

# 投資環境見通し（2012年8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米国の経済成長は低位安定、一段の金融緩和観測が株価を支える

4～6月期の実質GDP(国内総生産)成長率は前期から減速しましたが、小幅ながら市場予想を上回る結果となりました。一方で、その他の経済指標をみると、小売売上高、個人消費など、冴えない結果となったものも多く、FRB(連邦準備制度理事会)は9月までに量的金融緩和をもう一段階推し進めるとみられます。また、4～6月期の企業決算では主要金融機関やグローバル企業の健闘が窺われ、企業は雇用や設備投資に対して慎重姿勢を保ちつつ、高い利益率を維持しているといえます。こうしたことから、S&P500指数は当面、世界経済の先行き不透明感を織り込みながら1,350～1,400ポイントの水準で推移するとみています。その後、QE3(量的金融緩和第3弾)の発表、新学期前の個人消費動向、中国経済の改善などの支援材料が出てくれば、秋口から1,400ポイント超えも期待できると考えます。

## ②欧州経済の後退、南欧諸国の債務問題は続くが、ユーロ相場の安定も近い

6月末のEU首脳会議ではスペインの銀行に対する直接的な金融支援が合意されましたが、独財務相やECB(欧州中央銀行)総裁の発言などを受けて救済の実現性に疑念が生じたことに加えて、スペイン地方政府の財政不安もあり、同国国債利回りは急上昇し、外国為替市場ではユーロ安が進みました。しかし、月末近くには、ECB総裁による「ユーロ存続のためにはいかなる措置も辞さず」と発言したことが好感され、ユーロ安は一服しました。「銀行監督の一本化」、「ユーロ共同債の発行」などの抜本的な解決策の具体化には時間を要するとみられますが、スペインとIMF(国際通貨基金)、ECBおよびEUとの間で支援交渉が進展すれば、ECBによるユーロ圏周辺国の国債購入の可能性も高まってきます。また9月に向け、ESM(欧州安定化メカニズム)発足に向けたドイツの連邦憲法裁判所による判断、スペインの銀行第2次審査結果の発表と資本注入、ギリシャに対する追加支援の是非などの結論が出る予定となっており、先行きの不透明感が徐々に払拭されていくことが期待されます。

## ③国内株式相場は外部環境の好転待ち

日経平均は6月安値の8,200円台から、7月初めには9,100円台まで上昇しましたが、その後は円高の影響もあり下落しています。ECBは利下げを実施し、FRBも量的金融緩和に対する積極姿勢を強めるなか、実質金利が最も高い円は売り対象とはされにくい状況です。国内株式は、配当利回り2%台後半、PBR(株価純資産倍率)0.8倍台と引き続き魅力的な株価水準にありますが、外部環境が好転するまでは8,300～8,800円を中心とした動きが続きそうです。需給面では、現在のところ海外投資家が売り姿勢であることから、買い手が乏しい状況です。米国、中国の景気指標の改善、米国でのQE3の実施や株式相場の上昇など好環境が整えば、日経平均株価は9,000円台に乗せてくるとみられますが、その時期は9月以降になると考えます。

## ④中国の景気減速の行方

実質GDP成長率は、1～3月期の+8.1%(前年比)から、4～6月期の+7.6%(同)と減速しています。人民元融資額や新規投資認可件数などの伸びをみる限り、5月末からの景気対策が奏功し始めたと考えられますが、電力需要などをみても景気回復はまだみえてこない状況です。CPI(消費者物価指数)は+2.2%に低下しましたが、今後世界的な穀物相場の高騰が中国の食品価格に影響を及ぼすことが懸念されます。中国政府は7～9月期の実質GDP成長率が+7%台となる可能性があるとのコメントもあり、依然として中国景気に対しては楽観的になれない状況です。

# 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+1.17%と、同+0.02%だった前期に続き、3期連続のプラス成長となりました。

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・資源国向けを中心とした輸出の持ち直しが期待できること、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、消費税増税への懸念が家計マインドの重石になるものの、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

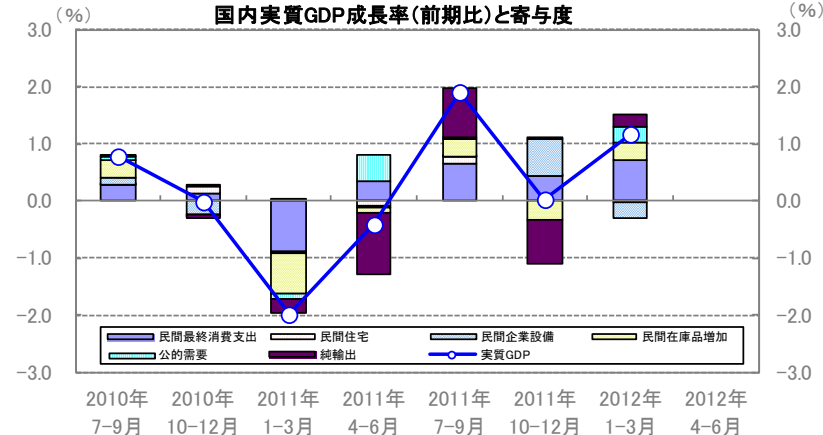
景気の緩やかな回復トレンドが継続

4～6月期の実質GDP成長率は、前期比+1.5%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も続くなか、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のツイストオペの延長と新興国経済の回復に支えられた輸出、設備投資の持ち直し、住宅市場にみられる底入れの兆しなどから、緩やかな景気の回復トレンドが継続すると予測します。

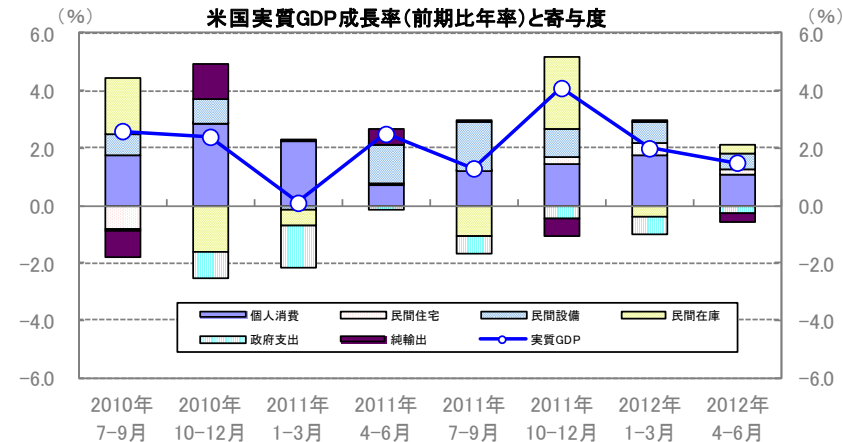
FRBは、異例な低金利政策を2014年後半まで継続すると予測します。

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継続

1～3月期の実質GDP成長率は前期比+0.01%と、同-0.32%だった前期から改善したものの、低水準となりました。

新興国経済の緩やかな持ち直しが、欧州景気の下支えとして期待できます。ただし、ギリシャの再建計画に遅れがみられること、スペインなどの金融システムが極めて脆弱であること、周辺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などから、景気回復ペースは緩慢で低成長が続くと予測します。

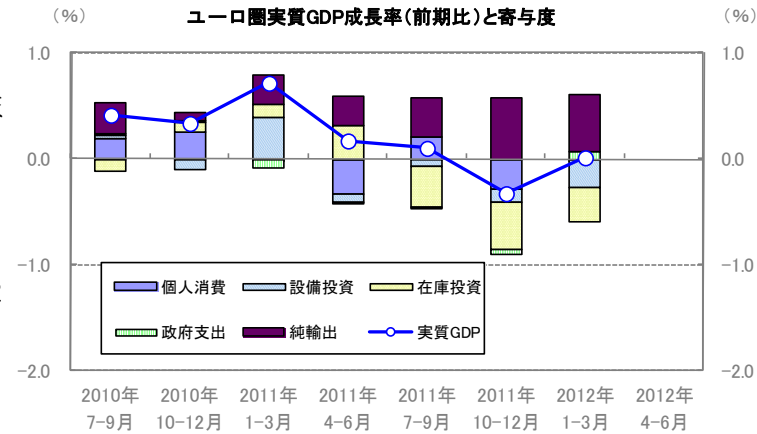
## 新興国・資源国経済

新興国は緩やかに景気拡大基調を持続

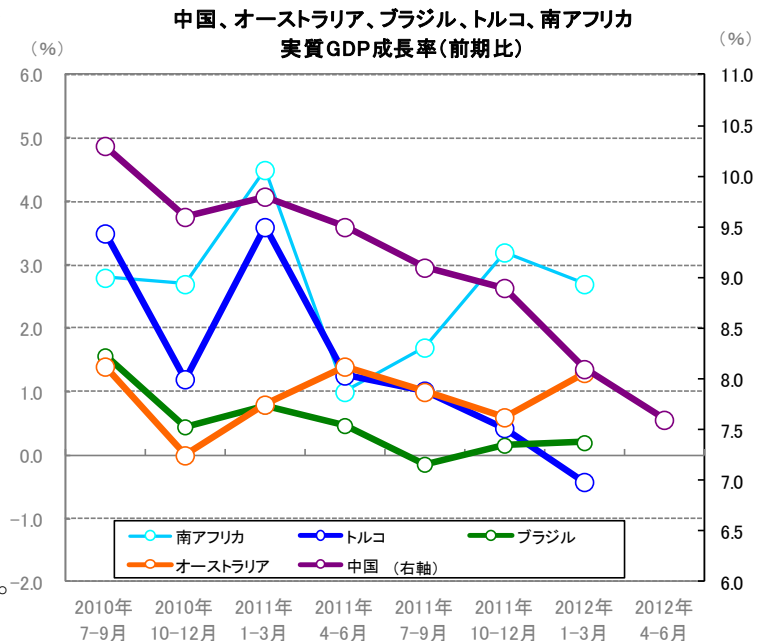
【中国】4～6月期GDP成長率の鈍化にみられるように景気の減速感が強まっています。ただ7月の製造業PMIは市場予想を僅かに下回りましたが、完成品在庫指数が改善するなど下げ止まりの兆しもみられました。今後も追加金融緩和や財政による景気刺激策の実施が予想されており景気は底入れから徐々に好転に向かうことが期待されます。

【ブラジル】外部環境の悪化による輸出の鈍化、比較的良好だった個人消費の減速、中央銀行の経済成長率見通しの下方修正など、景気の減速感が広がっています。これらに対し先日大統領はインフラ投資を中心とした景気対策を表明しています。追加金融緩和や財政による下支え、自国通貨の下落による輸出拡大への期待などもあり、さらなる景気の落ち込みは回避されるとみえています。

【南アフリカ】足下では失業率が高止まり、個人消費に弱さがみられていることなど景気の減速感が強まっています。消費者物価指数は同国の目標インフレ率の上限(6%)を下回って推移しています。



\*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

## 前月の投資環境(7月)

10年国債利回りは、一時0.7%台前半に低下

国内株式相場は欧州債務問題に対する懸念の拡大から下落

スペインに対する懸念の拡大から、米国、欧州(ドイツ)の長期金利は低下

外国株式相場は方向感の定まらない展開

10年国債利回りは、ECBが量的緩和政策を拡大させたこと、米国の雇用統計が市場予想を下回ったことなどから、低下基調となりました。日銀の金融政策決定会合で短期国債・CPの入札下限金利(0.1%)が撤廃されたこともあり、**10年国債利回りは一時0.7%台前半まで低下**しました。その後、月末にかけては小幅に上昇しました。

国内株式相場は、世界景気の減速懸念が広がる中、スペインでは金融システム不安や地方政府の財政悪化を受けて国債利回りが上昇するなど**欧州債務問題に対する懸念が拡大**したことや、外国為替相場が**円高基調**となったこともあり、下旬にかけては軟調に推移しました。月末近くには、ECB総裁の発言などを受けて欧州債務問題に対する取り組みが強化されるとの期待が広がり、小幅に上昇しました。

6月末のEU首脳会議での合意を受けて欧州債務問題への懸念が一旦緩和しましたが、その後もスペイン地方政府の中央政府への支援要請、ユーロ圏諸国の財政悪化報道などを受けて**スペイン国債利回りが大幅に上昇**するなど同問題への懸念が燃り続けました。月末近くにはECB総裁の「ユーロ存続のためにはいかなる措置も辞さない」との発言から、市場は落ち着きを取り戻しました。こうした中、米国では景気の減速感が強まったこと、欧州(ドイツ)では利下げが実施されたことや安全資産需要から国債が買われたことから、ともに長期金利は低下しました。

外国株式相場は、決算発表を前に月前半は業績に対する懸念から軟調な展開となりました。その後はグーグル、IBMなど市場予想を上回る決算発表が好感された一方、**中国景気の減速懸念やスペインの債務問題などが再燃**するなど、**方向感の定まらない展開**となりました。月末にはECB総裁の発言が好感されたことなどから相場は上昇しました。

## 《7月の市場動向》

	2012/7/31	2012/6/29	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	0.79%	0.84%	▲0.04%
米国10年国債	1.47%	1.64%	▲0.18%
ドイツ10年国債	1.29%	1.58%	▲0.30%
英国10年国債	1.47%	1.73%	▲0.26%
豪10年国債	3.11%	3.04%	+0.07%
ブラジル10年国債	9.63%	10.14%	▲0.51%
南アフリカ10年国債	7.06%	7.49%	▲0.43%
株価指数	前月末	前々月末	前々月末比
日経平均株価	8,695.06	9,006.78	▲3.46%
TOPIX	736.31	770.08	▲4.39%
ダウ工業株30種平均	13,008.68	12,880.09	+1.00%
S&P500	1,379.32	1,362.16	+1.26%
ナスダック指数	2,939.52	2,935.05	+0.15%
FTSE100	5,635.28	5,571.15	+1.15%
DAX	6,772.26	6,416.28	+5.55%
ハンセン指数	19,796.81	19,441.46	+1.83%
為替相場	前月末	前々月末	前々月末比
米国ドル/円	78.12	79.79	▲2.09%
ユーロ/円	96.12	101.04	▲4.87%
英国ポンド/円	122.48	125.32	▲2.27%
豪ドル/円	82.06	81.70	+0.44%
ブラジルレアル/円	37.98	39.71	▲4.36%
トルコリラ/円	43.51	44.11	▲1.35%
南アフリカランド/円	9.46	9.77	▲3.22%

※出所: Bloomberg

# 各資産の投資環境見通し

## ✓ 国内債券

**当面は金利の低下基調が続く可能性**

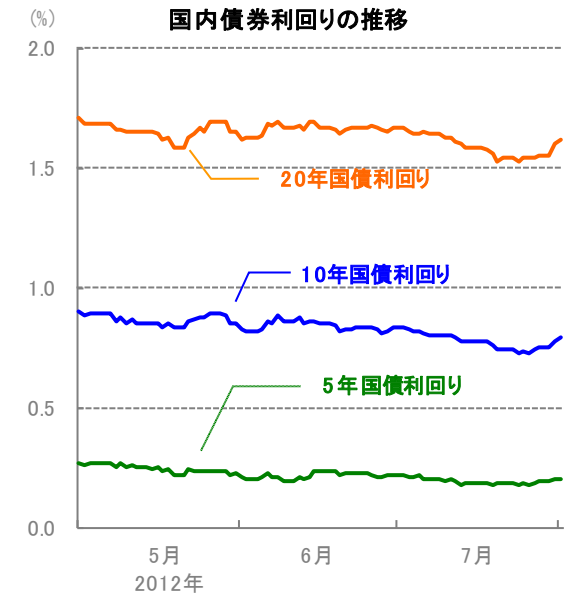
世界的な景気減速を受けて、先進諸国のほか中国、ブラジル、南アフリカなどの新興国でも利下げを含めた金融緩和策が発表されています。

更なる金融緩和観測も広がっており、日本、米国、ドイツなどの主要国では市場金利の低下基調が続いています。このような動きは、スペイン、イタリア情勢など欧州債務問題に対する懸念の拡大が背景となっているほか、先進国の中央銀行が国債を大量に購入し市場のボラティリティ(変動率)が低下していることも要因とみられます。

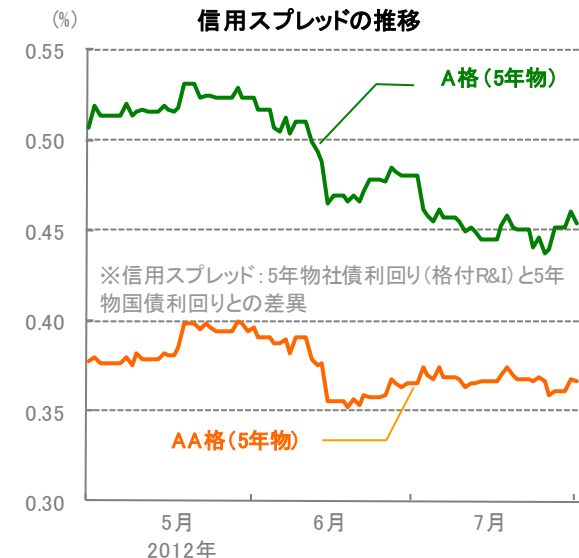
既に米国、ドイツなどでも「債券利回り<株式配当利回り」の状態(いわゆる“日本化”)が定着しつつありますが、リスク回避志向の浸透により、当面はこの修正は起こりにくいとの見方が一般化しつつあります。

**現在のようなボラティリティが低い状況が続くと、収益の上積み**を企図した投資家が更なる積み増しを図る可能性もあることから、**今後の需給動向には注意**が必要です。

市場での物色対象が超長期債にまで広がれば、上昇相場は終局を迎えつつあるとの見方もできますが、**当面は金利の低下基調が続く可能性が高いとみています。**



\*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

国内株式は安値圏で安定した推移へ

8月の国内株式相場は、引き続き世界経済に減速の兆候がみられる中、安値圏で安定した動きになると予想しています。

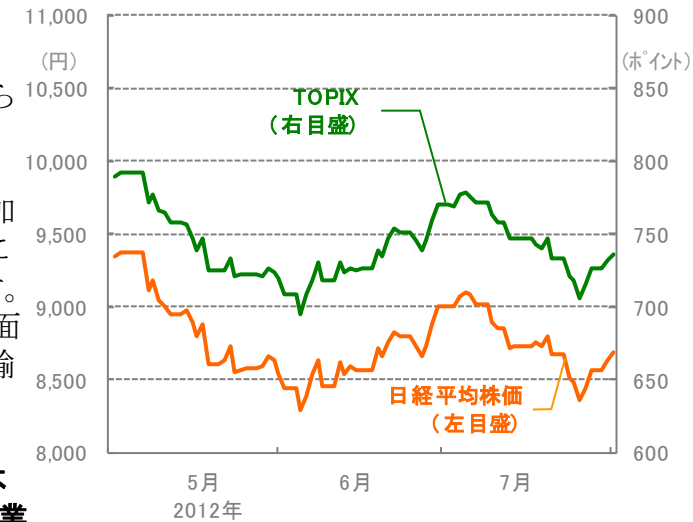
欧州ではスペインの金融システム不安が依然として残ることに加えて同国の地方政府に対する支援問題などもあり、財政悪化による欧州域内全体の信用収縮や景気の下振れが予想されます。また、年後半に向けて景気が回復するとみられる米国でも、当面は欧州経済の影響から一旦調整すると考えられ、欧州向けの輸出の割合が高い中国でも、景気の減速が予想されます。

一方、国内では力強い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、企業業績についても今年度は20%を超える大幅増益が期待されます。

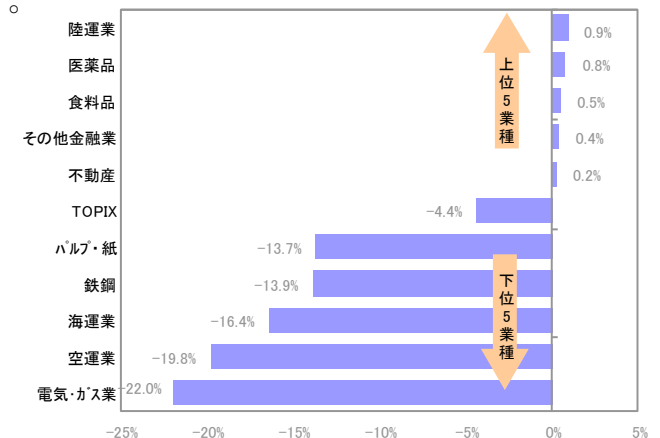
国内株式相場は、これらに加えて、株価下落で既に割安感が強まっていることもあり、安値圏で安定した動きを予想しています。

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6月末～2012年7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

米国、ドイツともに長期金利は低水準で推移

米国では雇用、消費など景気の鈍化を示す経済指標の発表が続いています。また欧州問題に加え、“財政の崖”（2013年以降米国が直面する4兆ドル規模の減税失効や歳出の自動削減開始などの問題）もあり、先行きの不透明感を払拭できない状況が続くとみられます。ユーロ圏（ドイツ）では先般のECB総裁発言が好感されており、当面は落ち着いた状況が続くとみられますが、南欧諸国の国債購入に対するEUでの意見調整の必要、ギリシャの債務削減目標達成の遅れ、スペインの金融支援要請観測など不透明感は依然強い状況となっています。

米国では前述の状況を背景に追加緩和観測が強まっており、ユーロ圏（ドイツ）では国債市場への資金流入が続くと予想され、ともに長期金利は低い水準で推移するとみています。

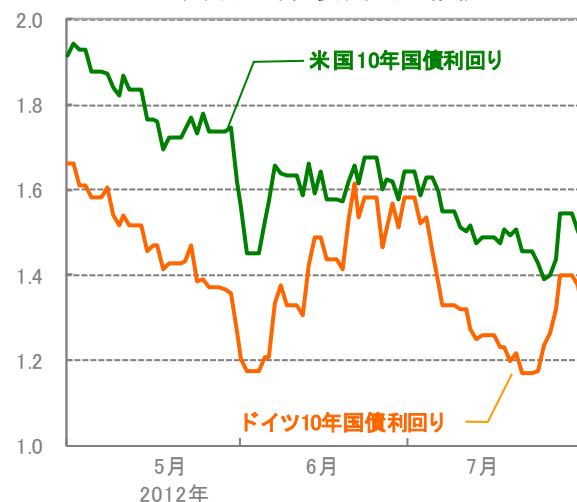
## 新興国・資源国金利

【ブラジル金利】景気の減速が続いています。物価上昇率が落ちついており、政策金利は過去最低水準となっていますが、引き下げの余地はあるとみています。追加利下げ観測が強いことから市場金利は利下げを織り込む動きをみせており、低下基調が続くとみています。

【インドネシア金利】市場金利については、外部環境の悪化には懸念が残りますが、足下では債券需給の改善がみられることもあり、レンジ内での動きにとどまるとみています。過去数カ月の輸出の減少を受けて利下げ期待がみられますが、自国通貨安、インフレへの配慮から見送られるとみています。

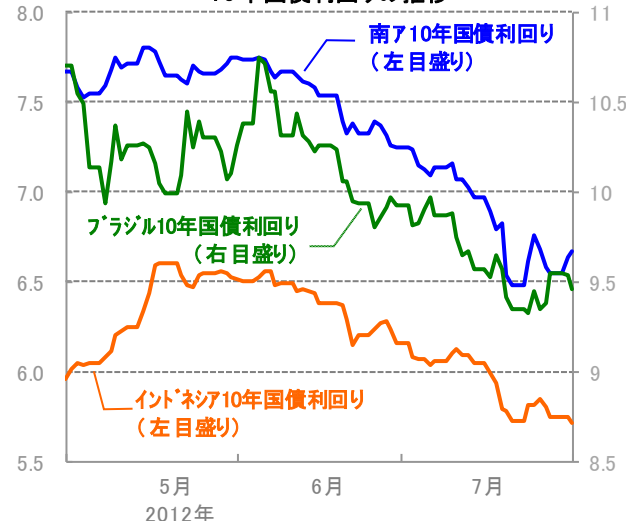
【南アフリカ金利】政策金利については、予想外となる0.5%の引き下げが実施されました。低下している市場金利については、同国国債での運用需要拡大が見込まれることや追加利下げ期待が低下要因と考えられます。同金利は既に大幅に低下していることから、今後の低下余地は限定的とみています。

(%) 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

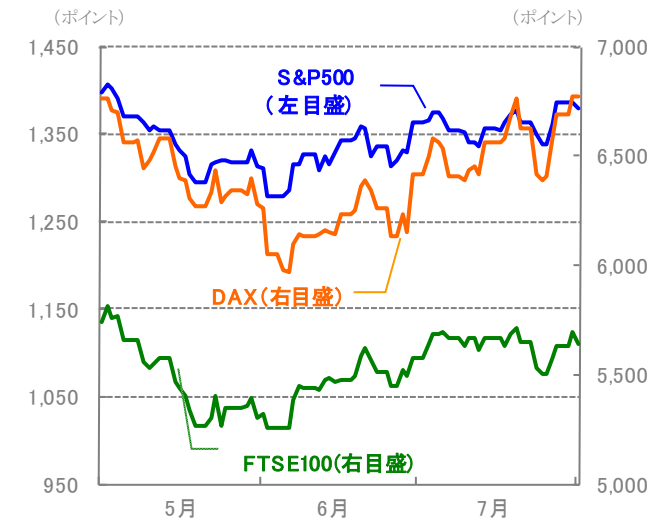
外国株式は、欧州債務問題の動向などを受けて不安定な状況

世界経済の先行き不透明感が払拭されない中、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や景気浮揚策、③欧州高債務国の財政赤字の削減状況や債務問題解決に向けた関係各国・機関との取り組みの動向などを材料に、不安定な状況が続くとみています。

とりわけ、企業の決算発表が一巡した後は、市場参加者の関心が再びマクロ経済見通しに移っていきと考えられ、株価パフォーマンスは個別銘柄ごとのファンダメンタルズよりもむしろマクロ経済動向の影響を受けやすい状況へと移行していくことも考えられます。

既に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拡大していることから、**好業績を続ける企業については株主還元策の拡充や企業買収の活発化が見込まれる**と分析しています。

S&P500、DAX、FTSE100の推移

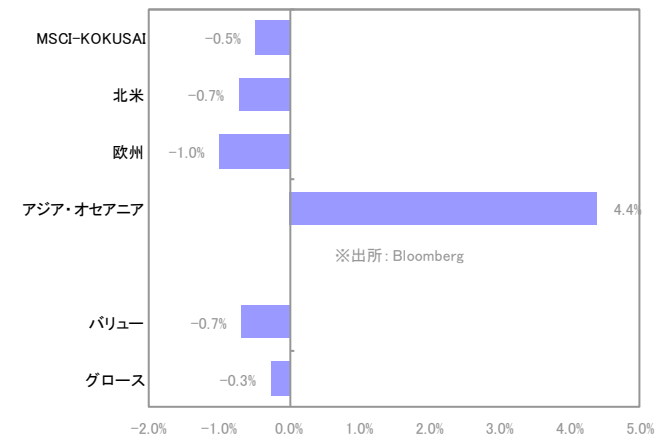


2012年

\*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6月末～2012年7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

ドルは上値が重く、ユーロは弱含み

**ユーロ/ドル:** 欧州では債務問題に対する懸念が残りますが、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もあることから、これまでの**ユーロ安傾向については徐々に歯止めがかかる可能性**があるとみています。

**ドル/円:** 米国の景気減速や追加金融緩和観測から**上値の重い展開**を予想しています。

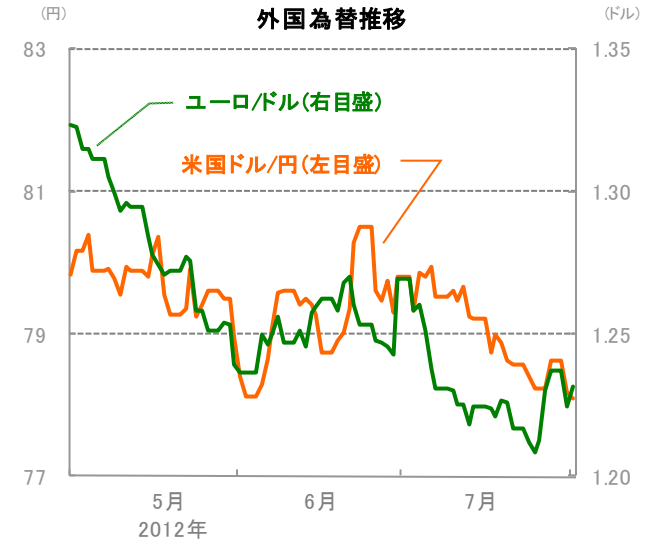
**ユーロ/円:** 欧州債務問題の長期化に対する懸念、追加金融緩和観測から**弱含み横ばい**を予想しています。

## 新興国・資源国通貨

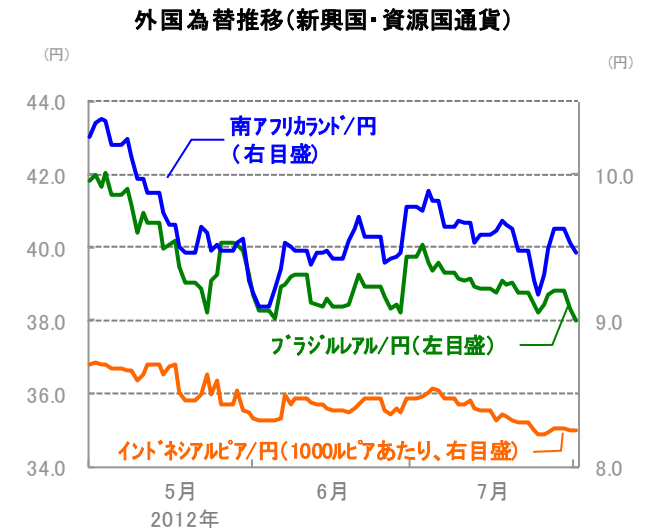
**【ブラジルレアル】** 欧州債務問題の影響から不安定な動きが続いていましたが、ようやく落ち着きをみせ始めました。証券投資資金の流入には減少傾向がみられますが、直接投資の流入は活発で、外貨準備も高い水準を維持しています。**経常収支にも改善の兆候**がみられており、今後は通貨安による輸出の持ち直しも期待されます。ただ**追加利下げ観測も根強く**、反発局面においても**上値は限定的**とみています。

**【インドネシアルピア】** 資源価格下落や輸出相手国の景気減速から**貿易収支が悪化**しており、**弱含む**ことが予想されます。また現在沈静化している投資家のリスク回避姿勢の再燃に対する懸念も残ります。その一方で、中央銀行が為替相場の安定を重視する姿勢を打ち出していることから下落時には政策面で下支えることも予想され、**下値は限定的**とみられます。

**【南アフリカランド】** **追加利下げ期待**が下落要因として残りますが、海外投資家の同国国債への根強い需要が下支えになる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.