

投資環境見通し（2012年6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ギリシャ、スペインが抱える問題の今後

仮にギリシャが昨今の報道のようにユーロ圏から離脱すると、同国経済は、国民1人当り所得の減少、失業率の上昇、輸入物価上昇による急速なインフレ進行など、悲惨な状況に陥ると予想されます。しかしEU(欧州連合)、ECB(欧州中央銀行)、IMF(国際通貨基金)などの金融支援なくして、ギリシャが財政赤字を埋める手段は、現実的にはないとみられ、**ギリシャ政府がEUから金融支援の必要条件である財政緊縮の基準緩和を引き出すことで最終的には合意するとみられます。**

スペインの金融機関の不良債権比率は8%台半ば近くまで上昇し、各銀行は損失引当金を積み増す必要に迫られています。スペイン政府が、自力での資金調達が困難な金融機関のために十分な資金を確保できるかどうか市場の不安材料となっていますが、足元のスペイン国債の利回りが高止まりしていることなどから、事態収拾の**当面のメドは6月下旬のEU首脳会議、7月中旬のEU経済・財務相理事会とみられています。**

②米国景気の改善の見通し

米国では、5月初旬の雇用統計をはじめ、市場予想を下回る景気指標が続きました。欧州債務問題の再燃もあり、10年国債利回りは1.5%台まで低下し、S&P500指数は1,300ポイント近辺と調整しています。家計が消費を抑制するため景気鈍化が進むとの見方も広がりましたが、1~3月期の民間消費は+2.9%と伸びており、新車販売も好調な状況です。住宅関連指標は底打ちを示しており、特に新築住宅販売は好調で春の受注が予想を大きく上回ったと言われています。更に、**足元の原油価格の調整は、ガソリン価格の下落に繋がることなどから、米国の個人消費にとって追い風**と言えそうです。

③中国経済持ち直しの可能性

5月に発表された中国の経済指標(小売販売高、鉱工業生産、輸出・輸入額、海外直接投資など)の伸び率は鈍化しています。これに対し、温家宝首相は「安定成長を一段と重要な位置に据える」と発言、早速、景気対策として省エネ家電への補助金政策が発表され、預金準備率も0.5%の引き下げが決定されました。景気対策の案は引き続き国家発展政策委員会で討議されているため、**今後、融資増加、エコカー補助金の継続などの施策が打たれるとみられます。**そうしたことから、**今年後半には経済成長は8%台半ばとなり、世界景気の下支えになると想定しています。**

④国内株式は外部環境に左右される

国内株式は割安感が強まっていることから、以上のような外部環境の不透明要因が解消すれば日経平均株価は9,000円台を回復する**可能性は高い**と考えられます。ただし、米国と中国の景気動向の改善が確認できるのも早く7月頃であると考えられることから、**米国の景気改善による金利上昇、日米金利差の拡大による円安、日銀の追加緩和期待、中国の4~6月期実質GDPの発表、EU財務相会議など、反発のきっかけが出てくるのは7月中旬頃とみています。**なお、6月中旬にも、ギリシャの総選挙、EU首脳会議、FOMC(米国連邦公開市場委員会)などを材料に買戻される可能性はありますが、国内株式の調整期間は過去2年でみると4~6カ月を要していることから、日柄からみて反発にはやや不十分と考えられます。日本の良好なファンダメンタルズを勘案しても相場調整の期間は4カ月程度と考えると、**7月頃からは反発を期待できそうです。**

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

1～3月期の実質GDP成長率は、前期比+1.0%と、3期連続のプラス成長となりました。

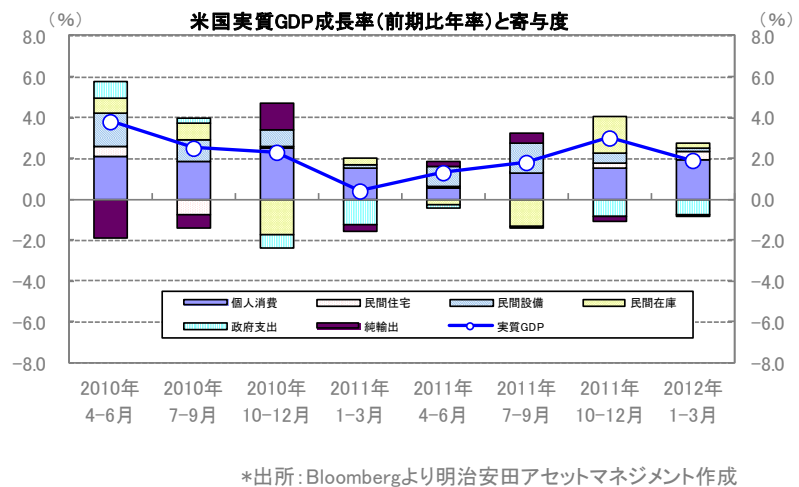
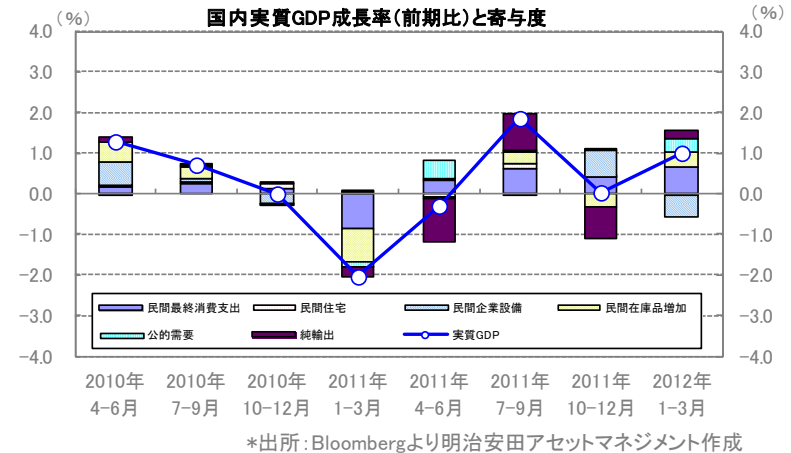
国内景気は、欧州景気の低迷と円高の影響が下押し圧力となるものの、欧州債務問題の落ち着きとともに、輸出の持ち直しが新興国・資源国向けを中心に期待できること、震災復興関連需要が期待できることから、生産面の回復基調は持続すると予測します。個人消費は、増税論議などの先行き不透明感が家計マインドの重しになるものの、雇用環境の緩やかな改善が想定されるため、緩慢ながらも回復基調が続くと予測します。

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+1.9%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が個人消費回復の重しになるとみています。ただし、FRB(連邦準備制度理事会)の低金利政策持続、概ね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継続すると予測します。FRBは、異例な低金利政策を2014年まで継続すると考えます。



内外経済環境見通し

欧州経済

景気は財政緊縮策から低迷

1～3月期の実質GDP成長率は、前期比+0.02%と、2011年7～9月期以来2期ぶりのプラ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。ただし、ギリシャの政情不安の長期化が懸念されること、スペインをはじめ金融システムが極めて脆弱であること、周辺国中心に成長戦略の具体案が不透明な中で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。

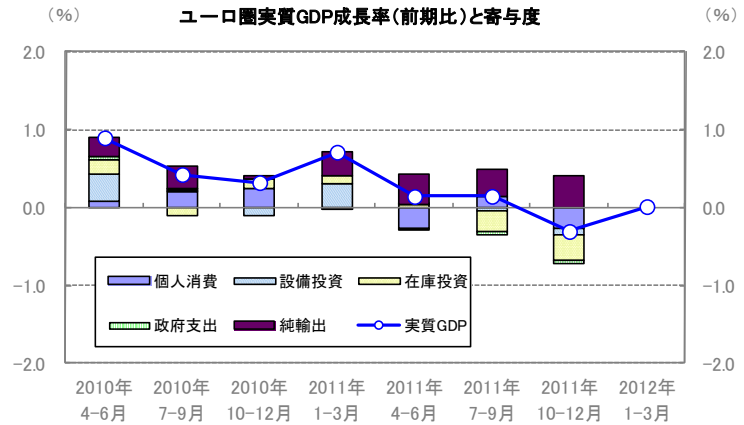
新興国・資源国経済

新興国は緩やかに景気拡大基調を持続

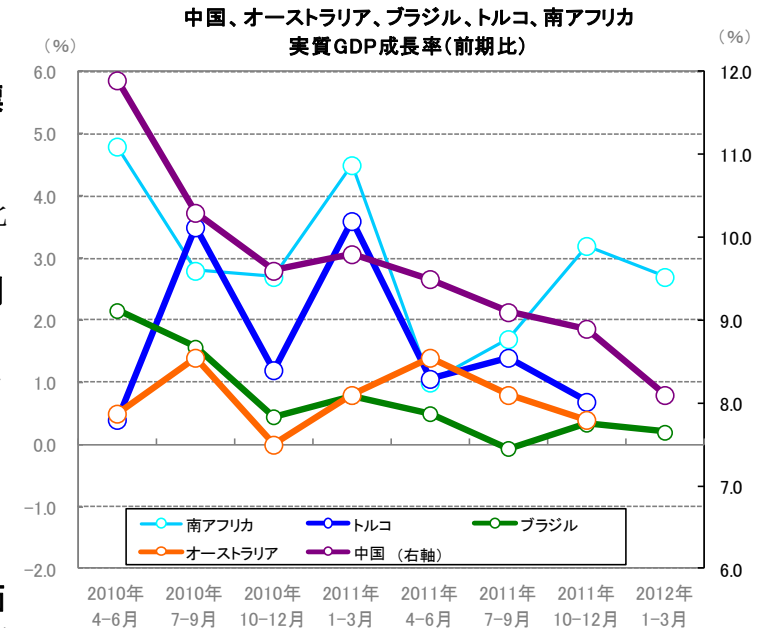
【中国】このところ発表された複数の製造業PMIが低下しており、景気の減速を裏付ける結果となっています。欧州景気悪化の影響から輸出入とも予想以上の減少がみられます。中国政府は3月の全人代において示した目標経済成長率(7.5%)を事実上8.0%まで引き上げるとの観測が浮上しており、今後の景気対策が注目されます。

【ブラジル】景気については1～3月期実質GDPが前期比+0.2%と小幅の増加にとどまり、足下でも個人消費関連の指標を除き、停滞がみられます。利下げによる景気刺激や減税、自国通貨安による輸出増が期待される一方で、中国など新興国の景気減速による資源需要の後退も懸念され、回復は緩やかなペースにとどまるとみられます。

【南アフリカ】1～3月期実質GDPは前期比年率で+2.7%と欧州債務問題の影響による景気減速が確認されましたが、PMIが引き続き50を上回る水準で推移するなど、景気の緩やかな回復傾向が続いています。消費者物価指数は目標インフレ率の上限(6%)近辺で推移しています。



*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

各資産の投資環境見通し

日本の10年国債利回りは
0.8%台で推移

国内株式は外部環境の不透明感から大幅下落

外国債券は安全資産を選好する動きから米独ともに金利は低下

外国株式は世界景気の先行き不透明感が高まり下落

前月の投資環境(5月)

10年国債利回りは、欧州債務問題の再燃から金利低下余地を探る展開となりました。フランス大統領選やギリシャ総選挙の結果を受けて欧州債務問題の深刻化に対する懸念が広がり、国内外の株式相場や国際商品市況は軒並み下落基調となりました。一方、市場金利は低下基調となり、10年国債利回りは月初から0.9%を下回り、0.8%台での推移が続きました。

国内株式相場は、**米国では雇用統計の内容を受けて景気減速懸念が広がったこと、欧州では選挙結果を受けて高債務国の財政健全化が停滞するとの見方が広がったことやスペインで金融システム不安や財政悪化懸念が高まったことなど債務問題が拡大し、中国では景気の減速傾向がみられたことに加えて、円高ユーロ安が進んだこともあり、大幅に下落しました。**

米国では長期金利は大幅に低下しました。発表された経済指標は強弱まちまちでしたが、ギリシャの政情不安やユーロ圏離脱の可能性に関する報道、スペインの金融システム不安などから**安全資産とされる米国債に対する需要が高まり、10年国債利回りは1.6%近辺まで低下しました。**ユーロ圏(ドイツ)でもドイツの経済指標に陰りがみられたことや欧州の債務問題、混乱する政治情勢などから**安全資産とされるドイツ国債が買われ、長期金利は10年国債利回りで1.2%近辺まで低下しました。**

米国では雇用や製造業関連の経済指標に鈍化がみられた一方、住宅関連指標には改善がみられるなど**景気がまだら模様であることが確認されました。**また、欧州ではギリシャのユーロ圏離脱に対する懸念やスペインの金融システム不安に加えて、債務問題の解決策を巡る独仏の結束の綻びが懸念されたこと、中国でも経済成長ペースの鈍化が確認されたことなど、**世界景気の先行き不透明感が高まり株式相場は下落しました。**

《5月の市場動向》

	2012/5/31	2012/4/30	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	0.82%	0.90%	▲0.07%
米国10年国債	1.56%	1.91%	▲0.36%
ドイツ10年国債	1.20%	1.66%	▲0.46%
英国10年国債	1.57%	2.11%	▲0.54%
豪10年国債	2.92%	3.67%	▲0.75%
ブラジル9年国債	10.25%	10.70%	▲0.45%
南アフリカ9年国債	7.75%	7.67%	+0.08%
株価指数	前月末	前々月末	前々月末比
日経平均株価	8,542.73	9,520.89	▲10.27%
TOPIX	719.49	804.27	▲10.54%
ダウ工業株30種平均	12,393.45	13,213.63	▲6.21%
S&P500	1,310.33	1,397.91	▲6.27%
ナスダック指数	2,827.34	3,046.36	▲7.19%
FTSE100	5,320.86	5,737.78	▲7.27%
DAX	6,264.38	6,761.19	▲7.35%
ハンセン指数	18,629.52	21,094.21	▲11.68%
為替相場	前月末	前々月末	前々月末比
米国ドル/円	78.32	79.82	▲1.88%
ユーロ/円	96.84	105.67	▲8.36%
英国ポンド/円	120.64	129.58	▲6.90%
豪ドル/円	76.23	83.25	▲8.43%
ブラジルリアル/円	38.71	41.83	▲7.44%
トルコリラ/円	41.91	45.42	▲7.73%
南アフリカランド/円	9.19	10.26	▲10.44%

※出所: Bloomberg

各資産の投資環境見通し

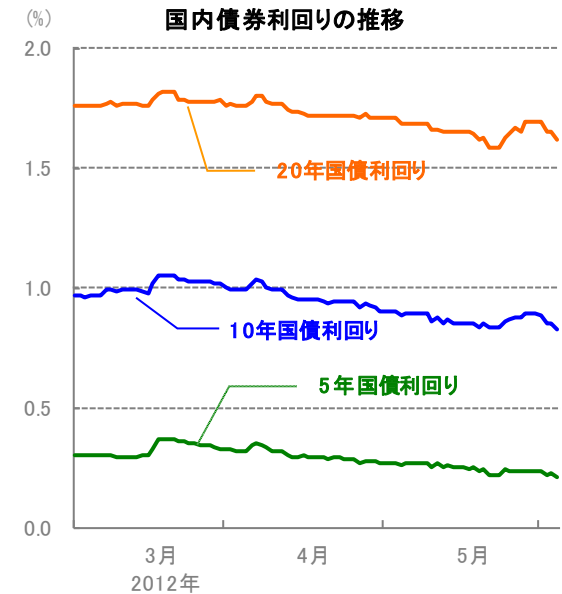
✓ 国内債券

当面は金利は上昇しづらいと予想

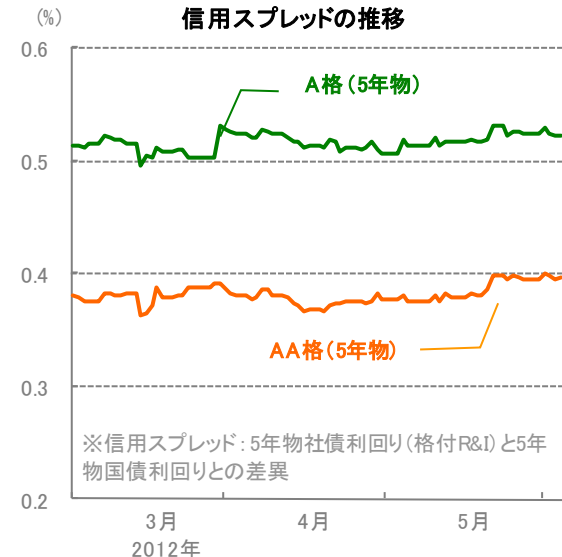
6月の国内債券市場は、引き続き海外要因に左右される展開を予想しています。

欧州では、ギリシャのユーロ圏離脱に対する懸念が残る中、6月17日のギリシャ議会再選挙の結果が注目されます。また米国では19～20日のFOMCにおいて、6月で終了予定となっているオペレーション・ツイスト(FRBが保有する残存期間の短い国債を期間の長い国債に入れ替えることで、長期金利の低下を促す)についての判断が示されると予想されています。これらのことから、6月は中旬以降にひとつの正念場を迎えそうです。足元では、**これまでの金利低下や株価下落の巻き戻しの動きが出てくる可能性もありますが、調整の域にとどまるとみています。**

国内の投資家動向については、4月以降の金利低下によって、計画通りの債券積み増しができていない投資家層も多いとみられ、基本的には押し目買いスタンスとなることが考えられます。**10年国債利回りでの0.8%台は既に相場の過熱感が強まっていると考えられますが、こうした投資家動向を背景に当面は金利は上昇しづらいとみています。**



*出所: Bloombergより明治安田アセットマネジメント作成



※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

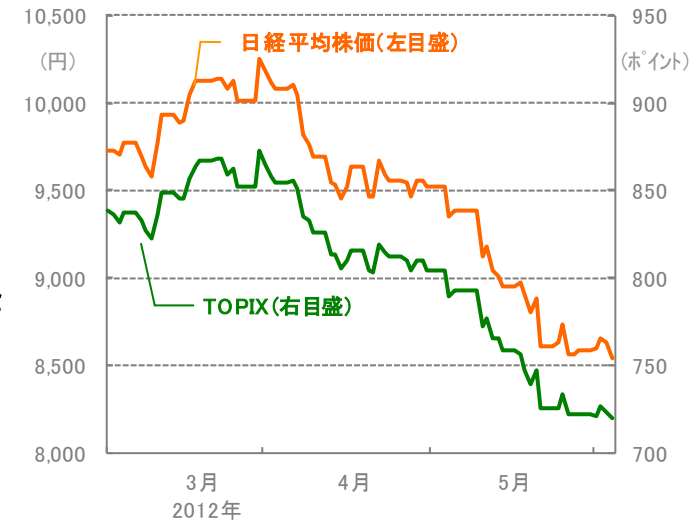
上昇余地が大きい国内株式
は反発のタイミングを模索する
展開へ

6月の国内株式相場は、海外情勢を注視しつつ**反発のタイミングを模索する**展開を予想しています。

中国経済については、欧州景気の減速の影響から**輸出の減少が鮮明**となっています。一方、**米国では短期的には設備投資や雇用の伸びの鈍化が考えられますが、年後半にかけて経済成長率の回復が予想**されます。また、国内でも自動車生産の正常化や力強い回復をみせる個人消費などから、**経済成長率が2%に達する可能性があり、企業業績については20%を超える大幅増益が期待**されます。

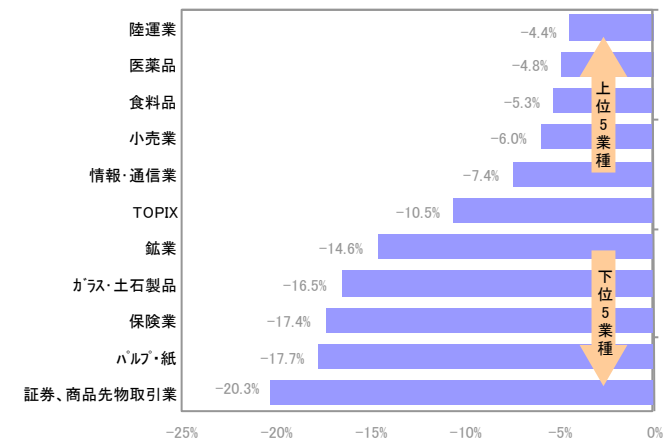
これらのことから、国内株式相場は、直近の株価下落で**割安感が強まっており、今後の上昇余地は大きい**と考えています。TOPIXは700～800ポイントで推移すると予想します。

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
2012年4月末～2012年5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

安全資産へのシフトから金利
低下基調は継続

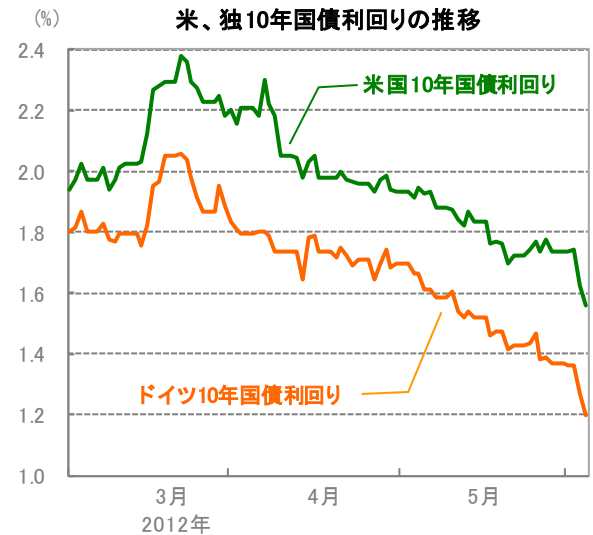
米国では金利上昇圧力が限定された状況が続くとみています。現在の長期金利は米国経済・財政のファンダメンタルズからは説明が難しい水準にあるとみられますが、**世界的な景気減速、ギリシャ情勢の不透明感の高まりや欧州債務問題の悪化などから、当面緩やかな低下基調になるとみています。**ユーロ圏(ドイツ)でも長期金利は歴史的な低水準にありますが、欧州の問題については先行き不透明感が強く、世界的な景気減速が広がりつつある中、**投資家のリスク回避の動きや高水準に積み上がった金融機関の超過準備などが安全資産に向かう状況が継続するとみています。**

新興国・資源国金利

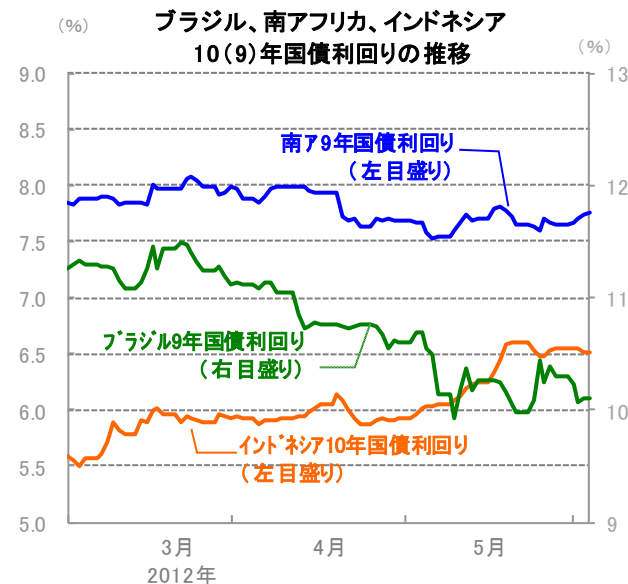
【ブラジル金利】国内景気への配慮から**0.5%の利下げが実施**されました。政策金利が過去最低水準を更新してはいますが、物価上昇率も落ち着いており、今後も景気次第では追加措置も考えられます。**市場金利は追加利下げを織り込む動きをみせており、低下余地を探る動きになるとみています。**

【インドネシア金利】市場金利は、投資家のリスク回避を受けた海外投資家による証券投資資金の流出や期待インフレの高止まりなどもあり、**上昇圧力がかなりやすくなっています。**政策金利は、直近の**消費者物価上昇率が鈍化**したことや、国内景気への配慮から、据え置かれるとみています。

【南アフリカ金利】国債が世界国債インデックスに採用される可能性の発表を受けた**債券需要の拡大**が見込まれますが、**欧州債務問題の動向次第では高金利通貨建ての債券需要が減退**することも想定されることから、市場金利はレンジ内での推移にとどまるとみています。



*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

外国株式相場は方向感に欠ける展開が続く

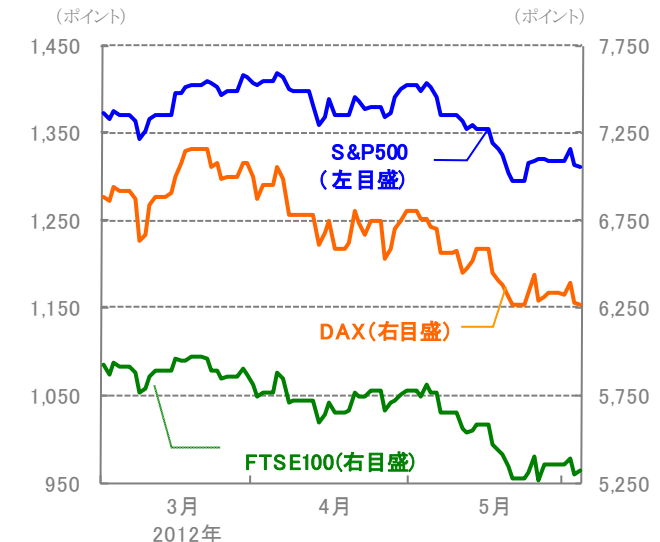
6月の外国株式相場は、欧州各国の緊縮的な財政運営による景気へのマイナス効果に対する懸念と、世界的な金融緩和の動きの広がりによる景気浮揚効果に対する期待が交錯し、**方向感に欠ける展開**が続くとみています。

当面の懸念材料としては、①企業経営者の景気への見方が悪化し、設備投資が一段と抑制されること、②ギリシャのユーロ圏離脱やユーロ圏諸国の結束の綻びが深刻化すること、③新興国の景気が一段と悪化すること、などが考えられます。

但し、足元の外国株式相場は既に前述のような懸念を背景とした悲観的なシナリオを織り込んだとみられ、①**今後発表される景気指標に明るい材料がみられた場合**、②**追加金融緩和期待が高まっていく場合**、③**ギリシャの動向に対する懸念を緩和する材料がみられた場合**、などでは、急速に反発に転じる可能性も予想されます。

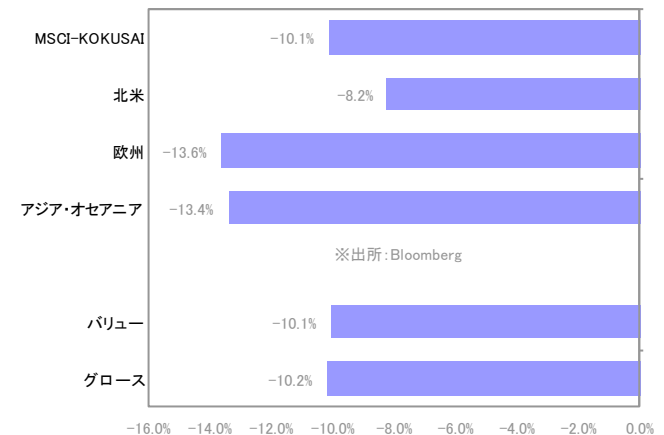
世界経済が低成長下にある中、企業ごとの事業環境、ビジネスモデル、経営戦略、競争力などの違いによる業績格差が広がりやすい環境にあることから、個別銘柄ごとの株価パフォーマンスのバラツキは拡大する傾向が続くものと分析しています。

S&P500, DAX, FTSE100の推移



2012年
*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4月末～2012年5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

ユーロは政治情勢、欧州債務問題への懸念などから弱含み

ユーロ/ドル:ギリシャの政治的混乱やユーロ圏離脱に対する懸念などから**ユーロ安圧力が続く**とみられますが、米国でも追加緩和の可能性があることから、欧州債務問題が沈静化する場面ではドル安圧力がかかる可能性が残ります。

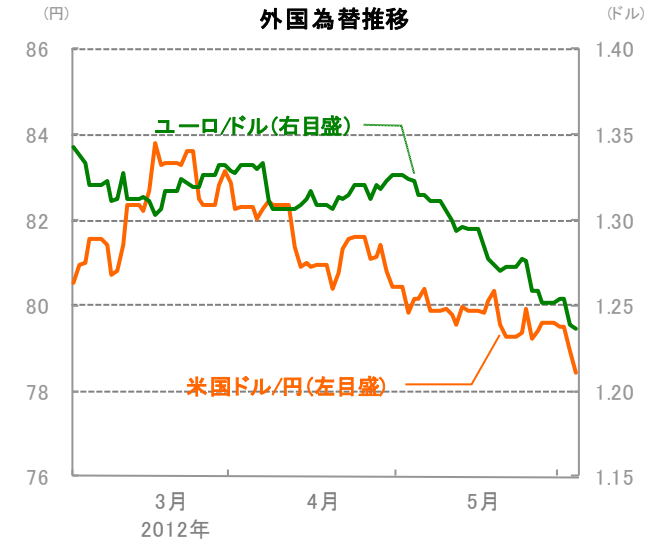
ドル/円:米国では追加金融緩和の観測が残る一方、日本政府・日銀の円売り介入や追加緩和実施の可能性もあり、**レンジ内での動きにとどまる**とみられます。
ユーロ/円:ユーロは欧州の政治情勢や債務問題に対する懸念から、**弱含みの展開**が予想されます。

新興国・資源国通貨

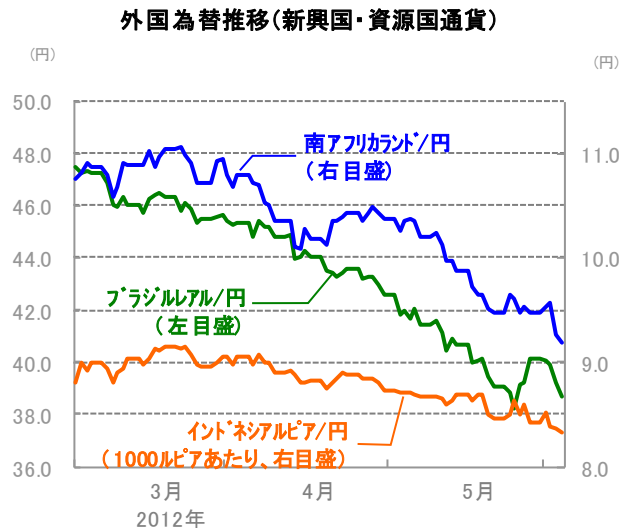
【ブラジルレアル】これまで輸出増による自国通貨安政策が継続されてきましたが、**2.0レアル/ドル近辺を下回った水準で自国通貨買いの為替介入を実施**していることや中央銀行幹部の「レアル安は行き過ぎ」との発言などから、**通貨当局の望む当面の下限が示された**とみられます。ただ、金利に低下余地があるとみられることや軟調な資源価格に加え、同国の景気回復が緩やかなものになるとの見方から、**緩やかな上昇にとどまる**とみられます。

【インドネシアルピア】欧州債務問題の深刻化、世界的な景気減速を受けた**輸出の鈍化から貿易収支が赤字**に転じるなど、足下では**下落圧力**がかかっています。中央銀行による**自国通貨買いや流動性吸収による金融引き締め**が下支えするとみられるものの、**上値の重い展開**になるとみています。

【南アフリカランド】欧州債務問題を巡る不透明感が**下落要因**と考えられますが、海外投資家の同国債に対する運用ニーズは根強いと考えられることから、**下値は限定的**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.