

RUSSELL RESEARCH

運用機関の投資展望調査

Investment Manager Outlook

RUSSELL'S QUARTERLY SURVEY OF MANAGERS AND THEIR VIEWS OF THE MARKET

COMMENTARY BY

木口 愛友, ディレクター

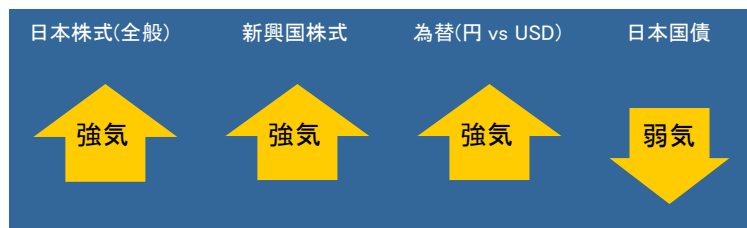
資産運用ソリューション担当 CMA, CFA, FIAJ, ASA, CIIA

2006年 3月

日本版

調査結果の概要

Key Trends— 2006年3月度 運用機関の投資展望調査



ハイライト

2006年3月度「運用機関の投資展望調査」の結果、大多数の運用機関が、今後1年間で最も好調なパフォーマンスが期待できるのは日本株式であり、逆に最も低調なパフォーマンスが予測されるのは日本国債だと考えていることがわかりました。

今回調査にご協力頂いた62社中、77%の運用機関が今後1年間の日本株式(全般)のパフォーマンスについて強気に見ている一方で、日本国債については、86%が今後のパフォーマンスについて弱気に見ています。なお、日本の小型株式について強気の見通しを示している運用機関の割合は53%に留まり、日本株式(全般)と比べて低い結果となりました。

現在の日本株式市場の水準については、64%の運用機関が適正水準に位置していると考えている一方で、割高だと感じている運用機関と割安だと感じている運用機関の割合はそれぞれ19%、17%と拮抗しています。

セクター別の見通しでは、資本財と金融セクターに対して強気の見通しを持つ運用機関の割合がともに67%と同率トップの座に座り、逆に公益と電気通信サービスセクターについて、それぞれ51%、43%の運用機関が弱気の見通しを持っています。

今後の日本株式市場の動向に最も影響を及ぼす要因としては、実に97%の運用機関が企業業績を挙げ、2005年に続き日本企業が力強い増益基調を保つことができるかに注目が集まっています。次に影響が大きいと想定されている要因として金利動向に注目している運用機関の割合が75%を示し、日銀の金融政策変更の時期に対する思惑が高まる中、それに伴う金利の変動が日本株式市場に対して及ぼす影響を懸念している様子が伺えます。地政学リスクについては、イランの核開発問題やパレスチナ情勢の先行き不透明感等の懸念材料はあるものの、ニュートラルの見方をする運用機関も含めると47%とほぼ半数の運用機関が株式市場への影響は大きくないと見えています。

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・グループでは、約2年前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、このたび日本でも調査を開始いたしました。本稿が記念すべき第一版となります。

ラッセル・インベストメント・グループのコンサルティング・サービス対象資産は総額約270兆円、調査対象の運用機関数は約4000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マネージャーの方に各市場動向やセクターの見通し、今後の投資戦略に影響を及ぼすと思われるトピックについて質問しています。

質問は4問ありますが、長期的視点で継続した分析及び考察を行うため、そのうちの3問を毎四半期同じ内容とする一方で、残りの1問はその時期に注目を集めているテーマを盛り込んだ内容となっています。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&リサーチ部門とインベストメント・ストラテジストが共同で担当し、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、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。

2005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

証券投信投資顧問株式会社

企画・広報部門

TEL 03-5411-3500

E-Mail Tokyo-RIJ@russell.com

Commentary & Analysis

国内景気回復とデフレ脱却期待を背景に 日本株式への積極姿勢が明らかに

過去1年で40%超と主要国トップの上昇率を示した日本株式市場について、多くの運用機関が今年も引き続き強気の見方を維持していることが、2006年3月度「運用機関の投資展望調査」の結果わかりました。

2005年の後半から好調な企業業績やデフレ脱却期待を背景に急ピッチで上昇した日本株式相場ですが、年明け以降は、ライブドアショックの影響もあり小型株市場を中心にいったん調整し、もみあう展開が続いています。

現在の日本の株式市場の水準について適正だと考えている運用機関の割合は64%、割安だと考えている運用機関及び割高だと考えている運用機関の割合はそれぞれ17%と19%とほぼ同程度で拮抗しており、年明け以降の調整局面を経て過熱感を感じられません。

今後1年間の相場見通しに関しては、実に約8割の運用機関が日本株式について強気の見通しを示している他、新興国株式及び外国株式についても約6割の運用機関が強気姿勢を見せており、総じて株式市場全体について好パフォーマンスを予測していることがわかります。2004年6月以来続いている金融引き締めの影響で米国経済が減速し、その他の市場へ波及する懸念はくすぶっていますが、予想外に米国の景況感が底固いこと、このところの日欧の経済指標が良好な数値を示していることもこれらの強気の見通しをサポートしているものと考えられます。

ただし、同じく昨年大幅上昇したもののライブドアショックの影響で年明け以降いったん腰折れした日本の小型株に対しては、弱気の見通しを持つ運用機関が2割を占め、大型株と比べ慎重な見方を持つ運用機関が相対的に多いことを示しています。一方、過去1年世界的な資源高や高い経済成長を好感した資金が流入し、一部の国を除いて軒並み高騰した新興国市場に対しては、引き続き強気の見方を維持している運用機関が多く見られます。

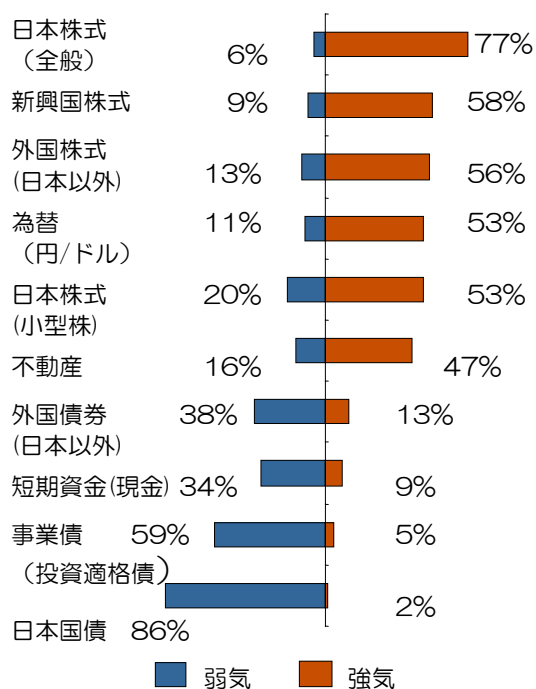
日銀の金融政策変更に対する警戒感が強まっている日本の債券相場に関しては、約9割の運用機関が日本国債に対して弱気の見方を示しています。1月の消費者物価指数（コア）が前年比+0.5%と4ヶ月連続、0.0%以上で推移したこともあり、日銀は3月9日日銀政策決定会合で2001年3月に導入した量的緩和政策の解除を決定しました。（注：アンケート調査は3月3日までの集計）

木口 愛友

ディレクター

資産運用ソリューション担当

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。詳細は p6 以降の調査結果をご参照ください。

Commentary & Analysis

年内にゼロ金利解除との声も高まっており、今回の調査結果は、多くの運用機関が、今後日本の金利が上昇トレンドを辿ると予想していることを示しているといえるでしょう。日本国債を外国債券より弱気にみる運用機関が多いことは、利上げの最終局面にあると見られている米国や、日本に先行して利上げをスタートした欧州などとの利上げサイクルの違いに負うところが大きいと思われます。

為替については、5割を超える運用機関が円高を想定しています。日本の景気回復期待に加え、約2年にわたる米国の利上げサイクルに一服感が出てきたことで、これまで日米金利差拡大を背景に進んでいたドル高のトレンドが反転すると見込んでいる運用機関が多いことを示唆しているといえるのではないのでしょうか。

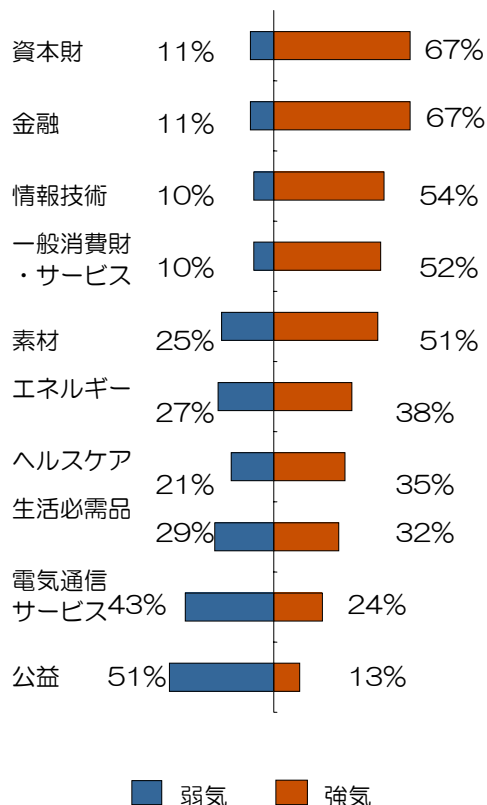
今回の調査結果で最も興味深いのは、運用機関の多くが日本の景気回復の確かな足取りを確信していると思われる点です。このことは、まず、セクター別の見通しで資本財や情報技術、一般消費財・サービスといった景気敏感セクターに対する強気の見方を示す運用機関が多い一方で公益や電気通信サービスといったディフェンシブセクターに対する弱気の見方を示す運用機関が多いことから伺い知ることができます。

さらに注目されるのは、金融セクターや資産クラスとしての不動産に対してそれぞれ67%、47%の運用機関が強気の見方を示している点です。金利の上昇は一般に企業業績の悪化材料とみなされますが、中でも金融セクター・不動産は、調達コストの増大による業績圧迫度合いが他のセクターより大きいとされ、金利上昇局面では嫌気される傾向があります。今回、これらのセクターに強気の見通しを示す運用機関が多いということは、これまでバブル崩壊後の後処理に苦しんできたこれらのセクターが、予想される金利上昇による悪影響よりも、むしろ、設備投資や消費の伸びに牽引される自律的な景気回復の恩恵を受け、貸出需要の増加や不動産価格の上昇による業績拡大を達成すると予想していることを示していると思われます。

2005年に原油他、商品市場の上昇を背景に好パフォーマンスを記録した素材やエネルギーセクターに対しては強気の見方を示す運用機関の割合が弱気の見方を示す運用機関を上回っているものの、弱気の見通しを持つ運用機関の割合が25%程度あります。商品市況は現在も高値圏で推移していますが、昨年ほどの上昇は見込まれていないといえるかもしれません。

今回の調査結果では、約8割の運用機関が強気の見通しを示した日本株ですが、今後の動向に影響を与えるファクターとしては企業業績に注目する運用機関の割合が最も多く、97%とほぼ全ての運用機関が相場への影響が大きいと回答しました。その次に影響が大きいファクターとしては、金利、雇用の伸びが挙げられ、日本国内のファンダメンタルズ（経済の基礎的条件）動向に

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。詳細は p6 以降の調査結果をご参照ください。

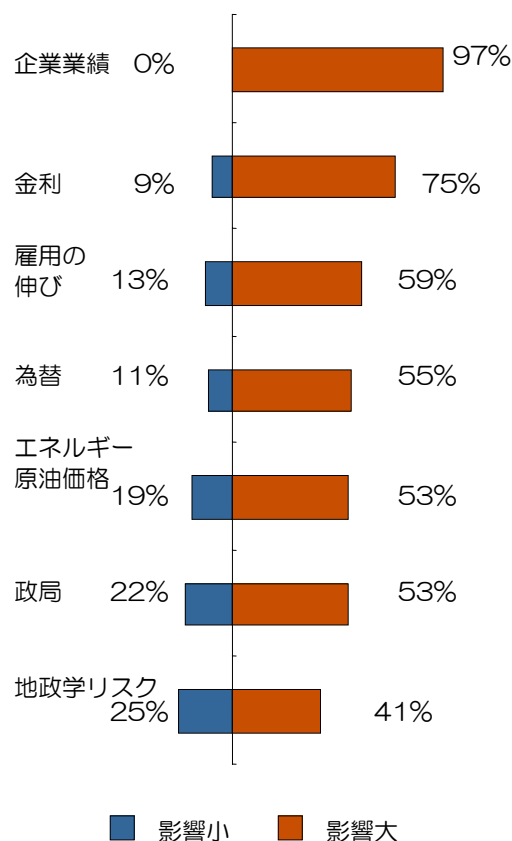
Commentary & Analysis

注目が集まっていることがわかります。

地政学リスクについては、イランの核開発問題やパレスチナ情勢の先行き不透明感などの懸念材料は依然くすぶってはいるものの、25%の運用機関が日本株式相場への影響は小さいと考えています。

また、日本の政局についても、エネルギー/原油価格と並んで日本株式相場への影響が小さいと答えた運用機関の割合は約20%であり、株式相場への影響は経済のファンダメンタルズほど大きいとは思われていないようです。9月の自民党総裁選で選出される「ポスト小泉」の新政権も現状路線から大きく外れることはないと予想している表れともいえるでしょう。

日本の株式市場に対する影響度



<ご参考>

各セクターの代表銘柄

- 資本財 : 三菱商事、JR東日本、コマツ
- 金融 : 三菱東京フィナンシャル・グループ、野村ホールディングス
- 情報技術 : キヤノン、ソフトバンク、HOYA
- 一般消費財・サービス: トヨタ自動車、ソニー、ヤマダ電機
- 素材 : 新日本製鐵、信越化学、東レ
- エネルギー: 新日本石油、新日鉱ホールディングス
- ヘルスケア: 武田薬品、アステラス製薬、オリンパス
- 生活必需品: セブン&アイ、日本たばこ、花王
- 電気通信サービス: NTT、NTTドコモ
- 公益 : 東京電力、東京ガス

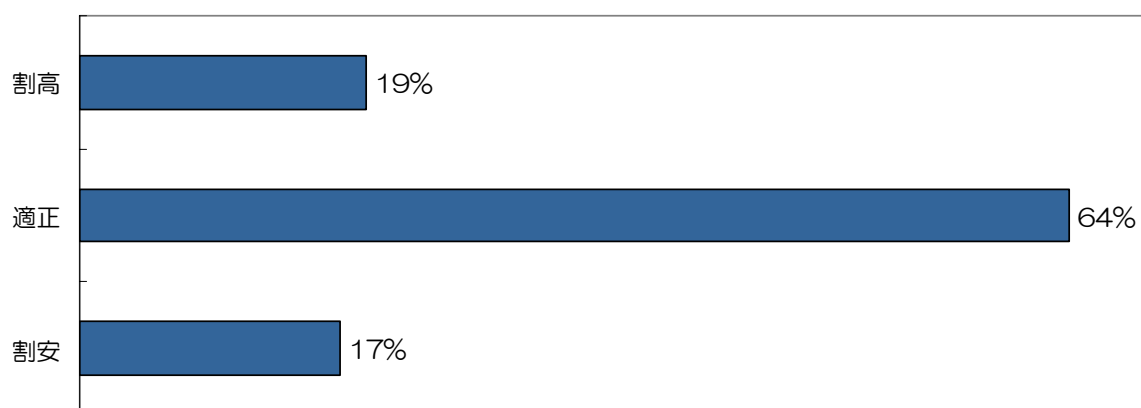
注: 弱気 = 1~8 ランク中 1~3 の回答割合。
強気 = 1~8 ランク中 5~7 の回答割合。4 ランク (ニュートラル)、8 ランク (見解なし) については上の表には含まれていません。詳細は p6 以降の調査結果をご参照ください。

調査結果

質問1: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

- ・ 64%の運用機関が現在の日本株式市場の水準を適正水準だと考えている。
- ・ 現在の日本株式市場の水準を割高だと考えている運用機関の割合は19%、割安だと考えている運用機関の割合は17%とほぼ拮抗している。



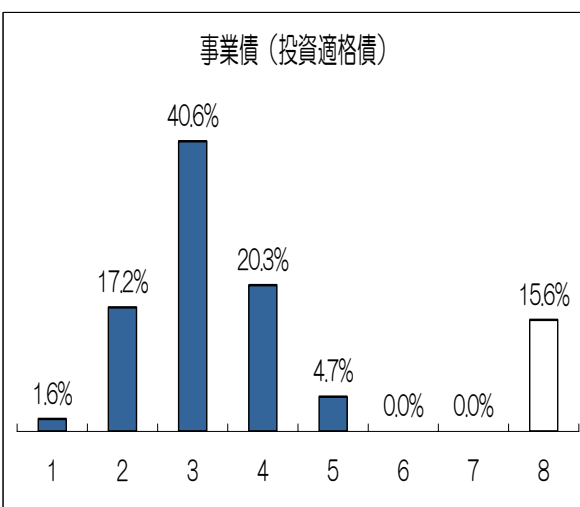
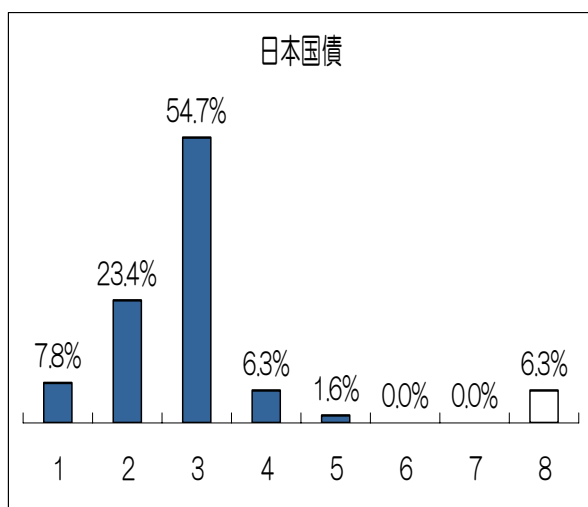
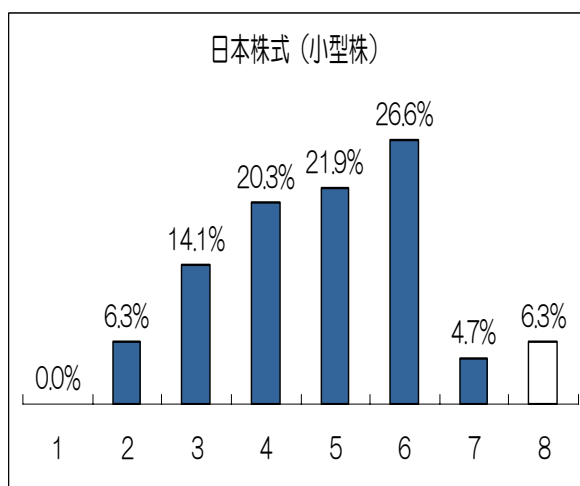
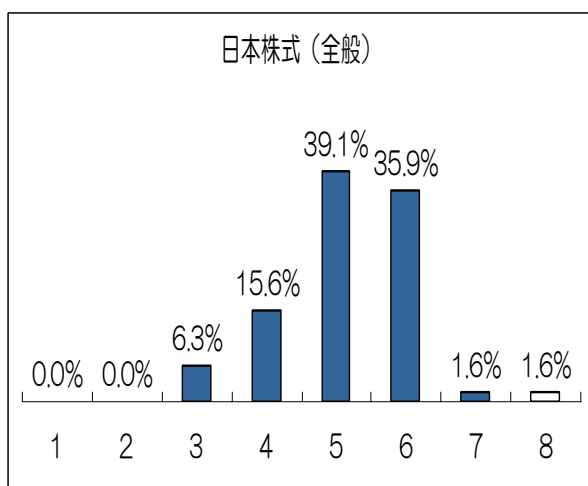
調査結果

質問2： 各資産クラスの今後12ヶ月のパフォーマンスはどのように予測しますか？

キーポイント

- ・ 運用機関が最も好調なパフォーマンスを予測している運用資産は日本株式（全般）であり、77%が強気の見通しを示している。
- ・ 運用機関が最も低調なパフォーマンスを予測している運用資産は日本国債、次いで事業債（投資適格債）であり、それぞれ86%、59%が弱気の見通しを示している。
- ・ 日本株式（全般）に対して77%が強気の見通しを示しているのに対し、日本株式（小型株）については、強気の見通しを示している運用機関の割合は53%に留まる。
- ・ 53%の運用機関が対ドルベースでの円高を予測している。

1=最も弱気(円安) 4=ニュートラル 7=最も強気(円高) 8=見解なし



注：端数処理のため、表中の数字の合計値は必ずしも100%になりません。悪しからずご了承ください。

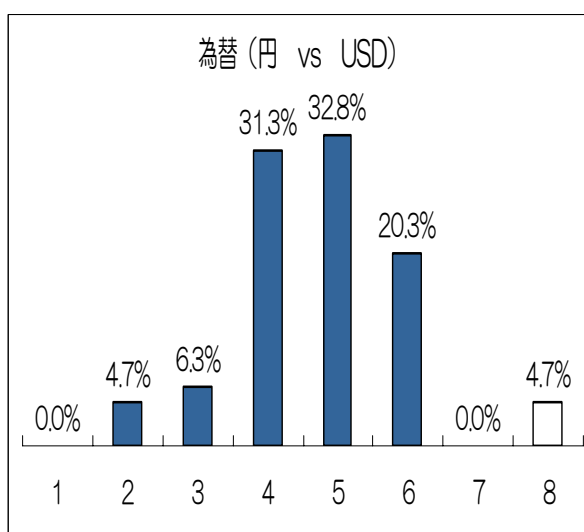
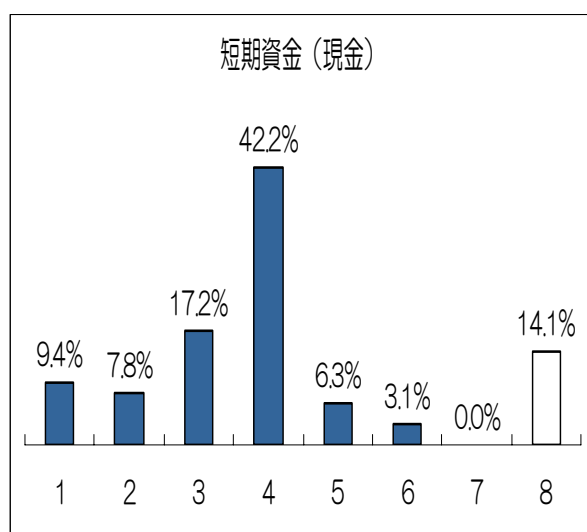
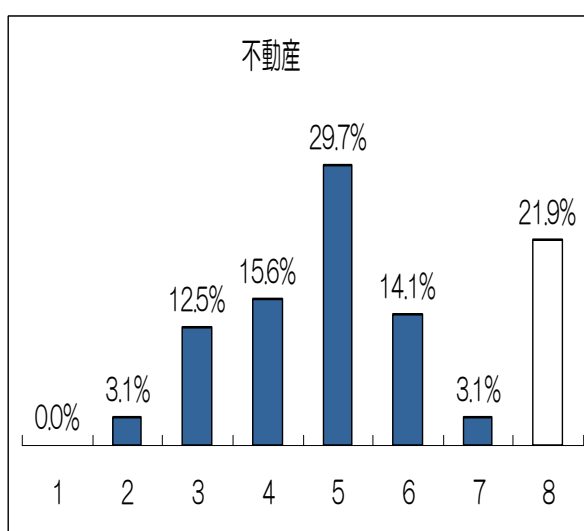
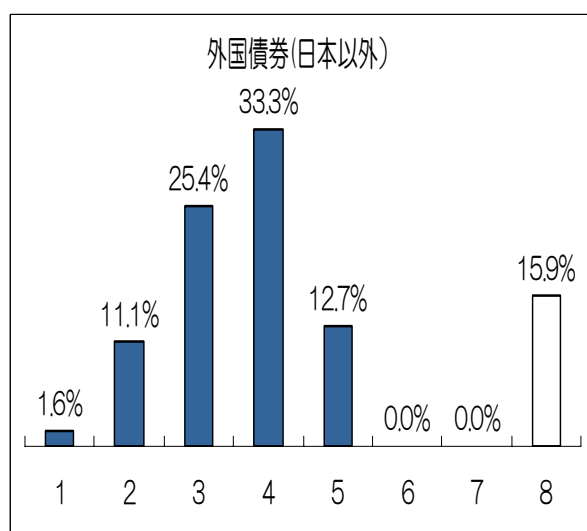
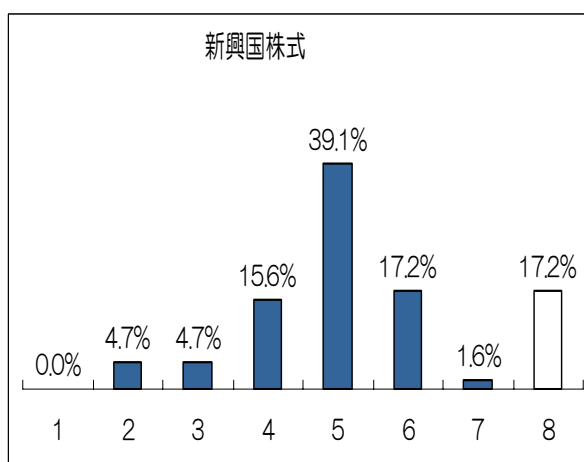
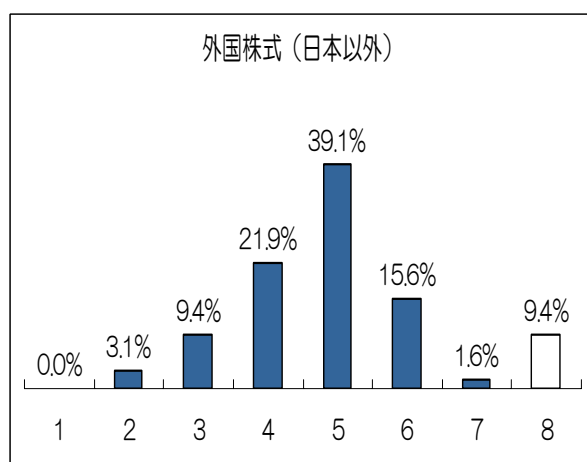
質問2: 前ページからの続き

1=最も弱気(円安)

4=ニュートラル

7=最も強気(円高)

8=見解なし



注: 端数処理のため、表中の数字の合計値は必ずしも 100% になりません。悪しからずご了承ください。

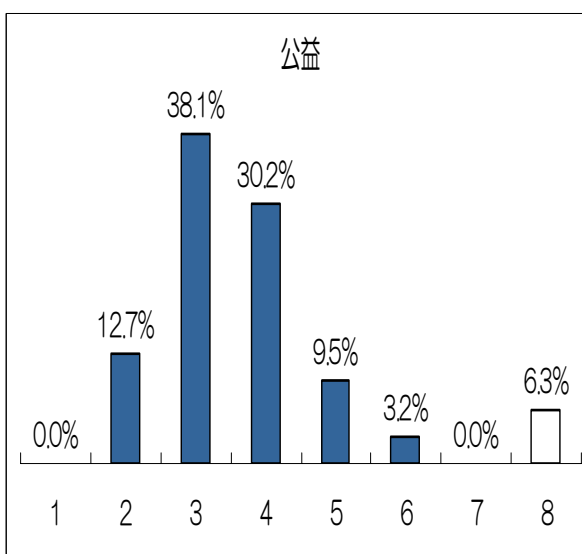
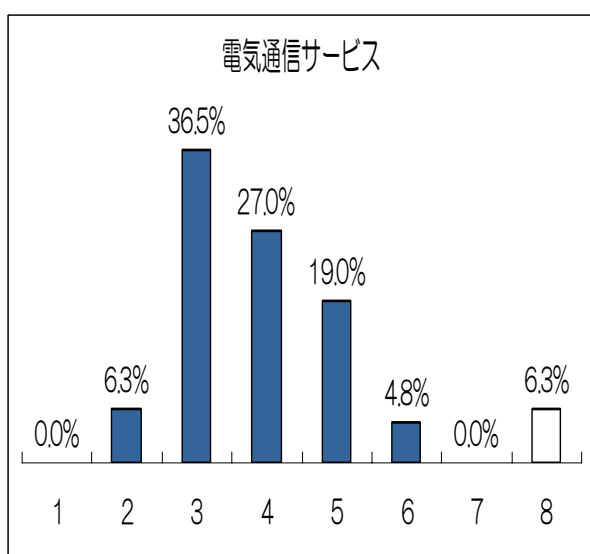
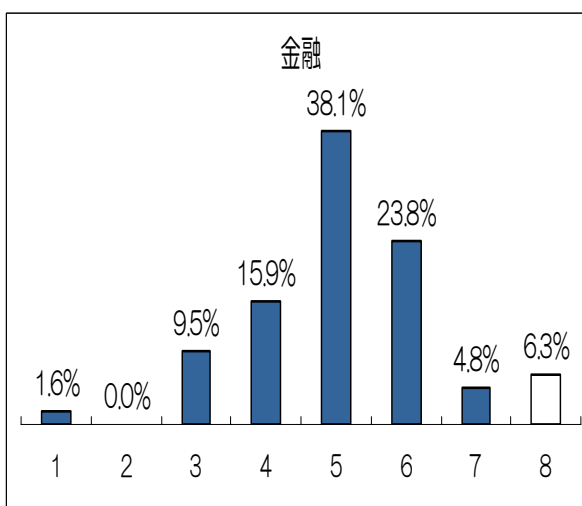
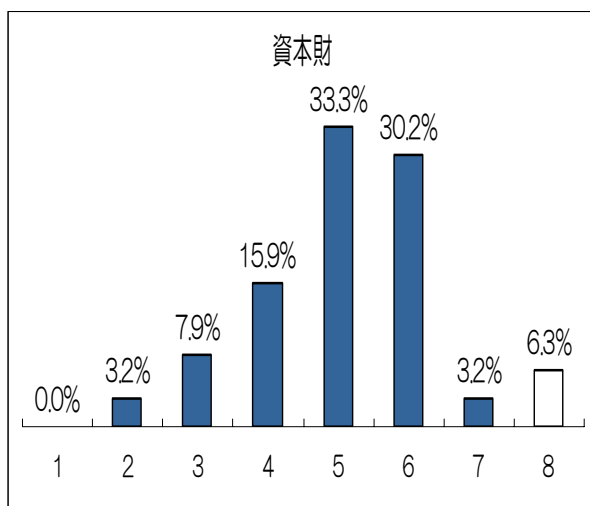
調査結果

質問3： 各セクターの今後12ヶ月のパフォーマンスはどのように予測しますか？

キーポイント

- ・ 運用機関が最も好調なパフォーマンスを予測しているセクターは資本財、金融であり、ともに67%が強気の見通しを示している。
- ・ 運用機関が最も低調なパフォーマンスを予測しているセクターは公益、電気通信サービスであり、それぞれ51%、43%が弱気の見通しを示している。
- ・ 生活必需品に対する見方はまちまちで29%が弱気、33%がニュートラル、32%が強気の見通しを示している。

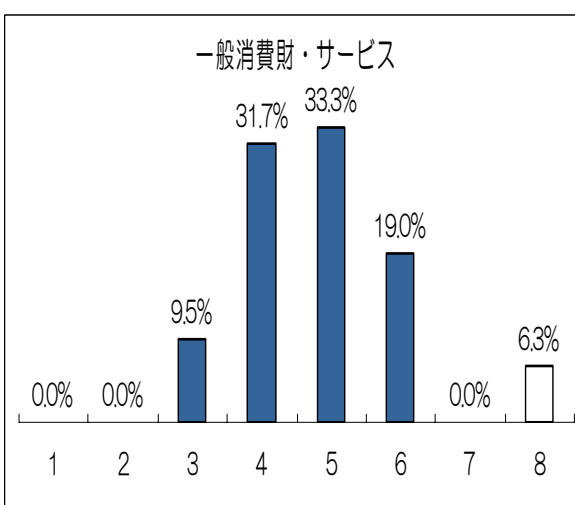
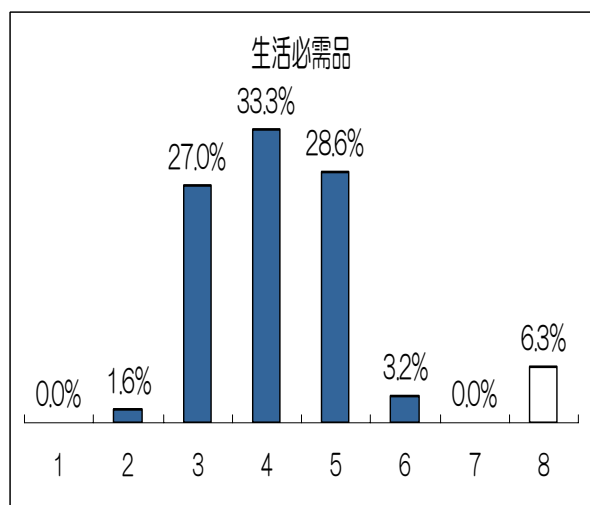
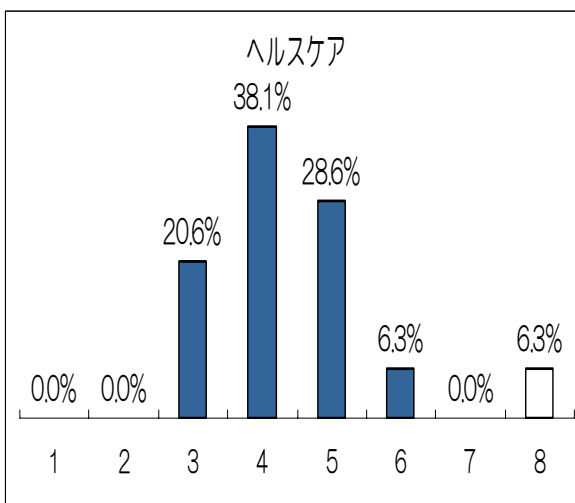
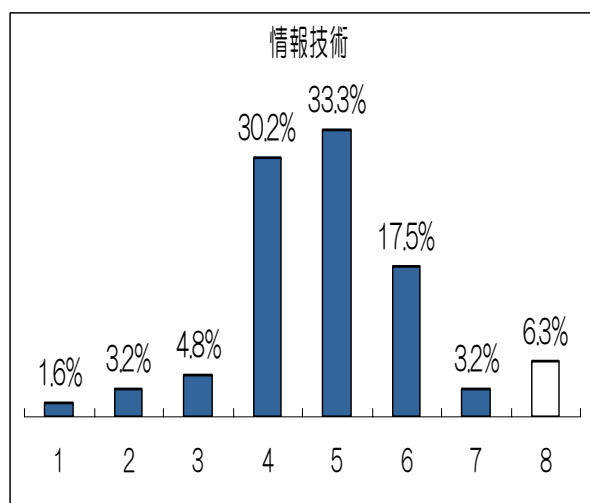
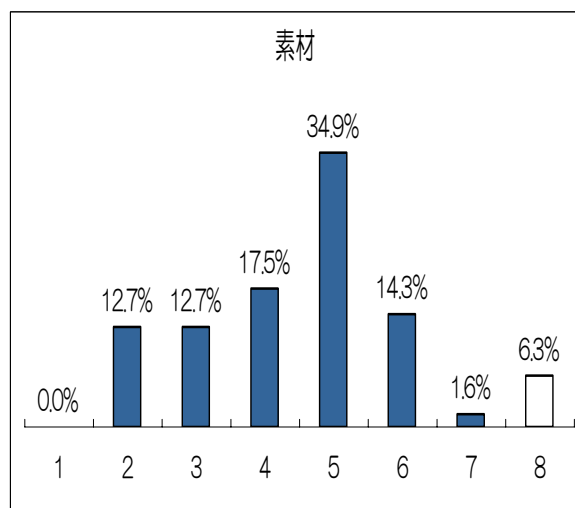
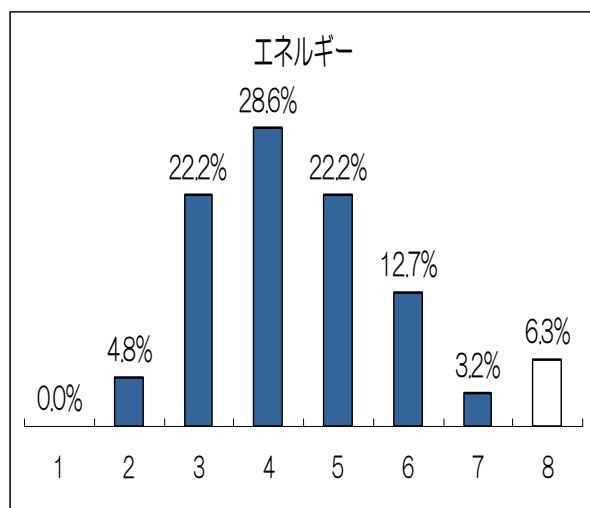
1=最も弱気 4=ニュートラル 7=最も強気 8=見解なし



注：端数処理のため、表中の数字の合計値は必ずしも100%になりません。悪しからずご了承ください。

質問3: 前ページからの続き

1=最も弱気 4=ニュートラル 7=最も強気 8=見解なし



注：端数処理のため、表中の数字の合計値は必ずしも100%になりません。悪しからずご了承ください。

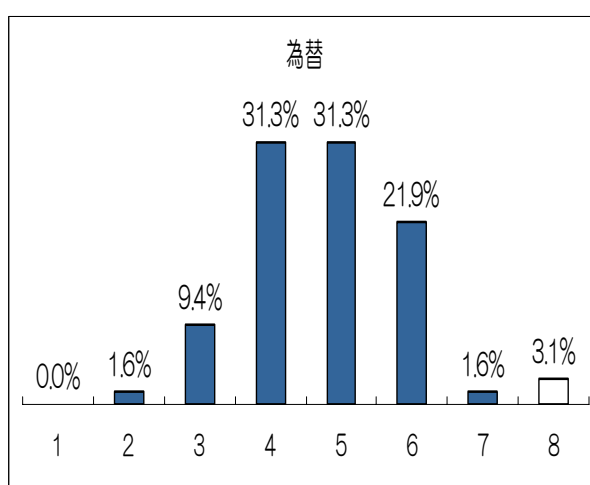
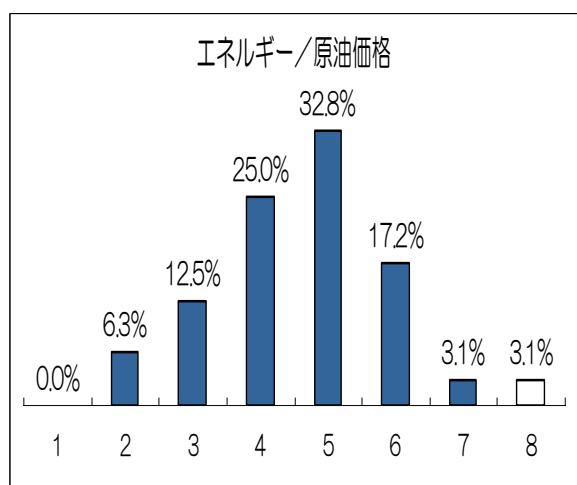
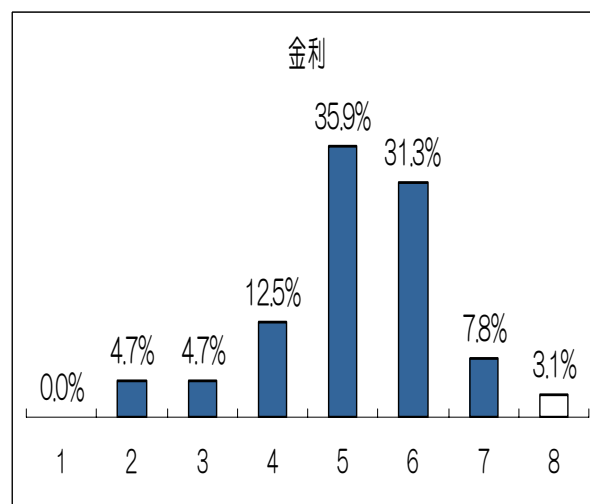
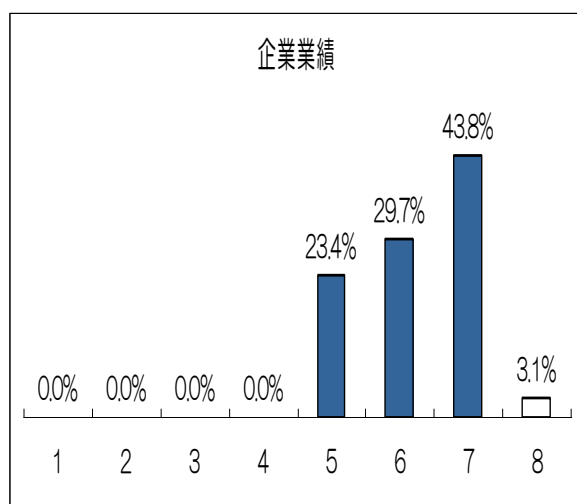
調査結果

質問4： 各ファクターが今後12ヶ月の日本株式市場のパフォーマンスにどの程度影響を与えますか？

キーポイント

- ・ ほぼ 100%の運用機関が、最も今後の日本株式市場に影響を与えるファクターは企業業績であると予測している。
- ・ 2番目に日本の株式市場に影響を与えられているファクターは金利動向であり、75%の運用機関が、影響が大きいと回答している。
- ・ 今後の日本の株式市場のパフォーマンスに対する地政学リスクの影響は小さいと予測されており、ニュートラルの見通しも含めると 47%の運用機関が影響が少ないと答えている。

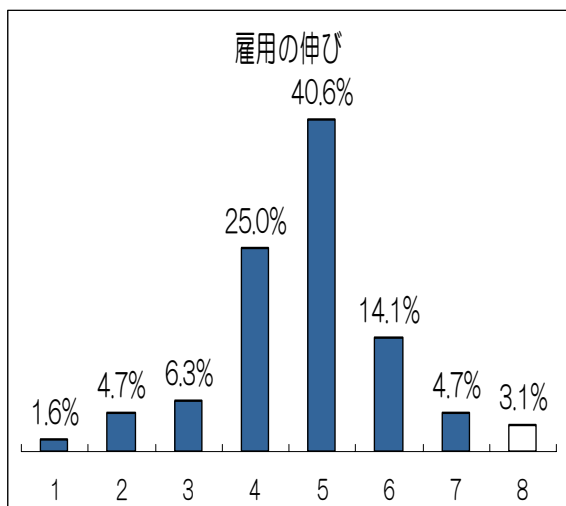
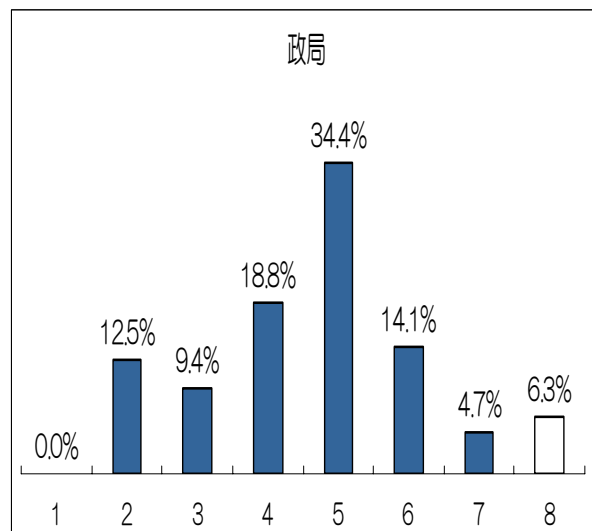
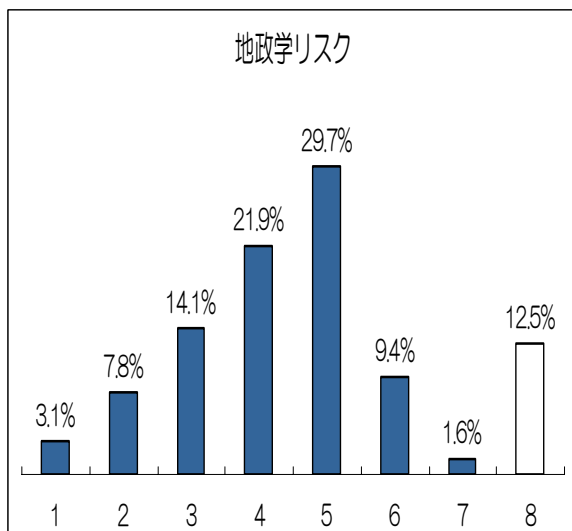
1=影響なし 4=ニュートラル 7=影響大 8=見解なし



注：端数処理のため、表中の数字の合計値は必ずしも 100%になりません。悪しからずご了承ください。

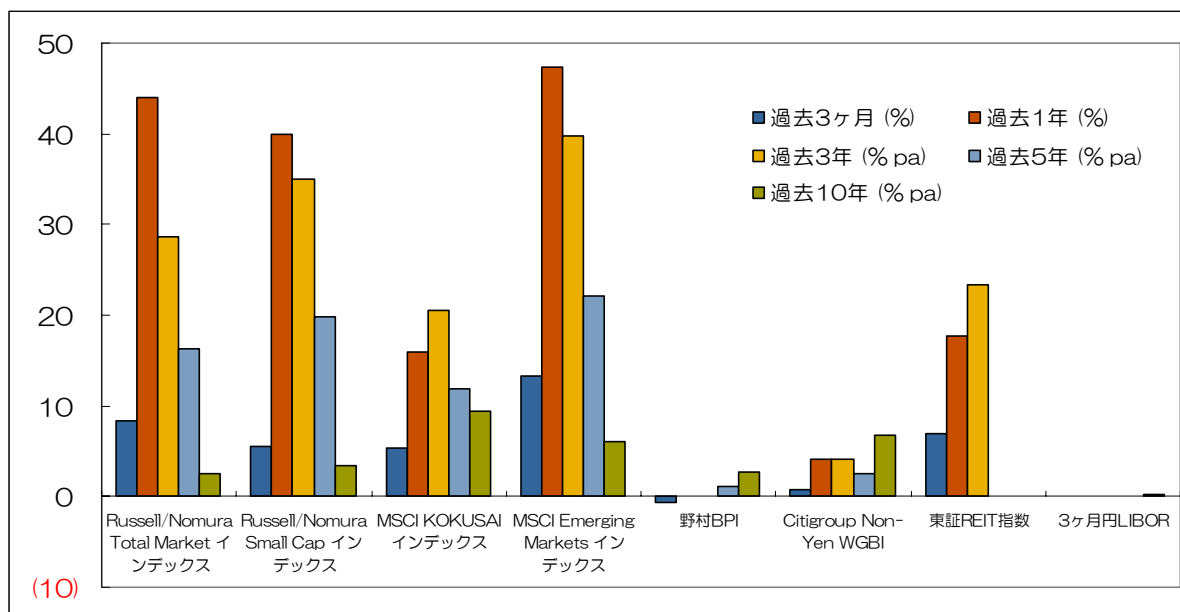
質問4: 前ページからの続き

1=影響なし 4=ニュートラル 7=影響大 8=見解なし



注：端数処理のため、表中の数字の合計値は必ずしも 100% になりません。悪しからずご了承ください。

参考インデックスのパフォーマンス (2006年2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 Total Market インデックス	8.4	44.0	28.6	16.3	2.6
Russell/Nomura Small Cap インデックス	5.6	40.0	35.0	19.7	3.4
MSCI KOKUSAI インデックス	5.4	15.9	20.5	11.9	9.4
MSCI Emerging Markets インデックス	13.2	47.3	39.7	22.2	6.0
野村BPI	(0.7)	0.1	0.0	1.0	2.7
Citigroup Non-Yen WGBI	0.7	4.2	4.1	2.5	6.7
東証REIT指数	6.9	17.7	23.3	-	-
3ヶ月円LIBOR	0.0	0.1	0.1	0.1	0.3

調査方法およびラッセル・インベストメント・グループ概要

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、2006年2月22日～3月3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・グループ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、上記期間中に回答頂いた62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。

ラッセルについて

ラッセル・インベストメント・グループは、「マルチ・マネージャー運用のグローバル・リーダー」として今日世界44カ国で総合的な資産運用ソリューションを提供しています。ラッセルが提供するサービスは、グローバルな運用会社調査をベースに、資産運用サービス、オルタナティブ投資サービス、確定拠出年金サービス、資産運用コンサルティング、売買執行管理サービス、Russell 1000[®]、Russell 2000[®]、Russell 3000[®]、Russell/Nomura 日本株インデックス等のインデックスの開発など多岐にわたります。ラッセル・インベストメント・グループの創立は1936年。現在当グループが提供する資産運用コンサルティング・サービスの対象資産総額は約270兆円、またマルチ・マネージャー運用の資産総額は約18兆円となっています。なお、1999年よりノースウェスタン・ミューチュアルが当グループの親会社となっています。

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・インベストメント証券投信投資顧問株式会社を通じて、個人および機関投資家を対象にマルチ・マネージャー・ファンドの提供、企業年金などを対象に投資一任サービスや資産運用コンサルティング・サービスの提供をしています。

(2005年9月末現在、 2005年12月末現在、
グループ合算)

用語解説

日本株式(全般) :

参考インデックス Russell/Nomura Total Market 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 Total Market Index は、全上場銘柄の全時価総額の 98% 超をカバーしています。

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 MSCI KOKUSAI 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 MSCI Emerging Markets Index

発展途上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。

短期資金 :

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 およ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弊社の事業活動・サービスに関し一切責任を負いません。MSCI インデックスに関する著作権及びその他知的財産権はすべて MSCI に帰属しており、その許諾なしにコピーを含め電子的、機械的な一切の手段その他、あらゆる形態を用い、インデックスの全部または一部を複製、配付、使用することは禁じられています。また これらの情報は信頼のおける情報源から得たものでありますが、その確実性および完結性を MSCI は何ら保証するものではありません。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 1)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 © 2006. Frank Russell Company. All rights reserved. 当資料中「ラッセル・インベストメント・グループ」、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。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。当資料は、特定の運用商品の推奨等の投資勧誘を目的としたものではありません。ラッセルによる事前の書面による許可がない限り、資料の全部又は一部の複製、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・グループ

ラッセル・インベストメント証券投信投資顧問株式会社
〒107-0052

東京都港区赤坂 7 丁目 3 番 37 号 プラス・カナダ
投資信託委託業

証券投資顧問業

投資一任業務金融再生委員会認可

登録番号: 関東財務局長第 893 号

認可番号: 金融再生委員会第 25 号

社団法人日本証券投資顧問業協会

会員番号: 第 011-00893 号

証券業

登録番号: 関東財務局長(証)第 256 号