

2010年8月

世界資本市場の見通し

## 世界経済は拡大基調が続くも、短期的な困難に直面

資本市場でリスクが高まり、最近の経済統計は一時ほどの勢いが感じられない。株価は大きく下落したが、経済ファンダメンタルズは依然良好なため、アライアンス・バーンスタインは景気回復が続く可能性が高いと見ている。

### 投資家の懸念が強まるが…

ユーロ圏諸国の財政問題の影響に対する懸念が強まり、世界の資本市場は動揺している。ギリシャに端を発した信用不安が他の南欧諸国に波及し、英国や米国についても政府債務の増大が問題視されている。

不安の拡大に伴い世界の市場と各国経済が一段と密接に連動するようになり、一国の出来事がいかに簡単に国境を越えて世界中に影響を及ぼすのかを印象付けた。政府債務が大きな国の財政再建の行方、中国経済の成長鈍化、メキシコ湾原油流出事故の影響などについて投資家は不安を募らせている。現状は世界経済の回復局面における単なる踊り場なのか、それともより深刻な調整が進行しているのだろうか。

### …景気の拡大は続いている

順調に回復してきた世界の株式市場も4-6月期は大幅な下げに見舞われ、MSCI ワールド・インデックス(米ドルベース)が12.7%も下落した。また、投資家心理を反映するシカゴ・オプション取引所のVIX 指数、別名「恐怖指数」は17.6から6月末に34.5まで急上昇した。

株価急落にもかかわらず、株式市場や経済を取り巻く環境は金融危機時に比べると今日の方が格段に良好である。主要なリスクが以前より強く意識されるようになり、世界経済の回復ペースもやや鈍ってきたが、当社は今後も景気拡大が続く可能性が高いと見ている。

4-6月期は世界の株価が大幅に調整

主要指数のリターン(米ドルベース)  
2010年4-6月期

株式	4-6月期	1-6月期
MSCI ワールド・インデックス	-12.7% ▼	-9.8%
新興国	-8.4% ▼	-6.2%
日本	-9.2% ▼	-2.5%
欧州	-11.4% ▼	-16.7%
米国	-11.4% ▼	-6.7%

#### 社債等

CMBS	2.8% ▲	12.1%
新興国債券	1.0% ▲	5.7%
グローバル投資適格社債	1.9% ▲	4.7%
グローバル・ハイイールド債	-0.3% ▼	5.0%

#### 国債

米国	4.7% ▲	5.9%
日本	2.4% ▲	2.3%
ユーロ圏	0.1% ▲	2.4%

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。

# 経済成長ペースが鈍化

世界経済の拡大ペースはやや鈍ってきたが、当社は経済成長が今年はもちろん2011年も続くと考えている。

## 経済指標は強弱まちまち

世界経済は2008年秋以降の急激な落ち込みから力強く立ち直ってきたが、最近では強弱まちまちのニュースが混在し、投資家はリスクが依然残ることを改めて痛感している。

景気先行指標にやや減速の兆候が見られ、当社は欧州の混乱を受け世界経済の2010年成長予想を若干下方修正したが、それでも3.9%の成長を想定している。2010年の予想は米国、ユーロ圏、英国などの先進国を引き下げ、日本と新興国を引き上げ、新興国については7.6%の成長を見込んでいる。<sup>1</sup>

世界経済の回復において今回は製造業セクターが大きな役割を果たしてきた。製造業の活動は過去1年拡大を続けており、グローバル製造業の購買担当者指数(PMI)は6月に55へ低下したものの、景気判断の分岐点である50を依然上回っている<sup>2</sup>。世界の貿易量も需要回復を背景に増加している。

もちろん、経済状況があらゆる面で良好というわけではない。多くの国で失業率がまだ高止まりし、景気回復の足かせとなっている。しかし、心強い兆候も見受けられる。例えば、米国では労働時間が以前より増え、4-6月期の総労働時間は年率3.3%と四半期ベースで1997年以来の高い伸びを示した<sup>3</sup>。そして、米国、オーストラリア、カナダ、ブラジルなどでは失業率が低下している。

一方、多くの企業は今回、金融セクターを除きバランスシートが良好な状態で景気後退を迎えた。事実、2009年は設備投資費用を除いた後のフリーキャッシュフローが1兆米ドルを超えた<sup>4</sup>。企業がこのように手元資金を積み増したのは、金融危機時に資金調達に苦勞したことが明らかに原因だろうが、こうした膨大な資金は今後、設備投資の拡大に振り向けられ、景気を支える可能性がある。

## 景気を支える要因は健在

金利が極端に低いことや、景気への逆風が一時に比べて弱まっていることも、景気拡大の継続を示唆している。これらの要因の多くは、世界経済の最悪期から著しく改善している。

例えば、世界の短期金利はリーマン・ショックが発生した2008年9月には4.6%前後だったが、現在は2.0%以下とその半分にも満たない水準で、これが銀行に低利での資本調達を促し、貸出の増加につながると思われる<sup>5</sup>。

原油価格は2008年9月の1バレル=101ドルから2010年6月末には76ドルまで下落し、企業や家計にとってエネルギー費が低下している<sup>6</sup>。また、主要先進国は家計の状態も以前よりはるかに良好で、債務負担が大幅に減っている。例えば、米国家計の総金融債務は可処分所得に対する比率が5四半期連続で低下し、2010年1-3月期は17.36%と2000年半ば以来の低水準となった<sup>7</sup>。金融債務の返済負担が減ったことにより、家計はその分自由に使える資金が増え、個人消費の拡大につながる可能性がある。

<sup>1</sup> 2010年6月現在のアライアンス・バーンスタインのGDP予測。予測は実現しない可能性があります。

<sup>2</sup> 2010年6月現在のJPモルガンのグローバル製造業PMI指数。

<sup>3</sup> 2010年7月2日の米国労働省労働統計局のデータ。

<sup>4</sup> 出所:MSCI、アライアンス・バーンスタイン

<sup>5</sup> 出所:ISI

<sup>6</sup> 出所:ブルームバーグ

<sup>7</sup> 出所:アライアンス・バーンスタイン「米国エコノミック・ウィークリー 2010年6月11日号」

## 世界経済の構造変化

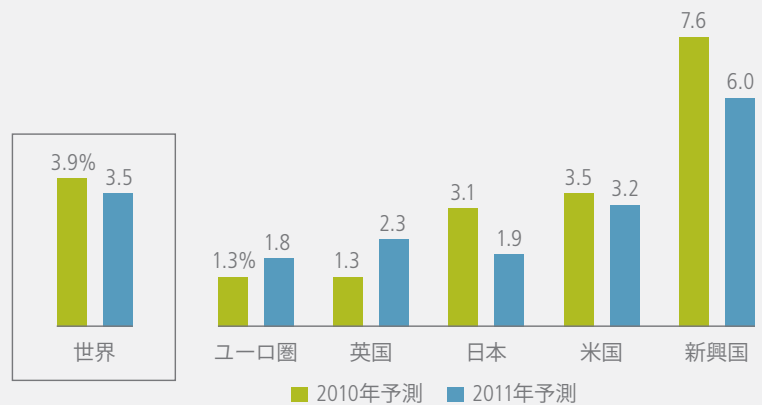
世界経済の原動力が変わりつつあり、この流れは今後何年間も続くと思われる。近年は台頭著しい新興国が世界経済をけん引している。

従来、世界経済が後退すると、その後の回復を主導したのはたいてい米国の需要だった。しかし、このパターンは崩れた。世界の実質GDPに占める新興国の割合は1992年から2009年の間にほぼ倍増した。そして、2009年には中国、インド、ブラジルなどの新興国の景気が大半の先進国よりかなり先に立ち直り、世界経済の回復は新興国発で始まった。

新興国の景気が今回先に回復したのには、相応の理由がある。新興国の銀行は2007年と2008年の金融危機の引き金となった証券化商品への関与が少なかったため、危機の中にあっても最悪の事態を免れた。さらに、アジア、中南米、東欧など多くの新興国では中間所得層の台頭により国内消費が好調だったため、世界的な景気後退下にあっても内需は持ち堪えられた。財政面の大規模な景気刺激策も、これらの国における主要セクターや産業の継続的な発展に寄与した。

こうした要因がすべて重なって新興国は先進国を上回る経済成長を記録するようになり、今年はもちろん2011年もこの流れが続くと当社は考えている。

世界経済は新興国主導で緩やかな成長が続く見通し  
アライアンス・バーンスタインの実質GDP成長率予測

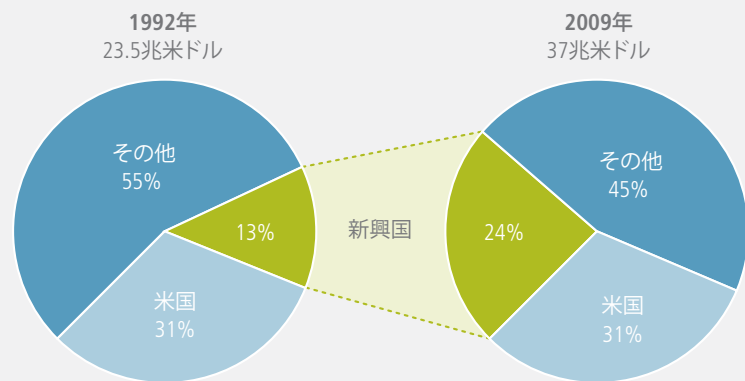


現在の予測は将来の結果を保証するものではありません。

2010年7月1日現在

出所：アライアンス・バーンスタイン

新興国は世界経済における存在感が高まる  
世界の实質GDP



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。データは変更となる可能性があります。

出所：ヘイバー・アナリティクス、国際通貨基金 (IMF)

# 株式は投資機会が大きい、リスクも大きい

株式はバリュエーションの面で魅力的と思われるが、ボラティリティも通常以上に高い。当社の運用チームは投資機会を追及する一方で、リスクの高さにも配慮した投資を行っている。

## 企業収益が拡大

2010年半ばの株式市場調査の結果から、景気の拡大が企業収益の拡大につながるため、株式はバリュエーション面の魅力が高まると見ている。景気後退局面においては、企業収益は長期トレンドを大きく下回る。しかし、企業収益は回復が始まっており、市場では2010年、2011年とも2ケタの増益が見込まれている。

現在の株価と増益予想を考えると、株式は非常に魅力的な投資対象となる可能性がある。2010年と2011年の収益予想に基づく株価収益率からもそれは明らかで、株式は魅力が高まる見通しである。もちろん、すべての株式が好パフォーマンスを上げるわけではなく、期待外れの結果に終わる銘柄もある。

## 効果的なりサーチで有望銘柄を選択

勝者と敗者を見極めるには、効果的なりサーチが決定的に重要である。当社のグロース株式運用チームが実施した市場調査によると、企業収益に関するポジティブ・サブライズは現在の驚異的なペースか

ら勢いが鈍ると見られる。その場合、引き続き市場予想を上回る収益を達成できる企業に対する評価が高まる可能性が高い。例えば、テクノロジー・セクターでは、データストレージや管理サービスなどを手掛ける企業が有望である。

一方、当社のバリュー株式運用チームは、キャッシュフローの安定性、バランスシートの健全性、競争優位などの点で市場の混乱を乗り切れる特性を持つ企業の組み入れ比率を増やしている。例えば、同チームは信用トレンドの改善による恩恵を受ける可能性が高そうな地方銀行の中に有力な投資機会があると見ている。そうした銘柄は市場の認識以上に収益回復の確実性が高い。

## リスクへの配慮も大切

資本市場においては、リスクと投資機会は表裏一体の関係にある。投資家は株式、セクター、資産クラスについてリターンだけでなく、そのリターンが予想から -- よい方向にも悪い方向にも -- どの程度かい離するかについても十分留意する必要がある。

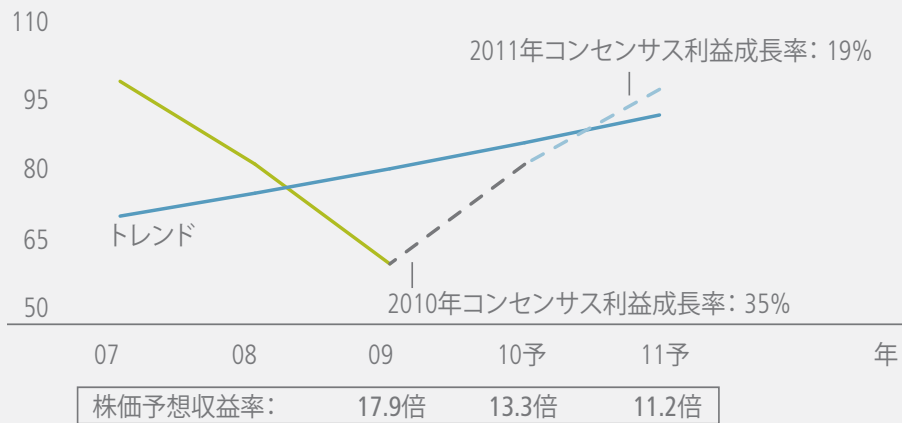
幸い、当社のリサーチでは、リター

ンは予測が非常に難しいが、ボラティリティはリターンより正確に予測できることが分かった。ボラティリティは直近の水準が比較的長く続き、その後は緩やかなペースで長期平均に回帰する傾向があるからだ。市場は楽観論や悲観論に大きく影響され、そうした流れが一夜にして変わることは少ないため、これは確かに理解できる。

当社の分析では、グローバル株式は潜在リターンとボラティリティが通常より高い。グローバル債券はその逆で、リターン、リスクともに通常より低い。このため、株式のボラティリティが高い時、株式の比率を落とす一方で債券の比率を高めることは検討に値する。

投資家は株式と債券の長期的な比率について選択する場合は、ファイナンシャル・アドバイザーに相談すべきである。しかし、リターンを追及するためではなく、ボラティリティに対する耐性を強めるために小幅な調整を検討することも価値がある。長い目で見れば、こうした慎重なアプローチは長期のリターンを犠牲にせずにポートフォリオのボラティリティを軽減するのに有効と思われる。

企業収益の回復に伴い、株式はバリュエーション面の魅力が高まる見通し  
MSCI ワールド・インデックス構成銘柄の一株当たり営業利益



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。

トレンドは1948年から2009年までの成長率を反映。実際の利益は2009年12月31日まで。2010年から2011年のコンセンサス予想は2010年6月30日現在のもの。予想は今後変更する可能性があります。

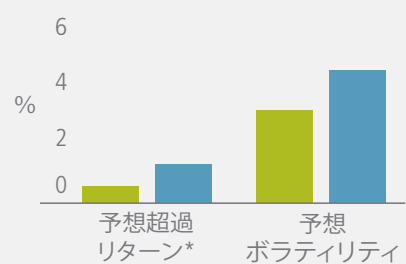
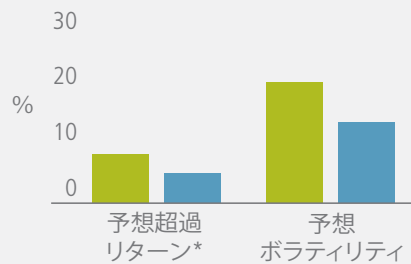
出所：ファクトセット、MSCI、トムソンI/B/E/S、アライアンス・バーンスタイン

グローバル株式はリターン、リスクとも通常より高い

■ 現在  
■ 通常

株式  
リターン、リスクとも通常より高い

債券  
リターン、リスクとも通常より低い



予測は実現しない可能性もあります

2010年6月30日現在の今後12ヵ月予想。上記の分析はアライアンス・バーンスタイン開発のモデルに基づいて算出されています。通常値は市場が長期的に安定している時期における資産クラスのリターン/リスクをアライアンス・バーンスタインが独自に算出したものです。

\*対米ドルキャッシュ

出所：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。

## 社債のファンダメンタルズは健全

市場のボラティリティが最近高まり、リサーチや銘柄選択の重要性が増している。債券投資では社債だけでなく、国債に関しても、投資対象の見極めが必要である。投資家が南欧のソブリン債務危機や米国の金融規制改革の行方を神経質に見守る中、リスク回避傾向が強まり、市場は大きく動揺した。

こうした市場の不安定さを考慮し、当社は社債のオーバーウェイト幅をやや圧縮し、社債セクター内の分散度を高めることにより債券ポートフォリオのリスクを落とす一方、景気回復の継続を前提としたポジションを維持している。

特定の欧州発行体への懸念はあるものの、企業の財務ファンダメンタルズは全般的に健全であり、金融セクターを除くと特にその傾向が強い。投資適格社債については、引き続き十分なリターンが期待できると見ている。これらの証券の国債に対する超過利回りは依然として長期平均を上回っている。社債は新規発行がここ数年より減っていることも、一段の支援材料となる可能性がある。需要が引き続き強いいため、供給が比較的限られれば、社債価格への追い風が強まる。

最後に、グローバル・ハイイールド債市場でも引き続き一定の投資機会を模索している。同市場では、綿密なリサーチによって新たに取りうるリスクに見合う以上の潜在リターンの増加が期待できる銘柄を発掘することができる。

## 財政問題が引き続き最大の懸念材料

投資適格社債の比率を減らした分の一部を国債に再投資し、債券ポートフォリオのポジションを調整している。国債に関しては、利回りが日本やユーロ圏より高い米国債を重視している。一方、ギリシャやイタリアなどの南欧諸国が直面しているリスクを考慮し、これらの国の国債はポートフォリオに一切組み入れていない。

確かに、一部のユーロ圏諸国は財政赤字や国債借り換えのため今後数年で膨大な資金調達が必要がある。しかし、今のところ政策対応によって、ユーロ圏の債務危機が世界の金融市場に波及する事態は回避されている。例えば、5月初旬にユーロ圏諸国と国際通貨基金 (IMF) がギリシャに

対して1,100億ユーロの支援策を打ち出し、そのわずか数日後には問題を抱えた他のユーロ圏諸国に対しても7,500億ユーロの救済計画が発表された。さらに、欧州中央銀行 (ECB) は流動性を保つためユーロ圏の公的部門や民間部門の証券を購入する方針を表明した。

イタリア、ポルトガル、アイルランド、スペインはいずれも5月末の国債入札において借入れコストの上昇に直面したが、入札での国債需要は堅調だった。持続的な経済成長が税収の増加を通じて国家財政の負担を大きく軽減するだろう。この点に関しては楽観できる理由があると見ているが、世界各国の政府は最終的には構造的な赤字、つまり経済成長によって治癒できない財政赤字の部分の解消に取り組まなくてはならない。

ハイイールド債以外にも、投資適格社債を重視  
グローバル投資適格社債の利回り\*



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6月30日まで

\*平均値は上記期間の平均値です。

出所：パークレイズ・キャピタル、ブルームバーグ

# ボラティリティが投資機会を創出

地面が揺れている時にしっかり踏みとどまるのは難しいが、株式はこれまでも不安定な時期を乗り越えてきた。変化する環境の中で、魅力的な投資機会を探すことが重要である。

## 欧州債務危機の影響

巨額の政府債務に対する懸念から一部の欧州諸国は国債の利回りが大きく上昇し、投資家の多くは世界経済が二番底に陥るのではないかと心配している。しかし、当社はその可能性は低いと見ており、債務危機による欧州経済への悪影響も考慮しても、世界の成長率予想を若干引き下げた程度である。

ドバイや南欧諸国に続き債務危機に陥る国があるかもしれないが、最近の出来事は危機の再発というより後遺症という印象が強い。また、それはだいたい局地的なものである。例えば、信用リスクの世界的な尺度であるTED スプレッド(3ヵ月物の米国債金利とユーロドル金利の差)は拡大したが、グローバル金融危機前の平均をまだ大きく下回っている。

最近の出来事のパターンは、1990年代初頭の米国の貯蓄貸付組合(S&L)危機の後と似ているところがある。S&L危機の後、超低金利政策が数年にわたり続けられた結果、市場では投機的な動きが強まり、最終的に1994年のメキシコ通貨危機、1997年のアジア危機、1998年のロシア危機につながった。

## 不安定な市場が投資機会を生む

こうした出来事が市場を混乱させたが、株式市場は最終的には上昇基調に復帰した。その理由の一つは、このような後遺症が金融当局を緩和政策に駆り立てたほか、一部の国では景気てこ入れや市場安定化のため財政出動が行われたことである。

市場の下落は痛みを伴うが、規律ある投資家にとっては市場の過剰反応に乗じるチャンスかもしれない。

例えば、欧州諸国の予算に関する不安からユーロは下落したが、その結果、中国など新興国向けの輸出価格が下がり、欧州の一部の国は輸出が伸びる可能性が高い。

すべての投資家は、全体の戦略が自らの長期目標に沿うように、ポートフォリオの枠組みの中でこうした投資機会を捉える必要がある。ファイナンシャル・アドバイザーは現在の市場環境に基づいた投資配分への調整を薦めるかもしれない。しかし、株式や債券のようにポートフォリオを構成する各資産クラスの中では、効率的なリサーチによって投資機会のある分野を察知することは常に可能である。

株式市場はこれまで危機の後遺症から立ち直ってきた  
グローバル株式市場



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6月30日まで。MSCI ワールド・インデックスのデータ。投資家はインデックスに直接投資することはできません。

出所：ブルームバーグ、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<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41兆円<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2兆8,424億円<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. 2010年6月30日現在。米ドル建資産額は約4,577億米ドル。円換算金額の為替換算レートは1米ドル=88.49円（2010年6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6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](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。