

マンスリー 投資情報

2011 5
May

CONTENTS

■投資環境

経済動向	3
市場動向	9

■投資行動

国内債券	11
国内株式	12
外国債券	13
外国株式	14
アセットアロケーション	15
海外情報	16

■今月のトピックス

変わりゆく証券取引所	17
------------------	----

AD092B-11-0030

新しいクオリティへ、新しいスピードで。『リそな』

HUMAN COMMUNICATION



◆ ご注意いただきたいこと（必ずご覧ください） ◆

企業年金制度（適格退職年金制度、厚生年金基金制度、確定給付企業年金制度、非適格退職年金制度など）にかかる年金信託契約等については以下の内容を十分にお読みください。

➤ 年金信託契約に関するリスク

- 年金信託契約では、お客さまの信託財産を各種の年金投資基金信託受益権等を通して、または直接に、投資対象である株式、公社債、外貨建て証券、不動産等に投資し、または貸付金として貸し付けるなどして運用します。これら投資対象は価格変動を伴うため、以下のような場合に元本の欠損が生じるおそれがあります。
 - ・ 株式相場、金利水準、為替相場、不動産相場、商品相場、その他金融商品市場における株価指数等の指標の変動に伴い、運用対象である有価証券等（投資信託、投資証券、預託証券、受益証券発行信託の受益証券等も含む。以下同じ。）の価格が変動する場合
 - ・ 有価証券等の発行者や保証会社等、または貸付金や貸付有価証券（現金担保の再運用を含む）の貸出・運用先の業務や財産状況の変化に伴い運用対象である有価証券等の価格が変動する場合
 - ・ 一般信用取引の取引相手となる証券会社の業務や財産の状況に変化が生じた場合
- 為替オーバーレイ運用および一般信用取引では、売り建てた通貨や株式の価格が予想とは反対に変化したときの損失が限定されていません。

➤ 年金信託契約のお客さまにご負担いただく費用

お客さまには、信託契約に基づき①および②の費用を、業務委託契約等に基づき③の費用をそれぞれの費用に係る消費税等と共にご負担いただきます。なお、これらの費用は信託財産の中からいただくか、またはお客さまにご請求します。（費用の詳細については弊社にお問い合わせください）

① 信託契約期間中にご負担いただく費用

項目	内容
信託報酬 (信託財産の運用・管理にかかる費用)	信託財産に対して信託報酬率を乗じて計算します。信託報酬率は、お客さまからご提示いただく信託財産の運用指針、信託財産額等に応じて個別に決定するため記載することができません。
投資対象に係る手数料等	ヘッジファンド、ファンド・オブ・ヘッジファンズ等への投資にあたっては、当該ファンド等の組成費用、信託報酬等がかかる場合があります。また、投資事業有限責任組合や匿名組合等への出資にあたっては、組合等の監査費用、売買手数料、郵送費、振込手数料、弁護士費用等がかかる場合があります。これらの手数料等は種類が多岐に亘り、また運用状況等により異なるため、事前に料率、上限額またはその計算方法の概要等を記載することができません。
信託事務の処理に要する手数料等	有価証券売買委託手数料、株式分割手数料、名義書換手数料、外国証券の取得管理費用、有価証券保管手数料、信託財産留保金その他費用が発生しますが、これらは信託財産の運用状況、保管状況等により異なるため、事前に料率、上限額またはその計算方法の概要等を記載することができません。

② 信託契約解除時にご負担いただく費用

早期解除手数料	契約締結の日から最長5年以内（契約種別により異なります）に契約の解除の申し出があった場合には、契約解除日における信託財産に対して、6.0%を上限とする料率を乗じて計算する早期解除手数料をご負担いただきます。
---------	---

③ その他年金制度の運営等に関してご負担いただく費用

弊社がお客さまの年金制度の幹事受託機関として年金制度の管理や資金のとりまとめを担当する場合には、委託を受ける業務の内容に応じて手数料をご負担いただきます。この手数料は委託を受ける業務の内容により異なるため、事前に料率、上限額またはその計算方法の概要等を記載することができません。

➤ 年金信託契約に関してご注意いただきたい事項

- 年金信託は、元本及び収益が保証されていない実績配当型の商品であり、損益はすべてお客さま等に帰属します。また、本商品は預金保険の適用は受けません。
- 弊社は正当な事由があるときは、お客さまに対する1ヶ月前の予告により受託者の任を辞することができます。また、信託目的の達成または信託事務の遂行が著しく困難になった場合には、お客さまへの通知により信託契約は終了します。
- 新株予約権、取得請求権等が付された上場有価証券等ならびにオプション等一部の派生商品については権利行使期間に制限があります。また、貸株取引の対象株式は議決権行使に制限を受ける場合があります。
- 投資事業有限責任組合や匿名組合等に出資する場合、出資持分の譲渡や担保差入れは当該組合等の運営者（無限責任組合員等）の事前の同意を要する等の制約を受けることがあります。
- ファンド・オブ・ヘッジファンズ等は解約通知をいただいてから資金化までに6ヶ月程度を要することがあります。
- 為替オーバーレイ運用および国内株式ならびに外国株式のエンハンスド・アクティブ運用では、為替オーバーレイの対象資産残高、および国内株式ならびに外国株式の投資元本を上回る取引を行うことがあります。

商 号 等：株式会社りそな銀行

日本：震災影響で経済指標は軒並み悪化

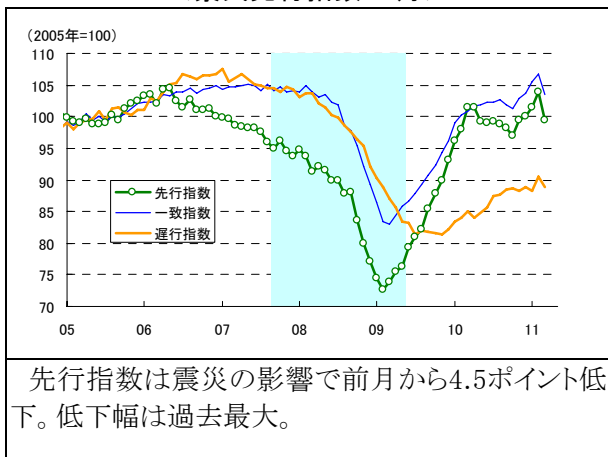
日本のマクロ指標は、震災の影響により多くが単月で過去最大の落ち込みを記録しました。

3月の鉱工業生産指数は、前月比▲15.3%と低下しました。中でも輸送機械（除く鋼船・鉄道車両）の生産は同▲49.2%と前月からほぼ半減しました。生産予測指数は4月以降の緩やかな回復を示していますが、生産設備の回復には一定の時間を要することや夏場の電力供給の制約から、生産の正常化は秋口以降とみられます。また、生産が大きく落ち込んだ結果、実質輸出は同▲8.0%と減少しました。

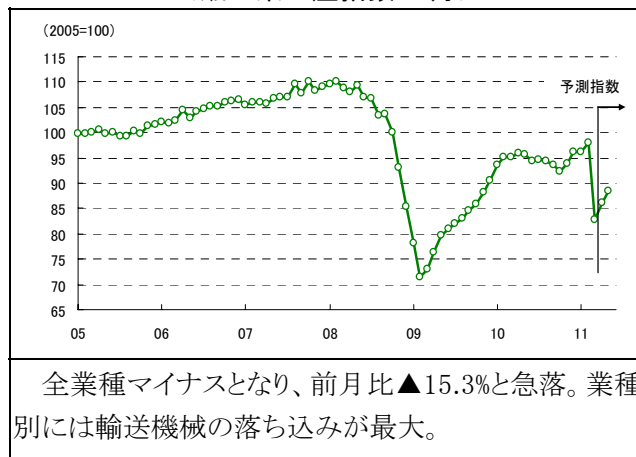
一方、需要サイドでは、3月の消費者態度指数や景気ウォッチャー調査など、家計のセンチメントが大幅に悪化し、消費総合指数（実質）は同▲3.2%と大幅に減少しました。

先行き、7－9月期以降のGDPは輸出の持ち直しや復興需要でプラスに回復する見通しです。一方で、雇用・所得環境の悪化が予想され、消費の停滞が続く可能性が高まっています。また、夏場の電力不足の問題や原発事故の収束、第二次補正予算の行方等が、当面の景気見通しの不透明要因として残ります。

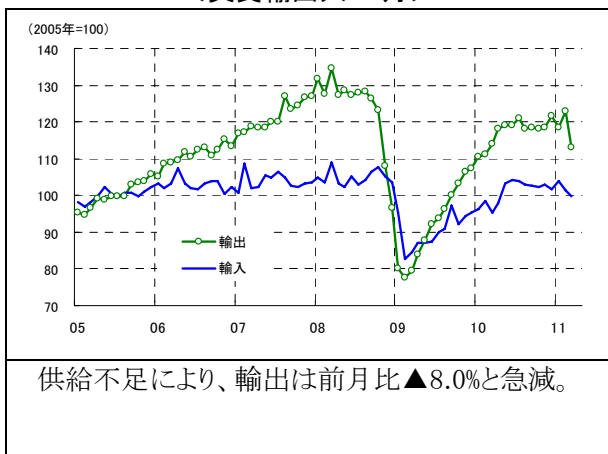
＜景気先行指数：3月＞



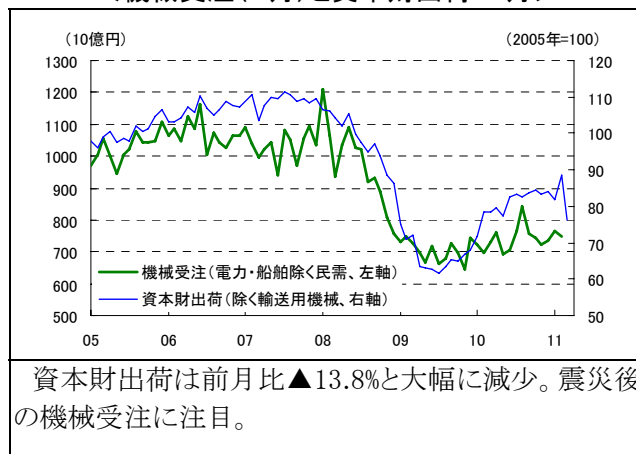
＜鉱工業生産指数：3月＞



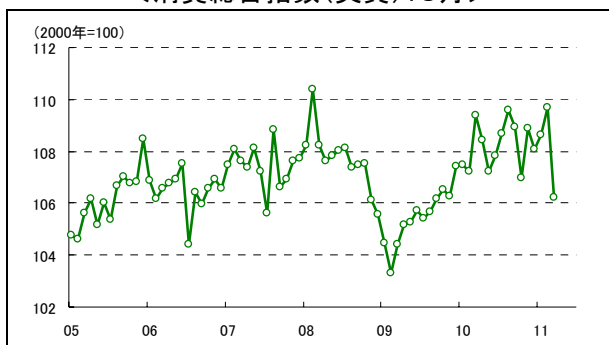
＜実質輸出入：3月＞



＜機械受注(2月)と資本財出荷：3月＞

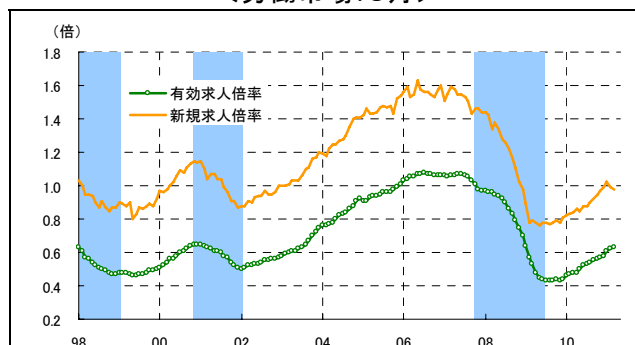


＜消費総合指数(実質):3月＞



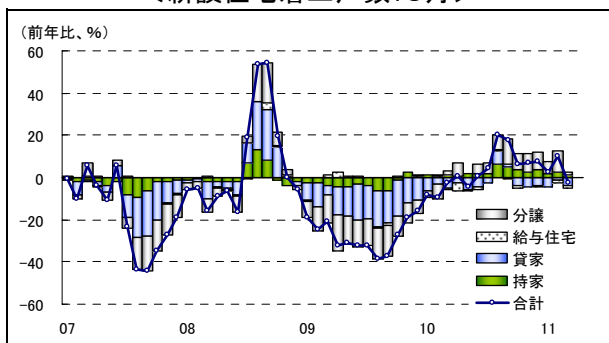
前月比▲3.2%と下落し、1-3月期では前期比横ばい。

＜労働市場:3月＞



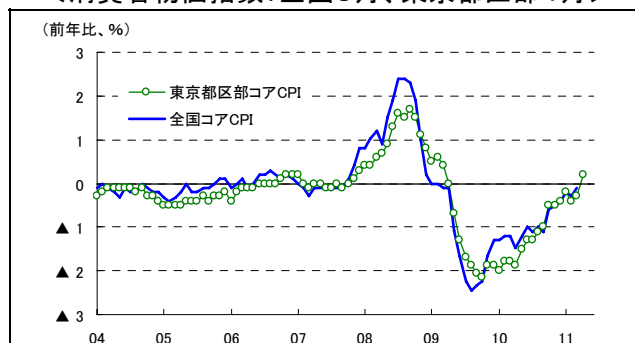
雇用の先行指標である新規求人倍率が2ヵ月連続で悪化。

＜新設住宅着工戸数:3月＞



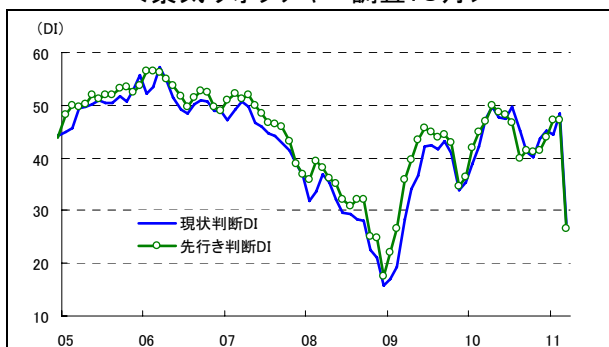
10ヶ月振りに前年比マイナス。今後、震災の影響が顕在化へ。

＜消費者物価指数:全国3月、東京都区部4月＞



東京都区部は09年3月以来のプラス転換。

＜景気ウォッチャー調査:3月＞



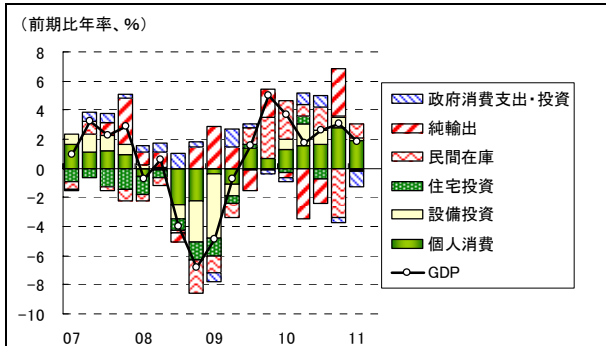
現状判断DIは、前月から20.7ポイント下落と、過去最大の落ち込み幅を記録。

米国：景気拡大継続。但し、先行指標の改善モメンタムが鈍化。

景気の先行指標であるISM製造業新規受注指数（4月）は、61.7と2ヶ月連続で低下、非製造業の同指数も52.8と、景気の二番底が懸念された昨年8月の水準まで低下しました。景気拡大を示す50を超えているとはいえ、ガソリン価格の高騰を受け、輸送サービス業や小売業を中心に回復モメンタムが鈍化しています。他方、4月の非農業部門雇用者数は前月から+24.4万人増と、3ヶ月連続で20万人以上の雇用増加となりました。しかし、より足元の雇用情勢が反映される新規失業保険申請件数をみると、4/30までの週で47.4万件と3週連続で増加しており、雇用の回復モメンタムにも既に幾分、鈍化がみられます。

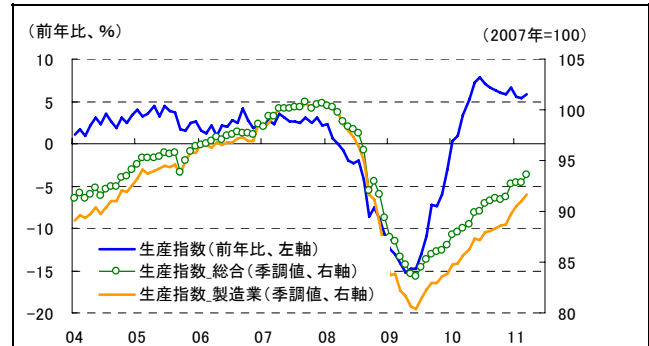
景気は、その回復ペースとガソリン価格の動向が綱引きをするような状況にあります。また、政策面では、金融緩和の継続がはっきりした一方で、これまで景気支援要因だった財政政策の巻き戻しが、年後半には景気下押し要因になるとみられます。景気拡大のペースは、やはり極めて緩慢なものになると予想をしています。

＜景気先行指数：1－3月期＞



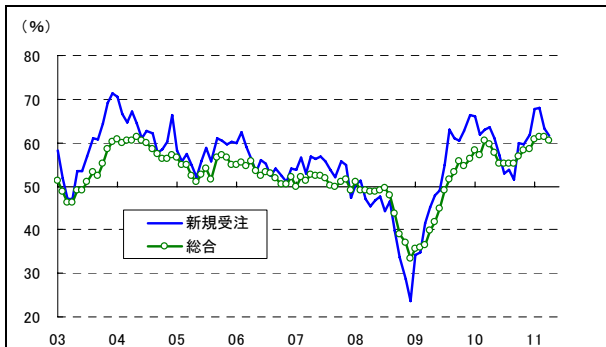
1－3月期実質GDP成長率は、悪天候要因による消費鈍化などから、前期比+1.8%と減速。

＜鉱工業生産指数：3月＞



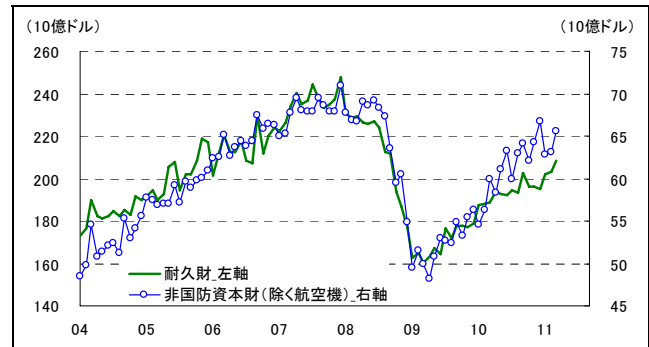
製造業指数は、9ヶ月連続で上昇。

＜ISM製造業景況感指数：4月＞



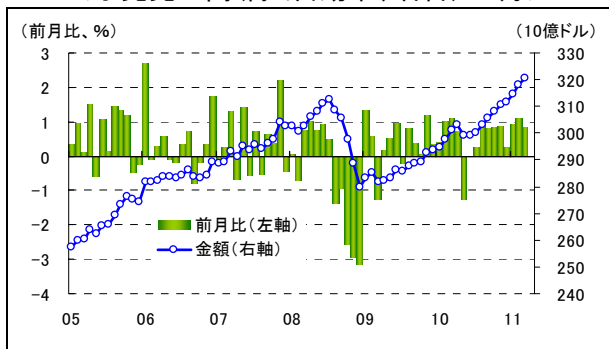
総合指数は前月から▲0.8ポイント低下。新規受注指数は▲1.6ポイント低下。

＜耐久財受注：3月＞



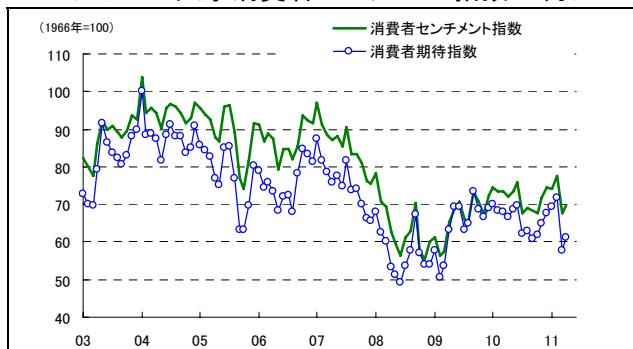
非国防資本財（除く航空機）受注は、前月比+3.7%と2ヶ月連続で増加。

＜小売売上高(除く自動車、名目):3月＞



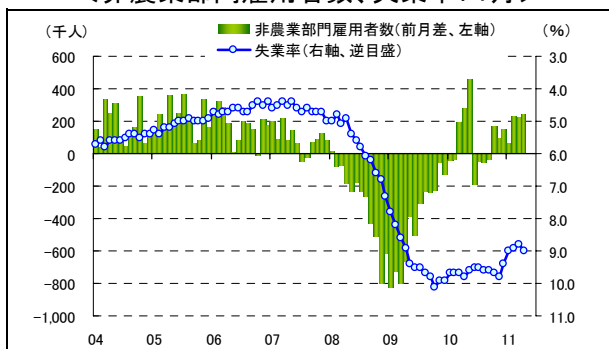
価格要因もあるものの、9ヶ月連続で増加。

＜ミシガン大学消費者センチメント指数:4月＞



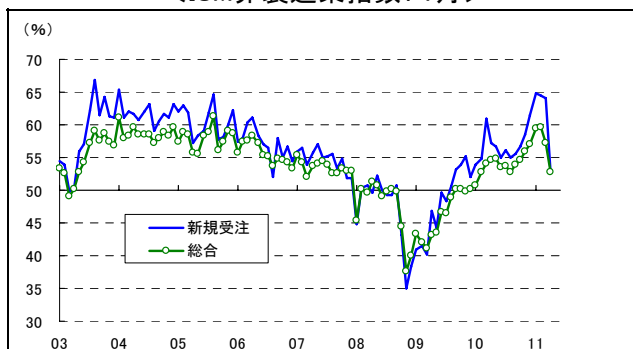
ガソリン価格上昇を背景に、期待指数は低水準。

＜非農業部門雇用者数、失業率:4月＞



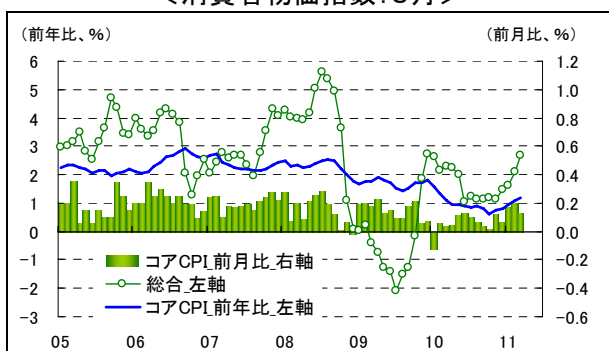
非農業部門雇用者数は7ヶ月連続で増加。失業率は5ヶ月振りに上昇。

＜ISM非製造業指数:4月＞



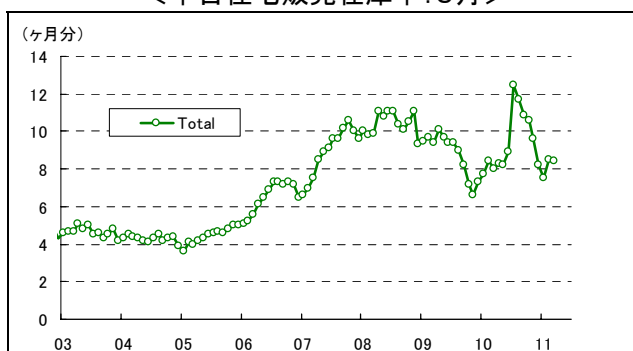
総合指数は前月から▲4.5ポイント低下。新規受注指数は▲11.4ポイント低下。

＜消費者物価指数:3月＞



コア指数は前年比+1.2%と、上昇率が6ヶ月連続で拡大。

＜中古住宅販売在庫率:3月＞



在庫は増加したものの、販売も増加し、在庫率は2ヶ月振りに低下。

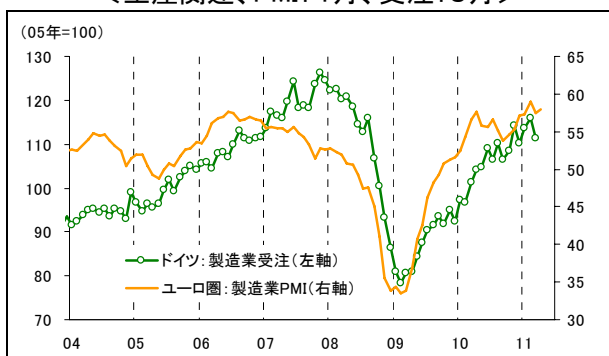
ユーロ圏：企業部門は堅調。家計部門は回復に足踏み。

ユーロ圏の経済指標をみると、新興国需要を取り込んでいる企業部門では堅調な景気回復の継続が示された一方で、家計部門では回復に足踏みがみられることが示唆されました。

ドイツの3月の製造業受注は、海外向けを中心に、前月比▲4.0%と3ヶ月振りに減少したものの、ユーロ圏全体でみた4月の製造業PMIは、58.0と2ヶ月振りに上昇し、製造業を中心とした企業部門の堅調な回復が続いていたものとみられます。しかし、ユーロ圏の3月の実質小売売上高指数は、前月比▲1.0%と3ヶ月振りに低下しました。また、3月の新車販売台数は同横ばい、消費者信頼感指数も、2ヶ月連続で低下するなど、改善に足踏みがみられます。また、3月の失業率は、ドイツでは低下したものの、スペインでは3ヶ月連続で上昇しました。ユーロ圏全体では9.9%で横ばいながら、その実態としては、域内の景況感格差拡大が示されました。

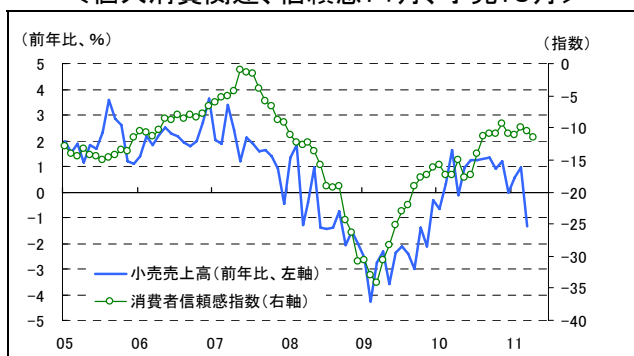
消費者物価総合指数は、前年比+2.8%と5ヶ月連続でECBの政策目標上限である同+2.0%を上回り、ECBは6月の利上げこそ示唆しなかったものの、緩やかな正常化のサイクルが続く公算です。

＜生産関連、PMI:4月、受注:3月＞



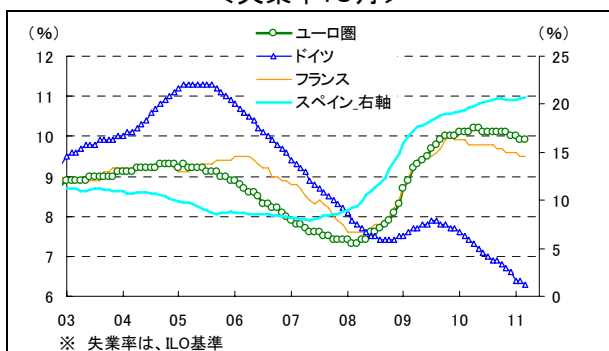
ドイツ製造業受注は3ヶ月振りに減少。ユーロ圏製造業PMIは2ヶ月振りに上昇。

＜個人消費関連、信頼感:4月、小売:3月＞



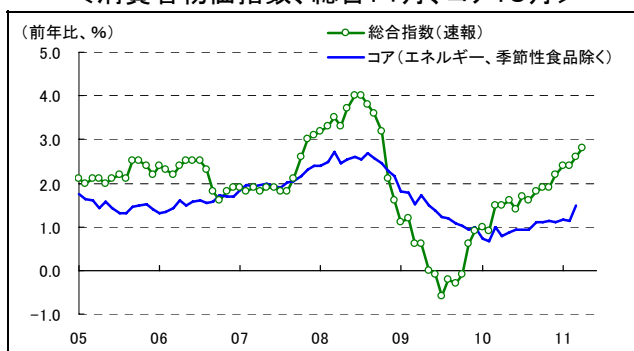
消費者信頼感は2ヶ月連続で低下。小売売上高は、前年比で09年11月以来の大幅マイナス。

＜失業率:3月＞



ドイツ低下、フランス横ばいで、全体では横ばい。スペインは3ヶ月連続で上昇。

＜消費者物価指数、総合:4月、コア:3月＞



3月の総合指数は前年比+2.8%と4ヶ月連続で上昇幅拡大。コア指数は同+1.5%。

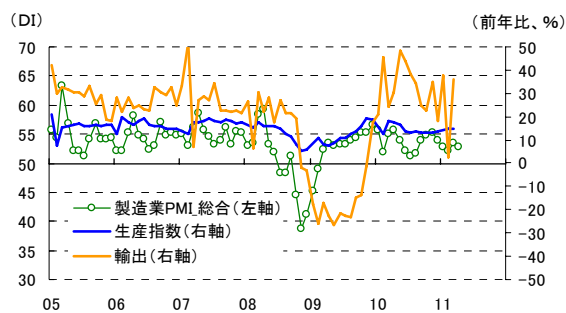
中国：インフレが再加速するも、景気減速の兆候も

中国の経済指標は、インフレが再加速している一方で、景気減速の兆候も見られる内容となりました。

3月の全国CPIは前年比+5.4%となり、前月より加速しただけでなく、2008年7月以来の高い伸び率となりました。食品・非食品の両方で伸び率が加速しているのが懸念されます。ただし、3月CPIの上昇率加速は2010年3月の物価水準が同年2月と比べて低かったことも一つの原因であり、前月比では▲0.2%と9ヶ月ぶりに下落に転じているなど、当局の物価抑制政策が一定の効果をあげていることが示唆されます。また不動産価格に関しても、主要70都市の新築住宅価格上昇率は平均して鈍化が続いています。さらに、4月の製造業PMIは、52.9と景気拡大・縮小の分岐点である50を上回ったものの、前月から下落しました。

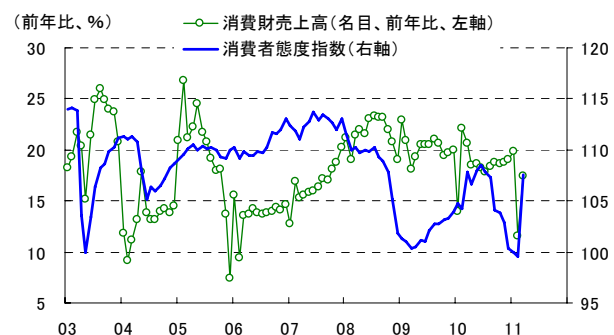
引き締め政策に加えて海外景気の減速もあり、中国景気も鈍化の兆候を見せています。一方で、インフレリスクはまだ後退したわけではなく、当局はインフレ抑制を最優先課題とする方針を改めて強調しています。当面は、景気を腰折れさせない範囲での引き締めの政策が続くと見込まれます。

<生産関連指標、PMI:4月、生産、輸出:3月>



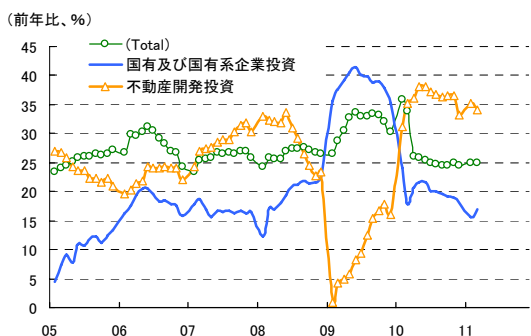
輸出、生産指数の伸び率は前月より加速したものの、製造業PMIは下落。

<個人消費関連指標:3月>



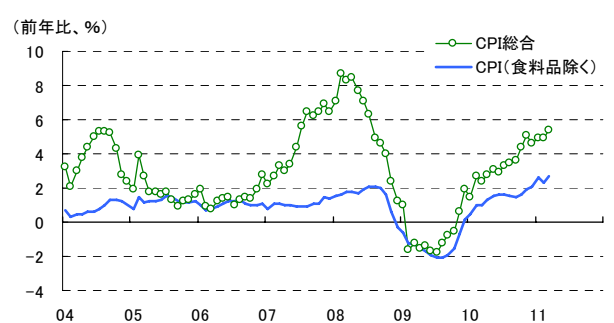
消費財売上高は、旧正月の影響で前月は減速していたが、今月は再び加速。

<都市部固定資産投資:3月>



不動産開発投資の増加ペースは小幅減速、全体では横ばい。

<消費者物価指数:3月>



CPI総合は前年比+5.4%と伸び率が加速。食品除くCPIの伸び率も加速。

債券市場：景気回復鈍化、米金融緩和長期化観測の高まりにより、日米独の長期金利は低下 為替市場：米短期金利低下で、ドルがユーロ、円に対して下落

4月の米長期金利は、米景気の重要な先行指標である新規失業保険申請件数の増加をきっかけに、景気回復モメンタム鈍化、金融緩和継続との見方が強まり、低下しました。また、ドイツの長期金利も、欧州中央銀行(ECB)の利上げを受け、短期金利のレンジは切り上がったものの、米金利低下(≒グローバル景気回復モメンタム鈍化)を受け、低下しました。他方、欧州周縁国では、中旬に、ドイツ財相がギリシャの債務再編を容認する発言をしたという報道がきっかけとなり、投資家の不安が再燃、周縁国債の対独スプレッドは拡大しました。ただ、スペインの国債価格は安定しており、グローバル金融市場のシステミック・リスクが懸念されるような事態には至りませんでした。国内長期金利は、月末に米格付け会社による格付け見通しの引き下げがあったものの、基本的には海外金利に追随した動きとなり、低下しました。

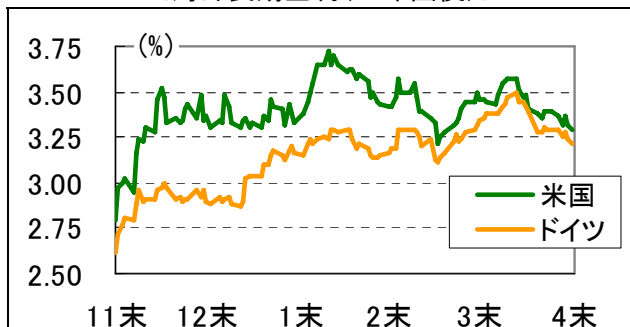
為替市場では、米金利低下を受け、ドルが円、ユーロに対して下落しました。特にユーロは、ECBによる利上げ、金利先高感も追い風となり、対ドルで大きく上昇しました。

<国内長期金利(10年国債)>



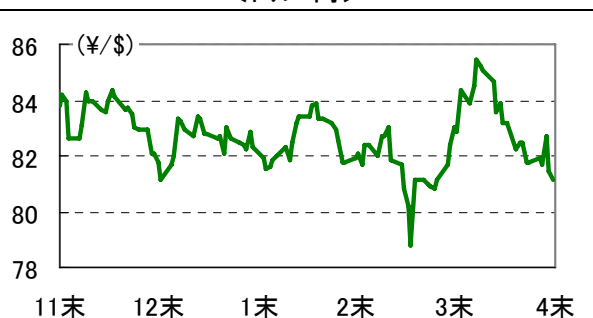
海外金利低下を受け、低下。

<海外長期金利(10年国債)>



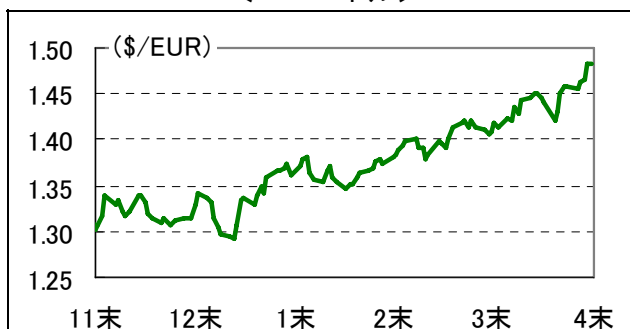
米独金利は低下。

<ドル・円>



米金利低下を受け、1ドル=81円台まで下落。

<ユーロ・ドル>



月末で1ユーロ=1.48ドルと09年12月以来の水準まで上昇。

株式市場：企業の好決算を受け米欧株は上昇、日本株は不透明感から下落

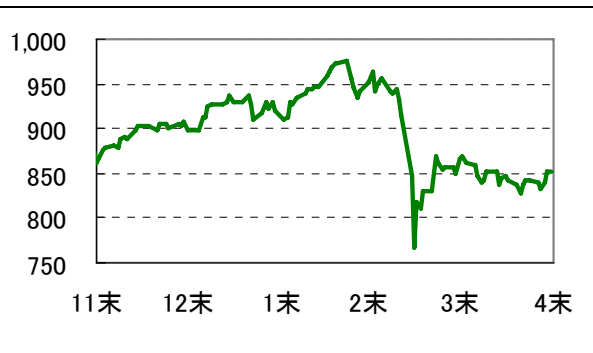
4月の株式市場では、企業の好決算を受けて米国・欧州の株価は上昇しましたが、日本株は原発事故の長期化や、電力不足、サプライチェーン寸断が企業業績に与える悪影響などが懸念され、下落しました。

上中旬は、米中マクロ指標は、グローバル景気の堅調な回復を示唆したものの、5日に中国人民銀行が、昨年10月以来4度目となる利上げを行ったこと、米国でも金融緩和の早期解除観測が台頭したことから、上値の重い展開となりました。

しかし、下旬には、欧米企業が予想を上回る決算を相次いで発表し、企業部門の好調さが確認されたことで欧米株は上昇しました。加えて、27日のFOMCで、量的緩和第二弾終了以降も金融緩和が継続されることが確認され、政策を巡る不透明感が払拭されたことも、株価の支援材料となりました。

日本株は、原発事故の長期化・深刻化や企業業績の不透明感から、月初から下落基調で推移しました。また、月末の米国株の上昇はポジティブだったものの、同時に米緩和継続により、円安期待も低下し、海外株の上昇には追従できませんでした。

<TOPIX>



原発事故長期化懸念や企業業績の不透明感から下落。

<S&P500>



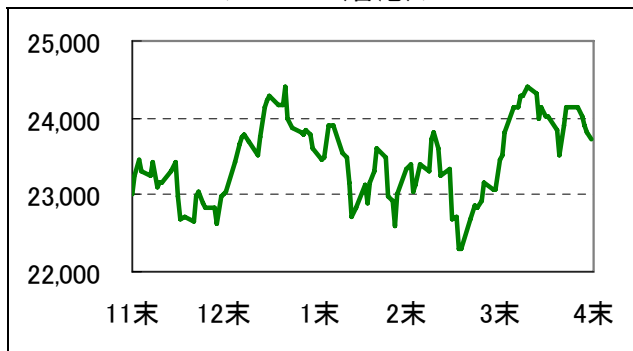
企業の好決算や金融政策の不透明感払拭を受けて上昇。

<DAX>



企業の好決算や金融政策の不透明感払拭を受けて上昇。

<ハンセン(香港)>



中国景気の持ち直し期待から上昇するも、物価上昇と引き締め強化懸念から上げ幅を縮める。

	2011.04	2011.05	2011.06	四半期	通期
基準価格騰落率(%)	0.35			0.35	0.35
ベンチマーク騰落率(%)	0.39			0.39	0.39
超過収益率(%)	▲ 0.04			▲ 0.04	▲ 0.04

< 4月の投資行動 >

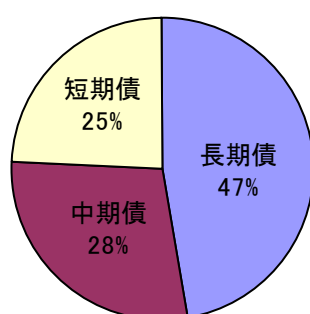
機動的に割安ゾーンへの入替えを実施、事業債のオーバーウェイトを若干引下げ

月前半の10年国債利回りは、震災復興に伴う国債増発懸念、米国長期金利の上昇、などを背景に、一時1.35%近くまで上昇しました。しかし月後半は、1次補正での国債発行見送り報道、米国長期金利の反転、などを背景に低下傾向となりました。月末の利回りは1.20%となりました。

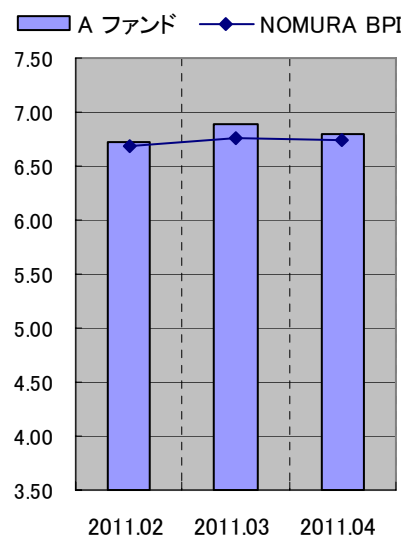
このような環境のなか、満期構成では、年限毎の魅力度への評価に基づき、4月上旬に中・超長期ゾーンから長期ゾーンへの入替えを実施しました。中旬以降は、長期ゾーンから中・超長期ゾーンへの入替えを実施しました。

また、種別構成では、一部事業会社の保有ウェイトを調整し、事業債のオーバーウェイトを若干引下げました。

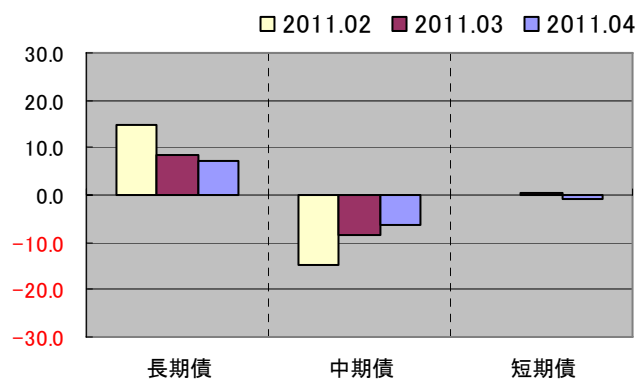
満期別構成比



修正デュレーションの推移

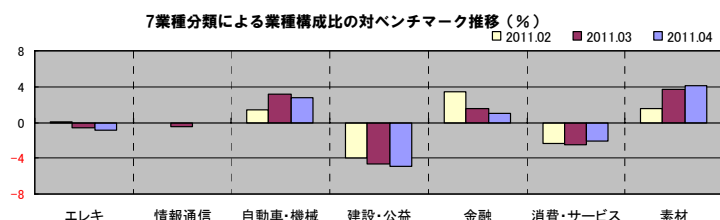


満期別構成比の対ベンチマーク比の推移 (%)



<株式ロAファンド(市場型)>

	2011.04	2011.05	2011.06	四半期	通期
基準価格騰落率(%)	▲ 0.46			▲ 0.46	▲ 0.46
ベンチマーク騰落率(%)	▲ 2.01			▲ 2.01	▲ 2.01
超過収益率(%)	1.55			1.55	1.55



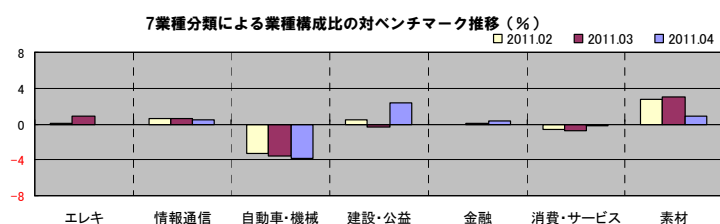
<4月の投資行動>

業績見通しの良い銘柄を購入

堅調な業績が予想される銘柄や過度に悪材料を織り込んだと判断される銘柄を購入しました。アジアでの炭素繊維需要拡大による収益増が見込まれる東レ、割安感のある東芝や大東建託の組み入れ、ウェイトアップを行いました。一方で、震災の影響が懸念される自動車株の保有比率を引き下げました。

<株式ロFファンド(割安株ーリサーチ)>

	2011.04	2011.05	2011.06	四半期	通期
基準価格騰落率(%)	▲ 1.86			▲ 1.86	▲ 1.86
ベンチマーク騰落率(%)	▲ 2.01			▲ 2.01	▲ 2.01
超過収益率(%)	0.15			0.15	0.15



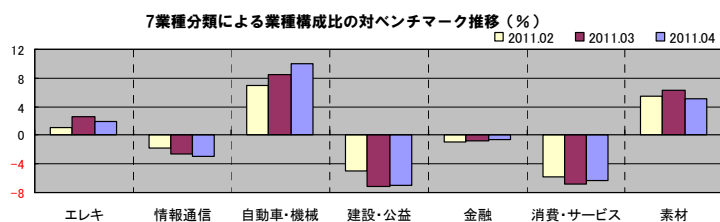
<4月の投資行動>

割安で収益力堅調な銘柄に投資

企業の実力以上に売り込まれ、割安感が強まったと判断した銘柄を購入しました。具体的には、不動産賃貸事業の収益性が堅調で業績回復が見込まれる住友不動産を新規で組み入れました。一方で、思惑的な材料で株価が上昇し、割安感が無くなったと判断した銘柄を売却しました。

<株式ロHファンド(成長株)>

	2011.04	2011.05	2011.06	四半期	通期
基準価格騰落率(%)	▲ 0.99			▲ 0.99	▲ 0.99
ベンチマーク騰落率(%)	▲ 2.01			▲ 2.01	▲ 2.01
超過収益率(%)	1.02			1.02	1.02



<4月の投資行動>

収益成長の期待が高い銘柄を組み入れ

新興国での産業用ベアリングや自動車用電動パワーステアリングの需要拡大によって、業績伸長が見込まれる日本精工、多業態展開による出店拡大とネット販売の成長により、売上増加が見込まれ、また経営効率化による収益性の改善も期待できるユナイテッドアローズを購入しました。

	2011.04	2011.05	2011.06	四半期	通期
基準価格騰落率(%)	1.57			1.57	1.57
ベンチマーク騰落率(%)	1.40			1.40	1.40
超過収益率(%)	0.17			0.17	0.17

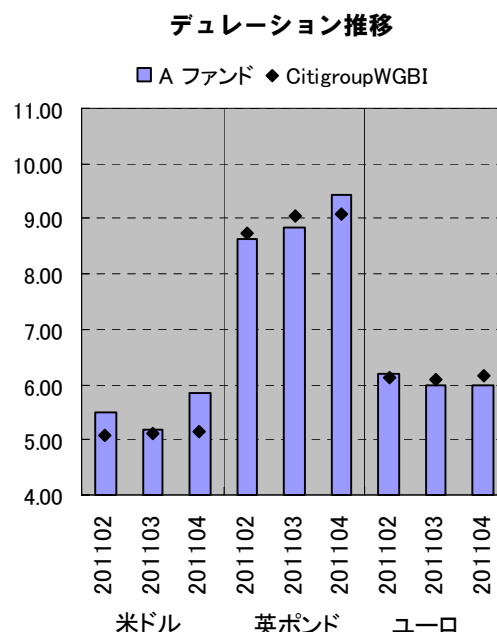
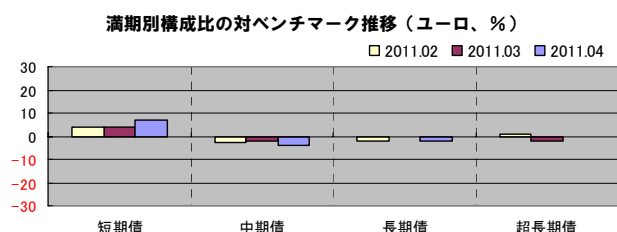
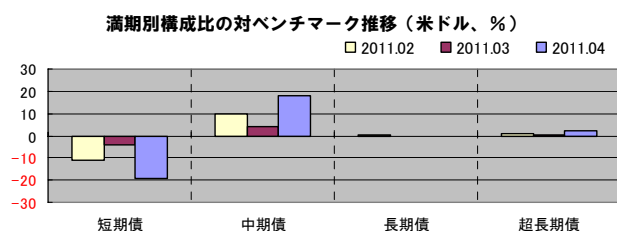
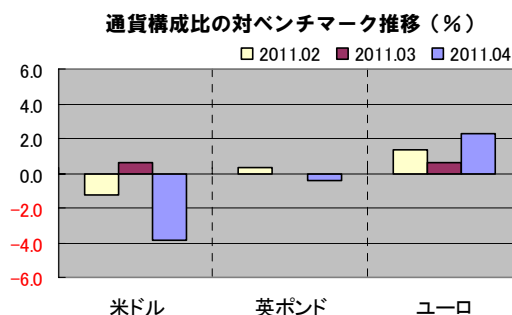
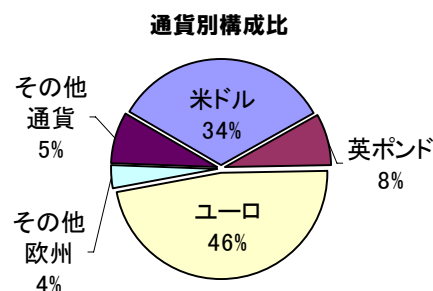
< 4月の投資行動>

デュレーションは米英を長期化、通貨配分は米ドルをアンダーウェイトへ

3.47%で始まった米国10年国債利回りは、原油高の加速などを背景に一時3.60%まで上昇しました。しかし、中旬以降は、大統領による長期的な財政赤字削減案の発表、市場予想を下回る消費者物価、などを受けて低下傾向となりました。月末の利回りは3.29%となりました。

為替市場では、米ドルが主要通貨に対し大きく下落しました。FRBが量的緩和第2弾完遂への渦中にある一方、ECBが約3年ぶりの利上げに動くなど、各国の金融政策の相違が背景にありました。

このような投資環境の下、デュレーションは金融政策の「出口戦略」をやや過度に織り込んでいるとの判断や、景気回復ペースの鈍化見通しから、米国、及び英国を長期化しました。通貨配分は、金融政策や景気への見通しから、米ドルをアンダーウェイトとし、豪ドル、カナダドル等の資源国通貨やユーロ等欧州通貨をオーバーウェイトとしました。



	2011.04	2011.05	2011.06	四半期	通期
基準価格騰落率(%)	2.15			2.15	2.15
ベンチマーク騰落率(%)	2.51			2.51	2.51
超過収益率(%)	▲ 0.36			▲ 0.36	▲ 0.36

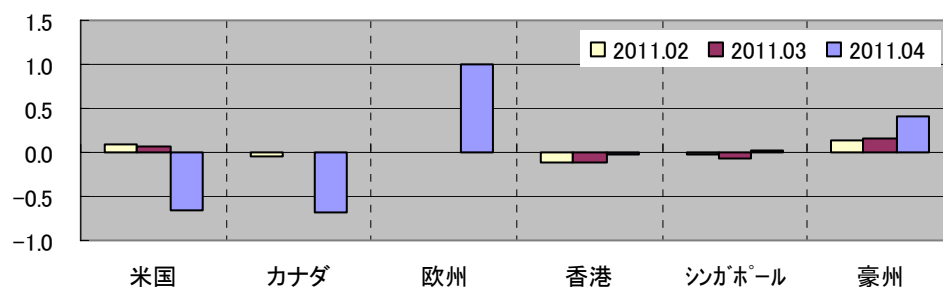
< 4月の投資行動>

地域配分は、米欧、他地域とも中立を維持、個別銘柄では競争優位性のある銘柄を組み入れ

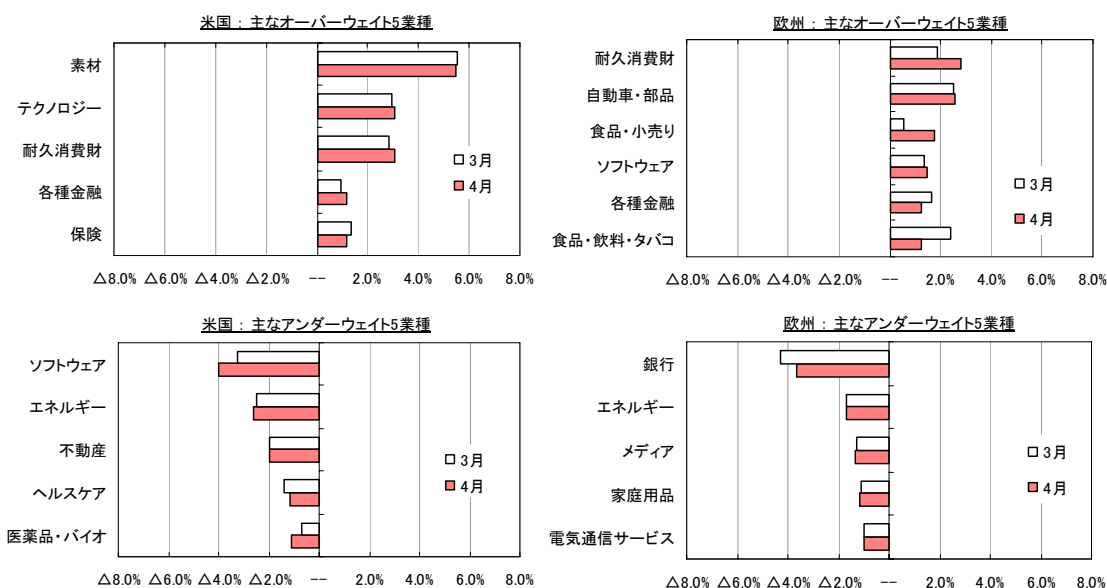
米欧株式市場は月初の堅調な経済指標を受けて上昇して始まりましたが、米素材企業四半期決算での市場予想を下回る売上高、S&Pによる米国債格付見通しの引き下げ、などを受けて中旬に反落しました。しかしその後は、好調な内容の四半期決算が相次ぎ、再び上昇傾向となりました。FRB議長が量的緩和第2弾完遂後もバランスシートを一定に保つと発言したことも好感されました。

投資行動については、景気回復のスピードや信用不安への懸念に若干温度差があるものの、地域間で株価動向に大差はないとの判断から、米欧、他地域とも地域配分を中立に維持しました。また、銘柄選択においては独自モデルを活用して割安と判断される銘柄の組み入れを実施するとともに、企業訪問を中心としたリサーチに基づき、競争優位による業績伸長が期待できる銘柄に投資を行いました。

国別構成比の対ベンチマーク推移(%)



MSCI 24業種分類による対ベンチマーク構成比の推移(%)



<モデルポートフォリオにおけるアセットアロケーションの概念図>

		国内債券		国内株式		外国債券		外国株式	
		オーバー	アンダー	オーバー	アンダー	オーバー	アンダー	オーバー	アンダー
オーバー	高低								
ニュートラル	高低								
アンダー	高低								

<4月の資産配分方針：3月末時点の方針を維持>

(国内債券)

東日本大震災による打撃で景気は暫く低迷すると予想されます。株式の毀損、サプライチェーン寸断、原発事故、電力不足、などの影響を現時点で計ることは困難であり、不確実性が減じるまでの間は、市場の方向感が出にくいと予想されます。

しかし、復興需要や外需拡大が支えになると見られ、先行きの景気は持ち直していくと予想されます。大規模化が見込まれる第2次補正予算の財源問題も影響し、長期金利は次第に上昇気味の推移に移行していくと予想されます。

但し、①金融政策の「出口戦略」への転換が見通し難い環境が長引くと見られること、②海外に頼らずに財政資金を調達できる環境が崩れていないこと、などから、長期金利の上昇幅は限定的なものに留まると予想されます。一方、先行きの為替市場は、日米欧金融政策の「出口」への距離感などが影響し、円安傾向で推移すると予想されます(外貨建資産の収益率にとってプラス要因)。こうした判断の下、国内債券の資産配分をニュートラル低めとする方針を維持しました。

(国内株式)

東日本大震災による打撃で景気は暫く低迷すると予想されます。震災の影響を現時点で計ることは困難であり、不確実性が減じるまでの間は市場の方向感が出にくく、以前より変動性の高い相場環境が続くと予想されます。

しかし、復興需要や外需の拡大が支えになると見られ、先行きの景気は持ち直していくと予想されます。バリュエーションも割安圏にあると判断されることから、株価は次第に歩調に移行していくと予想されます。こうした判断の下、目先の株価変動性(=リスク)の高さや他資産の魅力度を考慮し、国内株式の資産配分をニュートラル低めとする方針を維持しました。

(外国債券)

中東・北アフリカの政情不安や東日本大震災に起因する不確実性が減じるまでの間は、市場の方向感が出にくいと予想されます。しかし、中東の政情不安が原油生産に深刻な打撃を及ぼすには至っておらず、投機主導と見られる原油高が持続する可能性は低いと判断されます。震災についても、日本は世界経済の牽引役ではなく、新興国をはじめとする景気回復の恩恵を受ける立場にあることから、世界経済に及ぼす影響は限定的なものに留まると予想されます。ユーロ圏の信用問題や中国の引き締め策の影響も警戒されますが、これらの問題についても、世界経済の腰折れに繋がるリスクは限定的と判断されます。信用問題は今後も曲折を経ると見られますが、巨額支援の枠組みやECBの流動性対策が寄与するなかで、金融システム全体の機能不全を招くには至らないと予想されます。中国の引き締め策についても、マネーストックの伸びが鈍化するなど、これまでの施策の成果が相応に表れるなかで、経済全般を強く下押するような急進的な利上げに追い込まれるリスクは限定的と判断されます。

リスク要因を抱えながらも世界経済は回復傾向を維持すると見られ、米国では輸出や生産が増加し、企業部門の改善が雇用に波及する動きが継続すると予想されます。米国景気は回復の自律性を次第に高めていくと見られ、先行きの米国長期金利は上昇気味の推移に移行していく(欧州主要国の長期金利も概ね同様)と予想されます。但し、①雇用環境の改善が見込まれるとはいっても、失業率の大幅低下には時間を要すると見られること、②需給ギャップが解消しないなかで、物価上昇も限定的な幅に留まると見られること、などから、FRBの利上げが視野に入るのはかなり先になる(バーナンキ議長が量的緩和第2弾完遂後も資産規模を一定に保つ意向を示すなかで、12年に至っても利上げには転じない)と予想されます。このため米国長期金利の上昇幅は限定的なものに留まる(ECBが利上げに転じた欧州の上昇幅は相対的に大きい)と予想されます。こうした判断の下、他資産の魅力度や為替見通し(「国内債券」参照)を考慮し、外国債券の資産配分をニュートラル高めとする方針を維持しました。

(外国株式)

中東の政情不安や東日本大震災に起因する不確実性が減じるまでの間は、市場の方向感が出にくいと予想されます。しかし、①世界経済は回復傾向を維持し、米国では景気回復の自律性が高まっていくと見られること、②FRBがゼロ金利政策を長く継続すると見られること、③バリュエーションにも割高感がないと判断されること、などから、先行きの米国株は緩やかな上昇傾向に移行していく(欧州主要国の株価も概ね同様に推移するが、ECBの政策転換などを背景に、上昇幅は相対的に小幅に留まる)と予想されます(「外国債券」参照)。こうした判断の下、外国株式の資産配分をニュートラル高めとする方針を維持しました。

		H22年度				H23年度			
		1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q
		オーバー	ニュートラル	アンダー	オーバー	ニュートラル	アンダー	オーバー	ニュートラル
国内債券	オーバー	高低							
	ニュートラル	高低							
	アンダー	高低							
国内株式	オーバー	高低							
	ニュートラル	高低							
	アンダー	高低							
外国債券	オーバー	高低							
	ニュートラル	高低							
	アンダー	高低							
外国株式	オーバー	高低							
	ニュートラル	高低							
	アンダー	高低							

米国債券

ブラウン・ブラザーズ・
ハリマン
(BBH)

4月の米国債券市場は上昇しました。4月初旬はインフレ懸念、欧州中央銀行(ECB)の政策金利引き上げ等により米国債の利回りは上昇しましたが、ECBが今後金利引き上げを遅らせることを示唆し、バーナンキ連邦準備制度理事会(FRB)議長が期待インフレ動向を注意深く見守る旨発言すると、利回りは急速に低下しました。月央を過ぎるとスタンダード・アンド・プアーズ(S&P)が、米国債の長期格付けの見通しを「安定的」から「ネガティブ(弱含み)」に変更したと発表しましたが、S&Pの発表した内容について特に新しい事実は出てこなかったため、市場への影響は限定的でした。4月26～27日には連邦公開市場委員会(FOMC)が開催され、6000億ドル規模の長期国債購入プログラムについては、従来からの予定通り6月末で終了することで合意しましたが、一方でFRBのバランスシートをすぐには縮小しないとの姿勢をバーナンキFRB議長はFOMC後の会見を通じて市場に浸透させました。4月に発表された経済指標は、概ね良好なものとなりました。雇用統計、消費者信頼感指数等良好なトレンドとなっており、全体としてみると、景気は確固たる足取りで回復しているとのFRBの見方と実際の経済指標とが一致しているものと考えます。

欧州債券

モンドリアン・
インベストメント・
パートナーズ

4月の欧州債券市場は上昇しました。ユーロ圏内では、周縁国が引き続き話題の中心となりました。ポルトガル、アイルランド、スペインはベンチマークに対してアンダーパフォームとなりましたが、ポルトガルは欧州連合(EU)、国際通貨基金(IMF)への金融支援要請を行ったことから下落し、スペインについても同様の要請を行うのではないかと市場での懸念から、ベンチマークを下回るパフォーマンスとなりました。ユーロ圏外では、ポーランドが通貨及び現地通貨建て債券ともに上昇し、ベンチマークをアウトパフォームしました。ポーランドでは食品・エネルギー価格上昇による物価上昇が見られますが、今のところ心配する水準までの上昇は見られていません。社債セクターはベンチマークをアウトパフォームし、金融セクターのパフォーマンスが一番良好でした。英国債については予想実質利回りが相対的に低いため保有しておりませんが、インフレの面から想定的に高いものと見ており、また政府支出削減の影響から当面英国経済の足取りは重いものと見ております。

外国株式MOM

ノーザン・トラスト・
グローバル・アドバイザーズ
(NTGA)

4月の外国株式市場は上昇しました。1～3月期の企業収益が予想を上回ったことから、ほとんどのグローバル株式市場で株価の上昇が見られました。S&Pによる米国債に対する格付見通しの「ネガティブ」への引き下げや、ギリシャの債務リストラに関する協議などから市場は乱高下する局面もありましたが、主要企業の堅調な業績により投資家の懸念は緩和され、市場は上昇しました。先進国とエマージング諸国とは、先進国の株式市場がアウトパフォームしました。先進国の地域別では、北米がアンダーパフォームとなる中、欧州がアウトパフォームしました。セクター別では、ヘルスケアと生活必需品セクターは堅調となり、エネルギー・セクターや情報技術セクターが軟調となりました。運用スタイル別では、グロース株がバリュー株をアウトパフォームし、時価総額別では大型株が小型株をアウトパフォームしました。金融政策ではECBが政策金利を引き上げ、FRBとイングランド銀行はそのまま据え置きました。ユーロはECBが利上げを継続するのではとの思惑が一部影響したことから、米ドルに対して上昇しました。金の価格は上昇し、1オンス当たり1500ドルとなりました。原油も1バレル当たり112ドル近辺まで上昇となりました。

エマージング株式

エマージング・マーケット・
マネジメント
(EMM)

4月のエマージング株式市場は上昇しました。ハンガリー、チェコ、トルコ、ポーランドはそれぞれ10%を超える上昇となりましたが、ハンガリーは鉱工業生産が予想を上回ったため、チェコは購買担当者指数が強い数値であったため、トルコでは原油価格の急激な上昇に対する懸念が薄らいだため、またポーランドでは2010年の財政収支が予想ほど悪くなかったため、それぞれ高いパフォーマンスとなりました。一方で、エジプト、ペルーは5%を超す下落となりましたが、エジプトは引き続き政治的に不安定な状態が続いており、またペルーでは6月の大統領決選投票に向けて、左翼のフマラ候補が選挙に勝つかもしいないことに対して市場は懸念を抱き、それぞれの市場は下落し、アンダーパフォームとなりました。エマージング諸国でのインフレ動向と今後の金融引き締め度合いは、投資家の懸念材料となっています。エマージング諸国の政策担当者は、自国の通貨高をインフレ抑制の適切な手段として容認し始めており、そのため2011年は高通貨が市場を動かす主要な要因になる可能性もあると考えています。市場は不確定要因の多くを株価に織り込んでおり、更なる金利引き上げを予測しているように見られます。

変わりゆく証券取引所

1 はじめに

“We are Not Going to get into the Mud”(我々は泥仕合には組みしない) というニューヨーク証券取引所のニーダラウアーCEOの言葉が、4月11日付けのウォールストリートジャーナルの見出しに踊りました。これは、2月15日に発表されたニューヨーク証券取引所を運営するNYSEユーロネクストとドイツ証券取引所の経営統合を阻止するために、ナスダックOMX、インターコンティネンタル取引所が共同で、4月1日にNYSEユーロネクストに対して買収提案したことを受けての発言でした。結局、5月16日に独占禁止法への抵触懸念から買収断念が報じられています。また、4月8日にオーストラリアにおいては、スワン財務相が、2010年10月に合意されたシンガポール取引所によるオーストラリア証券取引所の買収は国益に反するとして、認可しないことを表明しました。遡る2月9日には2007年6月にイタリア証券取引所を買収したロンドン証券取引所が、今度はトロント証券取引所と合併する事が発表されました。日本においては、3月3日に東証がNYSEユーロネクストと取引ネットワークの相互接続を検討することが発表されました。そして、3月10日には東京証券取引所と大阪証券取引所が2012年秋の統合を目指して協議に入ることが明らかになりました。ここ数ヶ月のニュースだけを拾ってみても、世界的な取引所を取り巻く環境の変化を伝える報道がなされています。そこで今回は、これらのニュースの背景についてご紹介したいと思います。

2 代替執行市場の出現

歴史的に各国の取引所は公共性重視の観点から非営利団体として運営され、日本においても旧証券取引法第80条1、2項、第86条において、証券取引所を会員組織の非営利法人に限定していました。そして、全ての取引は証券取引所において売買されることが義務付けられていました。しかし、金融ビッグバン推進のために1998年12月に施行された「金融システム改革のための関係法律の整備等に関する法律」により取引所集中義務が撤廃され、証券会社によって運営される代替執行市場の導入が認められました。

代替執行市場とは証券取引所以外の取引市場の総称で、欧米においては既存の証券取引所を駆逐しシェアを急激に増加させています。2011年1月の取引所別出来高を表した右の表が示すように、米国株式の半数以上の取引はニューヨーク証券取引所、ナスダック証券取引所以外の市場にて売買が行われております。欧州においても同様の傾向があり、ロンドン証券取引所は60%、ドイツ証券取引所、ユーロネクストパリ取引所は70%程度のシェアとなっております。注文フローの多い市場での執行は約定確度を高め、注文が注文を呼ぶことから、各執行市場は流動性を高める方策を図っています。この例として、執行市場への注文送信、執行市場からの約定返信の速度を高めるためのシステム構築(低レイテンシー化)、執行市場が注文にかけの手数料の引下げ(場口銭引下げ)、流動性の供給となる指値注文を出す投資家に対して執行市場が現金の支払い(リベート)、注文フローの状況(板情報)を公表しないで秘匿性を担保する(ダークプール)などがあります。

市場	平均日次 出来高 (億株)	シェア (%)
ニューヨーク証券取引所	21.70	26.6%
ナスダック証券取引所	14.70	18.0%
Direct Edge	8.70	10.7%
BATS	8.50	10.4%
Gross Finder(クレディースイス)	2.30	2.8%
SigmaX(ゴールドマンサックス)	1.25	1.5%
Kinght Link	1.08	1.3%
Getco Execution Services	1.04	1.3%
Level	0.62	0.8%
MS Pool(モルガンスタンレー)	0.60	0.7%
LX(バークレイズ)	0.55	0.7%
Instinet	0.36	0.4%
Liquidnet	0.43	0.5%
その他市場(店内クロスなど)	19.77	24.2%
米国株式取引合計	81.60	100.0%

【米国における市場別出来高シェア(2011年1月)】

出所: 大和総研

3 グローバルな証券取引所の再編

1999年4月に東京証券取引所は手作業により売買注文をマッチングさせる立会場を廃止して、電子化に移行しました。これは、取引所という物理的な空間を不要にし、ハードからソフトの競争への転換を意味します。ソフトの競争を勝ち抜くために、東京証券取引所は300億円を投じて注文応答時間、情報配信スピードを高速化させた株式売買システムを2010年1月4日に稼働させました。装置産業化した取引所ビジネスを行うためにはシステム投資が不可欠で、取引所の統合はこのコスト負担を低減させる手段の一つだと言えます。統合を行う他の理由として、寡占による場口銭引下げ競争の食い止め、現物株式や派生商品など提供商品の拡充、ブランド力の向上、データ配信などサービスラインナップの拡充などが挙げられます。

国境を超えた取引所再編は域内市場統合が進むEUにおいて最初に進展しました。2000年9月にパリ、アムステルダム、ブリュッセルの取引所が統合してユーロネクストが発足し、ストックホルム証券取引所の運営会社OMが2003年5月にヘルシンキ証券取引所、2004年にコペンハーゲン証券取引所を買収してOMXが誕生しました。その後、大西洋をまたぐ合併に発展し、2007年4月にはニューヨーク証券取引所(NYSE)がユーロネクストを合併し、2008年2月にはナスダックがOMXと合併してナスダックOMXとなりました。このようなグローバルな再編、市場間競争の流れは、2008年9月のリーマンショックによる金融危機により一時休止していましたが、市場が落ち着きを取り戻すと共に、「はじめに」で述べたような再編の動きが堰を切ったように再度始まりました。

取引所	売買代金 (兆ドル)	時価総額 (兆ドル)	上場企業数
NYSEユーロネクスト	19.8	16.32	4,587
ナスダックOMX	12.65	3.89	3,556
上海	4.5	2.72	894
東京	3.79	3.83	2,293
深圳	3.53	1.31	1,169
ロンドン	2.74	3.61	2,966
ドイツ	1.63	1.43	765
韓国	1.6	1.09	1,798
香港	1.5	2.71	1,413
トロント	1.37	2.17	3,741

【証券取引所比較(2010年)】

出所: 国際取引所連盟

4 結語

執行市場にはネットワークの外部性という概念が当てはまります。ネットワークの外部性とは、電話のように世界で自分一人だけが保有している場合には通話する相手がいないため無価値である一方、利用者が増加するにつれてより多くの通信が可能となり価値が向上する現象です。ある執行市場において注文フローが増加すればするほど、自分の注文が約定する確率が高まるため、その市場にさらに注文が集積される傾向が生じます。注文フローを呼び込むことを意図して、大きな執行市場を形成しようとするのが証券取引所再編の一因です。

一般的に独占や寡占をもたらすのは供給サイドであるのに対して、執行市場においては需要サイドすなわち投資家が注文フローのより多く集積されている市場を選択する結果として、独占、寡占を生じさせるという特徴があります。日本においては東京証券取引所のマーケットシェアが9割を超える寡占状態です。独占、寡占を排除し、市場間競争を促して投資家に有意な執行市場を構築、発展させるのは、投資家自身の双肩に掛かっていると考えられます。

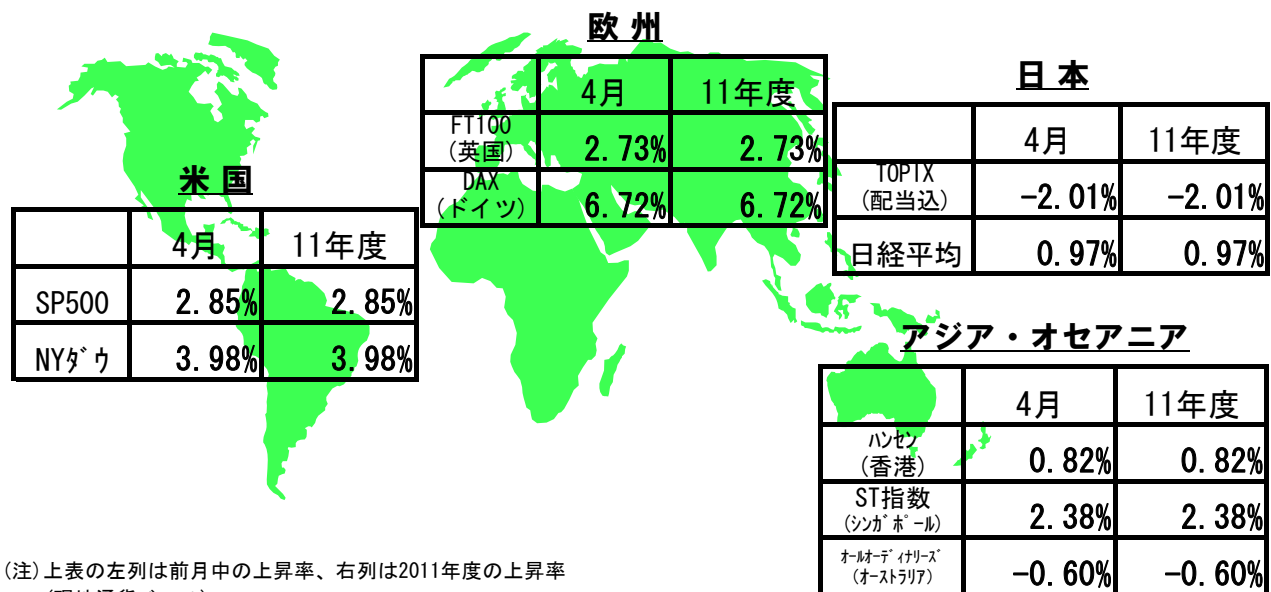
(アセットマネジメント部トレーディンググループ 平塚 崇)

市場指数実績

			11(平成23)年 4月末	11(平成23)年 3月末	10(平成22)年 4月末	前月中の 上昇率(%)	2011年度の 上昇率(%)
国内	短期	無担保コールレート(利回り%)	0.064	0.062	0.096	—	—
	債券	NOMURA-BPI総合	329.805	328.522	325.437	0.39	0.39
	株式	TOPIX(配当込)	1,080.54	1,102.75	1,225.18	-2.01	-2.01
海外	債券	シイングルフ®世界国債インデックス	294.74	290.67	314.40	1.40	1.40
	株式	MSCI KOKUSAIインデックス	1,239.46	1,209.12	1,189.00	2.51	2.51

- (注) ・コールレートは無担保翌日もの
 ・TOPIXの上昇率は、指数の騰落率で配当を含んでいます
 ・シイングルフ®世界国債インデックスは、日本を除く、円ベースの数値
 ・MSCI KOKUSAIインデックスは、米ドルベースの公式指数をWMリターンレートにより円換算した税引前配当込みの指数
 ・上記の数字は市場指数であり、弊社が用いているベンチマークとは異なる場合もあります

グローバル株式市場



(注) 上表の左列は前月中の上昇率、右列は2011年度の上昇率
 (現地通貨ベース)



Resona Bank, Limited

マンスリー投資情報 2011 5月号

発行：2011年5月

りそな銀行 信託財産運用部
 〒135-8581 東京都江東区木場1丁目5番65号
 深川ギャザリアW2棟
 電話 03(6704)3560〔直通〕
 ホームページアドレス

[<http://www.resona-gr.co.jp/resonabank/nenkin/>]

- ・本資料は、お客さまへの情報提供を目的としたものであり、特定のお取引の勧誘を目的としたものではありません。
- ・本資料は、作成時点において信頼できるとされる各種データ等に基づいて作成されていますが、弊社はその正確性または完全性を保証するものではありません。
- ・また、本資料に記載された情報、意見および予想等は、弊社が本資料を作成した時点の判断を反映しており、今後の金融情勢・社会情勢等の変化により、予告なしに内容が変更されることがありますのであらかじめご了承ください。
- ・本資料に関わる一切の権利はりそな銀行に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを固くお断りします。