

投資環境見通し（2012年5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：年央にかけて軟調な経済指標を乗り越える

米国では、3月の雇用統計が予想を大きく下回ったことに始まり、その後も消費者信頼感、鉱工業生産など、景気減速を示す経済指標が相次ぎました。一方で、個人消費、新車販売、小売売上高などは順調に伸びています。ただし、失業率が8%台で推移していることから、FRB(連邦準備制度理事会)は必要があれば7月以降も量的緩和を継続するという姿勢を続けると予想しています。「経済指標の持ち直し」と「FRBが金融緩和に対して積極的な姿勢を継続」の組み合わせが、株式市場にとって理想的であると考えています。米国株式相場については**好調な1～3月期決算を受けて株式の投資魅力が高まることをきっかけに、6月中旬頃から再び上昇し、10年国債利回りについては2.3%程度まで上昇すると**予想しています。

②日本：株式相場反発のための準備期間

4月の株式相場の調整は予想以上に厳しいものだったと言えます。1月以降の上昇局面で過熱感がみられたことに加え、円高、欧州債務問題、米国の景気減速といった外部環境も大きく影響し、上昇が予想されていた10年国債利回りは0.8%台にまで低下しています。ただし、国内の機械受注、家計調査などは堅調であり、1～3月期の実質GDP成長率は年率で+2.5～+3.5%が予想されます。日銀は4月27日の政策決定会合で追加の量的金融緩和策を決定しました。その内容は、長期国債購入枠の10兆円増額、ETFやREIT購入枠の追加設定など、市場の期待を上回るものだったと考えています。**米国では量的緩和が先延ばしされるなか、日銀が市場に対し適切な情報発信を継続していくことが出来れば、円安への回帰および株式相場の反発に対する期待が高まっていくと**考えています。

③ユーロ圏：周辺国の財政赤字拡大は続く

EU(欧州連合)の景気は、ドイツやフランスが健闘していることなどから、当初の予想よりも緩やかな後退にとどまっている状況ですが、足元では主要輸出先である米国や中国の景気が足踏みしていることが懸念材料とされています。消費マインドが上向いているドイツで個人消費を中心に景気が回復すれば、緊縮財政を強いられている周辺国の経済も恩恵を受けることが出来ます。ただし、**欧州における成長戦略の欠落、周辺国の財政赤字の拡大、域内格差の拡大、フランス、ギリシャ、オランダなどの政治的不透明感もあり、当面はリスク選好の動きが期待しづらい状況と**みています。

④中国・アジア：アジア経済は底打ちし、景気鈍化に対する懸念は払拭へ

中国では3月以降、新規融資残高は大きく伸び、貿易収支も再び黒字となっています。OECD(経済協力開発機構)が発表する中国の景気先行指数は2カ月連続で改善し、鉱工業生産も1～2月に底打ちしたとみられることから、**今秋の指導者交代に向けて景気対策や金融面の支援策が期待される状況**になっています。他のアジア諸国でも、韓国を除き鉱工業生産は昨年末から2月にかけて底打ちしたとみられ、労働市場も堅調な状況です。また、インドでは3年ぶりに政策金利が引き下げられ(8.5%→8%)、景気の下支え効果が見込まれます。このような状況下、**中国・アジアの景気鈍化懸念は、次第に払拭されていくと**想定しています。

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

10～12月期の実質GDP成長率は、前期比▲0.2%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、欧州景気の低迷と原材料コストの上昇が下押し圧力となるものの、輸出の持ち直しが新興国・資源国向けを中心に期待できること、大震災の復興関連需要が期待できることなどから、生産面の回復基調は持続すると予測します。個人消費は、増税論議など先行きの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ことから、緩慢ながらも回復基調が続くと予測します。

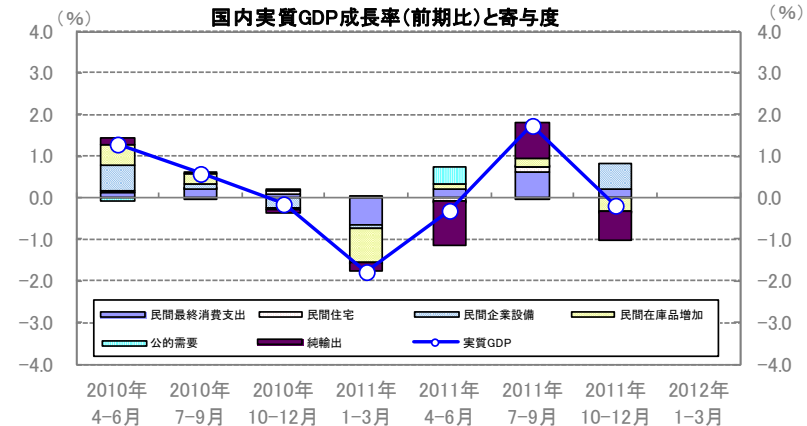
米国経済

景気の緩やかな回復トレンドが継続

1～3月期の実質GDP成長率は、前期比+2.2%と、同+3.0%だった前期に続き、11期連続のプラス成長となりました。

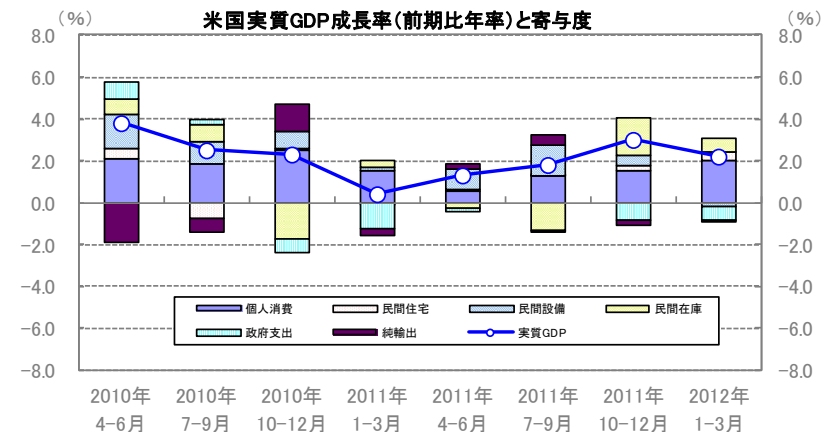
住宅市場の低迷と欧州債務問題から金融システムの脆弱さが残り、雇用回復ペースも緩やかな中、家計のバランスシート調整、ガソリン価格の上昇が個人消費回復の重しになると予測しています。しかし、FRBの低金利政策の継続、底堅い新興国経済に支えられた輸出や設備投資の回復などを背景に、緩やかな景気の回復基調が続くと予測します。FRBは、異例の低金利政策を2014年まで継続すると予測します。

国内実質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

米国実質GDP成長率(前期比年率)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

内外経済環境見通し

欧州経済

景気は財政緊縮策から低迷し
低成長を継続

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されています。ただし、ECB(欧州中央銀行)による大規模な資金供給、救済基金拡張の取組みから金融不安は沈静化しているものの、金融システムが依然として脆弱であること、周辺国中心に財政規律を重視した政策が運営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。

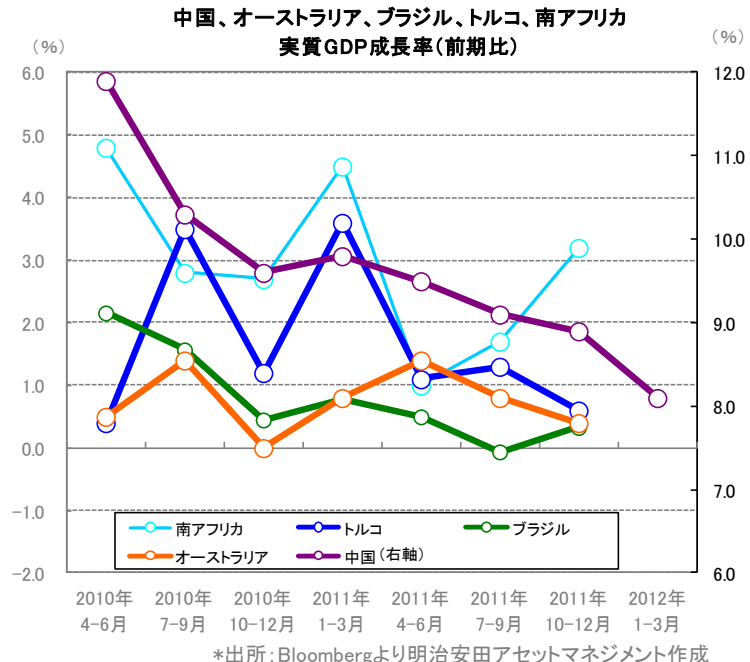
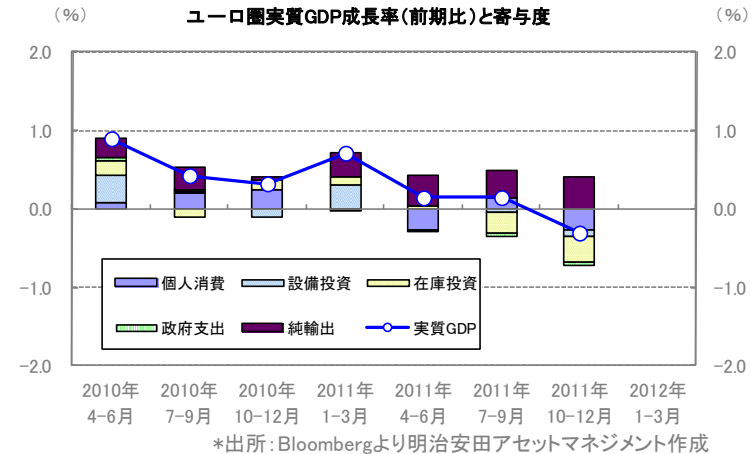
新興国・資源国経済

新興国は緩やかに景気拡大
基調を持続

【中国】3月の全人代での経済成長率目標の引き下げや1～3月期の経済成長率が前年同期比で減速していたことから鈍化観測が強まっていました。しかし足元の景気指標では鉱工業生産の増加、政府発表の製造業PMIの4カ月連続の改善などから、**景気は1～3月期がボトムであったとの見方が出ています**。堅調な米国景気、これまでの金融緩和の効果や重点育成分野への政府支援などから、**今後景気は持ち直しに転じるとみられます**。

【ブラジル】景気については**個人消費が増加**に転じていることなど明るい兆しがみられます。生産面では鉱工業生産が前年比での減少が続いていますが、自動車の生産、販売、輸出が増加していることやこれまでの**通貨高抑制策による輸出促進効果**も期待できます。

【南アフリカ】製造業生産高が前月比でプラスを維持し、PMIが引き続き50を上回る水準であることなど、**緩やかな回復傾向が続いています**。足元の**消費者物価指数は同国の目標インフレ率の上限(6%)の水準まで鈍化**しています。



各資産の投資環境見通し

10年国債利回りは月初に上昇した後、株式相場の下落を受けて低下基調

国内株式は大幅な上昇の反動から調整色の強い展開

米国・欧州ともリスク回避から金利低下へ

外国株式は利益確定の売りに押されるも下げは限定的

前月の投資環境(4月)

10年国債利回りは、3日の10年国債入札で大手銀行勢からの買いが少なかったとの思惑から、上昇して始まりました。その後は、**スペイン国債入札の不調を受けた欧州債務問題の再燃、米国雇用統計が市場予想を下回ったことなどによって、円高・株安が進行したことを受けて**ほぼ一本調子で低下し、1年半ぶりに0.90%を割り込む水準をつけました。

国内株式相場は、年明け以降の**大幅な上昇の反動から調整色の強い展開**となりました。月前半には、欧州ではスペイン国債の利回り上昇を受けて債務問題に対する懸念が再燃したこと、米国では雇用や住宅関連の経済指標を受けて景気回復の鈍化がみられたこと、外国為替相場が円高となったことなどから、下落しました。その後は、国内企業の決算発表が注目される中、国内の大型連休を控えた投資家の様子見姿勢もあり、レンジ内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。月初長期金利は一時上昇しましたが、その後は**雇用統計への失望、中国景気の鈍化、スペインを中心とした欧州債務問題の再燃などから低下しました**。ユーロ圏(ドイツ)でもドイツの経済指標は景気の底堅さがみられる内容でしたが、**スペインの財政や金融機関の不良債権問題、フランス大統領選、オランダの内閣総辞職などが警戒され、安全資産とされるドイツ国債が買われ、長期金利は低下しました**。

外国株式相場は、①米国の景気回復ペースが依然として緩やかなことが雇用統計などからあらためて確認されたこと、②スペイン国債の利回り上昇やフランス大統領選の動向が注目されたこと、③中国の成長率鈍化が懸念されたこと、などから、**利益確定売りに押される展開**となりました。ただし、**企業の1～3月期決算は総じて堅調であったことから、株式相場の下げは限定的**となりました。

《4月の市場動向》

	2012/4/30	2012/3/30	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	0.90%	0.99%	▲0.09%
米国10年国債	1.91%	2.21%	▲0.30%
ドイツ10年国債	1.66%	1.79%	▲0.13%
英国10年国債	2.11%	2.20%	▲0.09%
豪10年国債	3.67%	3.98%	▲0.31%
ブラジル9年国債	10.70%	11.12%	▲0.43%
南アフリカ9年国債	7.67%	7.88%	▲0.21%
株価指数	前月末	前々月末	前々月末比
日経平均株価	9,520.89	10,083.56	▲5.58%
TOPIX	804.27	854.35	▲5.86%
ダウ工業株30種平均	13,213.63	13,212.04	+0.01%
S&P500	1,397.91	1,408.47	▲0.75%
ナスダック指数	3,046.36	3,091.57	▲1.46%
FTSE100	5,737.78	5,768.45	▲0.53%
DAX	6,761.19	6,946.83	▲2.67%
ハンセン指数	21,094.21	20,555.58	+2.62%
為替相場	前月末	前々月末	前々月末比
米国ドル/円	79.82	82.87	▲3.68%
ユーロ/円	105.67	110.56	▲4.42%
英国ポンド/円	129.58	132.64	▲2.31%
豪ドル/円	83.25	85.73	▲2.89%
ブラジルレアル/円	41.83	45.36	▲7.78%
トルコリラ/円	45.42	46.47	▲2.27%
南アフリカランド/円	10.26	10.80	▲5.01%

※出所: Bloomberg

各資産の投資環境見通し

✓ 国内債券

相場は当面は堅調に推移とみられるが、急変するリスクも

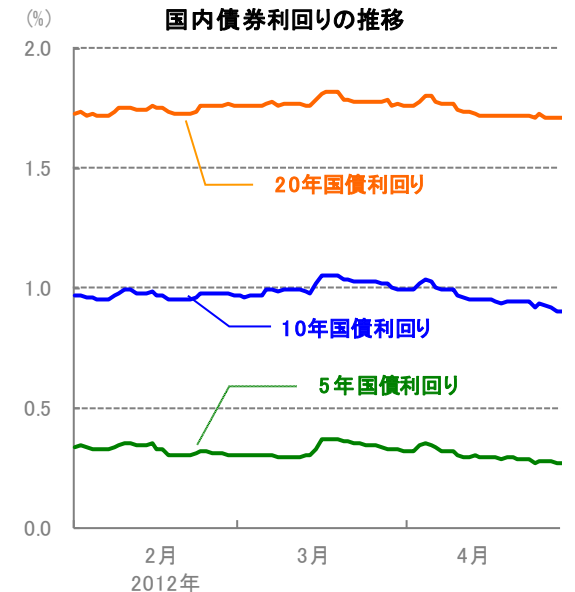
米国では、3月13日開催のFOMC(連邦公開市場委員会)の議事録発表を受けて追加金融緩和に対する期待が後退し、また予想を下回る経済指標が増えてきていることもあり、**リスク性資産にとっては逆風が吹いている状況**です。

ただし、2012年通期の経済成長率予想に関して、IMF(国際通貨基金)は米国は前年比+2.1%、日本は同+2.0%と、1月時点の予想からそれぞれ+0.3%、+0.4%上方修正したことを公表しており、経済指標の悪化は一時的との見方が大勢とみられます。

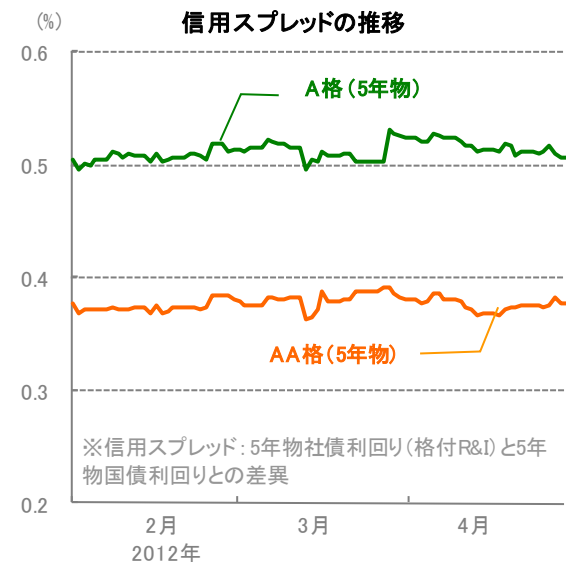
国内債券相場はこれまで株高・円安(金利上昇要因)と追加金融緩和期待(金利低下要因)を受けてレンジ内で推移していましたが、**株式相場が調整局面に入っていることや年度始の投資家の買い増し需要を背景に、当面は堅調に推移する**と考えます。

ただし、足元の債券相場は追加金融緩和期待や好需給などが反映され、既に長期保有に耐えうるとは言い難い水準まで金利が低下していることから、追加金融緩和策の材料出尽くし感などで急変するリスクをはらんでいます。

4月27日の日本銀行の政策決定会合で追加金融緩和が決定されたこともあり、今後の債券相場の動向には注意が必要であると考えます。



*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

企業業績を材料に一進一退の展開に

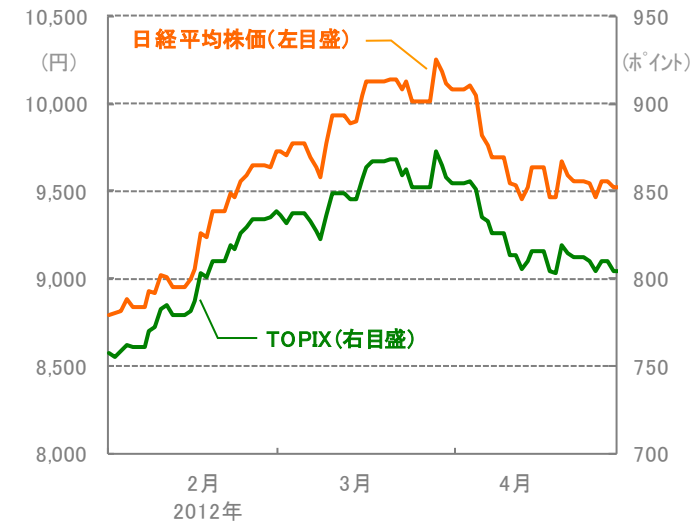
国内株式相場は、企業の決算発表が本格化する時期を迎え**企業業績を注視しながら一進一退の展開を予想**しています。

米国経済は引き続き堅実な回復が続けるとみられますが、一方、欧州では景気は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。
国内株式相場は、既に4月に入って大きく調整していることから、現在の水準からはむしろ上昇余地の方が大きいと分析しています。

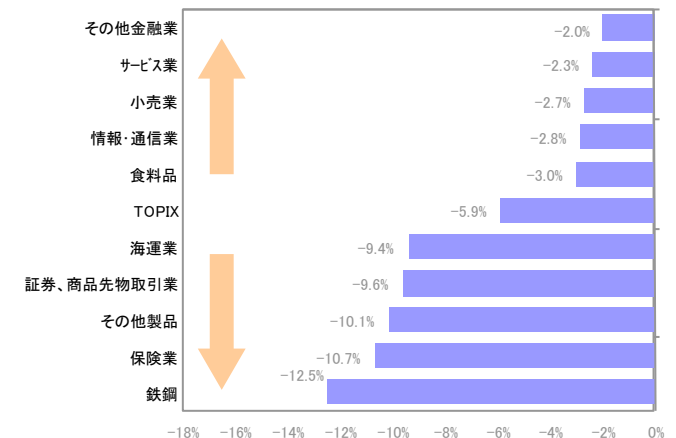
TOPIXのレンジは780から880ポイントと予想しています。

日経平均株価、TOPIXの推移



業種別騰落率

2012年3月末～2012年4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・欧州とも長期金利は低位での推移を予想

米国では、景気は緩やかな回復過程にあります。雇用回復に遅れが出る可能性や製造業では新規受注に比べて在庫が増加していることなど、一時的な減速状態に入っているようにみえます。また中国など新興国の景気鈍化も懸念されていることに加え、FRB議長の発言から追加金融緩和の可能性は残るとみえています。長期金利は、低下余地は限定的ながらも当面は低位での推移を予想しています。

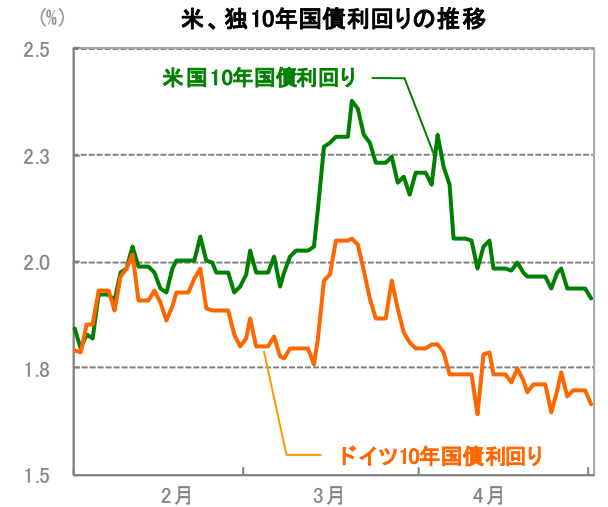
ユーロ圏(ドイツ)ではスペインやイタリアなどの債務問題の再燃、欧州各国の政治的不透明感の強まり、今後予想される緊縮財政による景気の下押し圧力などから、長期金利は10年国債利回りで2%を下回った低位で推移するとみえています。

新興国・資源国金利

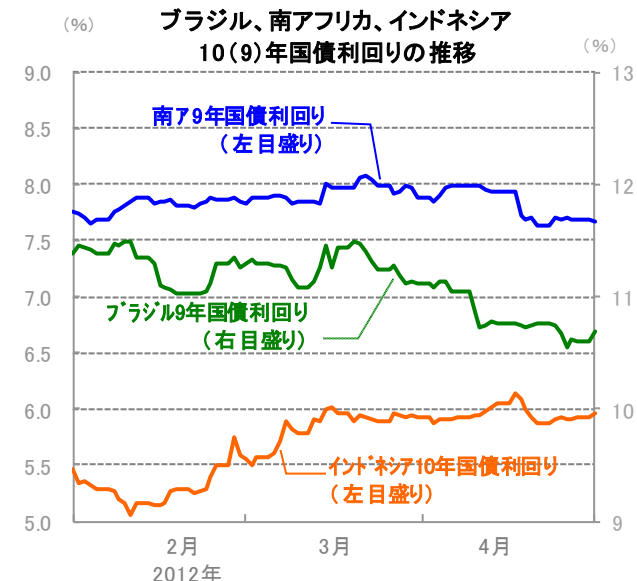
【ブラジル金利】国内景気への配慮や自国通貨高抑制から0.75%の利下げが実施されました。政策金利が過去最低水準に近いことから利下げ打ち止めとの見方も出ましたが、公表された金融政策委員会議事録から利下げ余地が残るとの見方が強まっており、市場金利は追加利下げを織り込む動きになるとみられます。

【インドネシア金利】市場金利は、燃料価格引上げが先送りされましたが、補助金付燃料の使用制限が検討されるなど、燃料価格の先行き不透明感から、低下が見込みづらい状況にあります。政策金利については、外部環境に懸念は残りますが、中央銀行が引き締め姿勢をみせていることから、当面は据え置かれるとみえています。

【南アフリカ金利】同国国債が世界国債インデックスに採用される可能性が発表され、債券需要の拡大が見込まれることから、市場金利は短期的には低下余地を探る動きになるとみられます。ただし、政策金利が当面維持されると考えられ、市場金利の低下余地は限定的とみえています。



*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

銘柄ごとのパフォーマンス格差は拡大傾向が継続

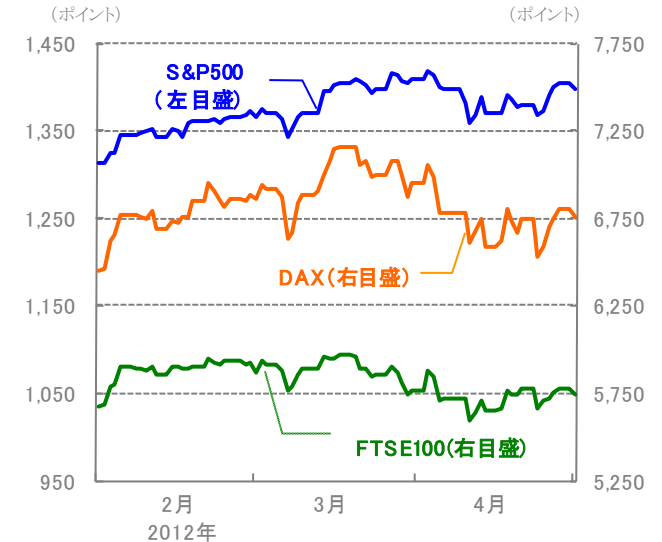
世界経済は、先進国の財政緊縮推進のもとで緩やかな成長が続く中、追加金融緩和期待や新興国の金融緩和の広がりが株式相場を支える構図が続くものと考えられます。

ただし、投資家心理は景気見通しに左右されやすく、①米国では、ガソリン価格の動向と雇用や住宅市場の回復ペース、②欧州では、周辺国の財政赤字の改善状況や今後の選挙の行方、③新興国では、中国の景気動向、などを巡って市場変動率が高まる局面も予想されます。

一方、企業業績については、当初は年後半を中心とした業績の伸びが見込まれていただけに、**足元の四半期決算発表を受けた利益確定による売り圧力は限定的で、年後半にかけての業績回復期待は継続している**とみています。

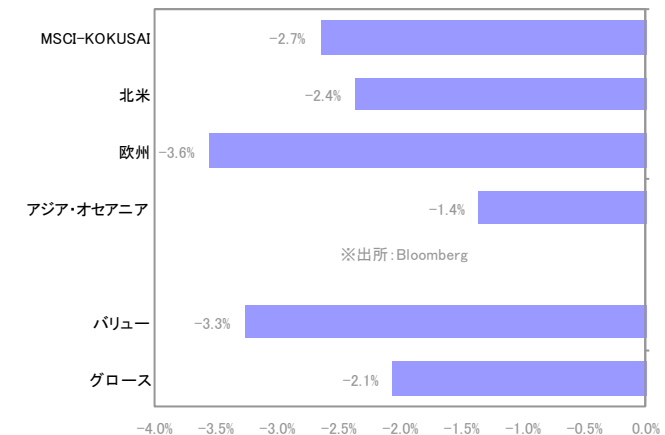
低成長下では、事業環境に加えビジネスモデルや経営戦略、競争力などの違いによる業績格差が広がりやすい環境にあることから、**個別銘柄ごとの株価パフォーマンスのバラツキは拡大する傾向が続く**と予想されます。

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
2012年3月末～2012年4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

対円でドルはレンジ内で推移、
ユーロは弱含み横ばい

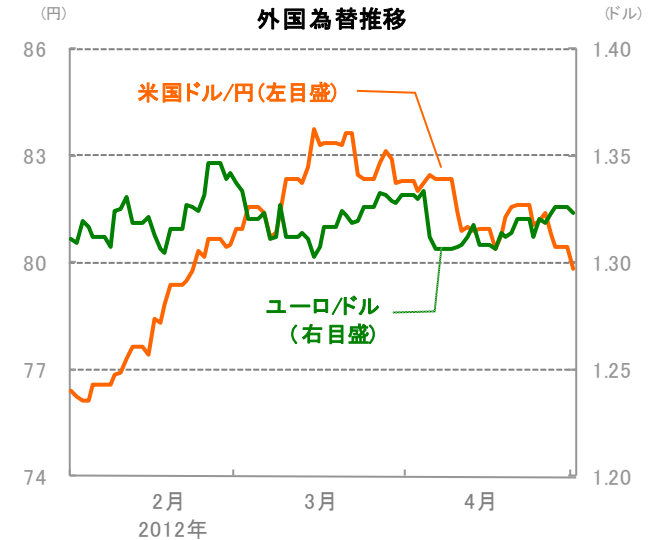
ユーロ/ドル: 米国では景気鈍化と金利低下、欧州では債務問題の長期化と高債務国への警戒感から、**動意に乏しい展開**を予想しています。
ドル/円: 米国の追加金融緩和観測が残る一方で、日銀の追加緩和の実施などもあり**レンジ内での推移**を予想しています。
ユーロ/円: 欧州の政治情勢や債務問題への懸念などから、**弱含み横ばいの展開**を予想しています。

新興国・資源国通貨

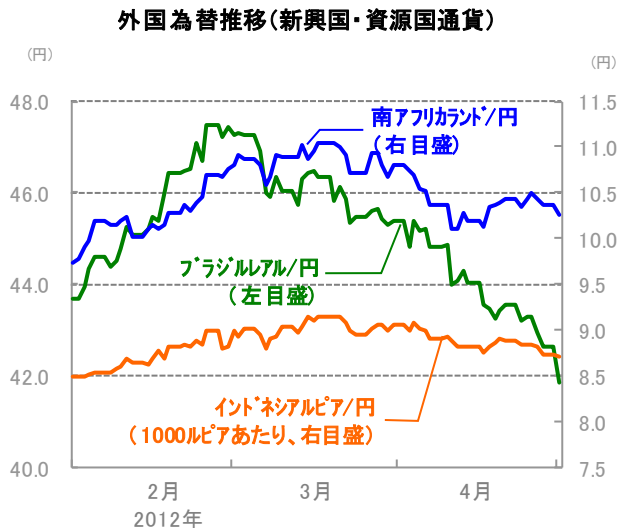
【ブラジルレアル】自国景気や中国景気の持ち直し観測はあるものの、欧州債務問題の再燃、政府の継続的な自国通貨高抑制策、追加利下げ観測などから**投資家は慎重姿勢を続けると予想され上値の重い展開が続く**とみています。

【インドネシアルピア】中央銀行による通貨や国債の買い支え、国債の格上げが期待される一方、燃料価格の先行き不透明感を受けたインフレ観測の高まり、投資家心理の悪化を受けた海外への資本流出などに対する懸念が残ることから、**上値の重い展開**になるとみています。

【南アフリカランド】海外投資家の同国**国債に対する運用ニーズ**を背景に**堅調に推移**するとみられますが、欧州債務問題に対する懸念が再燃していることもあり、**上値は限定的**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

- 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.