

2010年5月

世界資本市場の見通し

持続的な回復が定着しつつある

資本市場は2009年3月を底に力強く持ち直しており、世界経済も不安材料は残るものの持続的な回復が定着しつつある。

市場は不安定ながらも上昇基調を維持

1-3月期のグローバル株式市場は不安定な展開となったが、上昇基調を維持した。

株式は年明けから上昇したものの、その後はギリシャなど欧州の財政不安の拡大から反落し、2月半ばまでは低迷した。しかし、投資家が再び好材料に目を向けるようになると、株式市場は上昇に転じ、期末にかけて騰勢を強めた。

結局、株式市場は1-3月期も好調で、MSCI ワールド・インデックスが3.2%、米国株が5.4%、日本株が7.4%の上昇となったが、欧州株のリターンは国によって大きく異なった。

持続的な回復の兆し

資本市場の地合いは明らかに改善しており、世界経済も持続的な回復の様相を強めてきた。

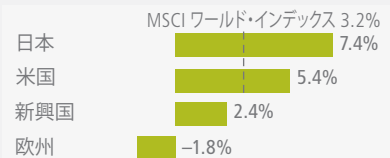
ただ、最悪期を脱したとはいえ、世界経済の足取りはまだ心もとなく、課題も少なくない。例えば、積極財政が各国の経済成長を支える半面、その代償として財政赤字が膨らんでいる。企業収益の回復にしても、最近までは大半がコスト削減によるものだった。

しかし、製造業の活動が勢いを強め、貿易の改善を通じて回復の流れが世界中に広がっているため、2010年の世界経済は力強い回復が予想される。資本市場が最悪の状態にあった1年ほど前に比べると、経済環境は格段に明るくなっている。

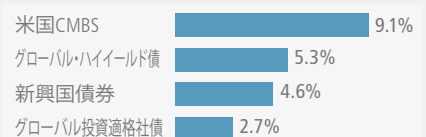
1-3月期は不安定ながらもプラスのリターンを確保

主要指数のリターン(米ドルベース)
2010年1-3月期

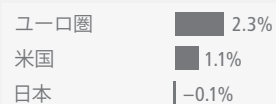
株式



社債等



国債



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

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。

景気回復が定着

貿易や鉱工業生産が増え、個人消費にも幅広い回復の兆しが見られる。先行きへの不安は根強いものの、景気は引き続き回復している。

経済活動に活気

景気の足取りは今のところやや不安定で、回復ペースも地域によって差があるが、世界経済全体としては着実に拡大している。経済活動の正常化に伴い、政府、家計、企業といった経済主体が再びモノを買うようになり、製品の出荷が増えている。また、一時は大きく落ち込んだ各国間の貿易も最近では盛り返している。

企業は需要の拡大に対応するため、新興国でも先進国でも生産ペースを速めており、製造業の活動を示すグローバル購買担当者指数 (PMI) がそれを物語っている。同指数は金融危機を受けて急低下したが、2009年半ば以降は景気拡大を示唆する50を一貫して上回っている¹。景気後退局面で多くの業界が負った傷の深さを考えると、見事な立ち直りである。

経済活動は明らかに拡大モードに入っており、景気の先行きを示す先行指標も持続的な回復を示唆している。当社は2010年の世界経済について3.8%とコンセンサス

予想の3.2%を上回る成長を予想している。世界経済のけん引役は6.7%の成長が見込まれる新興国で、米国は3.7%、欧州はそれ以下のペースになると見ている²。

消費拡大のすそ野が広がる

新興国の消費者が世界経済の原動力となっており、歴史的な不況からの回復を主導する重要な役割を果たしている。

世界の消費財需要は、新興国の家計が占める割合が高まっている。これらの品目は先進国企業からの輸出が増えており、貿易を通じて先進国を潤している。

米国では2009年下半期の輸出が年率28%増と1978年以来の高い伸びを記録した³。また、中国やブラジルなど新興国の強い需要に加え、英国ではポンド安も追い風となり、輸出の増加が企業や家計の需要の弱さを一部相殺している。従来は世界経済の回復を主導して

きた先進国は今回、企業が支出を大きく減らし、家計もバランスシートの建て直しに専念するなど、身を縮めて景気後退に対応した。

しかし、最近のデータによると、先進国の消費者も支出を再び拡大させつつあるようだ。例えば、米国では高所得層が自動車、電化製品、旅行などの高額商品への支出を増やしており、中間所得層も支出を拡大し始めた。

経済に占めるウェイトが大きい個人消費は、今後の展開が注目される。特に、高所得層の消費は景気の波に左右されやすく、このグループの消費が大きく回復すれば、景気回復の勢いがさらに強まる可能性がある。

失業や政府債務への懸念が根強い

もちろん、経済に関するニュースは明るいものばかりではない。特に懸念されるのは、失業率が依然として高いことと、膨大な財政赤字を抱える国があることである。財政支出の拡大や減税などの大規模な財政出動に加え、景気後退による税収減が財政赤字の拡大に拍車をかけた。

先進国の消費者が再び消費を拡大する兆しも

¹ 2010年2月28日までのブルームバーグおよびJPモルガンのデータ。

² 2010年3月15日現在のアライアンス・バーンスタイン予測。コンセンサス予想はコンセンサス・エコノミクスより。予測は実現しない可能性があります。

³ 出所:ヘイバー・アナリティクス、米国商務省センサス局、アライアンス・バーンスタイン

失業率は米国が約10%、英国が8%、日本が5%でピークアウトしたようだ⁴。ユーロ圏の失業率は国によって大きく異なる。米国では、労働市場の改善を示唆する典型的なパターンが見られる。企業はまだ人員を増やさずに労働時間の延長や非正規雇用の拡大によって需要の増加に対応しており、こうした動きは企業が正規雇用を増やす前兆となることが多い。

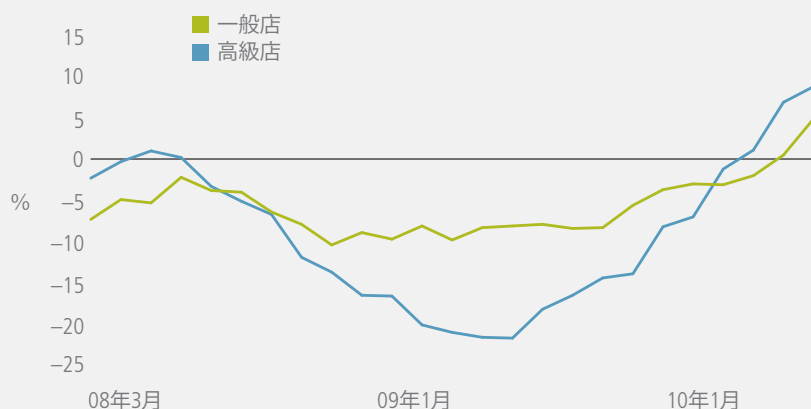
しかし、残念ながら、まだ多くの人が失業中であり、失業は引き続き大きな問題として立ちまわっている。一部の消費者は財布のヒモを緩め始めたようだが、雇用情勢が依然不透明なため、消費者は先行きについてなお慎重で、支出を手控えがちである。

ギリシャは債務問題への懸念から国債利回りが急上昇している。巨額の赤字を抱える他の欧州諸国にも懸念が広がり、金融市場が再び混乱に陥る可能性がある。債務問題の影響は比較的限られると見ているが、世界各国が財政赤字の削減に本腰を入れなければならない。経済成長が税収を押し上げ、国家財政への負担は軽減されるだろうが、根本的な解決には歳出削減や増税など難しい政治的決断が求められる。

⁴ 英国のデータは2009年12月まで、ユーロ圏および日本は2010年1月まで、米国は2010年2月まで。季節調整済み。出所:EU統計局、総務省統計局(日本)、英国統計局、米国労働省労働統計局

米国の中間所得層と高所得層は再び支出を拡大

米国の既存店売上高* 対前年比(%)

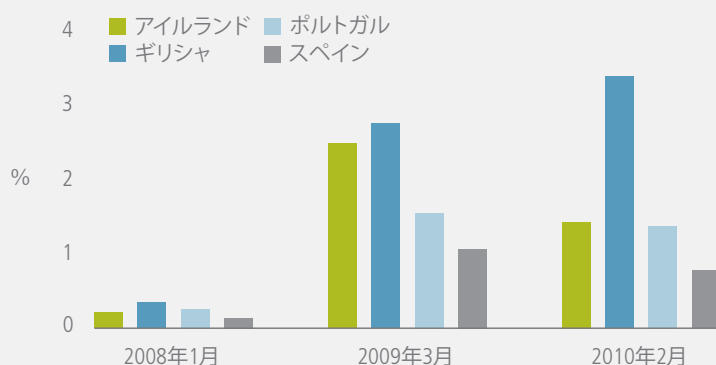


過去の分析は将来の結果を保証するものではありません。

*2010年3月31日までの3ヶ月移動平均データ。一般店はデイトン、JCペニー、コーズ、メーシーズのデータ。高級店はニーマン・マーカス、ノードストロム、サックス・フィフス・アベニューのデータ。
出所:シテイグループ、デイトン、ヘイバー・アナリティクス、JCペニー、コーズ、メーシーズ、ニーマン・マーカス、ノードストロム、サックス・フィフス・アベニュー、米国商務省経済分析局

投資家は高債務国に対してより高い国債利回りを要求

ドイツ10年国債に対する各国国債の利回りスプレッド



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2月28日まで
ドイツ国債に対する各国の10年国債利回りのスプレッド
出所:ドイツ連邦銀行、フィナンシャル・タイムズ、ヘイバー・アナリティクス、アライアンス・バーンスタイン

金利上昇に備える

長期債を保有する投資家は、金利上昇による債券価格の下落リスクに対処するため、グローバルな分散投資を検討すべきである。

景気回復に伴い、金利は上昇へ

政府や中央銀行は景気回復への下地を整えている時でさえ、広範な財政・金融面の支援策を段階的に解除する計画を練っている。当局が検討している政策変更には間違いなく、短期金利の引き上げが含まれるだろう。

多くの国で短期金利は長期金利との対比で過去最低水準にあり、長短金利差は過去最高かその近辺にある。これは長期投資を魅力的なものにすることにより経済活動を促進する政策努力の一環だが、景気が持続的に回復すれば、中央銀行は急激なインフレ上昇を防ぐため短期金利を引き上げる可能性がある。ただ、短期金利がかなり引き上げられたとしても、長期金利との比較ではなお十分低い水準であるため、景気が腰折れする心配はないだろう。

それでも、金利上昇は債券価格の下落につながるため、利上げの可能性だけでも多くの投資家を不安にさせる。金利変動への感応度が高い債券ほど、金利上昇時に大きく下落する。

グローバルな分散投資が有効

しかし、金利上昇に比較的強い債券もある。経済政策や景気サイクルは国によって異なるため、各国の債券が常に横並びに動くわけではない。このため、毎年どの国の債券が投資家に最高のリターンをもたらすかを予想するのは難しい。

ユーロ圏は債券リターンが2002年から2005年まで先進国トップクラスだったが、2006年は大きく順位を下げ、日本がトップとなった。リターン上位の顔ぶれは年によって変わる傾向があるため、ある国の債券リターンが低迷しても、別の国の債券が高リターンを記録して、ポートフォリオへの影響を軽減する可能性がある。債券におけるグローバルな分散投資は、金利上昇リスクを軽減する有力な手段となり得る。

クレジット商品の組み入れで金利感応度を軽減

金利上昇に対する債券ポートフォリオの感応度を下げる手段としては、社債も有効である。企業が発行する債券は、金利以外の要因にも影響され、業界やその企業特有のファンダメンタルズの変化にも反応する。

このため、社債は年限の同じ国債より金利感応度が低く、国債より高いリスクに見合う超過リターンを提供する。社債は最近好成績を残した結果、この潜在的なリターンがかなり低下してきたが、徹底したリサーチにより魅力的な銘柄を発掘することはまだ可能である。

債券はグローバルな分散とクレジット商品の組み入れにより金利上昇の影響を軽減できる

分散投資は損失リスクを完全に除去するものではありません。

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。

債券は国によって異なる動きをするため、グローバルな分散投資が有効

債券の国/地域別年間リターン(%): ドルヘッジベース

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
最高	米国	日本	米国	カナダ	ユーロ圏	カナダ	日本	米国	米国	ユーロ圏
	カナダ	カナダ	ユーロ圏	ユーロ圏	カナダ	ユーロ圏	カナダ	日本	カナダ	日本
	ユーロ圏	米国	カナダ	米国	米国	英国	米国	カナダ	英国	英国
	英国	ユーロ圏	英国	日本	英国	日本	ユーロ圏	英国	ユーロ圏	カナダ
最低	日本	英国	日本	英国	日本	米国	英国	ユーロ圏	日本	米国
最高と最低の格差	5.0	5.4	6.5	4.4	4.2	4.7	4.4	5.9	7.0	7.7

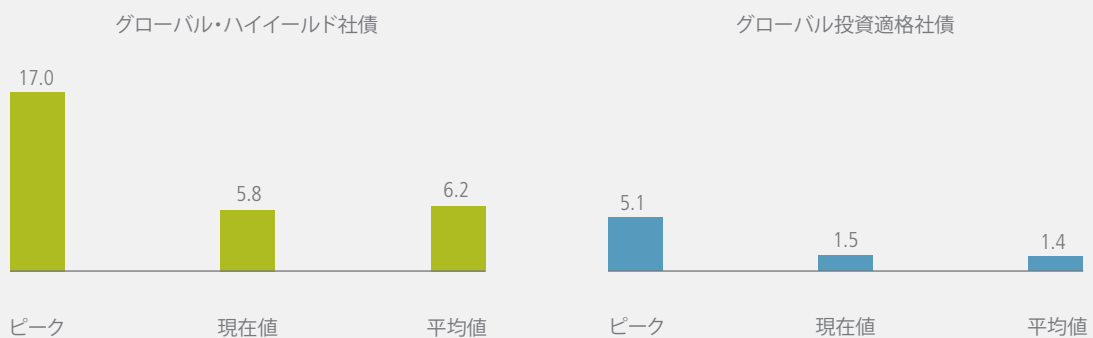
過去の実績は将来の結果を保証するものではありません。上記のリターンは例示のみを目的としており、実在するいかなるファンドのパフォーマンスを反映するものではありません。分散をしても損失リスクを排除することはできません。

パークレイズ・キャピタル各国債券指数のデータに基づいて算出。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。上記のリターンには、トータル・リターンを押し下げる報酬や経費は含まれていません。

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

社債にはなお適度な投資妙味

利回りスプレッド(%)*



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。

*米国国債に対するオプション調整後スプレッド。現在値は2010年3月31日現在、スプレッドのピークはハイイールド社債、投資適格社債ともに2008年11月30日の数値、平均値はハイイールド社債が2000年8月31日から2010年3月31日の平均値、投資適格社債が2001年1月31日から2010年3月31日までの平均値

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

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。

企業活動の回復が続く

手元資金が潤沢な企業は今後支出を拡大し、売上高の改善が企業収益や株式市場を押し上げる可能性がある。

積み上がった膨大な手元資金の使い道

「現金こそ王様」と考えるのなら、企業が現在取っている行動は理にかなっている。世界のフリーキャッシュフロー（設備投資の後に残る資金で、事業の維持や拡大に使われる）は数年ぶりの高水準にあり、企業の手元には膨大なキャッシュが積み上がっている。2009年末時点で、英国企業（除く金融）の総流動資産（現金、株式、債券を含む）は7,600億ポンドと10年前の3倍以上となった⁵。企業がこうした資産を今後どう使うかによって、回復傾向にある景気の行方がある程度決まるだろう。

先の景気後退に突入した時、企業の財政状態はかなり健全だった。2000年代半ば以降、企業は債務を継続的に圧縮してきた結果、債務が歴史的な低水準となったため、生産、人員、コストなどを大きく削減して不況を乗り切った。こうした行動は痛みを伴うものだったが、そのおかげで企業は経営効率の高い筋肉質な姿へと変貌を遂げた。

引き続き資金を持て余している企業もあるが、余剰資金を配当、自

社株買い、企業買収に回す企業も出てきた。2009年10-12月期のM&A（企業買収・合併）は8,000億米ドル近くに達し、これは企業が先行きに自信を強めている初期の兆しと考えられる⁶。膨大な手元資金は、これまで手控えられてきた設備投資にも向けられる可能性がある。実際、最近の調査によると、2010年は米企業の設備投資が8.9%増える見通しである⁷。

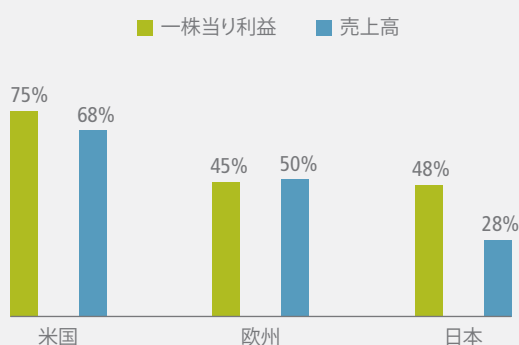
利益と売上高が予想を上回る好決算

一方、世界の需要が徐々に回復していることは、企業の収益力を押し上げる新たな要因となっており、それは株式市場の上値余地が非常に大きいことを示唆している可能性がある。

最近では予想を上回る決算を発表する企業が急増しており、市場は必死でそれを追いかけている。これまでは収益回復の大部分がコスト削減によるもので、顧客からの健全な需要を示唆する売上高の増加が主導するものではなかった。

しかし、最近では状況が変わりつつある。ここ数四半期は売上高が予想を

予想以上の利益と売上高を記録する企業が増加
2009年10-12月期決算が予想を上回った企業の割合*



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3月23日現在

*コンセンサス予想を上回る収益をあげた企業の割合。米国：S&P 500種インデックス、欧州：ブルームバーグ・ユーロ500インデックス、日本：日経平均株価指数

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

⁵ 出所：ブルームバーグ、モルガン・スタンレー、ワールドスコープ、アライアンス・バーンスタイン

⁶ 出所：ディーロジック

⁷ デューク大学フュークワ・スクール・オブ・ビジネス／CFOマガジン調査。2010年3月3日号

⁸ (次頁) 出所：EU統計局、英国統計局、ヘイバー・アナリティクス、米国労働省労働統計局

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。

上回る企業の割合が大きく高まっており、これは企業収益の一段の拡大を示唆するシグナルと考えられる。実際、企業の収益力は世界的に回復しており、そして市場は企業収益が今後数年でさらに大きく拡大すると予想している。このため、株式の魅力が一層高まる可能性がある。

リスクは高まるが、潜在リターンもそれに伴って上昇

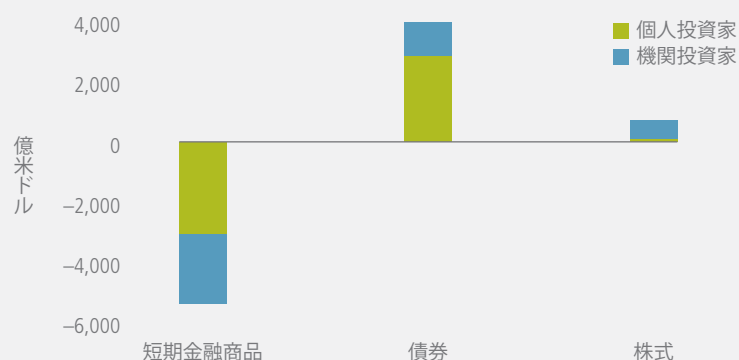
一本調子の景気回復は見込みづらいため、株式市場も通常よりボラティリティが高くなると予想される。景気の先行きに透明感が依然強いほか、政策当局は財政・金融の出口戦略を慎重に実施しなければならない。しかし、こうしたリスクの高まりに伴い、潜在的なリターンも通常より大きいと思われる。このため、株式投資においてはリサーチ重視のアプローチにより魅力的な投資機会を発掘することが可能である。

しかし、今のところ投資資金は一直線に株式市場には向かっておらず、短期金融商品からのシフト先は大半が債券ファンドである。2009年の米国の例を見ると、債券ファンドへの資金純流入額は株式ファンドのほぼ4倍に達する。多くの投資家は2008年から2009年にかけて大きな損失を被ったため、まだ株式を敬遠しているのも無理はない。

個人投資家は株式に対して依然慎重

株式ファンドへ流入している資金の内訳を見ると、機関投資家はその大半を占めている。個人投資家の

米投資信託への資金流入は株式ファンドより債券ファンドが圧倒的に多い
2009年の投資信託およびETFへの資金純流出入額



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。
短期金融商品、債券、株式の各カテゴリーはストラテジック・インサイトおよび米投資信託協会の分類によります。
出所：エンピリカル・リサーチ・パートナーズ、米投資信託協会、ストラテジック・インサイトSimfund

多くは明らかに株式に対して機関投資家より慎重な姿勢を取っている。

先の下げ相場で米国とユーロ圏の家計はそれぞれ6兆米ドル、1.2兆ユーロもの損失を被り、その大部分が株価下落によるものだったので、個人投資家の警戒感が強いのも仕方がない。しかし、株式市場は2009年3月を底に急回復しており、その結果、2009年は米国では家計の純資産が2.7兆米ドル増加した（ユーロ圏は0.8兆ユーロ増加）⁸。株式の長期投資においては、投資家は時おり訪れる下落局面を耐え忍ばなければならないが、時には株

価が予想以上に力強く回復することもある。

長期ポートフォリオの構築において考慮すべき最も重要なポイントは、自らの長期の資金的目標やリスク許容度を踏まえ、株式をポートフォリオにどのくらい組み入れるべきかという問題である。株式は潜在リターンが高いため、ポートフォリオの構築においてしばしば極めて重要な役割を果たす。まず、ファイナンシャル・アドバイザーと相談の上、投資目標を設定し、自分の目標達成のために受け入れる用意のあるリスクの量を決める必要がある。

株式は潜在リターンが高いため、ポートフォリオ構築において極めて重要な役割を果たす

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46兆円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3兆309億円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. 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

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。