

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, 執行役

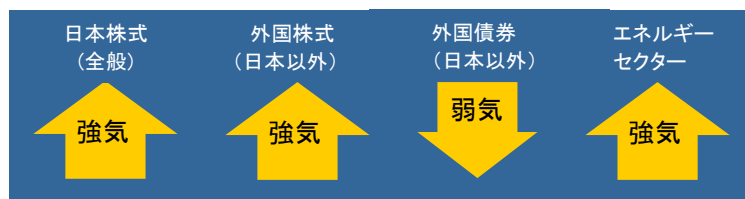
資産運用ソリューション担当 CMA, CFA, FIAJ, ASA, CIIA

2006年 12月

日本版

調査結果の概要

Key Trends— 2006年12月度 運用機関の投資展望調査



*2006年10月度「運用機関の投資展望調査」対比

ハイライト

2006年12月度「運用機関の投資展望調査（調査期間：11/27～12/4）」の結果、88%の運用機関が日本株式（全般）の今後1年間のパフォーマンスに強気の見通しを持っていることがわかりました。前回調査時点(9/21～9/27)よりさらに上昇しており、2006年3月の調査開始以来の最高水準に達しています。

今回の調査結果で目を引いたのは、株式に対する強気度合いが内外株式ともに前回調査時点と比べて高まっている点です。調査対象の4種類全ての株式に対する強気度合いが軒並み6割を超えています。これは調査開始以来初のことです。

一方、現在の日本株式市場の水準について、調査にご協力いただいた54社中55%が割安と考えていますが、その割合は前回調査時点の60%から若干低下しました。日本株式市場は、夏場以降の米国市場を始めとする主要株式市場の好パフォーマンスと比較して見劣りする状況が続いています。しかし、中間決算発表を終え、期待されていたほど企業の通期業績予想の上方修正が行われなかったことから、バリュエーション面での魅力度はあまり高まらなかったものと考えられます。

また、年初のライブドアショック以降、日本の株式市場では大型株優位の相場展開が続いてきました。しかし、今回の調査の結果、現在の大型株優位の状況が続くのは来年3月頃までであると予想する運用機関が42%と最も多く、年内で終了と予想する運用機関も合わせると約6割が今年度内で大型株優位の相場展開は終わると想定していることがわかりました。小型株に対する強気度合いは日本株式（全般）に比べるとやや見劣りするものの、小型株劣位の状況がそろそろ出口に近づいているとの認識が高まっているといえるでしょう。

原油価格が夏場の高値から急落し調整局面入りしたことで、エネルギーセクターの強気度合いは前回調査時に大幅に低下しましたが、今回は強気度合いが37%に回復し、ほぼ前回の低下分を取り戻しました。目立った好材料は出ていないものの、新興国中心に実需が見込めるとの期待や相場が底割れすることなく落ち着きを取り戻したことでやや安心感が高まったためと想定されます。

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、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。本稿は第四版となります。

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運用担当者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

米国景気のソフトランディング期待で内外株式の好パフォーマンス期待強まる。出遅れ感のある日本株式へ強気姿勢継続。

8月の利上げ休止以降、米連邦準備理事会（FRB）が政策金利を据え置いていることに加えて、原油価格の下落によるインフレ懸念の後退や7-9月期の好調な企業業績が好感され、米国株式市場に資金が流入して、11月中旬にはダウ工業株三十種平均は過去最高値を更新しました。新興国市場を含む他の主要国株式市場も米国の利上げサイクルのピークアウト感や活発なM&A(企業合併・買収)のニュースが追い風となり堅調な展開となりました。

一方、10月2日に発表された日銀の企業短期経済観測調査（9月調査）で大企業製造業の景況感が予想を上回る改善を示したことや企業業績に対する期待感から、日本株式市場は年初来高値更新期待が高まり上昇したものの、10月下旬から11月中旬にかけて発表された経済指標が予想を下回ったことから国内景気に対する先行き不透明感が再浮上し、11月には一転して軟化、他市場の好パフォーマンスと比べて見劣りする状況が続いています。

上述のように米国を始めとする主要国株式市場と比べ出遅れ感はあるものの、現在の日本株式市場の水準について割安だと考える運用機関の割合は55%と前回調査時点の60%からやや低下する結果となりました。中間決算発表を終え、当初期待されていたほどの通期業績予想の上方修正が行われなかったことからバリュエーション面での魅力度があまり高まらなかったものと想定されます。しかし、相場水準が6月度調査時点から徐々に切り上がっているなか、割高だと考える運用機関の割合は4~6%程度と一貫して非常に低い水準で推移しています。

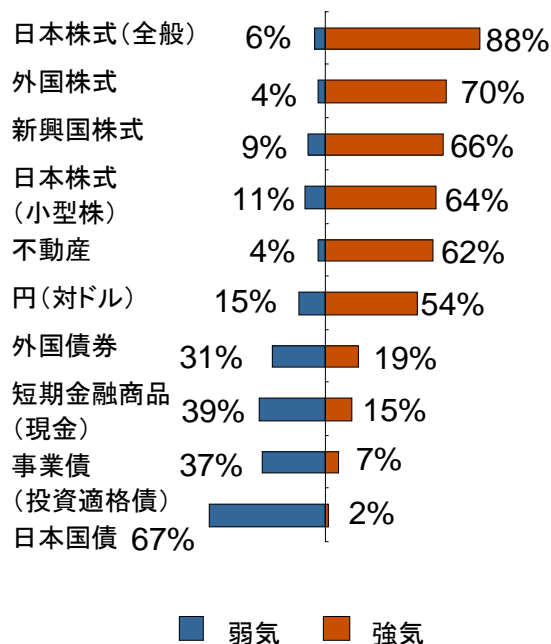
2006年3月の調査開始以来、調査対象の資産クラス別見通しで最も好調なパフォーマンスが期待される資産クラスは日本株式（全般）であり、その強気の割合は8割程度で推移してきました。今回の調査の結果、その強気の割合は88%まで上昇しています。経済指標に一喜一憂する相場展開が続き、好調な中間決算内容と比べ企業の通期業績予想の上方修正は物足りない結果となりましたが大多数の運用機関が、日本経済の回復基調に変化はなく企業の増益基調も続くとの見方を一貫して持ち続けていると言えるでしょう。

また、今回の調査結果で目を引いたのは、株式に対する強気の割合が内外株式全体で高まっている点です。

木口 愛友

執行役
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。

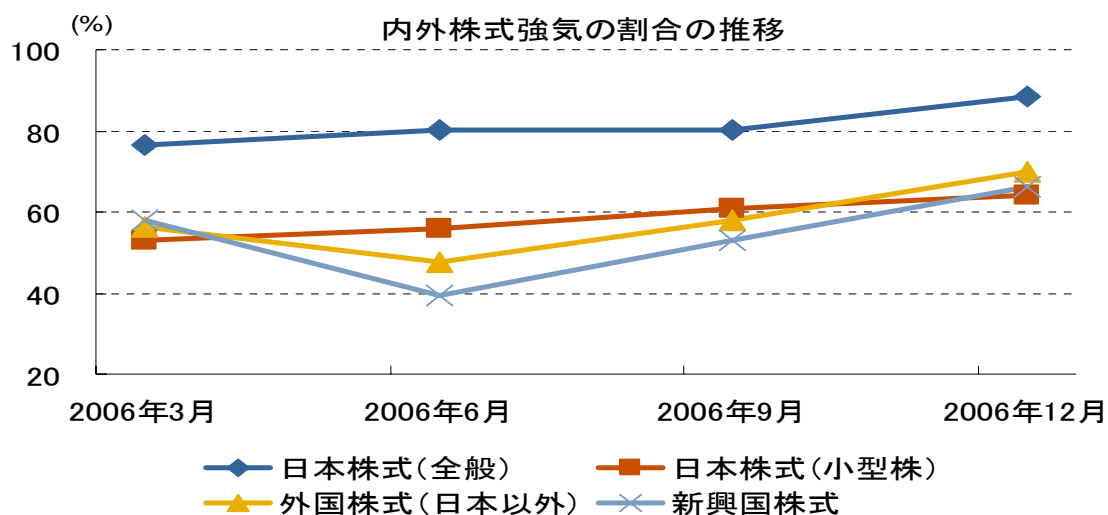
Commentary & Analysis

調査対象の株式は4種類ありますが、今回、4種類全て強気度合いが6割を超える結果となりました。特に外国株式(日本以外)と新興国株式は6月調査時点で強気度合いがそれぞれ48%、39%でしたが、世界的な金融引締め観測による夏場の急落から相場が回復するのに連れて、弱気の割合が低下し、強気度合いが高まっています。

夏場に世界各国の株式市場が調整局面入りした際、投資家のリスク回避志向が強まり、世界的に大型優良株へ資金が流入する傾向が高まりました。日本株式市場については、年初のライブドアショックの影響で他の市場より早い時期から小型株に比べて大型株優位の展開が続いてきました。

年内この大型株優位の相場展開が続くと予想する運用機関の割合が15%、来年の3月までと予想する運用機関の割合が42%を占め、約6割の運用機関が今年度内に大型株優位の相場は終わると考えています。一方で、約2割の運用機関が2007年いっぱいもしくはそれ以上続くと予想しています。11月下旬から日本の小型株市場もやや落ち着きを取り戻し、底入れの期待も出始めているなか、資産クラス別の見通しにおける日本小型株に対する強気度合いは日本株式(全般)と比べるとやや温度差があるものの、小型株劣位の状況はそろそろ終盤に向かっているとの認識が高まっているといえるでしょう。

前回調査時点で強気度合いが15%から37%へ高まった外国債券ですが、今回の調査では強気度合いがほぼ半減し19%へ低下しました。前回調査時以降、米国景気が減速するとの見通しを背景に米国債券の金利低下が進み逆イールドの傾斜が強まっています。住宅市場は減速傾向にあります。現在のところ個人消費への影響は限定的である一方、インフレ率は引き続きFRBの目標水準を上回っていることから、さらなる金利低下は見込みづらいと考える運用機関が増えたものと想定されます。



Commentary & Analysis

セクターに対する見通しについては、10業種中の上位4セクターの強気度合いがほぼ5割前後に集中しており、上位セクター間の差があまり見られない結果となりました。ただし、上位の顔ぶれが景気敏感セクター中心で下位の顔ぶれがディフェンシブセクター中心という傾向は調査開始以来ほとんど変わっておらず、ここからも多くの運用機関が日本の景気回復に対する期待を維持し続けていることがわかります。

エネルギーセクターは、夏場の地政学リスクの高まりを受けて史上最高値を更新した原油相場がその後に調整局面入りしたことで、前回調査時点に強気度合いが41%から22%へとほぼ半減しましたが、今回の調査時点では強気度合いが37%に回復しました。目立った好材料は出ていないものの、中国などの新興国中心に実需期待が根強い点や原油相場が底割れすることなく落ち着きを取り戻したことが背景にあると想定されます。

<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

資本財：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

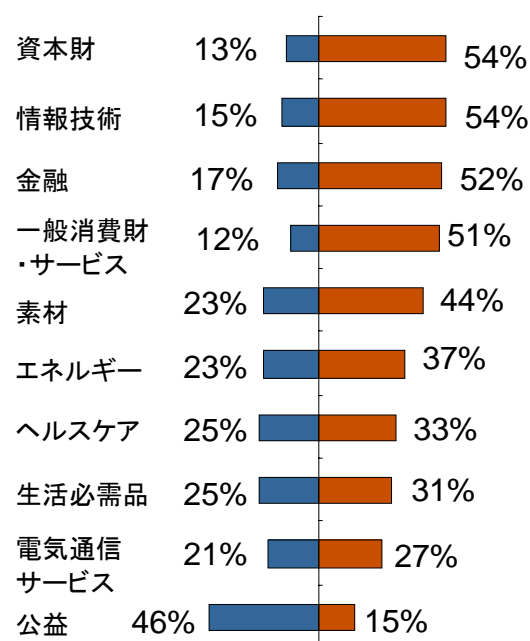
生活必需品：セブン&アイ、花王、麒麟麦酒

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



■ 弱気 ■ 強気

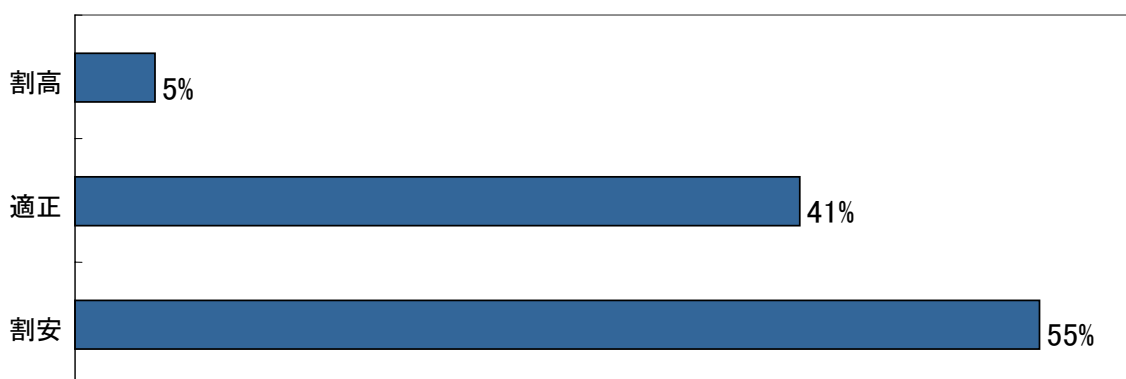
注：弱気 = 1~8 ランク中 1~3 の回答割合。強気 = 1~8 ランク中 5~7 の回答割合。4 ランク（ニュートラル）、8 ランク（見解なし）については上の表には含まれていません。詳細は p6 以降の調査結果をご参照ください。

調査結果

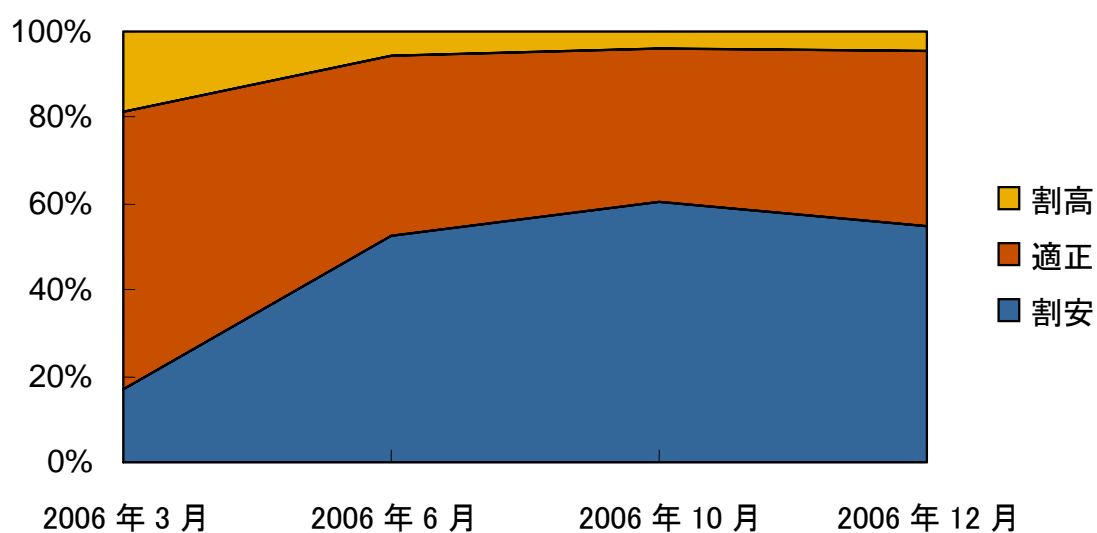
質問1：現在の日本株式市場の水準についてどう思いますか？

キーポイント

- 55%の運用機関が現在の日本株式市場の水準を割安だと考えており、前回の調査時点の60%と比べやや低下した。
- 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5%に留まり、前回調査時点とほぼ変わらず低水準にとどまった。



日本株式市場の水準評価の推移



調査結果

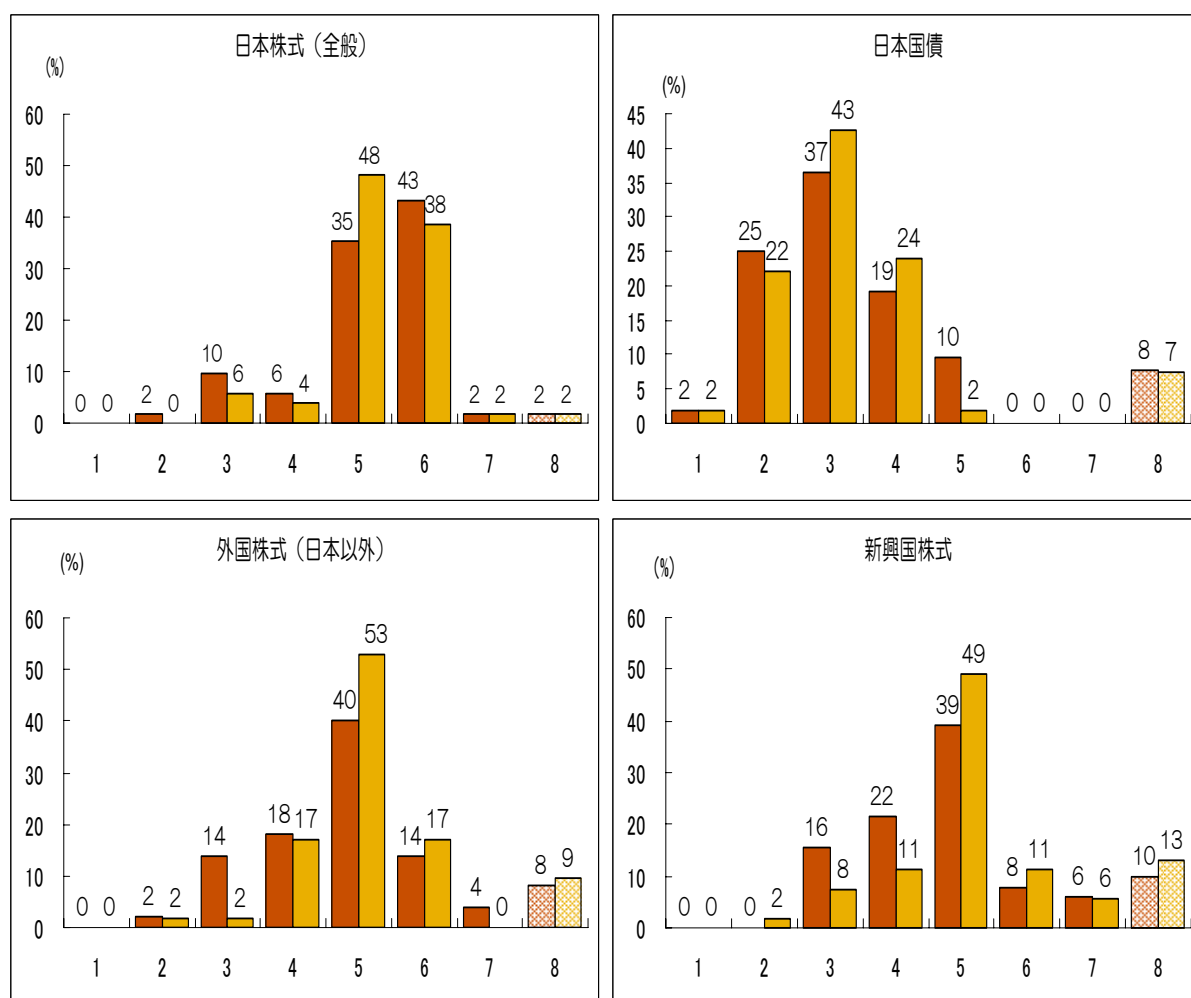
質問2： 各資産クラスの今後12ヶ月のパフォーマンスはどのように予測しますか？

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、その割合は前回調査時点よりさらに増加し、88%が強気の見通しを示している。
- 最も低調なパフォーマンスを予測している運用資産は、前回調査時点同様、日本国債であり67%が弱気の見通しを示している。
- 外国株式および新興国株式に対し強気の見通しを示している運用機関の割合は、それぞれ70%、66%と前回調査時点の58%、53%から上昇した。
- 外国債券に対し強気の見通しを示している運用機関の割合は19%と、前回調査時点の37%から下落した。

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

(■ : 2006/10 ■ : 2006/12)

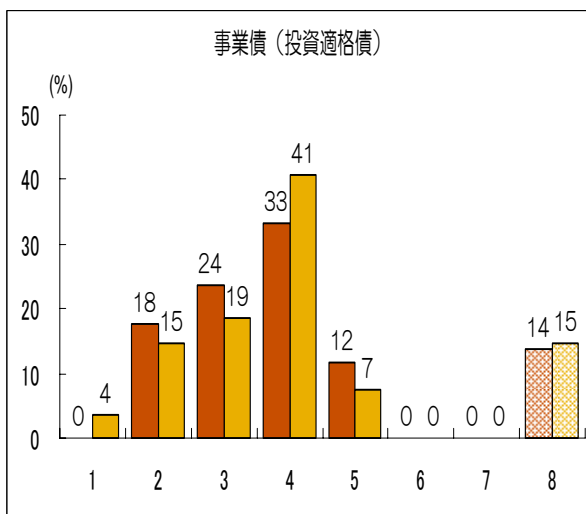
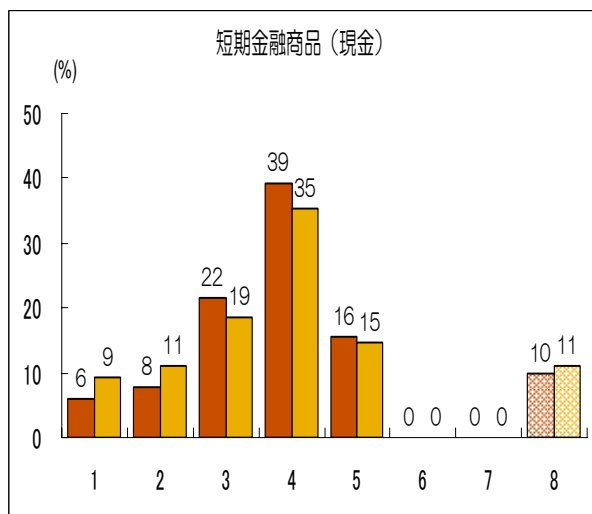
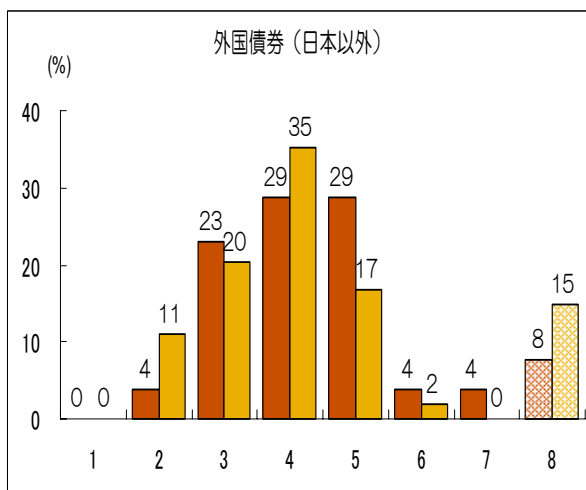
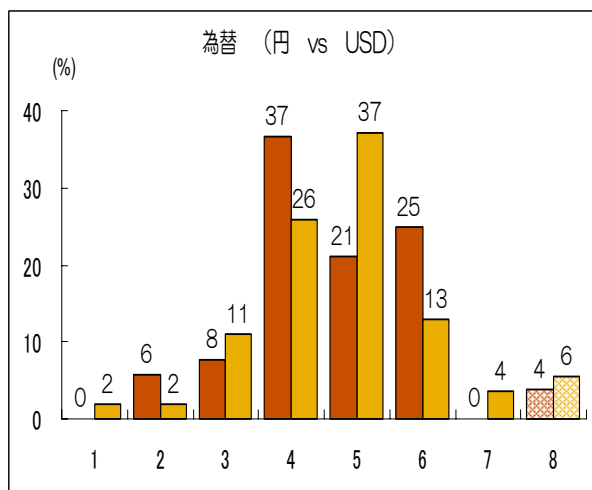
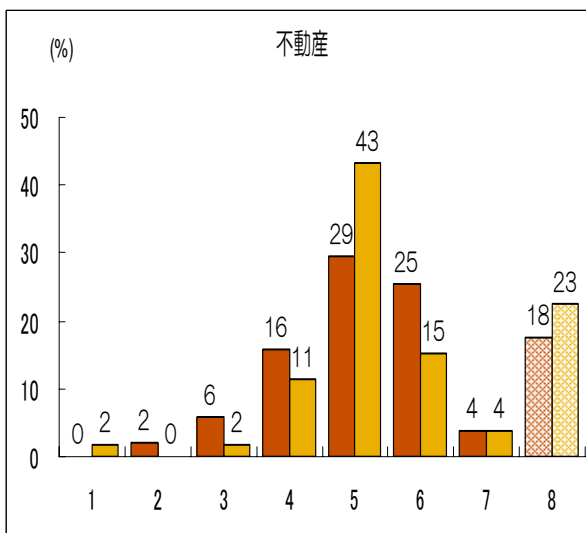
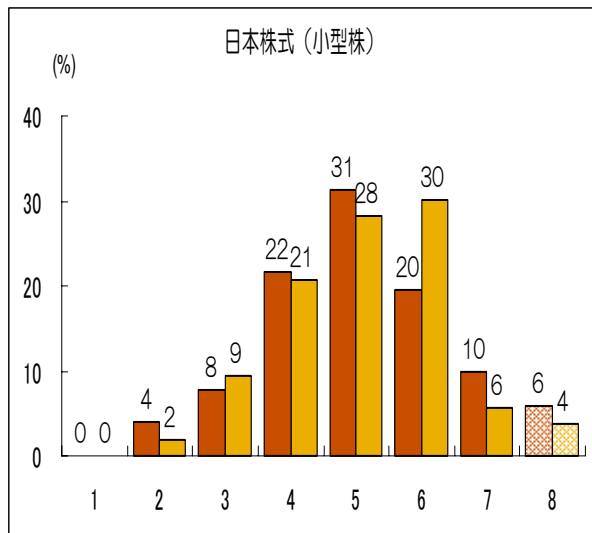


注：端数処理のため、表中の数字の合計値は必ずしも100%になりません。悪しからずご了承ください。

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

(■ : 2006/10 ■ : 2006/12)



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

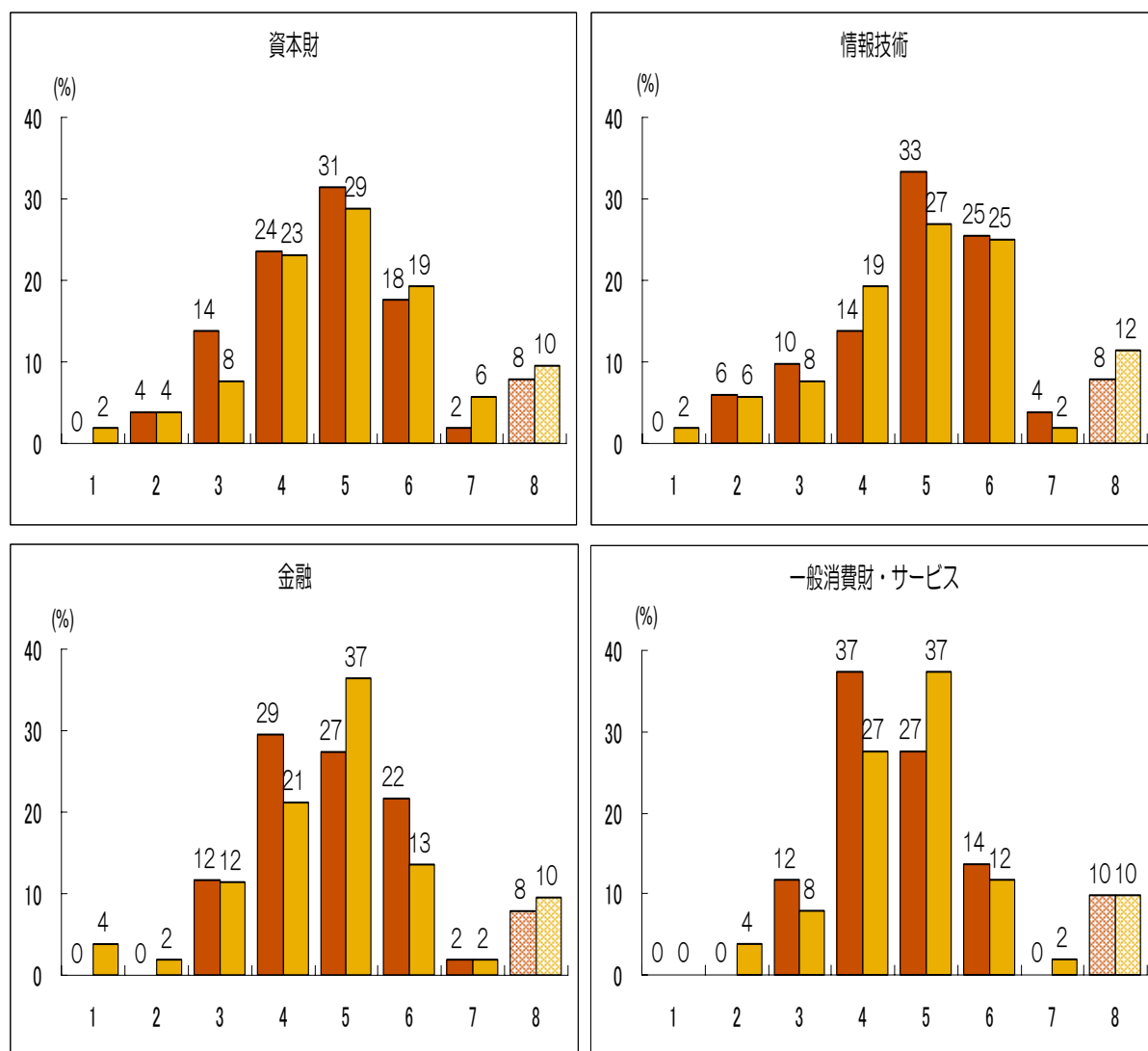
質問3： 各セクターの今後12ヶ月のパフォーマンスはどのように予測しますか？

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上位4セクターは、資本財（54%）、情報技術（54%）、金融（52%）、一般消費財・サービス（51%）であり調査開始以来同じ顔ぶれとなっているが、セクター間の格差が縮小した。
- エネルギーセクターについては、調査開始以来4割程度で推移していた強気の見通しを持つ運用機関の割合が前回調査時22%に低下したが、今回、強気の割合が37%に回復した。

1=最も弱気 4=ニュートラル 7=最も強気 8=見解なし

(■ : 2006/10 ■ : 2006/12)

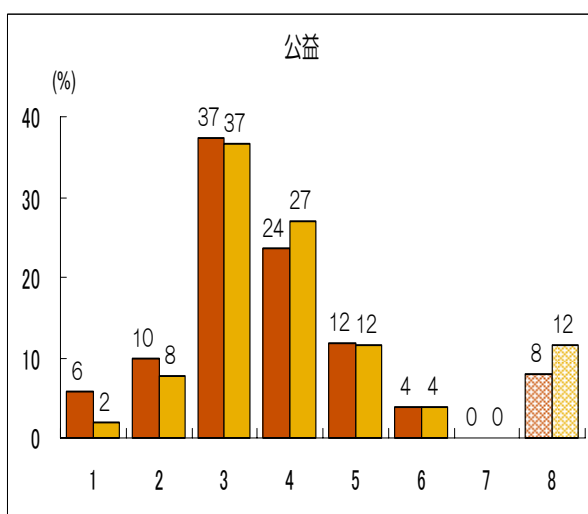
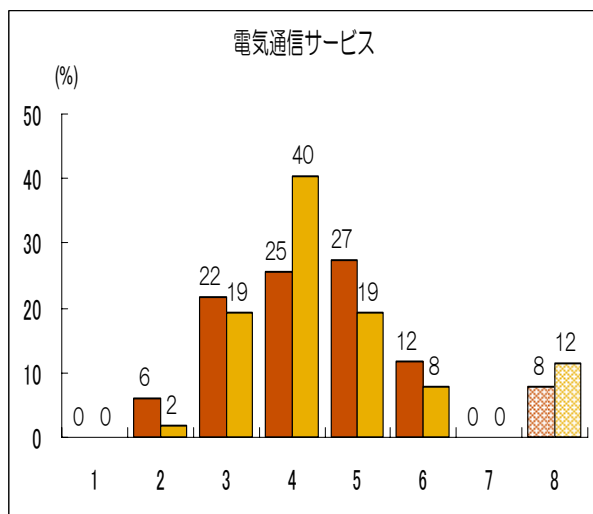
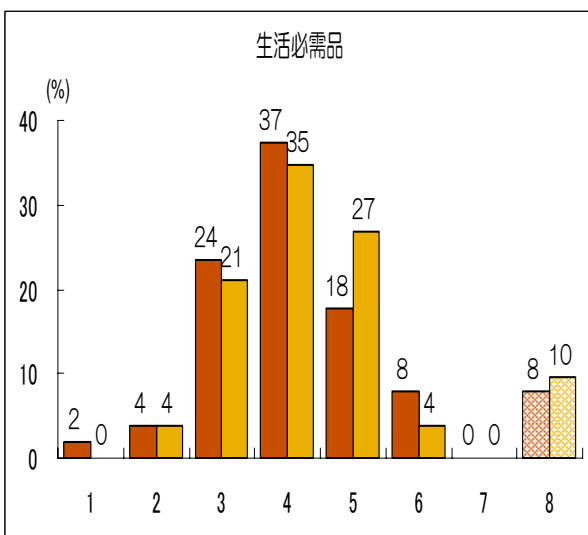
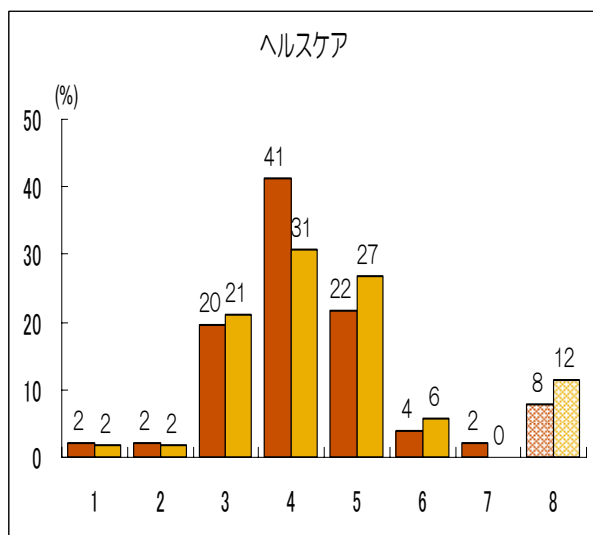
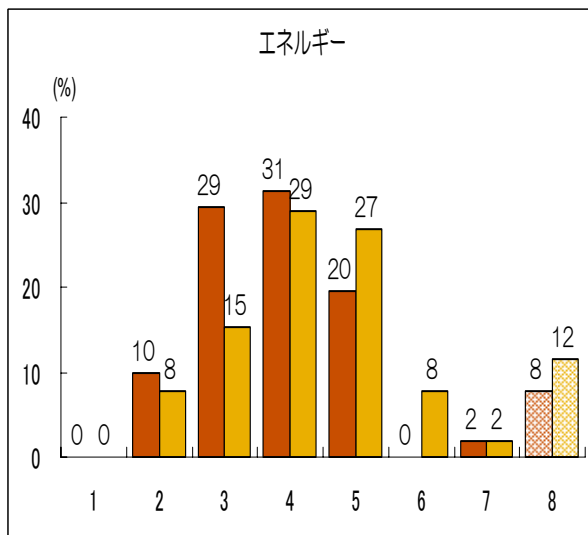
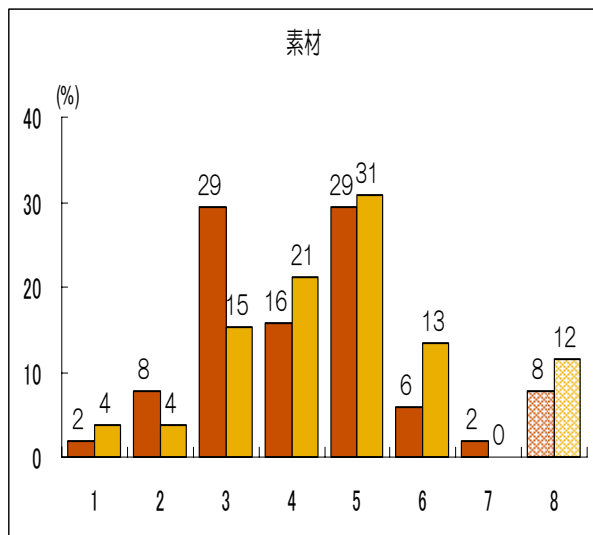


注：端数処理のため、表中の数字の合計値は必ずしも100%になりません。悪しからずご了承ください。

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

(■ : 2006/10 ■ : 2006/12)



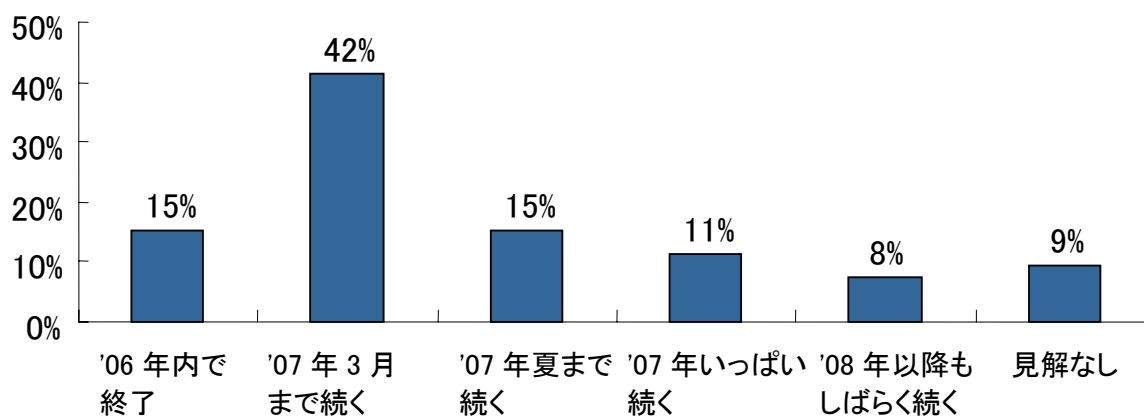
注：端数処理のため、表中の数字の合計値は必ずしも100%になりません。悪しからずご了承ください。

調査結果

質問4： 年初のライブドアショック以降、日本株式市場では大型株優位の相場展開が続いています。今後、どのくらいの間、この大型株優位の相場展開が続くと予想しますか？

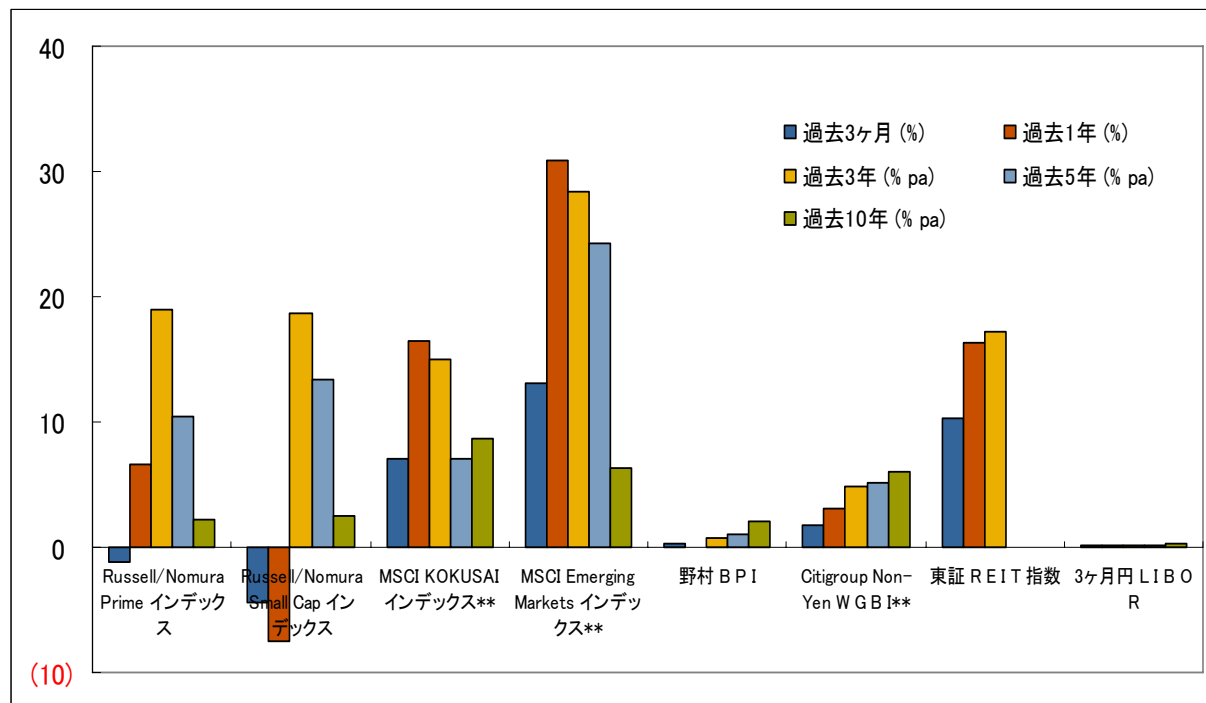
キーポイント

- ・ 2007年3月頃まで大型株優位の相場展開が続くと予測している運用機関の割合が約4割と最も多かった。
- ・ 2006年内、および2007年夏まで大型株優位の相場展開が続くと予測している運用機関の割合は15%と同率だった。
- ・ 約2割の運用機関が、今後1年程度もしくはそれ以上大型株優位の相場展開が続くと予想している。



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	(1.2)	6.6	19.0	10.5	* 2.3
Russell/Nomura Small Cap インデックス	(4.4)	(7.6)	18.6	13.4	2.5
MSCI KOKUSAI インデックス**	7.1	16.4	15.0	7.0	8.6
MSCI Emerging Markets インデックス**	13.1	30.9	28.4	24.3	6.3
野村 B P I	0.2	(0.0)	0.7	1.0	2.1
Citigroup Non-Yen W G B I**	1.8	3.0	4.8	5.1	6.0
東証 REIT 指数	10.3	16.3	17.2	-	-
3ヶ月円 LIBOR	0.1	0.2	0.1	0.1	0.2

*Russell/Nomura Prime インデックスの計算開始日が1996年12月30日のため、Russell/Nomura Total Market インデックスのリターンを使用しております。

**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・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11月27日～12月4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54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21兆円^{※※}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、※※2006年9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 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 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 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、機械的など一切の手段その他、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、東京証券取引所市場 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。

当資料は、一般的情報の提供を目的としており、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。

(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

登録番号: 関東財務局長第 893 号

投資一任業務金融再生委員会認可

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