

2010年2月

世界資本市場の見通し

## 金融危機後の新たな経済環境が投資機会を生む

資本市場が復活し、景気回復の足取りが強まる中、世界経済は新たな特徴を見せ始めた。

### 株式市場は力強く反発

将来、2009年を振り返った時、株式市場が12ヶ月の間に地獄と天国の両方を経験した驚くべき年として歴史に残るだろう。年初は金融危機の余波が続き、投資家は株価底割れの恐怖に怯えていたが、各国政府の大胆な政策対応を受け極端な悲観ムードが後退すると、市場は息を吹き返し、力強く反発した。

先進国の株価を示すMSCI ワールド・インデックスは2009年のリターンが30%と2003年以来の高水準となった。周囲が悲観一色の時に長期の投資戦略を守り通すには大変な精神力が必要だが、実際にそうできていれば、金融危機による下げのかなりの部分を取り戻せたことになる。株式市場は完全復活には至っていないものの、終わってみれば、2009年は非常に好調な年だった。

### 新たな経済環境

景気の回復が続いているが、今回の回復局面は以下の点で従来と異なる。1) 各国の大規模な景気刺激策が回復初期の景気を下支えしている、2) 消費面では米国への依存度が低下する一方、新興国の存在感が強まっている、3) 米ドル安により国際的な資本フローと貿易収支の不均衡が縮小している。

こうした流れが定着するにつれ、投資家が直面する投資機会とリスクも変わりつつある。新たな環境に適合できる企業や業界は大きな成功を収めるだろうが、適合できない企業は苦戦を避けられない。こうした不透明感が市場ではバリュエーションの歪みを生むが、裏を返せば、これは絶好の投資機会でもある。つまり、投資の成功はグローバルな視点に基づく効果的な銘柄選択にかかっており、特に激変する経済環境においてはリサーチ力がカギを握る。

2009年は波乱の幕開けだったが、最終的には好成績

主要指数のリターン(米ドルベース)  
2009年12月31日現在

株式	2009年 10-12月期	2009年 通期
MSCI ワールド・インデックス	4.1% ▲	30.0%
エマージング市場	8.5% ▲	78.5%
米国	6.0% ▲	26.5%
欧州	3.2% ▲	35.8%
日本	-4.1% ▼	2.9%
-----		
社債等		
グローバル・ハイ・リット債	5.2% ▲	57.7%
米国CMBS	3.3% ▲	28.5%
エマージング市場債	2.4% ▲	34.2%
グローバル社債	1.5% ▲	16.6%
-----		
国債		
日本	0.6% ▲	1.4%
ユーロ圏	-0.1% ▼	4.1%
米国	-1.3% ▼	-3.6%

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: MSCI, S&P, TOPIX,  
パークレイズ・キャピタル、ブルームバーグ、  
アライアンス・バーンスタイン

#### 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・ピ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。

# 世界経済の潮流が大きく変化

昨年初め世界各国の政府は金融危機の封じ込めと景気の底割れ回避に躍起だった。しかし、それから1年たった今、従来とはパターンが異なるものの、景気の回復が進行している。

## 景気回復が進行

世界経済が後退局面から回復していることを示す材料が引き続き増えている。世界のGDPは2009年に2.3%縮小した模様だが、2010年は3.5%の成長が見込まれている<sup>1</sup>。

現在は製造業が世界的に急回復しているため、それがいずれ雇用再開につながり、景気拡大が続く可能性が高まってきた。実際、労働市場も一部の国で明るい兆しが見られ始めた。日本の失業率が低下しており、ブラジルは失業率が3ヶ月連続で低下して7.4%となった<sup>2</sup>。

米国では失業保険新規申請件数が減少し、リストラで経営効率を高めた企業が需要増に対応するため臨時雇用を増やしている。これは最終的な正規雇用の創出につながる明るい動きである。米国の失業率はわずかながらも低下している。雇用情勢の改善に伴い、消費者や企業の景況感も明るさを取り戻しつつある。

景気対策の息切れに伴う景気の腰折れを懸念する向きもあるが、実

際には財政面の刺激策は未実施分がまだ多い。米国では承認された予算7,870億米ドルのうち3分の2近くがまだ実施されていない。中国は財政出動の約半分がこれから実施されるもので、鉄道、低所得層向け住宅、農村部のインフラ整備などに今後も多額の資金が投じられる<sup>3</sup>。

多くの国で中央銀行が景気浮揚のため政策金利を超低水準に据え置いている。低金利政策により、住宅ローン金利など民間の借入コストが軽減される。銀行もそのおかげで低利で資金を調達し、より高い金利で貸すことができるので、銀行貸出しの増加が期待できる。また、低金利はただでさえ金利が低い安全資産の魅力をさらに低下させ、投資家のリスク回避行動を起りにくくする面もある。

## 新たな経済環境への適応力

世界経済はいま大きく変わりつつある。まず、消費に関しては、従

来の回復局面では先進国がリード役だったが、最近は新興国の存在感が強まっている。世界の消費の伸びに占める新興国のシェアは1990年代の22%から近年は46%と倍増している。しかも、消費における新興国の寄与度はアジア、東欧、中南米の間でかなりバランスが取れている。中国の貯蓄減少と消費拡大がよく話題に上るが、他のアジア諸国も貢献している。

他の面でも、大きな変化が起きている。米ドル安と米企業の生産性向上の結果、米国製品の魅力が高まったほか、外国企業が他の国と同様、米国も生産拠点として検討するようになり、貿易・資本フローの世界的な不均衡が縮小してきた。また、代替エネルギーやゲノム新薬などの技術革新により時代遅れになる産業が出る半面、飛躍的な成長が期待できる分野も生まれる。このように企業の優勝劣敗が鮮明になる環境では、一貫して規律ある行動をする運用会社にとっては様々な投資機会が生まれる。

## 新たな経済環境が投資機会を生む

<sup>1</sup> 2010年1月4日現在のアライアンス・バーンスタイン予測。予測は実現しない可能性もあります。

<sup>2</sup> 最新データは2009年11月まで。出所:ヘイバー・アナリティクス

<sup>3</sup> 2009年12月31日現在。出所:CEICデータ、米国議会予算局、米国景気回復法説明責任・透明性委員会、米国連邦政府機関の財務・活動報告、アライアンス・バーンスタイン

## 出口戦略が大きな課題

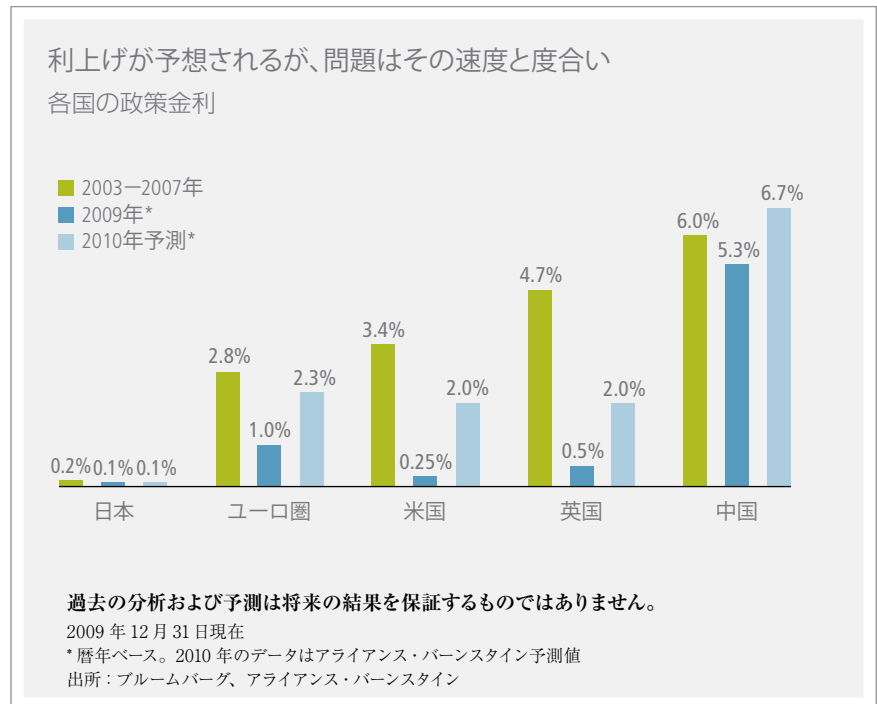
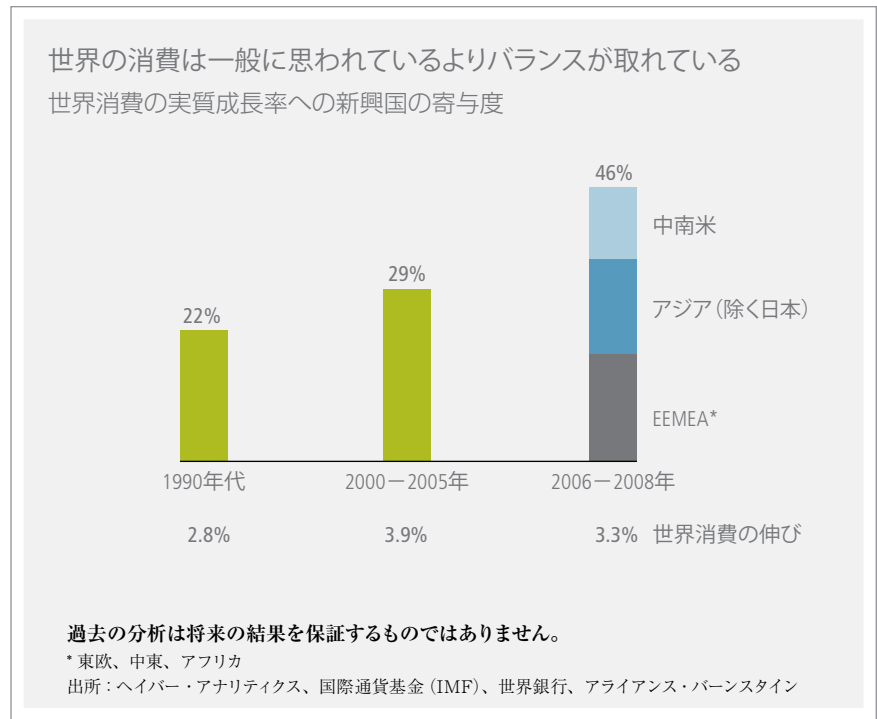
景気の回復が進むと、各国の政府や中央銀行が空前の景気刺激策をどう解除するのか、という出口戦略の議論が高まってくる。

各国政府は景気対策によって膨れ上がった財政赤字をいずれ解決しなければならず、多くの投資家は政府が本気でそれに取り組む意思がないのではないかと心配している。しかし、政府が徐々に増税や歳出削減を行うことで、経済成長を損なわずに財政再建に成功した例は少なくない。また、景気が回復すると、それ自体が税収増加要因であり、財政収支の改善に寄与する。

金利の先行きについても懸念がある。現在はカネの流れを促すため短期金利が非常に低い水準に保たれているが、経済活動が持ち直すと、景気過熱を未然に防ぐため金利を引き上げる必要が出てくる。利上げが遅れてインフレが制御不能になることを心配する向きがある一方、大幅かつ急激な利上げは景気の失速を招きかねないとの声も聞かれる。しかし、金利がかなり引き上げられるとしても、それは歴史的な低水準からであるため、金利環境が経済活動を下支えする構図は崩れないと思われる。

さらに、以下のリスクも注意深く見守る必要がある。借入れや貸出しが相変わらず低迷しており、景気回復の勢いがそがれる可能性があ

る。また、産油地帯での紛争や世界的な需要の高まりから原油価格が高騰し、企業収益が圧迫される可能性がある。



# 売り上げの改善がカギ

株式市場が回復基調をたどる中、投資家はさらなる株価上昇の手掛かりとして企業の売り上げの伸びが回復するかどうか注目している。

## 広範な株価上昇

株価は2009年3月初めを底に世界的に回復してきた。景気回復期待が実現し始め、投資家がリスクとリターンを冷静に判断するようになるにつれ、大型株と小型株、グロース株とバリュー株、新興国株と先進国株のいずれもが上昇した。

そうした広範な株価上昇の背景には、企業収益が予想以上に回復したことがある。例えば、7-9月期は米企業の約8割が予想を上回る業績を発表し、ユーロ圏と日本でも半数以上の企業の決算が予想より良かった<sup>4</sup>。しかし、こうした好決算の陰で、積極的なコスト削減がその主因であることに不安を抱く向きもある。

## 売り上げの伸びが次の手掛かり

現在、市場は売り上げの増加につながる需要の復活を心待ちにしており、そうした新たな需要がどこから生じるのかが注目される。

その源泉の一つとなりそうなのが多くの業界における設備投資である。景気が下降局面に入ると、企業は守りに入り、一斉に支出の削減に動いた。コンピューターや自動車の新規購入が見送られ、その他長期的な設備投資計画も相次いで延期または中止された。

しかし、在庫、経費、人員の削減を通じて経営効率を高めた結果、企業は手元資金が積み上がってきた。例えば、米国では企業の時価総額に占める手元資金の割合が約20年ぶりの高水準に達しており、世界的にもこうした傾向が見られる。

この状況がいつまでも続くとは考えられない。事務機器はいずれ寿命が来るだろうし、自動車は故障が付き物で、コンピューターも最終的にはアップグレードの必要があるだろう。企業がやがて支出の拡大に踏み切れれば、経済全体にとって新たな需要が生まれる。

米国や英国など先進国では家計も債務負担の軽減を優先し、支出を減らしてきたが、最近はそのおかげで資金的な余裕が生まれてきた。消費者もいずれは自動車、家電などの高額商品を買換えなければならず、2010年は個人消費が盛り返す可能性が高いと思われる。

設備投資の回復が需要拡大の一因に

<sup>4</sup> 2009年11月30日現在。米国はS&P500種インデックス、欧州はMSCI 欧州インデックス、日本は日経225(日経平均株価)のデータ

## 収益改善で株式の魅力が高まる見通し

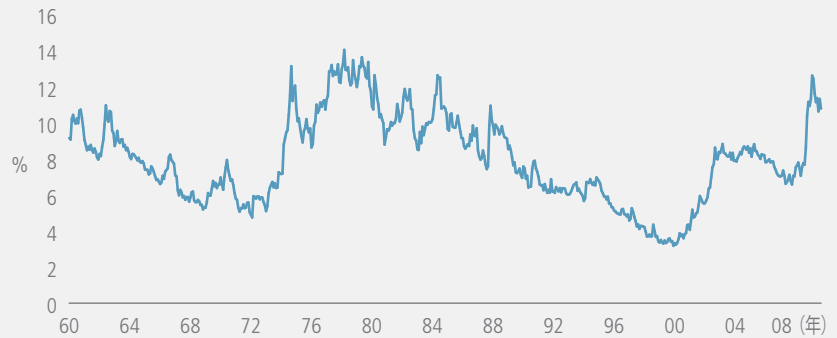
企業はリストラによって経営効率が格段に向上し、財やサービスへの需要が少し増えるだけでも増収による著しい利益率の改善が見込める体質になっている。

このため、現在は今サイクルの最低水準にある企業の収益性も上昇に転じる可能性が高い。市場は収益が世界的に長期トレンドへ戻るとの判断から、2010年に29%、2011年に21%の増益を予想している<sup>5</sup>。投資家が現在の株価をこうした将来の収益ポテンシャルと比較し始めると、株式はより魅力的な投資対象に見えてくるだろう。

しかし、すべての企業がそうした上げ潮に乗れるわけではない。ファンダメンタルズが強い企業や、革新的な技術や優秀な戦略を持つ企業のみが新たな経済環境に適応し、業界トップに躍進することができるだろう。こうした状況では銘柄選択が大変重要で、リサーチを得意とする運用会社にとっては投資機会が大きい。

### 売り上げが伸び悩む中、企業の手元資金は高水準

時価総額に占める手元資金の割合(%)\* (1960年-2009年10月)



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。

\* 金融と公益を除く米国大型株

出所：会社レポート、エンピリカル・リサーチ・パートナーズ、サンフォード・C・バーンスタイン、アライアンス・バーンスタイン

### 収益改善に伴い、株式の魅力が高まる見通し

株価収益率: 2009年、2010年、2011年



現在および将来の予測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

出所：ファクトセット、MSCI、トムソン I/B/E/S、アライアンス・バーンスタイン

<sup>5</sup> コンセンサス予測は2009年12月31日現在  
出所：トムソン I/B/E/S

## 債券も高リターンを記録

債券も2009年3月半ば以降、驚異的なリターンを記録している。当時は資本市場が混乱の極にあり、最も安全な資産に資金が殺到し、投資家はリスクが高い債券に対しては安全性の高い先進国の国債より極端に高い利回りを要求した。

景気が改善し、市場が少し落ち着いてくると、こうした極度の不安は弱まり始めた。その後、投資家は異常とも言える大幅な利回りスプレッドに着目し、相対的にリスクの高い債券を積極的に買った。この結果、先進国国債以外の債券は大幅に値上がりし、2009年のリターンはエマージング市場債が34%、ハイイールド債が58%、投資適格社債が17%と記録的な高水準に達した<sup>6</sup>。

## リサーチに基づく銘柄選択がカギ

2009年は相場が反発し、多くの種類の債券において格付けを問わず利回りスプレッドが着実に縮小した。

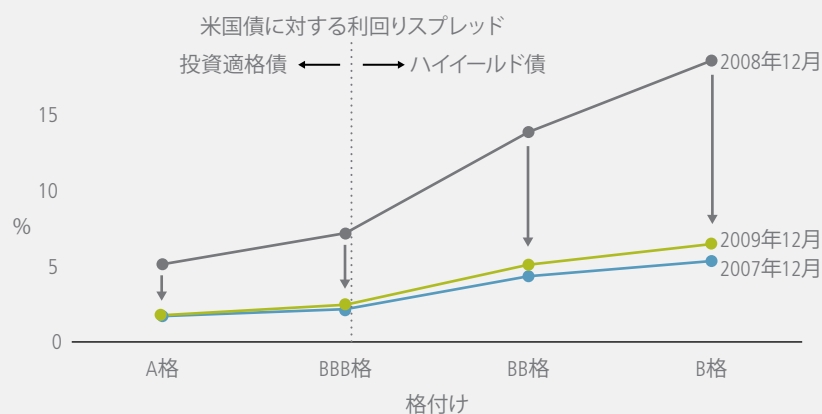
しかも、投資適格社債からハイイールド債に至るまで、利回りの最低と最高の差が縮小しており、利回りが異常に高い銘柄はほとんど見られなくなってきた。

ただ、社債などクレジット関連セク

ターのリスクも全般に低下したため、リスクを考慮したリターンはまだ概ね好ましい水準にある。それでも、リスクの高い債券の多くはもはや利回り面の優位性が大きく低下したため、我々は選別姿勢を強め、投資対象の分散化を図っている。

今後、最も魅力的な債券を発掘する上で、リサーチに基づく銘柄選択が再び極めて重要になると考えている。

社債の超過利回りは世界的に大きく低下  
グローバル社債: 2007-2009年



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  
出所: パークレイズ・キャピタル、バンク・オブ・アメリカ・メリルリンチ

<sup>6</sup> 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。投資家はインデックス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

## 投資戦略を堅持することの大切さ

2009年の株式市場は大変厳しい幕開けだったが、結局は2003年以来の高リターンを記録し、よく練られた投資戦略が最終的には奏功することを示す強力な証左となった。

2009年は株式市場が急回復して歴代有数のパフォーマンスを記録した年として歴史に刻まれるだろう。株価が急落した翌年は急反発することが多く、今回、厳しい状況下でも当初の投資戦略を堅持することの大切さを改めて痛感させられた。

多くの株式投資家は2007年10月から始まった下げ相場で大きな痛

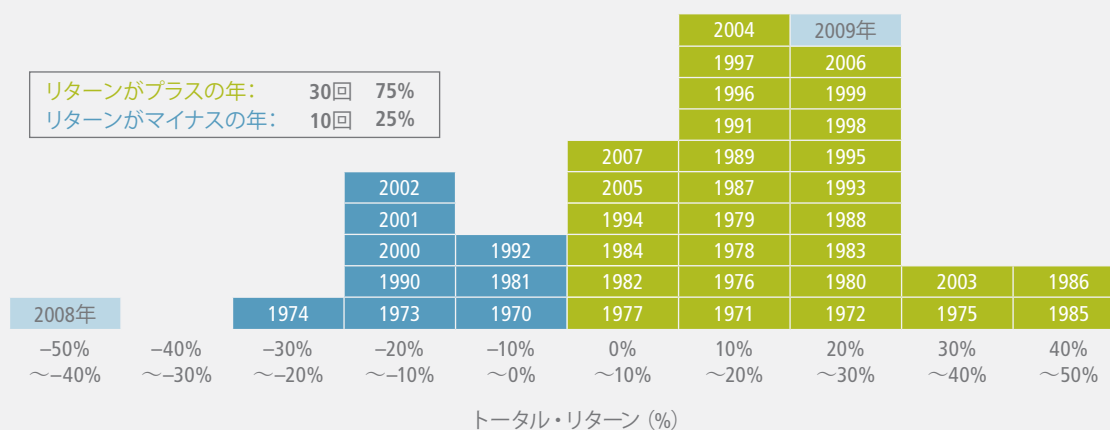
手を被り、まだ損失を抱えている。株価は底値から73%回復し、下げの半分強を取り戻した。結局、投資家が市場の反発を固く信じ長期戦略を堅持していたら、ポートフォリオの状況は12ヶ月前に比べて著しく改善したことになる。

もちろん、先行きは決して平坦ではない。株式市場は長い目で見ると上昇軌道にあるとしても、その

間に下げ相場がしばしば訪れ、時には大幅な下げに見舞われることもある。株式市場が存在する限り、周期的に上げ相場と下げ相場が繰り返される。

だからこそファイナンシャル・アドバイザーと相談し、資産運用の長期目標を達成するための投資戦略を策定することが大事である。その際、資産配分を慎重に検討すべきだ。ひとたび運用を開始したら、ポートフォリオが自分にとって引き続き妥当かどうかを定期的にチェックする必要がある。

過去の株価を見ると、急落の翌年は急反発することが多い  
株式の年間リターン: MSCI ワールド・インデックス



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。  
2009年12月31日現在  
リターンは米ドルベース。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: ファクトセット、MSCI

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<sup>1</sup> 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<sup>2</sup>している運用会社で最大級の約46兆円<sup>3</sup>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<sup>4</sup>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3兆309億円<sup>5</sup>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. 2009年12月31日現在。米ドル建資産額は約4,960億米ドル。円換算金額の為替換算レートは1米ドル=93.095円（2009年12月31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2009年12月31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](http://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。