は東欧・中国などにとってマイナス要因ですが、米国景気が底堅いことから全般的な影響は限定的であると考えます**。

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

10～12月期の実質GDP成長率は、前期比▲0.6%（年率▲2.3%）と、2011年4～6月期以来、2期ぶりのマイナス成長となりました。

国内景気は、欧州を中心とした海外景気の減速、円高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、震災復興関連需要が期待できることなどから、生産面の回復基調は持続すると予想します。

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予想します。

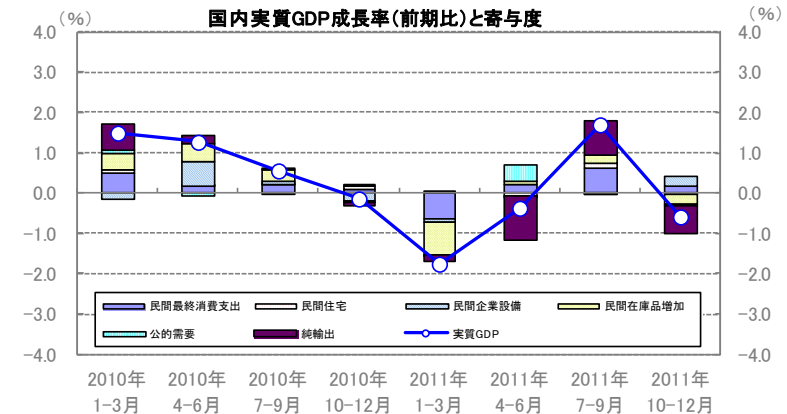
米国経済

景気の緩やかな回復トレンドが継続

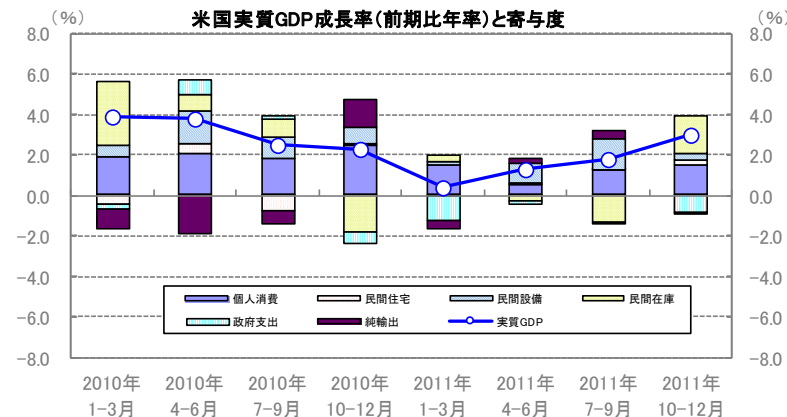
10～12月期の実質GDP成長率は、前期比年率+2.8%と、同+1.8%だった前期に続き、10期連続のプラス成長となりました。

欧州景気の鈍化が予測されるなか、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は脆弱な状態が続き、雇用回復ペースも緩やかになると想定されます。

ただし、FRBの低金利政策継続、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、緩やかながらも景気の回復トレンドが継続すると予想します。FRBは、異例の低金利政策を2014年後半まで継続すると予想します。



*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

景気は財政緊縮策から低成長継続

10～12月期の実質GDP成長率は、前期比▲0.3%と、2009年4～6月期以来10期ぶりのマイナス成長となりました。

ドイツ主導による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が家計・企業心理の低迷につながり実体経済への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続くと予想します。

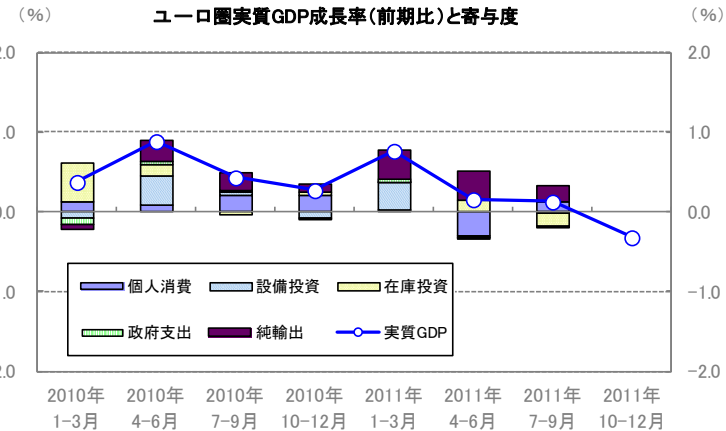
新興国・資源国経済

新興国は緩やかに景気拡大基調を持続

【中国】景気は拡大しつつもそのペースは緩やかになるとみえています。2月にも預金準備率が引き下げられました。物価上昇率が高まっていたことから予想外のことでしたが、景気減速への懸念を払拭するために実施されたとみられます。金融緩和による個人消費の拡大が期待されるほか、外需の減速についても、欧州債務問題の輸出に対する影響が予想されますが、米国景気が堅調であることから限定的とみえています

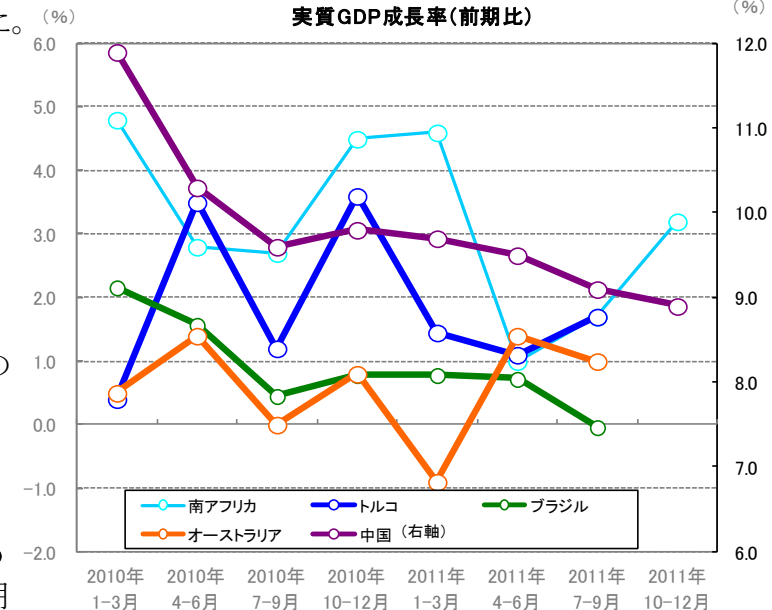
【ブラジル】景気については個人消費に持ち直しの兆しがみられ、2011年10～12月期実質GDPも前期比でプラス転換が予想されています。プライマリーバランス重視のため財政は緊縮傾向になるとみられますが、海外直接投資が高水準を維持していることもあり、景気は緩やかに回復に向かうとみえています。

【南アフリカ】高水準の失業率が続いています。小売売上高が前月から小幅にプラスとなるなど、景気の緩やかな回復が続いています。10～12月期実質GDPは前期比年率で+3.2%となりました。消費者物価指数は依然として同国のインフレ目標の上限を上回っています。



*出所: Bloombergより明治安田アセットマネジメント作成

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

10年国債利回りは引き続きレンジ内を推移

国内株式は外部環境の好転などから上昇へ

米国では景気回復から金利上昇へ

外国株式は不安心理が和らぎ上昇へ

前月の投資環境(2月)

国内債券相場は、米国雇用統計などの予想以上の改善、欧州債務問題に対する過度な悲観論の後退などから10年国債利回りは一時急上昇したものの、根強い押し目買いを受けて低下へ転じました。14日に日銀が量的緩和拡大を発表したことから、市場金利は中期債を中心に低下基調がより鮮明となり、10年国債利回りは月末にかけ再度0.95%近辺での推移となりました。

月初の10～12月期の決算発表では、円高やタイ洪水の影響から製造業を中心に下方修正が相次ぎました。国内株式相場は、米国では雇用情勢の改善など景気の回復傾向が確認されたこと、欧州ではギリシャへの第二次金融支援の協議が進展したこと、日銀が追加金融緩和の実施とともに事実上のインフレターゲットを採用したことや、外国為替相場が円安に振れたこともあり、上昇基調となりました。

米国では、雇用統計等良好だった経済指標により景気回復の持続が確認されたこと、株価が堅調であったことなどから長期金利は上昇しました。ユーロ圏(ドイツ)では、ギリシャに対する第二次金融支援が合意に至ったこと、ドイツをはじめとする圏内の景気指標の改善がみられたことなどから下旬にかけて長期金利は上昇しましたが、月末近くには払拭できない欧州債務問題への不安から低下しました。

外国株式相場は、①米国で製造業、雇用、住宅など幅広い景気指標に改善がみられたこと、②欧州ではギリシャへの第二次金融支援に対して関係国が合意するとの見方が広がったこと、③新興国では金融緩和の流れが一段と鮮明となったこと、などから投資家の不安心理が緩和しました。企業業績面では、欧州景気の悪化などを背景に2012年の業績見通しについて慎重な見方を示す企業が目立ちましたが、世界景気が好転に向かうとの期待が株式相場の上昇につながりました。

《2月の市場動向》

	2012/2/29	2012/1/31	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	0.96%	0.97%	▲0.00%
米国10年国債	1.97%	1.80%	+0.17%
ドイツ10年国債	1.82%	1.79%	+0.03%
英国10年国債	2.15%	1.97%	+0.18%
豪10年国債	3.97%	3.72%	+0.25%
ブラジル9年国債	11.29%	11.46%	▲0.17%
南アフリカ9年国債	7.84%	7.74%	+0.10%
株価指数	前月末	前々月末	前々月末比
日経平均株価	9,723.24	8,802.51	+10.46%
TOPIX	835.96	755.27	+10.68%
ダウ工業株30種平均	12,952.07	12,632.91	+2.53%
S&P500	1,365.68	1,312.41	+4.06%
ナスダック指数	2,966.89	2,813.84	+5.44%
FTSE100	5,871.51	5,681.61	+3.34%
DAX	6,856.08	6,458.91	+6.15%
ハンセン指数	21,680.08	20,390.49	+6.32%
為替相場	前月末	前々月末	前々月末比
米国ドル/円	81.15	76.27	+6.40%
ユーロ/円	108.13	99.78	+8.37%
英国ポンド/円	129.13	120.20	+7.43%
豪ドル/円	87.09	81.00	+7.52%
ブラジルレアル/円	47.25	43.66	+8.23%
トルコリラ/円	46.40	42.92	+8.10%
南アフリカランド/円	10.81	9.77	+10.70%

※出所：Bloomberg

各資産の投資環境見通し

国内債券

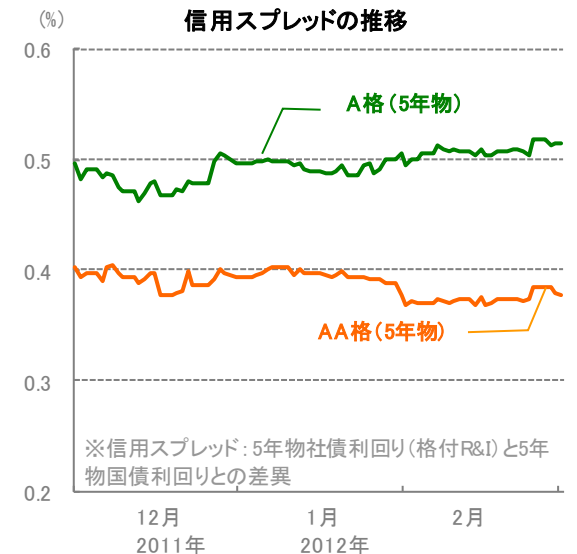
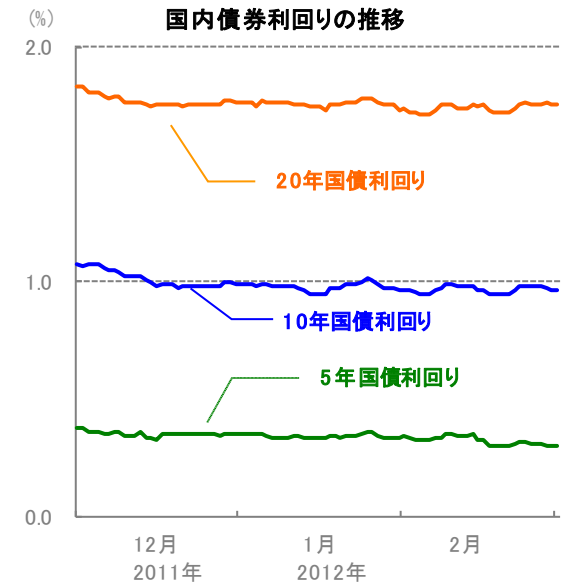
年度内は現状の低い金利水準が継続

足元の市場環境をみると、堅調な米国の景気指標や中国なども含めた世界的な金融緩和の流れを受け、2月以降は世界的に株価上昇が続いています。市場の関心は徐々に欧州債務問題などの動向から、ファンダメンタルズや金融政策の動向へ回帰しつつあるとみています。

国内でも、2月14日には予想外となる日銀の追加金融緩和が発表されたことにより、円安・株高の流れに転換してきています。

一方で、国債買い取り額の増額は債券需給の改善にもつながり、中期債を中心に債券価格は上昇（金利は低下）基調となっています。このような「**株価の上昇**」と「**債券価格の上昇**」の同時進行は通常は長期化しにくいことですが、今回については復興需要による景気押し上げに対する判断が難しいこと、日銀の買い取り対象となる国債の年限長期化に対する思惑が働きやすい状況でもあることなどから、株高・債券高が当面の間続く可能性もあるとみています。

例年3月は機関投資家の決算期末を控えた益出しの売りが波乱要因となることが多いものの、**今年度に関しては現状の低い金利水準のまま年度末を迎える**可能性が高いとみています。



*出所: Bloombergより明治安田アセットマネジメント作成

各資産の投資環境見通し

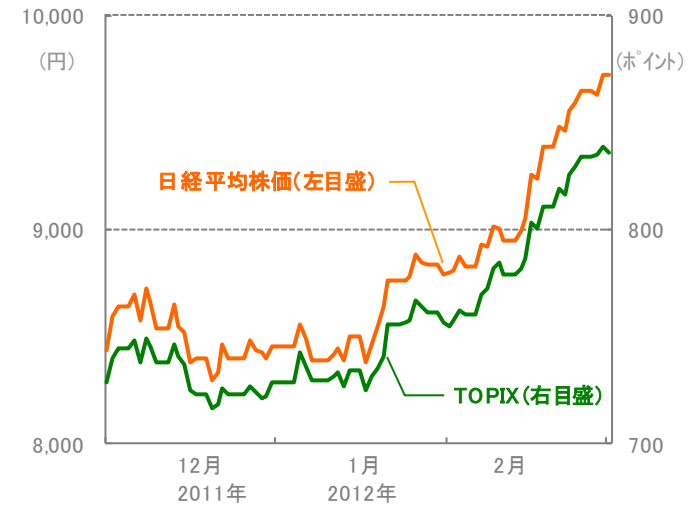
国内株式

国内株式は上値をうかがう展開へ

国内株式相場は、外部環境の改善に加え、日銀の金融政策、円高トレンドの転換を受け、急反発しています。今後も、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の協力によって安全網の構築が進展しつつあること、新興国では景気刺激策が期待されること、日銀による追加金融緩和策の実施や事実上のインフレ・ターゲット採用に加えて、外国為替相場が円高傾向から転換したとみられることもあり、3月の**国内株式相場は当面の上値をうかがう展開を予想**します。

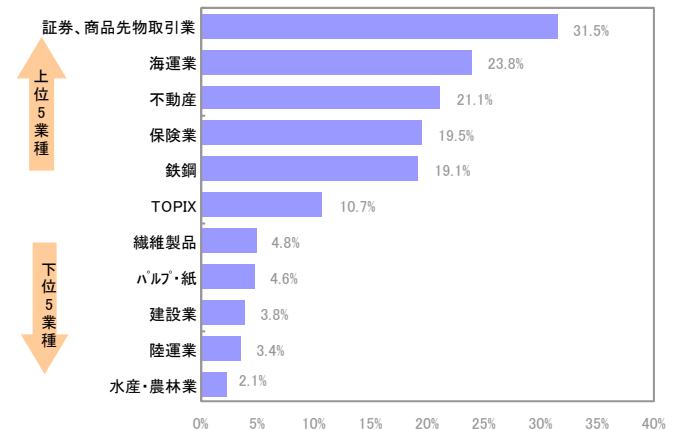
TOPIXのレンジは780から850ポイントで推移すると予想しています。

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
2012年1月末～2012年2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

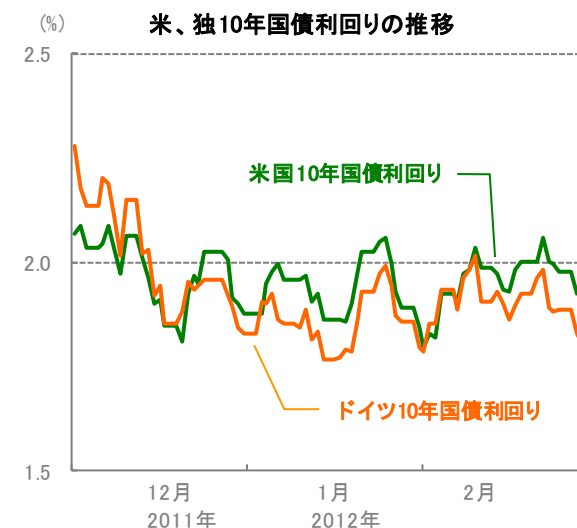
米国では、景気が回復基調にあること、欧州債務問題については収束に向けた動きとなっていることなどから、長期金利の上昇観測が強まっています。ただ、**景気回復ペースが依然緩やかであることや追加金融緩和の可能性が残ることなどから上昇余地は限定的**とみています。ユーロ圏(ドイツ)では良好なドイツ経済指標、ECBの長期資金供給による金融市場の安定など、長期金利の上昇が意識されますが、追加金融緩和観測、緊縮財政による景気下押し圧力、IMF融資規模拡充問題、4月に予定されているギリシャの総選挙、フランス大統領選など**不透明要因もあり長期金利はレンジ内での動きにとどまると**みています。

新興国・資源国金利

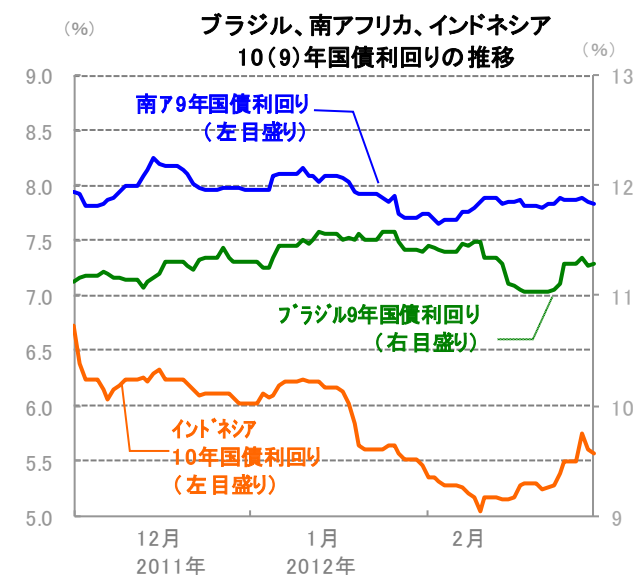
ブラジル金利:国内景気への配慮から、次回の政策決定会合でも追加利下げが予想されます。ただ、物価上昇率が高止まりを続け中央銀行の目標上限近くにあるため、今後の**利下げ余地は限定的**との見方もあります。市場金利は利下げを織り込みつつ概ね低下基調にあります。

インドネシア金利:市場金利は、燃料補助金抑制策による**インフレ圧力の高まりが懸念**されていることから、上昇圧力が続くとみています。政策金利については、2月に予想外の引き下げが実施されましたが、中央銀行がインフレの将来的な上振れを懸念していることから、当面利下げ効果を見守ると考えています

南アフリカ金利:市場金利については、先進国の金融緩和政策に伴う**高金利通貨建ての債券に対する運用ニーズ**がある一方、インフラ整備を目的とした資金調達で**債券需給に対する懸念**につながると考えられることから、**レンジ内で推移**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

各資産の投資環境見通し

✓ 外国株式

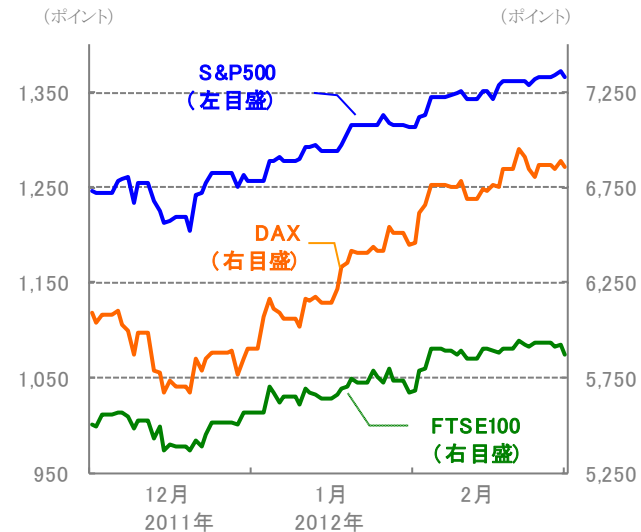
悪材料が出れば株価調整の可能性も

外国株式相場は足元では堅調な展開が続いていますが、①米国の景気回復は続いているものの回復ペースは依然として緩やかであること、②ギリシャに対する第二次金融支援の決定後も欧州周辺国の財政赤字拡大のリスクが残っていること、③中国は金融政策に微調整を加えつつも不動産市場の過熱抑制姿勢を崩していないこと、などから**世界景気の先行き不透明感**は必ずしも払拭されていないと考えます。

このような状況下、当面の外国株式相場は市場心理の好転に支えられてさらなる上値を試す展開も考えられますが、各地域の景気動向や金融政策、欧州周辺国の財政赤字の改善状況などに関する**悪材料が出た場合には、株価の調整が意識される展開**となることが予想されます。

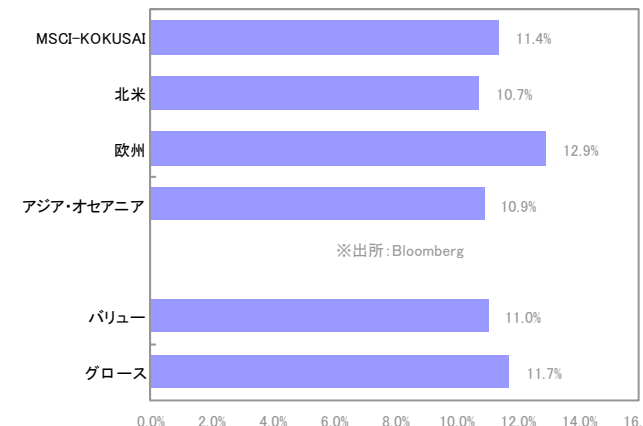
企業業績については、個別企業ごとの事業環境の違い、ビジネスモデル・経営戦略・競争力などの違いにより企業間の業績格差が表面化しやすい環境が続くことが見込まれます。

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
2012年1月末～2012年2月末



※出所: Bloomberg

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

対円でドルは強含み、ユーロの上昇余地は限定的

ユーロ/ドル: ユーロについては、南欧諸国の脆弱な実体経済と緊縮財政による景気低迷、ECBによる追加金融緩和余地と流動性供給の拡大を背景に**下落圧力**がかかるとみられます。一方、ドルについても、財政・経常収支等の不均衡や金融緩和の長期化等がドル安要因として残ることから、**下落の可能性**もあります。ドル/円: 堅調な株価、日銀の量的緩和などから**強含みの展開**を予想しています。

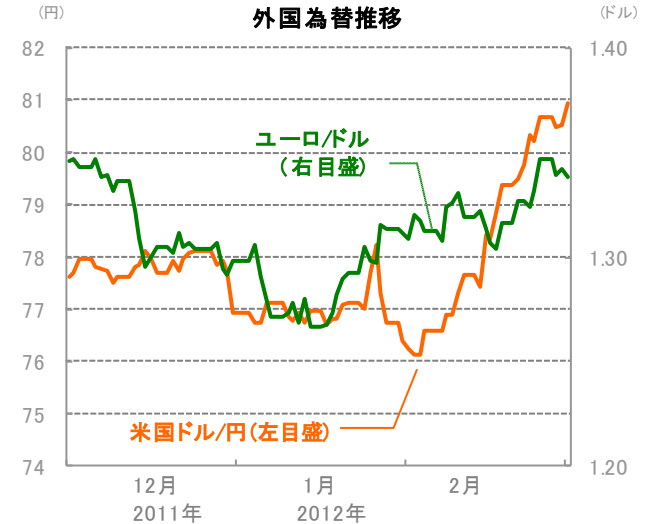
ユーロ/円: 欧州債務問題への懸念は後退していますが、不透明要因も残ることから**上昇余地は限定的**とみえています。

新興国・資源国通貨

ブラジルレアル: 景気の底入れ観測、欧州債務問題に対する懸念の後退などから反発しています。政府・中央銀行は水準的には昨年の高値に遠く及ばないものの、急激な通貨高を警戒し自国通貨売りの為替介入を行っています。このため今後は**徐々に上値が重くなる展開**になるとみえています。

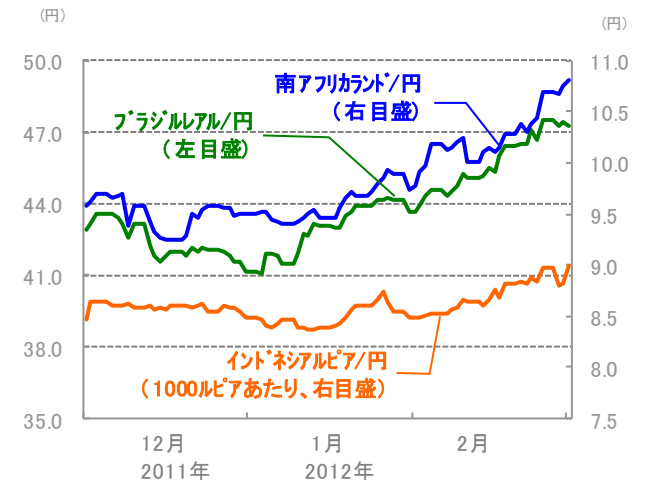
インドネシアルピア: 投資家心理の改善はプラス材料ですが、輸出入の鈍化を受けた追加の金融緩和観測に加えて政府による燃料補助金抑制策や国際原油価格の高騰による今後のインフレ圧力の高まりなどが懸念されることから、**上値の重い展開**になるとみえています。

南アフリカランド: 景気回復は緩やかとみられますが、日銀の追加金融緩和策を実施したことやギリシャの債務問題が緩和しつつあることに加えて、金価格が高値圏で推移していることから、**堅調に推移**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

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.