

# 投資環境見通し（2012年11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： 景気回復と企業業績の悪化

米国では9月の失業率が予想外に低下し、住宅着工件数がリーマン・ショック前の水準を回復するなど、景気の回復は緩やかながらも鮮明になってきているうえ、FRB(連邦準備制度理事会)は労働市場の持続的な改善のためには十分な金融緩和が必要との姿勢を維持したことから、金融市場では国債の買い入れによる新たな追加の量的金融緩和(QE4)に対する期待が高まっています。こうした中、株式相場は企業業績に対する懸念から目先の上値は限定的と思われるのですが、その後は**大統領選挙や議会選挙の結果を受けた「財政の崖」問題の動向や、追加金融緩和が注目材料**となりそうです。長期金利は景気回復期待の高まり、デフレ懸念や欧州債務問題に対する懸念の後退から、若干の上昇が予想されますが、**財政緊縮や金融緩和などの政策は概ね金利の上昇抑制につながると考えられ、長期金利が2%を超える可能性は低い**と思われます。

## ②欧州： ギリシャが再び波乱要因に？

金融市場ではスペインに対する早期の支援が期待されていますが、同国は依然としてEU(欧州連合)への支援要請を行わず、9月にECB(欧州中央銀行)が発表した国債買い入れプログラム(OMT)も実施されていません。金融市場は落ち着きをみせていますが、**ギリシャに対する第2次金融支援の第2回目融資の実行が不透明な状況であることから、今後の動向次第では波乱要因となる可能性があります**。ユーロ圏の景気は、財政緊縮や長引く中国景気の減速などから停滞が続いています。債務問題に対する懸念の後退を受けて買い戻されてきたユーロについては、今後は**ECBの政策金利引き下げに対する思惑**などから、**一定の下げ余地がある**と考えられますが、**米国の追加金融緩和が予想されており、限定的なものにとどまるとみています**。

## ③日本： 日銀の金融緩和姿勢強化

日銀は、10月30日の金融政策決定会合で2カ月連続となる追加金融緩和(資産買い取りを含む11兆円の基金増額)を決定しました。同会合の前には、日本の貿易赤字の拡大、日銀の追加金融緩和期待から1ドル80円前後まで円安が進んでいました。政府・日銀の共同文書の発表により、**日銀の更なる金融緩和観測が強まっていますが、欧米についても緩和観測は根強く、一方向の円安は考えにくい状況**です。株式相場は円安を受けて反発した後、日銀の金融緩和期待などが下支えとなり、米国株式相場の下げに対し抵抗力をみせましたが、**今後は外国為替市場や海外株式市場の動向など外部要因の影響が再び強まるとみています**。

## ④中国： 共産党大会後への期待

景気回復の兆候がようやくみられ始めています。7~9月期実質GDP成長率は前年同期比では政府目標を下回る+7.4%にとどまったものの、前期比では成長率が上昇しており、輸出や工業生産も底打ちしたとみられています。11月8日から共産党大会が開催されますが、**新執行部の発足で政治的な不透明感が払拭されると経済対策等の進展が期待されることから、徐々に景気の回復感が高まってくるものと見込まれます**。

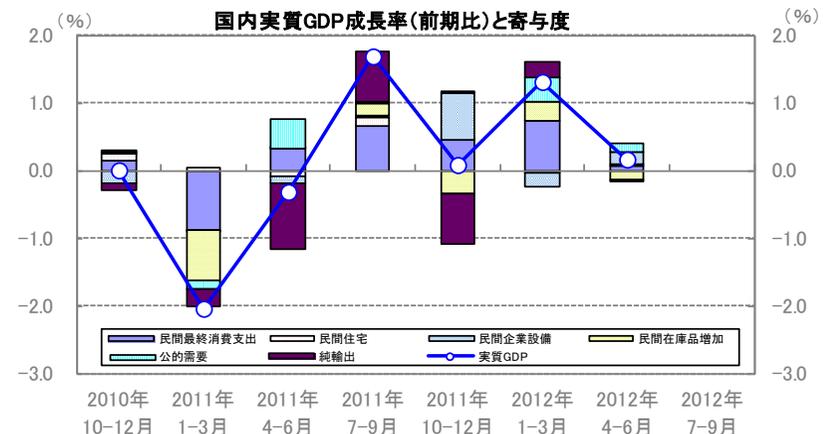
# 内外経済環境見通し

## 日本経済

景気は新興国向け輸出、復興需要が下支え

4～6月期の実質GDP成長率は、前期比+0.2%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、欧州問題の落ち着きとともに、中国をはじめとする新興国向け輸出の持ち直しが期待できることや、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。

個人消費については、雇用・所得環境の改善ペースが鈍く、エコカー補助金の効果の剥落もあり、今後は緩やかな回復にとどまると予測します。



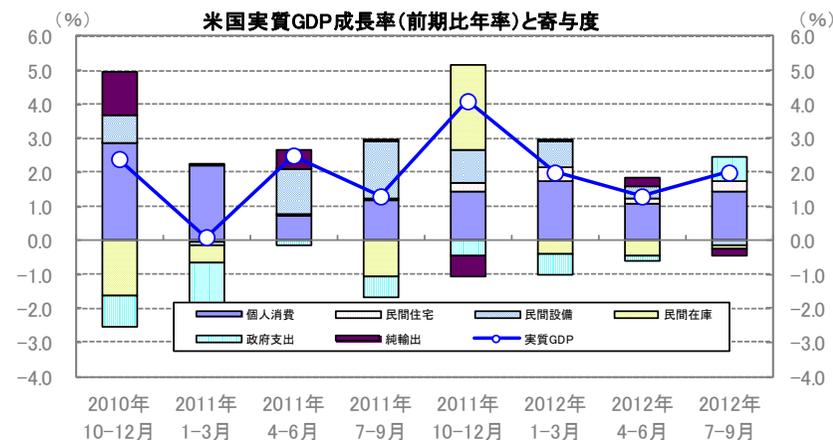
\*出所: Bloombergより明治安田アセットマネジメント作成

## 米国経済

景気の緩やかな回復トレンドが継続

7～9月期の実質GDP成長率は、前期比年率+2.0%と、同+1.3%だった前期に続き13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残り、家計のバランスシート調整が低所得者中心に続くなか、雇用回復ペースの遅れが個人消費回復の重石になると予測します。ハリケーン「サンディ」による経済損失も足かせとなります。ただし、FRBの追加金融緩和、新興国経済の回復に支えられた輸出や設備投資の持ち直し、住宅市場の改善が鮮明なことなどを背景に、景気の緩やかな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2015年前半まで継続すると予測します。



\*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

4～6月期の実質GDP成長率は、前期比▲0.2%と、同+0.01%だった前期から、さらに減速しました。新興国経済が緩やかに持ち直すことが欧州景気の下支えとして期待できます。ただし、ギリシャで緊縮財政を嫌気した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脆弱で民間部門のバランスシート調整が続くこと、周辺国中心に成長戦略の具体案が不透明ななか、財政規律を重視した政策が運営されていることなどから、低成長が継続すると予測します。

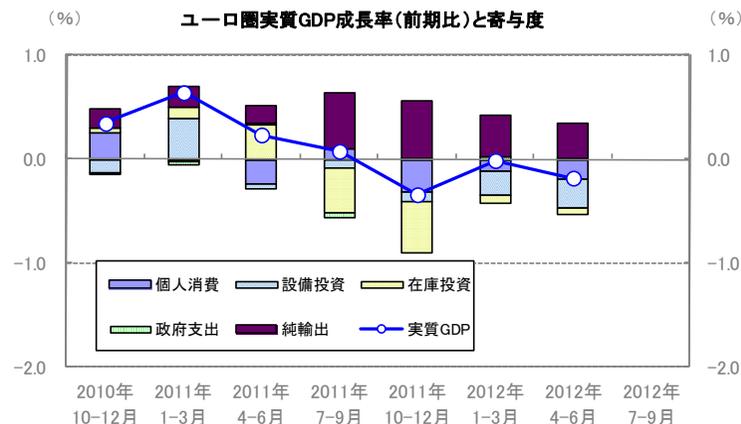
## 新興国・資源国経済

景気・金融対策の効果が徐々に顕在化

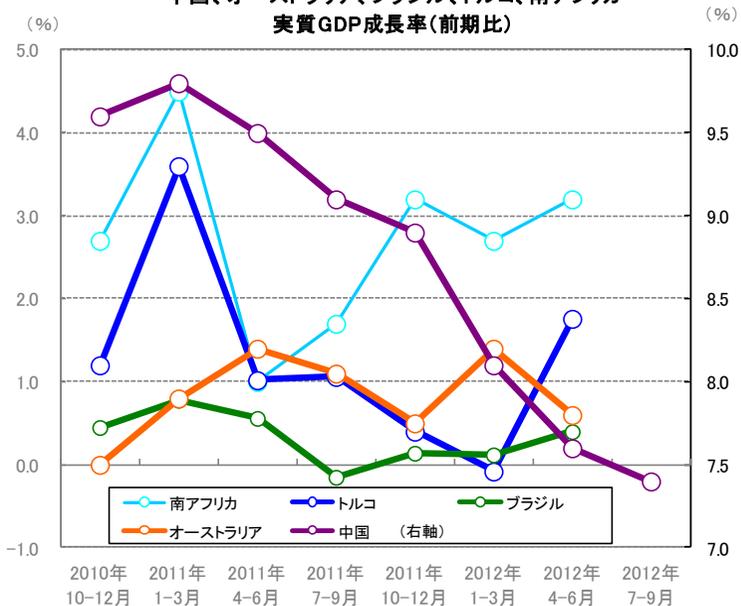
【中国】景気は依然として減速傾向が続いていますが、7～9月期GDP成長率は鈍化したものの、小幅の低下にとどまったことや製造業PMIが製造業活動の拡大を示す50を超えたことで最悪期は脱したとの見方が広がりつつあります。人民元の上昇や欧州景気など不安材料はありますが、金融緩和も継続して実施されるとみられることから徐々に景気の下げ止まり感が強まるとみられます。共産党大会では最高指導部が大幅に交代するとされており、政治・経済とも転換期を迎えているように思われます。

【ブラジル】景気は底入れの兆しがみられます。実質GDP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、これまでの利下げの効果が浸透しつつあるように思われます。ただ外部環境の不透明感が増しており、主要輸出品である鉄鉱石など資源価格の下げもあり、回復は緩やかなものにとどまるとみられます。

【南アフリカ】製造業生産高、小売売上高が市場予想を上回りましたが、PMIが低下傾向にあり、引き続き労働争議長期化の経済への影響が懸念されています。インフレについては、2カ月連続で加速しました。



\*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

※ 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

## 前月の投資環境(10月)

10年国債利回りは0.7%台後半で推移

国内株式相場は米国経済指標の改善から上昇するも、その後はじり安

長期金利は米独ともに上昇した後、不安材料から低下へ

外国株式相場はもみ合う展開に

10年国債利回りは、1カ月を通して0.7%台後半のレンジ内での推移となりました。IMF(国際通貨基金)による世界経済見通しの下方修正などを受け、月前半には**0.75%近くに低下**しましたが、その後は欧州債務問題に対する懸念が後退したことを受けて**円安・株高が進み、10年国債利回りは一時0.8%近くまで上昇**するなど、0.7%台後半での推移が続きました。

国内株式相場は、日銀短観が悪化したこと、IMFが世界経済見通しを引き下げたことなどから、上旬には軟調に推移しました。中旬には、中国貿易統計を受けて同国景気に対する警戒感が緩和したこと、**米國小売売上高などの経済指標が相次いで改善**したことから上昇しました。その後は、日銀の追加金融緩和期待や円安などの支援材料がありましたが、**主要企業の決算発表を受けて企業業績に対する警戒感**が広がったことなどからじり安となりました。

長期金利は、米国では中旬にかけては、市場の予想よりも良好だった9月の雇用統計、好調だった住宅指標などを受けて上昇しましたが、その後は**米企業の業績見通しの下方修正**などから小幅に低下しました。欧州(ドイツ)でも長期金利は米国に連動して上昇した後、**スペインの支援要請の先送りや銀行監督の一元化**をめぐる各国の意見の対立などもあり低下しました。

外国株式相場は、①米国では製造業を含めた幅広い経済指標の改善、②スペインでは債務問題に対する懸念の後退、③中国では輸出や製造業指数の改善など、**マクロ環境面では比較的好材料に恵ま**れました。しかし、**米国の主要企業の決算発表が市場予想を下回る内容が相次いだ**ことが下落要因となり、**もみ合う展開**となりました。

### 《10月の市場動向》

	2012/10/31	2012/9/28	騰落率(幅)
<b>債券利回り</b>	<b>前月末</b>	<b>前々月末</b>	<b>前々月末差</b>
日本10年国債	0.78%	0.78%	▲0.00%
米国10年国債	1.69%	1.63%	+0.06%
ドイツ10年国債	1.46%	1.44%	+0.02%
英国10年国債	1.85%	1.73%	+0.13%
豪10年国債	3.13%	2.99%	+0.14%
ブラジル10年国債	9.15%	9.79%	▲0.63%
南アフリカ10年国債	7.20%	6.99%	+0.22%
<b>株価指数</b>	<b>前月末</b>	<b>前々月末</b>	<b>前々月末比</b>
日経平均株価	8,928.29	8,870.16	+0.66%
TOPIX	742.33	737.42	+0.67%
ダウ工業株30種平均	13,096.46	13,437.13	▲2.54%
S&P500	1,412.16	1,440.67	▲1.98%
ナスダック指数	2,977.23	3,116.23	▲4.46%
FTSE100	5,782.70	5,742.07	+0.71%
DAX	7,260.63	7,216.15	+0.62%
ハンセン指数	21,641.82	20,840.38	+3.85%
<b>為替相場</b>	<b>前月末</b>	<b>前々月末</b>	<b>前々月末比</b>
米国ドル/円	79.77	77.96	+2.32%
ユーロ/円	103.38	100.21	+3.16%
英国ポンド/円	128.66	126.00	+2.11%
豪ドル/円	82.76	80.90	+2.30%
ブラジルリアル/円	39.28	38.48	+2.08%
トルコリラ/円	44.49	43.37	+2.59%
南アフリカランド/円	9.20	9.37	▲1.85%

※出所: Bloomberg

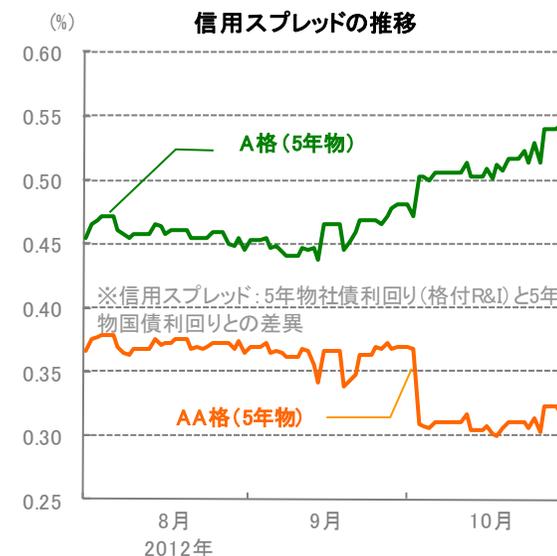
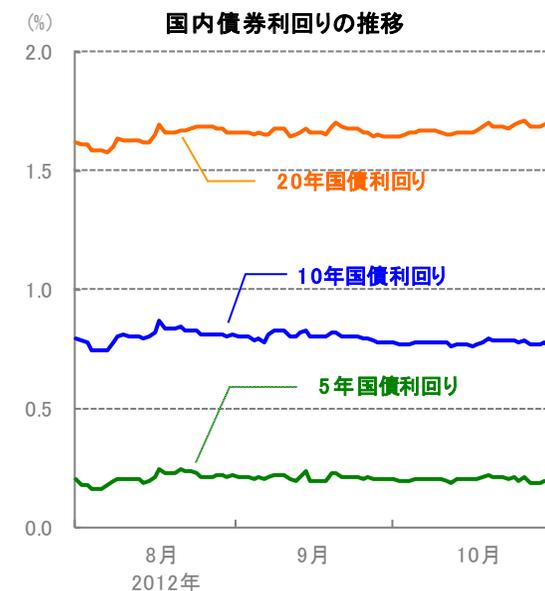
# 各資産の投資環境見通し

## ✓ 国内債券

### 外部環境に対して神経質な展開を予想

10年国債利回りは7月以降、0.70%台後半を中心としたレンジで推移する中、膠着感が強まっています。欧州債務問題が徐々に沈静化してきた一方、領土問題の国内経済への影響が懸念されるなど、景況感は悪化しています。ただし、各国中央銀行による資産買い入れなど非伝統的な金融緩和策によって投資家のリスク回避姿勢は後退し、円安や株高がみられる等、市場環境の変化もうかがえます。こうした中、国内債券相場は、消費増税問題や国内の政局などよりもむしろ、海外の債券相場や国債の入札結果など投資家の動向を注視しており、神経質な展開が続いています。

当面、国内では特例公債法案の審議状況、海外では米国大統領選挙が最大の注目点と考えていますが、いずれにせよ米国債券相場、外国為替相場、国内外の株式相場などの外部環境に対して神経質な展開を予想しています。



# 各資産の投資環境見通し

## 国内株式

円高圧力の緩和とともに上昇余地を探る展開に

11月の国内株式相場は、反発の持続性を試す展開を予想しています。

堅調な米国経済に加えて欧州や中国でも経済指標の下げ止まりの兆しがみられる中、日本では雇用が着実に改善を続け、個人消費の回復と復興需要によって経済成長率が押し上げられる可能性があることや、今年度の企業業績は大幅増益が期待されることに加えて、株価の割安感もみられることから、国内株式相場は円高圧力の緩和とともに上昇余地を模索する展開を予想しています。

TOPIXのレンジは700から800ポイントと予想しています。

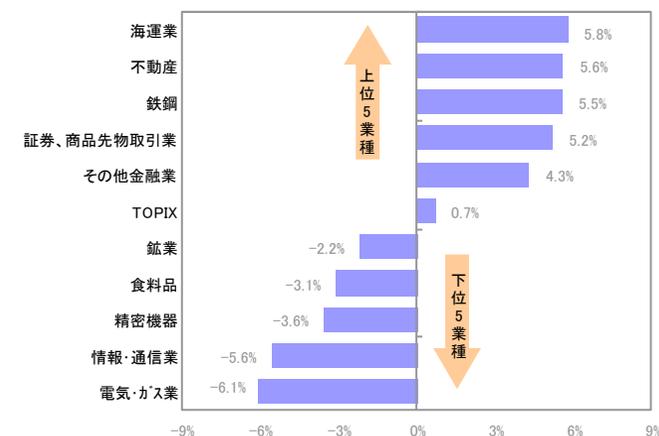
日経平均株価、TOPIXの推移



\*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9月末～2012年10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、米国では長期金利の上昇余地は限定的、ドイツでは低水準で推移

米国では好調な住宅市場、堅調な個人消費、上向きつつある雇用などを受けて長期金利は上昇基調となっておりますが、一方で**世界景気の鈍化、「財政の崖」(大型減税の終了期限接近)も意識されることから上昇余地も限定的**と考えています。ユーロ圏(ドイツ)では**長期金利のレンジ相場が続くと**みています。重債務国の債券市場には**落ち着き**がみられますが、スペインでは自治州で分離独立運動が台頭していることで今後の内政に不安を残すことや、政権が支援要請を先送りしていること、またEU内では不協和音の目立つECBによる銀行監督の一元化問題などもあり、**安全資産であるドイツ国債への需要は根強く、長期金利は低水準で推移**するとみています。

## 新興国・資源国金利

【ブラジル金利】**政策金利は0.25%引き下げられ7.25%となりました。ただ利下げ幅が0.25%にとどまったこと、当局がインフレへの警戒感を強めていることや公表された議事録から、次回以降の金融政策会合では政策金利は据え置かれるとみられます。**短期の市場金利はこれらを織り込み横ばい、中長期の金利は景気動向から小幅ながら低下基調とみています。

【インドネシア金利】市場金利は、堅調な内需を背景とした**インフレ圧力への懸念は残るものの、先進国の金融緩和による資金流入が期待されることもあり、レンジ内で推移**するとみています。政策金利については、世界景気に対する懸念が残る一方、消費者物価の上昇や自国通貨安への懸念が残ることから、**据え置かれると**みています。

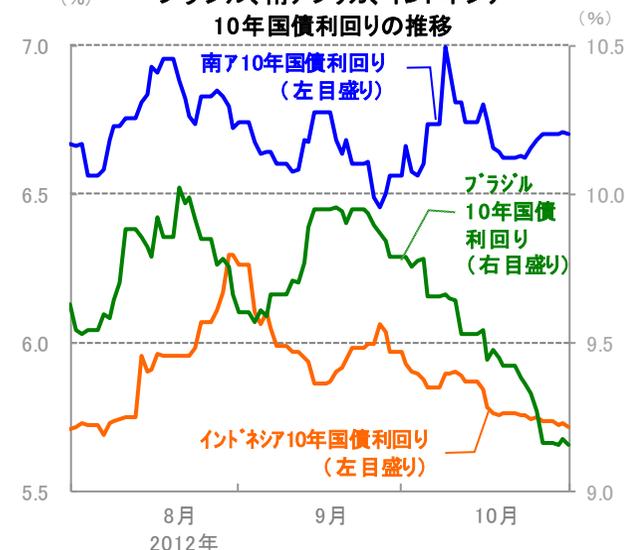
【南アフリカ金利】**労働争議長期化の経済への影響が懸念**されます。**インフレの加速**がみられることもあり、政策金利は当面は現在の水準が維持され、市場金利は短期的な通貨安が一服したとみられることなどもあり、**レンジ内で推移**するとみています。

(%) 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

業績見通しの透明性の高い銘柄を選好する傾向が続く

11月の外国株式相場は、経済指標や企業の決算発表に加え、政治イベントが市場の変動率を高める可能性があるかと予想しています。

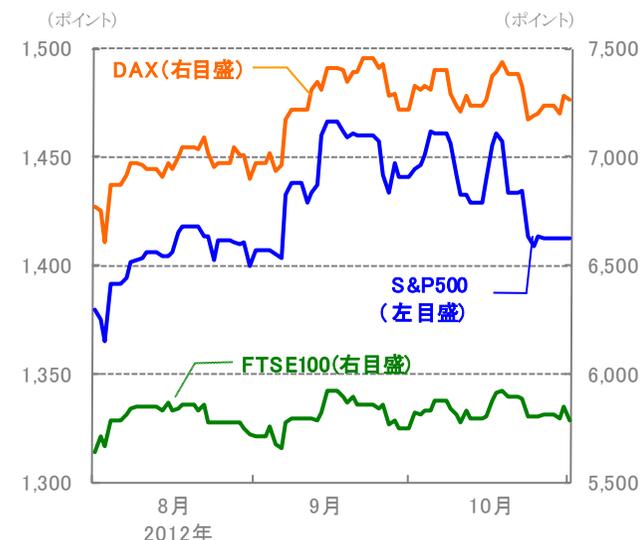
米国では、大統領選挙の結果に関係なく減税措置の失効と歳出削減が重なる「財政の崖」問題への対応を迫られることから、その動向を巡り一時的に市場が不安定化することが想定されます。

欧州ではスペインの支援要請の遅れが債務問題に対する懸念を再燃させる可能性があり、中国では共産党指導部の交代後の追加景気刺激策を巡り、投資家心理が大きく左右されることが想定されます。

7～9月期の決算発表では、景気の減速が市場参加者の想定以上に企業経営者のマインドを悪化させている状況が確認されつつあることから、業績見通しの透明性の高い銘柄を選好する傾向が続くものと想定されます。

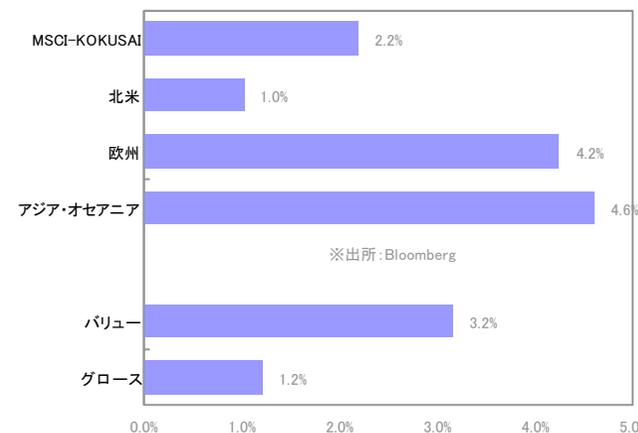
ただし、経済指標の改善などを受けて市場心理が好転する局面では、景気感性の高い銘柄が買い進まれる可能性もあると分析しています。

### 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9月末～2012年10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

ドルは日銀の追加緩和や季節要因で強含む一方、ユーロの上値余地は限定的

**ユーロ/ドル:** 欧州では財政、金融の統合などの長期的な課題が多く残されていること、米国では金融緩和策、財政・経常赤字などのドル安圧力もあることから、当面は方向感に欠ける展開になるとみています。

**ドル/円:** 日銀の2カ月連続の追加緩和、季節的にドル資金の本国回帰の動きが予想されることなどから強含みの展開が予想されます。

**ユーロ/円:** 日銀の追加緩和は上昇要因ですが、スペインの支援申請時期への思惑やECBによる追加緩和観測が強まっていることなどから上値も限られるとみています。

## 新興国・資源国通貨

**【ブラジルレアル】**ブラジルレアルは、政府の自国通貨高抑制の動きがある一方で、利下げ打ち止め観測、欧州債務問題への警戒が薄れたことによる高金利通貨選好の動きなどもあり、上値は限定的ながらも底堅い動きが予想されます。

**【インドネシアルピア】**世界景気の減速を受けた主要輸出品である資源価格の動向には懸念が残りますが、依然として内需を中心に堅調な国内景気を背景とした直接投資に加え、先進国の金融緩和、欧州債務問題の後退を受けた証券投資資金の流入が期待され、底堅く推移するとみています。

**【南アフリカランド】**高水準にある貿易および経常赤字が下落要因と考えられますが、欧州債務問題に対する懸念の後退を背景とした高金利通貨に対する需要が下支えになるとみられ、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.