

Russell Research

運用機関の投資展望調査

Investment Manager Outlook

2008年6月

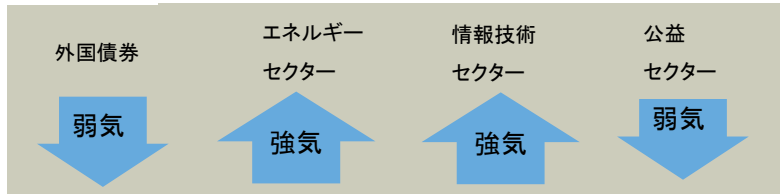
COMMENTARY BY: クリストフ・キャスパー、執行役

チーフ・インベストメント・オフィサー、ジャパン/アジア・パシフィック

日本版

調査結果の概要

Key Trends — 2008年6月期 運用機関の投資展望調査



*2008年3月度「運用機関の投資展望調査」対比

米国の信用力の低い個人向け住宅融資(サブプライムローン)問題を発端とする金融市場の混乱は、ひとまず峠を越えたとの見方も広がりましたが、ここへ来て欧米の大手金融機関の更なる損失拡大懸念が再燃しており、予断を許さない状況が続いています。米国経済の後退懸念もじわじわと高まっている上、史上最高値の更新を続ける原油価格等を背景にインフレ懸念も強まってきており、世界の金融市場では日々のニュースによって投資家のセンチメントが変化する、方向感の定まらない相場展開が続いています。

こうした状況下、2008年6月度「運用機関の投資展望調査(調査期間:5/26-5/30)」の結果、今回調査にご協力いただいた運用機関の多くが引き続き株式に強気、債券に弱気の見通しを持っていることが確認されました。調査対象10資産のうち上位4資産を株式が占め、日本株式(全般)が引き続き強気のトップ、日本債券に対する弱気の割合が最も高くなっています。但し、調査開始以来の長期トレンドを見ると、株式を強気と見る運用機関の割合は低下傾向にあります。一方、弱気見通しについては、日本株式が前回の14%から今回9%に低下した一方で、日本国債が51%から60%に、外国債券も34%から44%に増加するなど、債券を株式対比弱気に見る運用機関の割合が高まっています。時系列的には株式への強気度合いが低下しているものの、債券対比では強気を維持していると考えられます。

日本株式の割安度合いについては、日本株式市場の水準を割安だと考える運用機関の割合が52%と前回の調査時点の76%から低下した一方で、適正だと考える運用機関の割合は、前回の17%から一気に41%まで上昇しました。運用機関のセンチメントに変化が起きており、これは最近の日本株式の上昇と2008年の企業収益の下方収益観測が高まっていることが背景にあると思われます。

セクター別の見通しでは、エネルギーセクターに対し、依然52%の運用機関が強気に見ており、強気見通しの1位を堅持しています。WTI原油先物価格が5月中旬に1バレル135ドルを突破して史上最高値を更新し続けていますが、需給関係等からこしばらくの原油価格の高止まりを予想する機関投資家も少なくなく、エネルギー関連株への一段の上昇期待は薄れていないようです。また、これまで出遅れ感のあった情報技術セクターに対しても、強気見通しが50%に達し、期待感の高まりが見て取れます。金融セクターについては、バリュエーション的に魅力が高まったとしてアンダーウェイト幅を縮小する運用機関も出てきており、今回の調査においても、弱気の割合が前回の32%から19%にまで低下しました。

また、今回の調査で、今後12ヶ月で有望な投資テーマをお聞きしたところ、総回答数101のうち、37回答が、地球温暖化やエネルギーなどの地球規模の問題に関連したテーマをあげています。食料、水資源など、環境問題全般を合わせますと、実に半数に及ぶ52回答がこれらを今後市場で重要性を増すテーマであると回答しているのは興味深いことです。今後エネルギー価格が株価形成に重要な役割を果たすと考える運用機関が多い一方で、M&Aについては、日本の株価に与える影響はそれほど大きくないと見ているようです。

運用機関の投資展望調査について

ラッセル・インベストメントでは、2004年より米国をはじめ諸外国の運用機関の皆様にご協力いただき、四半期毎に「運用機関の投資展望調査」を実施しております。海外での評価を踏まえ、2006年3月より日本でも調査を開始いたしました。

当グループが提供するファンドの運用資産総額は約21兆円*、調査対象の運用機関数は約3000社にのぼります。この強みを活かして、弊社が日ごろから接しているシニアレベルの投資意思決定者の方の投資展望を集約し、皆様の投資判断の一助となる有意義な情報をご提供する目的でこの「運用機関の投資展望調査」はスタートしました。

「運用機関の投資展望調査」は四半期に一度、各運用機関の投資意思決定を行っている運用担当者の方に、資産クラス及びセクター毎の見通しや今後の投資戦略に影響を及ぼすと思われるトピック等について質問しています。データの分析及びレポートの作成にあたっては、弊社のインベストメント・マネージメント&リサーチ部が担当し、各期のデータを吟味し、集められた回答の定量的な分析にとどまらず定性的な分析も行います。

「運用機関の投資展望調査」は、原則として毎四半期末に皆様にお配りいたします。調査にご協力いただいているのは、主として日本株式の運用機関であり、また、日本に拠点を持たない運用機関も含まれます。

なお、弊社が運用目的で実施する運用機関調査とこの「運用機関の投資展望調査」とは全く別のものであり、本調査への回答は各運用機関の任意のご協力によるものです。

(*2008年3月末現在)

お問い合わせ窓口

ラッセル・インベストメント
株式会社

マーケティング部
TEL 03-5411-3790
E-Mail Tokyo-RIJ@russell.com

インフレ圧力や景気後退懸念がくすぶるものの株式に対する強気見通しは不変

米国の信用力の低い個人向け住宅融資(サブプライムローン)問題を発端とする金融市場の混乱は、ひとまず峠を越えたとの見方も広がり、一時金融銘柄が買われた局面もありましたが、ここへ来て欧米の大手金融機関の更なる損失拡大懸念が再燃しており、予断を許さない状況が続いています。米国経済の後退懸念もじわじわと高まっている上、史上最高値の更新を続ける原油価格、一頃より下落したものの依然として高値圏で推移する商品価格等を背景に、コストプッシュインフレの懸念も一気に高まってきており、世界の金融市場では日々のニュースによって投資家のセンチメントが変化する、方向感の定まらない相場展開が続いています。

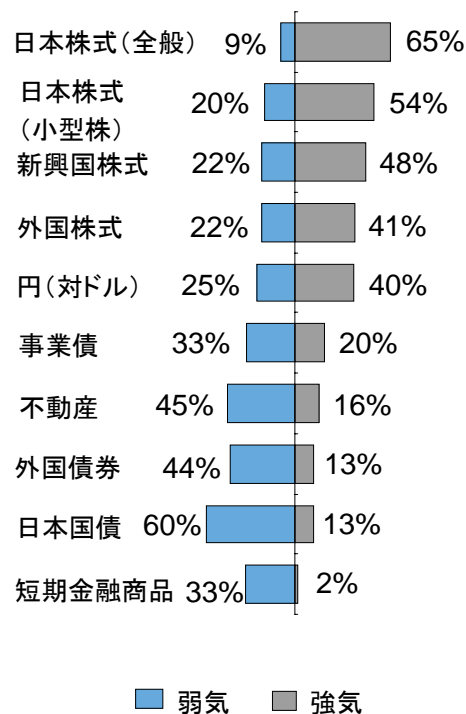
日本株式市場については、3月時点で昨年来高値からの下落率が3割超に達していましたが、2008年度に入ってからの上昇率は13.5%と世界で上位となるなど、ここへ来て急速に持ち直してきています。前回の調査では、多くの運用機関が今後12ヶ月間で日本株式市場の上昇トレンドへの回帰が期待できると見ていましたが、既にその兆候が現れ始めていると言えそうです。

こうした状況下、2008年6月度「運用機関の投資展望調査(調査期間:5/26-5/30)」の結果、今回調査にご協力いただいた運用機関の多くが引き続き株式に強気、債券に弱気の見通しを持っていることが確認されました。調査対象10資産のうち上位4資産を株式が占め、日本株式(全般)が引き続き強気のトップ、日本債券に対する弱気の割合が最も高くなっています。強気見通しの割合は、どの資産も前回と変わらない結果となりましたが、弱気見通しについては、日本株式が前回の14%から今回9%に低下した一方で、日本国債が51%から60%に、外国債券も34%から44%に増加するなど、株式対比で債券を弱気に見る運用機関の割合が高まっています。更なる利下げが見込みづらくなったとの見方を反映しているといえるかもしれません。

短期金融商品については、強気と見る向きが10%から2%に低下しましたが、弱気筋も41%から33%に減るなど、興味自体が低下した感があります。但し、新興国株式への強気筋は前回53%から48%と低下し、外国株式についても、強気と見る向きが前回49%から今回41%に低下している状況を見ると、一概にリスク許容度が回復したとは言えないようです。新興国株式が50%を割り込んだのは8期ぶりで、外国株式の41%は調査開始以来最低の水準となっています。

債券については、事業債の強気見通し割合が調査開始以来始めて外国債券のそれを上回りました。信用不安がやや後退したことやこれまでのスプレッドの拡大で割安感が高まっていることなどが背景にあると考えられます。不動産については強気割合が過去最低となっており、マクロ経済環境の悪化を反映したものと見られます。

資産クラス別見通し



注：弱気 = 1～8 ランク中 1～3 の回答割合。強気 = 1～8 ランク中 5～7 の回答割合。4 ランク(ニュートラル)、8 ランク(見解なし)については上の表には含まれていません。

インフレ圧力や景気後退懸念がくすぶるものの株式に対する強気見通しは不変

為替相場については、円高を想定する運用機関の割合は前回調査時点の 42%から大きな変化はありませんでしたが、円安を想定する運用機関の割合は若干減少しました。米国経済の後退懸念が強まったことなどから、目先のドルの上昇は見込みづらくなっているようです。

セクター別の見通しでは、エネルギーセクターに対し、依然 52%の運用機関が強気に見ており、強気見通しの 1 位を堅持しています。同セクターは既に大幅な上昇を遂げていますが、前回の強気見通し割合は 46%でしたので、むしろ強気度合いは上昇していることがわかります。WTI 原油先物価格が今回の調査直前の 5 月中旬に1バレル 135ドルを突破して史上最高値を更新し、ピークアウトの時期が憶測されるようになりましたが、需給関係等からここしばらくの原油価格の高止まりを予想する機関投資家も少なくなく、エネルギー関連株への一段の上昇期待は薄れていないようです。

これまで出遅れ感のあった情報技術セクターに対しても、強気見通しが 50%に達するなど、期待感の高まりが見て取れます。

金融セクターについては、5 月に入ってから損失拡大懸念の再燃等を受けて世界の株式市場において最下位の騰落率に甘んじていますが、バリュエーション的に魅力度が高まったとしてアンダーウェイト幅を縮小する運用機関も出てきました。今回の調査においても、弱気の割合が前回の 32%から 19%にまで低下しました。前回調査では、金融市場の混乱は暫く続くとの見方が大勢を占めていましたが、現在は、金融・信用市場が収束に向かう時期を押し量りつつ、弱気姿勢を緩めてきているようです。

<ご参考>

各セクターの代表銘柄

一般消費財・サービス：トヨタ自動車、ソニー

エネルギー：新日本石油、東燃ゼネラル石油

金融：三菱東京フィナンシャル・グループ

公益：東京電力、東京ガス

一般事業会社：コマツ、三菱重工、清水建設

情報技術：キヤノン、ソフトバンク、HOYA

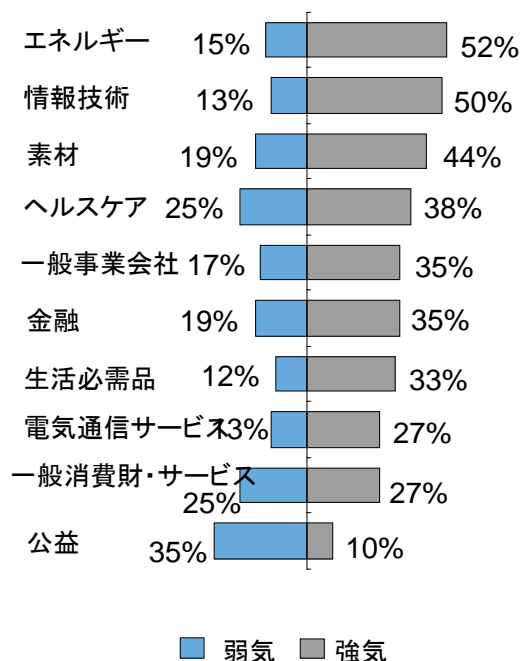
生活必需品：セブン&アイ、花王、麒麟麦酒

素材：新日本製鐵、信越化学、東レ

電機通信サービス：NTT、NTT ドコモ

ヘルスケア：武田薬品、テルモ

セクター別見通し



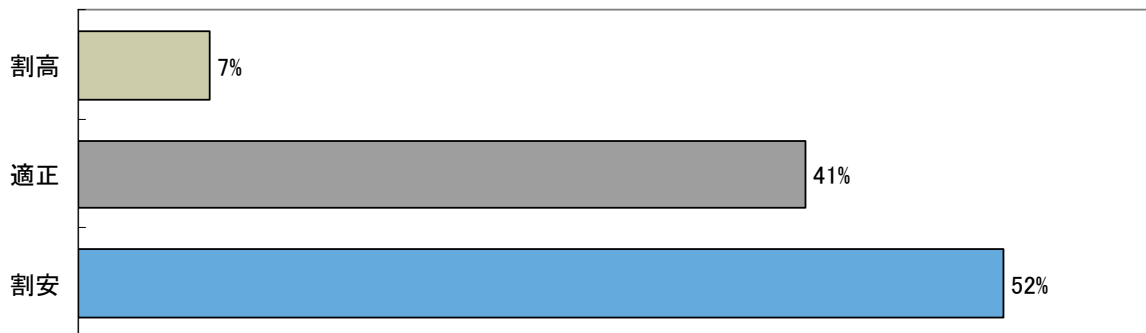
注：弱気 = 1~8 ランク中 1~3 の回答割合。強気 = 1~8 ランク中 5~7 の回答割合。4 ランク (ニュートラル)、8 ランク (見解なし) については上の表には含まれていません。

調査結果

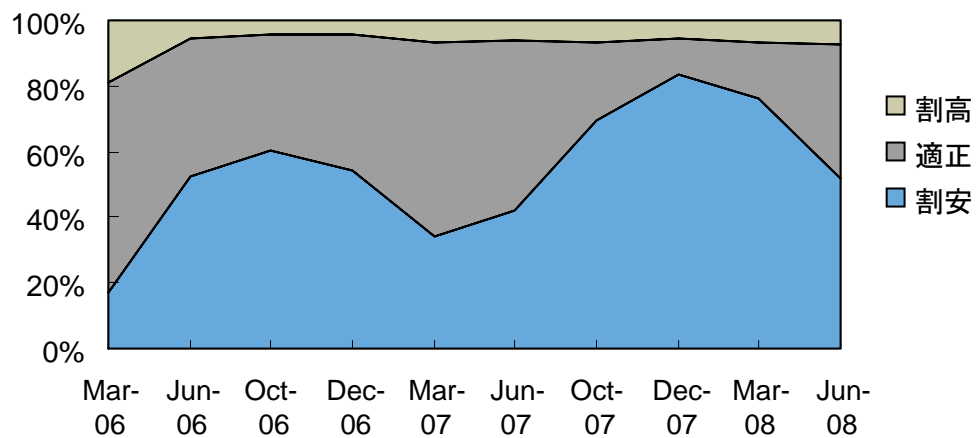
質問:現在の日本株式市場の水準についてどう思いますか?

キーポイント

- ・ 現在の日本株式市場の水準を割安だと考える運用機関の割合が 52%と前回の調査時点の 76%から低下した一方で、適正だと考える運用機関の割合は、前回の 17%から一気に 41%まで上昇しました。
- ・ これは、日本株式が 3 月の直近安値から約 20%の上昇を遂げたことなどが背景にあると考えられます。また、2008 年の企業収益が下方修正される公算が高いとの見方も浮上していることから、PER で見たバリュエーションの割安度合いが薄らいでいることも背景にあるようです。



日本株式市場の水準評価の推移

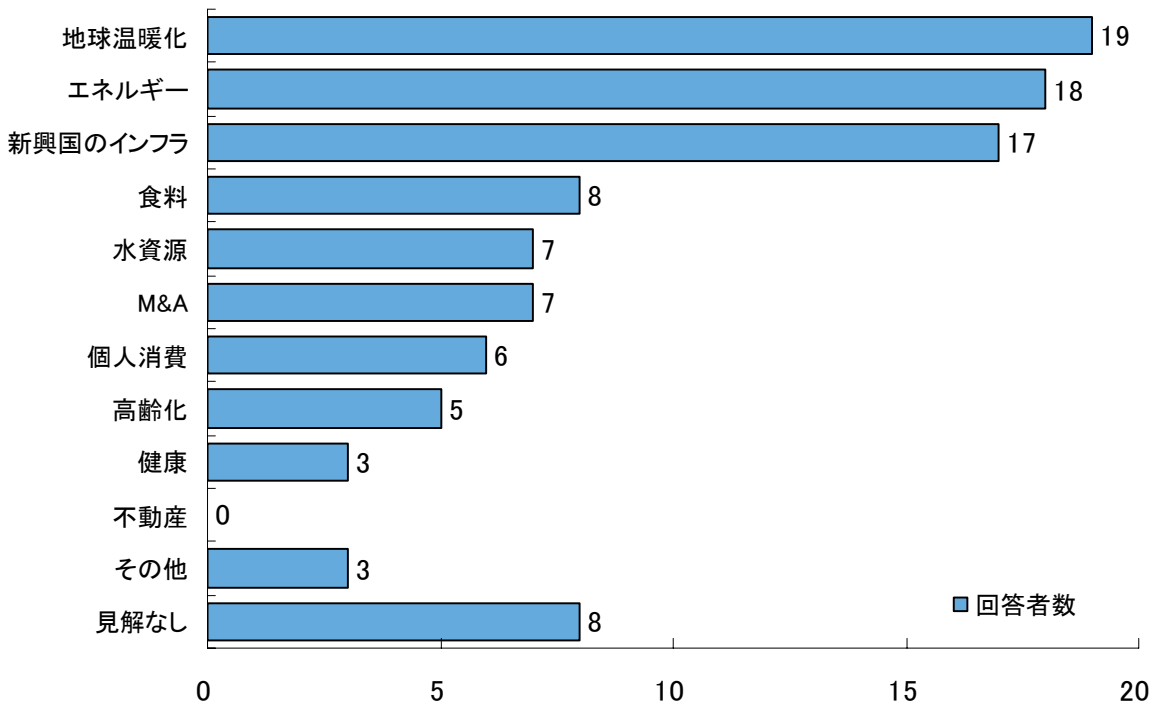


調査結果

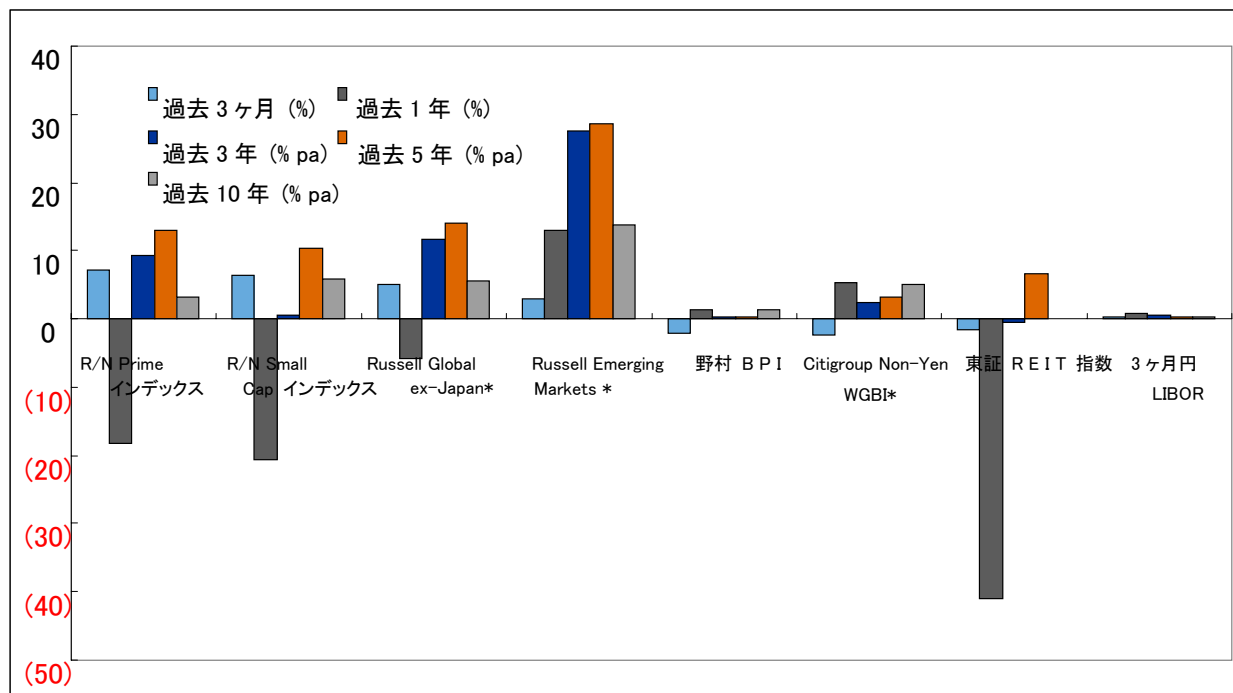
質問: 日本株式の個別銘柄選択において、今後12ヶ月で一番有望だと思うテーマは何ですか？ (2つお選びください)

キーポイント

- ・ 総回答数 101 のうち、37 回答が、地球温暖化やエネルギーなどの地球規模の問題に関連したテーマが今後重要になると予想しています。排出権取引市場の創設に関する議論も活発化しており、巷間では温暖化ガスの削減技術を持つ企業の優位性を指摘する声も出始めています。
- ・ 食料、水資源など、環境問題全般を合わせますと、実に半数に及ぶ52回答が今後市場を牽引するテーマであると回答しているのは、興味深いことです。環境関連ビジネスに関する運用機関の関心の高まりが示された結果と言えるでしょう。
- ・ エネルギー価格動向については、多くの運用機関が今後の株価形成に重要な役割を果たすと考えています。
- ・ M&A をテーマとしてあげたのは7回答に留まり、昨今新聞等を賑わせている日本企業のコーポレート・ガバナンス(企業統治)への取り組み姿勢の変化については、運用機関は懐疑的な見方をしていると見られます。



参考インデックスのパフォーマンス(2008年5月末現在)



	過去3ヶ月 (%)	過去1年 (%)	過去3年 (% pa)	過去5年 (% pa)	過去10年 (% pa)
Russell/Nomura Prime インデックス	7.2	(18.3)	9.2	13.0	3.1
Russell/Nomura Small Cap インデックス	6.3	(20.7)	0.7	10.5	5.7
Russell Global ex-Japan インデックス*	5.2	(5.8)	11.7	14.0	5.7
Russell Emerging Markets インデックス*	2.8	13.0	27.6	28.5	13.8
野村 B P I	(2.0)	1.3	0.4	0.2	1.5
Citigroup Non-Yen W G B I*	(2.3)	5.2	2.3	3.2	5.1
東証 REIT 指数	(1.7)	(41.1)	(0.6)	6.7	-
3ヶ月円 LIBOR	0.2	0.9	0.5	0.3	0.3

*現地通貨ベース

調査方法及びラッセル・インベストメント概要

調査方法

今回の「運用機関の投資展望調査」のアンケート調査は、2008年5月26日～5月30日にかけて実施いたしました。

アンケートは、日ごろからラッセル・インベストメントが運用機関調査を行う中で接している運用機関を対象に実施し、上記期間中に回答いただいた53社の運用機関のご意見を集約しています。調査にご協力いただいた運用機関は、日本株式を運用対象とする運用機関が大半を占めており、また、日本に拠点を持たない海外の運用機関も含まれます。

回答いただいた方の多くが投資意思決定者であり、最高投資責任者(チーフ・インベストメント・オフィサー)またはポートフォリオ・マネージャーの方がほとんどです。他には、ストラテジストやアナリスト等の方々も含まれます。「運用機関の投資展望調査」は弊社が運用目的で実施する運用機関調査とは全く別のものであり、アンケートへの回答は各運用機関の任意のご協力によるものです。

ラッセル・インベストメントについて

ラッセル・インベストメントは、現在世界47カ国において、年金、金融機関及び個人投資家などの様々な投資家の皆様を対象に総合的な資産運用ソリューションを提供しています。グローバルに行う運用会社調査をもとに、資産運用、オルタナティブ投資、確定拠出年金サービス、資産運用コンサルティング、売買執行管理、株式インデックスの開発など幅広く業務を行っており、現在当グループが提供するファンドの運用資産総額は約21兆円*となっています。グループの創立は1936年。米国ワシントン州タコマを本拠地とし、米国最大手の個人生命保険会社であるノースウェスタン・ミューチュアル・ライフ・インシュアランスの子会社です。

日本においては1986年に東京オフィスを開設。現在、ラッセル・インベストメント株式会社を通じて、各種サービスを提供しています。

詳しくは、www.russell.comをご覧ください。

(※ 2008年3月末現在)

用語解説

日本株式(全般) :

参考インデックス **Russell/Nomura Prime Index**

株式とは、株式会社が発行する有価証券です。株主は株主総会で議決権を行使することで、間接的にその企業の経営に参加することができます。また、株主には、その会社の利益から配当金や増資などの経済的利益を得る権利もあります。株式には、流動性リスクや価格変動リスクがあり、元本は保証されません。参考インデックスの **Russell/Nomura Prime Index** は、浮動株調整時価総額上位 1,000 銘柄から構成され、広い市場カバレッジを実現しています。

日本株式(小型株) :

参考インデックス **Russell/Nomura small cap Index**

株式の規模別分類の一つであり、本調査では、時価総額が約 1,000 億円未満と小規模の株式を指します。小型株は、大型株と比べて利益や売上成長率が高い一方で、金利や為替変動の影響を受けやすく、また市場で流通している株数が少ない場合が多いため価格変動性が激しくなる傾向があります。参考インデックスの **Russell/Nomura small cap Index** は、**Russell/Nomura Total Market Index** 構成銘柄の時価総額下位約 15%を占める銘柄で構成されています。

外国株式(日本以外) :

参考インデックス **Russell Global ex-Japan Index**

海外(外国籍)の企業が発行する株式のことです。外国株式は、基本的な仕組みは日本株式と同様ですが、各国の政治経済動向や為替の変動、当該国の会計や税制の変更による影響も受けます。

新興国株式 :

参考インデックス **Russell Emerging Markets Index**

新興国の企業が発行する株式のことです。一般に先進国市場の株式市場と比べ成熟度が低く、政局や為替変動、インフレなどによるリスクが大きい反面、長期的には高いリターンを得られると考えられています。

公社債 :

参考インデックス **NOMURA-BPI総合指数**

公社債とは、国や地方公共団体、民間企業などが発行する債券で利子や元本の支払いが発行体により保証されています。

国債は、国が発行する債券で、利子や元本の支払いは国が保証しています。一般的に国が債務不履行に陥る可能性は低いいため、国債の利回りは相対的に低くなっています。

事業債は、一般企業が発行する債券で個々の会社が利子や元本の支払いを保証しています。本調査では、事業債について、ムーディーズによる格付けで **Baa, S & P** による格付けで **BBB** 以上の投資適格債を対象としています。

一般に債券の価格は金利が上昇すると下落しますが、信用リスクやインフレリスクにも注意を払う必要があります。

外国債券(日本以外) :

参考インデックス **Citigroup Non-Yen WGBI**

外国で発行された債券を指します。基本的な仕組みは国内の公社債と同じですが、一般に為替リスクや、当該債券の発行国の政治的、経済的要因による価格変動リスクを負います。

不動産 :

参考インデックス **東証REIT指数**

不動産への分散投資は、一般に不動産投資信託(REIT)や不動産会社への投資を通じて行われます。不動産投資は不動産価格の変動や経済環境の変化、税制改正、金利動向によって損失を被る可能性があります。

短期金融商品 :

参考インデックス **3ヶ月円LIBOR**

短期資金は、1年以内に償還が来るTB(割引短期国債)・FB(政府短期証券)などの有価証券や金融資産を指します。流動性が高く投資リスクが低い反面、他の運用資産と比較して一般にリターンは低くなります。

Disclaimer

Russell/Nomura 日本株インデックスは、野村證券株式会社が公表している指数で、その知的財産権は Frank Russell Company 及び野村證券株式会社に帰属します。なお、Frank Russell Company 及び野村證券株式会社は、Russell/Nomura 日本株インデックスの正確性、完全性、信頼性、有用性を保証するものではなく、Russell/Nomura 日本株インデックスを用いて行われる同社の事業活動・サービスに関し一切責任を負いません。ラッセル・インデックスに関連するトレードマーク、及び著作権はラッセル・インベストメントに帰属します。NOMURA-BPI 総合指数は、野村證券株式会社が公表している指数で、その知的財産権は野村證券株式会社及びその許諾者に帰属します。なお、野村證券株式会社及びその許諾者は、対象インデックスを用いて行われる弊社の事業活動・サービスに関し一切責任を負いません。シティグループ世界国債インデックスは、シティグループ・グローバル・マーケット・インクが開発した、世界主要国の国債の総合投資利回りを各市場の時価総額で加重平均した債券インデックスです。東証 REIT 指数(Tokyo Stock Exchange REIT Index)は、東京証券取引所上場 REIT 全銘柄を対象とした時価総額加重平均の指数です。東証 REIT 指数は、東京証券取引所の知的財産であり、東証 REIT 指数の算出、公表、利用など東証 REIT 指数に関する一切の権利は東京証券取引所が所有しています。

(注)過去の実績(図表、数値等)は、将来のリターンもしくはリスクを保証するものではありません。

Copyright© 2008. Russell Investments. All rights reserved.

当資料はラッセル・インベストメント株式会社が一般的な情報の提供を目的として作成したものであり、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。当資料は、当社が信頼できると判断した情報に基づき作成しておりますが、その情報の正確性や完全性についてこれを保証するものではありません。当資料の内容は作成時点のものであり、将来予告なく変更されることがあります。当資料中「ラッセル・インベストメント グループ」、「ラッセル・インベストメント」、及び「ラッセル」は、フランク・ラッセル・カンパニー及びその子会社等の総称です。ラッセルによる事前の書面による許可がない限り、資料の全部または一部の複製、転用、配布はいかなる形式においてもご遠慮下さい。

ラッセル・インベストメント株式会社

〒107-0052
東京都港区赤坂 7 丁目 3 番 37 号 プラス・カナダ

金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第 196 号
加入協会 日本証券業協会、(社)投資信託協会、
(社)日本証券投資顧問業協会