

投資環境見通し（2012年9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

一般社団法人日本投資顧問業協会会員／社団法人投資信託協会会員

投資戦略のポイント

①米国景気は再び回復基調へ

米国の4～6月期実質GDPは前期比年率+1.7%、個人消費も+1.7%となり、回復ペースの鈍化は限定的でした。また、雇用統計、小売売上高、鉱工業生産など、8月に発表された経済指標は堅調なものが多く、特に**住宅関連指標についてはいずれも伸びており、前年比で回復基調に入っているとみられます**。このような状況下でも、バーナンキFRB(連邦準備制度理事会)議長は、「必要に応じて追加緩和を検討する」と繰り返し発言しています。ただし、**9月のFOMC(連邦公開市場委員会)では「QE3(量的金融緩和第3弾)」は見送られ、異例の低金利政策の期間延長を打ち出すにとどめる可能性が高いとみています**。また、今年末にはいわゆる「財政の崖(大型減税策の期限切れと強制的な予算削減に伴う急激な財政緊縮状態)」が懸念されていますが、審議は11月の大統領選後に先送りされると予想しています。

②ECBによる南欧国債購入に対する期待を受けた強気相場は小休止へ

欧州経済は、引き続き厳しい状況にあるといえます。ユーロ圏の4～6月期実質GDPが前期比年率-0.7%とマイナス成長となったほか、製造業PMIや消費者信頼感等も弱く、夏場からはドイツ、フランスの景況感も悪化しています。中国向けの輸出停滞や財政緊縮による支出削減などで、景気改善の兆しはみられません。**9月は欧州債務問題に対して、ECB(欧州中央銀行)理事会、ドイツ憲法裁判所でESM(欧州安定メカニズム)条約の合憲性についての判断、オランダ総選挙など、大きなイベントが続きます**。またスペインについては、月末までに金融機関に対するストレステストの結果が公表されるほか、国債価格下げの可能性もあります。このような中、EFSF(欧州金融安定ファシリティ)およびESMによるスペイン国債等の購入、ECBがSMP(証券購入プログラム)による債券購入を実施できるか、などが注目されます。

③日本株は引き続き外部要因の影響を受ける展開

4～6月期実質GDPは前期比+0.34%と減速しました。**機械受注、鉱工業生産、家計調査などの指標が伸び悩んでいることに加え、7月の輸出額が欧州や中国の景気減速を受けて減少するなど、国内でも景気減速感が強まっているとみられます**。株式相場は、景気や企業業績が材料となりにくい状況下で、引き続き外部要因の影響を受ける展開になりそうです。欧州の政治イベントや中国の景気回復の遅れから、日経平均株価は当面は上値の重い展開が続きそうですが、中期的には**米国景気回復、円高リスクの後退に加えて、配当利回りの高さと潤沢な企業の手元流動性などが評価され、年末に向けて9,300～9,500円を目指す展開になるとみています**。また、日銀が積極的に市場と対話しながら緩和策を進めれば株式相場にとってのプラス材料と評価される一方、衆議院の解散総選挙をめぐる政治空白、「税と社会保障の一体改革」の後退などはマイナス材料と考えられます。

④中国の景気回復は遅れる可能性

上海総合株価指数が5月初めから下落を続けています。こうした中、中国政府は5月後半から景気対策を打ち始めましたが、**鉱工業生産、固定資産投資などの指標には効果がまだみられず、日本、米国、オーストラリアなどの中国事業でも、経済指標以上に景気減速感が現れているとみられます**。市場参加者が期待する経済成長率8%の達成は困難で、7%台にとどまる可能性が高まっています。こうした中、不動産価格は上昇し始めていることから、資産インフレにつながらないような公共投資等の対策が重要と考えます。

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

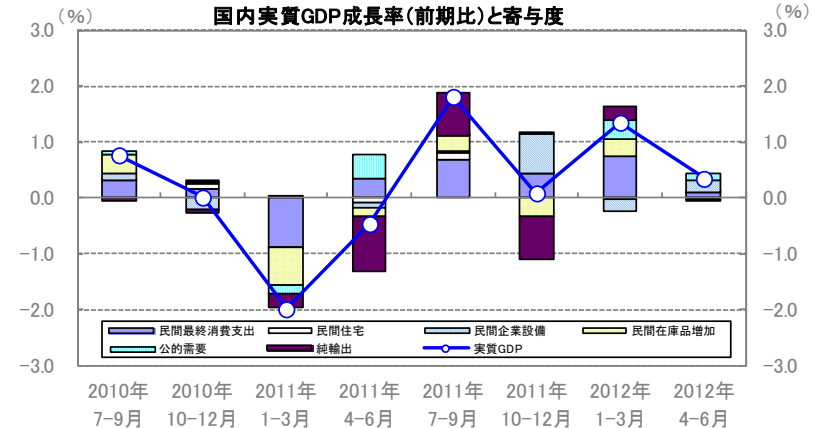
4～6月期の実質GDP成長率は、前期比+0.34%と、前期に続き、4期連続のプラス成長となりました。国内景気は、欧州景気の低迷と円高の影響が下押し圧力となりますが、欧州問題に対する懸念が落ち着くとともに、新興国・資源国向けを中心に輸出の緩やかな持ち直しが期待できること、大震災の復興関連需要が下支えすることから、生産面の回復基調は持続すると予測します。個人消費は、エコカー補助金の効果は剥落するものの、雇用環境の緩やかな改善が想定されるため、緩慢ながらも回復基調が続くと予測します。

米国経済

景気の緩やかな回復トレンドが続く

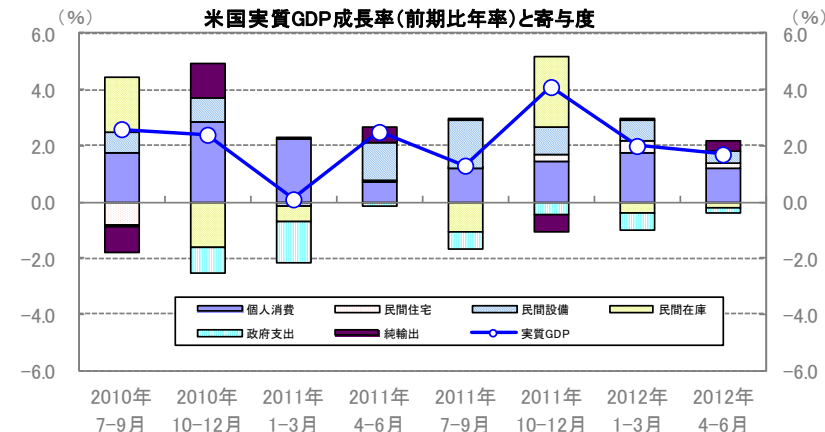
4～6月期の実質GDP成長率は、前期比年率+1.7%と、同+2.0%だった前期に続き12期連続のプラス成長となりました。欧州債務問題の影響で金融システムに脆弱さがみられ、家計のバランスシート調整も続くなか、雇用回復ペースの遅れが個人消費回復の重しになると予測します。ただし、FRBのツイストオペの延長、新興国経済の緩やかな回復に支えられた輸出や設備投資の持ち直し、住宅市場の底入れがみられるなど、緩やかな景気の回復トレンドが継続すると予測します。FRBは、異例の低金利政策を2014年後半まで継続すると予測します。

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成長が続く

4～6月期の実質GDP成長率は、前期比▲0.18%と、同+0.01%だった前期から、さらに減速しました。新興国経済の緩やかな持ち直しやユーロ安による輸出に対する恩恵が、欧州景気の下支えとして期待できます。ただし、ギリシャの政局不安の再燃が懸念されること、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、周縁国を中心に成長戦略の具体案が不透明な中、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。

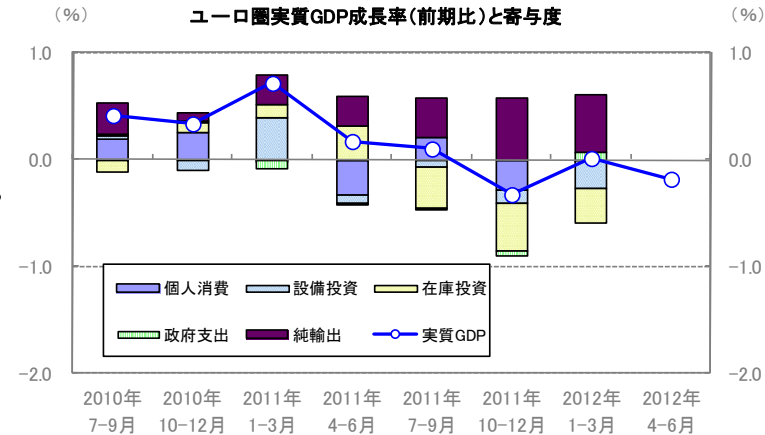
新興国・資源国経済

新興国は緩やかに景気拡大基調を持続

【中国】鉱工業、製造業PMIなどの生産関連、個人消費関連の指標ともに減速が続いています。欧州の景気後退の影響から輸出総額は減少し、対中直接投資の減額もみられるなど、全般に鈍化が続いています。しかし消費者物価の落ち着きから追加金融緩和の余地があることや、公共事業などの景気刺激策の増加が見込まれ、今後発表される経済指標が注目されます。

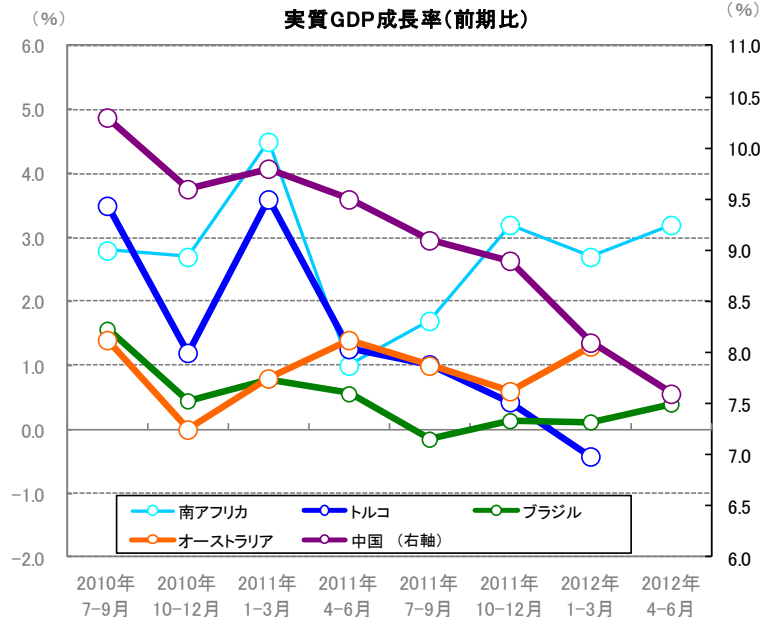
【ブラジル】ブラジルでは、景気の鈍化が続いていますが、個人消費関連の指標に明るい兆しがみられることや、実質GDP成長率の先行指標とされる月次の経済活動指数が改善を続けていることなど、これまでの約1年にわたる利下げの効果が浸透しつつあるようにみえます。財政政策面からの景気下支えも続けられていることや、海外からの直接投資資金の流入も続いていることから、景気の最悪期は脱しつつあるものと思われます。

【南アフリカ】製造業生産高が前月比でマイナスとなった一方、小売売上高は持ち直しがみられました。4～6月期実質GDPは+3.2%（前期比年率）となりました。インフレは減速傾向が続いています。



*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

前月の投資環境(8月)

10年国債利回りは月末にかけ0.8%付近まで低下

国内株式相場は上昇した後、世界景気に対する先行き不透明感などから下落

長期金利は上昇した後、FOMC議事録を受けた金融緩和期待から低下

外国株式相場は市場心理の好転から景気敏感株主導で上昇

10年国債利回りは、消費増税法案の廃案への懸念が浮上したことなどから、月半ばにかけて0.8%台半ばまで上昇しました。その後は、FOMC議事録から米国の更なる金融緩和が連想されたこと等により、同利回りは月末にかけ0.8%付近まで低下しました。

国内株式相場は、米国では雇用や住宅関連の経済指標が市場予想を上回り景気回復期待が広がったこと、欧州では債務問題への取り組みに対する期待が広がったことに加え、**世界的な金融緩和観測**や外国為替相場が円安傾向で推移したこともあり、中旬にかけて**堅調に推移**しました。その後の国内株式相場は、**世界景気に対する先行き不透明感**や欧州債務問題に対する懸念に加えて円安傾向の一服もあり**軟調に推移**しました。

長期金利は、米国では良好だった雇用統計、小売売上高、鉱工業生産指数などを受けて大幅に上昇しました。その後はFOMC議事録を受けた**金融緩和期待**から低下しました。**欧州(ドイツ)**ではECBによる南欧国債の買い入れ再開に向けた協議が進展したことから、長期金利は上昇しました。ただ、ドイツでは景気指標の鈍化もあり、長期金利の上昇幅は米国に比べて限定的でした。

外国株式相場は、**米国の追加金融緩和に対する期待**や、**欧州債務問題に関する協議が進展するとの期待**から、景気敏感株主導で上昇しました。ただし、個々の企業では、経営者が投資に慎重になっているケースも多く、特に**食品メーカー**などでは農産物価格の高騰によるコスト上昇が懸念されるなど、**企業業績の先行き不透明感**は継続しました。

《8月の市場動向》

	2012/8/31	2012/7/31	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	0.80%	0.79%	+0.00%
米国10年国債	1.55%	1.47%	+0.08%
ドイツ10年国債	1.33%	1.29%	+0.05%
英国10年国債	1.46%	1.47%	▲0.01%
豪10年国債	3.09%	3.11%	▲0.01%
ブラジル10年国債	9.60%	9.63%	▲0.03%
南アフリカ10年国債	7.05%	7.06%	▲0.01%
株価指数	前月末	前々月末	前々月末比
日経平均株価	8,839.91	8,695.06	+1.67%
TOPIX	731.64	736.31	▲0.63%
ダウ工業株30種平均	13,090.84	13,008.68	+0.63%
S&P500	1,406.58	1,379.32	+1.98%
ナスダック指数	3,066.97	2,939.52	+4.34%
FTSE100	5,711.48	5,635.28	+1.35%
DAX	6,970.79	6,772.26	+2.93%
ハンセン指数	19,482.57	19,796.81	▲1.59%
為替相場	前月末	前々月末	前々月末比
米国ドル/円	78.39	78.12	+0.35%
ユーロ/円	98.56	96.12	+2.54%
英国ポンド/円	124.37	122.48	+1.54%
豪ドル/円	80.92	82.06	▲1.39%
ブラジルリアル/円	38.60	37.98	+1.64%
トルコリラ/円	43.12	43.51	▲0.91%
南アフリカランド/円	9.33	9.46	▲1.31%

※出所: Bloomberg

各資産の投資環境見通し

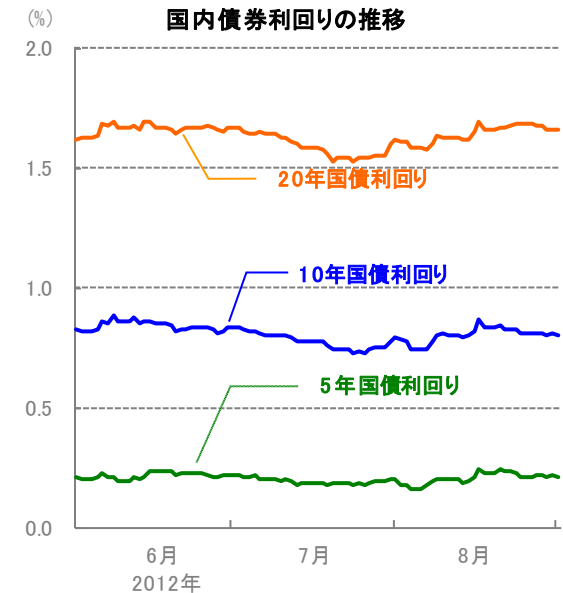
✓ 国内債券

10年国債利回りの0.7%割れは一旦遠のいたと判断

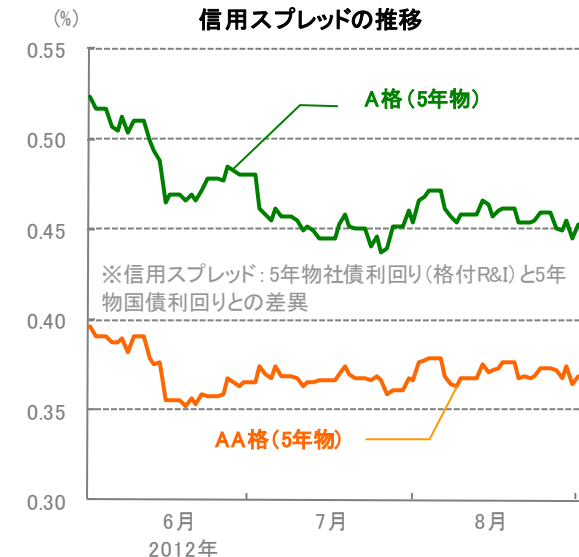
国内経済については、4～6月期実質GDP速報値は予想の下限にとどまりましたが、個人消費や公共投資等の内需がけん引する流れはほぼ想定どおりと考えています。

一方で、米国の金融政策については、特にQE3(量的金融緩和第3弾)実施の有無や具体的な時期、実施後の米国債券相場への影響等は現時点では予測しづらいことから、今後の波乱要因となる可能性があります。

国内投資家の債券購入意欲は依然として強いと考えられることから、ECB理事会、米FOMCといった**重要イベントを確認しながら購入のタイミングを模索する展開を予想**しています。しかし、米国債券相場が大きく崩れた場合には、10年国債利回りは9月末に向け1.0%へ接近する可能性もあるとみています。欧州債務問題に対する協議が現時点の予想される範囲内で進むことを前提にすると、**10年国債利回りの0.7%割れは遠のいたとみています。**



*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

✓ 国内株式

国内株式は安値圏で安定した動きへ

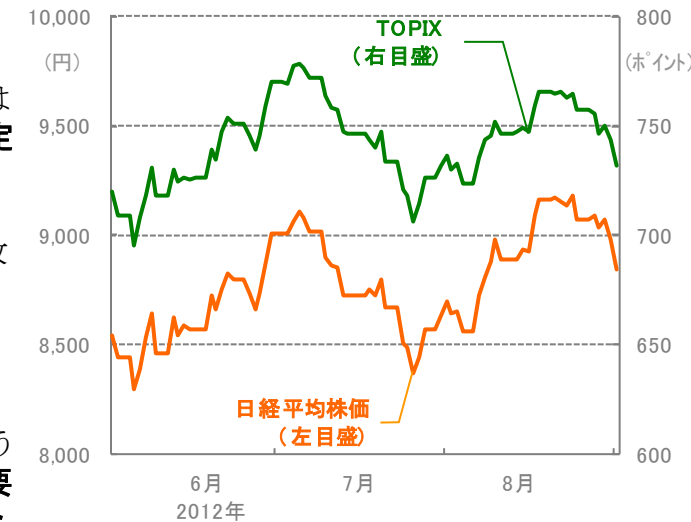
引き続き世界経済に減速の兆候がみられる中、日本や米国では景気の底堅さを示す経済指標もみられることから、**安値圏で安定した動きになると予想**しています。

欧州ではスペインの支援問題に対する不透明感が残る中、財政悪化による欧州域内全体の信用収縮や景気の下振れが予想されます。また、欧州向け輸出の割合が高い中国でも、景気の減速が予想されます。

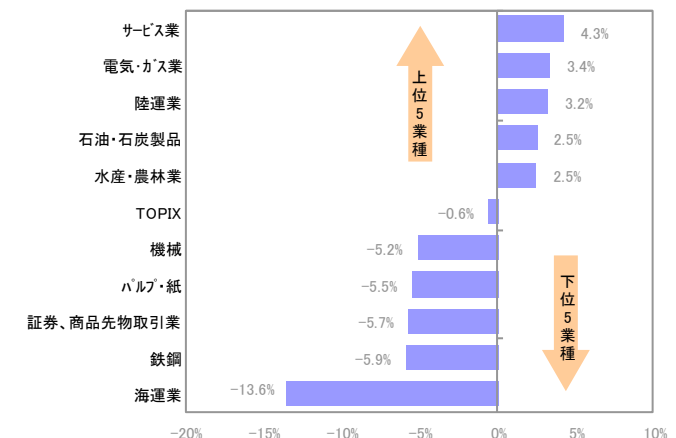
一方、米国では雇用や住宅価格などの内需に関連した経済指標の下げ止まりがみられており、年末に向けて景気回復に向かうとみています。また、国内でも回復をみせる**個人消費と復興需要の本格化**によって経済成長率が+2%に達する可能性があり、**今年度の企業業績は大幅増益が期待**されます。国内株式相場はこれらに加えて、既に割安感が強まっていることもあり、**安値圏で安定した動きを予想**しています。

TOPIXのレンジは700から800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7月末～2012年8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

長期金利は量的金融緩和期待などから低水準で推移

米国では、世界景気の減速、緊縮財政による景気への下押し圧力、追加の量的金融緩和への期待に加え、安全資産志向を背景とする根強い国債需要などから、**長期金利は低水準で推移するとみています。**

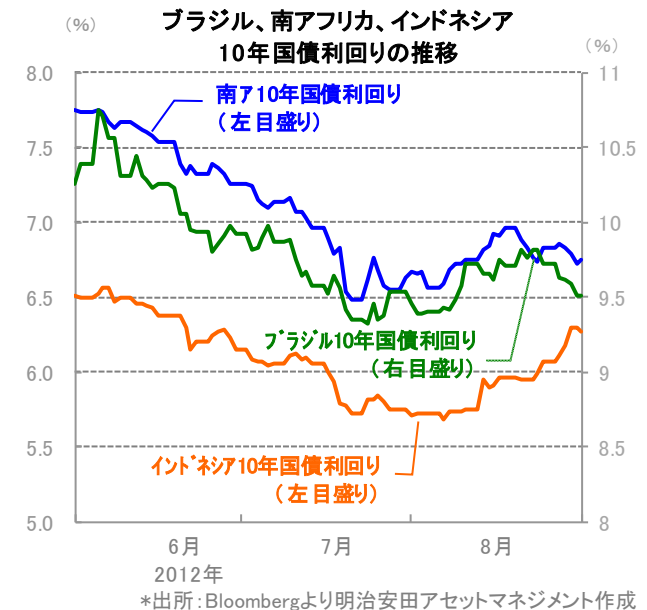
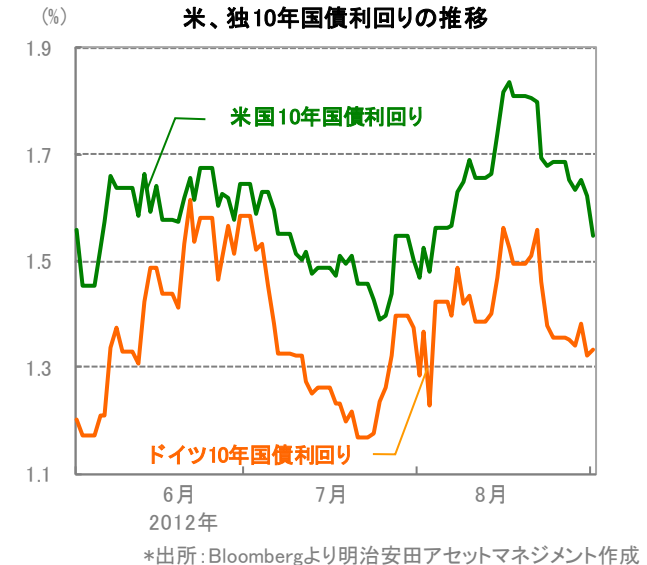
ユーロ圏(ドイツ)では通貨ユーロ存続に対する疑念も残る中、安全資産としてのドイツ国債への需要は維持されるものとみえています。しかし、**9月はイベントも多いことから市場の変動率が高まることも予想されます。**

新興国・資源国金利

【ブラジル金利】8月も0.5%の追加利下げが実施され政策金利は過去最低水準となっています。引き下げの余地は限定的とみられますが、中長期の**金利は景気回復が明確になるまで低位で推移するとみています。**

【インドネシア金利】市場金利は、**根強いインフレ圧力や自国通貨安が債券市場への海外資金流入の障害となる一方、高い経済成長率への期待が支援材料となることから、レンジ内で推移するとみています。**政策金利については、世界景気の減速による国内景気への影響が懸念されるものの、インフレ圧力や自国通貨安への懸念が根強いこともあり、利下げは難しいとみえています。

【南アフリカ金利】海外投資家の同国国債に対する需要は概ね一巡したとみられますが、**インフレ鈍化の動きを受けた追加利下げ観測が一部にみられることもあり、市場金利はレンジ内で推移するとみています。**



各資産の投資環境見通し

✓ 外国株式

世界景気の見通しが不透明な中、企業業績は格差が拡大しやすい状況が続く

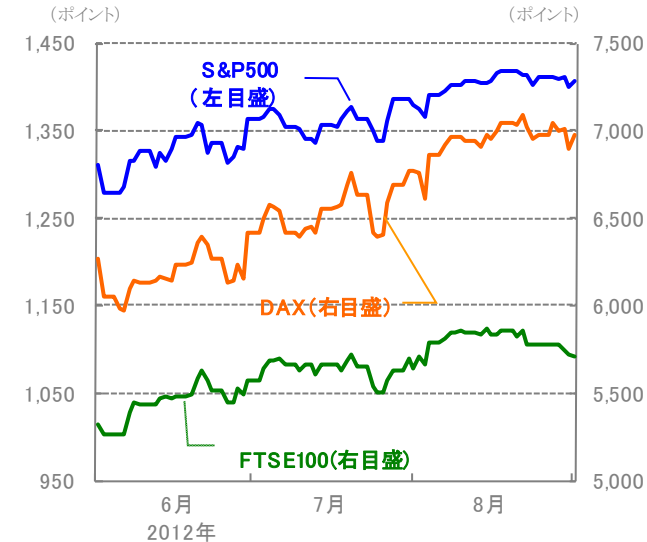
外国株式相場は、①主要国の景気動向、②主要国の追加金融緩和策・景気浮揚策、③欧州債務問題に関連した関係国・機関の協議・対応、④新興国経済の軟着陸の可能性、などを確認しつつ、変動性の高い動きとなることが見込まれます。

これまでの外国株式相場は、米国の追加金融緩和に対する期待や、9月に発表が予想されているECBの国債買い入れの具体策に対する期待などを受けて上昇してきたことから、今後発表される政策の内容次第では利益確定売りも懸念されます。

一方、中国では追加景気刺激策が打ち出される可能性もあり、内容次第では市場心理が好転することが期待されます。欧州ではECB理事会やオランダ総選挙などのイベントが予定されており、市場参加者の関心が再び債務問題に集まりやすい状況にあると言えます。

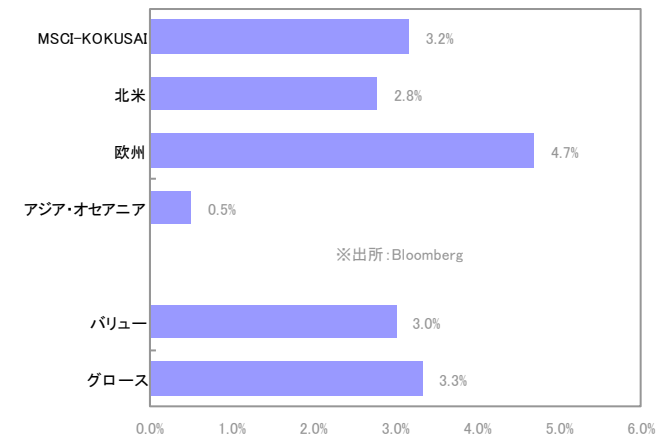
世界景気の先行き見通しは不透明であり、企業業績は個別企業ごとの事業環境、ビジネスモデル、経営戦略、競争力などの違いによって格差が拡大しやすい状況が続くと分析しています。

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7月末～2012年8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

ドルはレンジ内での推移、
ユーロは弱含み横ばい

ユーロ/ドル:欧州では債務問題に対する不透明感が残りますが、米国では金融緩和観測や財政・経常赤字などの潜在的なドル安要因などもあることから、**当面はレンジ内で推移**するとみています。

ドル/円:ドルは底堅さをみせる米国景気の一方で、根強い追加の金融緩和観測もあり、**レンジ内で推移**すると予想しています。

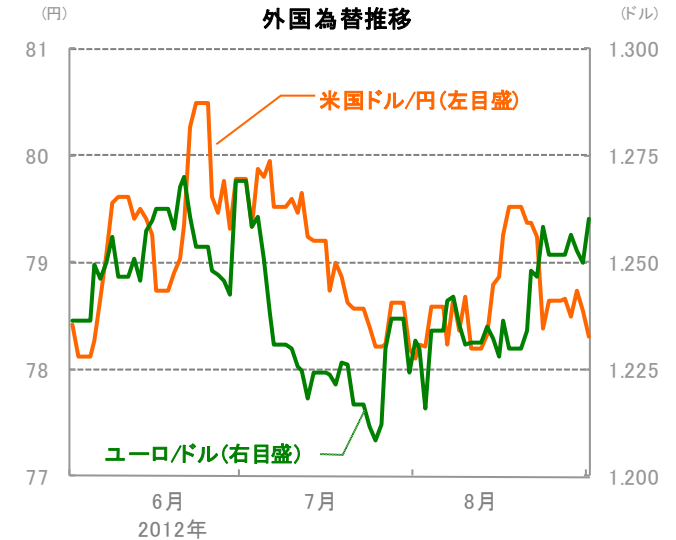
ユーロ/円:ユーロは債務問題長期化への懸念、追加金融緩和観測から**弱含み横ばい**を予想しています。

新興国・資源国通貨

【ブラジルレアル】直接投資に続いて証券投資にも回復がみられたこと、**追加利下げが相当程度織り込まれた**とみられることなどから、堅調に推移するとみています。ただ、同政府は輸出産業への配慮からレアルの急激な上昇は望んでおらず、**上値も限定的**とみています。また9月は欧州関連のイベントも多く、変動率が高まることも考えられます。

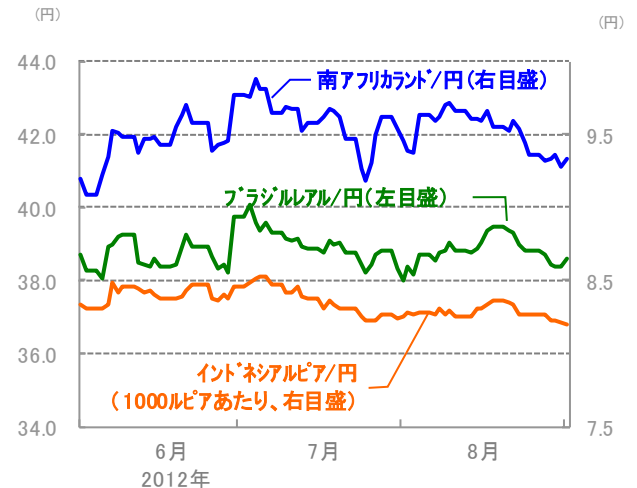
【インドネシアルピア】世界景気の減速を受けて輸出が減少し、**貿易収支の悪化が続いています**。しかし、**高い国内経済成長率**を背景とした対内投資の増加期待に加えて**中央銀行が為替市場の安定化を重視する姿勢**を打ち出しており、政策面での下支えが期待されることから、**レンジ内で推移**するとみています。

【南アフリカランド】追加利下げ観測が下落要因として残りますが、根強い米国の追加金融緩和観測が上昇要因と考えられることから、**調整一巡後は底堅く推移**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 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.