

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

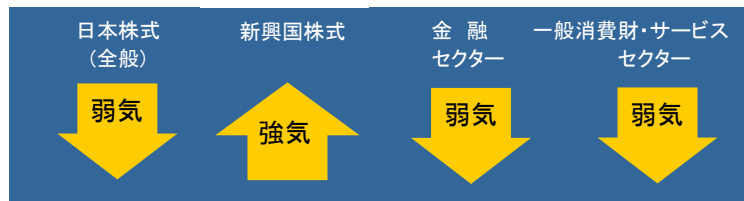
資産運用ソリューション担当 CMA, CFA, FIAJ, ASA, CIIA

2007年 10月

日本版

調査結果の概要

Key Trends — 2007年10月度 運用機関の投資展望調査



*2007年6月度「運用機関の投資展望調査」対比

ハイライト

2007年10月度「運用機関の投資展望調査（調査期間：9/12～9/19）」の結果、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）問題に端を発した今夏の金融市場の混乱にも関わらず、株式に対して強気、債券に対して弱気という運用機関の基本的な見方に変化がないことがわかりました。

今回、最も強気の割合が高かった資産クラスは新興国株式で、その割合は、前回調査時点（6/1～6/7）の60%から同資産クラスとしては調査開始以来最高水準の71%に上昇しました。また、債券に対する見通しは、強気の割合はそれほど増えていませんが、弱気度合いが縮小し、特に日本国債については、弱気の割合が前回の82%から58%へと縮小しています。

2006年3月の調査開始以来常に調査対象の資産クラスの中で最も強気の割合が高く、前回調査時点では88%の運用機関が強気の見通しを持っていた日本株式については、強気度合いは新興国株式に次いで高いものではありませんでしたが、その割合は今回66%へと低下しました。

一方、現在の日本株式市場の水準について、割安だと回答した運用機関の割合は前回の42%から69%へ上昇し、調査開始以来の最高水準に達しています。

セクター別の見通しでは、金融セクターに対する見方が強気から弱気へと大幅にシフトしました。前回調査時は、強気派が61%、弱気派が12%だったのに対し、今回は強気派が23%、弱気派が42%となっています。邦銀に対するサブプライムローン問題の直接的な影響は限定的と見られているものの、利ざや改善期待の後退や信用収縮の影響が懸念されていると想定されます。

今回の調査では、過去3ヶ月ではあまり注目されていなかったが、今後1年間の日本株式市場に大きな影響を与えると想定するファクターを挙げてもらいました（2つまで選択可）。その結果、調査にご協力いただいた60社中、29社が「日本企業の業績」を指摘し、次いで「為替動向」、「日本の政局」、「米国景気」を挙げる運用機関がそれぞれ16社に上っています。

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、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・グループのマルチ・マネージャー運用の資産総額は約27兆円※、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。

※2007年6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・広報本部

TEL 03-5411-3790

E-Mail Tokyo-RIJ@russell.com

Commentary & Analysis

今夏の金融市場の混乱の影響は懸念しつつも、株式に対する選好姿勢は変わらず

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）問題の影響が欧州にまで飛び火したことが確認され、8月中旬に世界の株式市場は急落しました。日米欧の中央銀行が大量の資金供給を行った結果、さらなる下落は免れたものの、9月18日の米利下げまで主要先進国の株式市場は値動きの荒い相場展開が続きましたが、今回の調査の結果、多くの運用機関が株式に対して強気、債券に対して弱気という姿勢を維持していることがわかりました。

調査対象の資産クラスの中で、今回、最も強気の割合が高かったのは新興国株式で、前回調査時点（6/1～6/7）の60%から同資産クラスとしては調査開始以来最高水準の71%に上昇しました。中国やインドなど新興国経済の拡大基調は続いており、先進国と比べてサブプライムローン問題に端を発した金融市場の混乱の影響が軽微だと考える運用機関が増えていると想定されます。

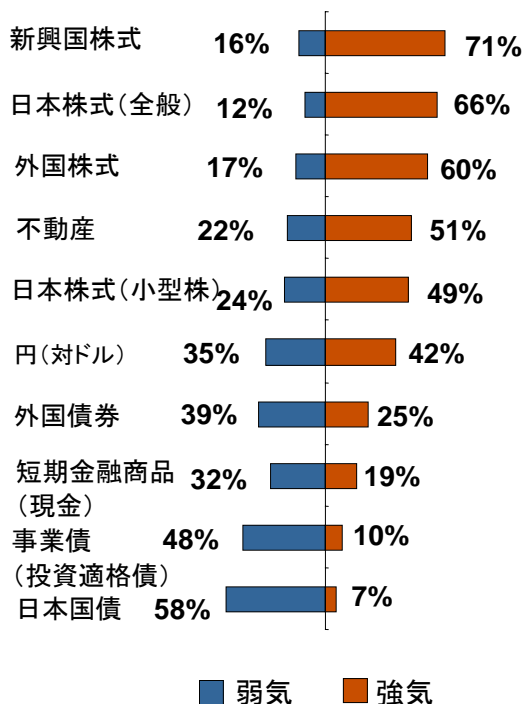
債券に対する見通しは、強気の割合はそれほど前回対比で増えていないものの、弱気の割合は内外債券ともに減少しました。特に、日本国債に関しては、前回調査時の82%から58%へと大幅に縮小しています。今夏の金融市場の混乱で、日銀の追加利上げ時期の後ずれを予想する声が高まり、大方の予想通り、9月の日銀金融政策決定会合において政策金利の引き上げは見送られました。日銀は引き続き利上げの時期を探る意向を示しており、さらなる金利低下は見込みづらいものの、今回の金融不安が今後の米国経済、ひいては世界経済に及ぼす影響が不透明な中、利上げの実施には時間がかかると予想する運用機関が増えたことが、今回日本国債に対する弱気の割合が縮小した主な要因だと考えられます。

2006年3月の本調査開始以来、日本株式は調査対象の資産クラスの中で最も強気の割合が高い資産クラスであり、前回調査時点（6/1～6/7）では88%の運用機関が強気の見通しを持っていました。今回は、その強気度合いは新興国株式に次ぐ2番目の水準ではあったものの、その割合は前回と比べ22pt低い66%へと大幅に低下しています。また、日本小型株式に対する強気の割合も前回の68%から19pt低い49%へ低下しました。

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

一方で、現在の日本の株式市場の水準について、割安だと回答した運用機関の割合は前回の42%から69%へと上昇し、調査開始以来の最高水準に達しました。

日本株式（全般）と日本小型株式を比べると、今回の強気度合いの減少幅は、日本株式（全般）の方が大きい結果となりました。しかし、集計データを詳細に見ると、日本株式（全般）については、強気派の減少分は主に中立へシフトしており、弱気の割合は調査対象の資産クラスの中で最も少ない結果となっていますが、日本小型株式については強気派の減少がほぼ弱気派の増加につながっており、大型株と比べて小型株に対してより慎重な姿勢がうかがえます。

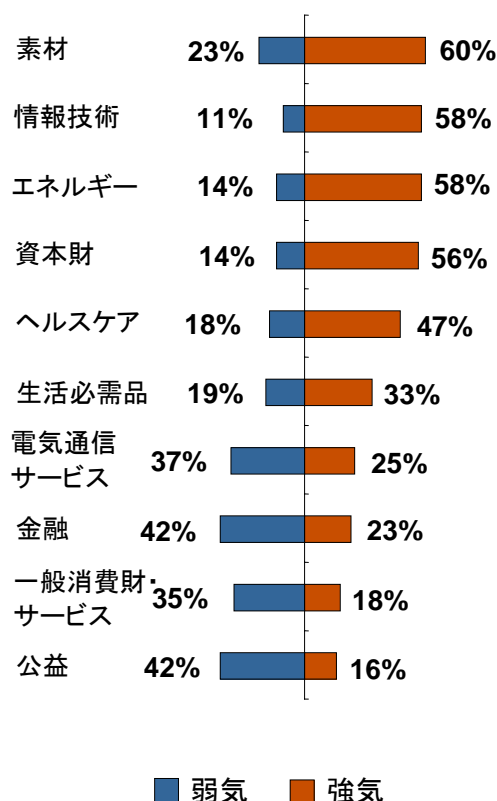
今回の調査結果から、多くの運用機関が日本株式の現在の水準についてバリュエーション面での割安感が高まっていると考えており、相対的な強気の見方に変化はないものの、これまでの強気一辺倒の見方からはやや控えめな姿勢にシフトしたことがわかります。

また、今回の調査では、過去3ヶ月ではあまり注目されていなかったものの、今後1年間の日本株式市場に大きな影響を与えると思定するファクターを挙げてもらいました（2つまで選択可）。その結果、調査にご協力いただいた60社のうち、29社が「日本企業の業績」を指摘し、次いで「為替動向」、「日本の政局」、「米国景気」を挙げる運用機関がそれぞれ16社に上っています。

9月3日発表の4-6月期の法人企業統計で20期連続経常増益となるなど、企業収益はこれまでのところ好調を維持していますが、8月の相場急落の際は、業績を無視して売り浴びせられた銘柄も多数見受けられました。今回のサブプライムローン問題を発端とする世界的な株安をきっかけに円高が進んだことや、住宅市場の低迷が米国景気に及ぼす影響が懸念され、世界景気拡大と円安が追い風となっていた日本の企業業績に対する先行きに不透明感が広がっており、これから発表が本格化する9月中間決算の内容や今後の業績見通しに改めて注目が集まるものと思われます。

サブプライムローン問題の余波は商品市場にも影響を及ぼし、原油価格が史上最高値を更新するなどコモディティ価格が上昇していますが、今回の調査の結果、コモディティ価格が日本株式市場に対して大きな影響を与えると考えた運用機関は10社に留まりました。素材やエネルギーセクターに対する強気/弱気の割合自体には前回と比べて著しい変化はありませんが、セクター間での相対的な魅力度は高まっています。

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

セクター別の見通しでは、金融セクターに対する見方が強気から弱気へ大幅にシフトしました。前回調査時は、強気派が61%、弱気派が12%だったのに対し、今回は、強気派が23%に減少する一方、弱気派が42%へ上昇しました。邦銀のサブプライムローン関連の損失は限定的との見られているものの、信用収縮の影響による貸出の伸び悩みや日銀の利上げ時期の後ずれが想定される中で利ざや拡大も期待しにくいという見方が影響していると想定されます。

他のセクターに関しては、景気敏感セクターの中で、内需関連と外需関連で運用機関の見方に差が出ています。国内の景気動向に影響を受けやすい銘柄が多く含まれる一般消費財・サービスセクターに対する強気度合いは前回調査時点（39%）からさらに減少し18%まで低下しましたが、新興国経済の拡大や商品相場の上昇の恩恵が期待できる素材や情報技術など輸出関連セクターに対する強気度合いは引き続き高く、投資家の注目は外需関連セクターに集まっています。一方で、相場の混乱時期によく見られるとおり、ヘルスケアや生活必需品といったディフェンシブなセクターについては、前回と比べて弱気の割合が減少、強気の割合が増加しており、リスク回避の動きが今回も見受けられます。

<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

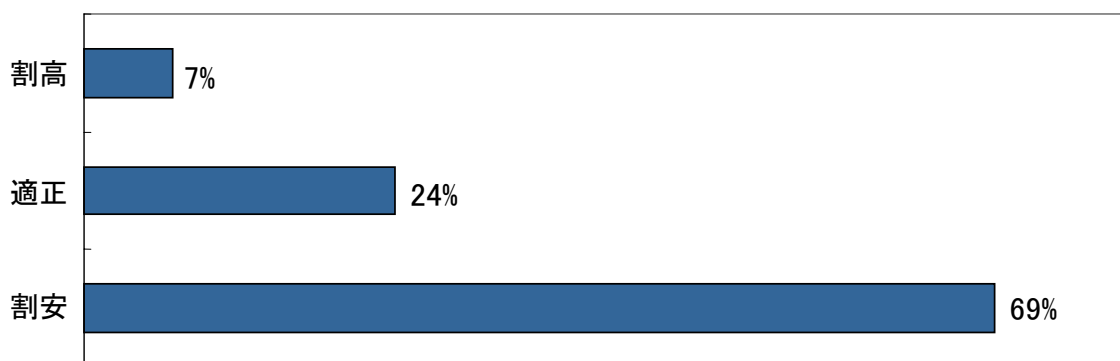
ヘルスケア：武田薬品、テルモ

調査結果

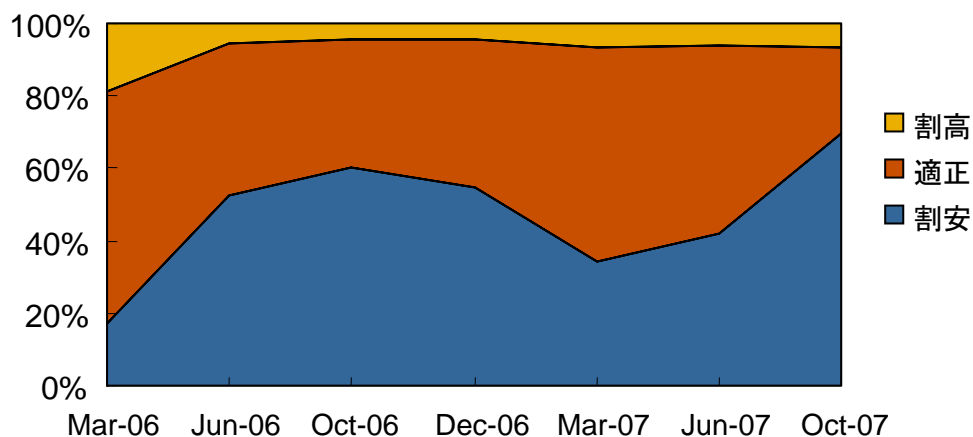
質問1：現在の日本株式市場の水準についてどう思いますか？

キーポイント

- ・ 現在の日本株式市場の水準を割安だと考える運用機関の割合が69%と前回の調査時点の42%から大幅に上昇し、調査開始以来最高水準に達した。一方で、適正だと考える運用機関の割合は、前回の52%から24%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%と、2006年6月調査時点以降、低水準にとどまっている。



日本株式市場の水準評価の推移



調査結果

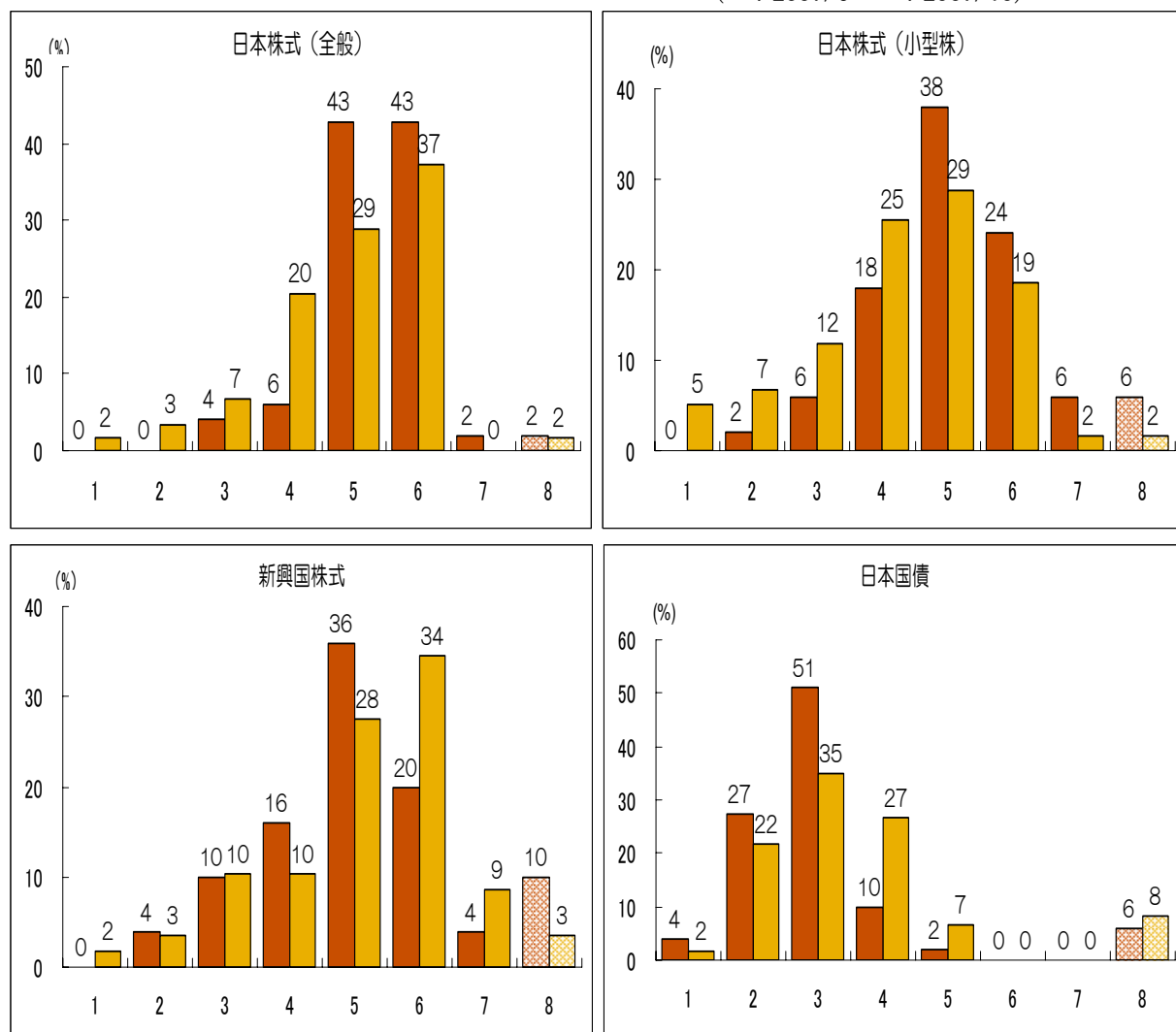
質問2： 各資産クラスの今後12ヶ月のパフォーマンスはどのように予測しますか？

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新興国株式で、その強気の割合は、前回調査時点より 11pt 高い、調査開始以来最高水準の 71%であった。
- 日本株式（全般）および日本小型株式に対する強気の度合いが、それぞれが前回調査時点に達成した最高水準の 88%、68%から 66%、49%へと大幅に低下した。
- 運用機関が最も弱気の見通しを示している資産クラスは、日本国債、次いで事業債（投資適格債）であるが、その弱気の割合は 58%と 48%と前回調査時点の 82%、69%から大幅に縮小した。

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

(■ : 2007/6 ■ : 2007/10)

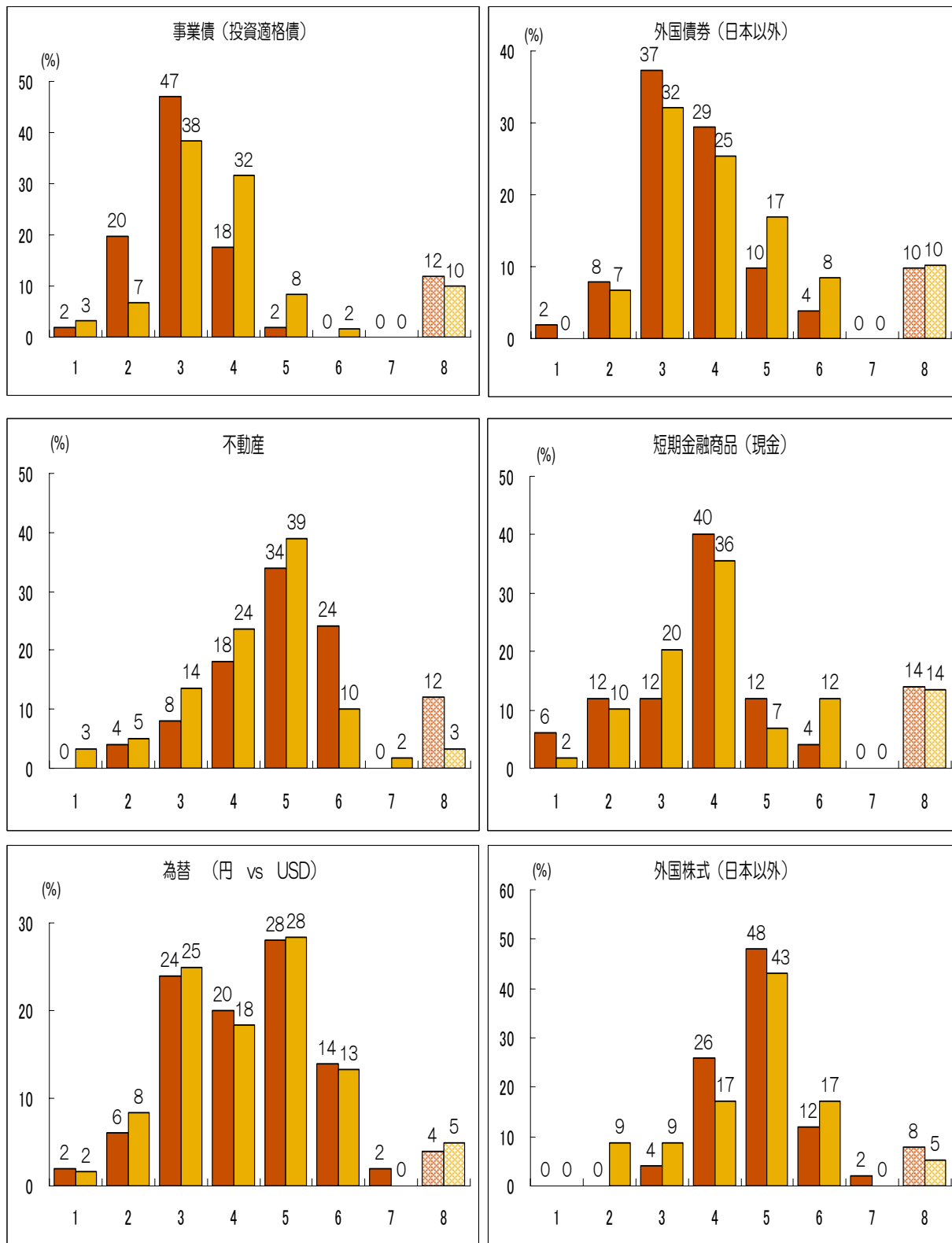


注：端数処理のため、表中の数字の合計値は必ずしも 100% になりません。悪しからずご了承ください。

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

(■ : 2007/6 ■ : 2007/10)



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

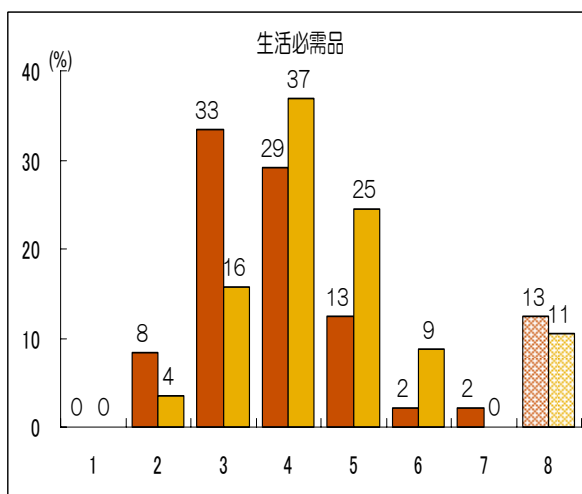
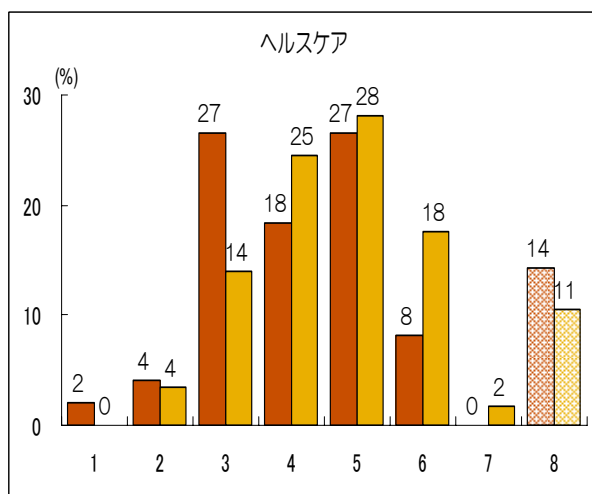
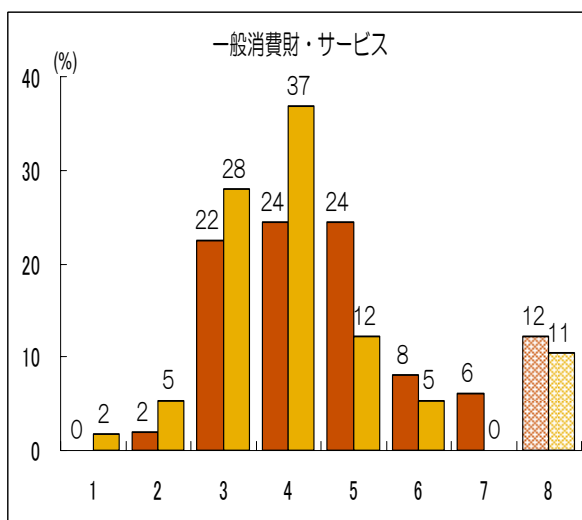
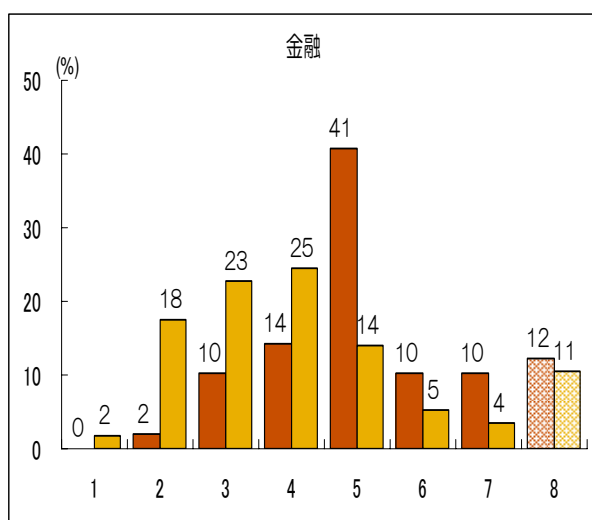
質問3： 各セクターの今後12ヶ月のパフォーマンスはとなると予測しますか？

キーポイント

- 金融セクターに対する運用機関の強気割合が前回調査時点の61%から23%へと大幅に低下する一方で弱気の割合が前回の12%から42%へと上昇した。
- 商品相場の上昇を受けて素材、エネルギーセクターのセクター間での相対的な魅力度が増しており、強気/弱気の割合に著しい変化はないものの、強気の程度が前回調査時よりさらに高まっている。
- 景気動向に影響を受けやすい銘柄が多く含まれる一般消費財・サービスセクターに対する今回の強気度合いは18%と、前回（39%）から引き続き一層低下した。一方、景気動向に左右されにくい、生活必需品やヘルスケアセクターは、前回と比べて弱気の度合いがそれぞれ23pt、15pt 縮小した。

1=最も弱気 4=ニュートラル 7=最も強気 8=見解なし

(■ : 2007/6 ■ : 2007/10)

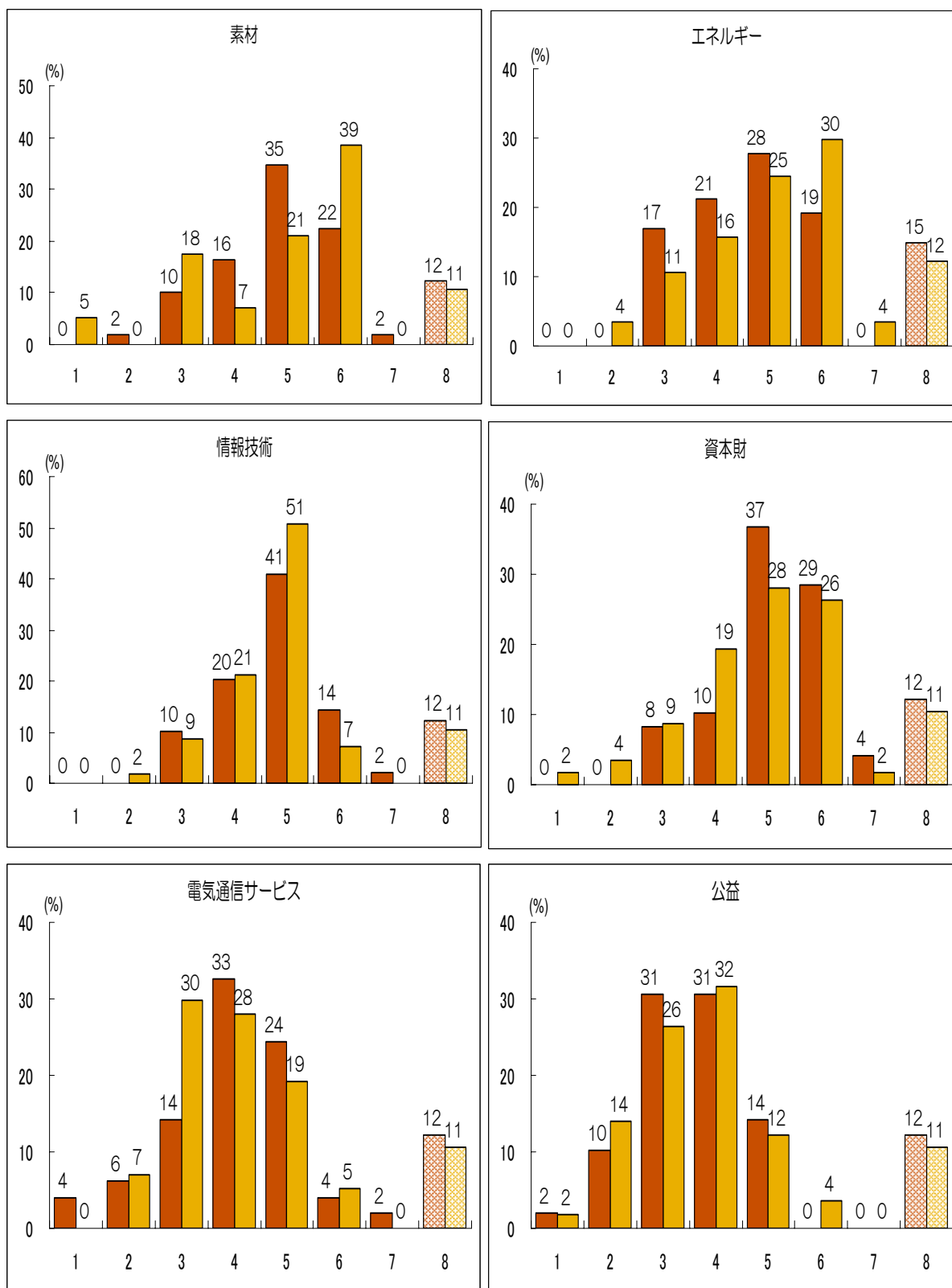


注：端数処理のため、表中の数字の合計値は必ずしも100%になりません。悪しからずご了承ください。

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

(■ : 2007/6 ■ : 2007/10)



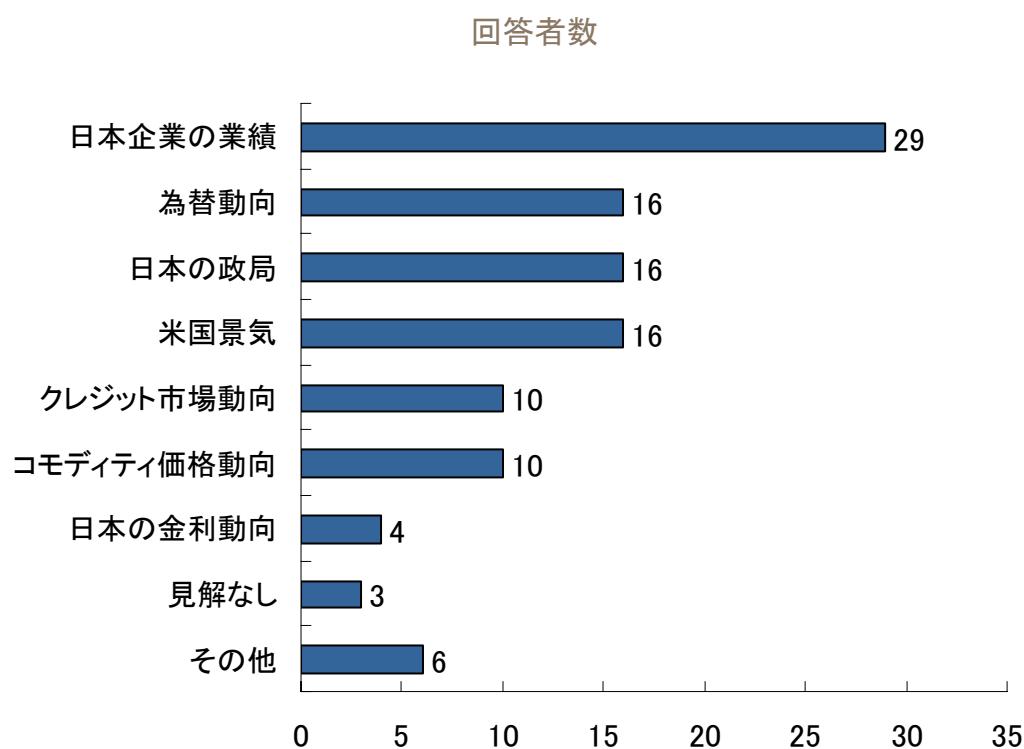
注：端数処理のため、表中の数字の合計値は必ずしも100%になりません。悪しからずご了承ください。

調査結果

質問4： 過去3ヶ月にはあまり注目されていなかったが、今後1年間の日本の株式市場に大きな影響を与えると思うファクターは何ですか？（以下の項目から2つお選びください）

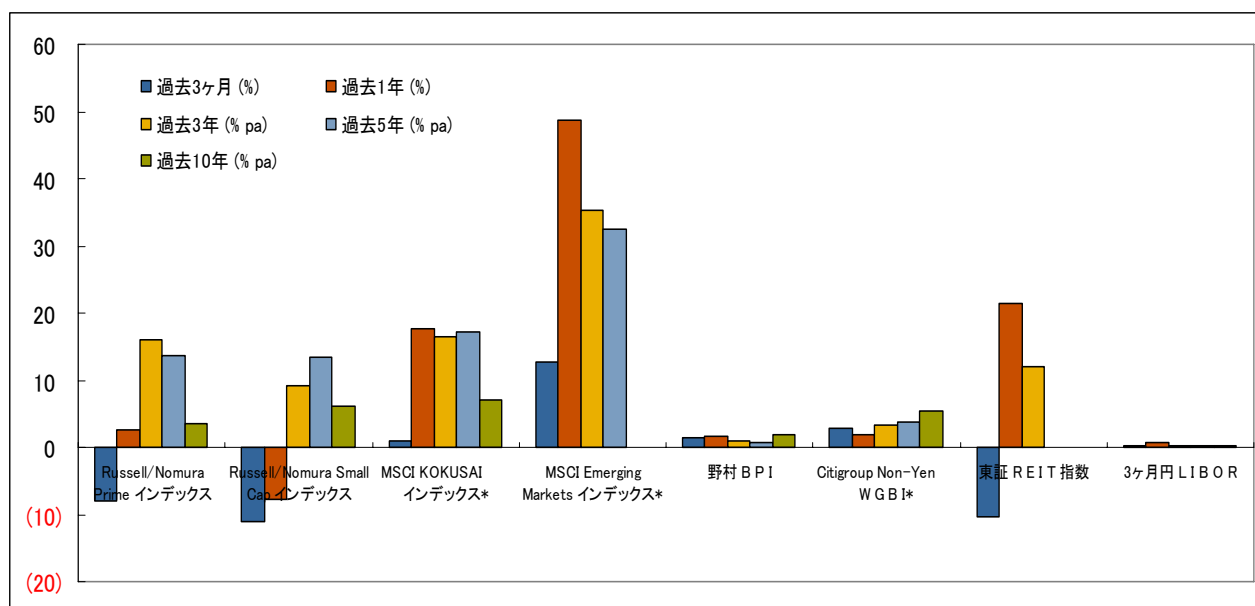
キーポイント

- ・ 今後の注目材料として、回答運用機関 60 社中最多の 29 社が、「日本企業の業績」を指摘した。
- ・ 次いで、「為替動向」、「日本の政局」、「米国景気」を指摘する運用機関数が多く 16 社だった。
- ・ その他の自由回答には、「日本経済」、「米国の保護貿易主義の影響、及び民主党大統領／議会となった場合の影響」、「米国における自動車ローンのデフォルト」、「内需」、「銀行や消費者金融会社の資金調達難による消費者の信用危機」、「関係当局による規制」が寄せられた。



(注) 1つのファクターのみ選択した運用機関もあり。

参考インデックスのパフォーマンス (2007年9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	(8.1)	2.5	15.9	13.7	3.5
Russell/Nomura Small Cap インデックス	(10.9)	(7.7)	9.1	13.3	6.2
MSCI KOKUSAI インデックス*	0.8	17.6	16.5	17.2	7.1
MSCI Emerging Markets インデックス*	12.6	48.8	35.4	32.5	-
野村 B P I	1.5	1.6	0.9	0.8	1.8
Citigroup Non-Yen W G B I*	2.9	1.9	3.3	3.8	5.5
東証 REIT 指数	(10.3)	21.5	12.0	-	-
3ヶ月円 LIBOR	0.2	0.6	0.3	0.2	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9月12日～9月19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60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せん。

「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27兆円^{※※}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、※※2007年6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 Inc.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 Inc.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せん。

(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©2007. Frank Russell Company. All rights reserved.

当資料はラッセル・インベストメント証券投信投資顧問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」、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

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)日本証券投資顧問協会