

RUSSELL INVESTMENTS

Strategists' outlook and barometer

ストラテジストの市場見通し(抄訳版)

2013年後半を迎え、ラッセルでは、本年前半ほどの差はないものの、引き続き株式が債券をアウトパフォームすると考えています。現在の投資環境は1994年よりむしろ、1984年当時のような様相を呈しているように見えます。

2013年 8月

※当資料は、市場動向につきましてフランク・ラッセル・カンパニー(米国)(以下、「ラッセル」)が2013年7月に発行した英文のレポートを抄訳したものです。

概要

債券および株式市場の再評価が進むなか、2013年の後半は前半と比べ目立った動きは見られないと考えています。ラッセルでは、依然として債券より株式を選好していますが、今後株式と債券のパフォーマンス格差は縮小されると見られます。欧州および日本の株式にはバリュエーション上投資妙味があり、ハイイールド債の利回りの魅力度が高まる可能性があると考えています。

94年より84年に類似した展開に

「歴史は繰り返さないが、韻を踏むことがある」とはマーク・トウェインの有名な言葉です。目下、現在の市場が1994年の韻を踏んでいる、と懸念する投資家もいます。1994年当時、FRBの金融引き締めは株式と債券ポートフォリオのどちらにおいても損失を被らせました。量的緩和の縮小が話題となり債券利回りが上昇する現在の状況に、1994年との類似点を見出す投資家も多くいます。しかしながら、ラッセルの首席エコノミスト、マイク・デューカーは、1994年よりむしろ1984年に、より多くの共通点が見られると主張しています。1984年は、米国経済が大型の景気後退期を脱して安定成長期に入った時期で、生産能力にも余力がありインフレ圧力も穏やかな水準でした。

当然のことながら、1984年との共通点は完全なものではありません。株式市場は現在より1984年の方が大幅に安く、当時は10年物米国債の利回りが11%だったのに対し、現在はそれよりかなり低い水準で推移しています。それでも、1984年の安定成長、穏やかなインフレ率、低い景気後退リスクという米国経済状況に、現在との共通点を1994年より多く見出すことができます。

ラッセルのモデルは依然として、債券およびキャッシュより株式を選好していますが、株式のバリュエーションのシグナルは2013年前半ほど強くはなく、モメンタムがより強いシグナルを示している地域もあります。地域別では、米国株式に対し欧州および日本の株式を選好しています。弊社欧州のストラテジスト、ウーター・ストウルケンボームは、2013年の後半に欧州は景気後退から脱すると見えています。アジア太平洋のストラテジスト、グラハム・ハーマンは、日本への信認、経済成長、企業業績の回復という点で「アベノミクス」が奏功していると考えています。

新興国市場に関しては、懸念されていた悪いニュースは全て出尽くしたと見えています。米ドルは上昇し、コモディティ価格は下落し、中国は信用の伸びを縮小させ、円の下落により多くの新興国経済の輸出競争力が損なわれました。ラッセルでは、こういった悪いニュースの多くはすでに価格に織り込まれ、新興国市場は中期的にはまずまずのリターンを上げると考えています。一方、中国においては、不透明感が払拭されるまでは、持続的回復に対するカタリストを見つけるのは困難と考えられます。

2013年の前半には、株式、債券両市場ともに再評価が行われたと見えています。2013年は2012年末に欧州中央銀行(ECB)のドラギ総裁が発表した「何でもやる」との発言に反応し株式が上昇して始まり、米国経済が持続可能な状況にあるとの自信が高まったことで上昇が継続しました。米国債券の利回りは非現実的な程に低い1.6%近傍から、よ

目次

- 2 概要
- 4 投資戦略見直し
- 7 新興国
- 10 世界経済
- 12 欧州
- 14 アジア太平洋

結論:最終的には、株式市場は合理的と考えられる水準で、債券市場は依然オーバーバリューではあるものの、一頃の警戒が必要な状態からは落ち着きを取り戻して2013年の後半を迎えました。

り妥当と見られる2.5%付近の水準にまで再評価されました。株式市場は合理的と考えられる水準で、債券市場は依然オーバーバリューではあるものの、一頃の警戒が必要な状態からは落ち着きを取り戻し2013年の後半を迎えたと考えられます。

2013年の後半は、株式と債券のバリュエーション格差が縮小し再評価の動きも弱まるなか、市場は前期より落ち着きを見せると考えられます。ラッセルでは、株式は前半よりは小幅ながら、引き続き債券をアウトパフォーマンスし、世界経済は1994年より1984年により類似した様相を呈するのではないかと考えています。



投資戦略見直し

米国経済は回復途上にあり、欧州は上向くとは言えないまでも、少なくとも更に悪化している状態からは抜け出したと見られます。世界の株式市場は次の上昇を前に地固めの時期に入っており、債券の利回りは平時の水準に戻る長期的なプロセスに入っています。

量的金融緩和縮小観測には辟易

世界の株式市場の6月のボラティリティ上昇は、ラッセルグローバルインデックスが2013年5月30日までの1年間で既に28%もの力強い上昇を遂げた後だったこともあり、驚くべきことではありませんでした。現在、投資家は米国の金融政策、日本のリフレ政策、中国経済の鈍化、そして世界の企業業績の見直しについて、時間をかけて評価を行っています。

ラッセルは、概ねどの時間軸で見ても世界の株式を債券対比で選好しています。米国株式の割安感は薄れたと考えられるものの、適正なバリュエーションを示している地域もあります。欧州に対しては見方が改善してきており、日本に関しては穏やかながらもう一段の上昇が期待できると考えています。新興国株式のバリュエーションはより魅力的になってきていると考えられます。新興国市場については、短期的には依然としてポジティブな見方はできないものの、中期的にはバリュエーション上の魅力度が認められるため、新興国株式に対する選好を継続しています。

FRBは市場との対話あまり上手く出来ていないように見えます。特にバーナンキ議長の「量的金融緩和縮小」発言は、市場を混乱させました。ラッセルの見解では、米国経済には大きな下方リスクは認められない一方で、上昇余地にも限りがあると見られることから、FRBの金融引き締めは当分先の話と考えています。特に実質GDP成長率が依然2.5%から3%の範囲内に収まる一方で、インフレは2014年を通じて穏やかな水準に留まり、雇用は月平均約20万人の増加基調となることを予想しています。こうした状況を鑑みても、2015年後半までに失業率が6.5%にまで低下する可能性は低いと考えられるため、足許では債券の投資家は2014年中のFRBの利上げを先行して価格に織り込んでいるように見えてきます。ラッセルでは、FRBが利上げに転じる時期は2015年後半以降と考えていることから、10年米国債の利回りが2013年6月30日に到達した2.7%水準は行き過ぎの感があり、今後数ヶ月で多少の巻き戻しがあったのち、2014年末にかけては3%近辺まで上昇していくような展開を予想しています。

欧州では、緊縮財政が緩和され信用拡大にも回復傾向が見られており、2013年末までに景気後退期を脱すると見えています。イベントリスクは依然ありますが(ギリシャの債務再建、スペインの銀行の弱体化、イタリア政府の不透明感等)、乗り越えられないものではありません。株式のバリュエーションは他の地域対比魅力的であり、欧州の企業業績は米国市場よりも上向いています。欧州企業の利益率が低いということは、営業利益率に上昇の余地があることを意味しています。

主に不透明感が漂うのは中国です。予期せぬ信用収縮、輸出の鈍化、および新首脳

連邦準備制度理事会(FRB)のバーナンキ議長が、5月22日の議会証言において、連邦公開市場委員会(FOMC)が量的緩和策として知られる債券の購入規模を縮小すると述べたことから、株式市場は急落し、債券の利回りは急上昇しました。

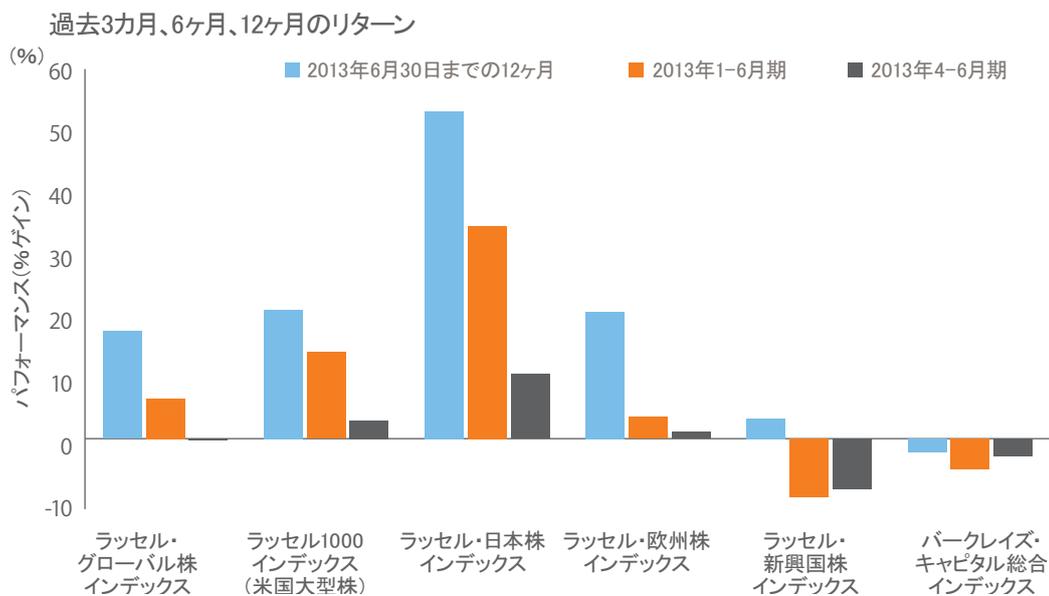
陣が新政策について明確な声明を発表しないこと等を材料に、同国成長予測の下方修正が相次いでいます。中国は過去10年間の10%を超える成長から、6~8%の成長にシフトしている段階であり、経済指標は2013年末にかけてさらに弱まる可能性があります。しかしながら、「ハードランディング」の可能性は低いと見られ、中期的な成長見通しは依然底固いものと見ています。

主な資産クラスに対するラッセルの見解:

- ▶ 市場の調整は、転換点を示しているわけではないと考えています。株式市場の6月のボラティリティ上昇が、株式の上昇局面終了のサインと見るのは妥当ではないと思われます。株式のバリュエーションはそれほど魅力的な水準にあるとは言えませんが、債券利回り対比では依然許容できる水準で推移しています。米国企業の利益水準は既に高く、ここから一段の上昇余地が殆どないことを示しており、これが株式上昇の頭を抑えています。米国大型株の一株当たり利益(EPS)のボトムアップのコンセンサス予測は、2014年6月30日までの12ヶ月で約10%の成長となっていますが、これはあまりにも楽観的な見方と思われ、約5%の成長がより現実的なものと考えています。株式市場はEPSの伸びと平仄を合わせて動く傾向がありますので、2014年半ばにおけるS&P500株価指数のターゲットは1740(実績ベースの株価収益率(PER)にして15.5倍)が現実的と考えます(ラッセル1000インデックスでは965)。
- ▶ 欧州および日本の株式には、短期的に米国より高い上昇余地があると考えています。日本経済は景気刺激策に反応しており、景気動向調査では楽観的な見通しが示されています。日本株の株価純資産倍率(PBR)は現在1.3倍で推移しており、EPS成長についてはリフレーションおよび円の下落がカタリストとなっているため、ボトムアップのコンセンサス予測である40%以上のEPS成長は達成可能と考えます。
- ▶ 欧州は、依然イベントリスクが存在するため、バリュエーションは低めで推移していると考えられます。ユーロ圏のEPSは過去2年間で14%下落しましたが、景気後退からの脱却が期待されるなか、企業収益の方が経済成長に先行して回復すると見ています。
- ▶ 世界的に国債の利回りは歴史的な水準に戻る過程にあると考えられますが、米国企業が持つ生産余力や穏やかなインフレ率を鑑みれば、ボラティリティは高まるものの、このプロセスは緩やかに進行する可能性が高いと考えます。
- ▶ クレジット・スプレッドは、依然として適正水準の上乗せ利回りを供与しているものと思われ、オプション調整後の米国ハイイールド債の6月末時点のスプレッド492bpは長期平均を小幅ながら下回っているものの、ラッセルのモデルは、安定した成長、低インフレ、穏やかな株式市場のボラティリティ等、スプレッドが縮小に向かう状況が整っていることを示しています。

ラッセルでは投資戦略を決定するにあたり、バリュエーション、ビジネスサイクル、およびセンチメント指標を見ています。バリュエーションは、米国に穏やかなプラス、欧州および日本に対してより強いポジティブ、新興国市場を最も強く選好しています。ビジネスサイクルでは先進国株式、特に日本に対してプラスですが、新興国市場につい

ては強弱入り混じった形となっています。センチメントは地域によってプラスとマイナスが混在、モメンタムは先進国市場を選好しています。米国債については、バリュエーションおよびビジネスサイクルがネガティブとなっているものの、10年債は売られ過ぎの感があると見ており、短期的には回復を見込んでいます。



定義:

リフレーション: ビジネスサイクルの下落後に経済(特に価格水準)を長期的なトレンドの水準に引き上げることを目的に、マネー供給を増大あるいは減税により経済を刺激すること。

インデックスは直接的に投資の対象となるものではありません。インデックスには運用報酬がかかりません。データは過去の実績であり、本資料のいかなる記述も将来の投資収益等の示唆あるいは保証をするものではなく、またその結果の確実性を表明するものではありません。

出典: ラッセル・インベストメントグループ、パークレイズ
2013年6月末時点

データは過去の実績であり、本資料のいかなる記述も将来の投資収益等の示唆あるいは保証をするものではなく、またその結果の確実性を表明するものではありません。

新興国株式:中期的にはポジティブ

2013年前半、新興国株式市場は苦戦を強いられました。短期の予測は引き続き厳しいものですが、中期的には、魅力的なバリュエーション、輸出の回復、およびより堅調な世界経済成長に支えられ、良好なリターンを獲得できると見えています。

再「新興」に向かって

新興国株式にとって2013年前半は困難な時期となりました。ラッセル新興市場インデックスは、2013年6月30日までの6ヶ月でラッセル先進国株インデックスの+9.1%を大幅に下回る-7.9%のリターンを記録しました。この背景には、コモディティ価格の下落、米ドルの上昇、中国の予期せぬ金融引き締め、さらには、ブラジルおよびエジプトの政治的混乱が投資家の信認を低下させたことなどがありました。加えて、円的大幅下落によりアジア全体の輸出競争力が弱体化したこともマイナスとなりました。これら全てが2013年前半に一度に表面化したことで、当資産クラスは大きな打撃を被りましたが、悪材料となる可能性のあるものは既に全て出尽くした可能性があります。

当資産クラス反転のカタリストは、短期的には、売られ過ぎによる反発を除いてはほとんど見当たらないと考えられますが、ラッセルでは、中期的には、魅力的なバリュエーション、堅調な企業業績見通し、景気刺激策の効用、および輸出の回復等を支えに、先進国をアウトパフォームする局面が再び訪れると見えています。

弱気となる場合

新興国株式の弱気見通しは、依然として払拭されているわけではありません。新興国株式は米ドルが上昇すると先進国をアンダーパフォームする傾向があります。多くの新興国は米ドルペッグ制を採用しており、米ドルが上昇すると各中央銀行はペッグ制を維持するために外貨準備金を取り崩すため、国内の信用は収縮します。日本円の下落もアジアの多くの国において輸出競争力の毀損という形で打撃を与えます。

また、コモディティ価格が下落するなか、新興国のコモディティ生産者が感じている痛みが引き続き今期の弱気を形成する要因となっています。そして、上記で述べたように、中国の金融引き締めは、自国の経済が持つ今世紀最初の10年で見られたような大幅な成長を生み出す力に影響を及ぼします。中国の「シャドーバンキング」システムを規制し、銀行に対して非生産的なインフラ事業に対する過剰貸付けについて警告を発するといった構造改革的な政策も、少なくとも短期的には、成長を締め付ける作用を持つ可能性があります。

投資家のセンチメントも引き続き新興国市場に大きな影響を与えています。投資家の多くは、最近の地政学的な変動、直近ではエジプトおよびブラジルにおける政治不安等により、新興国市場に対して依然警戒的な見方をしています。さらに、ブラジルのインフレ圧力を抑制するための引き締め政策もセンチメントを押し下げています。

新興国株式の良好な中期見通しを支える最大ファクターはバリュエーションですが、ビジネスサイクルも、先進国経済の成長加速が中国およびブラジルの成長減速の影響を相殺し、広範囲に亘って新興国株式にはポジティブなものと考えられます。

強気となる場合

新興国株式のモメンタム上昇がそう遠くない将来に起こると考える理由は、以下の通りです。

- ▶ 新興国株式のバリュエーションは、先進国対比で相対的にもまた絶対的にも魅力的な水準にあると考えられます。ラッセル新興市場インデックスで見た6月末時点の予測PERは9.7倍、PBRはわずか1.5倍の水準にありました。これは先進国株式に対し約20%ディスカウントの水準で、過去10年平均では約5%のディスカウント水準をも下回る水準となっています。
- ▶ 新興国市場の輸出は堅調に推移しています。特に、主要新興国(非常に力強い輸出指標が疑問視されている中国は別として)において回復の兆しが観察されます。
- ▶ 中国経済の底力は失われていません。新首脳陣が最近打ち出した信用縮小策や、政策転換に対するメッセージが明確でないこと等を受けて、中国の成長予測は相次いで下方修正されています。中国は過去10年間の10%以上の成長率から6~8%の成長率にシフトしている段階にあり、経済指標は2013年末にかけてさらに弱まる可能性があります。しかし、「ハードランディング」となる可能性は低く、中期的な成長見通しは依然底固いものと見ています。
- ▶ コモディティ市況についてはさほどネガティブには見ていません。ラッセル新興国株インデックスのパフォーマンスとコモディティ価格の歴史的な関連性を見ると、商品生産国(ラテンアメリカ、ロシア、インドネシア)が重要であること、そして商品価格が概して世界経済の強さに連動して変動するという事実が見取れます。
- ▶ 新興諸国経済にとって、米ドルの重要性が薄れてきているとの見方もできるのではないかと考えています。米ドルに対する完全な固定為替相場変動制としてのペッグ制(ハードペッグ制)を採用する新興諸国経済は現在では殆どなく、穏やかなペッグ制(ソフトペッグ制)を採用している国々においても連動性の度合いは低下してきています。この理由の一つには、自国通貨建て新興国債券数が増加していることが挙げられます。これまでは、米ドル建て債券があることで、新興諸国経済が耐えられる自国通貨の下落幅には限界がありましたが、自国通貨建て債券の増加によって、新興国中央銀行が米ドルの上昇を以前より看過できるようになりました。現在の新興諸国には、自国の通貨安に対する耐性と、それに伴って金融引き締めを回避する力が備わってきていると考えられます。

中期見通しは良好

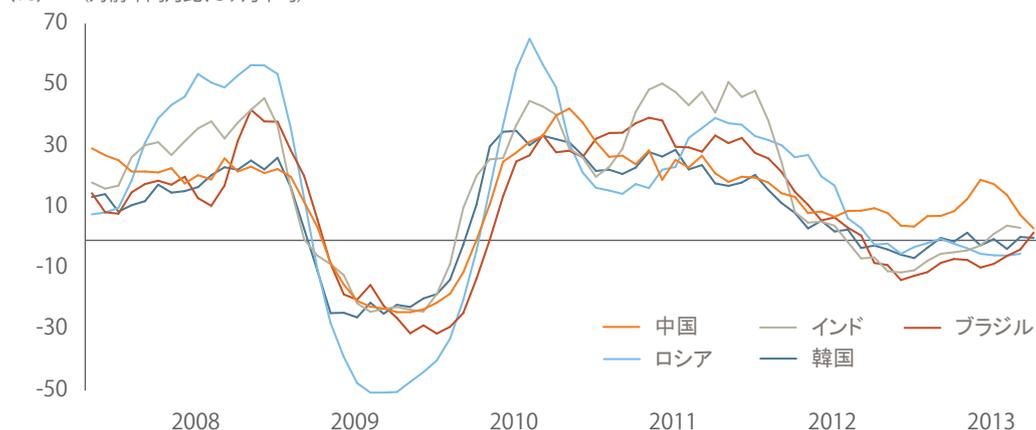
ラッセルが投資戦略を立てる際には、バリュエーション、ビジネスサイクルおよびセンチメント指標を考慮に入れます。新興国市場に対する強気な見方をもたらしている最大の要因はバリュエーションです。ビジネスサイクルは、先進国経済の成長加速が中国およびブラジルの減速を相殺し、広範囲に亘って新興国株式にはポジティブ

¹ ソフトペッグ制…自国の為替相場の変動が特定の外国通貨の変動によって原則固定されるが、一定の変動幅内で相場の変動を許容する通貨制度。

なものになってきていると考えられます。一方、センチメントと価格モメンタムは依然として新興国株式にはネガティブで、企業業績は下方修正されています。

バリュエーションおよびビジネスサイクルを根拠に、ラッセルでは新興国株式に対し中期的にポジティブな見方をしているものの、センチメントは短期的に苦戦を強いられることを示しています。新興国株式は現在、短期リターンを狙ったタクティカルなポジションではなく、中期的なポジションを取るのに適していると考えています。

国別の輸出伸び率
(%) (対前年同月比、3ヶ月平均)



データは過去の実績であり、本資料のいかなる記述も将来の投資収益等の示唆あるいは保証をするものではなく、またその結果の確実性を表明するものではありません。

出典:トムソン・ロイターデータストリームのデータをもとにラッセルが作成、2013年6月時点

2013年の世界経済の成長見通し

現在の世界経済の状況は、堅固な米国経済に世界経済が依存した1984年に似た様相を呈すると見られます。

現在の市場見通しと1984年の類似点:米国が世界の経済成長を主導するなかでのユーロ圏経済の低迷、インフレ期待の低下および期待実質利回りの上昇、米ドルに対して強気な為替市場環境、住宅建設の大幅な増加、および力強い米経済成長、などです。

そして、最も重要な類似点が、両年とも「大平穏期(Great Moderation)」にある点です。「大平穏期」とは、景気後退局面が頻繁に発生せず金融政策の方向転換が少ない時期を指しますが、これは1984年に始まったとされています。現在、米国経済はここ数年の景気後退懸念やリスクオンとリスクオフを繰り返す投資環境などまるでなかったかのような力強い成長を見せていますが、これも1984年との共通点と考えられます。

債券あるいは株式にとっても1994年と相違

1984年が米国株式にとって歴史的な瞬間だったように、米国債券にとっても1994年は歴史的な年でした。1994年当時のことに少しでも触れると特に債券の投資家を震撼させることになると思いますが、株式の投資家も程度の差こそあれ、良い印象をもって記憶している時期ではないと思います。この年、FRBは大幅に金融引き締めを実施しましたが、市場からは「後手に回っている」と見られていました。その結果、10年物米国債の利回りは1994年11月には8%に達し、1993年の10月15日から285bpもの上昇に見舞われたのです。この債券利回りの上昇により、業績不振懸念が生まれ、経済が上向き始めたところだったにもかかわらず、同年の株価の上昇は抑えられました。

現在、上述したように、実質利回りには上昇圧力がかかっています。しかし、1994年のように行き過ぎてしまうのでしょうか？1994年のように経済の動向と個別資産のリターンがリンクしない時期が来る可能性はあるのでしょうか？

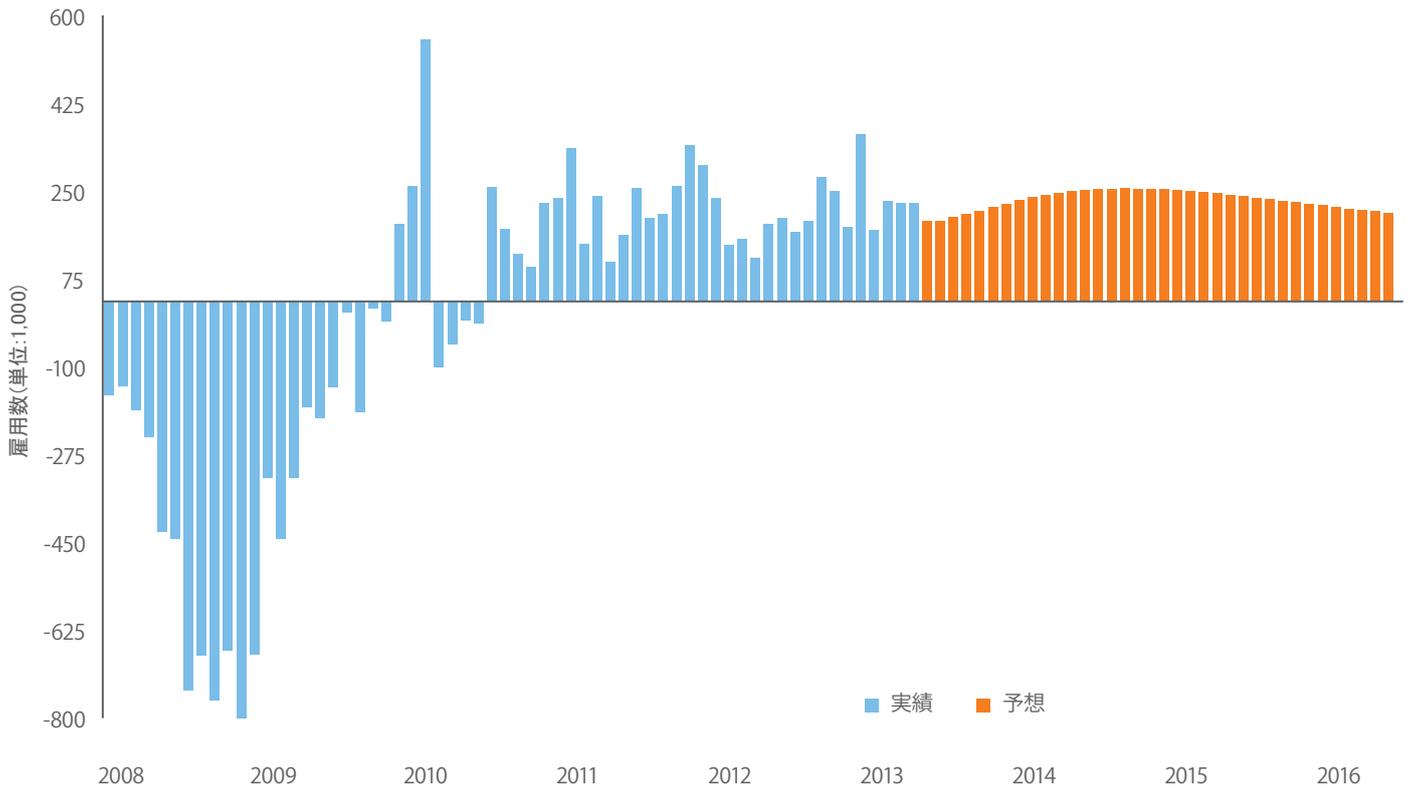
5月初めから7月初めの約2ヶ月間で10年物米国債利回りが約100bp上昇(2013年5月2日の1.66から2013年7月5日の2.73)したことにより、1994年のシナリオを懸念する見方が広がりました。この約100bpの上昇について一つポイントを挙げると、この上昇に先立ち10年物国債利回りが低下(2013年3月15日の2.01%から2013年5月2日の1.66%)した明確な理由が見当たらなかったことがあるのではないかと思います。恐らく、この不可解に低下した利回りを受け、バーナンキ議長は2013年5月22日の議会証言で資産購入プログラムの縮小の可能性について触れ、口先介入によって債券利回りの上昇を図った可能性も考えられますが、私どもの見解では、FRBの政策担当者達は、今回の資産購入プログラムによるバランスシート拡大が約1兆ドルを上限として計画されていたことから、この上限を遵守するため、年末から来年の初めにかけて資産購入規模を縮小する必要があったからと考える方が自然なのではないかと見ています。

10年物米国債利回りは、7月に入り7月5日の2.73%から2013年7月11日には2.58%へと低下し、上昇基調には一旦歯止めがかかった形となりました。これには、バーナンキ議長がその後2013年7月10日の演説で、最初の政策金利の引き上げ時期を変更していないと明

年率換算2.9%の個人消費成長率が、6月に1.8%に下方修正されました。

言したことが背景にあると考えられます。バーナンキ議長はまた、利上げに踏み切るには、米国の失業率が辛うじて6.5%水準を下回る程度ではなく、明確に下回っていることが必要とも発言しました。こうした理由から、私どもは最初の政策金利の引き上げは2015年の第4四半期中に実施される可能性が高いという年初に立てた見通しを維持しています。

非農業部門雇用者数の推移および予測(2013年6月時点)



2013年6月30日までの数値

出典:FactSet、セントルイス連邦準備銀行のデータをもとにラッセルが作成、USDベース。

当資料の内容は作成時点における見解であり、今後市場や経済の状況に応じて変わる可能性があります。また、上記の見解は将来の結果を保証するものではありません。

当資料で表示した分析は、一定の仮定に基づくものであり、その結果の確実性を表明するものではありません。

ユーロ圏:「更に悪化」は見られず

ユーロ圏は2013年、特に金融市場において上昇と下降を繰り返しています。経済的には、デフレ的緊縮財政政策およびリフレ的金融緩和政策の間で綱引きが繰り返されるなか、景気後退期からの脱却へ向けた緩慢な動きが続いています。この先、経済においても、また金融市場においても上昇と下降の繰り返しは少なくなると予測しています。その結果、私どもは、ユーロ圏の株式をアンダーウェイトからニュートラルに引き上げました。

リフレへのシフト

ユーロ圏における2013年の主なテーマは、今後もこれまで同様、金融緩和政策と緊縮財政政策との間の綱引きになると考えています。成長路線に対する政治的コンセンサスに欠けるなか、ユーロ圏は緊縮財政および構造改革によって支払い能力の向上を試みてきました。緊縮財政による経済成長の鈍化により欧州周縁国が過剰債務から抜け出すことができず、ユーロ圏は記録的に長い景気後退局面に陥りました。

現在、ユーロ圏の政策担当者は方向転換を図っています。財政赤字の目標は先送りされ、欧州中央銀行(ECB)は引き続き金融緩和策を維持するとの見通しを発表しました。これがユーロ圏の経済および資本市場双方の短期見通しに好材料となり、消費者および企業の信頼感が上昇しました(次頁グラフ参照)。

もちろん、よりリフレ的政策にシフトしていることがユーロ危機が終わったことを意味するわけではありません。マイナスの信用拡大および高い失業率により成長は引き続き弱まる可能性も否定できません。このため本当に機能する「銀行同盟」の実現が非常に重要と思われます。また特にドイツの選挙後は政治的リスクがユーロ圏経済にとって重要なファクターとなり得ます。このことが、投資家がユーロ圏の資産に投資をする上で相応のプレミアムを要求すべきと私どもが考える背景となっています。そのプレミアムが消失する場合、私たち投資家は再びユーロ圏への投資に慎重になるでしょう。

ユーロ圏崩壊の可能性は低い: 記録的な若年層の失業率および重大な経済の痛みといった問題を抱えてはいますが、ユーロ圏は引き続き存続することでしょう。ドイツの選挙後に政治的な緊張は高まるものの、政策担当者達がユーロ解体という不透明な先行きを目指すとは考えられません。最大のリスクは社会不安が続くことですが、その可能性は依然低いと予測しています。

政治改革—同じく可能性は低い: ユーロ圏の政治改革に対する最良の表現は「遅過ぎかつ慎重過ぎる」ことです。ユーロ圏は銀行同盟、財政同盟および政治同盟という形での衝撃吸収力をとても必要としています。今のところ、財政同盟および政治同盟実現への工程表は十分なもので、銀行同盟だけは工程表より早い実現が望まれています。しかし、何も起こらない可能性の方が高く、そのため、この先どこかでユーロ危機が再燃する可能性は高いと考えられます。

経済成長の足取りは重い: 景気見通しは以前よりポジティブに見ていますが、私どもは域内全体の-0.5%という成長予測を変更していません。しかし2013年の後半には景

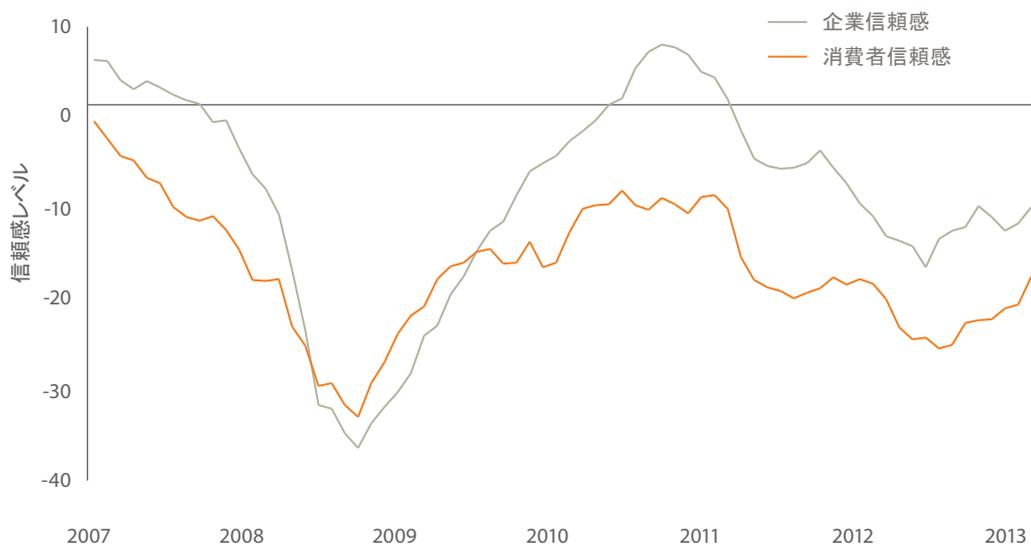
ユーロ圏経済は、金融緩和策が緊縮財政に優先されつつあるなか、2013年の第3四半期には景気後退期を脱する可能性が高いと見ています。2013年第2四半期の調整局面を経て、ユーロ圏金融市場のバリュエーションは魅力度を増し、政治的リスク勘案しても割安圏に位置している可能性があります。

気が上向くとの予測については、ここに来てそれが現実のものとなり始めています。懸念事項としては、北欧と南欧間の成長格差、フランスの弱体化と信用成長の低減が挙げられます。

穏やかな業績成長を期待: 企業業績に対する見通しに変化はありません。企業の業績成長は徐々に上向いているものの、依然過去12ヶ月は小幅のマイナスで推移していました。今後、業績成長期待のコンセンサスである8~9%(11~12%から下方修正)を下回って、穏やかな1ケタ台の成長が続くと私どもは考えています。利益率が低いことを考えると、ポジティブなサプライズは、成長が改善したときの営業レバレッジから生み出されるのかもしれない。

株式の見通しは小幅ながら改善: 2013年の中心テーマは、欧州株式への投資が正当化される水準まで割安度が高まることでした。第2四半期の初めには株式は安全性に欠けていたため、エクスポージャー拡大のために魅力的なバリュエーションを求めながら、慎重な見方をしていました。第2四半期の調整を経て、バリュエーションは魅力的な水準となり、成長に対する見通しも改善されたことから、ラッセルは欧州株式への見方を「慎重」から「ニュートラル」へ引き上げます。

ユーロ圏企業および消費者の信頼感



データは過去の実績であり、本資料のいかなる記述も将来の投資収益等の示唆あるいは保証をするものではなく、またその結果の確実性を表明するものではありません。

出典: トムソン・ロイターデータストリームのデータをもとにラッセルが作成、2013年6月時点

アジア太平洋地域:いくつかが「移行期」

アジア太平洋地域経済は、2013年後半にかけて多くの試練に直面すると見られます。結果として、アジア太平洋地域株式の短期モメンタムは失速するものの、地域によっては株価の上昇が見られるでしょう。

短期的課題

足許のアジア太平洋地域においては、中国およびオーストラリアが、中国の都市化と開発、そして資源消費拡大の波に乗って大きく成長して来た一方で、日本は今もって「失われた10年」あるいは「20年」から抜け切れておらず、世界経済の成長に重要なファクターにはなっていません。

移行に伴う痛み

日本経済は、日本銀行が流動性供給に全力を尽くすなか、今後上向く可能性が高いと見ています。2013年1-3月期は実質GDP成長率が年率換算で4%を超える水準となり、企業を取り巻く環境や鉱工業生産動向は改善の兆しを示しています。インフレ目標はまだ達成されていないものの、円の下落を背景にデysinフレへと向かう力は少なくとも弱まっています。(現在10年物国債利回りが2%を下回る水準にある)金利の上昇が秩序立って起これば、日本経済見通しはポジティブなものになると考えています。

中国では、2013年の実質GDP成長期待が、年初の8%以上から足許7%を辛うじて上回る水準にまで低下しています。さらなる不安材料は、信用拡大の縮小が投資家のセンチメントおよび株価に反映された点です。私どもは、これらについてリスクはありながらも基本的にはポジティブなものとして捉えています。当局は、短期的な成長よりも構造改革を優先していると考えられ、「厳しい愛情」の一つとして、汚職問題に取り組む中国政府および中央銀行の介入が行われていると考えられます。さらに、中央政府は、国有企業、シャドーバンキング²セクター、住宅、および民間セクターの間で信用の再配分を行い、投資と消費の割合を微調整しながら経済構造の転換を図っています。日本の場合と同様に、建設的な再編が大きな負債を抱えた業界に過度の損傷を与えることなく実現できるのか、その見極めにはさほど長く時間は要さないと見ています。どちらにしても、中国経済は引き続き減速が続く可能性が高いと思われる。

オーストラリアもまた、減速に直面しています。オーストラリアが直面する主な課題は、資源関連セクターの設備投資(現在GDPの7%という異例の水準でピークアウト)急激な減少の衝撃を吸収し、輸出成長、住宅市場、内需関連セクターに活力を与えることです。住宅金融¹および2013年4月11日から7月3日にかけてオーストラリア・ドルが15%も下落したことで供与された輸出競争力²などいくつか明るい兆しは見えるものの、こうした調整プロセスは厳しい道をたどる可能性が高いと見ています。失業率はすでに金融危機時の水準にまで上昇しており、引き続き慎重な見通しを維持するに至っています。

世界経済への示唆

短期金利が世界的に低水準に留まり借り入れ意欲も上向かない状況のなか、国際

中国は不均衡是正に対応、日本は金融刺激策への期待に再度沸き、オーストラリアはコモディティ・ブームの低迷に見舞われています。

² 銀行が政府によって所有される中国では、資金調達および短期的な投資が信託会社、保険会社、リース会社、そして質屋も含む「シャドーバンキング」を通して行われる傾向が高まってきていました。

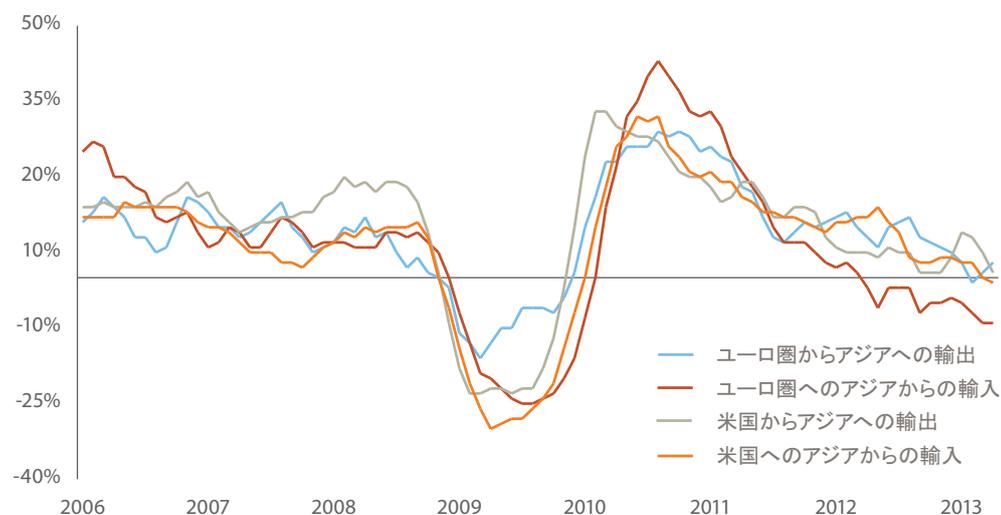
資本の流れよりも貿易量の方が世界の経済成長に重要な意味を持っていると考えられます。下記グラフではアジア・米国間、アジア・ユーロ圏間といった二国間の貿易の流れを示しています。どちらの場合においても、アジアにおける需要の伸びが北半球における貿易相手国の需要の伸びを上回っており、二国間貿易を支えてきたのがアジア経済の方であったことを示唆していると考えています。しかしながらアジア地域の貿易の伸びは、円安の恩恵を受けて高い伸びを示している日本を除けば極めて緩やかなもので、2013年の下半期にアジア太平洋地域における需要の伸びが世界経済の成長に大いなる貢献をするとは考えにくい状況にあることも事実と思われれます。

市場の見通し

アジア太平洋諸国が直面している課題とは対照的に、米国およびユーロ圏の経済には、2013年の後半に成長が加速する兆候が見られます。加えて、長期に及んだ世界的な金利低下局面が終わったと見られることも、アジア地域への資金流入という点で、ネガティブな材料となっています。まず、金などの「安全な逃避先」に対する需要が低下しています。最近のオーストラリア・ドルの下落もそれを象徴していますが、アジア地域株式の最近の調整もこうした状況に係があると考えられます。債券市場ではスプレッドの縮小が進み、アジア太平洋地域の株式価格のモメンタムも当然ながら低下しています。

好材料としては、アジア太平洋地域の株価水準は適正もしくは割安圏にあると考えられることが挙げられます。ラッセルアジア太平洋(除く日本)株式インデックスは2013年6月末現在、PBRが約1.5倍、PERが約11倍となっており、特に中国のPERについては2013年前半1クワタ後半での推移となりました。オーストラリアでは依然として低PERの景気循環セクター(金融、資源)が市場を占有しており、また2013年および2014年に業績予測が下方修正される可能性が高いと考えられるものの、株価は適正水準にあると思われれます。日本国債利回りは2013年6月30日時点で1%を下回っており、リターン水準は魅力に欠けると考えざるを得ません。一方、オーストラリアおよびニュージーランドの国債は最近売られたことで、債券利回りの水準を重視する投資家には魅力的な投資機会を提供していると考えられます。

二国間貿易量の変化 - アジア、米国、ユーロ圏



データは過去の実績であり、本資料のいかなる記述も将来の投資収益等の示唆あるいは保証をするものではなく、またその結果の確実性を表明するものではありません。

出典: トムソン・ロイターデータストリームのデータをもとにラッセルが作成、2013年6月時点

＜当資料に関してご留意いただきたい事項＞

COPYRIGHT © 2013. RUSSELL INVESTMENTS. ALL RIGHTS RESERVED.

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」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、フランク・ラッセル・カンパニー(米国)が作成した英文を抄訳したものです。

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。

当社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。

当資料は、一般的な情報の提供を目的としたものであり、特定の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。また金融商品取引法に基づく開示資料ではありません。

当資料で表示した分析は、一定の仮定に基づくものであり、その結果の確実性を表明するものではありません。

当資料に示された意見などは、特に断りのない限り、当資料作成日現在の弊社グループの見解を示すものです。

当資料において記載されている数値、データ等は過去の実績であり、将来の投資収益等の示唆あるいは保証をするものではありません。

ラッセル・インデックスに関連するトレードマーク、サービス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。インデックスは運用管理の対象とはなりません。また、インデックスは直接的に投資の対象となるものではありません。

バークレイズ・キャピタル総合インデックスは、バークレイズ・バンク・ピーエルシーおよび関連会社(バークレイズ)が開発、算出、公表をおこなうインデックスであり、米ドル建て投資適格債券市場のパフォーマンスをあらわします。当該インデックスに関する知的財産権およびその他の一切の権利はバークレイズに帰属します。

＜主な投資リスク＞

投資一任契約において、当社の投資判断者がその運用指図により投資を行う又は行う可能性がある実質的な投資対象は、主に国内外の株式、債券、証券化商品、証券投資信託、不動産投資信託、商品先物取引等の値動きのある金融商品・金融派生商品であり、それらの価格は、各国の政治・経済・社会情勢、組入有価証券の発行体の経営や財務状況の変化による信用力等の影響、金利・通貨の価格・金融商品市場における相場動向、不動産市況動向、現物商品の市況状況・商品指数の相場動向、その他の指標の変動等により損失が生じ、投資元本を下回るおそれがあります。相対取引の場合、カウンター・パーティーの信用力低下により損失が生じる場合があります。また、当該金融商品等にクローズド期間が付されている場合及び流動性が充分でない場合等には、売買の機会が制限を受け、直接・間接の原因として損失を生じ、投資元本を割り込むことがあります。さらに、外貨建資産に投資する場合は為替変動による影響も受けます。

上記は主な投資リスクであり、投資一任契約に基づく運用に関する全てのリスクを網羅したものではありません。それぞれの契約についてお客様に

交付されます(または交付済みの)契約締結前交付書面及びこれを補足するため交付されるかもしれない(または交付済みの)その他の開示書面(目論見書等)をよくお読みいただき、その内容をご確認ください。

＜費用について＞

投資一任契約に基づく運用に係る直接又は間接にご負担いただく手数料または報酬は、締結される契約の種類や契約資産額により、また投資信託に投資するか個別資産に直接投資するかにより異なりますので、当資料において一律に記載することはできません。具体的な手数料または報酬の金額・計算方法に関しましてはそれぞれの契約についてお客様に交付されます(または交付済みの)契約締結前交付書面、契約書及びこれを補足するため交付されるかもしれない(または交付済みの)その他の開示書面(目論見書等)をよくお読みいただき、その内容をご確認ください。

ラッセル・インベストメント株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第196号

加入協会：一般社団法人投資信託協会、一般社団法人日本投資顧問業協会

＜お問合せ先＞

ラッセル・インベストメント株式会社

マーケティング&コミュニケーション部

電話:03-5411-3790

Fax:03-5411-3769

E-Mail:Tokyo-RIJ@russell.com