

投資環境見通し（2012年10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：量的緩和拡大は景気回復に繋がるか

9月に発表された雇用統計が予想に反して振るわず、市場参加者に追加金融緩和期待が醸成される中、FRB（連邦準備制度理事会）は期限を設定せず労働市場が回復するまで月額400億ドルのMBS（住宅ローン担保証券）を購入するという、大胆な「QE3（量的金融緩和第3弾）」に踏み切りました。また、「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）」に対する懸念から、更なる追加金融緩和の可能性も指摘されている状況です。住宅部門は改善基調が鮮明となり、消費動向や景況感もますますと言えそうです。こうした中、**米国10年国債利回り**は足下のインフレ率（2.0%）を下回る水準で推移していますが、FRBによる国債買い入れ、世界経済の減速、流動性プレミアムなど金利の押し下げ要因から、**引き続き1.5～1.9%と実質金利ではマイナスの状況が続く**とみています。

②欧州：債務問題におけるECBの行動と政治的な対応の行方

ECB（欧州中央銀行）は、9月6日の理事会で国債買い取りを希望する国から一定の条件のもとで、償還期間が1～3年の国債を購入するという新たな国債買い入れプログラム（OMT）を発表しました。**今回のECBの決定によりESM（欧州安定メカニズム）が「最後の貸し手」、ECBが条件付きながらも「最後の買い手」の役割を担うこととなり、スペインやイタリアのデフォルトの可能性は大幅に低下した**と言えそうです。こうした欧州債務問題の進展を受けて、投資家の極端なリスク回避の動きが後退し、通貨ユーロに加えてユーロ圏各国の株式相場は反発しました。スペイン政府は、救済申請を避けて自力で資金調達を続けながら、主体的な財政赤字削減や構造改革の計画を策定すると見込まれますが、このシナリオがECBやEU（欧州連合）にとっても好ましいものと考えられます。**10月18日にはEU首脳会議が予定されていますが、それまでにスペイン政府が財政再建策を打ち出せるかどうか**に注目が集まるとみています。

③日本：景気は踊り場、金融市場は外部環境次第

4～6月期実質GDPが前期比年率+0.7%に下方修正されたことに加え、鉱工業生産など弱い指標が多く、景気減速感が強まっています。**在庫調整が進む中、設備投資、輸出も弱く、消費も頭打ちになっていることから、7～9月期以降の実質GDP成長率も低い伸びにとどまりそうです**。日経平均株価は6月初め以降、米国の長期金利の上昇や円安などの材料により9,000円を超えて上昇する場面がありましたが、いずれもその後は反落しています。日本銀行は早めに追加金融緩和を実施し、資産買入等の基金の10兆円増額などを決定しましたが、円安・株高の動きは短期的なものにとどまりました。**株式相場は、国内での上昇材料が乏しい中、引き続き米国金利、外国為替相場、中国景気などの外部要因で動く**と予想しています。

④新興国：中国は景気対策の効果を見極めへ

中国政府は、5月後半から景気重視の政策に転換していますが、景気指標の伸びは鈍化、輸出入の金額は増加が止まっており、またHSBC発表の製造業PMIは47.9と景気判断の分かれ目となる50を下回っています。温家宝首相は「**まだ財政・金融手段はあり、計画実現は可能**」と発言し、1兆元規模の公共投資プロジェクトが認可されましたが、**今のところは景気対策の効果を見極める状況とみられます**。

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。

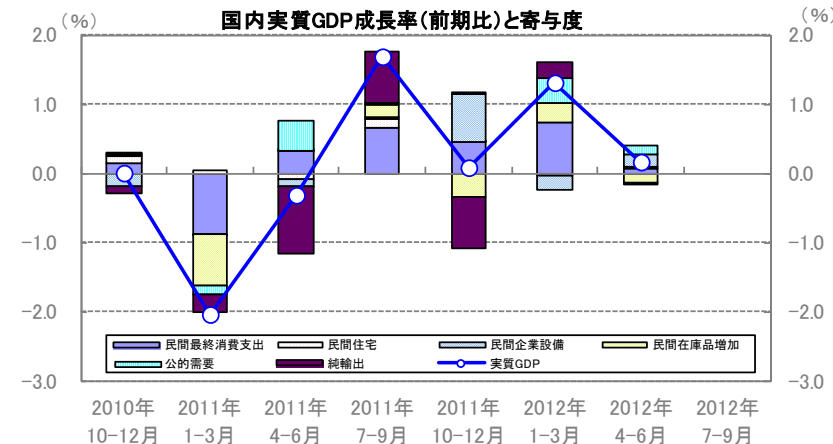
個人消費については、雇用・所得環境の改善ペースが鈍く、エコカー補助金の効果の剥落もあり、今後は、緩慢な回復にとどまると予測します。

米国経済

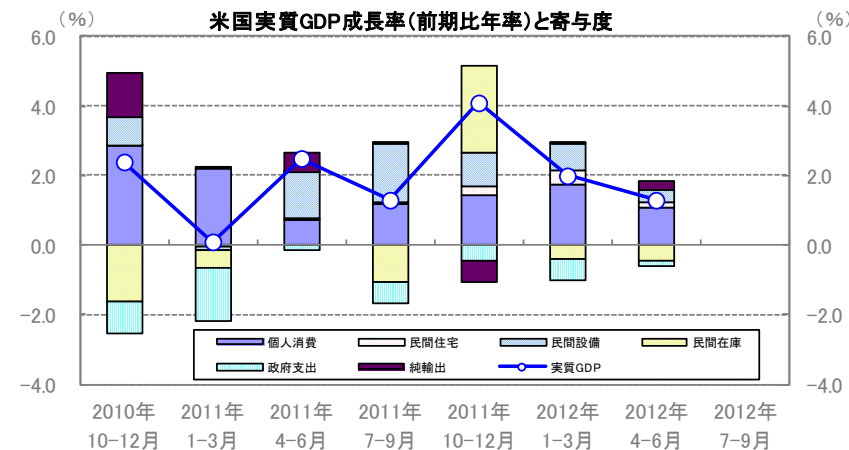
景気の緩やかな回復トレンドが継続

4～6月期の実質GDP成長率は、前期比年率+1.3%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。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



*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、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。

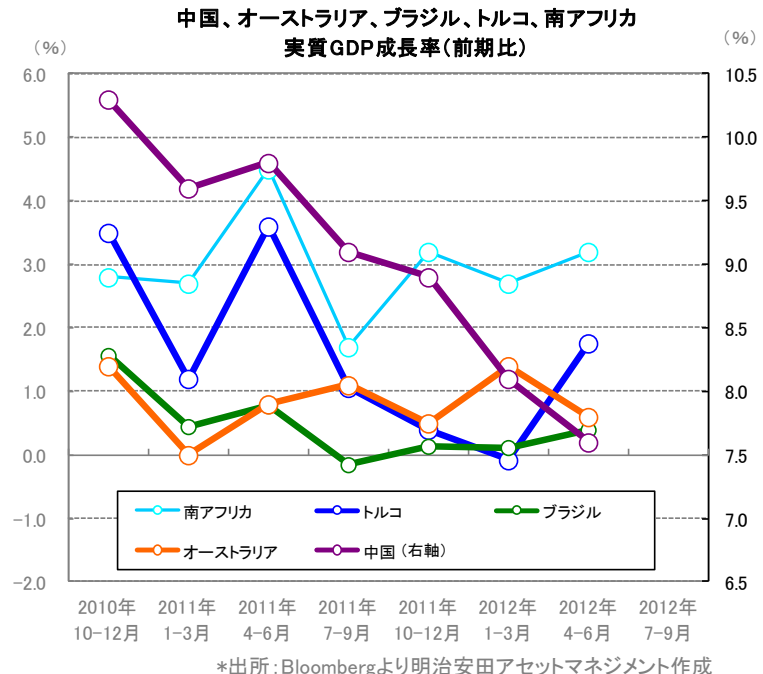
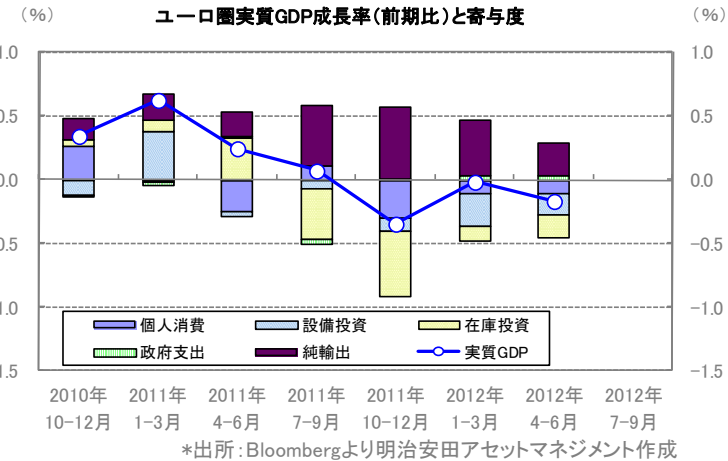
新興国・資源国経済

景気・金融対策の効果が徐々に顕在化

【中国】景気は、製造業関連の景況感指数の停滞、固定資本投資の伸び率鈍化など、依然減速傾向が続いています。今後は共産党指導部の交代を控え、中央政府による総額1兆元規模のインフラ投資、地方政府による投資事業などの下支え効果が期待されます。ただ、主要輸出先である欧州では景気減速が長期化するとみられることや、地方単独事業の実現への懐疑的な見方など、回復は従来に比べて緩やかなものになると思われます。

【ブラジル】政府が2012年の経済成長率を下方修正するなど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経済活動指数が上向いていることなど、利下げの効果が浸透しつつあるようにみえます。財政政策により景気の下支えを続けていることや、海外からの直接投資資金の流入も続いていることから遠からず景気は最悪期を脱するものと思われます。

【南アフリカ】製造業生産高、小売売上高が減速していることから、景気回復ペースは極めて緩やかとみられます。落ち着きつつあったインフレについては、足元はやや加速しています。



各資産の投資環境見通し

前月の投資環境(9月)

10年国債利回りは一時上昇するも、月末にかけ0.7%台まで低下

国内株式相場は金融緩和策などから大きく上昇した後、月末にかけては再び下落

長期金利は追加金融緩和などをきっかけに米独では上昇基調へ

外国株式相場は景気敏感株主導で上昇も、月後半は利益確定に押され下落

10年国債利回りは、ECBが新たな国債買い入れプログラムであるOMTを決定したことや8月の米国雇用統計の内容が市場予想を下回ったことなどを受けて低下しました。その後、**米国でQE3が実施され10年国債利回りが1.90%付近まで上昇したことを受けて、日本でも同利回りは0.8%台前半まで上昇しました。**しかし、月末にかけて同利回りは0.7%台まで低下しました。

国内株式相場は、**欧州ではECBによるOMTが決定されたこと、中国では総額1兆元規模の公共投資が認可されたことに加えて、米国や日本では追加金融緩和が実施されたこともあり、中旬にかけて堅調に推移しました。**その後、米国では追加金融緩和の景気浮揚効果に対する懐疑的な見方が浮上したこと、**欧州ではスペインへの支援問題に対する不透明感が広がったことに加えて、中国の景気減速に対する懸念もあり、軟調に推移しました。**

長期金利は米国、ユーロ圏(ドイツ)ともに上昇しました。米国では、FOMCにおいてQE3、超低金利政策の2015年半ばまでの延長など予想を上回る施策を決めたことで、リスク回避姿勢の後退から株価、長期金利とも上昇しました。欧州では、ECBによるOMTの決定を受けて南欧諸国の国債利回りは低下し、一方ドイツでは米国同様に金利は上昇しました。

外国株式相場は、欧州債務危機の拡大阻止に向けたECBによるOMTや米国の追加金融緩和策が発表されましたが、これらを前に期待が先行する形で月初より景気敏感性の高い業種主導で上昇しました。しかし、月後半には世界経済の減速や欧州債務問題の長期化に対する懸念から下落に転じ、月間では小幅の上昇にとどまりました。

《9月の市場動向》

	2012/9/28	2012/8/31	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	0.78%	0.80%	▲0.02%
米国10年国債	1.63%	1.55%	+0.09%
ドイツ10年国債	1.44%	1.33%	+0.11%
英国10年国債	1.73%	1.46%	+0.26%
豪10年国債	2.99%	3.09%	▲0.11%
ブラジル10年国債	9.79%	9.60%	+0.19%
南アフリカ10年国債	6.99%	7.05%	▲0.07%
株価指数	前月末	前々月末	前々月末比
日経平均株価	8,870.16	8,839.91	+0.34%
TOPIX	737.42	731.64	+0.79%
ダウ工業株30種平均	13,437.13	13,090.84	+2.65%
S&P500	1,440.67	1,406.58	+2.42%
ナスダック指数	3,116.23	3,066.97	+1.61%
FTSE100	5,742.07	5,711.48	+0.54%
DAX	7,216.15	6,970.79	+3.52%
ハンセン指数	20,840.38	19,482.57	+6.97%
為替相場	前月末	前々月末	前々月末比
米国ドル/円	77.96	78.39	▲0.55%
ユーロ/円	100.21	98.56	+1.67%
英国ポンド/円	126.00	124.37	+1.31%
豪ドル/円	80.90	80.92	▲0.02%
ブラジルリアル/円	38.48	38.60	▲0.32%
トルコリラ/円	43.37	43.12	+0.59%
南アフリカランド/円	9.37	9.33	+0.39%

※出所: Bloomberg

各資産の投資環境見通し

✓ 国内債券

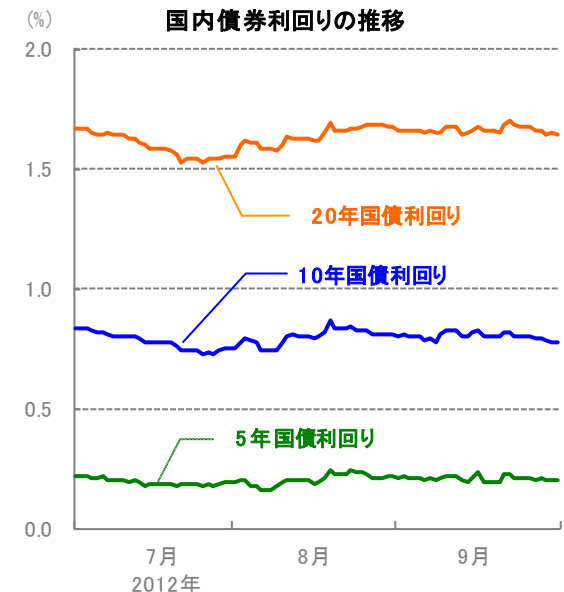
10年国債利回りは0.70～0.85%で推移すると予想

ECBやFRBに続いて、9月19日には日銀が追加金融緩和を発表しました。ECBによる新たな国債買い入れプログラム(OMT)、FRBによる終了の期限を設けない量的金融緩和、さらには日銀による資産買い入れ等の基金の残高目標を10兆円増額など、市場では一定の反応がみられ、また今後の追加金融緩和を期待させる効果もあったと考えています。市場では投資家のリスク回避の動きが後退する場面がみられましたが、9月下旬以降は材料出尽くし感から再びユーロ安、株安、金利低下の動きがみられています。

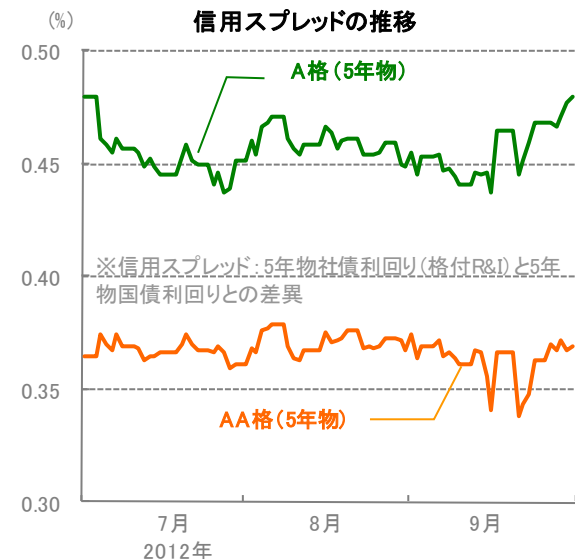
当面のポイントは、①社会保障と税の一体改革の行方、②米国景気指標と米国債券相場の動向、③依然として債券の買い増しを模索する国内主要投資家動向、等とみています。

また、超長期国債の動きにも注意が必要です。国債の利回り曲線をみると、残存期間が10年超の国債利回りは低下しにくい状況が続いており、2013年度の国債年限別発行計画における配分次第では、超長期国債を中心に国債全体の利回り水準に対する影響が予想されます。

今後1カ月間程度の10年国債利回りの想定レンジは0.70～0.85%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

国内株式は低位安定から反
発時期をうかがう展開へ

国内株式相場は、世界的に景気減速を示す経済指標がみられますが、株価には既に織り込み済みと考えられ、**低位安定での推移から反発時期を模索する展開を予想**しています。

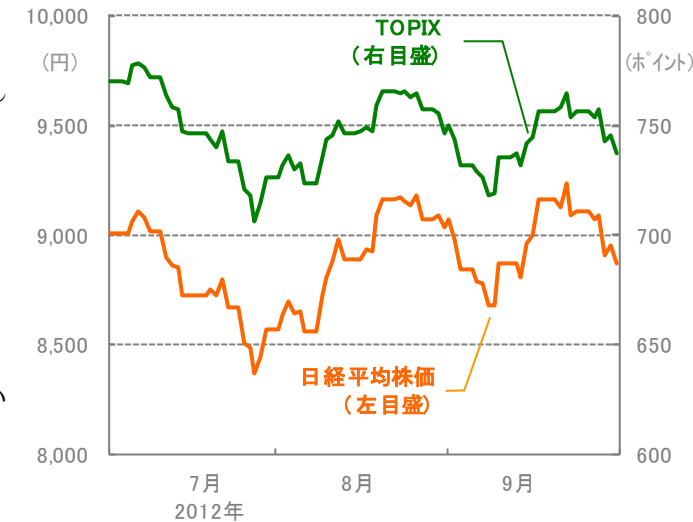
欧州では財政悪化による欧州域内全体の信用収縮や景気の下振れが予想されます。また、欧州向け輸出の割合が高い中国でも、景気の減速が予想されます。

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に悪化はみられず、年末に向けて景気回復に向かうとみています。

また、日本でも**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り、今年度の企業業績は大幅増益が期待されることから、国内株式相場は安定した動きを**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。

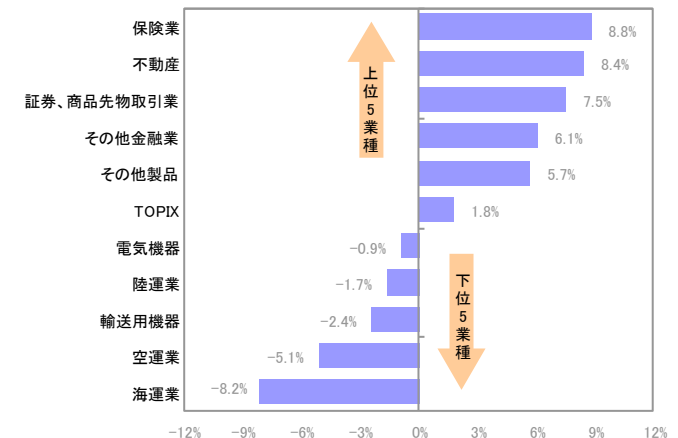
日経平均株価、TOPIXの推移



*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8月末～2012年9月末



*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

景況感の悪化などから長期金利の上昇圧力は緩和

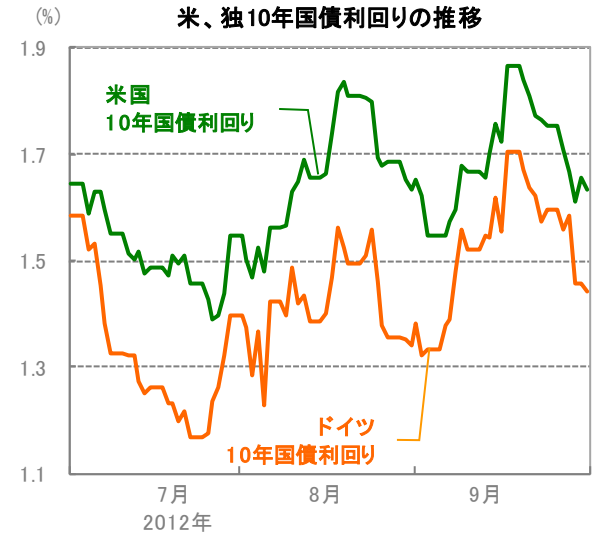
米国では住宅市場は改善しているものの、製造業の景況感が弱含んでおり、雇用の回復も不透明な状況となっています。「財政の崖」(大型減税の終了期限接近)も意識されることから長期金利は低い水準で推移するとみています。
ユーロ圏(ドイツ)でも債務問題に関連する一連の決定、政策イベントを通過したものの、ユーロシステムへの懐疑的な見方も残っていることに加えて、景況感が悪化していることもあり、金利上昇圧力は緩和するとみています。

新興国・資源国金利

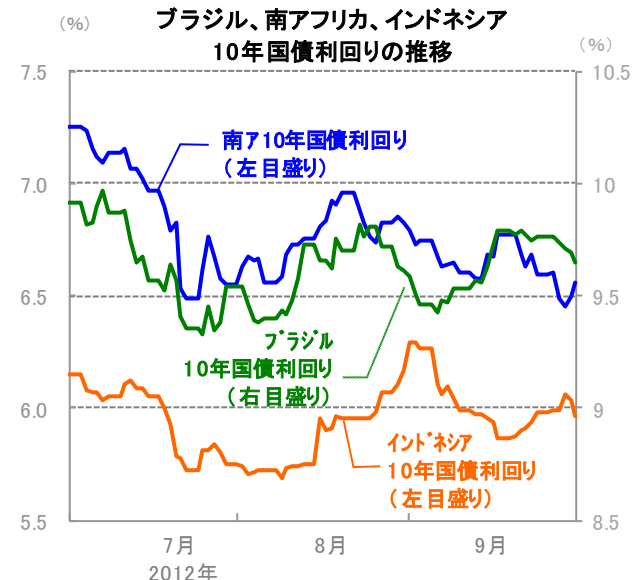
【ブラジル金利】1年超にわたる利下げも最終局面を迎えているとみられます。市場参加者は利下げの終了が近いとみており、市場金利はほぼ横ばいで推移しています。足元では物価は落ち着いていますが、高めに推移していること、利下げは通貨安にもつながりかねないことなど、今後については慎重姿勢を示すと思われます。

【インドネシア金利】市場金利は、根強いインフレや自国通貨安への懸念が上昇要因となる一方、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、レンジ内の推移になるとみています。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ますが、インフレ圧力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】景気の鈍化を受けた追加利下げ観測が一部にみられる一方、落ち着きつつあったインフレがやや加速したことから、当面は、政策金利は現在の水準が維持され、市場金利は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



*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

景気の不透明感が払拭されない中、業績見通しにより株価の騰落率に格差も

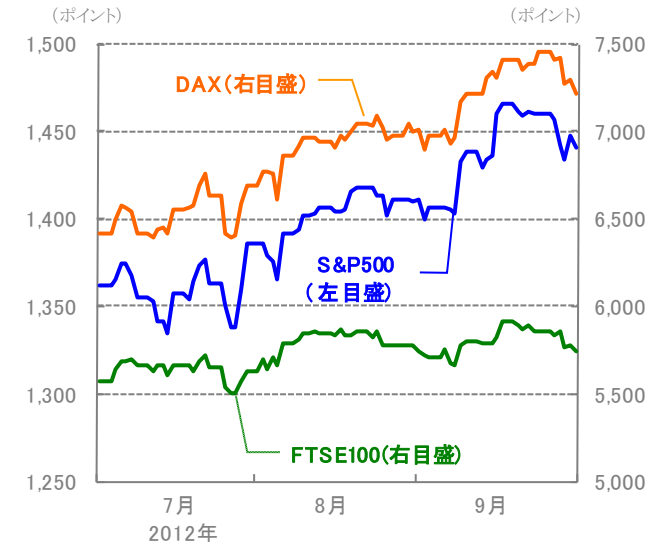
足元の外国株式相場は、ECBによるOMTや米国における追加金融緩和などを好感して上昇しました。一方、实体经济をみると、景気の先行き不透明感が払拭されていない状況が続いています。

このため、今後の外国株式相場は各国の景気指標や金融当局者の発言、企業業績などに注目しつつ、方向感を模索する展開になるとみています。

スペインやイタリアでは10月に国債の大量償還を控えていることから、再び両国を中心とした債務問題に焦点が当たるとも想定されます。また、米国では11月の大統領選挙後の政策対応が、中国では10月の共産党指導部交代後の経済運営が、それぞれ市場参加者の注目を集めると考えられます。

一方で、企業の四半期決算では直近よりもむしろ、先行きの業績見通しに注目が集まりやすく、「景気の不透明感から慎重な見通しを示す企業」と「景気動向に左右されにくい独自の強みを発揮し、明るい見通しを示す企業」で、株価の騰落率格差が広がると予想しています。

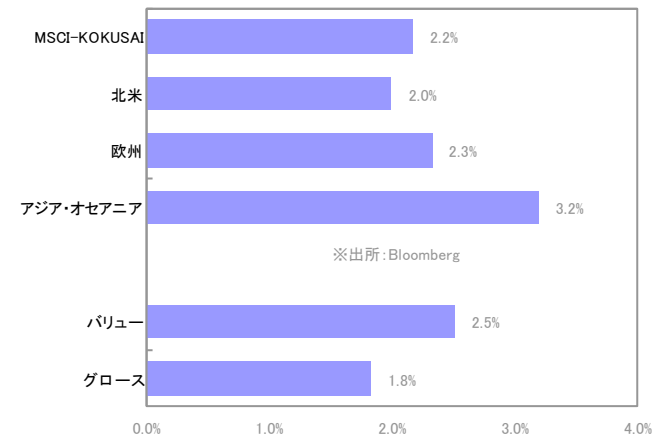
S&P500, DAX, FTSE100の推移



*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8月末～2012年9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

ドルは弱含み横ばい、ユーロはレンジ内での推移

ユーロ/ドル: 欧州債務問題に関して長期的な課題が多く残されていること、ドイツなどユーロ圏主要国の景気が減速していることなどがユーロ安要因となりますが、米国の積極的な金融緩和策や財政・経常赤字がドル安要因となることから、当面は方向感に欠けると予想しています。

ドル/円: 日銀の追加金融緩和の後にも反発力に乏しく、当面弱含み横ばいを予想しています。

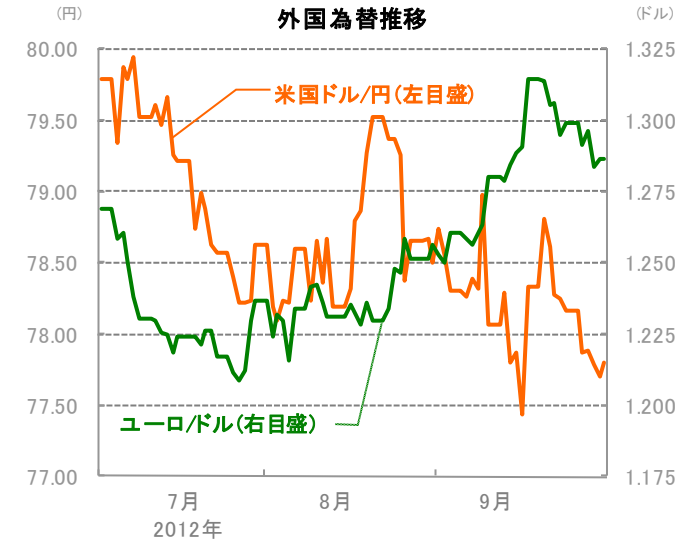
ユーロ/円: 一連のイベントを通過し、既に相場には織り込まれたとみられることから上昇は一服し、レンジ内での動きを予想しています。

新興国・資源国通貨

【ブラジルレアル】 海外直接投資が高い水準にあること、利下げが最終局面を迎えているとみられることなどが上昇要因と考えられます。ただし、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、一方で輸入インフレへの警戒からさらなる通貨安についても回避する方針とみられます。このためしばらくはレンジ内で推移するとみています。

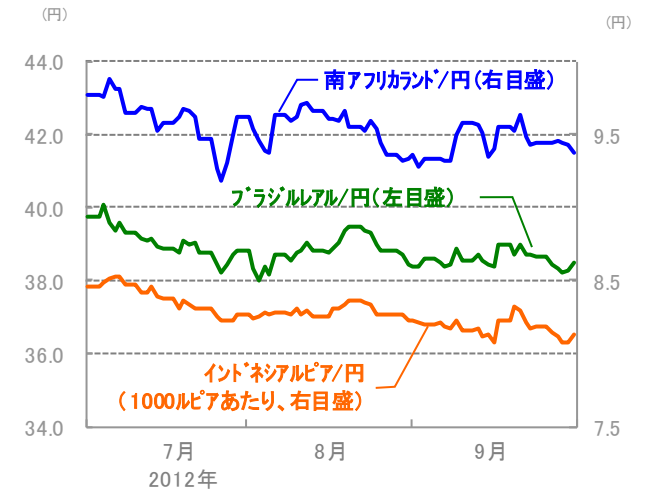
【インドネシアルピア】 世界景気減速の国内景気や国際収支に対する悪影響が懸念されますが、内需中心型の高い国内経済成長率を背景とした対内投資の増加や先進国の金融緩和による資金流入への期待もあり、底堅く推移するとみています。

【南アフリカランド】 景気の鈍化や経常収支の悪化が下落要因と考えられますが、米国の追加金融緩和や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するとみられ、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.