

投資環境見通し（2012年4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米国：景気的好調持続が堅調な株式相場を維持するためのカギ

経済指標については3月半ば頃まで、雇用関連、製造業景況感、小売関連などを中心に堅調でした。中でも雇用統計、新規失業保険申請件数、大手小売チェーン販売、自動車販売などについては予想を上回る改善となっています。順調な景気回復に加えFRB(連邦準備制度理事会)の追加緩和期待などは株式相場にとって好材料とみられ、**4月以降に発表される経済指標が引き続き堅調であれば、株価は一段高となりS&P500指数で1,400ポイント台半ばを目指すとみています。**一方で、景気回復が鈍化したとしても株価の割安感が下支えするとみられ、下値メドは1,300ポイント程度と考えています。足元では、米国の10年国債利回りが2%強、一方S&P500指数の配当利回りが2%弱と近い水準にあります。いずれにせよ、**4月以降の経済指標は金融市場にとって重要な材料になると考えています。**

②日本：円安による競争力回復から、日経平均は緩やかな上昇トレンド

1月の鉱工業生産、10~12月期実質GDPの上方修正など**経済指標が好転しており、国内景気は回復基調にあるとみられます。**また、**大震災後の復興需要も顕在化し始め、2012年前半の経済成長率は2%台乗せが期待されます。**2012年度の企業収益は、経常利益で20%強の増益になると予想されていますが、足元の円安によって上振れの可能性も期待され、世界景気の下げ止まりや円安による競争力の回復から、株式相場はさらなる増益を織り込む展開になるとみています。日経平均株価は、米国経済の極端な鈍化や、政治の混乱がなければ、10,500円を超えることが期待されます。また、**日銀はインフレ率の目標を1%として量的金融緩和を続けるとみられることから、欧米と相对比较においても今後の緩和政策の進展が期待されます。**

③ユーロ圏：ユーロ救済資金枠拡大と流動性供給で、金融市場の安定は続く

1~3月は、ギリシャの債務再編問題、イタリア国債などの大量償還という課題に対し、ギリシャについては債務減免交渉が進展し、各国の起債についても概ね順調な結果となりました。ECB(欧州中央銀行)による第2回LTRO(3年物資金供給)も効果を発揮し、欧州周辺国の長期金利やユーロの対ドル為替レートも安定しつつあるとみられます。3月後半からはスペインの財政赤字の目標未達が懸念されたことから同国長期金利が上昇し、イタリアを上回っています。しかし、長期金利の上昇はスペインに限定されたものとなったことから、**欧州債務問題に対する市場の受け止め方はユーロ圏全体の問題から高債務国の個別の問題に移行しつつあるとみられます。**

④BRICS諸国：中国の景気動向に注目

中国は全国人民代表大会(全人代)で、経済成長率目標をこれまでの8%から2012年については7.5%に引き下げたことから、景気減速に対する懸念が広がっています。2012年後半の鉄鉱石需要が横這いもしくは減少とみられること、今年度自動車販売計画が未達になる可能性が高いことなど、景気の先行きに対する不安材料が出てきていることから、株式相場は足元では下げています。また、今後の金融緩和については、不動産価格の上昇を回避するため、緩やかなペースになるとみられます。**中国の景気減速懸念の高まりは、先進国の株式相場の売り材料につながる可能性があり、先行きには注意が必要な状況です。**

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▲0.2%（年率▲0.7%）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。

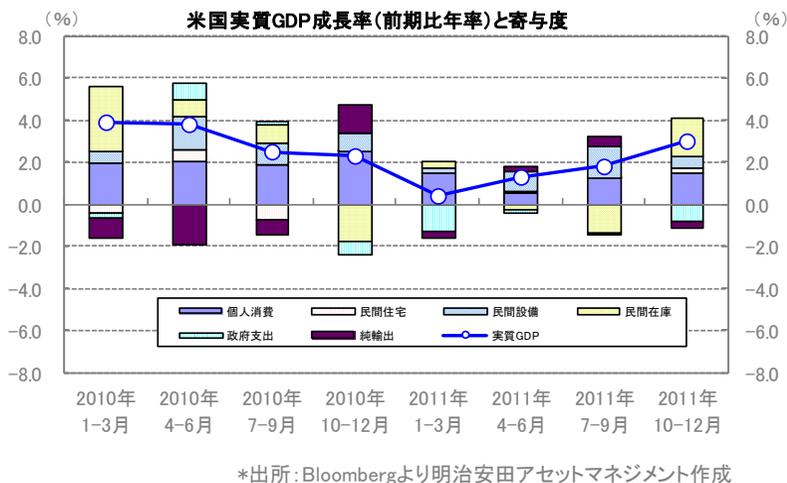
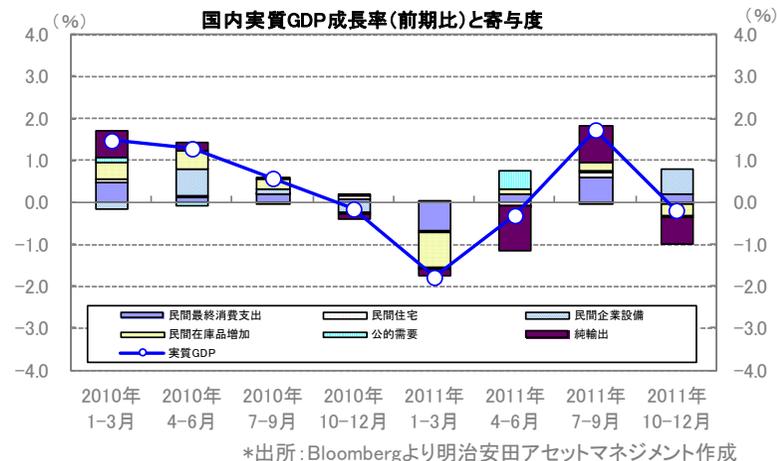
国内景気は、原材料コストの上昇が企業の景況感にマイナスに影響するとみられますが、新興国向けを中心に輸出の持ち直しが期待できること、大震災の復興関連需要が期待できることから、生産面の回復基調は持続すると予想しています。個人消費は、増税論議など先行き不透明感が家計マインドの重しになると考えられますが、雇用環境の緩やかな改善が想定されるため、緩慢ながらも回復基調が続くと予想しています。

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+3.0%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。

住宅市場の低迷と欧州債務問題から金融システムの脆弱さが残り、雇用回復ペースも緩やかな中、家計のバランスシート調整、ガソリン価格の上昇などは個人消費にマイナスの影響があると予想しています。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輸出や設備投資の回復などを背景に、緩やかながら景気回復トレンドが続くと予想します。FRBは、異例な低金利政策を2014年まで継続すると予想します。



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。

ドイツの堅調な内需と外需の回復が欧州景気の下支えとして期待できます。ECBによる大規模な資金供給、救済基金拡張の取組みから欧州債務問題は沈静化したとみられますが、依然として金融システムが脆弱であること、周辺国を中心に財政規律を重視した政策が運営されており景気の下押し圧力も強いことなど、回復ペースは緩慢で低成長が継続すると予想しています。

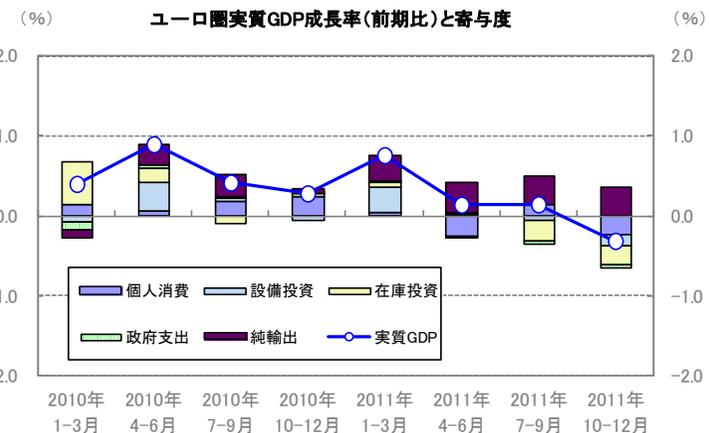
新興国・資源国経済

新興国は緩やかに景気拡大基調を持続

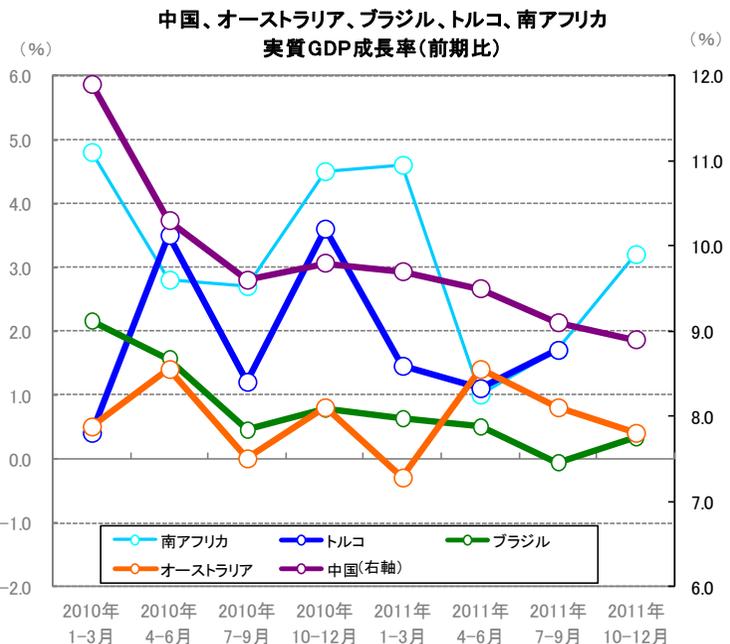
【中国】全人代では2012年の成長率目標が2011年実績を下回る7.5%と公表されました。中国政府は経済が持続的な成長を続けるため、所得分配を調整して中低所得者の収入を増加させ、消費拡大をはかるなど成長モデルの転換を目指しているとみられています。しかし、これまでも8%前後とされた成長率目標を大幅に上回る事が多く、今後の動向が注視されます。足元の経済指標は、景気減速傾向がみられています。

【ブラジル】減速傾向が続いていた景気については、今後、個人消費に続き製造業でも回復が予想されます。また自国通貨高による悪影響が不安視されていた輸出についても今後は回復に向かうと予想されます。財政収支改善への取組みを続けるとしていますが、インフラ整備への投資は継続するとみられています。

【南アフリカ】小売売上高が前月比で小幅にマイナスとなりましたが、企業景況感の改善など、景気の緩やかな回復が続いています。消費者物価指数は同国のインフレ目標の上限を上回った状況が続いていますが、足元では鈍化しています。



*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

※ 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

10年国債利回りは米国景気の回復期待から一時急上昇

国内株式は上昇した後、月末かけてはレンジ内での推移

米国では景気判断の修正から金利は急上昇

外国株式は緩やかに上昇も後半は上値の重い展開

前月の投資環境(3月)

10年国債利回りは、月前半は低位で安定、月後半には一時急上昇しました。3月13日のFOMC(米国連邦公開市場委員会)声明で、FRB(連邦準備制度理事会)が景気認識を上方修正させたことなどを受けて、国内長期金利は急上昇し、10年国債利回りは一時1.0%台半ば近辺まで上昇しました。その後は**投資家の押し目買いも徐々に入り、月末時点で10年国債利回りは再び1.0%を下回る水準で推移**しました。

国内株式相場は、ギリシャの債務再編が進展し欧州債務問題に対する楽観的な見方が広がったこと、米国景気回復期待が高まったこと、外国為替相場が円安傾向で推移し企業業績の回復期待が広がったことから、中旬にかけて上昇しました。その後は、**米国の金融緩和政策の長期化観測が広がった一方で、中国の経済成長に対する懸念**や、外国為替相場の円安傾向が一服したこともあり、レンジ内で推移しました。

米国では長期金利は上昇しました。FOMC声明において**景気判断が上方修正されたことなどから中旬にかけて長期金利は急上昇**しました。その後は中国や欧州の経済指標の悪化を受けて小幅に低下しました。ユーロ圏(ドイツ)でも同様に急上昇した後、**同圏の景気悪化や払拭できない欧州債務問題などへの懸念から低下**し、前月末比ではほぼ横ばいとなりました。

月前半の外国株式相場は、米国では製造業、雇用、住宅など幅広い経済指標の改善傾向が続いたこと、欧州ではギリシャへの追加支援問題が決着し投資家の間で当面の危機を脱したとの安心感が広がったことから、緩やかに上昇しました。その後は**中国やユーロ圏の経済指標の悪化を受けて上値の重い展開**となりました。

《3月の市場動向》

	2012/3/30	2012/2/29	騰落率(幅)
	前月末	前々月末	前々月末差
債券利回り			
日本10年国債	0.99%	0.96%	+0.03%
米国10年国債	2.21%	1.97%	+0.24%
ドイツ10年国債	1.79%	1.82%	▲0.02%
英国10年国債	2.20%	2.15%	+0.06%
豪10年国債	3.98%	3.97%	+0.01%
ブラジル9年国債	11.12%	11.29%	▲0.17%
南アフリカ9年国債	7.88%	7.84%	+0.04%
株価指数			
日経平均株価	10,083.56	9,723.24	+3.71%
TOPIX	854.35	835.96	+2.20%
ダウ工業株30種平均	13,212.04	12,952.07	+2.01%
S&P500	1,408.47	1,365.68	+3.13%
ナスダック指数	3,091.57	2,966.89	+4.20%
FTSE100	5,768.45	5,871.51	▲1.76%
DAX	6,946.83	6,856.08	+1.32%
ハンセン指数	20,555.58	21,680.08	▲5.19%
為替相場			
前月末	前々月末	前々月末比	
米国ドル/円	82.87	81.15	+2.12%
ユーロ/円	110.56	108.13	+2.25%
英国ポンド/円	132.64	129.13	+2.72%
豪ドル/円	85.73	87.09	▲1.57%
ブラジルリアル/円	45.36	47.25	▲4.01%
トルコリラ/円	46.47	46.40	+0.17%
南アフリカランド/円	10.80	10.81	▲0.08%

※出所: Bloomberg

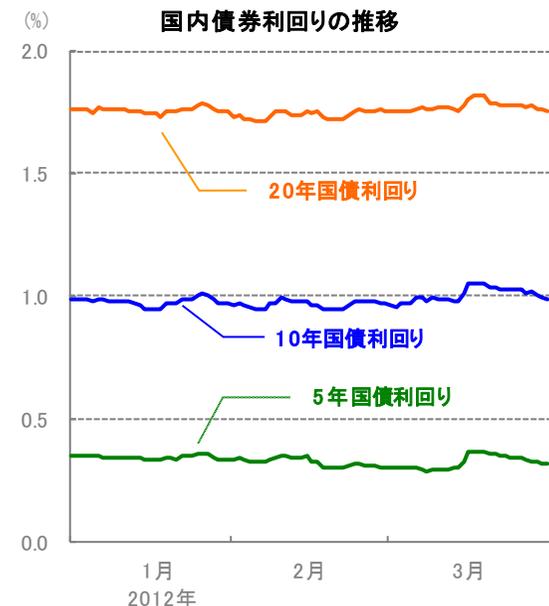
各資産の投資環境見通し

国内債券

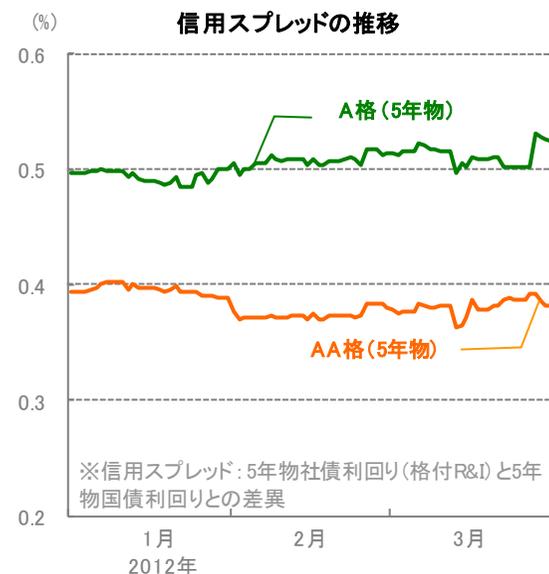
10年国債利回りはこれまでとほぼ同水準のレンジ内で推移

株価が堅調に推移していること、2月14日の日銀による追加緩和策が発表されて以降は円安傾向が継続していることなど、債券市場を取り巻く環境には変化がみられ始めています。これまで債券残高積み増しの時機を模索し押し目買い方針としていた国内大手投資家にとっては、期末を前にした金利上昇は想定外であったと考えられます。今後は、2012年度の企業収益の回復期待を背景に国内株式相場は堅調な推移を継続することが考えられるため、**当面の市場金利は低下しづらい局面が続くと考えられます。**しかし、日銀によるさらなる量的金融緩和に対する期待も高いことから、特に中期セクターの金利上昇は限定的と考えています。

期初は投資家の債券積み増しの動きも予想されることから、**10年国債利回りはこれまでとほぼ同水準のレンジ内(0.90～1.10%)での推移にな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



※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

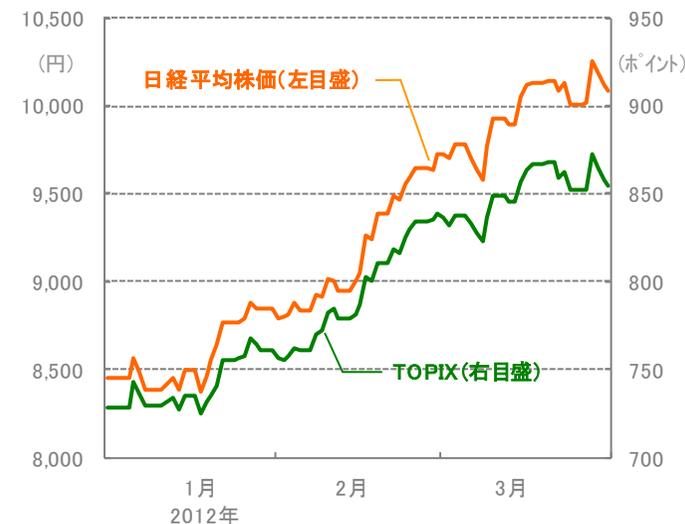
国内株式

国内株式は企業業績を材料に一進一退の展開に

国内株式相場は、企業の決算発表が相次ぐ時期を迎え企業業績を注視しながら一進一退の展開を予想していますが、一方で欧州では景気後退期入りしたと考えられ、中国でも景気減速が懸念されます。こうした中、日銀は金融緩和に対する積極的な姿勢を続けると考えられ、外国為替相場は円高傾向に戻る可能性は低いとみられることから下値余地は限定的と考えていますが、一方でこのところの株価上昇を受けて割安感が薄れたとみられることから上昇余地も限定的と考えています。

TOPIXの予想レンジは780ポイントから880ポイントで推移すると分析しています。

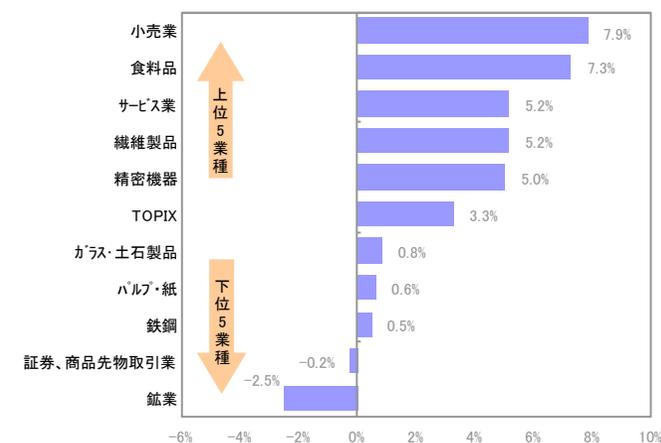
日経平均株価、TOPIXの推移



*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2月末～2012年3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

米国長期金利の上昇余地は限定的

米国では、雇用環境の改善、好調な自動車販売など景気は引き続き回復基調にあります。一方でこのところの中国景気の減速傾向、大統領選挙後に見込まれる財政緊縮、追加金融緩和の可能性などもあり**長期金利の上昇余地は限定的とみています**。ユーロ圏(ドイツ)では長期金利はレンジを徐々に切り上げる展開を予想しています。ECBは景気見通しの改善やエネルギー価格の高止まりからインフレへの警戒感を強めています。しかし**高債務国中心に景気の下振れリスクがあることやギリシャ、フランスでの選挙など不透明要素も多く本格的な金利上昇局面ではないと考えています**。

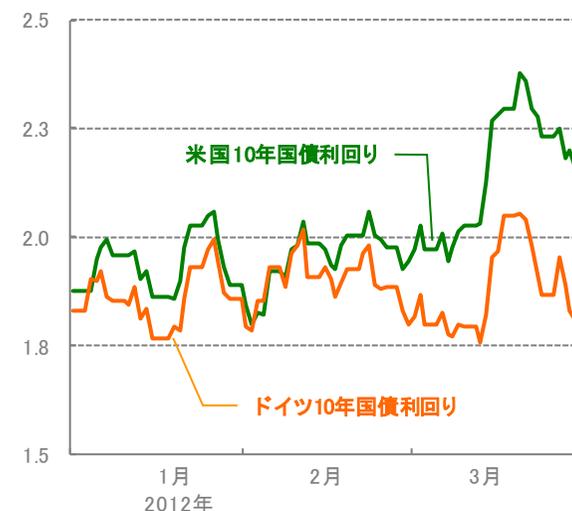
新興国・資源国金利

ブラジル金利:国内景気への配慮、自国通貨高抑制のため追加利下げの実施が予想されています。物価上昇率が同国のインフレターゲットのレンジ内に収まっていることもあり**利下げ余地は残るとみています**。ただ市場金利は追加利下げを織り込む動きとなっていることから**低下余地は限定的とみられます**。

インドネシア金利:市場金利は、燃料価格引上げが延期になったこと、引き続き大手格付会社による国債の格上げ期待が根強いことから、目先の**上昇圧力は徐々に緩和**されるとみています。政策金利については、外部環境の落ち着きに加えて国内景気も堅調なことから据え置かれるとみています。

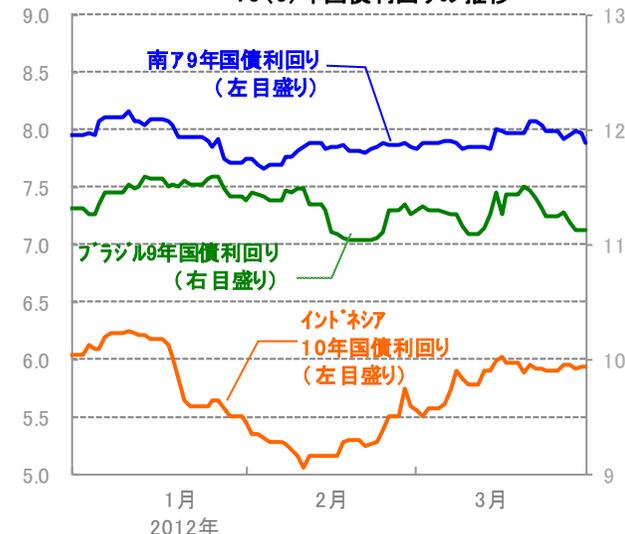
南アフリカ金利:市場金利については、今後も**インフレと政策金利の動向が注目**されると考えられますが、緩やかな景気回復を背景に**政策金利が現行水準で当面維持**されるとみられることから、**レンジ内で推移**するとみています。

(%) 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、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

銘柄ごとのパフォーマンス格差は拡大傾向が継続

世界経済は依然として強弱が混在している状況にありますが、①米国では景気の回復傾向、②欧州では金融システム不安の後退、③新興国では景気減速に対する金融緩和の動きなど、**世界的な景気見通しは好転していると考えられます。**

一方、マイナス要因としては、①米国ではガソリン価格の上昇によって消費者心理が悪化すること、②欧州ではスペイン・イタリアなどユーロ圏周辺国の財政赤字が拡大する可能性、③中国では景気減速懸念が高まること、などが挙げられます。

足元の外国株式相場は、景気見通しの好転に支えられて上昇してきたことから、前述のマイナス要因に対する懸念が高まる状況では一時的に不安定な動きとなることも想定されます。また、4月中旬以降に本格化する企業決算発表時の業績見通し次第では、利益確定売りが優勢となる状況も想定されます。

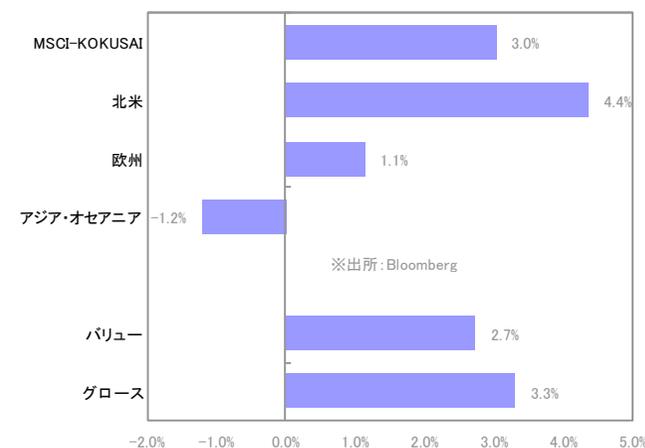
個々の企業の事業環境、ビジネスモデル、経営戦略、競争力などの違いによる業績格差が広がりやすい環境にあることから、**個別銘柄ごとの株価パフォーマンスは拡大傾向が続くとみています。**

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

地域別・スタイル別騰落率
2012年2月末～2012年3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:ドルについては:欧州債務問題の一旦の沈静化、世界的な景気回復、原油価格の上昇に加え、財政・経常収支や金融政策といった構造的なドル安圧力は続くと思われます。一方で、ユーロについては欧州債務問題の焦点が各国の実体経済、独仏含めた選挙、ESMやIMF等による防火壁へ移っているなど、不透明要因が残ることから、**ユーロ/ドルは方向感に欠ける展開**を予想しています。

ドル/円:堅調な米国景気、日銀の量的緩和の継続などから**強含みの展開**を予想しています。

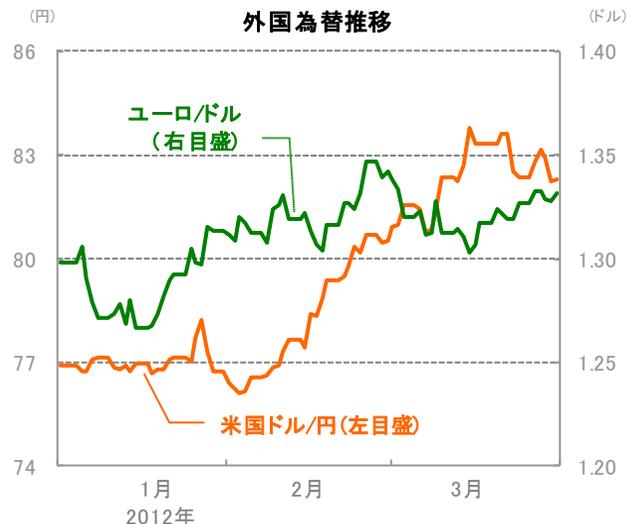
ユーロ/円:欧州債務問題への懸念が払拭されていないこと、選挙や高債務国の財政再建の実効性など不透明な要素もあり**上昇余地は限定的**とみています。

新興国・資源国通貨

ブラジルリアル:景気の底入れ観測、欧州債務問題への懸念の後退など好材料もありますが、政府が自国通貨高抑制策を強めており、**投資家は慎重姿勢を続けると予想され上値の重い展開が続く**とみています。

インドネシアルピア:加速に転じた消費者物価の動向が懸念されますが、堅調な国内景気や大手格付け会社による国債価格上げ期待に加えて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もあり、**底堅く推移**するとみています。

南アフリカランド:他の資源国通貨と同様に、世界のエネルギーや資源の需要動向に対して神経質な動きになると考えられますが、同国**景気は緩やかな回復基調**にあるとみられることから、**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

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 OMX Group, 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.