マンスリー
投資情報

２０１２ 4
APRIL

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

AD092B-12-0015

新しいクオリティへ、新しいスピードで。『りそな』
HUMAN COMMUNICATION

りそな銀行
RESONA

◆ 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（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ト・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

経済動向（３月のレビュー）

日本：マクロ指標は強弱混在ながら回復を示唆

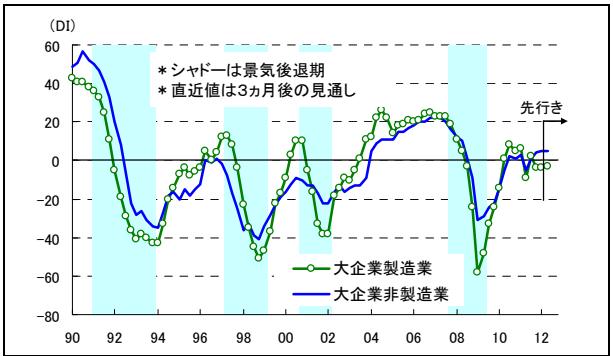
今月の経済指標は、強弱混在ながら、内需を中心に景気の回復を示唆する内容でした。

２月の鉱工業生産指数は３ヶ月振りの前月比マイナスとなりました。もっとも、生産予測指数が先行きの増産を示唆している他、３月の日本版PMI製造業も51.1と４ヶ月連続で50を上回っており、過度な懸念は不要です。中国の回復の遅れや欧州の景気後退は懸念材料ですが、在庫調整が続いていた電子部品・デバイス工業の生産が持ち直していることや、米国での自動車販売が好調なこと等から、日本の生産・輸出は先行き回復傾向で推移するとみられます。

内需に関しては、震災復興関連の公共工事が足元で増え始め、労働需給が緩やかながらも改善する中で、個人消費は堅調に推移しています。また、エコカー減税で自動車販売も好調に推移しており、消費堅調の一因となっています。株高や、円高一服で、企業・家計のセンチメントは改善しており、景気ウォッチャー調査の先行き判断DIは、判断の分かれ目である50を58ヶ月振りに上回りました。

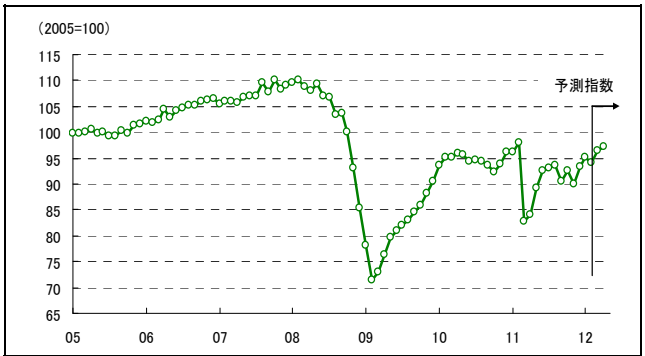
他方、物価については、２月のコアCPIは前年比+0.1%と５ヶ月振りのプラスとなりました。ただ、統計上のテクニカルな要因による押し上げといった側面が強いことから割り引いてみる必要があります。物価の今後の推移については、4月27日公表予定の「展望リポート」で示される日銀の見通しが注目されます。

＜日銀短観：3月調査＞



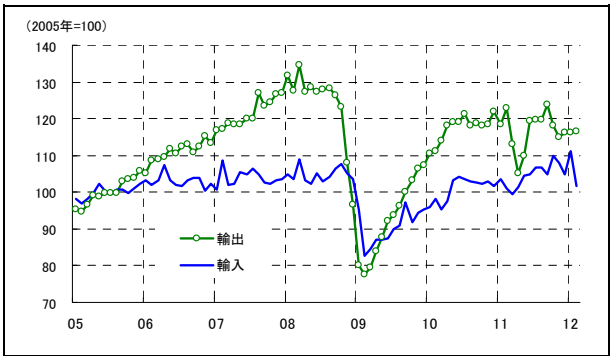
大企業製造業の業況判断DIは、▲3ポイントと前回調査から横ばい。先行きは小幅改善の見通し。

＜鉱工業生産指数：2月＞



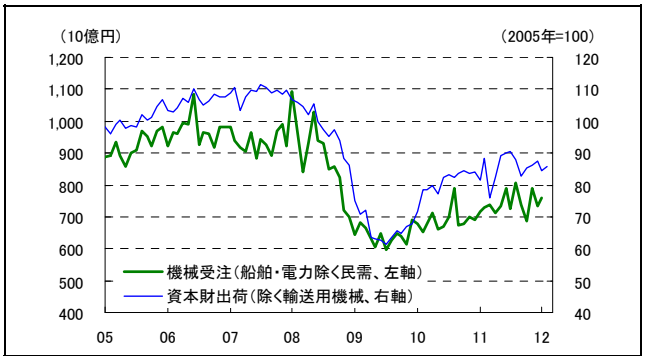
3ヶ月振りに前月比マイナス。但し、うるう年による季節調整の歪みが影響。回復傾向は変わらず。

＜実質輸出入：2月＞



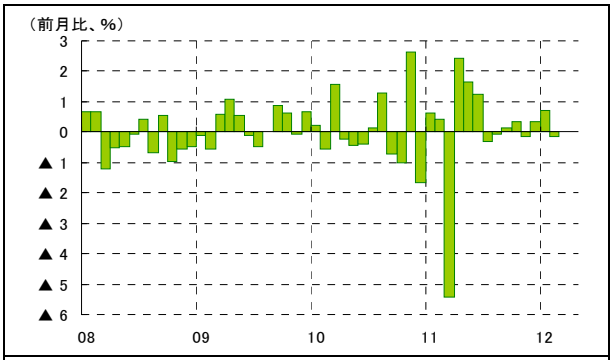
実質輸出は微増。地域別には、米国向けが堅調。

＜機械受注（1月）と資本財出荷：2月＞



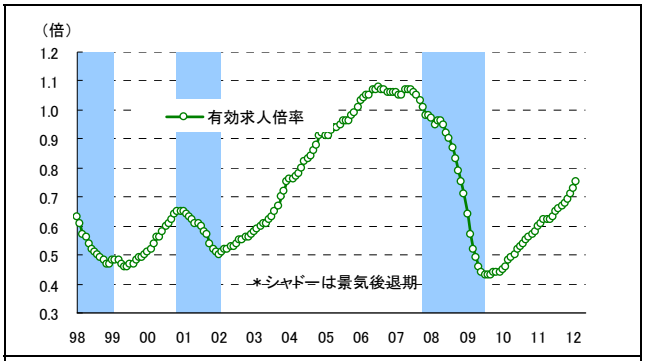
設備投資関連指標は、共に前月比増加。一進一退ながらも緩やかな増加傾向。

＜消費総合指数：2月＞



2月の消費は予想外に減少。但し、1-2月平均の10-12月期対比は+0.8%と増加。

＜労働市場：2月＞

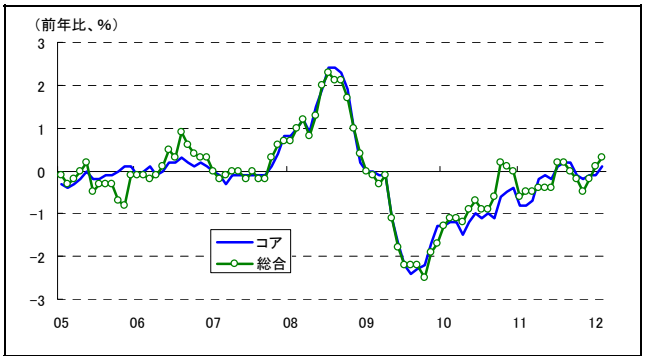


有効求人倍率は、前月から0.2ポイント改善。復興関連の求人が改善に寄与。

＜新設住宅着工戸数：2月＞

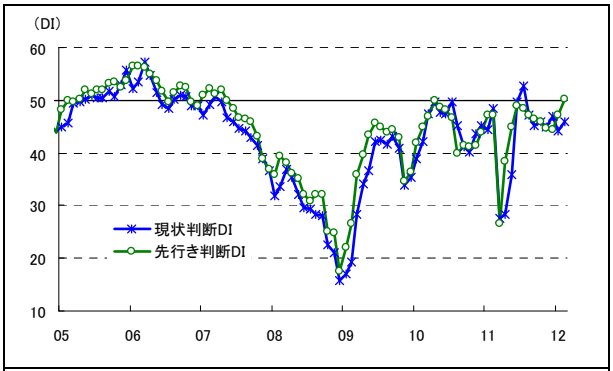
新たな「住宅エコポイント」の導入等、政策効果で昨年8月以来の高水準に増加。

＜全国消費者物価指数：2月＞



コアCPIは前年比+0.1%と、5ヶ月振りにプラス。モデルチェンジに伴うTV価格上昇が指数押し上げ。

＜景気ウォッチャー調査：2月＞



先行き判断DIは、58ヶ月振りに50超。

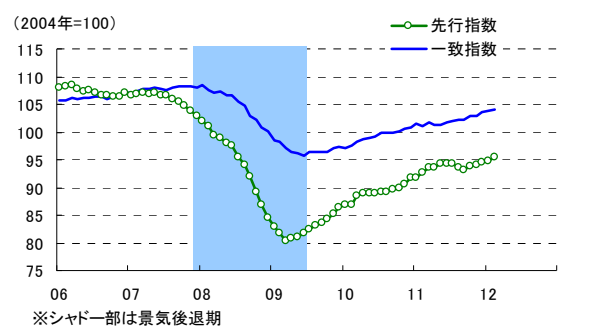
米国：景気回復は継続しているものの、ペースは鈍化

今月の経済指標は、前月に続いて、景気の緩やかな回復を示唆したものの、その勢いには幾分、翳りが見られました。

景気の先行指標であるISM製造業新規受注指数（３月）は54.5と２ヶ月連続で低下しました。また、３月の非農業部門雇用者数は前月から+12万人増と、４ヶ月振りに10万人台の増加に留まりました。雇用回復の勢いが鈍化する中で、消費者センチメントはこれまでの上昇に一服感が出ています。

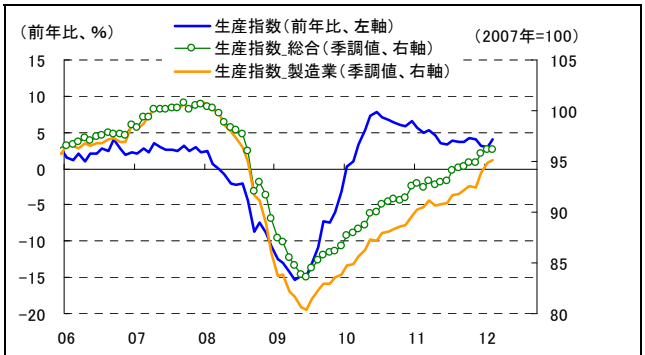
そうした中で、３月の失業率は8.2%と低下こそしたものの、その主因は、就職を諦めた人の増加でした。また、２月のコアPCEデフレーターは前年比+1.9%と前月から幾分減速しました。景気回復が続いているとはいえ、そのペースは鈍化しており、雇用・物価の動向は、経済が金融政策によるサポート継続を必要としていることを示しています。FRBは、３月のFOMCで雇用情勢の判断を上方修正したとはいえ、景気の先行きに対して慎重な姿勢を崩しておらず、現行の緩和策は当面継続される見込みです。

＜景気先行指数：2月＞



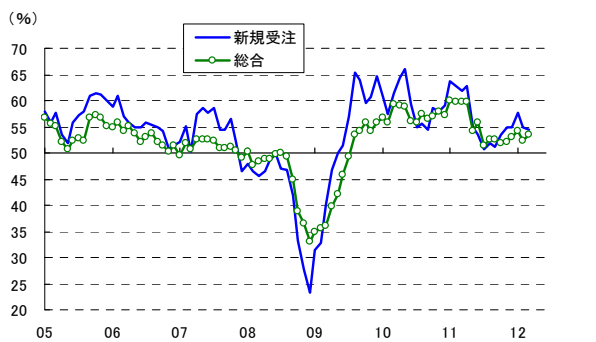
先行指数は5ヶ月連続で改善。

＜鉱工業生産指数：2月＞



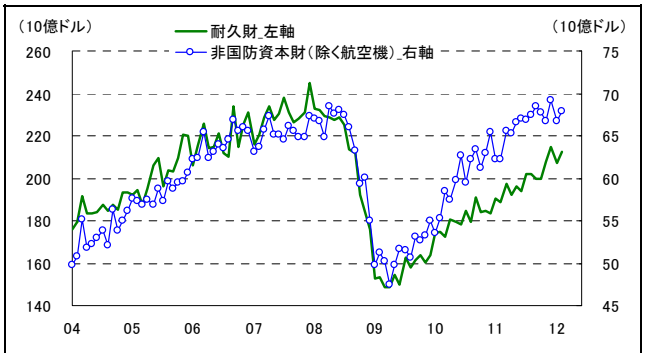
製造業指数は、3ヶ月連続で上昇。

＜ISM製造業景況感指数：3月＞



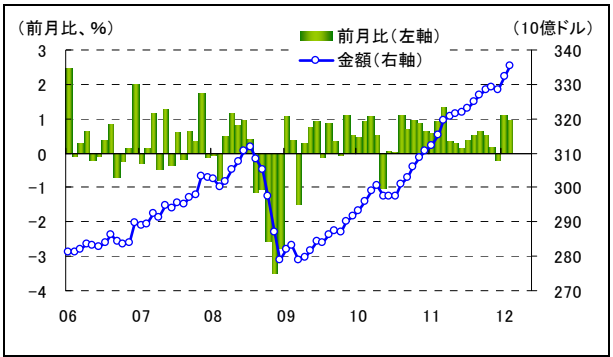
新規受注指数は、2ヶ月連続で低下。

＜耐久財受注：2月＞



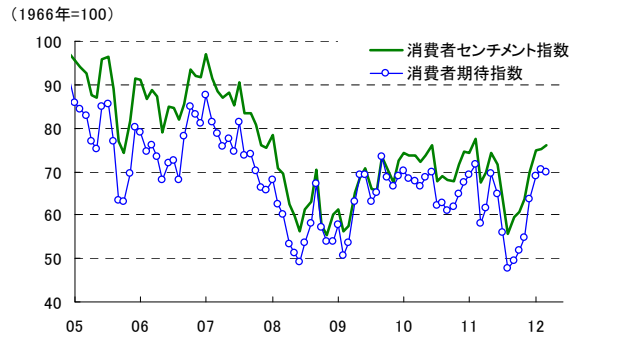
非国防資本財（除く航空機）受注は、前月比+1.7%と2ヶ月振りに増加。

＜小売売上高（除く自動車、名目）：２月＞



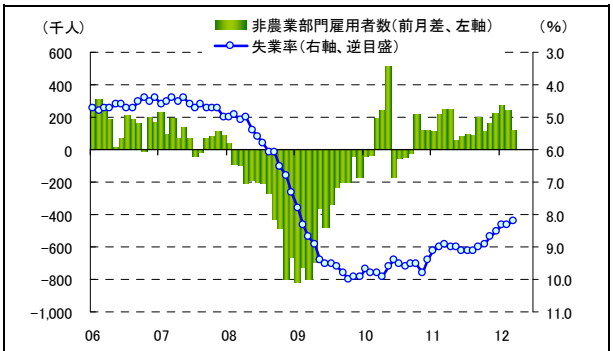
２ヶ月連続で大幅増加。

＜ミシガン大学消費者センチメント指数：３月＞



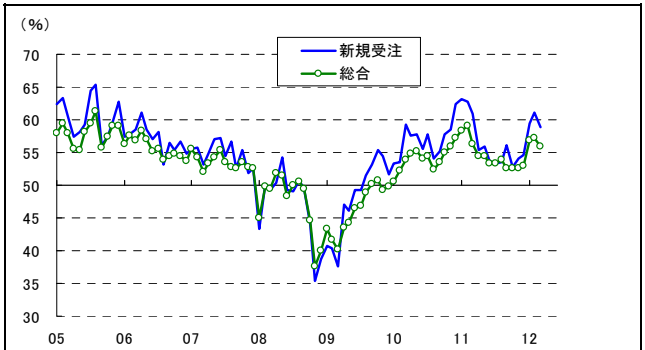
期待指数が７ヶ月振りに低下。

＜非農業部門雇用者数、失業率：３月＞



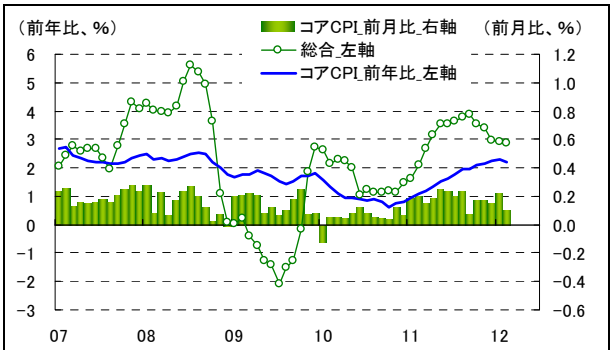
非農業部門雇用者数は、増加ペースが大幅鈍化。失業率は低下。

＜ISM非製造業指数：３月＞



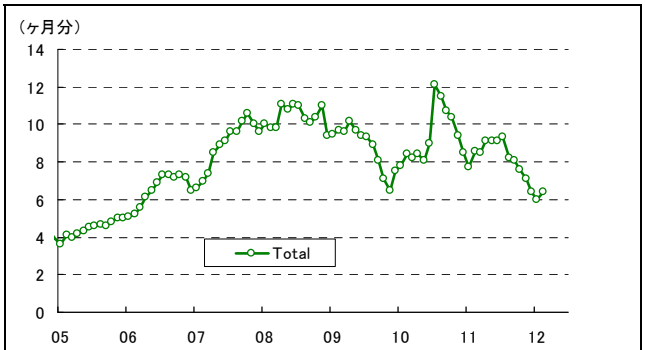
総合指数は4ヵ月振りに低下。新規受注指数は5ヶ月振りに低下。

＜消費者物価指数：２月＞



コア指数は前月比+0.1%と、２ヶ月振りに上昇幅が縮小。

＜中古住宅販売在庫率：２月＞



販売減、在庫増で、在庫率は７ヶ月振りに上昇。

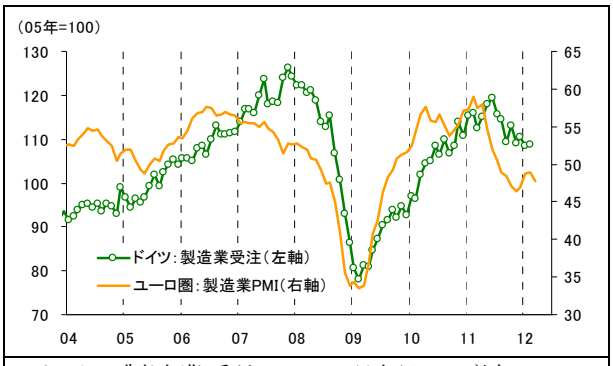
ユーロ圏：モメンタムが悪化

今月のユーロ圏の経済指標は、昨年末からの景気モメンタムの改善傾向に一服感がみられました。グローバルに景気回復が鈍化する中で、厳しい財政緊縮を強いられている欧州経済の脆弱性が改めて浮き彫りになりました。

先行指標である製造業PMIが47.7（３月、ユーロ圏）と４ヶ月振りに悪化したほか、サービス業PMIも、48.7と２ヶ月連続で悪化しました。いずれも、景気拡大・縮小の分かれ目となる50を下回った水準での悪化であり、持ち直しかけたかに見えたユーロ圏景気は、米中景気が減速する中で、弱含んでいます。

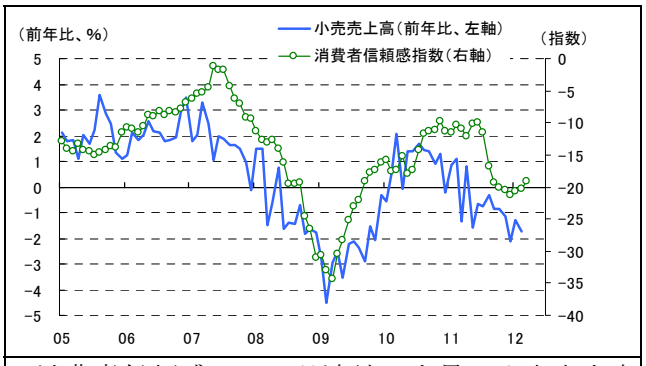
そうした中、スペイン政府が財政赤字の削減目標を引き下げたことなどを受けて、欧州ソブリン市場では、イタリア、スペイン国債とドイツ国債とのスプレッドが再び、拡大しています。景気悪化、国債利回りの上昇、財政見通し悪化という負の連鎖へと再び陥ることが懸念される中、米中経済がグローバル景気を牽引できるだけの回復ペースを維持できるかどうかが焦点となっています。

＜生産関連、PMI：3月、受注：2月＞



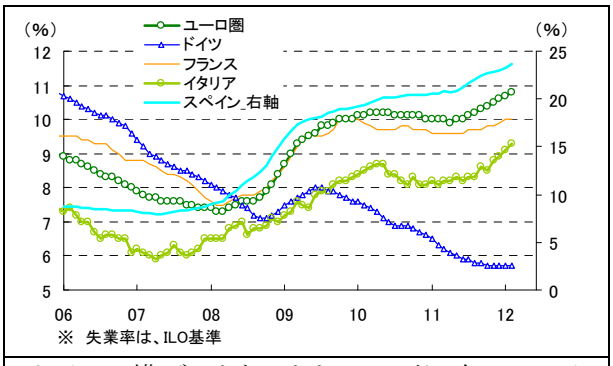
ドイツ製造業受注は２ヶ月振りに増加。ユーロ圏製造業ＰＭＩは４ヶ月振りに低下。

＜個人消費関連、信頼感：3月、小売：2月＞



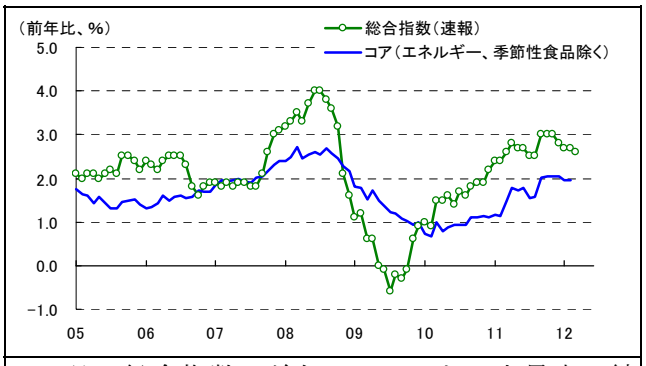
消費者信頼感は３ヶ月連続で上昇。小売売上高前年比のマイナス幅は拡大。

＜失業率：2月＞



ドイツは横ばいとなったものの、仏、伊、スペインで軒並み上昇し、全体では10.8%と上昇。

＜消費者物価指数、総合：3月、コア：2月＞



３月の総合指数は前年比+2.6%と、上昇率は縮小。

中国： 景気の減速が続く

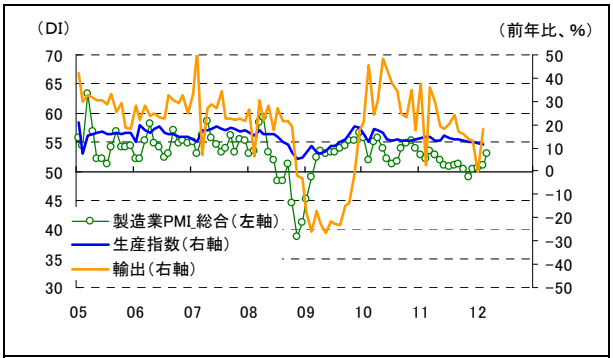
今月の中国の経済指標は、景気の減速が続いていることを示す内容となりました。

2月の経済指標では、生産、投資、消費のいずれも減速し、景気の減速が幅広い分野に及んでいることが示されました。マネーサプライＭ２の伸び率は小幅加速して前年比+13%となりましたが、依然年間目標である+14%を下回っており、金融環境も抑制的であることが示唆されています。

CPI総合の伸び率は、旧正月後の食品価格の落ち着きを反映し、前年比+3.2%と前月から大きく減速しました。PPI(生産者物価指数)総合も前年比+0.0%と、景気の減速に伴ってインフレ圧力も低下していることが示されました。また、都市部不動産価格は平均して前年比+0.2%の上昇にとどまりました。

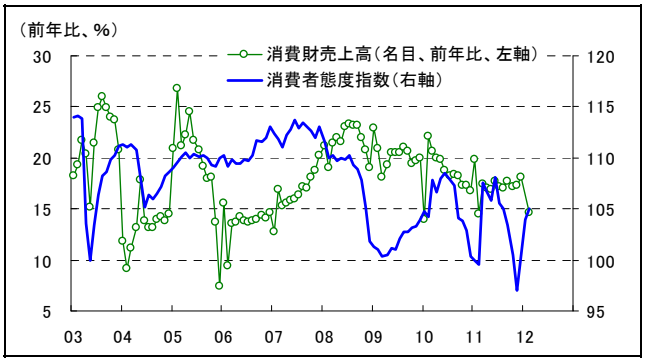
３月上旬に行われた全人代では、2012年の成長率目標が前年の+8%から+7.5%に引き下げられました。個人消費拡大が政策課題のトップに掲げられる一方、不動産引き締め政策の継続が明言されるなど、経済構造転換のために成長率の鈍化を容認するという政府の方針が表れた内容となりました。住宅市場など、一部のセクターは今後も比較的大きいリスクに晒されると予想されますが、当局が適切に政策を微調整することで、景気全体の腰折れリスクは低いものと考えます。

＜生産関連指標、PMI：3月、輸出：2月＞



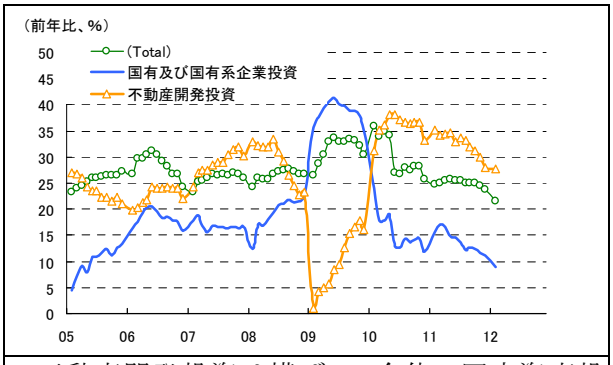
生産指数は減速、輸出は加速、製造業PMIは上昇。

＜個人消費関連指標：2月＞



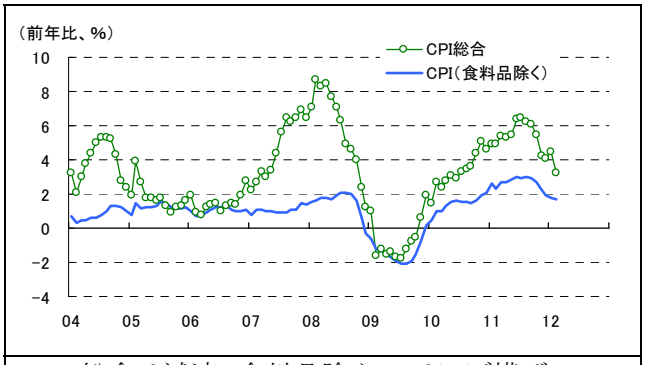
消費財売上高は減速、消費者態度指数は上昇。

＜都市部固定資産投資：2月＞



不動産開発投資は横ばい、全体の固定資産投資は減速。

＜消費者物価指数：2月＞



CPI総合は減速、食料品除くCPIはほぼ横ばい。

市場動向（３月のレビュー）

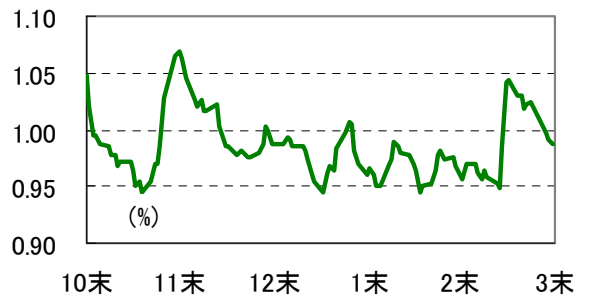
債券市場：景気回復、FRB雇用判断上方修正を受けて、米長期金利は上昇。他の国ではまちまち。
為替市場：ユーロ・ドルはレンジ。ドル・円は日米短期金利差の拡大等により円安。

３月上旬は、米国のISM製造業景況感指数、雇用統計、消費者センチメントなど、主要指標の堅調な動きが続き、米国景気の緩やかな回復が示されたことから、米長期金利は上昇傾向で推移しました。そうした中、中旬のFOMCで、FRBの雇用情勢判断が上方修正されたことを受けて、米長期金利は昨年8月以来の水準まで大幅に上昇しました。ただ、中国の12年度の成長目標が引き下げ（8%→7.5%）られる中で、下旬に発表された製造業PMI（3月、HSBC）が悪化していたため、グローバル経済への悪影響が懸念され、米長期金利は反落しました。国内長期金利は、米長期金利の動向に概ね追随し、上昇しました。

他方、欧州では、各国が緊縮財政を強いられる中で、先行指標であるユーロ圏製造業PMIが4ヶ月振りに低下するなど、景気の先行きに対する不安が再燃し、ドイツ長期金利は小幅低下しました。また、スペインが財政赤字削減目標を引き下げたこともドイツ長期金利低下に寄与しました。そうした中、周縁国債と独国債とのスプレッドはまちまちで、スペイン等では拡大しました。

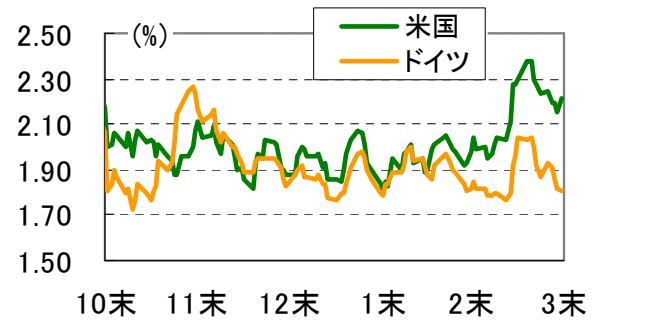
為替市場は、FRBの金融政策の解釈を巡って上下動はあったものの、結局、月間では米独短期金利差はほとんど動かず、ユーロ・ドルはレンジ内での動きとなりました。ドル・円は、米国の堅調な経済指標を受けて、米短期金利が上昇⇒日米の金利差が拡大し、円安ドル高となりました。

＜国内長期金利（10年国債）＞



米長期金利に概ね追随。

＜海外長期金利（10年国債）＞

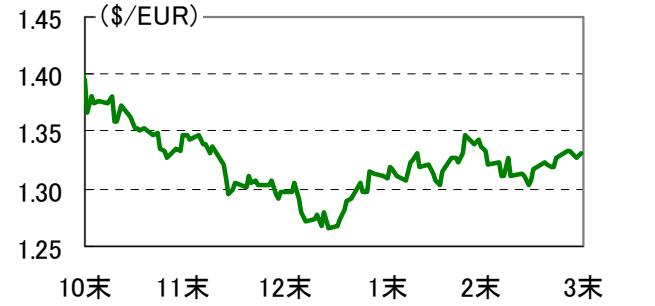


FOMC声明文での雇用情勢判断上方修正でレンジ切上げ。独は、スペイン情勢が金利低下圧力。

＜ドル・円＞

米短期金利の大幅上昇で日米金利差が拡大し、ドル・円は上昇。

＜ユーロ・ドル＞



金利差、欧州債務問題がドル高要因となった一方で、リスクオンがユーロ高要因となりレンジでの推移。

株式市場：各国の経済指標やギリシャ問題の進展を好感し株価は上昇

3月の株式市場では、各国の好調な経済指標やギリシャの債務交換問題の進展などを受け、日・米・独の株価は上昇しました。一方で、中国株は、中国の景気減速懸念から下落しました。

前月に引き続き、各国の好調な経済指標が株価の上昇を支援しました。月上旬から中旬にかけては、好調な米国の雇用関連指標や小売売上高などに加え、FOMCで景気判断が上方修正されたことなどが投資家に好感されました。一方、月下旬になると米・欧・中から市場予想を下回る経済指標が散見されるようになり、上値の重い展開となりました。

欧州債務問題に関しては、ギリシャの債務交換交渉の行方が焦点となりました。一時は民間投資家の債務交換への参加率が目標に達しないとの懸念もありましたが、最終的には債務交換交渉は成功裏に終わり、市場のセンチメント改善に寄与しました。

中国では、全人代で2012年の成長率目標が前年の8%から7.5%に引き下げられたこと、温家宝首相が不動産引き締めの堅持を重ねて表明したこと、3/22発表のHSBC製造業PMIが市場予想を下回ったこと、1・2月の中国工業企業の税引き前利益の伸び率が前年比マイナスとなったことなど、ネガティブなニュースが続き、香港のハンセン指数は月間で5%の下落となりました。

＜TOPIX＞

各国の好調な経済指標や、円安の進行、ギリシャ問題の進展を受けて上昇。

＜S＆P500＞

好調な経済指標やギリシャ問題の進展を受けて上昇。

＜DAX＞

各国の好調な経済指標やギリシャ問題の進展を受けて上昇。

＜ハンセン（香港）＞

予想を下回る中国の経済指標などを受け下落。

投資行動

国内債券　－公社債口Aファンド（満期構成調整）－

	2012.01	2012.02	2012.03	四半期	通期
基準価格騰落率(%)	0.15	0.13	0.15	0.43	3.19
ベンチマーク騰落率(%)	0.19	0.11	0.05	0.35	2.94
超過収益率(%)	▲ 0.04	0.01	0.10	0.07	0.25

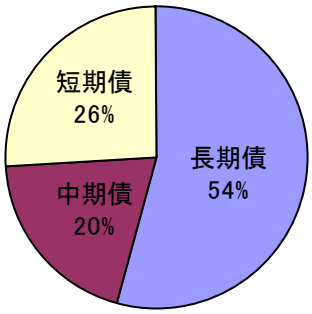
＜３月の投資行動＞

中期と長期ゾーンで入れ替えを実施、円建外債、事業債のオーバーウェイトを維持

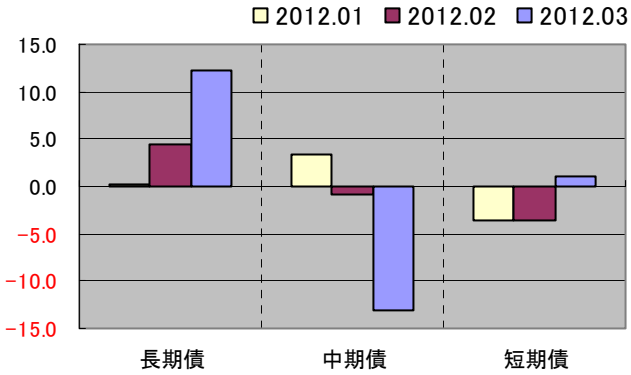
10年国債利回りは、FRBの追加緩和策への思惑などを背景とする米国長期金利の動きに概ね連動して推移しました。中旬に上昇した後、低下に転じ、月末の利回りは前月末をやや上回る0.985%となりました。

こうした環境のなか、投資行動については、満期構成調整において中期ゾーンのウェイトを引き下げ、長期ゾーンを引き上げました。また種別構成においては、円建外債、事業債のオーバーウェイトを維持しました。

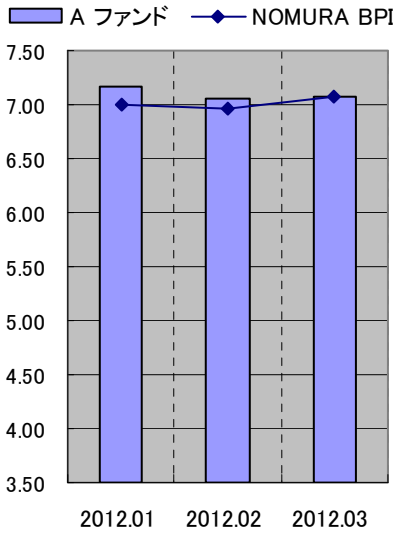
満期別構成比



満期別構成比の対ベンチマーク比の推移（％）

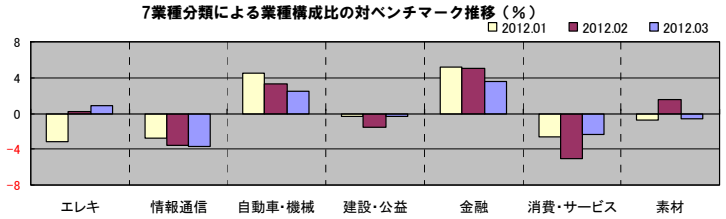


修正デュレーションの推移



＜株式ロAファンド（市場型）＞

	2012.01	2012.02	2012.03	四半期	通期
基準価格騰落率(%)	3.79	10.66	3.65	19.04	3.50
ベンチマーク騰落率(%)	3.66	10.73	3.28	18.55	0.59
超過収益率(%)	0.13	▲ 0.08	0.37	0.49	2.91



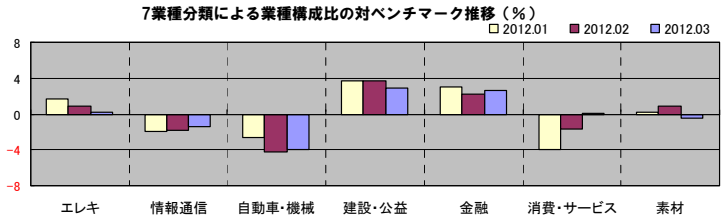
＜３月の投資行動＞

来期増益期待の高い銘柄を購入

相場の大幅上昇を受け、収益の回復期待以上に株価が上昇したと判断した銘柄を売却し、来期業績と比較して割安と判断した銘柄を組み入れました。個別では、強い競争力でコンビニ事業での売上シェア拡大が見込まれるセブン＆アイ、株価に出遅れ感が強いと判断した第一生命保険を購入しました。

＜株式ロFファンド（割安株ーリサーチ）＞

	2012.01	2012.02	2012.03	四半期	通期
基準価格騰落率(%)	4.19	12.82	3.71	21.91	4.66
ベンチマーク騰落率(%)	3.66	10.73	3.28	18.55	0.59
超過収益率(%)	0.52	2.09	0.44	3.36	4.07



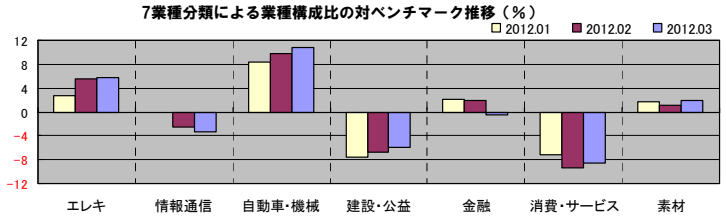
＜３月の投資行動＞

実力以上に売り込まれた銘柄に注目

資本効率を意識した経営実績を勘案すると現在の株価は割安と判断したエーザイ、内部留保が厚く、積極的な経営戦略が今後期待されることや、株主還元にも前向きであることを評価したSANKYOを新規で組み入れました。一方で、株価が大幅に上昇した太陽誘電、商船三井を売却しました。

＜株式ロHファンド（成長株）＞

	2012.01	2012.02	2012.03	四半期	通期
基準価格騰落率(%)	3.82	10.99	3.14	18.84	▲ 0.50
ベンチマーク騰落率(%)	3.66	10.73	3.28	18.55	0.59
超過収益率(%)	0.15	0.26	▲ 0.14	0.29	▲ 1.10



＜３月の投資行動＞

成長性の高い景気敏感株を組み入れ

事業環境改善を受け、トップクラスの競争力を持つ塩ビ、ウェハなど主力事業で収益伸長が期待できる信越化学工業、増資実施で懸念された財務リスクが小さくなり、新型エンジンの成長性への評価が高まると判断したマツダを新たに購入しました。一方で、収益性低下懸念が出始めた銘柄を売却しました。

	2012.01	2012.02	2012.03	四半期	通期
基準価格騰落率(%)	0.85	7.87	0.77	9.62	4.43
ベンチマーク騰落率(%)	0.77	7.65	0.91	9.47	4.99
超過収益率(%)	0.08	0.22	▲ 0.14	0.15	▲ 0.56

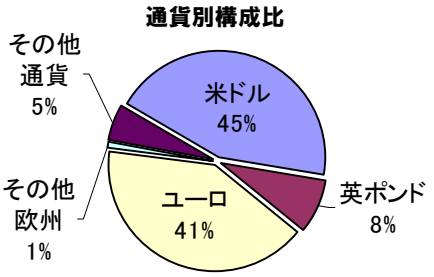
＜３月の投資行動＞

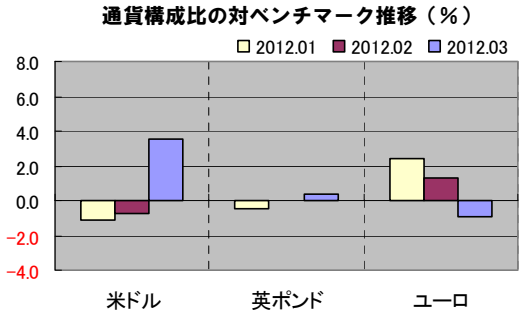
長めとしていたデュレーションを全体で中立化、通貨配分は米ドルをオーバーウェイト

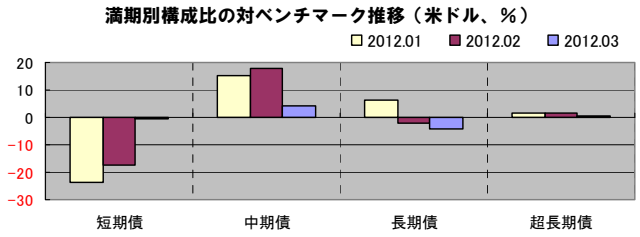
上旬の米国10年国債利回りは、２月に続いて2.0%前後で方向感を欠いて推移しました。しかし、13日のFOMC声明文が景気認識を上方修正する内容であったことから急速な上昇に転じ、利回りは昨年10月来となる2.3%台を付けました。その後は、中国やユーロ圏の企業景況感悪化、緩和策継続の必要性に言及したFRB議長発言、などを背景に低下し、月末の水準は2.21%となりました。

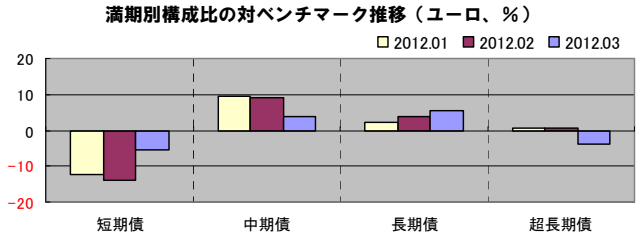
為替市場では、月前半にユーロが対米ドルで下落しました。ギリシャ債務削減策への民間投資家参加率を巡る不透明感（９日には決着）、FOMC声明文における景気認識の上方修正、などがユーロ売り要因となりました。しかし、ギリシャ第２次支援が正式承認に至り、下旬にはFRB議長が緩和策継続の必要性に言及するなかで、月後半のユーロは持ち直しました（月末のドル/ユーロは前月末近くの水準）。

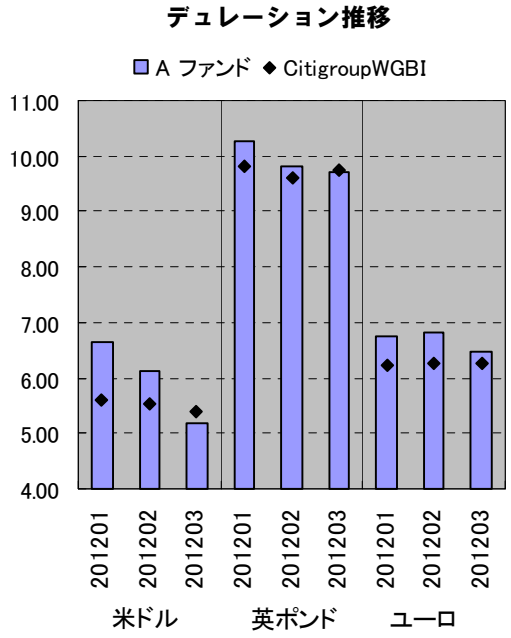
投資行動については、米国の景気回復が緩やかながらも拡がりを見せる一方、欧州では財政健全化の動きが景気の逆風になるとの見通しの下で、米国のデュレーションを短め、ユーロ圏を長めとし、全体ではほぼ中立化しました。また通貨配分は、ユーロや豪ドルをアンダーウェイト、米ドルをオーバーウェイトとしました。











	2012.01	2012.02	2012.03	四半期	通期
基準価格騰落率(%)	4.33	10.74	3.37	19.43	▲ 0.60
ベンチマーク騰落率(%)	4.16	11.38	3.03	19.53	0.50
超過収益率(%)	0.18	▲ 0.64	0.34	▲ 0.10	▲ 1.09

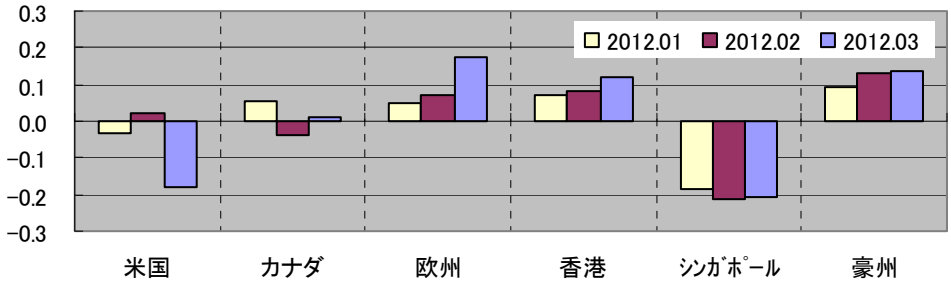
＜３月の投資行動＞

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

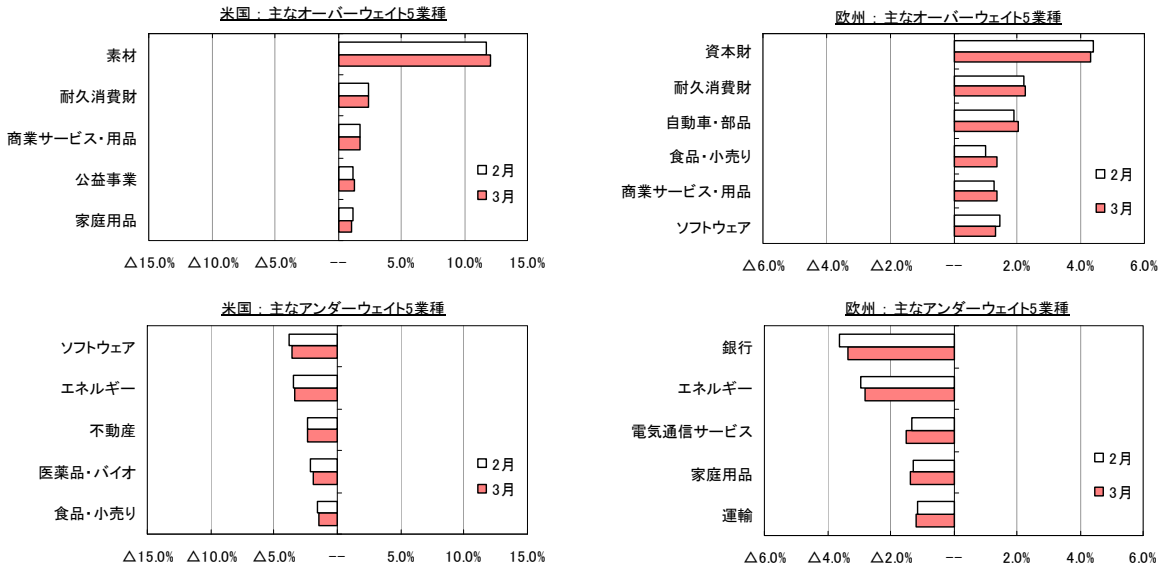
米欧株は、ギリシャ債務削減策への民間投資家参加率を巡る不透明感から上旬に一時下落しました。しかし、参加率の問題が9日に決着し、その後ギリシャ第2次支援が正式承認に至るなかで、株価は再び上昇傾向に戻りました。13日のFOMC声明文における景気認識の上方修正、FRBによる大手行の増配計画承認なども市場は好感しました。中国やユーロ圏の企業景況感悪化を受けて下旬には伸び悩む展開となりましたが、FRB議長が緩和策継続の必要性に言及するなかで、売りが続くには至りませんでした。

こうした環境のなか、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、株価動向に大差はないとの判断から、米欧、他地域とも中立の地域配分を維持しました。また銘柄選別においては、株価の方向性を注視しつつ、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。

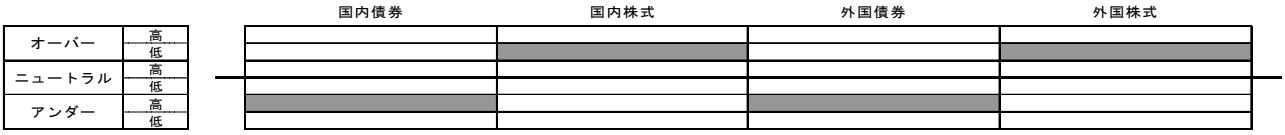
国別構成比の対ベンチマーク推移（％）



ＭＳＣＩ24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＞



＜3月の資産配分方針 ： 2月末時点の方針を維持＞

（国内債券）

海外経済が腰折れを回避し（「外国債券」参照）、復興需要も顕在化していくと見られることから、日本の景気は回復傾向を維持すると予想されます。しかし、ひと頃に比べて和らいだとはいえ、依然として欧州債務問題への懸念は強く、景気のリスクは引き続き下振れ方向にあると考えられます。このため、日銀は現行の緩和策を継続すると予想されます（FRBが緩和姿勢を強め、円高リスクが再び高まるような局面を迎えた場合には、日銀が追加緩和に踏み切ることも想定）。

景気が回復傾向を維持するなかで、長期金利は上昇気味に推移すると予想されます。但し、日銀の緩和的な金融政策などが抑制要因となり、上昇幅は小幅に留まると予想されます。

以上のような見通しの下で、株式との魅力度の比較から、国内債券の資産配分はアンダー高めの方針を維持しました。

（国内株式）

復興需要など、日本独自の景気刺激要因はあるものの、先行きの景気は欧州の債務問題や海外経済動向に強く左右されると予想されます。このため、国内株式市場の方向性は、概ね米欧同様と予想されます。復興需要、為替動向、PBR1倍近くの低位のバリュエーション、などがパフォーマンスの差異を生む要因になると考えられますが、株価の方向性が米欧と大きく乖離する可能性は低いと判断されます。このような見通しの下で、国内株式の資産配分は、外国株式同様にオーバー低めの方針を維持しました（「外国株式」参照）。

（外国債券）

ユーロ圏景気は後退局面にあるとの見方が大勢となりつつありますが、債務問題への対処でECBが長期・大量の資金供給に動き、防火壁の整備も漸進するなかで、この問題が金融危機にまで発展する経路は狭まったと判断されます。このためユーロ圏の景気後退は深刻化せず、債務問題が世界経済の腰折れを招くには至らないと予想されます。

一方、中国では、緩和方向に転じた金融政策が「積極的な財政政策」とともに減速傾向にある景気を支えると予想されます。このため、中国景気が大きく下振れするリスクも限定的と判断されます。

米国では、雇用環境の改善傾向が続くとともに、家計のバランスシート調整が緩やかながら進展しており、上述のような外部環境の下で、景気は回復傾向を維持すると予想されます。しかし、大統領選を控えての政策の停滞、欧州における財政緊縮化や金融機関の資産圧縮の動き、など、景気に抑制的に働く要因を抱え、米国の成長率が潜在成長率を超えて加速するには至らないと予想されます。ひと頃に比べて和らいだとはいえ、依然として欧州債務問題への懸念は強く、加速感を欠く景気回復局面の下で、米国の失業率低下にも時間を要すると見られることから、FRBはバランスシートを高位に保つ現行の緩和策を継続すると予想されます。但しここ数ヵ月で経済指標の安定感は高まっており、量的緩和第3弾に踏み切る可能性は低いと判断されます。

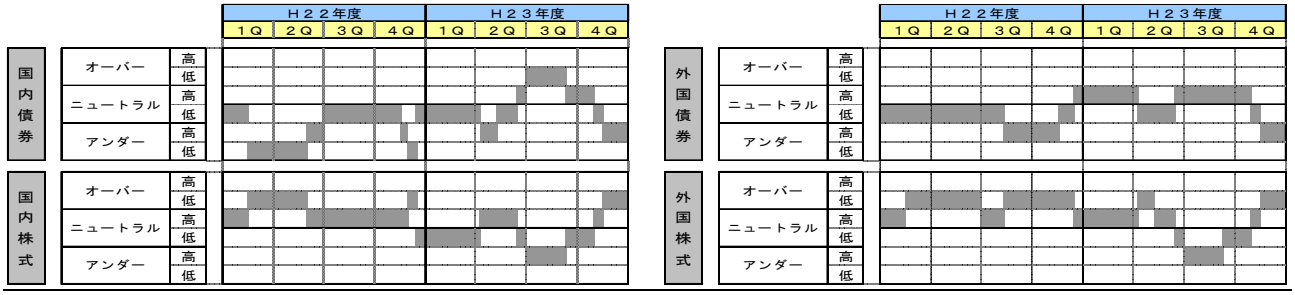
景気が回復傾向を維持するなかで、米国の長期金利は上昇気味に推移すると予想されます。但し、FRBの緩和的な金融政策などが抑制要因となり、上昇幅は小幅に留まると予想されます（欧州の財政健全国の長期金利も概ね同様に推移）。

以上のような見通しの下で、株式との魅力度の比較から、外国債券の資産配分はアンダー高めの方針を維持しました。

（外国株式）

米国の株価は、加速感を欠きながらも回復傾向を維持する景気動向、緩和的な金融政策の継続（「外国債券」参照）、割高感のないバリュエーション、などを背景に、引き続き上昇傾向で推移すると予想されます（欧州も概ね同様に推移）。

このような見通しと合わせ、弊社が重視している独自の定量的指標を見ると、市場のストレスを表す指標（「りそなマーケット・ストレス指数」）と景気先行指標（「りそな景気先行DI」）がここ数ヵ月、ともに改善傾向を示しています。二つの定量的指標の改善は、リスク回避姿勢の後退と景気の安定化を背景に、株式市場への資金流入が継続する姿を示唆していることから、外国株式の資産配分はオーバー低めの方針を維持しました。



外国債券
モンドリアン・
インベストメント・
パートナーズ

3月のグローバル債券市場は下落しました。米国経済の回復が続いていること、原油価格の高騰によりインフレ懸念が高まったこと等から軟調な展開となりました。通貨では、中国の不動産市場が一層軟調さを示しており、このことが鉄鉱石など素材に対する需要の低下につながるとの観測から、コモディティ通貨である豪ドルやノルウェークローネが下落しました。国債セクターでは、主に米国やスペインの長期金利が上昇しました。米国では、新規失業保険申請件数の減少傾向が続いたことや労働市場が緩やかな改善を示したこと、住宅価格指標が改善したことなどを受け、米長期金利は上昇しました。スペインは脆弱な銀行システムと不動産市場を有するという点で突出しており、債務削減に必要な経済成長ができないのではとの懸念が高まったことから長期金利は上昇しました。社債市場は国債市場をアウトパフォームしました。セクター別では、金融セクターが最も堅調となり、特に欧州企業が発行する債券が牽引する結果となりました。資産担保証券も国債セクターをアウトパフォームしました。

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）

3月のグローバル株式市場は上昇しました。欧州で顕著な動きが見られたことが、市場の支えとなりました。ギリシャでは、債券保有者の95%以上が事前に発表されていた債務スワップに応じ、当債務スワップが「クレジット・イベント」とみなされたことから、保険金がクレジット・デフォルト・スワップ（CDS）保有者に支払われることとなりました。さらに、ユーロ圏財務相および国際通貨基金（IMF）がギリシャへの第2次支援策を発表し、ユーロ圏財務相が1300億ユーロの支援策を承認するとともに、IMFは280億ユーロのギリシャへの融資に合意しました。米国では、米連邦準備理事会（FRB）が大手金融機関に対する最新のストレステストの結果を発表しました。FRBのテストでは、厳しい経済状況においても、4行を除いた大手銀行では十分な資本を維持できるとの見方が示されました。FRB、欧州中央銀行（ECB）及びイングランド銀行（BOE）は政策金利を据え置きました。運用スタイル別では、グロース株がバリュー株を上回りました。企業規模別では、明確な差は見られませんでした。為替市場では、FRBがハト派的なコメントを出したことから、ユーロ及びポンドが米ドルに対して上昇しました。また、ギリシャ支援を発端として、ソブリン債務リスクが縮小するとの期待からセンチメントが向上したことも、ユーロの下支えとなりました。一方、円は、日銀の金融緩和策及び将来の追加緩和策に対する期待が相まって下落しました。コモディティ市場は上昇し、原油価格は1バレル当たり約125ドルで月末を迎えました。金価格は下落し、1オンス当たり1700ドルを割りました。

エマージング株式
アッシュモア・EMM

3月のエマージング株式市場は下落しました。ECBによる2回目の長期リファイナンシングオペが月前半の市場を支えた一方で、その後、欧州やアジアから失望を誘うマクロ指標が発表されたことを受け、市場は下落しました。金融政策面では、米FRBは声明文の中で国内指標が改善傾向にあるとの認識を示し米経済の見通しに対する評価を引き上げました。地域別では、アジア市場が最も良いパフォーマンスとなりました。フィリピンは、2月のインフレ指数が前年比2.7%と予想に反し低下した一方で、中央銀行は予想されていた通り4%に利下げを実施しました。インドネシアは、1月や2月のリスクオンの環境下でアンダーパフォームしていたことから、3月はアウトパフォームとなりました。一方、ヨーロッパ・中東、南アフリカ地域はアンダーパフォームとなりました。ハンガリーは、IMF、欧州連合（EU）間の合意が当初期待されていたほど速やかに行われない可能性があるとの懸念からアンダーパフォームしました。ロシアは、エネルギー関連銘柄の税負担が大きくなるとの懸念が高まったことから、アンダーパフォームとなりました。金融政策面では、中央銀行は政策金利を維持しましたが、成長見通しについて懸念を示しました。

市場指数実績

			12(平成24)年3月末	12(平成24)年2月末	11(平成23)年3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%)	0.076	0.081	0.062	―	―
	債券	NOMURA-BPI総合	338.183	337.998	328.522	0.05	2.94
	株式	ＴＯＰＩＸ(配当込)	1,109.28	1,074.09	1,102.75	3.28	0.59
海外	債券	ｼﾃｨｸﾞﾙｰﾌﾟ世界国債ｲﾝﾃﾞｯｸｽ	305.17	302.41	290.67	0.91	4.99
	株式	MSCI KOKUSAIｲﾝﾃﾞｯｸｽ	1,215.12	1,179.40	1,209.12	3.03	0.50

(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
・ｼﾃｨｸﾞﾙｰﾌﾟ世界国債ｲﾝﾃﾞｯｸｽは、日本を除く、円ベースの数値
・MSCI KOKUSAIｲﾝﾃﾞｯｸｽは、米ドルベースの公式指数をＷＭﾛｲﾀｰ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

米国

	3月	11年度
SP500	3.13%	6.23%
NYﾀﾞｳ	2.01%	7.24%

欧州

	3月	11年度
FT100 (英国)	-1.76%	-2.37%
DAX (ドイツ)	1.32%	-1.34%

日本

	3月	11年度
TOPIX (配当込)	3.28%	0.59%
日経平均	3.71%	3.37%

アジア・オセアニア

	3月	11年度
ﾊﾝｾﾝ (香港)	-5.19%	-12.63%
ST指数 (ｼﾝｶﾞﾎﾟｰﾙ)	0.55%	-3.07%
ｵｰﾙｵｰﾃﾞｨﾅﾘｰｽﾞ (ｵｰｽﾄﾗﾘｱ)	0.73%	-10.32%

(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 2012 4月号

発行：2012年4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思わ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下さい。
・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。