

Russell Research

運用機関の投資展望調査

Investment Manager Outlook

2008年12月

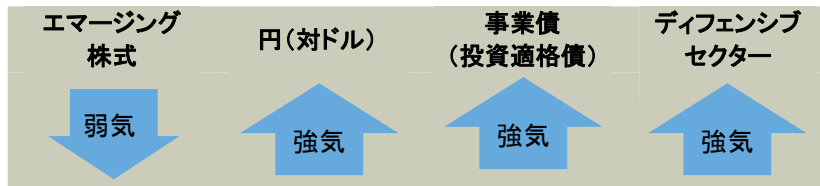
COMMENTARY BY: クリストフ・キャスパー

執行役員 兼 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 12 月期 運用機関の投資展望調査



*2008 年 9 月度「運用機関の投資展望調査」対比

米国発の金融市場の混乱は、信用収縮、レバレッジ解消による流動性危機を経て金融危機から実体経済の収縮を伴う世界経済問題へと発展しました。米政府を筆頭に、各国政府は様々な対応策を打ち出しましたが、雇用や消費、生産活動といった実体経済の悪化が顕在化し、デフォルトリスクは金融機関のみならず一般事業会社の間でも高まってきています。市場は株式を筆頭に 9 月後半より急落に見舞われ、以来ボラティリティは高留まりしています。

そうした中、運用機関は弱気相場の中にも投資機会を見出し、それぞれの投資哲学を逸脱しない範囲で柔軟にポートフォリオの運営を行っています。2008 年 12 月度「運用機関の投資展望調査」(調査期間: 11 月 21 日～11 月 28 日)では、全般的に強気センチメントが上昇していることが確認されました。これは市場の底入れ時期が近づいてきていることを示唆するものかもしれません。日本株式を割安と回答した運用機関は、回答を頂いた運用機関 52 社のうち 71%に達し、適正と回答した 25%を大幅に上回る結果となりました。

他の資産クラスを見ると、強気割合が弱気割合を上回った資産クラスは、調査対象の 10 資産のうち 5 資産に上りました。また、7 資産クラスで強気の割合が前回調査の水準を上回りました。特に、日本円(対ドル)、事業債(投資適格債)、日本国債の 3 つの資産クラスにおいては、強気割合が調査開始以来最高となりました。運用機関は債券に対する関心度を高めてきていると言えます。外国株式およびエマーヅング株式市場については、依然強気割合が弱気割合を上回るものの、強気度合いは以前より低下しました。

セクター別では、運用機関は、ディフェンシブセクターやバランスシートが健全な優良銘柄を選好しており、生活必需品、公益、ヘルスケアセクターにおいて強気割合が上昇しています。一方、一般事業会社、素材、エネルギーなどの景気敏感セクターや商品関連セクターに対しては弱気の割合が多くなっています。景気の先行き不安と世界需要の減退観測が、これら景気敏感セクターに対するセンチメントを圧迫しています。金融セクターに対しては、強気と弱気の見通しが拮抗しており、運用機関が金融危機の趨勢を見極めようと目を凝らし、投資タイミングを窺っている状況が浮き彫りとなりました。

日本株式の今後の見通しについては、運用機関の 81%が今後 12 ヶ月で好転すると回答しており、20%以上の上昇を予想している運用機関は約 30%に上ります。ただ、世界経済はここ暫くは脆弱な状態が続き市場が負のセンチメントに覆われる可能性が高いことから、短期的にはボラティリティの高い相場展開が予想されます。強気相場に転じるまで、彼らは現在の弱気相場が提供する投資機会を最大限活用することに注力する姿勢を打ち出しています。

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19兆円*、調査対象の運用機関数は約3,000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、資産クラスおよ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。データの分析およ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留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9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

クライアント・コミュニケーション・サービス部

TEL 03-5411-3790
E-Mail Tokyo-RIJ@russell.com

短期的には慎重ながら日本株式への見通しは強気

前回の調査が行われた8月末以降、米国発の金融市場の混乱は、信用収縮、レバレッジ解消を背景とする流動性危機を経て、金融危機から実体経済の収縮を伴う世界経済問題へと発展してきました。ファニー・メイとフレディ・マックが政府管理下に置かれ、米国の投資銀行は破綻或いは買収されるか商業銀行となり、世の中から消えました。その影響が世界の他の地域にまで及ぶのにさしたる時間はかからず、いまや世界中の金融機関が生き残りをかけて資本増強の道を探っています。銀行間の信用は揺らぎ、TED スプレッドは過去最高水準まで拡大しました。

各国政府は様々な対策を打ち出してきましたが、先行き不透明感は払拭できず、秋が深まる頃には雇用や消費、生産活動といった実体経済の悪化が顕在化しました。資金繰りに窮する企業が続出し、デフォルト懸念は金融機関のみならず一般事業会社まで拡大し、クレジットスプレッドは格付けに拘わらず拡大を続けています。

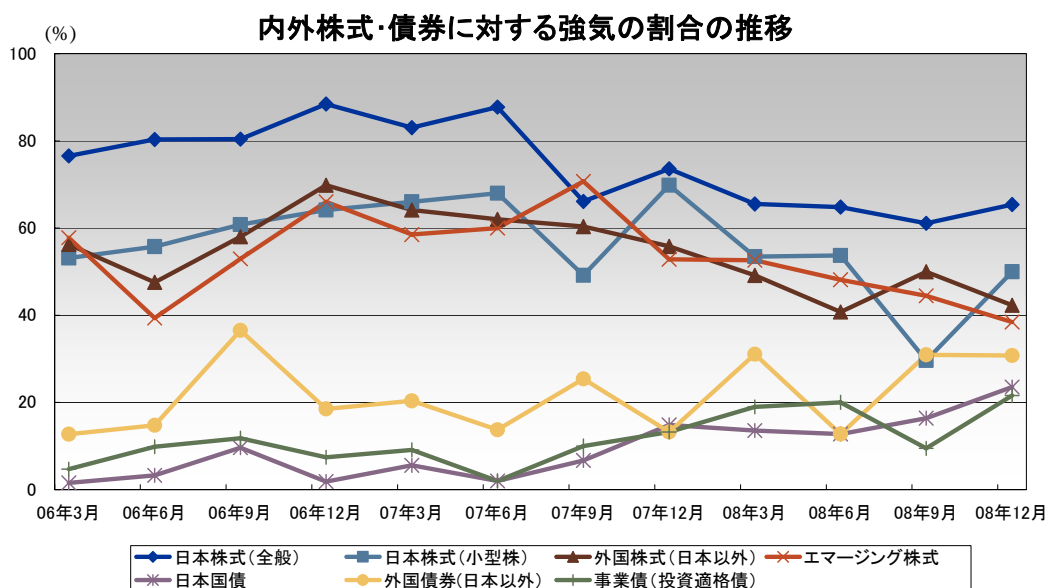
全米経済研究所(NBER)は12月1日、米国が2007年12月より後退局面に入ったことを正式に発表しました。ドイツも第3四半期に景気後退局面入りし、欧州地域全体も同様となりました。経済危機による影響が先進国の中で最も軽微と考えられていた日本でさえ、輸出の減速を背景に7年ぶりの景気後退となり、いまや戦後初の世界同時不況の様相を呈しています。

金融危機及び景気の先行き不透明感が高まるなか、世界の株式市場は2008年11月末までの12ヶ月で41%*下落しました。日本市場は45%**の下落となり、各国市場のボラティリティは過去に例を見ない水準まで上昇しました。

こうした大幅な下落の背景には、レバレッジ解消を目的とする金融機関やその他投資家による換金売りなど、ファンダメンタルズに因らない売買行動がありました。債券市場等で流動性が枯渇するなか、比較的流動性の高い資産である株式が格好の売りのターゲットとなったのです。

現在、運用機関の焦点は、金融危機がいつ終焉を迎えるのか、世界景気後退の影響はどれほど深刻なものになるのか、また世界経済はいつ後退期を脱するのか、といった点に注がれています。

投資家は、既に様々な困難を乗り越えてきました。世界的な金融危機が経済ファンダメンタルズをも揺るがし始め、不確実性、不透明性が一層高まる状況下、この先何が起こるのかを予測することは、以前にも増して難しくなっています。今回の調査でご回答頂いた運用機関は、今後の先行き見通しを慎重に見極めつつも長期的には強気との見方を崩しておらず、強気相場に転じるまで、弱気相場が提供する投資機会を最大限活用することで短期的に訪れる困難を乗り越えていく姿勢を打ち出しています。



*ラッセル・グローバル株インデックス(日本を除く)現地通貨ベース **Russell/Nomura Prime インデックス

短期的には慎重ながら日本株式への見通しは強気

11月21日から11月28日まで日本株式の運用機関を対象に行われた、2008年12月度「運用機関の投資展望調査」では、調査にご協力いただいた52社のうち、65%にあたる34社が日本株式を強気に見ており、前回調査の61%を上回りました。この調査報告書の後半で述べていますが、市場は売られすぎの状態にあり、割安水準にあると考える運用機関が7割を超えています。

しかし、外国株式を強気と見る割合は、前回の50%から42%に落ち込み、一方で弱気とする割合は22%から33%に上昇しました。その結果、ブルベア指数*は28から9に低下しました。エマージング株式においても、先行きを弱気と見る割合が上昇し、ブルベア指数は前回の16からわずか3にまで低下しました。

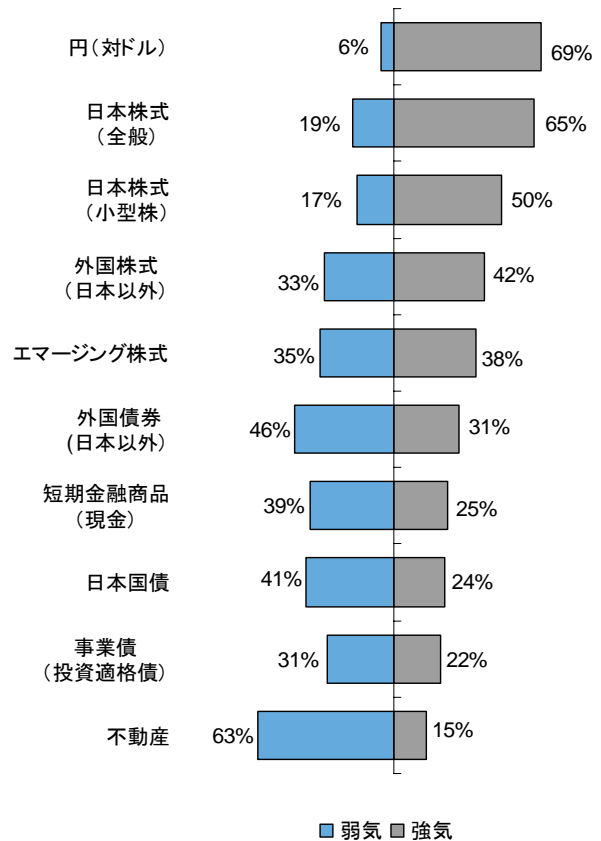
一方、債券においては、国内事業債に対する強気度合いが高まりました。弱気筋が優勢な状況は変わらないながら、強気と見る割合は22%と過去最高となり、同時に弱気割合は31%と過去最低まで低下しました。その結果、ブルベア指数は-9と、この資産クラスでは調査開始来最低の弱気度となりました。この背景には、世界的な信用不安の高まりを受けクレジットスプレッドが過去最高水準まで拡大するなか、事業債(投資適格債)の割安感が高まっていることがあり、運用機関は現在ミスプライシングによる投資機会の発掘に注力しています。

日本国債においても同様の現象が見られ、強気割合が24%と過去最高となり、弱気割合が41%と過去最低となりました。依然弱気筋が4割を占めるものの、ブルベア指数は-17と、過去最低の水準となりました。これは、リスク回避の動きに加え、金利低下見通しが高まったことが背景にあると思われます。

為替市場では、対米ドルで円高を予測する運用機関の割合は69%に達し、前回の33%を大幅に上回りました。円安を予測する割合は6%となり前回の33%から大幅に減少し、ブルベア指数は63と調査開始来最高となりました。前回の調査では、双方の割合は30%近傍で拮抗していましたが、金融危機対策がもたらす財政逼迫等を受け基軸通貨としてのドルの信頼が揺らぎ始めているなか、為替に関する運用機関のコンセンサス予想は集約されてきたと言えます。

*ブルベア指数=強気割合-弱気割合

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。

短期的には慎重ながら日本株式への見通しは強気

セクター別の見通しでは、運用機関は生活必需品、公益、ヘルスケアなど、ディフェンシブセクターへの選好度を強めています。強気見通しトップの生活必需品セクターのブルベア指数は32近くまで上昇しました。

一方、景気の影響を受けやすい一般事業会社セクターは弱気の見方が優勢となっており、ブルベア指数は-34と、今期の調査で最大の弱気度合いとなりました。

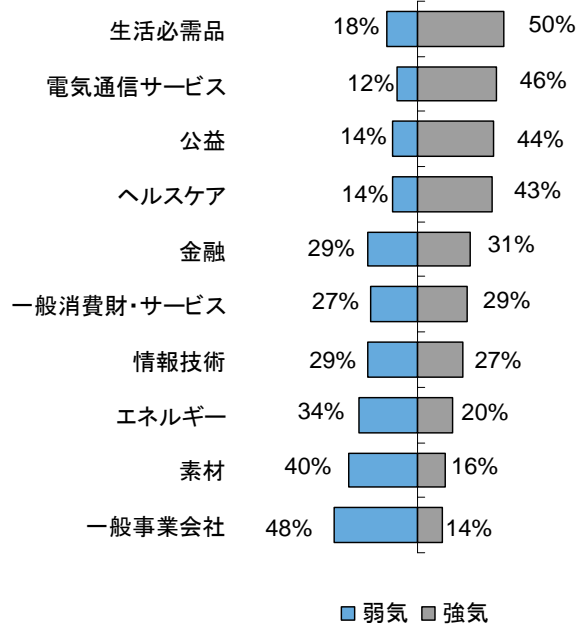
素材、エネルギーなどの商品関連セクターも9月以降、弱気の度合いが強まり、素材のブルベア指数は前回の-2ポイントから-24ポイントまで大幅に低下しました。WTI原油先物価格と他の商品価格が前回の調査時点から急落していることが背景にあると思われます。

また、金融セクターに関しては、運用機関は投資を凶るタイミングを見極めていく段階と言えそうです。前回の調査以降金融セクターは大きく揺らぎましたが、強気と弱気の割合は夫々約30%近くと、ほぼ拮抗しました。

金融セクターを強気と見る運用機関は、米国政府が銀行に直接資金を投入したことで安定性が確保されたと考えており、そろそろ底入れが近いと見えています。個別銀行の破たんはこの先も暫く続くは見えますが、金融システムの安定性確保を一義的な目的とする政府や各国当局が、個別銀行の破たんが金融システム全体を脅かすことのないよう、今後も様々な救済策を投じると見えており、大底からの回復を捉える準備に入っています。

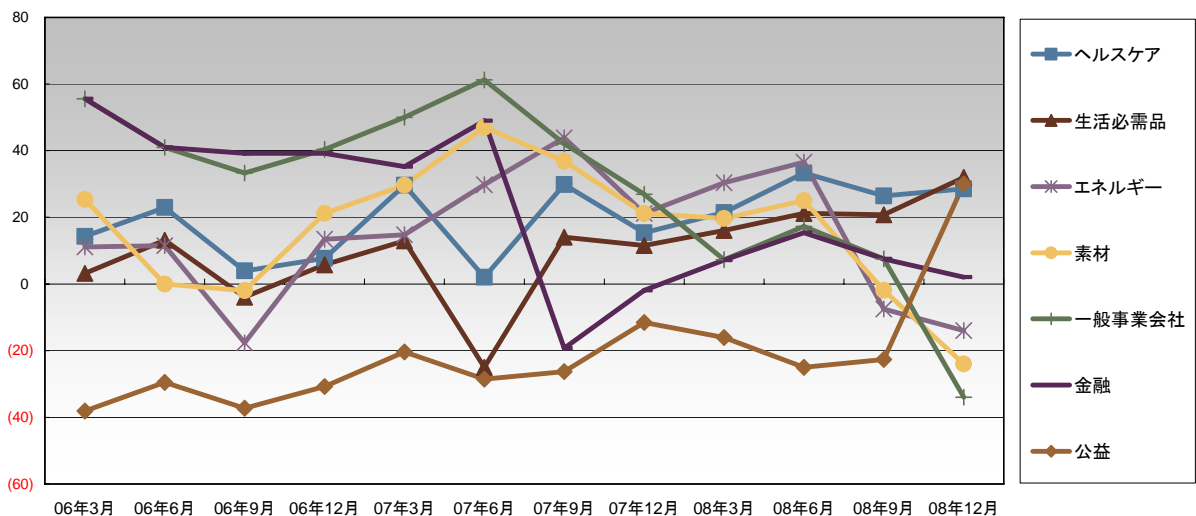
一方、弱気とみる運用機関は、今回の金融危機を生き残る金融機関と淘汰される金融機関を現段階で見極めることは難しいと考えています。今回の危機を乗り切ることができる金融機関は今後も安全と言えるかもしれません。ただ、これは大手金融機関に限って言えることであり、中小の金融機関については必ずしもその限りではありません。この先悲観的なニュースでメディアを賑わすのは、MBS等の痛手が比較的軽微であったものの、今後実体経済の悪化に伴い不良債権の増化に見舞われる中小の金融機関との見方があり、依然金融セクターへの投資を凶るタイミングではないと考えています。

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。

ブルベア指数の推移

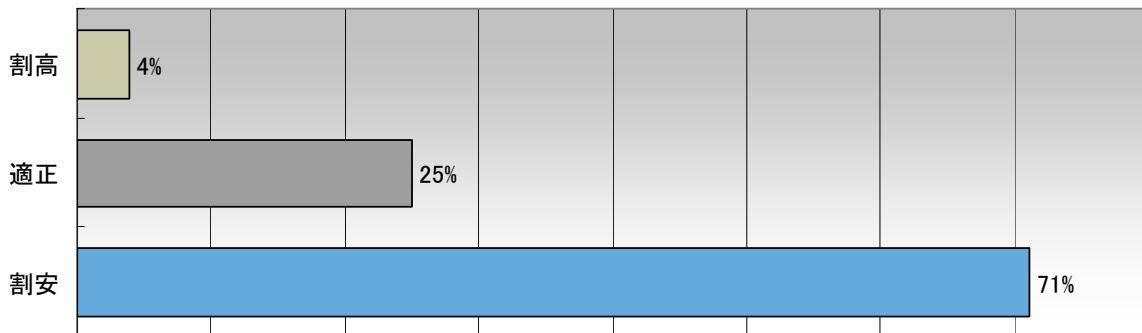


調査報告書

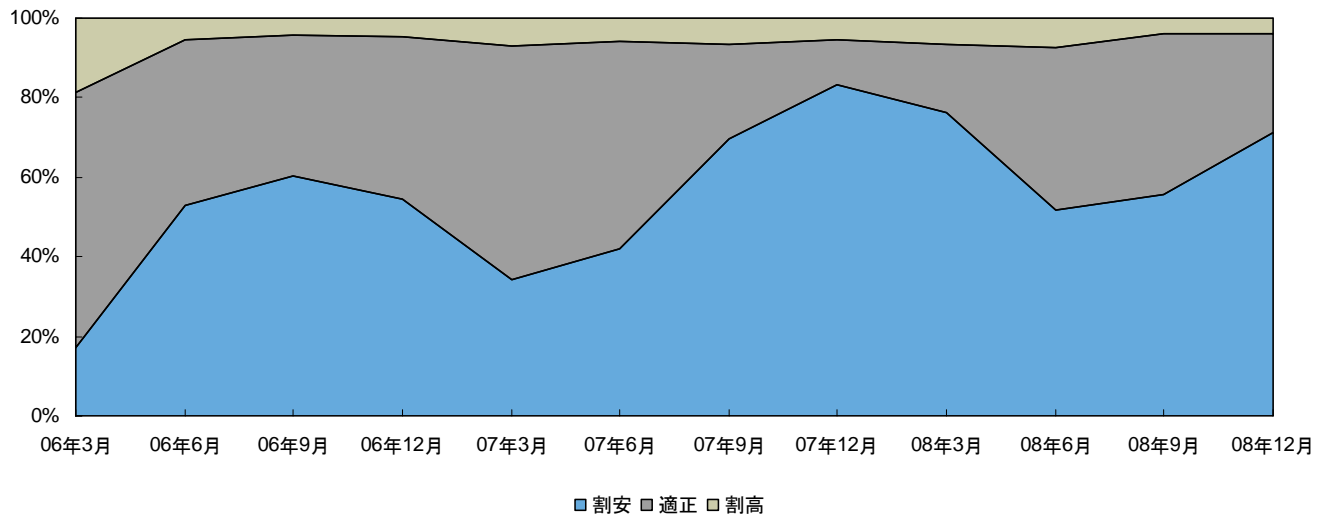
質問:現在の日本株式の水準をどう思いますか？

キーポイント

- 日本株式を割安と考える運用機関は 71%、適正と考える運用機関は 25%となりました。前回 9 月の運用機関調査では(市場急落前の 8 月後半に実施)、41%の運用機関が日本株式は適正価格であると考えており、30%の上昇となりました。
- 企業業績の下方修正は、世界的な景気後退を受け今後も続くと考えられますが、71%の運用機関は、現在の株価水準は世界景気の後退が業績や市場にもたらす悪影響は既に織り込んでいると考えています。彼らは、ここ数年来見られなかった絶好の投資機会と捉えています。



日本株式市場の水準評価の推移



調査報告書

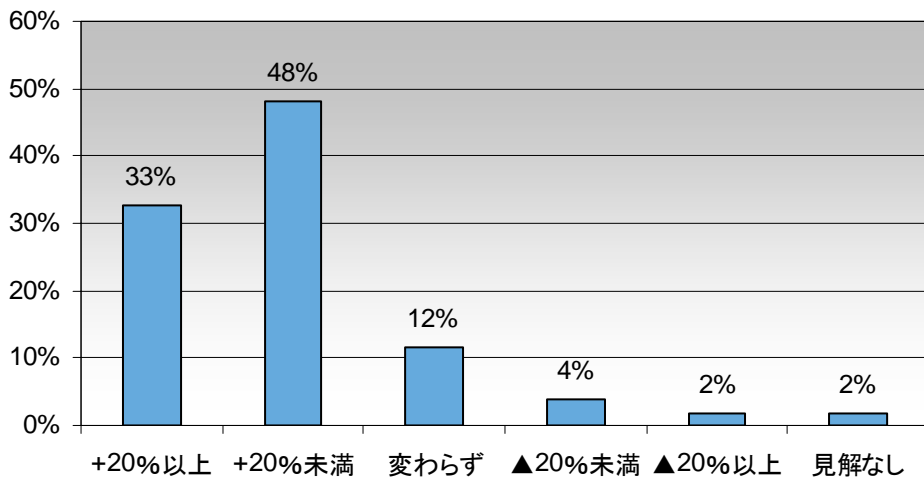
質問: 2009年12月までの12ヶ月間で、日本株式のパフォーマンスはどのようになると思いますか？

キーポイント

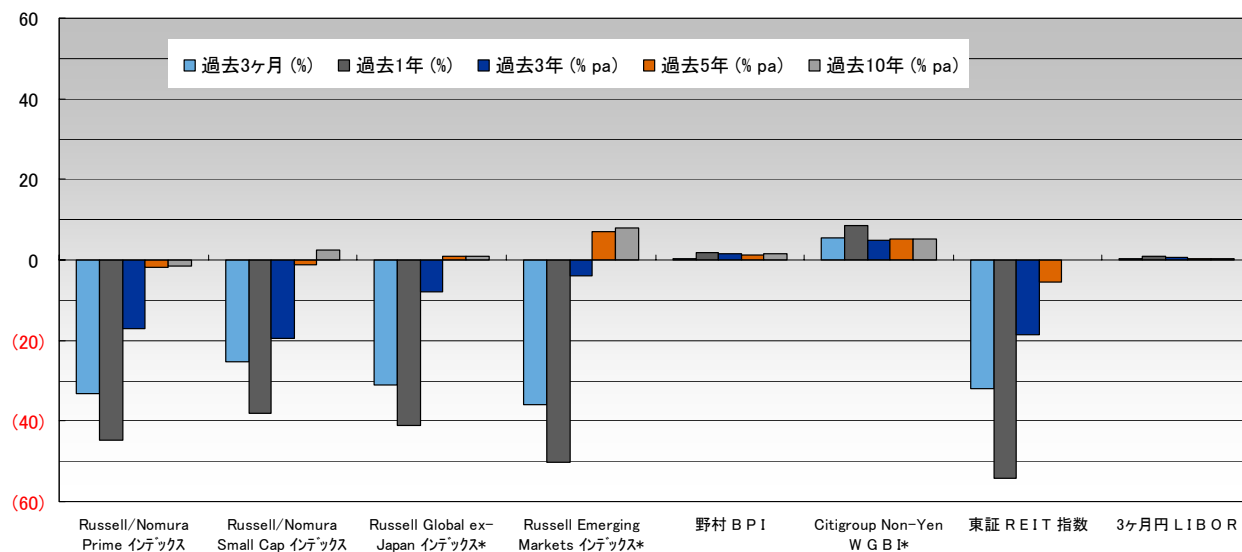
調査対象となった運用機関の約80%が、日本株式は今後12ヶ月で上昇すると考えています(調査期間の日経平均のレンジは7,910円79銭~8,512円27銭)。回復の程度については、20%以上の上昇を見込んでいる運用機関が全体の約30%に上ります。彼らは、株式相場が売られ過ぎている状態は今後徐々に解消され、株価は現在より高い水準で2009年を終えると予測しています。

一方で、運用機関の6%は、日本株式は今後12ヶ月で更に下落すると考えています。非常に少数派ではありますが、20%以上の下落を予測する運用機関も全体の約2%を占めました。世界経済はここ暫くは脆弱な状態が続き、市場は失業率の上昇や業績の下方修正などによる負のセンチメントに覆われ、投資家は自信を取り戻すことができず、相場の上昇には限界があると考えています。今後12ヶ月で先行きが明るくなるには到底信じ難いというのが彼らの見解です。

不透明感が燻る中、市場は来年中には好転するとの見方が大宗を占めています。ただし、そこに行き着くまでに幾度かの困難に直面する可能性は否定できず、弱気筋の見方は、市場の反転を見る前にボラティリティが高い状態が続く可能性を、改めて我々に示してくれています。



参考インデックスのパフォーマンス(2008年11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	(33.2)	(44.9)	(17.0)	(2.0)	(1.5)
Russell/Nomura Small Cap インデックス	(25.2)	(38.0)	(19.6)	(1.2)	2.5
Russell Global ex-Japan インデックス*	(31.1)	(41.0)	(7.8)	0.9	0.8
Russell Emerging Markets インデックス*	(35.9)	(50.2)	(4.1)	7.0	8.0
野村 B P I	0.4	1.9	1.5	1.3	1.6
Citigroup Non-Yen W G B I*	5.4	8.5	4.8	5.2	5.2
東証 REIT 指数	(31.9)	(54.1)	(18.5)	(5.6)	-
3ヶ月円 LIBOR	0.2	1.0	0.6	0.4	0.3

*現地通貨ベース

調査方法およびラッセル・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11月21日～11月28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52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、金融機関およ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19兆円*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、<http://www.russell.com/jpii>をご覧ください。

(※2008年9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。

エマージング株式 :

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、野村証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 および野村証券株式会社に帰属します。なお、Frank Russell Company および野村証券株式会社は、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、およ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、野村証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証券株式会社およびその許諾者に帰属します。なお、野村証券株式会社およびその許諾者は、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・マーケッツ・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、株式会社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株式会社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」、および「ラッセル」は、フランクリン・ラッセル・カンパニーおよ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