

マンスリー 投資情報

2009 7
July

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

AD905B-09-0050

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：景気は一旦底入れ

今月の国内の経済指標は、急激な在庫調整後のリバウンドに各種政策効果も加わり、一旦は景気の底入れが確認される内容となりました。

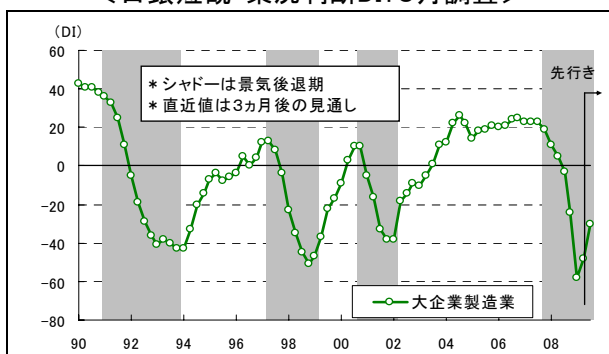
景気循環と相関の高い日銀短観（6月調査）では、業況判断DI（大企業製造業）が▲48と、前回から10ポイント改善し、先行きについても18ポイントの改善が見込まれています。また、政策効果により薄型TVの販売が急増したことなどから、5月の個人消費は幾分持ち直しました。

ただ、日銀短観において、今年度の設備投資計画や業績見通しが下方修正されるなど、景気は依然として下振れリスクを孕んでいます。実際、鉱工業生産指数は3月以降回復しているものの、生産予測指数は6月から7月にかけて増産ペースの鈍化を示しています。

また、5月の雇用関連統計では、失業率が上昇する一方、有効求人倍率も過去最低を更新し、雇用者所得も前年比マイナス幅が拡大しました。

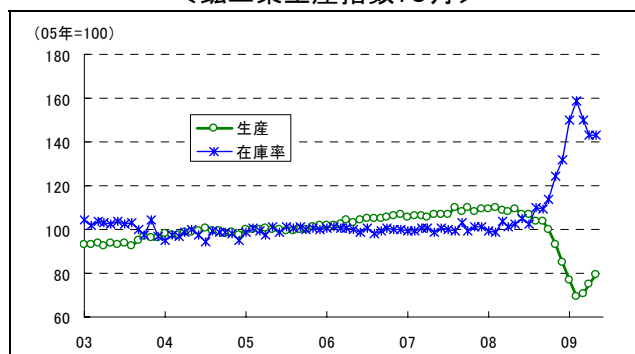
一方、物価については、5月のコアCPIは前年の原油価格高騰の反動や、電気代の低下が寄与し、前年比▲1.1%と過去最大の下落率を記録しました。

＜日銀短観・業況判断DI:6月調査＞



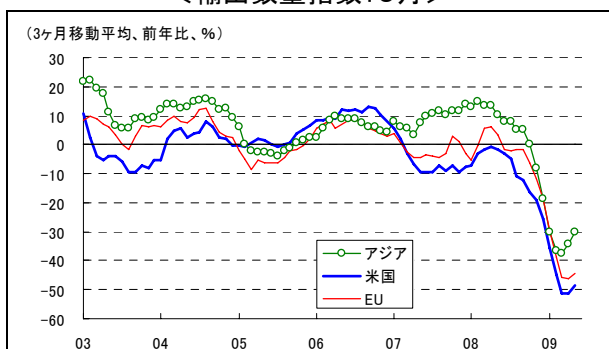
企業の景況感は最悪期脱却。但し、設備投資や業績見通しは下方修正。

＜鉱工業生産指数:5月＞



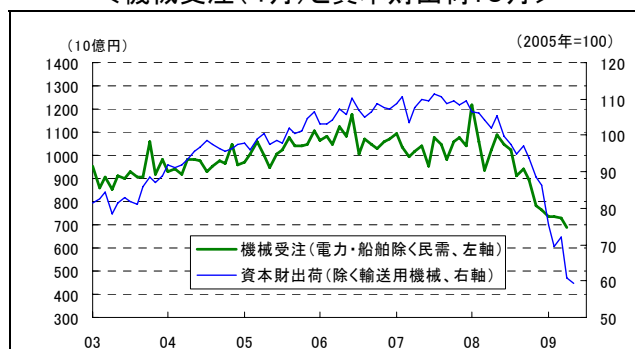
在庫調整後の生産のリバウンドが継続。但し、在庫率は横ばい。

＜輸出数量指数:5月＞



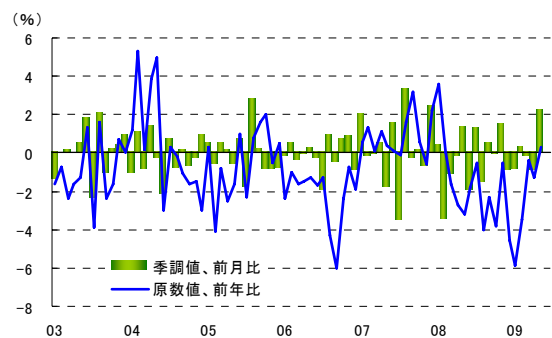
在庫調整一巡を背景に、輸出数量指数はマイナス幅縮小。

＜機械受注(4月)と資本財出荷:5月＞



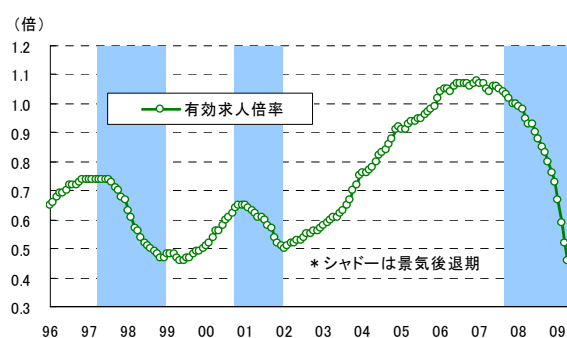
設備稼働率の低下と企業業績の悪化を背景に、設備投資関連指標は低迷。

＜家計調査(二人以上世帯、実質):4月＞



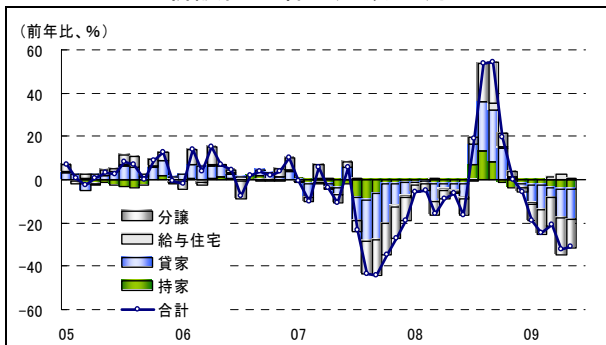
エコポイント付与の効果による薄型TVの販売増加等が消費支出の押し上げに寄与。

＜労働市場:5月＞



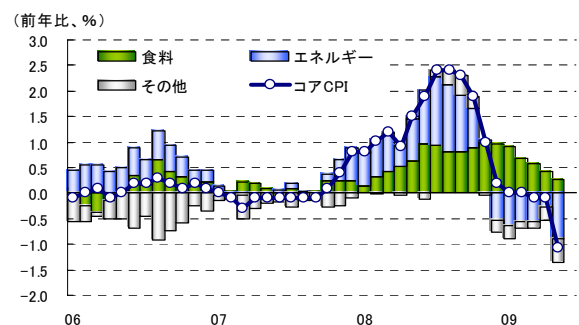
有効求人倍率は過去最低水準に低下。

＜新設住宅着工戸数:5月＞



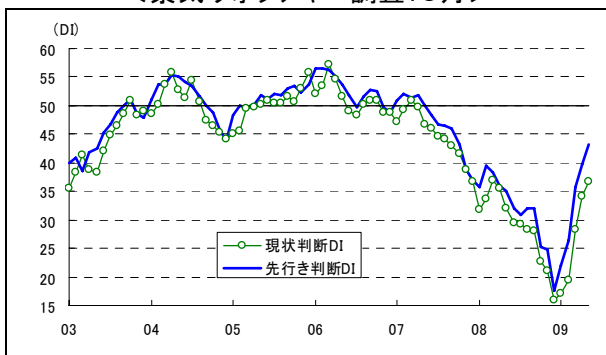
住宅市場は低迷が続いており、マンションを中心に住宅着工は大幅マイナス。

＜消費者物価指数(除く生鮮食品):5月＞



5月のコアCPIは前年比▲1.1%と過去最大の下落率を記録。夏場にかけてマイナス幅は拡大へ。

＜景気ウォッチャー調査:5月＞



エコカー減税や家電を対象としたエコポイント付与、定額給付金等の政策効果で改善。

米国：景気回復は足踏み

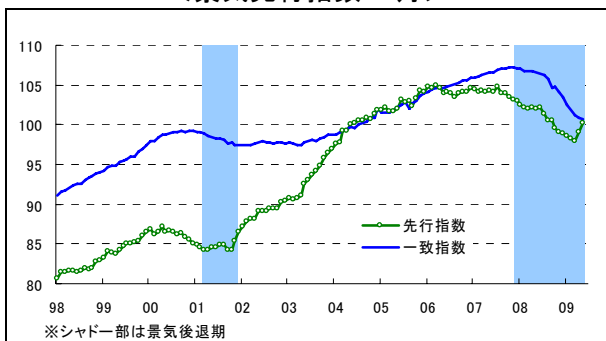
今月の米国の経済指標は、センチメントを中心に改善傾向が続きましたが、雇用や生産の悪化と消費の低迷が続いており、総じて景気の回復は足踏み状態となっています。

企業部門については、6月のISM製造業指数は44.8と前月から2.0ポイント改善し、同サービス指数も47.0と3.0ポイント改善しました。また、設備投資の先行指標である非国防資本財（除く航空機）受注も、5月は前月比+4.7%と3ヶ月振りに増加しました。一方、5月の鉱工業生産は前月比▲1.1%と7ヶ月連続で低下し、設備稼働率は68.3%で過去最低を更新するなど、在庫調整一巡に伴う生産の底打ちには至りませんでした。

家計部門では、雇用・所得環境の悪化にガソリン価格の上昇も加わり、個人消費は低迷が続いています。減税による可処分所得の増加も貯蓄の増加で吸収されたため、消費の押し上げ効果は限定的でした。

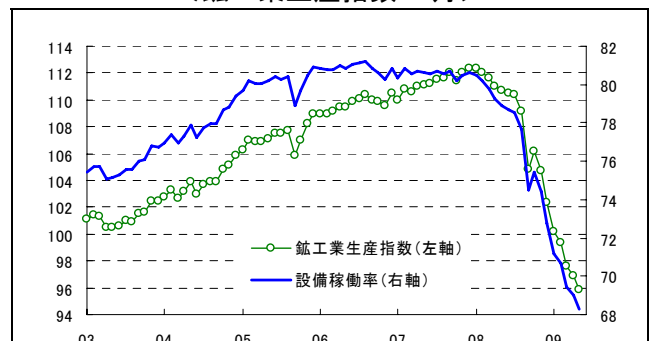
住宅市場については、5月の中古住宅販売は前月比+2.4%、新築住宅販売は同▲0.6%と一進一退が続いていますが、在庫率は緩やかに低下し、住宅価格の下落スピードも鈍化の兆しが窺えます。

＜景気先行指数：5月＞



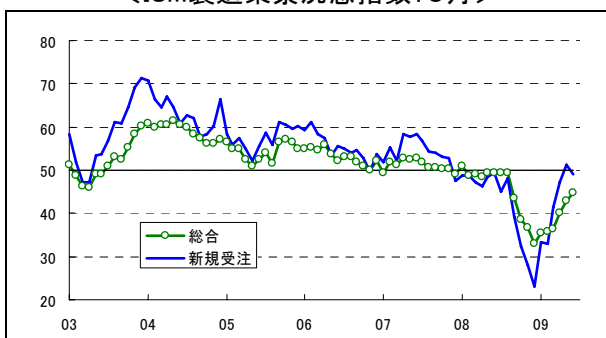
景気先行指数は2ヶ月連続で改善。

＜鉱工業生産指数：5月＞



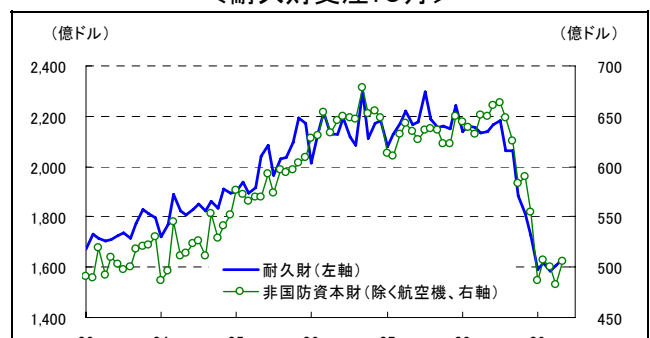
鉱工業生産の回復が遅れており、同指数は7ヶ月連続で低下。設備稼働率は過去最低を更新。

＜ISM製造業景況感指数：6月＞



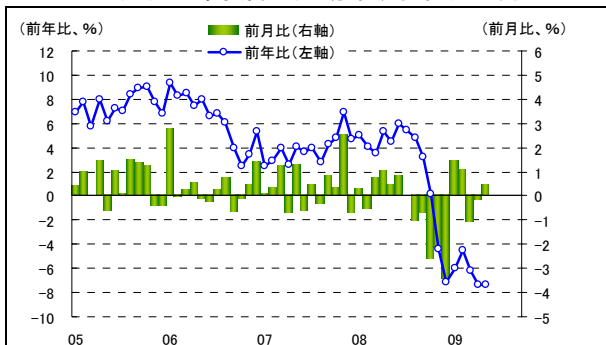
総合指数は6ヶ月連続で改善。但し、先行指標である新規受注は小幅低下。

＜耐久財受注：5月＞



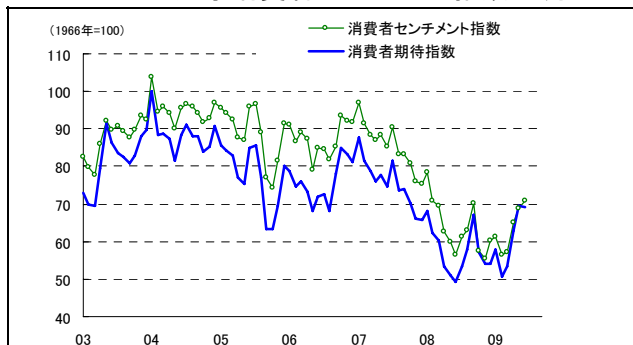
非国防資本財（除く航空機）の受注は3ヶ月振りに大幅に増加。

＜小売売上高(除く自動車、名目):5月＞



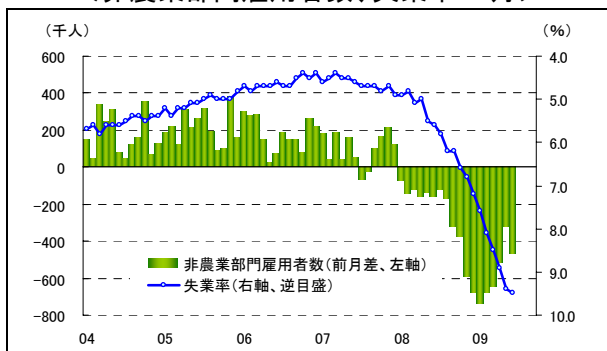
ガソリン価格上昇などを背景に、3ヶ月振りに増加。

＜ミシガン大学消費者センチメント指数:6月＞



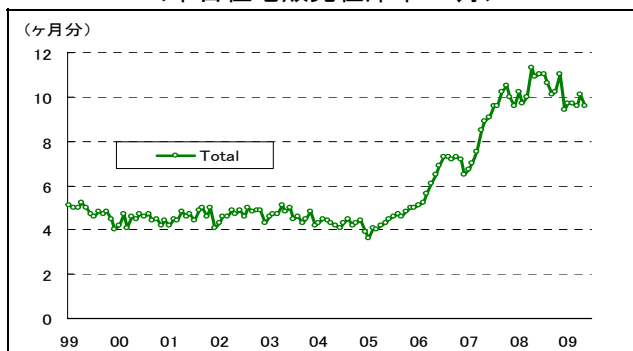
ガソリン価格上昇が重石となり、期待指数が小幅低下。

＜非農業部門雇用者数、失業率:6月＞



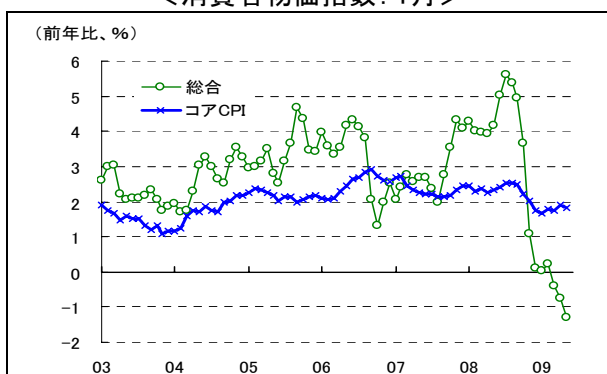
非農業部門雇用者数の減少幅が、2ヶ月ぶりに拡大。失業率は上昇。

＜中古住宅販売在庫率:5月＞



販売増加、在庫減少で、在庫率は幾分低下。

＜消費者物価指数:4月＞



総合指数は、3ヶ月連続で前年比マイナス。コア指数の前年比伸び率はほぼ横ばい。

ユーロ圏：センチメントの改善続くも、経済活動は底這い

今月のユーロ圏の経済指標は、センチメントの改善が継続し、生産関連指標にも底打ちの兆しが確認されました。しかし、緩やかに悪化する労働市場を背景に、個人消費は引き続き低迷しました。また、米国経済の「若芽」も、ユーロ圏にとっての外需として寄与するにはまだ力不足です。経済活動は、悪化は一旦止まったとはいえ、依然、底這っており、回復軌道は未だ不透明な状況です。

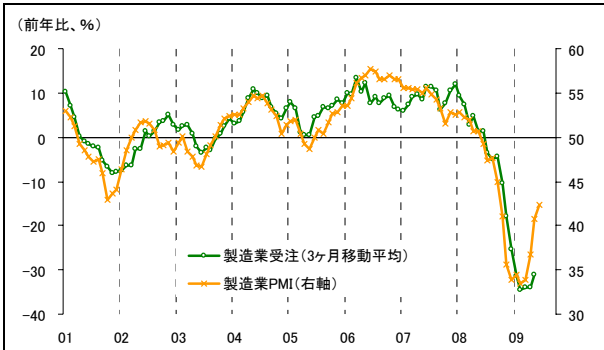
6月の製造業PMIは、42.4ポイントと前月から1.7ポイント上昇しました。また、5月のドイツの製造業受注は、自動車買い替え支援策を追い風に、耐久消費財が増加し、全体でも増加しました。同じくドイツの鉱工業生産指数も前月比+3.7%と、2ヶ月ぶりに上昇しました。

家計部門では、ユーロ圏の5月の小売売上高は、前月比で▲0.4%と、2ヶ月ぶりに減少しました。他方、5月のユーロ圏の新車登録台数は、前年比+5.9%と、約1年ぶりで増加に転じました。

6月のCPI総合（速報）は、96年の統計開始以来初の前年比マイナスとなりました。

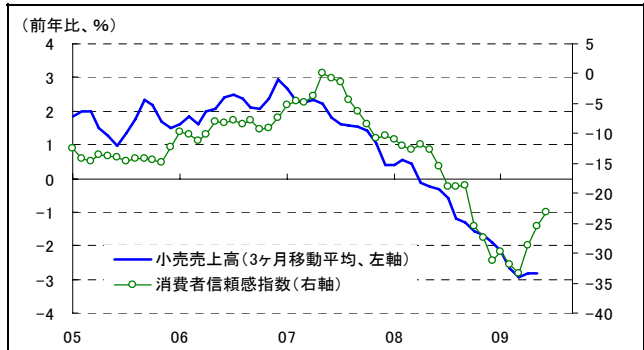
また、5月の銀行貸出は、増加幅の縮小が続きました。

＜生産関連指標、PMI:6月、受注(ドイツ):5月＞



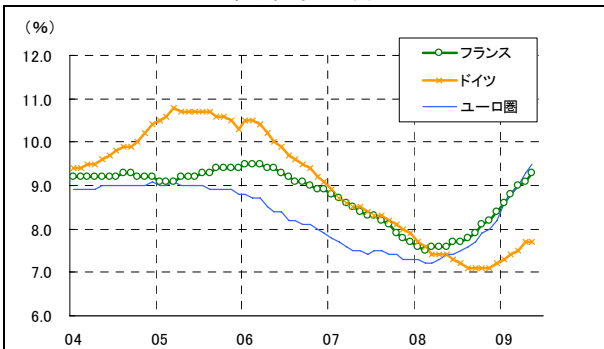
センチメントの改善は継続、ドイツ製造業受注は、2ヶ月ぶりに減少幅縮小。

＜個人消費関連指標、小売:5月、信頼感:6月＞



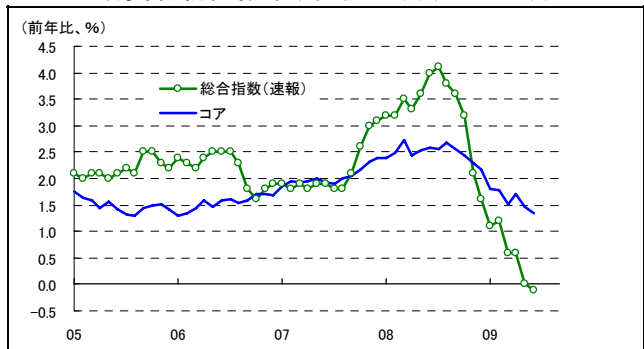
6月の消費者センチメントは、引き続き改善。しかし、小売売上高は底這い。

＜失業率:5月＞



ドイツの失業率は横ばい。フランス、ユーロ圏では上昇。

＜消費者物価指数、総合:6月、コア:5月＞



総合指数の前年比が、統計開始以来のマイナス。

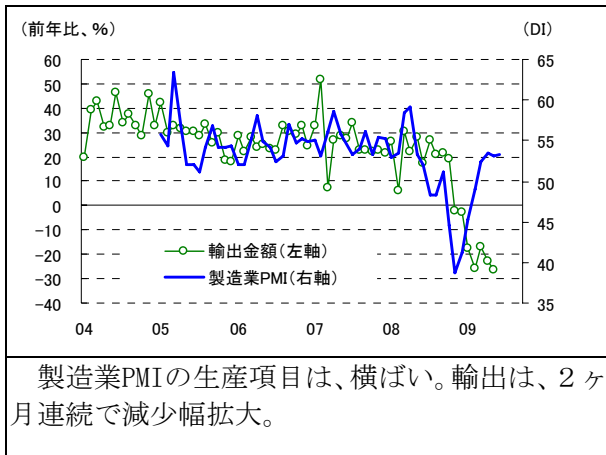
中国：景気刺激策の効果継続、外需は悪化が止まらず

今月の中国の経済指標は、財政支出の拡大と大幅な金融緩和を背景に、生産、固定資産投資が拡大を続けました。また、各種の耐久消費財販売支援策を背景に、個人消費の減速傾向にも歯止めがかかりました。一方で、外需の低迷は継続しました。

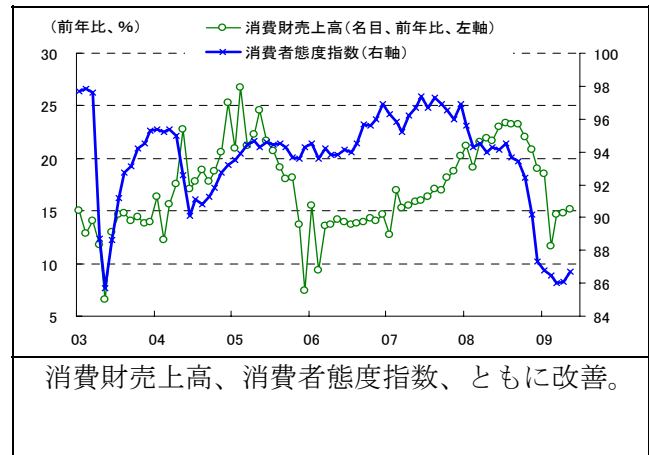
6月の製造業PMIは、予想外に上昇し、4ヶ月連続で生産活動の拡大を示す50を超えました。一方、5月の輸出金額は、期待に反して前年比のマイナス幅を拡大しましたが、PMIの輸出受注指数が2ヶ月連続で50を超えており、センチメントの改善が時間差を伴って実体面にも現れるとみられます。不動産開発投資も、3ヶ月連続で増加幅が拡大しており、景気刺激策の効果が着実に出ていることが窺えます。

一方、家計部門では、政府による、購入・買い替え支援が奏功しており、自動車、家電製品等の消費が拡大しました。また、CPIは、総合、コアともに、マイナス圏での推移が続いており、インフレが懸念される状況ではありません。

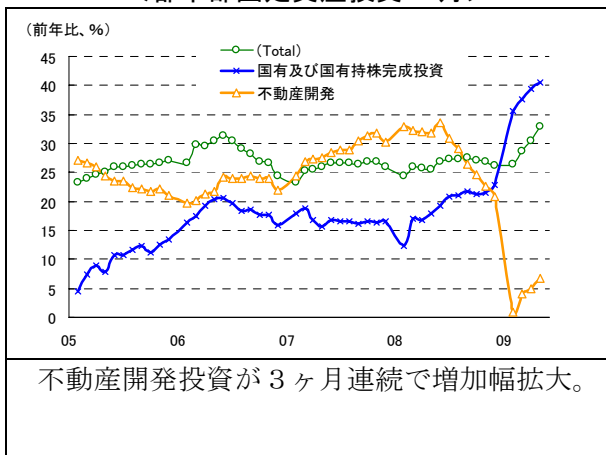
＜生産関連指標、PMI:6月、輸出:5月＞



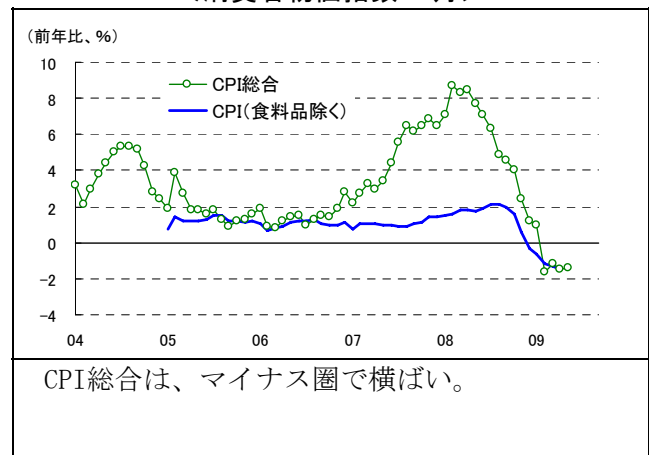
＜個人消費関連指標:5月＞



＜都市部固定資産投資:5月＞



＜消費者物価指数:5月＞



市場動向（6月のレビュー）

長期金利、為替市場：財政支出増大への懸念後退から、長期金利は低下。為替はレンジで推移。

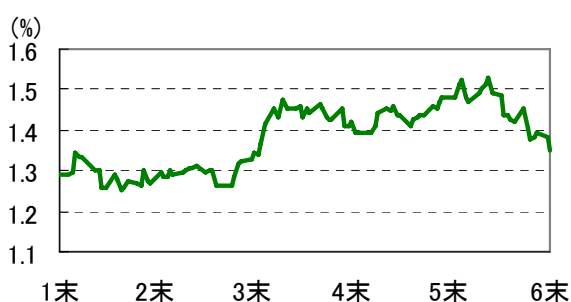
6月の長期金利は、月初は、米国の雇用統計、中国のPMIなどが市場の予想を上回ったことなどから上昇しました。

しかし、6/3のバーナンキFRB議長による議会証言や、中旬のG8財務大臣会合での議論など、各国の出口戦略を意識した動きが、財政支出増大に対する懸念を後退させたことから、長期金利は低下しました。また、景気先行指標である、ミシガン消費者期待指数が低下したことも、債券市場をサポートしました。

下旬は、6/25開催のFOMCで、長期国債買取増額が見送られたことが嫌気されたものの、翌日に発表された米国の貯蓄率が大きく上昇したことや、カンファレンス・ボードの消費者信頼感指数が予想外に悪化したことで、米国最終需要の底入れが後ズレするのではないか、という懸念が再浮上、長期金利は低下しました。

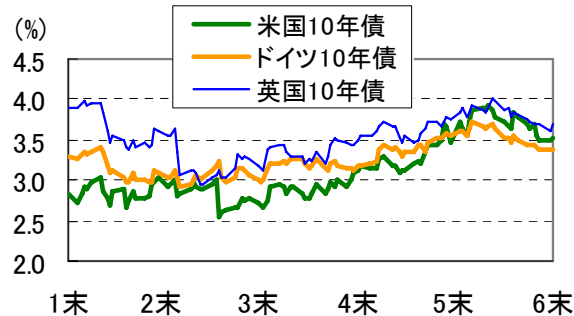
為替市場は、まちまちの経済指標や、各国中央銀行が金融政策の現状維持を決めたため、レンジでの推移となりました。

＜国内長期金利：6月＞



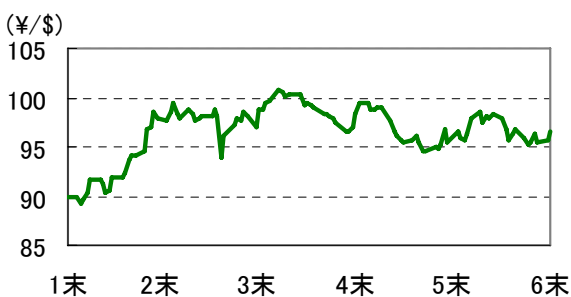
米国経済ファンダメンタルズに対する過大評価の修正に加え、債券市場の好需給から、低下。

＜海外長期金利：6月＞



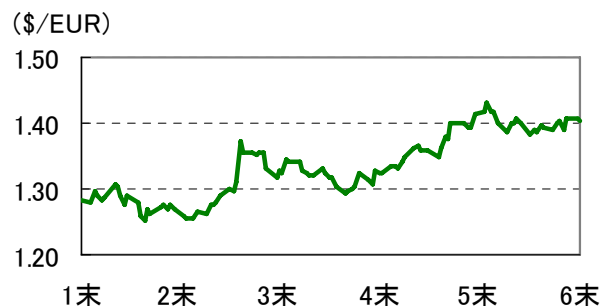
経済ファンダメンタルズに対する過大評価の修正から、月末にかけて低下。

＜ドル・円：6月＞



レンジ内の動き。

＜ユーロ・ドル：6月＞



1.4ドルを挟んで膠着状態。

株式市場：内外の株式市場は横ばい圏で推移

6月の内外の株式市場は、月上旬は、①前月末に米大手自動車メーカーが連邦破産法の適用申請に踏み切り、悪材料出尽くしとの見方が広がったことや、②米ISM製造業指数や雇用統計、中国のPMIなど経済指標が市場予想を上回ったこと、③米大手金融機関が無難に増資を終えたこと、などを背景に上昇しました。

しかし、中旬にはG8財務大臣会合をきっかけに景気対策の早過ぎる「出口戦略」が市場で意識されたことや、ミシガン消費者センチメントの期待指数の低下で、景気の先行きに対する不透明感が広がったことなどが、株価の重石となりました。

下旬には、世銀が世界経済見通しを下方修正したことや、米国の家計調査で貯蓄率が急上昇し、「減税→消費回復」が確認出来なかったことで米国の最終需要に対する回復期待が後退し、内外の株式市場は調整色を強めました。

<TOPIX:6月>



米国の最終需要回復に対する不透明感の高まりが重石となり、小幅なレンジで推移。

<S&P500:6月>



米国の最終需要回復に対する不透明感の高まりが重石となり、小幅なレンジで推移。

<DAX:6月>



米株価の調整と欧州新興国の金融不安などを背景に小幅下落。

<ハンセン(香港):6月>



欧米株の調整を受けて、小幅なレンジ推移。

	2009.04	2009.05	2009.06	四半期	通期
基準価格騰落率(%)	0.08	▲ 0.06	1.04	1.07	1.07
ベンチマーク騰落率(%)	▲ 0.13	▲ 0.16	0.94	0.65	0.65
超過収益率(%)	0.21	0.10	0.10	0.42	0.42

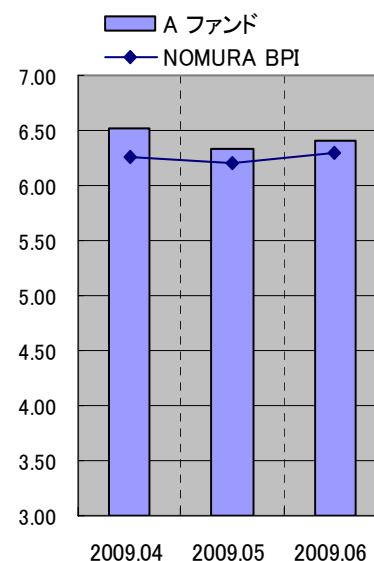
< 6月の投資行動 >

事業債のオーバーウェイト幅を引き下げ

月初の10年国債利回りは、国債需給の悪化懸念、国内株高、危機対応策の「出口戦略」が議論されはじめるなかでの米国金利の上昇、などを背景に、1.5%台半ばまで上昇しました。しかし中旬以降は、国債の大量償還と無難な入札結果、株価の伸び悩み、米国金利の反転、などを背景に低下に転じ、月末の利回りは1.35%となりました。

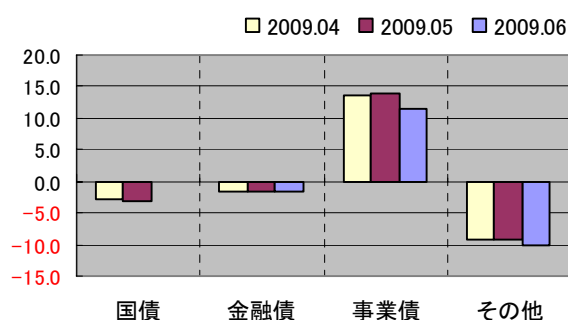
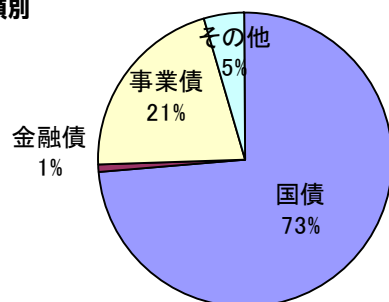
こうした環境のなか、満期構成調整では、上旬の段階で割高と判断した10年ゾーンをいったん売却しました。しかし月末には、割高感が修正されたとの判断から、9年ゾーンの一部を10年ゾーンにシフトし、ポートフォリオを4年、9～10年、超長期ゾーン主体としました。また種別別では、クレジットスプレッドが縮小した局面で、残存期間が長めの低格付事業債を中心に売却し、事業債のオーバーウェイト幅を引き下げました。

修正デュレーションの推移

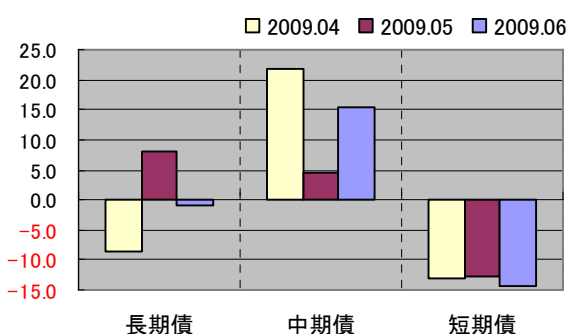
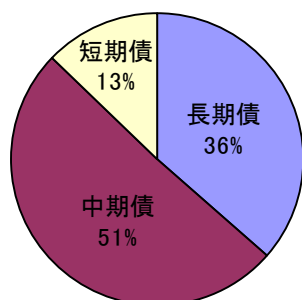


Aファンド構成比と対ベンチマーク比の推移(%)

種類別

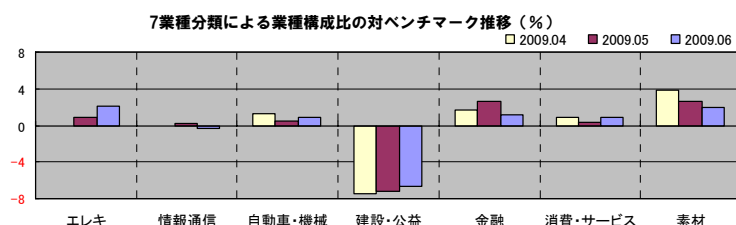


満期別



<株式ロAファンド(市場型)>

	2009.04	2009.05	2009.06	四半期	通期
基準価格騰落率(%)	6.50	7.51	3.49	18.50	18.50
ベンチマーク騰落率(%)	8.29	7.18	3.45	20.08	20.08
超過収益率(%)	▲ 1.79	0.33	0.04	▲ 1.58	▲ 1.58



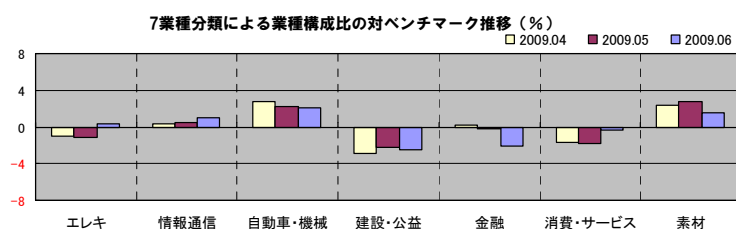
<6月の投資行動>

業績回復期待の高い銘柄に投資

景気敏感セクター重視のポートフォリオを維持しました。PBRに着目した株価の水準訂正は一巡しつつあり、業績回復の可能性が高いと判断される銘柄の組み入れを行ないました。具体的には富士フィルム、ニコン、フジクラなどを購入しました。一方、株価が上昇して魅力度が低下した銘柄を売却しました。

<株式ロLファンド(バリュー型)>

	2009.04	2009.05	2009.06	四半期	通期
基準価格騰落率(%)	10.94	9.67	4.65	27.33	27.33
ベンチマーク騰落率(%)	8.29	7.18	3.45	20.08	20.08
超過収益率(%)	2.65	2.49	1.20	7.25	7.25



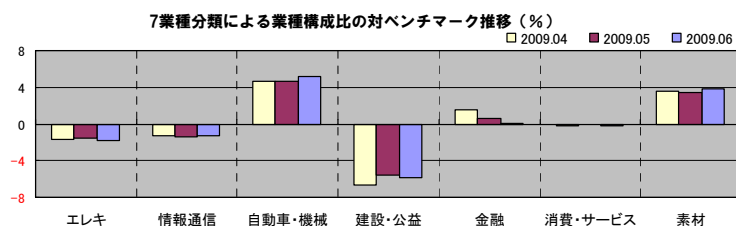
<6月の投資行動>

戦略変更や企業改革を図る企業に注目

業績が悪化し、構造的な改革が急務となっている企業が多く見られるなかで、大胆な戦略変更や企業改革によって業績回復を図る企業に注目しました。資生堂とパナソニック電工を購入し、株価上昇により魅力度が低下したいくつかの銘柄を売却しました。

<株式ロHファンド(成長株重視型)>

	2009.04	2009.05	2009.06	四半期	通期
基準価格騰落率(%)	8.93	8.95	4.62	24.17	24.17
ベンチマーク騰落率(%)	8.29	7.18	3.45	20.08	20.08
超過収益率(%)	0.64	1.77	1.17	4.09	4.09



<6月の投資行動>

独自の成長要因を持つ銘柄に注目

成熟産業と見られている産業においても、独自の成長戦略で市場シェアを獲得し、業績伸長が期待できる企業に注目しました。中古住宅の流通市場拡大の恩恵を受け、優位性が期待できる住友不動産販売に從來から着目していましたが、信用懸念が後退しつつあるなかで、同銘柄を購入しました。

	2009.04	2009.05	2009.06	四半期	通期
基準価格騰落率(%)	▲ 0.43	0.82	1.53	1.93	1.93
ベンチマーク騰落率(%)	▲ 0.39	0.47	1.32	1.41	1.41
超過収益率(%)	▲ 0.04	0.35	0.21	0.52	0.52

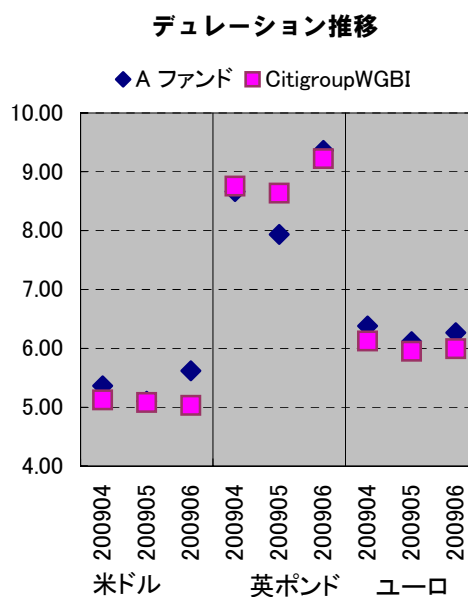
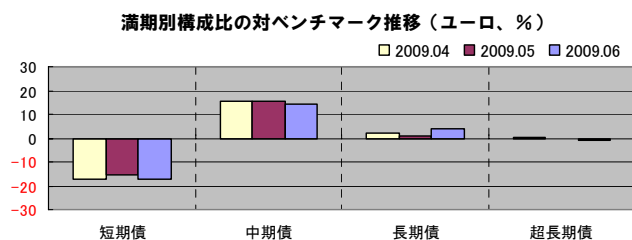
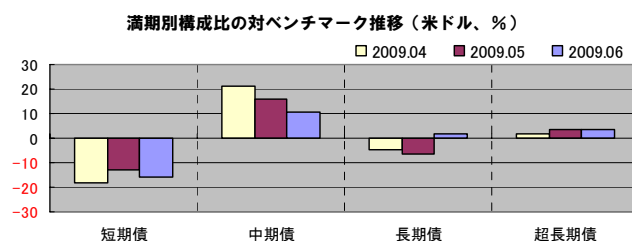
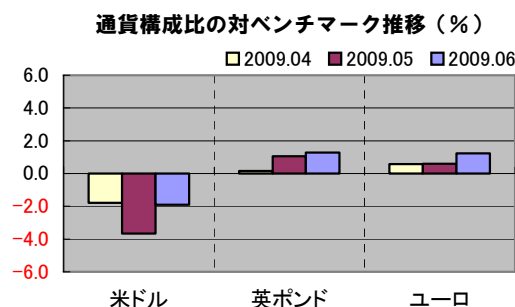
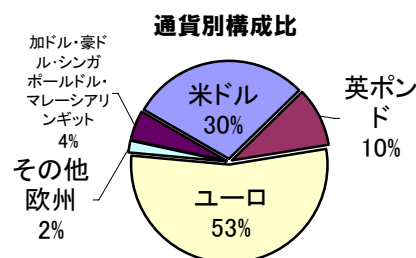
<6月の投資行動>

デュレーションを再び長期化、通貨配分は米ドルのアンダーウェイトを継続

6月上旬の米国10年国債利回りは、経済指標の改善、危機対応策の「出口戦略」が議論されはじめるなかでの利上げ観測の浮上、大規模な国債入札への警戒感、などを背景に、一時4.0%を超える水準まで上昇しました。しかしその後は、景気底打ち期待で株価が上昇する流れが一服するなかで、一連の国債入札を順調に消化したことなどから低下傾向に転じ、月末の利回りは3.53%となりました。

為替市場では、上旬に米国の利上げ観測が浮上した局面で、米ドルが主要通貨に対して上昇しましたが、その後は概ねレンジ内で推移しました。その他通貨では、英ポンドが景気回復期待から堅調に推移しました。

こうした環境のなか、現地通貨戦略では、デュレーションリスクを抑制する姿勢を修正しました。市場の利上げ観測はいずれ後退し、金利は低下に転じるとの判断から、中旬頃からデュレーションの長期化幅を拡大しました。また通貨配分戦略では、米ドルの小幅アンダーウェイト、豪ドルやユーロ等欧州通貨のオーバーウェイトを維持しました。



	2009.04	2009.05	2009.06	四半期	通期
基準価格騰落率(%)	11.69	6.56	0.10	19.13	19.13
ベンチマーク騰落率(%)	11.10	5.80	0.40	18.01	18.01
超過収益率(%)	0.59	0.76	▲ 0.30	1.12	1.12

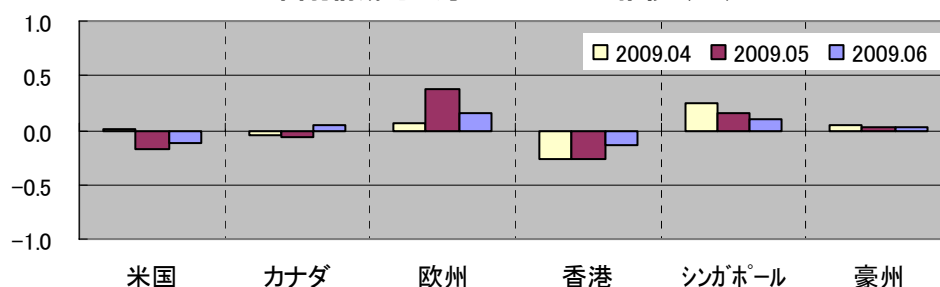
< 6月の投資行動>

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

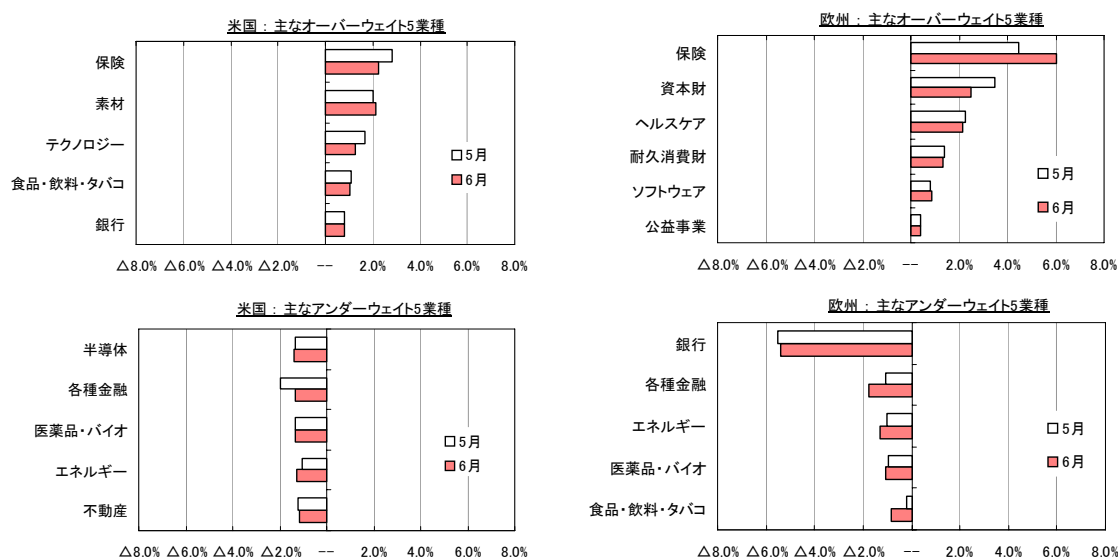
1日にGMが連邦破産法11条の適用を申請しましたが、株式市場への悪影響は限定的で、むしろ不透明要因が解消したことが好材料視され、相場は上昇しました。しかし、実体経済がまだ最悪期を脱した段階に留まり、世界銀行が成長率予想を下方修正するなど、依然として先行きの景気回復への不透明感が漂うなかで、中旬以降は利益確定売りが優勢となりました。このため、月を通して見た米欧株式市場は、ほぼ横這いに終わりました。業種別では3月以降の上昇に対する調整の動きが見られ、概してディフェンシブ買い、消費循環株売りの傾向となりました。

こうした環境のなか、地域配分では、世界的な景気の悪化で地域間の魅力には格差が無いとの判断を維持し、米欧、他地域とも引き続き中立としました。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	高	低						
	ニュートラル	高	低						
	アンダー	高	低						

<6月の資産配分戦略：5月末時点の戦略を維持>

(国内債券)

設備や雇用の過剰感が強い環境の下で、国内の経済対策だけで内需を安定的な回復軌道に乗せることは困難と見られ、外需が景気に強く影響する状況が続くと予想されます。世界的に在庫調整が進展しはじめるなかで、内外とも景気対策の効果が限定的ながら寄与すると見られ、輸出の急速な落ち込みは一服、生産は持ち直すと予想されますが、外需の回復力は鈍く(「外国債券」参照)、景気はいったん底打ちしながらも、その後は低成長の局面が長引くと予想されます。また消費者物価については、前年比で低位にある商品市況や需要の低迷を背景に、当面はマイナス幅を拡げると予想されます。こうした環境の下で、日銀は先行きの「出口戦略」に配慮しつつも、当面は企業金融を支援する姿勢を維持すると予想されます。債券市場では、財政赤字や最悪期を脱しつつある景気動向が売り要因として働くと思われ、日銀が緩和姿勢を反転させるとは想定しにくく、また投資家が資産の質を重視する状況も長引くと見られることから、長期金利は横這い圏で推移すると予想されます。こうした判断の下、国内債券の資産配分については、株式との魅力度の比較からニュートラル低めを維持しました。

(国内株式)

外需動向が景気に強く影響する状況が続くと見られ、国内株式市場は、今後も米欧株(外需＝海外景気を反映)の行方に大きく左右されると予想されます。PBRなど、株式バリュエーションの一部はなお割安圏にありますが、米欧金融機関がリスク資産を圧縮するなかで、株式需給の基調的改善は期待しにくく、またPERなどは逆に割高であることから、バリュエーションが効きにくい状況も続くと予想されます。こうした環境の下で、株価は米欧同様に、総じて横這い圏で推移すると予想され(下振れリスクは後退/「外国株式」参照)、資産配分については、外国株式と同等のニュートラル高めを維持しました。

(外国債券)

世界的に在庫調整が進展しはじめるなかで、内外とも景気対策の効果が限定的ながら寄与すると見られ、米欧の輸出や生産は、縮小ペースの鈍化局面を経て次第に持ち直すと予想されます。しかし、厳しい資金調達環境が長引き、雇用環境の悪化も一段と進行(悪化ペースは鈍化)すると見られることなどから、最悪期は脱するにしても、先進国の民間最終需要の低迷は続くと思われ、このため、輸出や生産の力強い回復が視野に入るには時間を要すると判断され、米欧とも景気はいったん底打ちに向かいながらも、その後は低成長の局面が続くと予想されます。また消費者物価については、前年比で低位にある商品市況や需要の低迷を背景に、当面は低下気味の推移が続くと予想され、FRB、ECBは、先行きの「出口戦略」に配慮しつつも、非伝統的政策(非標準的措置)で景気や金融システムを支える姿勢を維持すると予想されます。米欧債券市場では、財政赤字や最悪期を脱しつつある景気動向が売り要因として働くと思われ、中央銀行が緩和姿勢を反転させるとは想定しにくく、また投資家が資産の質を重視する状況も長引くと見られることから、長期金利の上昇傾向が持続する可能性は低いと判断されます。こうした判断の下、外国債券の資産配分については、株式との魅力度の比較からニュートラル低めを維持しました。

(外国株式)

米欧景気はいったん底打ちに向かうと見られる上、米銀の「ストレステスト」を無難に通過し、金融市場が再び動揺する可能性も低下していることから、株価の下振れリスクは後退したと判断されます。しかし、金融危機や住宅市場の不振は容易には解消しないと見られ、底打ち後も景気の回復力は鈍く、低成長の局面が長引くと予想されます。ひと頃よりも和らいだとはいえ、金融機関がリスク資産を圧縮し、企業金融を巡る厳しい環境も続くなかで、株式需給の基調的改善は期待しにくく、またバリュエーションも(なお低位ながら)切り上がっていることから、3月以降の株高が直ちに長期的な上昇局面に移行する可能性は低いと判断されます。このため、米欧株式市場は総じて横這い圏で推移すると予想されます。但し、上方・下方のリスクを対比した場合には、暫くの間は、市場が先々の景気回復の本格化に対する不確実性に眼を向けるよりも、足下の景気底打ちの動きに連動する可能性の方が高いと考えられ、上方リスクへの配慮を相対的に強めておくことが適当と判断しました。こうした判断の下、外国株式の資産配分については、ニュートラル高めを維持しました。

<ご参考：過去のアセットアロケーション推移>

		H20年度				H21年度			
		1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q
国内債券	オーバー	高							
	ニュートラル	高							
	アンダー	高							
	低								
国内株式	オーバー	高							
	ニュートラル	高							
	アンダー	高							
	低								
外国債券	オーバー	高							
	ニュートラル	高							
	アンダー	高							
	低								
外国株式	オーバー	高							
	ニュートラル	高							
	アンダー	高							
	低								

米国債券

ブラウン・ブラザーズ・
ハリマン
(BBH)

6月の米国債券市場は僅かながら上昇しました。6月に発表された経済指標で、耐久財受注、小売売上高、住宅着工、中古住宅販売、消費者信頼感指数などには回復が見られましたが、一方で鉱工業生産、設備稼働率などは弱い数字を示していました。労働市場では月初に安定化の兆しが見られたものの、月後半にかけ失業保険申請件数が予想以上に上昇し、依然として労働市場が弱いことを示すこととなりました。米国債市場は、月初に回復感が見られた住宅市場や労働市場に反応し大きく売られましたが、月後半に発表された弱めの経済指標に反応し、値を戻しました。しかしながら利回りの上昇により逆に投資家の需要は高まることとなり、新発債の入札参加者は通常を上回るものとなりました。6月24日の連邦公開市場委員会では金利が据え置かれ、資産買取プログラムの増額ありませんでした。米国債の利回りが上昇した一方で、社債は米国債をアウトパフォームしました。投資家のリスク許容度の改善に伴い、金融セクターのパフォーマンスが牽引し、信用スプレッドの縮小が見られました。連邦準備理事会では経済の復調を感じさせるようなコメントがありましたが、引き続き長期にわたり金利は据え置かれるものと予想します。

欧州債券

モンドリアン・
インベストメント・
パートナーズ

6月の欧州債券市場は僅かながら上昇しました。非ユーロ圏では、英ポンドが引き続き強かったため好調なパフォーマンスとなりましたが、一方でポーランド・ズロチやバルト海地域経済に対する懸念からスウェーデン・クローネなどは弱含みました。債券種類別では、一般事業会社セクターや公益セクターが牽引し、社債セクターは引き続き欧州国債をアウトパフォームしました。発行市場でも、投資適格債格付けを下回る格付けの債券の新規発行なども見られ、経済状況に対する市場見通しも反転したように思われます。投資戦略は引き続き変更なく、予想実質利回りが高く、割安と判断するポーランド国債と通貨に割安感があると判断する英国債券をオーバーウェイトとします。個別に見ると、ポーランドのインフレ見通しについては、今後2年間は下落傾向にあると見ており、ポーランド国債及び通貨ズロチにとっては支援材料になるものと思われま

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)

6月のグローバル株式市場は下落しました。世界銀行は、今年の世界の経済成長率は以前発表された1.7%のマイナスという予想を上回る、2.9%のマイナスとなる可能性がある」と警告しました。一方で、国際通貨基金と経済協力開発機構は、2010年の経済成長率の予想値を上方修正しました。米国財務省は米国の大手金融機関10社に対して、680億ドルの政府による救済資金の返済を承認しました。多くの国々で、インフレの低下が確認されました。英国とアジア(日本を除く)ではバリュー株が堅調でしたが、多くの市場ではグロース株がバリュー株をアウトパフォームしました。アジアと北米では小型株が大型株をアウトパフォームしましたが、欧州では大型株が小型株をアウトパフォームしました。ユーロは主要通貨に対して下落しましたが、英ポンドは引き続き上昇しました。米ドルは日本円に対して上昇しました。金価格は6月に入り再び上昇しましたが、原油価格は1バレル当たり60ドル台後半を維持しました。

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)

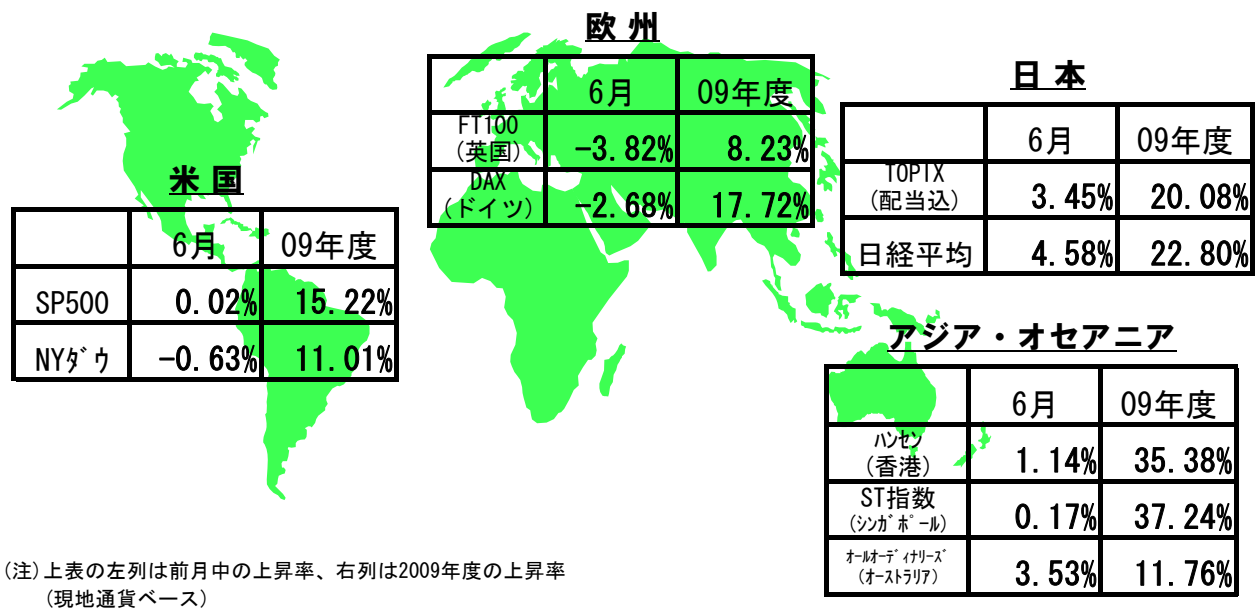
6月のエマージング株式市場は投資家の警戒感の高まりを受け、僅かながら下落しました。タイやインドネシアなどの周辺国と呼ばれる地域のパフォーマンスは良好でしたが、台湾やロシアといった国のパフォーマンスは、世界経済の回復度合いに対する懸念の高まりを受け不調なものとなりました。ファンドのパフォーマンスでは、台湾をアンダーウェイトにしていたことはプラスに寄与しましたが、国別配分としてはマイナスに影響しました。一方で、中国及び韓国の銘柄選択はプラスに寄与し、またブラジルのディフェンシブなポートフォリオもプラスに寄与しました。業種配分では、一般消費財セクターがプラスに寄与しました。3月上旬よりエマージング株式市場は非常に力強く回復してきましたが、ちょうど今は急激な上昇相場後の株価の調整を見ていることとなります。世界の金融システムにおけるリスクが低下しはじめてから、投資家は市場の反発に追随し、株価を上昇させてきました。しかしながら、世界経済成長の回復はマクロレベル、ミクロレベルで見ても、すでに一服感が出てきたものと投資家は認識しています。したがって、持続的な収益見通しははっきりと描けるまでは、投資家は引き続き警戒感を持ち続け、ディフェンシブなポートフォリオにシフトするものと予想しています。

市場指数実績

			09(平成21)年 6月末	09(平成21)年 5月末	08(平成20)年 6月末	前月中の 上昇率(%)	2009年度の 上昇率(%)
国内	短期	無担保コールレート(利回り%)	0.110	0.099	0.572	—	—
	債券	NOMURA-BPI総合	318.284	315.325	308.113	0.94	0.65
	株式	TOPIX(配当込)	1,135.59	1,097.69	1,579.09	3.45	20.08
海外	債券	シイングルフ®世界国債インデックス	318.25	314.09	349.45	1.32	1.41
	株式	MSCI-KOKUSAIインデックス	949.40	945.66	1,483.70	0.40	18.01

- (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、円換算の日本を除く22カ国ベースの数値
 ・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



Resona Bank, Limited

マンスリー投資情報 2009 7月号

発行：平成21年7月

りそな銀行 年金運用部
 〒100-8106 東京都千代田区大手町1丁目1番2号
 電話 03 (5223) 2104 [直通]
 ホームページアドレス
<http://www.resona-gr.co.jp/resonabank/nenkin/>

- ・本資料は、お客様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。