

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

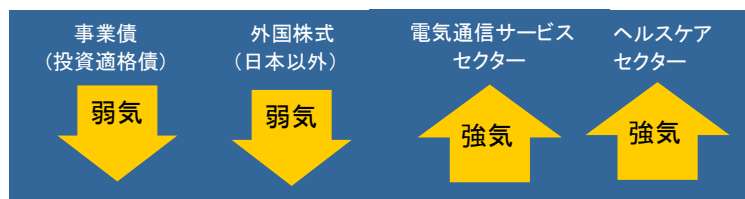
資産運用ソリューション担当 CMA, CFA, FIAJ, ASA, CIIA

2007年 3月

日本版

調査結果の概要

Key Trends— 2007年3月度 運用機関の投資展望調査



*2006年12月度「運用機関の投資展望調査」対比

ハイライト

2007年3月度「運用機関の投資展望調査（調査期間：3/1～3/8）」の結果、84%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。調査開始以来の最高水準（88%）に達した前回調査時点

（2006/11/27～12/4）と比べるとその度合いは若干低下したものの、引き続き高水準を保っています。今回の調査期間は、2月末から始まった世界連鎖株安で市場が動揺した時期と重なりましたが、多くの運用機関が今回の株価下落を一時的な調整局面と捉えていると言えるでしょう。

一方、セクター別の見通しでは、電気通信サービスとヘルスケアに対する強気度合いが、前回と比べて、それぞれ16ポイント、13ポイント上昇しました。全体の順位に大幅な変動は見られませんが、為替相場や海外景気動向の影響を受けにくいディフェンシブセクターの選好度がやや高まったことが見て取れます。

また、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56社中59%が適正水準に位置していると答えた一方、割安だと答えた運用機関の割合は34%と前回調査時点の55%から低下しました。株価急落直前まで、日経平均株価で約6年9ヶ月ぶりに1万8000円台を回復するなど、年明け以降の日本株式市場はほぼ一本調子で上昇していました。今回の世界連鎖株安の結果、株価急落前からの下落率が日経平均株価で一時8%以上に達したものの、なお前回調査時点より高い水準にあり、割安感が高まることにはならなかったものと思われる。

今回の調査で、今後の日本株式市場のパフォーマンスに対する最大のリスクだと考える要因を3位まで順位づけしてもらったところ、1位については「米国景気の減速」、2位については「円高」を挙げる運用機関が群を抜いて多く、どちらもその占率はほぼ5割近くに達しました。3位については要因ごとの差が縮小しましたが、「政局（24%）」「金利上昇（18%）」が上位に並びました。

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。

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224兆円※、調査対象の運用機関数は約3500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。

※2006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

米国景気の後退と円高が2大懸念材料だが、日本株式に対する強気姿勢は変わらず。

年明け以降、インフレ懸念の後退や好調な企業業績、活発なM&A（企業合併・買収）のニュースなどを好感し、主要国株式指数は堅調な展開となりました。中でも日本株式市場は低金利・円安といった良好な投資環境に支えられ、2月下旬にかけて日経平均株価で約6年9ヶ月ぶりに1万8000円台を回復しました。

しかし、2月26日にグリーンスパン前連邦準備理事会議長が米国景気後退の可能性に言及したことに加え、翌27日に上海株式市場が急落したことをきっかけに、欧・米・アジア各国市場が連鎖的に下落したほか、為替市場では低金利の円資金を調達して高金利通貨などで運用する円キャリー取引の巻き戻しが起こって円が急伸するなど、2月末から3月上旬にかけて金融市場に混乱が起きました。

今回の調査は、株価急落後の3月1日から8日までを調査対象期間としていますが、運用機関の日本株式に対する強気度合いは84%と引き続き高水準で推移していることがわかりました。調査開始以来の最高水準（88%）に達した前回調査時点（2006/11/27～12/4）と比較すると若干強気度合いは低下しましたが、多くの運用機関が、今回の世界的に連鎖した株安は一時的な調整局面であり、外国株式や新興国株式の強気度合いと比較しても、日本株式市場が国内景気回復や好業績に支えられてより力強く上昇トレンドに戻ると想定していると思われる。

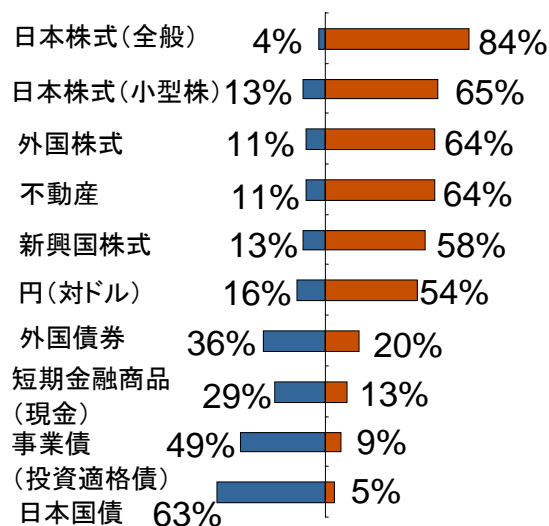
一方、セクター別の見通しでは、全体の順位に大きな変動はありませんでしたが、電気通信サービスとヘルスケアの強気度合いがそれぞれ16ポイント、13ポイント高まりました。2月末からの株価急落が米国の景気後退懸念や急速な円高の影響による見方から、海外の景気動向や為替相場に左右されにくいディフェンシブセクターを選好する運用機関が増えたと想定され、やや安全志向が高まったといえるでしょう。同様の傾向は、弱気な見方が10ポイント減少した短期金融商品（現金）にも表れているようです。

他の資産クラスに目を向けると、日本の事業債に対する弱気度合いが高まった点が目を引きます。2月21日に

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



■ 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。

Commentary & Analysis

日銀は追加利上げを実施しましたが、日本国債に関しての見通しは前回とほとんど変わっていないにもかかわらず、事業債に対する弱気の割合は、前回の37%から49%へ上昇しました。日本株式市場が上昇傾向にあった年明け以降に、一部の企業の不正会計疑惑を受けてこれまで縮小が進んでいた社債スプレッドが拡大した局面があり、従来よりもクレジットリスクへの注目が高まったことの表れかもしれません。

現在の日本株式市場の水準については、割安だと考える運用機関の割合が前回調査時点の55%から34%に低下する一方、適正水準に位置していると考えられる運用機関の割合が41%から59%へ上昇しました。今回の世界連鎖株安の結果、株価急落前からの下落率は日経平均株価で一時8%以上に達しましたが、前回調査時点と比べると依然高い水準にあり、割安感が高まるにはいたらなかったものと思われます。

2006年3月の本調査開始以来、日本株式に対する強気の見通しを持つ運用機関の割合は、初回の77%以降、一貫して8割台を保っており、上述の通り、今回の調査でもその割合は84%と高水準に位置しています。

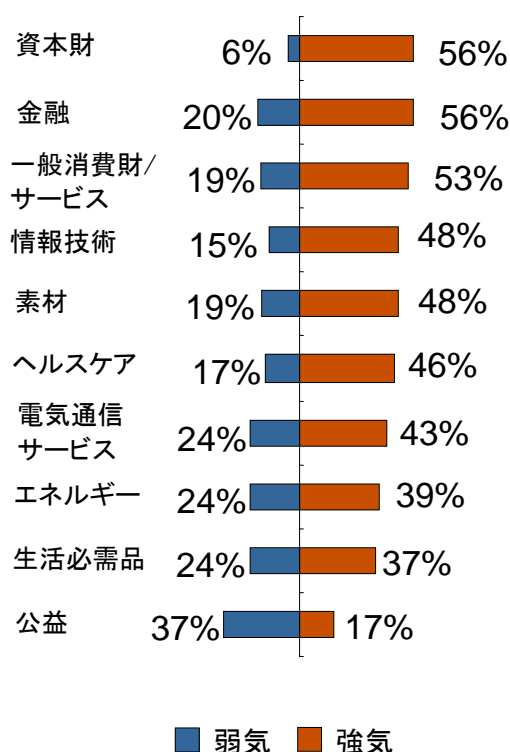
今回、今後の日本株式のパフォーマンスに対する最大のリスク要因を上位3位まで順位付けしてもらったところ、1位については「米国景気の減速」を、2位については「円高」を挙げる運用機関の割合が群を抜いて多く、どちらもその占率は5割程度に達しました。また、両順位において、それぞれ「円高」、「米国景気の減速」が追随しており、これらが日本株式に対する2大リスク要因となっています。

一方、リスク要因の3位については、要因ごとの差が縮小しましたが、その中では、「政局(24%)」、「金利上昇(18%)」が上位に並びました。

2月末以降に世界的に広がった株安の背景には、上海株式市場の急落だけでなく、グリーンスパン前米連邦準備理事会議長が米国景気の後退懸念を示唆したことが影響したと見られており、今回の調査結果からも、今後の米国景気動向が、株式市場を左右する主要因として注目を集めていることがわかります。

足元では、2月に発表された米国の経済指標が強弱まちまちだったことに加え、3月に入って表面化したサブプライムローンの焦げ付き懸念が、住宅市場全体、延いては個人消費へ影響をもたらすのではないかと警戒感が高まり、米国景気の先行き不透明感が浮上しています。

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。詳細は p6 以降の調査結果をご参照ください。

Commentary & Analysis

また、米国景気の先行き不透明感の高まりに加えて、為替動向については、今回の株価下落により投資家のリスク回避志向が高まり、円キャリー取引（低金利の円を借りて高金利の通貨等に投資する取引）の巻き戻しを伴って急速に円高が進んだとの見方もあります。

興味深いことに、2006年3月の本調査開始以降、日本株式に対する強気の見方が一貫して高水準にあるのと同じく、為替の見通しについても、対ドルベースで円高を予想する運用機関の割合はほぼ5割前後で推移しており一定しています。

今回もリスク要因としては円高が上位に挙がりましたが、円高を予想する運用機関の割合は前回と同じ54%であり、円高リスクが過度に高まっているとはいえません。2月の日銀の追加利上げ後も、日米金利差の縮小には当面時間がかかるとの見方が根強いことや、円キャリー取引の巻き戻しの影響は限定的との見方が多いことの表れと想定されます。

今回の調査の結果、多くの運用機関が「米国景気の減速」と「円高」を今後の日本株式市場のパフォーマンスに影響を与える2大リスク要因と捉えていることが分かりました。一方で、日本株式や為替に対する見方に変化がないことから、多くの運用機関は足元の混乱があくまで一時的なものに留まると想定していると言えるでしょう。

<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

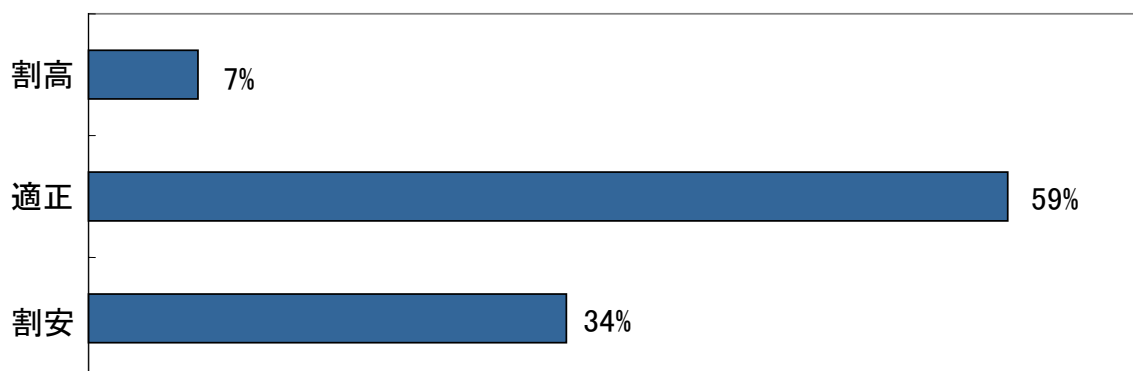
ヘルスケア：武田薬品、テルモ

調査結果

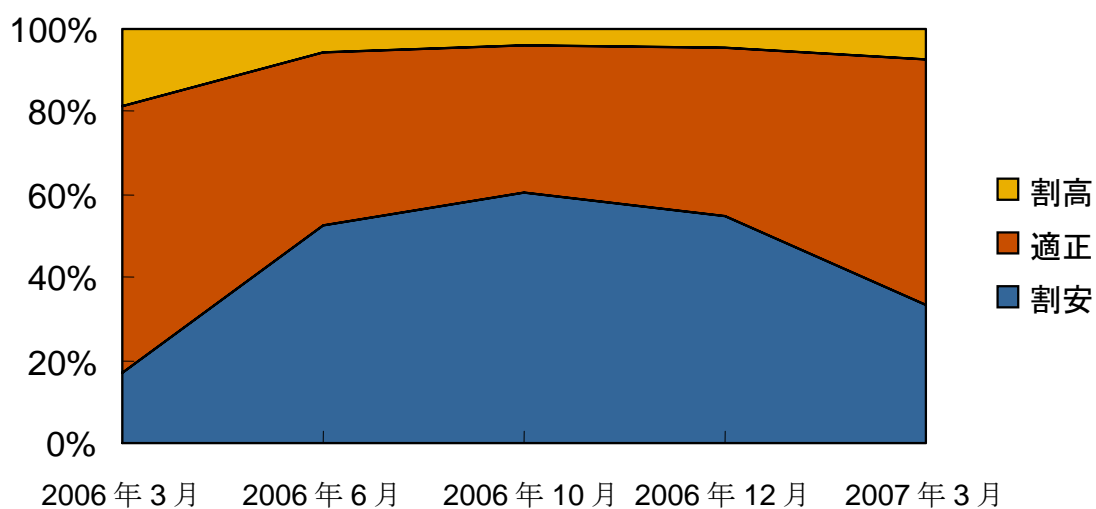
質問1:現在の日本株式市場の水準についてどう思いますか？

キーポイント

- ・ 現在の日本株式市場の水準を適正だと考える運用機関の割合が59%と前回の調査時点の41%から上昇する一方で、割安だと考える運用機関の割合は、前回の55%から34%に低下した。
- ・ 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7%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

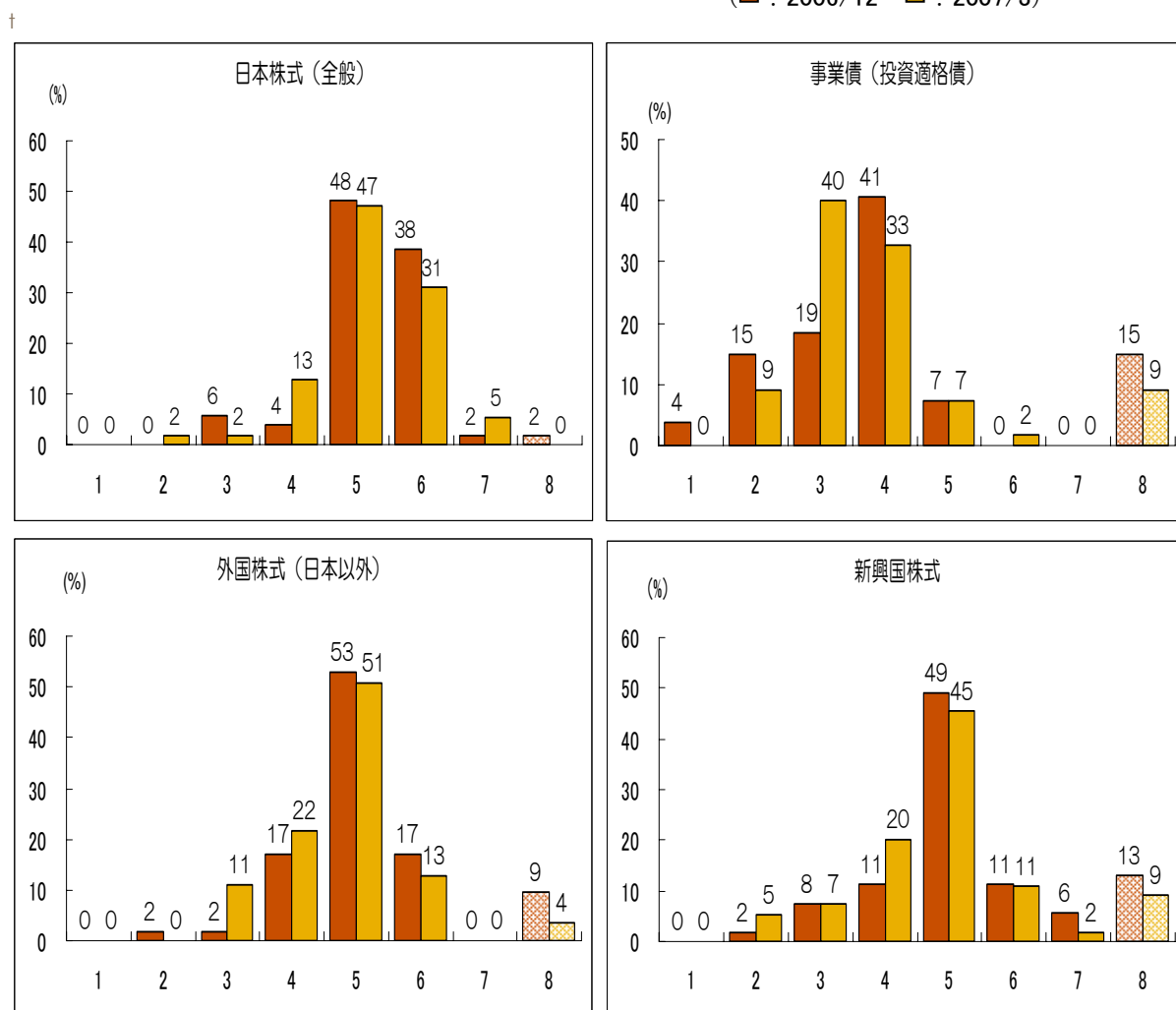
質問2： 各資産クラスの今後12ヶ月のパフォーマンスはどのように予測しますか？

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やや低下し、84%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63%が弱気の見通しを示している。
- 事業債（投資適格債）に対し弱気の見通しを示している運用機関の割合は49%と、前回調査時点の37%から上昇した。
- 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64%、58%と前回調査時点の70%、66%から低下した。

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

(■ : 2006/12 ■ : 2007/3)

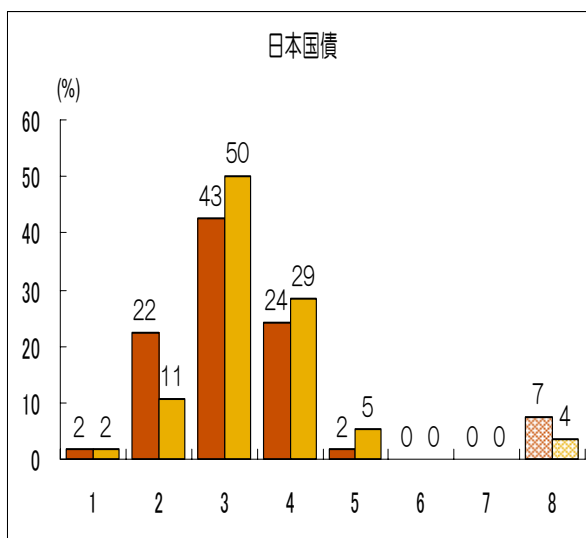
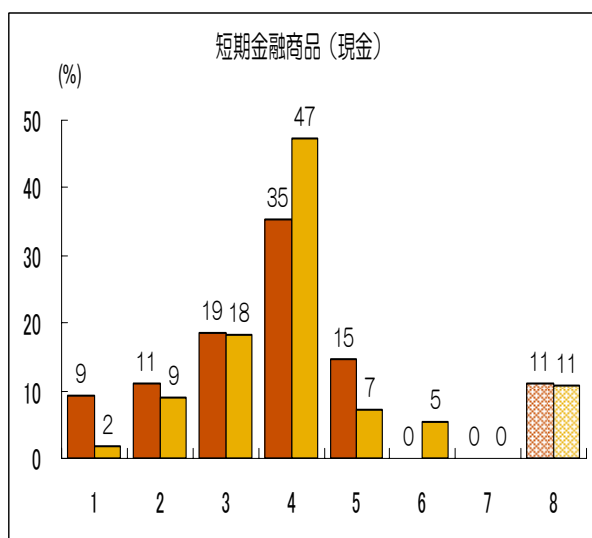
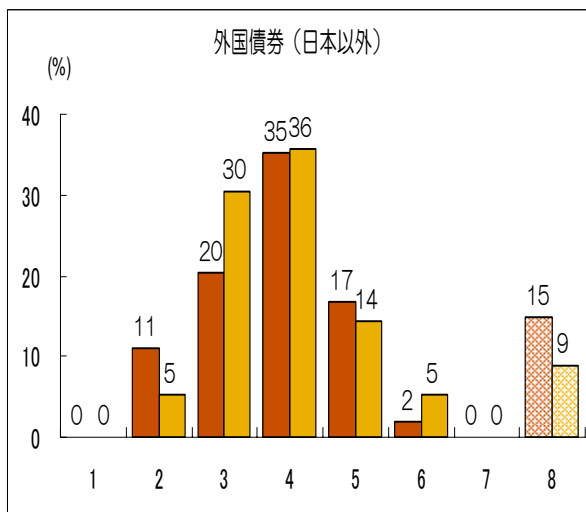
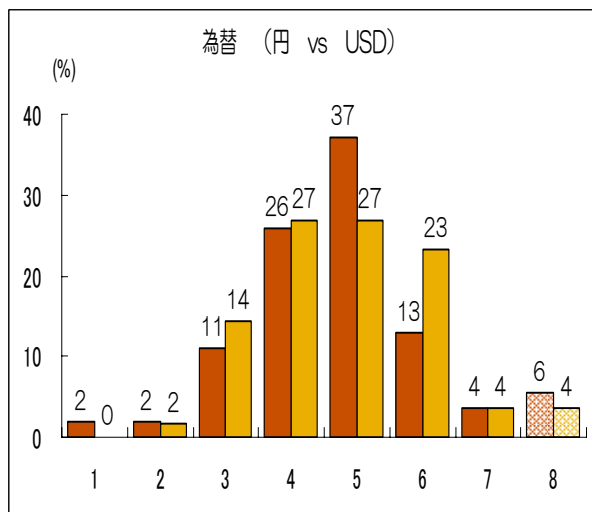
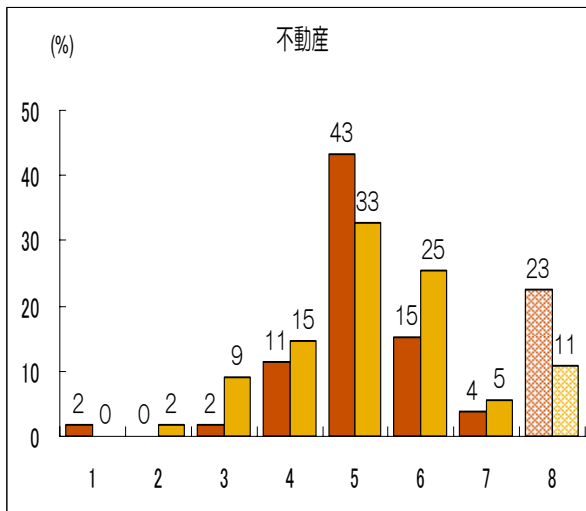
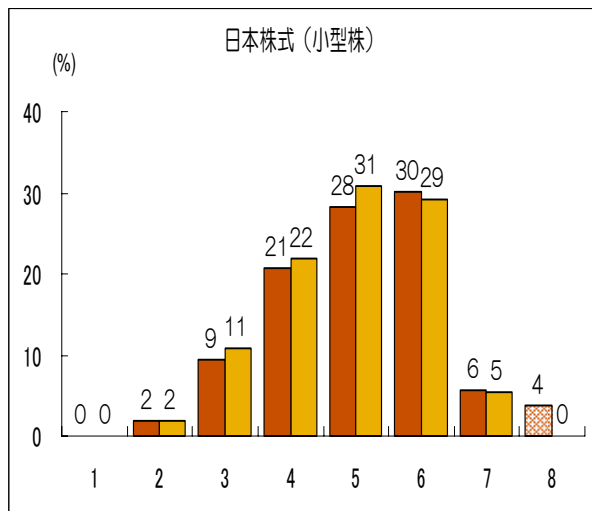


注：端数処理のため、表中の数字の合計値は必ずしも100%になりません。悪しからずご了承ください。

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

(■ : 2006/12 ■ : 2007/3)



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

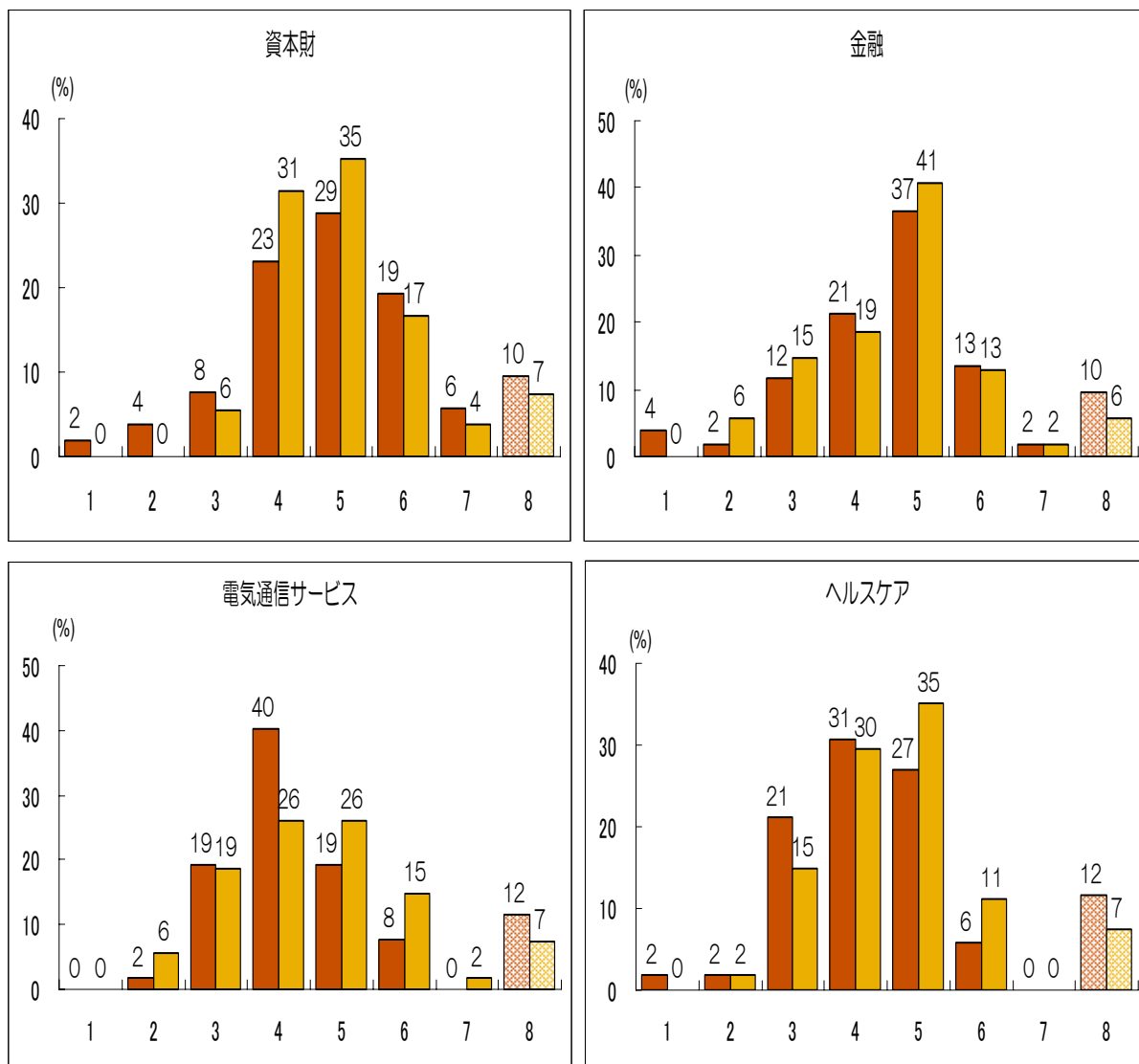
質問3： 各セクターの今後12ヶ月のパフォーマンスはどのように予測しますか？

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（56%）、金融（56%）、一般消費財・サービス（53%）、情報技術（48%）であり、引き続き、調査開始以来同じ顔ぶれとなっている。
- ヘルスケアと電気通信サービスセクターの強気の割合がそれぞれ46%、43%と各々13ポイント、16ポイント上昇し、本調査開始以来、最も強気度合いが高まった。

1=最も弱気 4=ニュートラル 7=最も強気 8=見解なし

(■ : 2006/12 ■ : 2007/3)

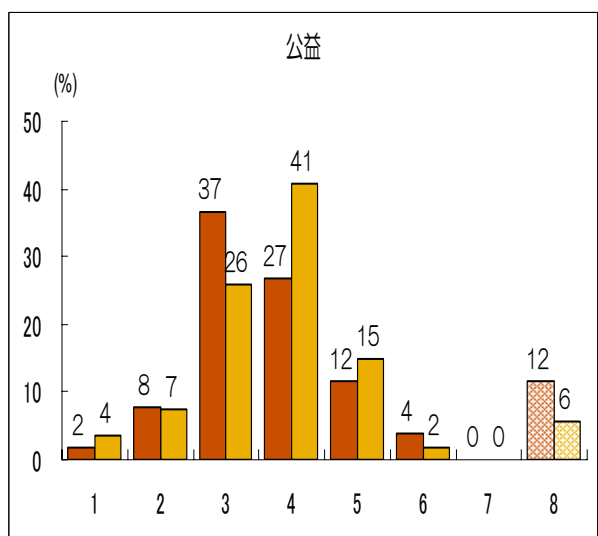
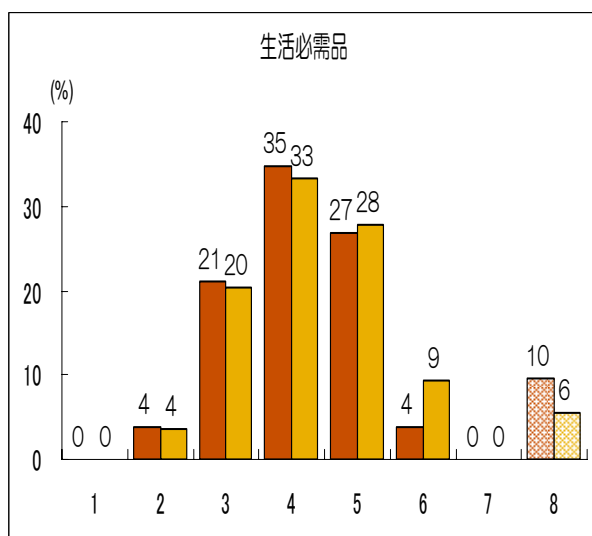
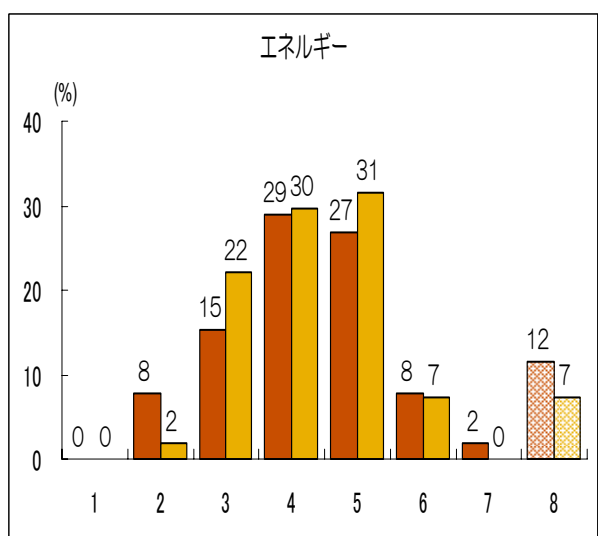
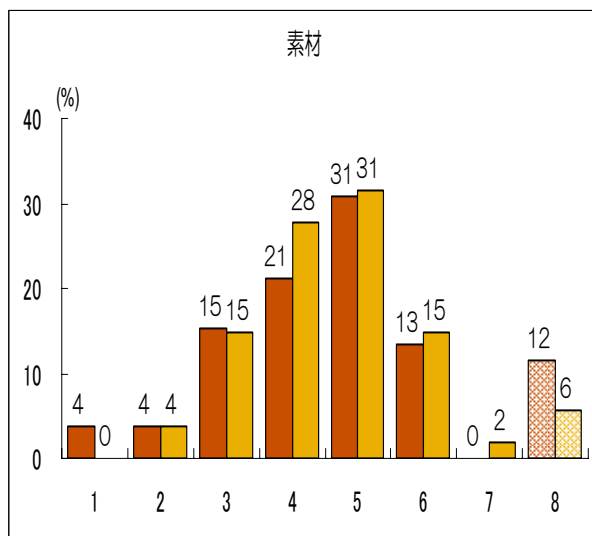
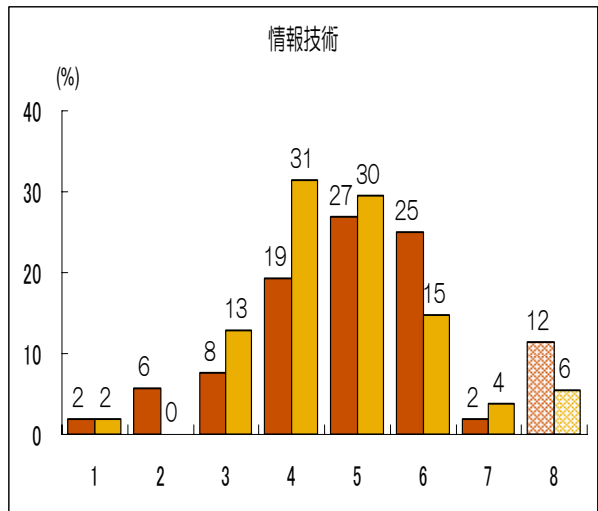
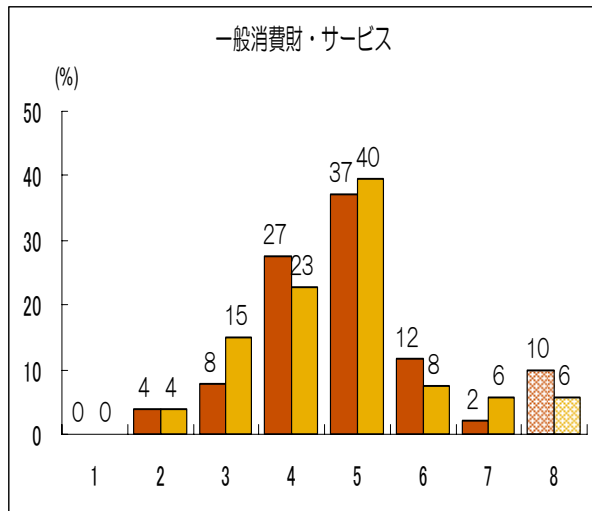


注：端数処理のため、表中の数字の合計値は必ずしも100%になりません。悪しからずご了承ください。

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

(■ : 2006/12 ■ : 2007/3)



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。

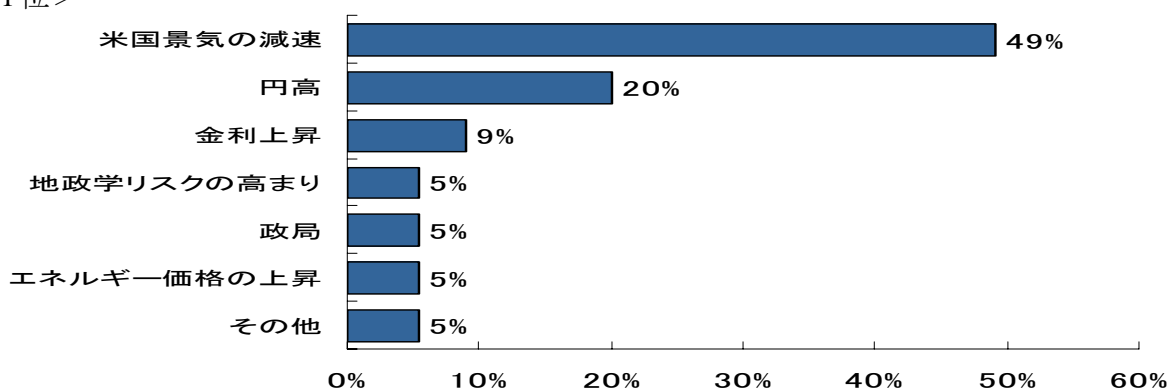
調査結果

質問4： 今後12ヶ月において何が日本株式のパフォーマンスに対する最大のリスクになるとお考えですか？リスクの度合いが高いと思われる順に3つお選びください。

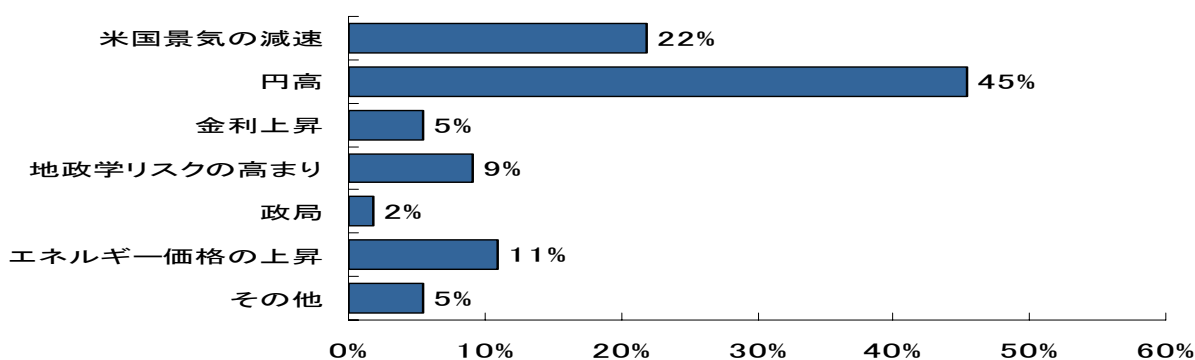
キーポイント

- ・ 今後の日本株式市場のパフォーマンスに対する最大のリスクと考えられる要因の第1位として、最も多くの運用機関が挙げたのは、「米国景気の減速」だった。
- ・ 同じく第2位として最も多くの運用機関が選んだリスク要因は、「円高」だった。
- ・ 第3位については要因ごとの差が縮小したが、「政局」や「金利上昇」が上位に並んだ。

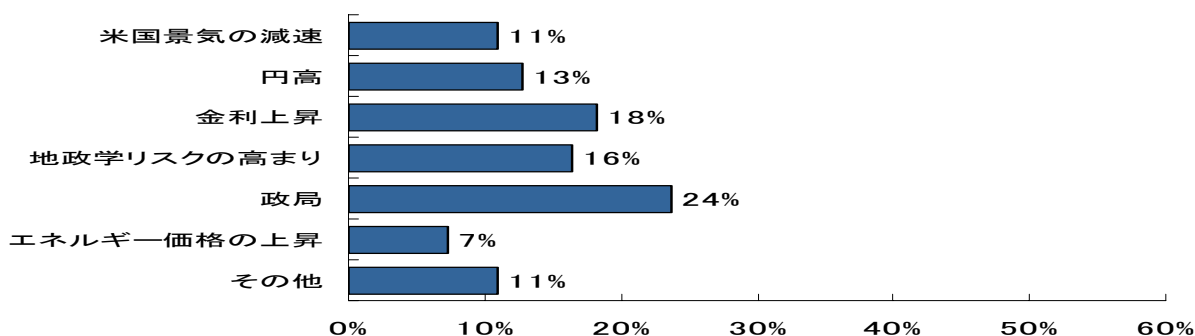
<第1位>



<第2位>

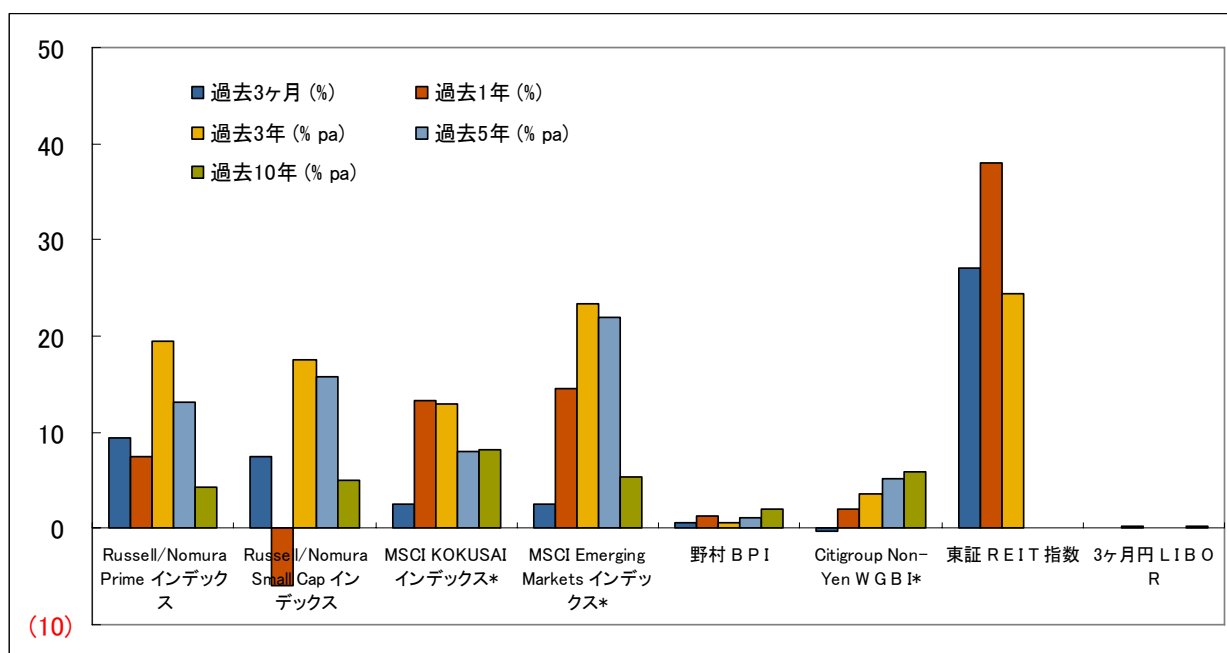


<第3位>



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 (2007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 Prime インデックス	9.4	7.5	19.5	13.1	4.3
Russell/Nomura Small Cap インデックス	7.4	(5.9)	17.6	15.8	4.9
MSCI KOKUSAI インデックス*	2.6	13.3	13.0	8.0	8.1
MSCI Emerging Markets インデックス*	2.5	14.5	23.3	21.9	5.4
野村 B P I	0.6	1.3	0.7	1.2	2.1
Citigroup Non-Yen W G B I*	(0.2)	2.1	3.6	5.1	5.9
東証 REIT 指数	27.1	38.1	24.4	-	-
3ヶ月円 LIBOR	0.1	0.3	0.1	0.1	0.2

*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、2007年3月1日～3月8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56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224兆円[※]、またマルチ・マネージャー運用の資産総額は約23兆円^{※※}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。

(※ 2006年9月末現在、※※2006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 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 © 2007. 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、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。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 プラース・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