

2010年11月

世界資本市場の見通し

景気の踊り場を乗り越える

経済指標が強弱まちまちの結果となり、市場の動揺が次第に収まる中、世界経済は減速する形で2010年10-12月期を迎えた。しかし、経済成長率はまだプラスで、むしろ厳しい状況の中にもこそ投資機会があると見ている。

株価は9月に力強く反発

株式市場は2010年9月から反発に転じ、それまでのうっ憤を吹き飛ばすかのように、世界的に大幅な上昇を演じた。この結果、先進国株式の年初来リターンはようやくプラスとなり、今年苦戦を強いられてきた投資家もとりあえず一息つくことができた。

消費者や企業は各方面での不透明感から生じる不安の波に翻弄されており、製造業活動の鈍化を示す指標を受けて景気の二番底懸念が台頭した。また、各国が増大する公的債務を削減するため緊縮財政を迫られ、政策の不透明感は英国や日本からオーストラリアや米国に至るまで世界的に蔓延している。

景気は鈍化したが、投資機会 はなお健在

新旧の様々な懸念が新聞の第一面やテレビのニュース速報を賑わす中、踊り場の世界経済は重い足取りが続いている。確かに成長ペースはかなり鈍化しており、まちまちの経済指標を受け楽観的な見通しは後退してきたが、世界経済はまだ確実に前進している。

市場が激しく揺れ動く時に平静を保つことは難しいが、混乱状態は投資家にとって潜在的なチャンスも生み出す可能性がある。事実、過小評価された証券、セクター、資産クラスに投資機会が存在するのは、市場環境が特に厳しい時であることが多い。

2010年は株式が多少上昇する一方、債券は堅調なリターンを記録

主要指数のリターン(米ドルベース)
2010年7-9月期

株式	7-9月期	1-9月期
MSCIワールド・インデックス	13.8% ▲	2.6%
欧州	19.4% ▲	-0.6%
新興国	18.0% ▲	10.8%
米国	11.3% ▲	3.9%
日本	4.4% ▲	1.9%
社債等		
新興国債券	8.1% ▲	14.2%
グローバル・ハイイールド債	7.4% ▲	12.8%
CMBS	6.4% ▲	19.3%
グローバル投資適格社債	4.0% ▲	8.9%
国債		
米国	2.7% ▲	8.7%
ユーロ圏	2.3% ▲	4.8%
日本	1.1% ▲	3.3%

過去の実績は将来の結果を保証するものではありません。

投資家は指数または市場平均に直接投資することはできません。

出所：パークレイズ・キャピタル、ブルームバーグ、MSCI、S&P、TOPIX、アライアンス・バーンスタイン(アライアンス・バーンスタイン・エル・ビーとその傘下の関連会社を含みます。)

当資料のお取り扱いにおけるご注意

当資料は、アライアンス・バーンスタイン・エル・ビーが作成した資料に基づき、アライアンス・バーンスタイン株式会社が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。当資料は信用できると判断される情報をもとに作成しておりますが、その正確性、適時性を保証するものではありません。当資料に掲載されている予測、見通し、見解のいずれも実現される保証はありません。当資料の記載内容、データ、図表等は作成時のものであり、今後予告なしに変更される場合があります。当資料で使用している指数等に係る著作権等の知的財産権、その他一切の権利は、当該指数の開発元または公表元に帰属します。

景気拡大ペースが鈍る

世界経済の減速、依然低調な雇用見通し、住宅市場の低迷などが相まって投資家の不安を掻き立てている。アライアンス・バーンスタインは世界経済の成長率予想を下方修正したものの、景気は2011年を通じて拡大が続くと見ている。

住宅市場の低迷が消費者心理を圧迫

世界的な景気後退の記憶は薄れてきたが、英国や米国など多くの国では雇用や住宅の問題が依然として重大な懸念材料である。一部で改善は見られるものの、どちらの問題も今一番必要とされる経済の活力を削いでいる。

米国では、住宅バブルの崩壊が住宅所有世帯に金銭的な打撃を与えたほか、消費者セクター全体にも心理的な悪影響を及ぼしている。過剰建設や差し押さえによる供給過剰がなお住宅市場を圧迫している。建設削減により住宅の余剰は減ってきたが、解消にはまだ時間がかかるだろう。住宅減税によって需要が一時的に押し上げられたが、その期限が切れた2010年4月末以降は再び軟調な動きとなり、一段の価格下落懸念が広がった。

英国の住宅価格は9月にやや上昇したものの、7-9月期を通しては小幅な下落となった。消費者が雇用の先行きを相変わらず懸念しているため、住宅は需要、供給とも引き続き低迷している。

失業率が高止まり

雇用不安が依然として世界経済の多くの部分に重くのしかかっている。各国の失業率は2009年末の水準（英国7.9%、ユーロ圏10%、米国10.1%）が直近のピークとなっている。これらの国・地域では全体的な失業率はピークアウトしたものの、今回の景気回復局面は従来に比べて雇用創出力が弱い。

労働市場を圧迫しているもう一つの要因は、中小企業の雇用が停滞していることである。米国では中小企業が過去30年において雇用の60%以上を創出してきたが、近年はその割合が低下しており、直近の景気後退局面では中小企業が逆に雇用を最も削減した¹。また、中小企業経営者はなお大企業トップよりも景気の先行きをかなり悲観している。

財政赤字や政策に関する不透明感が根強い

一方、多くの国がまだ巨額の財政赤字への対応に苦慮している。一時はこうした財政問題への不安が

極度に高まり、これらの国の債務返済能力が疑問視される事態にまで発展した。

一部の南欧諸国では財政赤字の削減において進展が見られる。スペインは2010年1月～7月の赤字を259億ユーロまで減らしており、前年同期の498億ユーロから半減している²。こうした進展を受け政府が直面する財政面の圧力はやや弱まったが、景気にも十分配慮しながら財政再建を進める必要がある。

景気を下支えるため、日本など多くの先進国が自国通貨の押し下げを図っている。それにより輸出相手国はその国の製品を購入しやすくなるが、通貨安競争に発展する恐れもある。

世界の金融規制の枠組みが変わりつつあることも投資家を不安にさせている。世界中で金融規制改革が実施され、それらは大きなリスク要因となっており、非常に重要ながらまだ回復過程にある金融システムに関する不透明感が強まっている。

このように不透明な環境では必然的に個人や企業は、新車や住宅の購入、従業員の採用や事業の拡張など大きな支出を伴う決定には慎重になりがちである。

¹ 出所:米国商務省センサス局、米国労働省労働統計局、アライアンス・バーンスタイン

² 出所:アライアンス・バーンスタイン「欧州エコノミック・ウィークリー 2010年9月17日号」

景気は減速するも、成長が続く見通し

景気の足取りの鈍さに対する懸念が強まり、政策当局の一部からもそうした声が聞こえる。

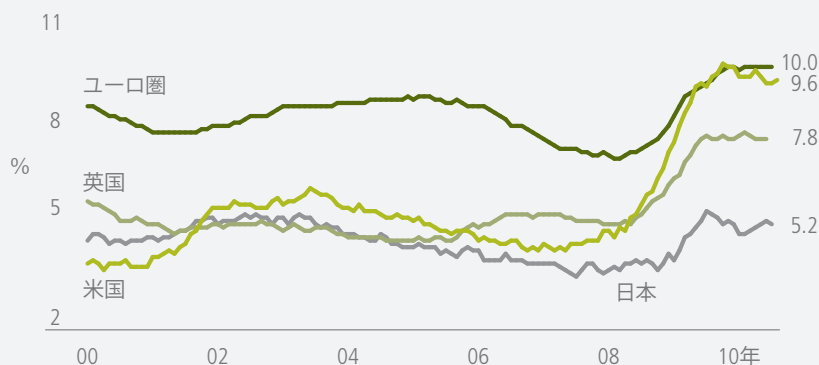
実際、米国と日本の4-6月期GDPが予想を下回ったため、アライアンス・バーンスタインは世界の2010年実質GDP成長率予想を3.7%へやや下方修正した。米国の2010年成長率は従来予想より低い2.8%にとどまると見ており、他の先進国も景気が鈍化している。一方、中国経済は当初懸念されたほど成長ペースが鈍っていない。

製造業、貿易統計は、世界経済は2010年上期よりペースは鈍るものの成長が続くことを示している。グローバル購買担当者指数(PMI)は9月に52.5へ低下し、2009年7月以来の低水準となったが、景気拡大を示唆する50をまだ上回っている³。新興国は引き続き米国、ドイツ、日本などの先進国から大量にモノを輸入しており、これらの国の消費者や企業からの需要の弱さを部分的に相殺している。

しかも、米国の信用市場は引き続き回復している。患者の容態が重体から安定へと変わったただけだが、銀行から経済成長の主なエンジンである中小企業へ資金が再び流れる兆しが見られる。

失業率はピークアウトした模様だが、高止まりが続く

失業率

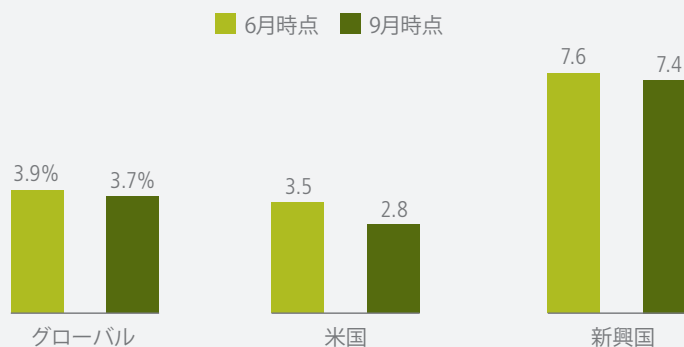


現在の予測は将来の結果を保証するものではありません。

英国のデータは2010年6月まで、ユーロ圏と日本は2010年7月まで、米国は2010年8月まで。データはすべて季節調整済みです。

出所：EU統計局、ヘイバー・アナリティクス、総務省統計局、英国国家統計局、米国労働省労働統計局

2010年の成長率予想を引き上げたが、世界経済は拡大が続く
アライアンス・バーンスタインの2010年実質GDP成長率予測



上記予測は月末現在であり、今後変更する可能性があります。

2010年10月1日現在

出所：アライアンス・バーンスタイン

³ 2010年9月のJPモルガン・グローバル製造業購買担当者指数

債券バブルか、それとも安全バブルか？

投資資金が国債に殺到し、利回りが急低下している。潜在的なリターンを高めるには、投資家は社債など国債以外のセクターに活路を見出す必要がある。

逃避先を求める資金が債券に流入

投資家は2009年に再び資金をグローバル資本市場に戻し始めたが、その大半は不安定な動きが続く株式市場を素通りして、価格がより安定した債券市場に流入している。そして、債券市場に流入する資金の大部分は国債に向かっている。

大量の資金が国債に流入した結果、利回りは急低下している。米10年国債利回りは2007年10月の4.5%から2010年9月にはわずか2.5%まで低下した⁴。ユーロ圏では現在、独10年国債利回りが2.3%と2007年10月の半分強の水準にとどまっている⁵。

債券利回りの急低下を受け、一部の投資家の間では新たな資産バブル、今回は「債券バブル」を警戒する声が強まっている。債券利回りがあまりに低いため、最終的には債券に対する需要が衰え、大幅な調整を余儀なくされるのではないかと懸念されている。

国債以外の債券に投資機会

アライアンス・バーンスタインは、発生しつつあるのは債券バブルではなく安全バブルではないかと考えている。国債や短期金融商品の利回りは過去最低水準まで低下したが、国債以外の債券、特に社債は追加的なリスクを取る覚悟のある投資家には依然として投資妙味がある。

魅力的なリスク調整後のリターンを提供してきた米国のハイイールド債を例にとって考えてみよう。金融危機が最も深刻な時期には多くの投資家が最悪の事態を想定し、ハイイールド債のデフォルトが急増するとの見方が強まった。危機が収まり切らない早い段階からハイイールド債市場に資金を投じたのはごく一部の勇敢な投資家で、その後、信用市場が改善するにつれ、ハイイールド債の魅力を確認する投資家が急速に増えていった。

ハイイールド債にはまだ投資妙味

結局、デフォルトの大量発生は現実のものとはならなかった。大手格付機関ムーディーズ・インベスターズ・サービスによると、デフォルト率は2010年末までに金融危機前の水準まで低下する見通しである。一方、ハイイールド債は価格が高騰し、2009年1月から2010年9月までの間に累計77%ものリターンを記録した⁶。

ハイイールド債の価格が急騰するにつれ、大きなリスクを取ることへの見返りである米国債に対する上乗せ利回りは低下した。ハイイールド債の利回り「スプレッド」は2008年11月のピークには18%近かったが、現在は約6.2%まで低下している。それでも過去の平均を上回っているため、ハイイールド債には一段の上昇余地があると見ている。もちろん過去のリターンは将来の成功を保証するものではないので、そうした高リターンがいつまでも続くと考えるべきではない。

国債以外の債券は追加的なリスクを取る
覚悟のある投資家にはなお投資妙味がある

⁴ 出所:ブルームバーグ

⁵ 2010年9月30日現在。出所:ブルームバーグ

⁶ 過去のパフォーマンスは将来の結果を保証するものではありません。2010年9月30日現在。米国ハイイールド債券はパークレイズ・キャピタル米国ハイイールド社債2%コンストレイント・インデックス。個人は指数に直接投資することはできません。

国境を越えた投資に活路

ここまで検証してきた利回りスプレッドやリターンは米ハイールド債に関するものだが、世界中のハイールド債に投資妙味があると見ている。魅力的なリターンを提供するハイールド債の投資機会はもはや米国だけではなく、世界各地に存在する。

投資適格債とハイールド債の両方を含むグローバル社債市場では、米国以外の市場が急成長し、米国に匹敵する存在になりつつある。わずか10年前には世界の社債市場に占める米国以外の市場のシェアは約3分の1だったが、これらの国の発行ペースが加速した結果、現在は約半分を占めるまでになった。

例えば、成長著しい欧州ハイールド債市場は、1997年以前はほとんど存在しないに等しかった。しかし、この市場は過去10年余りで飛躍的な発展を遂げ、特に欧州統一通貨ユーロの誕生をきっかけに成長が加速した。

世界の多くの地域にそうした投資機会があるため、投資家がハイールド債投資においてグローバルなアプローチを取ることは自然な流れである。米国、ユーロ圏、中南米のいずれの債券であれ、投資家は国境を越えた地域を対象を広げることが検討すべきである。

米ハイールド債の対米国債上乗せ利回りはなお平均を上回る
米国債に対する米ハイールド債の上乗せ利回り



過去のパフォーマンスは将来の結果を保証するものではありません。

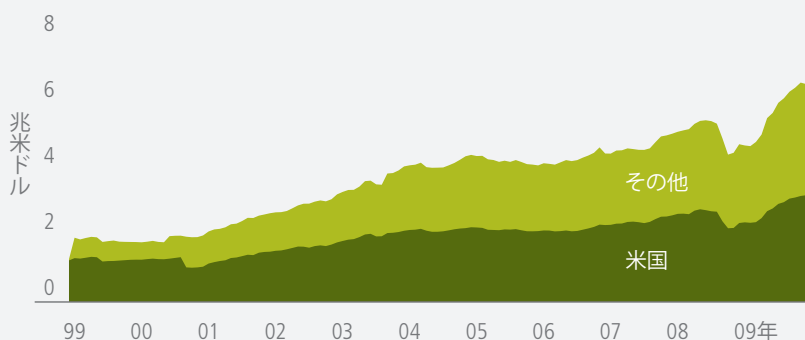
2010年9月30日現在

上記データはパークレイズ・キャピタル米国ハイールド社債2%コンストリント・インデックス。

同インデックスは米ドルベースの非投資適格社債。個人は指数に直接投資できません。

出所：パークレイズ・キャピタル、アライアンス・バーンスタイン

米国以外の銘柄が世界の社債市場の約半分を占める
投資適格債とハイールド債



過去の分析は将来の結果を保証するものではありません。

2009年12月31日現在。米国はパークレイズ・キャピタル米国投資適格社債インデックスおよび米国ハイールド債インデックス。その他はパークレイズ・キャピタルの下記のインデックスの総計とJPモルガン・エマージング・マーケット・デット(米ドルベース)の合計です：ユーロ・アグリゲート社債、パン・ヨーロッパ・ハイールド債、日本社債、アジア(除く日本)クレジット(米ドルベース)。

出所：パークレイズ・キャピタル、JPモルガン・チェース、アライアンス・バーンスタイン

株式は不安定な展開が続く

2010年の株式市場はこれまでのところ投資家にとってあまり心地のよい展開ではなかった。先進国株式の動きを示すMSCIワールド・インデックスは9月末時点で辛うじて年初の水準を上回っている。しかし、その道りは平坦ではなく、5月と6月にそれぞれ9.6%、3.4%下落した後、7月に8.1%上昇し、8月に再び3.7%下落した後、9月に9.3%上昇するという跛行色の強い展開である⁷。

まだ不安定な展開が続くようなため、投資家は強い覚悟を持って株式市場に臨む必要があり、ボラティリティが再び高まる事態も念頭に置くべきである。しかし、株式はまだ魅力的な価格水準にあり、企業ファンダメンタルズは非常に良好である。企業収益は

好調で、大企業は潤沢な手元資金を抱え、債務は低水準にとどまり、バランスシートが健全である。

株式は銘柄間の連動性が高まる

しかし、現在はプラスかマイナスの特徴を持つ個別銘柄の特定により投資家が報われるのは一段と難しい状況である。業績見通しは会社ごとの格差が非常に大きい、株価にはそうした違いがあまり反映されていないからだ。

統計学的に言うと、銘柄間の相関度、つまり、各銘柄が一緒に動く度合いは、株式市場が底値圏にあった2009年初めに匹敵するほどの高さである。市場においてリスク回避志向が極端に強まり、相関度が高まると、個別銘柄の選択により超過収益を上げることは難

しくなる。リサーチによる銘柄選択効果が高い中小型株のような比較的非効率な市場でさえ、そうである。しかし、2009年のように相関度が再び低下するにつれ、銘柄選択によるリターン寄与度が高まると予想している。

大局観を持って投資する

しかし、株式投資へのもう一つのアプローチは、株式の潜在リターンを享受する別のルートを投資家に提供する可能性がある。テーマ投資においては、異なる視点から投資機会を考える。業種の垣根を越えた広範な影響を及ぼす可能性がある大きなトレンドを捕捉するために、大局的な観点から投資対象を考察するのである。

例えば、パソコンが産声を上げたのは今から約30年前だった。当時、テクノロジー・セクターが2010年1-3月期までにS&P 500インデックスの20%近くを占めるまでに成長すると想像した人はほとんどいなかっただろう⁸。

では、明日の投資機会を創出するテーマにはどのようなものがあるのだろうか。アライアンス・バーンスタインのリサーチによると、それらは地球温暖化対策から、医療のあり方を大きく変える新たな遺伝子治療まで多岐にわたる。

トップダウンのテーマ投資とボトムアップの銘柄選択が有利な時期は異なるかもしれないが、両者を組み合わせたポートフォリオにおいては相互が補完的である一方、いずれも投資家が機会を捉える上で役に立つ。

リスク回避により株式は銘柄間のリターン相関度が高まる
MSCIワールド・インデックス構成銘柄間のリターン相関度



過去の分析は将来の結果を保証するものではありません。
2010年10月1日まで
出所：クレディ・スイス・グループ、MSCI、アライアンス・バーンスタイン

⁷ リターンは米ドルベース。出所：ファクトセット、MSCI

⁸ 出所：ペンシルバニア州立大学ウォートン・ビジネス・スクール Jeremy J. Siegel教授、S&P、アライアンス・バーンスタイン

当資料の表紙「当資料のお取り扱いにおけるご注意」をご一読ください。

安全性に潜むリスクを理解する

市場リスクからの逃避先を提供する資産は、長期的な資産形成においては他の資産ほど有効ではなく、インフレの影響を考慮すると、特にそうである。

安全資産は利回りが低い

株式および国債以外の債券には投資価値があると見ているが、市場がボラティリティの突然の高まりにより再び動揺する可能性があることも確かである。しかし、資産運用において投資家が考慮する必要があるリスクは市場リスクだけではない。損失リスクが低いかほとんどないリターンの低い資産に投資すると、また別の試練に直面する。

安全性の中にリスクが潜むという考えは奇妙に聞こえるかもしれないが、将来のための資産形成においては、潜在的なリターンも極めて重要な要素である。安全性を重視するあまり、低リターンの資産へ資金を長く置きすぎると、長期的な資産形成のゴールに到達できない可能性がある。

米短期国債(TB)がその好例である。それらは市場変動から資産を守ることができ、デフォルトの可能性もほぼゼロである。しかし、安全性が高い代わりにリターンは微々たるもので、現在の利回りは辛うじて0%を上回る程度である。TBに投資すれば、資産価値の変動について心配する必要はないが、老後のための資産形成はほとんど進まないだろう。

インフレが資産形成努力を損なう可能性も

また、インフレの影響も考慮する必要がある。将来のための資金を蓄える過程で、生活のために必要なモノやサービスの価格も上昇する。債券の名目利回りから期待インフレ率を引くと、資産のリターン創出力だけでなく、生活費の上昇を上回れるかどうかとも分かる。

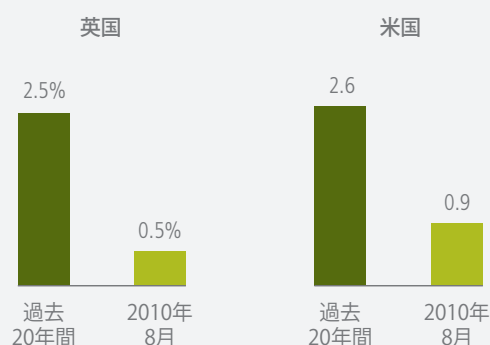
このようなインフレ調整後、つまり「実質」の国債利回りは現在、過去

の平均的な水準を大幅に下回っている。例えば、米国のTBは利回りが実質マイナスである。米10年国債の実質利回りは過去平均が約2.6%だが、現在は1%を切っている。また、英10年国債の実質利回りは過去平均の約2.5%に対し、現在はわずかに0.5%となっている。

物価上昇がひとたび考慮されるようになれば、投資家はインフレとの戦いにおいて有効なボラティリティの高い資産を回避することによるリターンが思ったより低いことに気付くかもしれない。この観点から見ると、安全の見返りとして非常に高い代償が求められる可能性がある。

現在の実質国債利回りは極めて低水準

10年国債実質利回り(名目利回り - インフレ率差)



現在のバリュエーションおよび過去の分析は将来の結果を保証するものではありません。
2010年8月31日まで

出所: イングランド銀行、ブルームバーグ、クリーブランド連邦準備銀行、アライアンス・バーンスタイン

当資料は、投資判断のご参考となる情報提供を目的としており勧誘を目的としたものではありません。特定ファンドの取得をご希望の場合には当該ファンドの投資信託説明書（目論見書）をご覧ください、投資に関する最終決定はお客様ご自身の判断でなさるようお願いいたします。下記の内容は、ファンドをお申込みされる際に、投資家の皆様に、ご確認いただきたい事項としてお知らせするものです。

■ ファンドのリスクについて

アライアンス・バーンスタイン株式会社の設定・運用するファンドは、株式・債券等の値動きのある金融商品等に投資します（外貨建資産には為替変動リスクもあります。）ので、基準価額は変動し、投資元本を割り込むことがあります。したがって、元金が保証されているものではありません。ファンドが投資した資産の価値の減少を含むリスクは、ファンドの受益者に帰属します。リスクの要因については、各ファンドが投資する金融商品等により異なりますので、お申込みにあたっては、各ファンドの投資信託説明書（目論見書）をご覧ください。

■ お客様にご負担いただく費用

ファンドのご購入時や運用期間中には以下の費用がかかります。

- ・ 申込時に直接ご負担いただく費用…申込手数料 上限 3.15%（消費税等相当率込み）です。
- ・ 換金時に直接ご負担いただく費用…信託財産留保金 上限 0.5%です。
- ・ 保有期間に間接的にご負担いただく費用…信託報酬 上限 1.974%（消費税等相当率込み）です。

その他費用…上記以外に保有期間に応じてご負担いただく費用があります。投資信託説明書（目論見書）、契約締結前交付書面等でご確認下さい。

* 上記に記載しているリスクや費用項目につきましては、一般的なファンドを想定しております。費用の料率につきましては、アライアンス・バーンスタイン株式会社が運用するすべてのファンドのうち、徴収するそれぞれの費用における最高の料率を記載しております。

投資の普遍的原則

- 常に勝ち続ける（負け続ける）投資はない
- 良いポートフォリオはバランスが取れている: ある投資が値上がりする一方、ある投資は値下がりする
- ポートフォリオの一部に過度に注目してはならない—全体像を見る
- 長期的なポートフォリオを構築し、当初の目標から乖離していないか定期的な見直しを行う

アライアンス・バーンスタイン¹ のご紹介

資産運用を専門にする世界有数の資産運用会社です。

1971年に米国ニューヨークで設立、グローバルに機関投資家や富裕層、個人投資家の皆様に、国や地域のニーズに即した広範囲な投資運用サービスを提供しています。上場² している運用会社で最大級の約41兆円³の資産を運用しています。提供する運用商品はグロース株式、バリュー株式、ブレンド戦略、債券、オルタナティブ運用等多岐に亘ります。

アライアンス・バーンスタインの日本拠点はアライアンス・バーンスタイン株式会社で、1986年⁴ に日本で投資顧問業務を、1996年には投資信託委託業務をスタートし、現在では約2兆6,056億円⁵ の資産を運用しています。

アライアンス・バーンスタインのゴールは「世界で最も信頼される運用会社」を目指すこと。そのゴールを達成すべく企業使命として次の3つを掲げています。

- 常にお客様の利益を第一に
- リサーチ能力を活用し、世界のどの運用機関よりも多くの知識を備える
- お客様が資産運用において成功を収め、心の安らぎを得ていただくために知識を活用し、かつ共有する

1. アライアンス・バーンスタインには、アライアンス・バーンスタイン・エル・ピーとその傘下の関連会社を含みます。
2. アライアンス・バーンスタイン・ホールディング・エル・ピーのリミテッド・パートナーシップ持分がニューヨーク証券取引所に上場しています。
3. 2010年9月30日現在。米ドル建資産額は約4,843億米ドル。円換算金額の為替換算レートは1米ドル=83.54円（2010年9月30日のWMロイター）を用いております。
4. アライアンス・キャピタル・マネジメント・ジャパン・インク東京支店が投資顧問会社として日本において業務を開始した年月日です。
5. 機関投資家の受託資産は時価ベースで評価した2010年9月30日現在の資産額です。



ALLIANCEBERNSTEIN

アライアンス・バーンスタイン株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第303号

【加入協会】 社団法人投資信託協会／社団法人日本証券投資顧問業協会

www.alliancebernstein.co.jp

当資料の表紙「当資料のお取り扱いにおけるご注意」をご一読ください。