

マンスリー 投資情報

2014 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-14-0021

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（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：焦点は駆け込み需要の反動へ

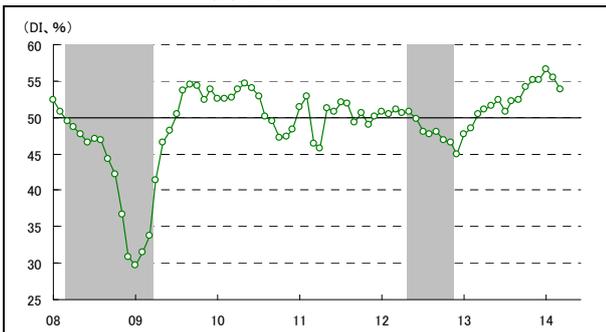
今月の国内の経済指標は、まちまちな内容となりました。

供給サイドの経済指標は駆け込み需要一巡後の反動減に備えて悪化し始めており、3月の製造業PMIは53.9と前月から1.6ポイント低下しました。2月の鉱工業生産の低下は大雪だけでなく、これまで生産を押し上げてきた駆け込み需要の剥落が影響しているものとみられます。

一方、需要サイドの統計については、消費税引き上げ前の駆け込み需要を背景に堅調に推移しています。2月の消費総合指数は、大雪の影響で前月比マイナス1.0%と低下しましたが、1-2月平均の10-12月期対比では年率+2.6%上昇しました。また、駆け込み需要の影響もあり、インフレ率はやや上振れており、コアCPIは前年比+1.3%で推移しています。東京都区部コアCPIの推移(2月：同+0.9%→3月：同+1.0%)をもとに予想すると、3月の全国コアCPIの上昇率は幾分高まる見込みです。また、低迷が続く実質輸出は、2月は前月比+3.6%と増加しました。但し、これは中国の旧正月の影響が大きく、輸出が本格的に持ち直すのは、米国の在庫調整が一巡し景気が加速する年後半とみられます。

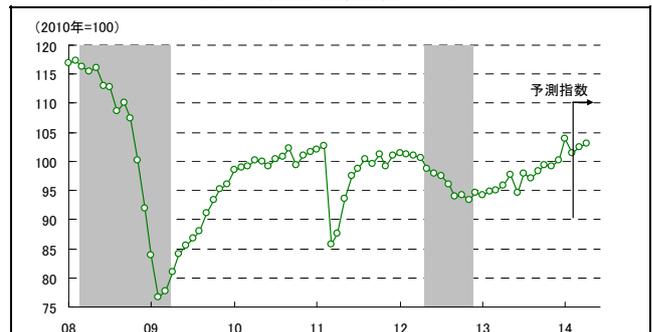
なお、金融政策については、日銀・黒田総裁が4/8の金融政策決定会合後の記者会見で、「追加緩和は現時点で考えていない」「需給ギャップはゼロ」と発言したことから、追加緩和期待は後退しました。

＜製造業PMI:3月＞



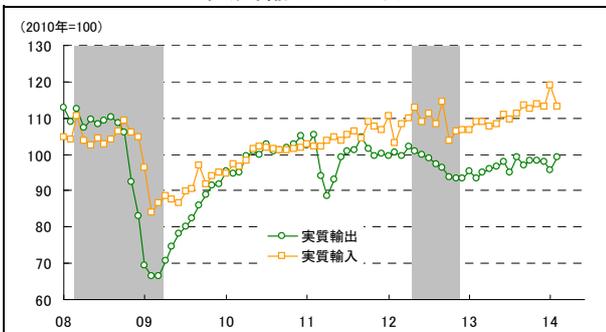
2ヶ月連続で低下。生産高指数の大幅低下が寄与。駆け込み需要前の増産が一巡。

＜鉱工業生産指数:2月＞



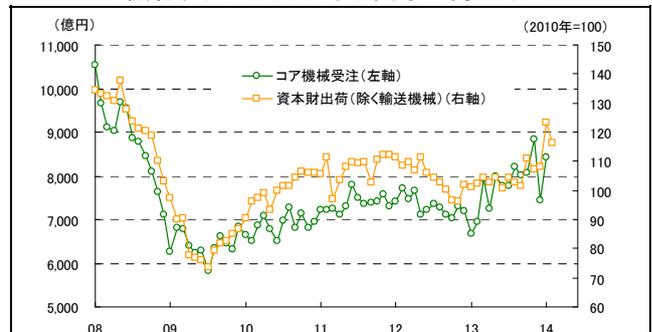
前月比マイナス2.3%と3ヶ月振りに低下。大雪が影響。

＜実質輸出入:2月＞



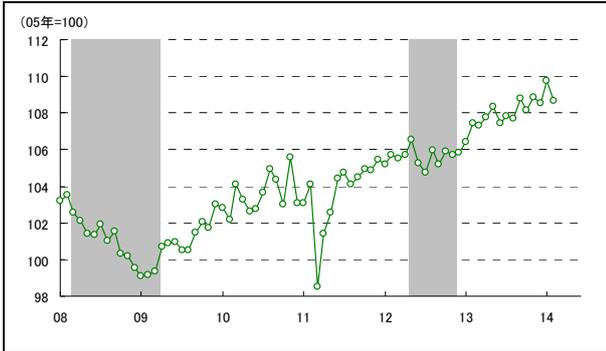
実質輸出は、前月比+3.6%と3ヶ月振りに増加。中国の旧正月が影響。実勢は横ばい圏。

＜機械受注(1月)と資本財出荷:2月＞



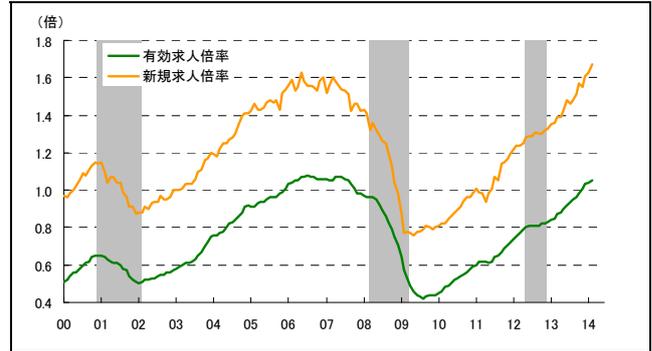
緩やかな増加傾向ながら、1-2月の設備投資関連指標はまちまち。

<消費総合指数:2月>



大雪の影響で前月比マイナス1.0%と反落。

<求人倍率:2月>



労働市場の需給は改善。有効求人倍率は07年8月以来の高水準。徐々に人手不足が顕在化。

<コアCPI:2月(全国)、3月(東京都区部)>



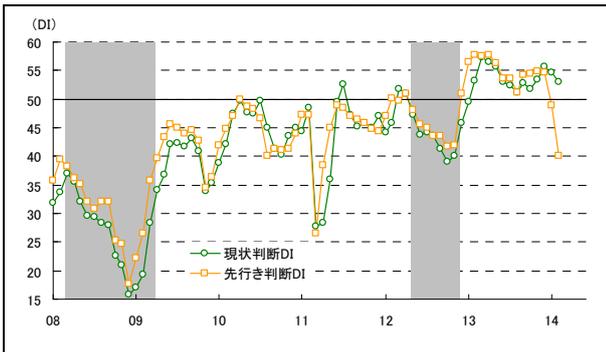
全国コア指数は前年比+1.3%と伸び率は横ばい。

<国内企業物価:2月>



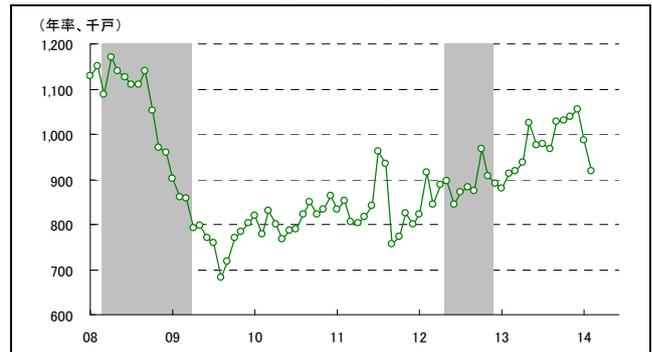
企業物価は前年比+1.8%とピークアウト。

<景気ウォッチャー調査:2月>



消費税率引き上げの影響を懸念し、先行き判断DIは大幅に悪化。

<新設住宅着工戸数:2月>



前月比マイナス6.9%と2ヶ月連続で大幅に減少。駆け込み需要の反動減。

米国：悪天候の影響一巡で改善

今月の米国の経済指標は、総じて堅調に推移しました。悪天候の影響による下振れを経て、徐々に持ち直しが鮮明になっています。

持続的な景気回復の鍵となる雇用については、3月雇用統計で+19.2万人増加し、1、2月分も計3.7万人上方修正されるなど、概ね+20万人/月程度のペースで増加が続いています。また、3月の労働参加率が63.2%に上昇し、非管理職労働者の時給が緩やかに上昇するなど、労働市場の改善で賃金の上昇圧力が高まる兆しが窺えます。

一方、ISM製造業指数は、1月の急落後、2ヶ月連続で改善しています。先行きを見通す上で重要な新規受注指数も改善しており、4-6月期以降の景気持ち直しを示唆しています。2月の小売売上高（除く自動車）は、前月比+0.3%と小幅な増加に留まりましたが、天候要因がほぼ一巡した3月の自動車販売は年率1,640万台の高水準となり、個人消費の回復継続を示唆しています。

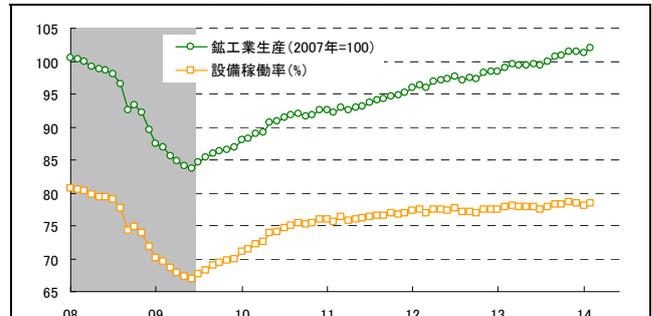
金融政策については、3月FOMC後の記者会見におけるイエレン議長の発言をきっかけに早期利上げ観測が高まりました。しかし、その後、同議長は講演で「（金融緩和に対する）異例のコミットメントが当面必要」と述べ、早期利上げ観測の修正を図りました。

＜非農業部門雇用者数：3月＞



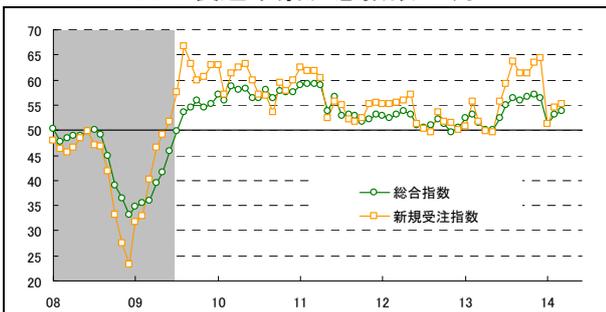
雇用者数は+19.2万人増加。前月も上方修正されており、労働市場の改善を確認。

＜鉱工業生産指数：2月＞



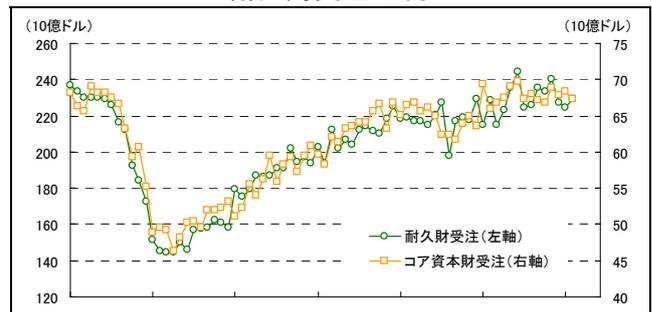
前月比+0.7%と2ヶ月振りに上昇。2月の悪天候の影響は軽微。

＜ISM製造業景況感指数：3月＞



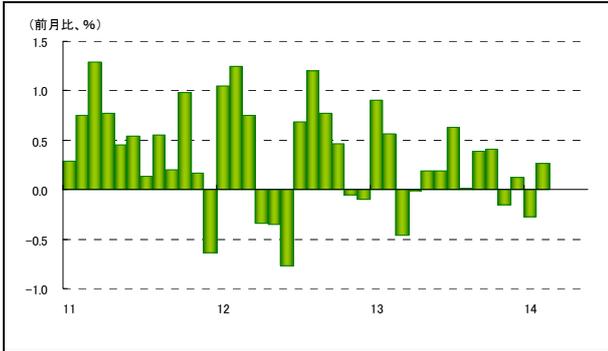
総合指数は、前月から0.5ポイント改善。悪天候の影響は一巡。

＜耐久財受注：2月＞



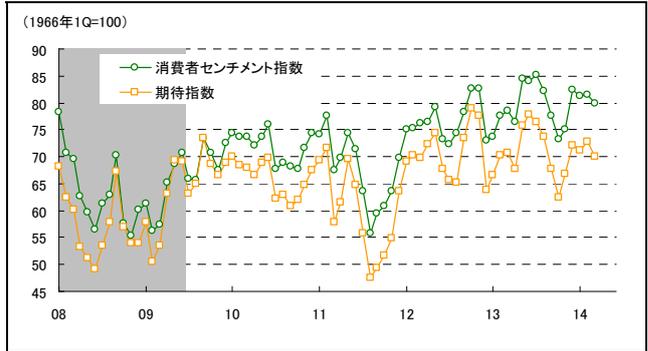
2月のコア資本財受注は、前月比マイナス1.4%。設備投資加速の兆しはみられず。

＜小売売上高(除く自動車、名目):2月＞



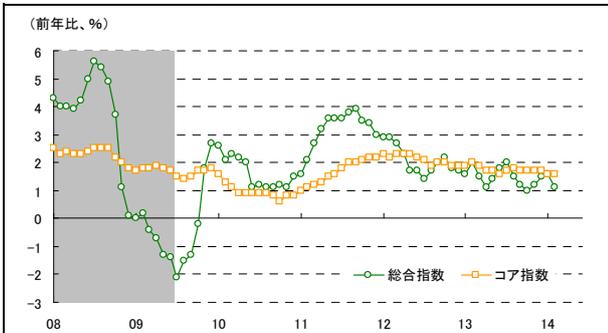
前月比+0.3%増加。悪天候が引き続き影響。

＜ミシガン大学消費者センチメント指数:3月＞



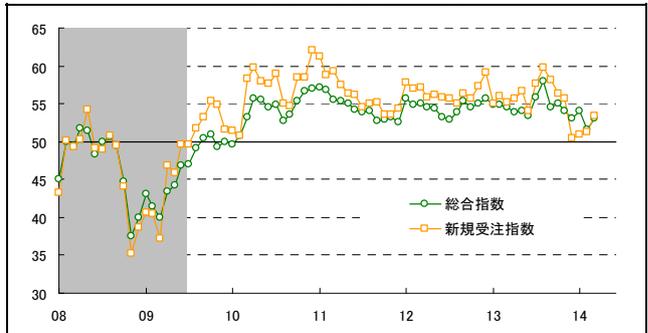
経済指標の弱含みや地政学リスクなどを背景に消費者センチメントは幾分悪化。

＜消費者物価指数:2月＞



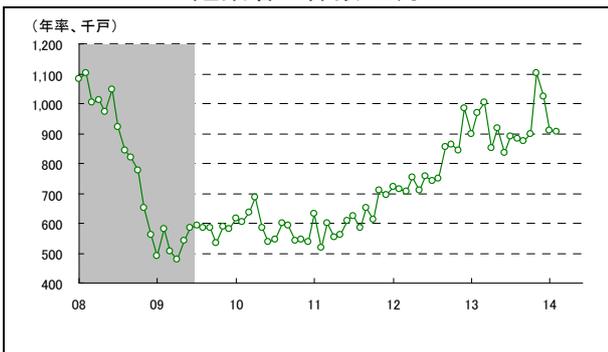
C P I は安定的に推移。総合は前年比+1.1%、コア指数は同+1.6%。

＜ISM非製造業指数:3月＞



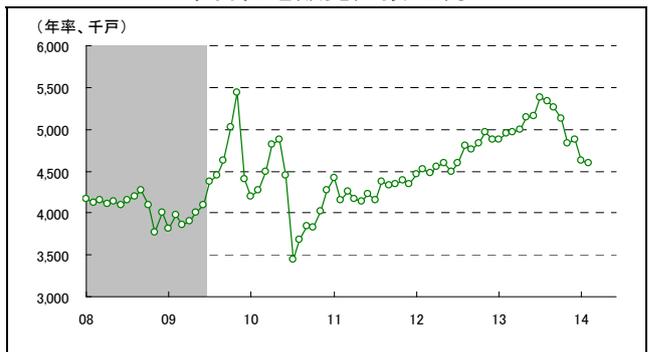
総合指数は53.1と前月から1.5ポイント改善。

＜建築着工件数:2月＞



前月比マイナス0.2%と微減ながら、3ヶ月連続で減少。

＜中古住宅販売戸数:2月＞



昨年7月をピークに減少傾向が継続。他の住宅関連指標も弱含んでおり、やや懸念。

ユーロ圏：景気は改善傾向を維持。但し、デフレのリスクが高まる。

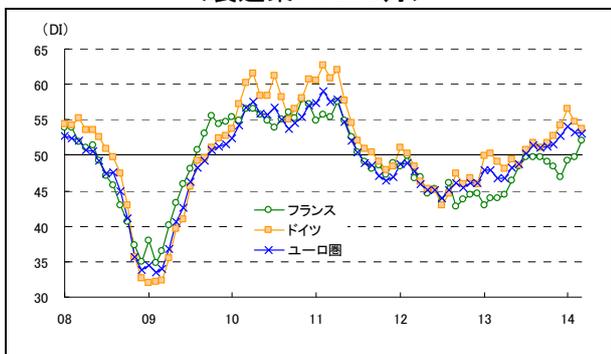
今月のユーロ圏の経済指標は、総じて緩やかな景気回復を示唆する内容でした。

3月の製造業PMIは、53.0となり2ヶ月連続で悪化しました。それでもなお、1-3月平均は53.4と10-12月平均を1.5ポイント上回っており、景気は緩やかな回復が続いているとみられます。もっとも、ドイツが2ヶ月連続で悪化する一方、これまで改善の遅れていたフランスが3ヶ月連続改善するなど、国別にはまちまちな内容でした。

他方3月のCPI（速報値）は、前年比+0.5%と前月から0.3%ポイント減速しました。景気は循環的な回復が続いているものの、14年の成長率は低調に留まる公算が大きく、需給ギャップはマイナスの状態が当面継続するとみられます。

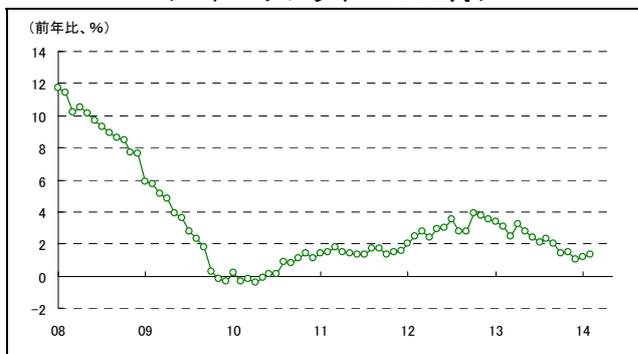
すなわち、銀行部門のデレバレッジが続く中、今後しばらくはトレンド成長率を超える高成長は期待しにくく、下振れリスクの高い脆弱な状態が続くとみられます。こうした状況にも関わらず、ECBは追加緩和に対して慎重姿勢を維持しており、ユーロ圏のデフレリスクは高まっています。

＜製造業PMI:3月＞



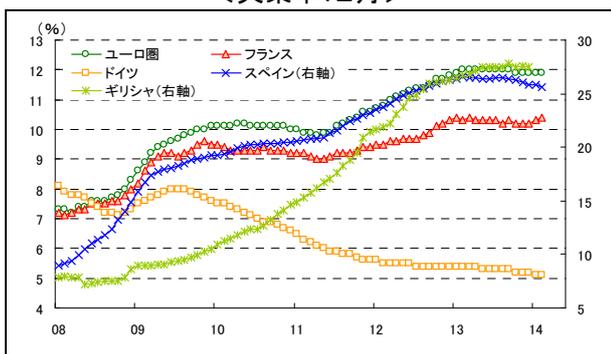
フランスが大幅に改善し、11年7月以来の50台に回復。ユーロ圏全体では小幅悪化。

＜マネーサプライ M3:2月＞



2月は前年比+1.3%と2ヶ月連続で幾分加速。底打ちの可能性高まる。

＜失業率:2月＞



ユーロ圏では5ヶ月連続で11.9%と高止まり。フランスは11ヶ月振りの水準に上昇。

＜消費者物価指数、総合:3月、コア:2月＞



総合指数は前年比+0.5%と09年11月以来の低い伸び。

中国：更に景気減速。但し、下げ止まりの兆しも。

中国景気は減速感が強まっています。

主要経済指標では、1～2月の鉱工業生産が前年比+8.6%と、13年12月の同+9.7%から減速し09年4月以来の低い伸びとなった他、固定資産投資も同+17.9%と減速しました。また、2月の輸出は特殊要因もあり同マイナス18.1%と大幅に減少しました。更に、住宅販売床面積も前年比マイナスに落ち込むなど、景気は急速に悪化しています。

14年の成長率目標は7.5%に設定されたものの、景気の下振れリスクが高まっており、目標の達成が危ぶまれています。こうした状況を受け、李克強首相は、政策対応により景気の安定化を図る旨の発言を3月下旬以降繰り返しており、その中身は政府の投資プロジェクト加速などが含まれています。

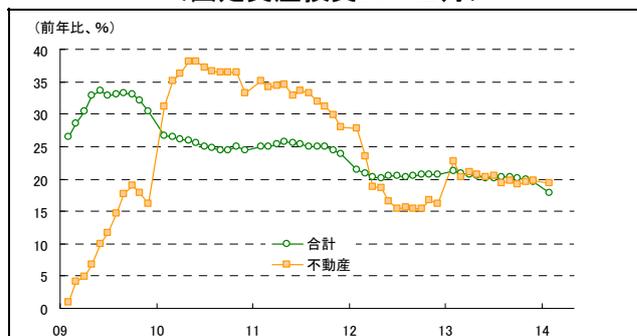
こうした中、国家統計局が発表した3月の製造業PMIは50.3と前月から0.1ポイント上昇し、昨年11月以来、5ヶ月振りに改善しましたが、下げ止まりの可能性もあるとみられます。

＜製造業PMI:3月＞



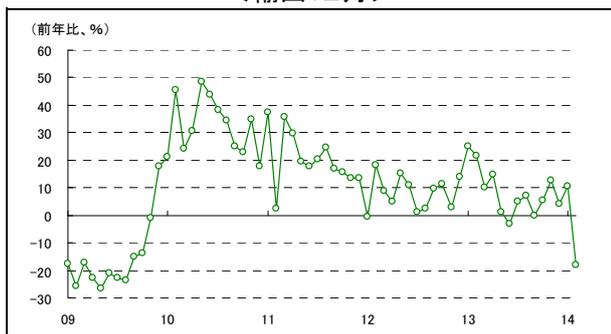
国家統計局公表の製造業PMIは、前月から0.1ポイント改善と下げ止まりの兆し。

＜固定資産投資:1-2月＞



1-2月は前年比+17.9%と緩やかに減速。

＜輸出:2月＞



前年比マイナス18.1%と失速。但し、実勢を反映せず。

＜消費者物価指数:2月＞



景気減速を背景にインフレ率は低下傾向で推移。コアCPIは前年比+1.7%と前月から0.3ポイント低下。

市場動向(3月のレビュー)

債券市場：地政学リスク後退後、金融政策への思惑で各国金利は上下するも月間では横這い 為替市場：ドル>ユーロ>円

月初、ウクライナ情勢に対する懸念が後退したことや3/7発表の米雇用統計が堅調だったことを受けて、各国金利は上昇しました。その後、ウクライナ情勢に対する懸念の再燃や、中国の景気減速懸念を背景に長期金利は低下しました。

中旬に入り、3/16のクリミアのロシア編入についての住民投票が混乱なく行われ、リスクオフ姿勢が後退したことや3/19のFOMCを受けて早期利上げ観測が浮上し、金利は再び上昇しました。しかし、欧米の対露制裁を巡り再びリスクオフとなり、金利は低下しました。

また、欧州では下旬に、バイトマン独連銀総裁が量的緩和策を検討する姿勢を示し、追加緩和期待が高まったことも、金利低下の材料となりました。日本の長期金利は、小動きながら、円安・株高を背景に月末にかけて上昇しました。月間で見ると、各国金利共にほぼ横這いとなりました。

為替市場では、ユーロドル相場は月初のECB理事会で追加緩和が見送られたことでユーロ高が進行しました。その後、FRBの早期利上げ観測でドルが上昇し、月間ではユーロ安となりました。ドル円相場は、ウクライナ情勢の悪化を受けてリスクオフとなり、月央には円高が進行しました。その後、FRBの早期利上げ観測で円安が進行し、月間でみると1.4%の円安となりました。

<国内長期金利(10年国債)>



ウクライナ情勢を巡り金利は上下。その後、米金利に追従して上昇。

<海外長期金利(10年国債)>



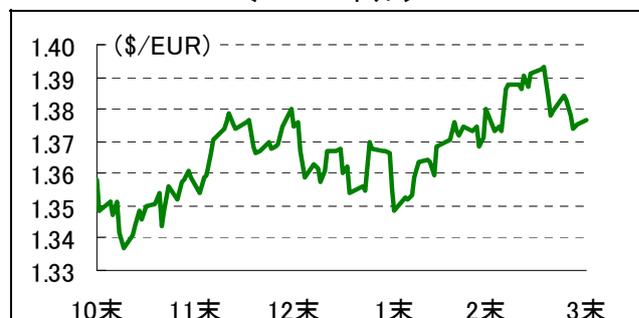
ウクライナ情勢や中国景気減速懸念で金利は上下。米金利は早期利上げ観測でやや上昇。

<ドル・円>



リスクオフで円高となった後、FRB早期利上げ観測で円安進行。

<ユーロ・ドル>



ECB追加緩和見送りでユーロ高になるも、下旬以降FRB早期利上げ観測でユーロ安進行。

市場動向(3月のレビュー)

株式市場：米国株式は地政学リスク後退後、早期利上げ観測が重しとなるも懸念払拭で上昇。

月初から中旬にかけて、ウクライナ情勢に対する懸念や軟調な中国経済指標、社債のデフォルトをきっかけとする中国のシャドーバンキングへの懸念を受けて各国株式は下落しました。その後、クリミアでの住民投票が混乱なく行われたことをきっかけに株価は反発しました。

中旬以降は、米国では、3/19のFOMC後に早期利上げ観測が浮上し株価の重しになったものの、月末にイエレン議長が講演で早期利上げに慎重な姿勢を示したことを好感して株価は上昇しました。月間では小幅の上昇でした。欧州では、対露追加制裁発動の見送りや中国の景気刺激策への期待からリスクオンとなり株価が上昇しました。しかし、上旬の株価の下落が影響して、月間でみると1%強のマイナスとなりました。香港株式は、中国の景気刺激策への期待から下旬以降大きく反発しました。しかし、上旬に中国景気の先行き懸念で株価が大きく下落したことが影響して、月間でみると3%の下落となりました。

国内株式は、3月第2週の海外勢の売り越しがブラックマンデー以来の大きさとなったことで投資家心理が悪化する場面がありました。その後、欧米株式の上昇や円安進行を受けて株価は上昇しました。月間では小幅の下落となりました。

<TOPIX>



リスクオフや需給悪化懸念で下落後、欧米株高や円安進行で上昇。

<S&P500>



リスクオフ姿勢後退で上昇、米早期利上げ観測が重しとなるも月末は利上げ観測後退で上昇。

<DAX>



リスクオフで下落後、中国景気刺激策への期待で上昇。

<ハンセン(香港)>



リスクオフや中国経済減速懸念で下落した後、中国景気刺激策への期待から上昇。

	2014.01	2014.02	2014.03	四半期	通期
基準価格騰落率(%)	0.79	0.24	▲ 0.21	0.83	0.84
ベンチマーク騰落率(%)	0.77	0.24	▲ 0.23	0.77	0.58
超過収益率(%)	0.03	0.00	0.02	0.05	0.25

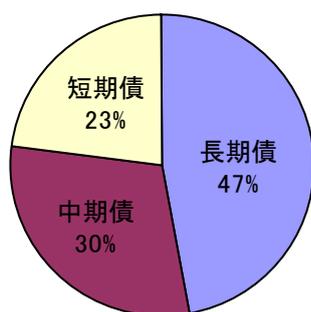
< 3月の投資行動 >

超長期ゾーン内で満期構成を入れ替え、事業債、円建外債のオーバーウェイト幅を引き上げ

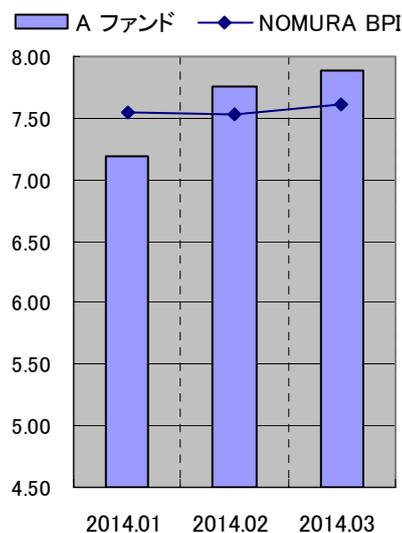
ウクライナへの武力行使の必要性を否定したプーチン大統領の発言などを背景に、月前半の10年国債利回りは0.6%台に上昇しました。株価が下落するなかで、月央以降は一時反転しましたが、株価の反発とともに利回りは再び上昇し、月末の水準は0.64%となりました。利回り曲線は需給要因から若干傾斜化しました。

投資行動については、利回り曲線の変化に対応し、超長期ゾーン内で満期構成を入れ替える調整を実施しました。また種別構成において、事業債、円建外債のオーバーウェイト幅を引き上げました。

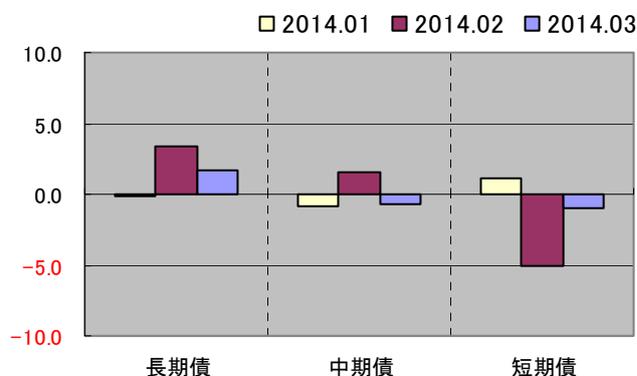
満期別構成比



修正デュレーションの推移

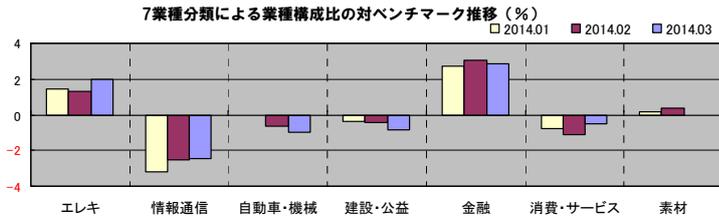


満期別構成比の対ベンチマーク比の推移 (%)



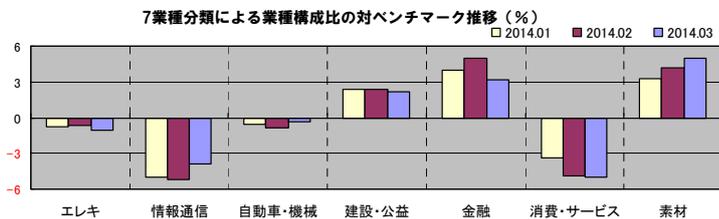
<株式ロAファンド(市場型)>

	2014.01	2014.02	2014.03	四半期	通期
基準価格騰落率(%)	▲ 6.05	▲ 1.73	▲ 0.84	▲ 8.46	17.09
ベンチマーク騰落率(%)	▲ 6.26	▲ 0.71	0.20	▲ 6.74	18.56
超過収益率(%)	0.21	▲ 1.02	▲ 1.05	▲ 1.72	▲ 1.48



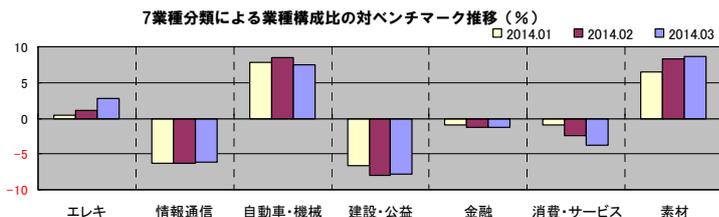
<株式ロFファンド(割安株-リサーチ)>

	2014.01	2014.02	2014.03	四半期	通期
基準価格騰落率(%)	▲ 6.69	▲ 0.24	▲ 0.15	▲ 7.05	17.96
ベンチマーク騰落率(%)	▲ 6.26	▲ 0.71	0.20	▲ 6.74	18.56
超過収益率(%)	▲ 0.42	0.46	▲ 0.35	▲ 0.31	▲ 0.61



<株式ロWファンド(グローバル企業)>

	2014.01	2014.02	2014.03	四半期	通期
基準価格騰落率(%)	▲ 5.54	▲ 1.41	▲ 0.46	▲ 7.30	22.02
ベンチマーク騰落率(%)	▲ 6.26	▲ 0.71	0.20	▲ 6.74	18.56
超過収益率(%)	0.72	▲ 0.70	▲ 0.67	▲ 0.56	3.45



<3月の投資行動>

資源関連株の保有比率を引き下げ

中国景気の減速が長期化するリスクを考慮し、資源関連株の保有比率を引き下げました。一方、業績好調にも関わらず、期末を控えた需給要因で株価が下落した銘柄(日立製作所、三井不動産など)をウェイトアップしました。

<3月の投資行動>

事業構造改革による業績改善に着目

事業構造改革に取り組むことで、業績改善が見込まれる銘柄に投資を行いました。工場の効率化投資や主力商品への資源集中により、生産効率改善が期待できる大同特殊鋼、ROEを経営目標に掲げ、資産効率改善に取り組む三井物産をウェイトアップしました。

<3月の投資行動>

高い競争力による収益成長に着目

高い競争力を背景に、持続的な収益成長が期待できる銘柄に投資を行いました。新興国に加え先進国でも大容量インクタンク付きプリンタの拡販が進むセイコーエプソン、中国スマホメーカーの生産拡大の恩恵享受が見込まれる日東電工をウェイトアップしました。

	2014.01	2014.02	2014.03	四半期	通期
基準価格騰落率(%)	▲ 2.17	2.09	1.38	1.26	16.40
ベンチマーク騰落率(%)	▲ 2.57	1.96	1.19	0.52	15.28
超過収益率(%)	0.39	0.13	0.19	0.73	1.12

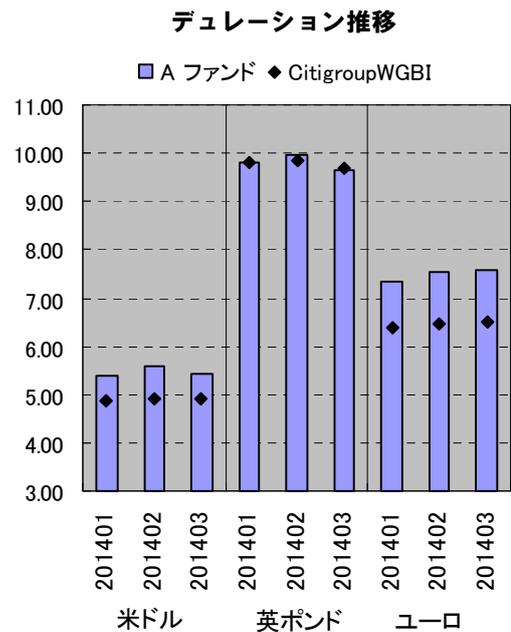
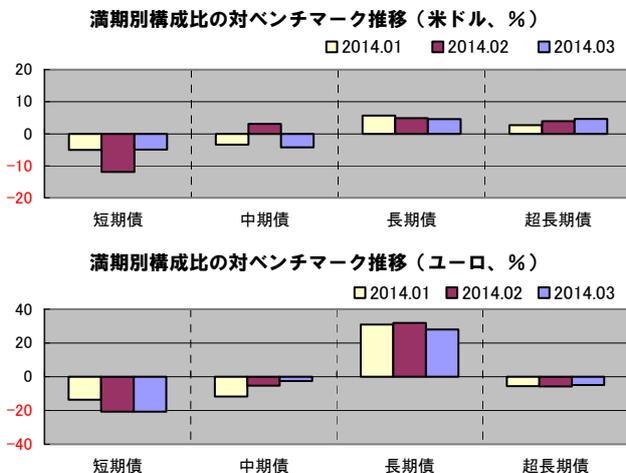
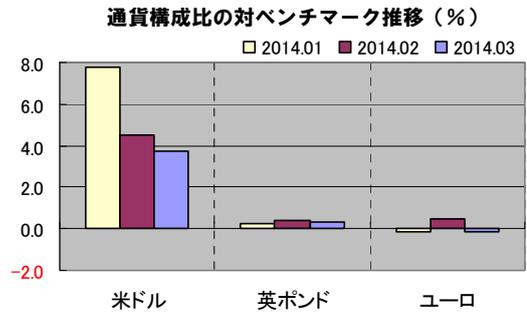
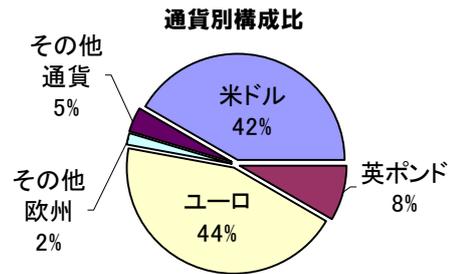
<3月の投資行動>

米欧とも長めのデュレーションを継続、米ドルのオーバーウェイトを継続

米国長期金利は、ウクライナへの武力行使の必要性を否定したプーチン大統領の発言や、市場予想を上回る雇用統計を受けて上旬に上昇した後、方向感なく推移しました。中旬以降は、ロシアによるクリミア編入の動き、クリミアを除くウクライナの分裂を望まない姿勢を示したプーチン大統領の発言、資産購入終了後の現行金利の維持期間に関し「半年程度」としたFRB議長の発言、などが市場に影響しました。

ドル/ユーロ相場は、追加緩和に消極的と捉えられたECB総裁発言などを背景に、月央までユーロ高傾向で推移しました。しかしその後は、FRB議長の「半年程度」発言などで切り返しました。

投資行動については、米欧とも長めのデュレーションを継続しました。また通貨構成は、米ドルのオーバーウェイトを継続しました。



	2014.01	2014.02	2014.03	四半期	通期
基準価格騰落率(%)	▲ 6.94	5.36	1.75	▲ 0.23	32.46
ベンチマーク騰落率(%)	▲ 6.52	5.67	1.23	▲ 0.01	32.43
超過収益率(%)	▲ 0.42	▲ 0.31	0.52	▲ 0.22	0.03

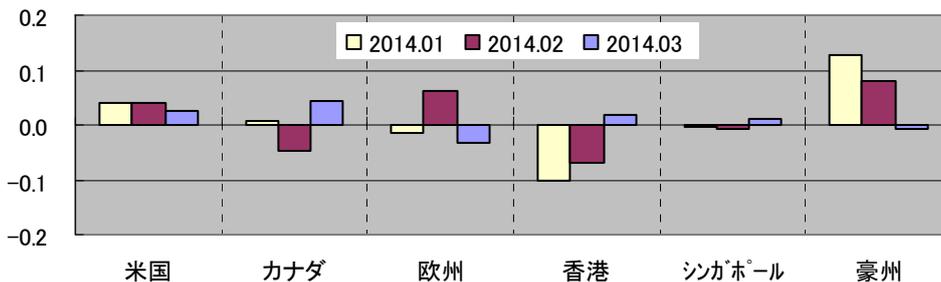
< 3月の投資行動 >

中立の地域配分を継続、競争優位による業績伸長が期待できる銘柄に投資

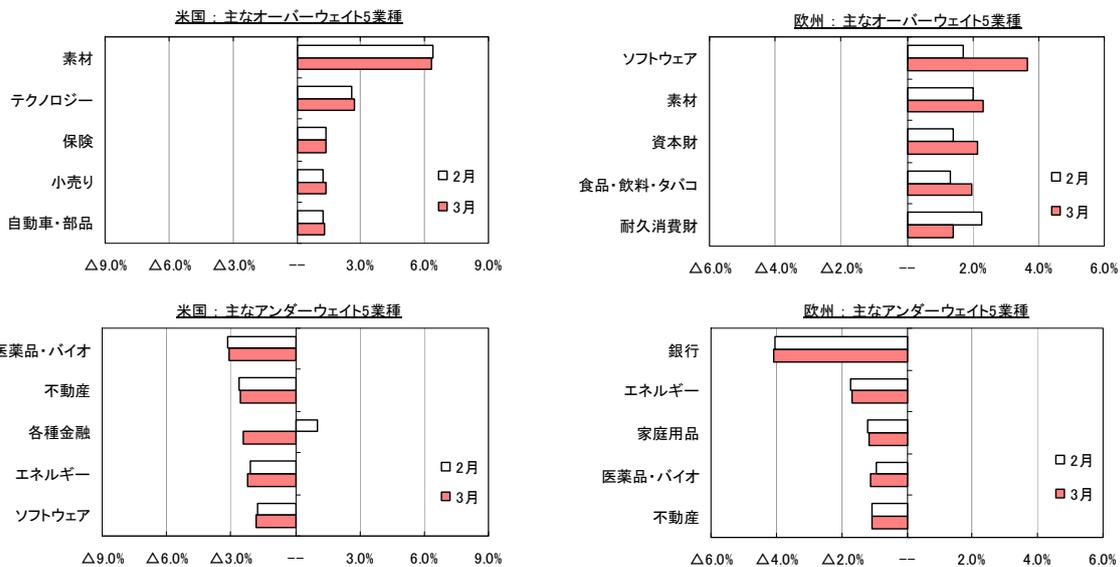
ウクライナ情勢が株式市場に影響しました。ロシアによるクリミア編入の動きが株価の下押し要因となりましたが、米欧諸国の対ロ制裁の影響は限定的との見方が漂いはじめ、下押し圧力は月末にかけて後退しました。また、FRB議長が資産購入終了後の現行金利の維持期間に関し、「半年程度」と発言しましたが、月末には労働市場支援の「異例のコミットメント」が「当面必要」と発言したことなどから、市場への影響が広がるには至りませんでした。そうしたなかで、米国市場は月間を通じて方向感を欠いて推移しました。

投資行動については、地域間で景気回復のスピードや企業業績動向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、中立の地域配分を継続しました。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 (%)



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				

<3月の資産配分方針：2月末時点の方針を維持>

(国内債券)

消費税率引き上げの影響で日本の成長率はいったんマイナスに転じると見られますが、米国主導による先進国景気の回復(「外国債券」参照)や雇用・所得環境の改善が見込まれる上、5兆円超の経済対策も支えになることから、景気腰折れに至るリスクは限定的と判断されます。しかし税率引き上げが景気を下押しすることは確実であり、15年10月の再引き上げの是非を判断する時期も迫ってくることから、日銀は4月以降の景気実体が明らかになる6~7月辺りに追加緩和に踏み切ると予想されます。

景気がいったん落ち込むなかで、長期金利は暫く横這い圏で推移すると予想されます。景気が回復軌道に戻るとともに、市場は金利上昇傾向に移行していくと見られますが、日銀の国債購入が抑制要因となるため、上昇ペースは緩やかなものに留まると予想されます。こうした金利見通しと国内株など他資産の魅力度を考慮し、国内債券はアンダー高めを維持する方針としました。

(国内株式)

ウクライナ情勢や中国景気の下振れリスクを注視しつつも(「外国債券」参照)、回復傾向を維持すると見られる景気動向、日銀の追加緩和見通し(「国内債券」参照)、円安傾向に戻ると見られる為替動向(資産購入縮小を開始したFRBと日銀の政策姿勢の相違が背景)、などを考慮し、国内株式はオーバー低めの魅力度を維持する方針としました。

(外国債券)

ユーロ圏の景気は、金融市場の安定化、危機国の金利低下、和らぐ方向の財政緊縮圧力、などを背景に回復傾向を維持すると予想されます。但し、バランスシート調整の動きは容易には解消せず、回復ペースは緩やかなものに留まると予想されます。

中国の景気は、新指導部が過剰投資対策などを継続するなかで、暫くの間、減速感を漂わせながら推移すると予想されます。しかし、下振れリスクが強まる局面では、当局は金融、財政両面で安定化に向けた措置を講じていくと予想されます(首相は既に安定化策に言及)。このため景気は大幅な下振れを回避すると予想されます(政策対応を前提とすれば年後半には持ち直し)。

ロシアによるクリミア編入を巡り、米欧とロシアの対立が深まっていますが、対立がエネルギー価格の急騰を招くようであれば世界経済への影響は大きく、双方の対話は経済的なコストにも配慮しながら進められると予想されます。今後の行方は不透明ながら、プーチン大統領がクリミアを除くウクライナの分裂を望まない姿勢を示すなど、現段階では緊張関係が加速的に悪化するには至っておらず、世界経済への影響は限定的と判断されます。

以上のような外部環境の下で米国景気は、雇用環境の改善、家計のバランスシート調整の一巡、高水準の株価がもたらす資産効果、財政協議を巡る不確実性の解消、企業部門の潤沢な現預金と良好な景況感、などを背景に回復傾向を維持すると予想されます。年初の経済指標は総じて弱めに転じましたが、寒波の影響が大きく、一時的な足踏みに留まると考えられます。暫くの間は在庫調整の動きが下押し要因として働くと思われるが、調整一巡後の景気は加速感を強めていくと予想されます。

加速方向の景気動向を背景に、FRBは現在のペースで資産購入縮小を進め、年内にはこれを終了すると予想されます。議長は、購入終了後の現行金利の維持期間に関し、「おそらく半年程度」と発言しており、早ければ来年春先以降、最初の利上げが現実味を増してくると予想されます。但し、景気回復に伴って労働参加率の低下に歯止めがかかり、失業率の低下ペースを鈍らせること見られ、労働市場支援の必要性を強調する議長の下で、利上げのペースはゆっくりとしたものになると予想されます。

米国長期金利は、加速方向の景気動向やFRBの資産購入縮小を背景に、再び上昇傾向に移行していくと予想されます。但し、FRBは、市場にも目配りしながら慎重に政策変更を進めていくと見られ、金利上昇のペースは緩やかなものに留まると予想されます(欧州主要国の金利も概ね連動)。こうした金利見通しと外国株式など他資産の魅力度を考慮し、外国債券はアンダー高めを維持する方針としました。

(外国株式)

先進国景気は、米国景気が主導する形で回復傾向を維持すると予想されます。一方、金融環境は、FRB議長の「半年程度」発言を考慮しても、引き続き緩やかな状況が続いていくと予想されます(「外国債券」参照/FRBの慎重な政策運営が金利上昇を抑制、ECBや日銀の政策は緩和方向)。株式市場にとって好ましい景気動向と金融環境の組み合わせは大きくは崩れないと予想され、ウクライナ情勢などのリスクを注視しつつも、外国株式はオーバー低めの魅力度を維持する方針としました。

		2012年度				2013年度					
		1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q		
国内債券	オーバー										
	ニュートラル										
	アンダー										
国内株式	オーバー										
	ニュートラル										
	アンダー										
外国債券	オーバー										
	ニュートラル										
	アンダー										
外国株式	オーバー										
	ニュートラル										
	アンダー										

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底堅く推移しました。ロシアによるクリミア編入の強行を受けて、先進7か国とロシアの対立が深刻化する中、リスクを緩和するために米国による量的金融緩和縮小(テーパリング)の一時中断の可能性が示唆されたことから、米ドルが主要通貨に対して一時下落し、債券市場も伸び悩みました。しかし、量的金融緩和の縮小は計画通り進行し、19日まで開催された米連邦公開市場委員会(FOMC)では、4月から市場で購入する証券の金額を現在の月650億ドルから100億ドル削減され、月550億ドルとする方針が決定されました。

ユーロ圏では、欧州連合(EU)統計局が発表した3月のユーロ圏消費者物価指数が前年同期比で+0.5%となり、上昇率は2009年11月以来の低水準となりました。同発表を受け、デフレ阻止に向け欧州中央銀行(ECB)が大胆な行動を取るとの観測が強まり、債券市場は堅調に推移しました。ユーロ圏のインフレ率は、ECBが「危険領域」とする1%を下回る水準が6ヶ月続いてきました。英国では経済成長率見通しが2.7%に上方修正され、今年度の財政赤字見通しも1,080億ポンドと、1年前の見積もりから120億ポンド引き下げられました。

社債市場では、産業セクターが国債セクターをアウトパフォームしました。一方で、資産担保証券は同デデュレーションの国債セクターをアンダーパフォームしました。

外国株式MOM

ノーザン・トラスト・
インベストメント

3月のグローバル株式市場は伸び悩みました。地域別では、北米地域が堅調に推移しました。米国ではFRBが20日に最新のストレステスト(健全性審査)の結果を公表し、大手銀行30行中29行が資本要件を満たしたことを明らかにしました。また、雇用情勢が概ね改善のトレンドが維持されたこともプラス材料となりました。

中国の国家統計局が発表した1-2月の鉱工業生産は前年比+8.6%で、市場予想(+9.5%)を下回りました。同時に発表された1-2月の中国小売売上高も前年比+11.8%となり、市場予想を下回りました。また、中国の李克強首相は全国人民代表大会(全人代、国会に相当)の閉幕にあたって会見し、厳しい経済環境の中で一部ローンの債務不履行(デフォルト)は避けられないと述べ、危機に陥った全ての投資商品を救済する考えはないことを示唆しました。

規模別では、大型株が中小型株をアウトパフォームしました。業種別では、公益、エネルギー、金融セクター等が堅調に推移しました。運用スタイル別ではバリュー株がグロース株をアウトパフォームしました。

外国為替市場では、米ドルは対円で1ドル103.20円台まで強含みました。対ユーロでは月央にかけて一時弱含みましたが、1.3770近辺まで戻して月末を迎えました。コモディティ市場では、原油価格は1バレル当たり101ドル近辺まで下落しました。金価格も軟調で、1オンス当たり1,285ドル近辺で月末を迎えました。

エマージング株式

シュローダー・
インベストメント・
マネジメント

3月のエマージング株式市場は、底堅く推移しました。地域別では、ラテン・アメリカ地域が最も堅調に推移しました。ブラジルでは、通貨レアルの下落に伴ってエネルギー価格が上昇する中、ペトロプラスによる製品価格への転嫁を政府が認めず業績が悪化していました。同社に対する政府の関与を巡り与野党が対立し、当時官房長官であったルセフ大統領による過去の製油所買収を巡る贈賄疑惑が報道されると、10月の大統領選を控えた同政権がペトロプラスへの介入を緩めるのでは、との観測が市場に広がり同社株価が急上昇し、株式市場も堅調に推移しました。

アジア地域はアンダーパフォームし、中国、韓国等が軟調でした。中国では、浙江省の中堅不動産開発会社が事実上経営破綻したことが明らかとなり、信用拡大に対する懸念から、株式市場は下落しました。中国では地方都市を中心に住宅価格の伸びが鈍っており、経営悪化に苦しむ不動産会社が出始めています。

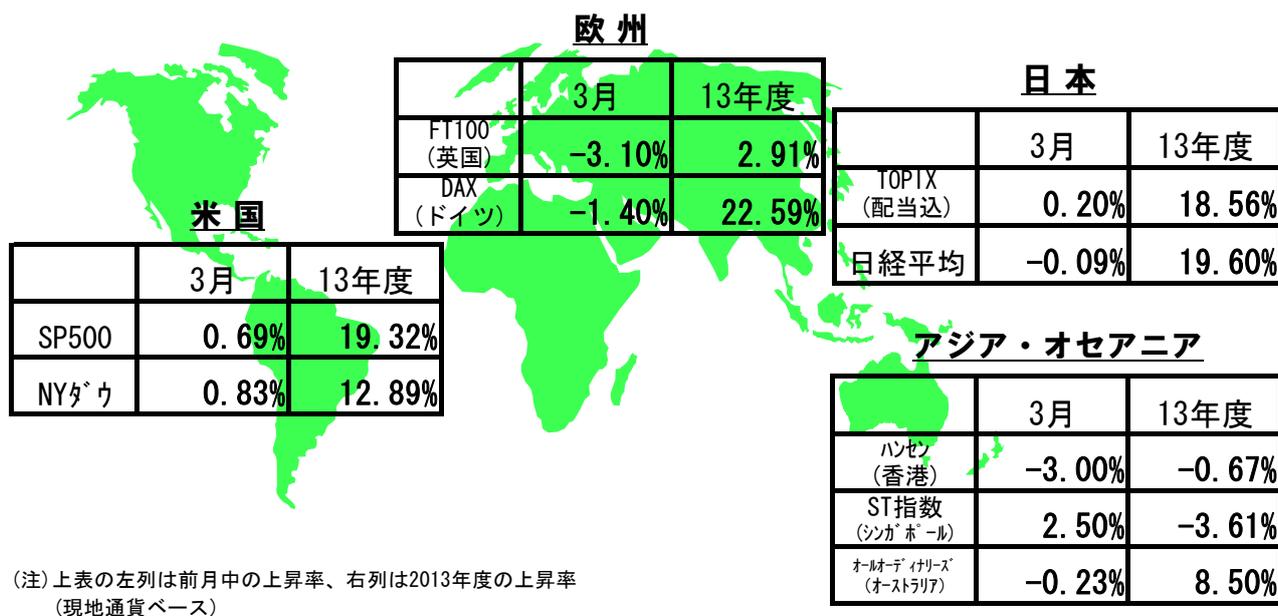
欧州・中東地域はアンダーパフォームし、特にロシア、ポーランドが大きく下落しました。ロシアのプーチン大統領は18日にクリミア問題について演説し、住民投票の結果とクリミア自治共和国の独立宣言は合法であるとの見解を示すとともに、ロシア連邦へのクリミア編入手続きを進める方針を表明しました。演説終了直後、大統領はクリミア共和国代表らと編入を定めた条約に署名しました。25日にはウクライナ情勢を巡り、オランダでアメリカや日本を含む先進7か国首脳による会合(G7)が開かれ、「ハーグ宣言」が採択されました。参加国は6月にブリュッセルでロシアを除くG7首脳会合を開くことで合意しました。また、ウクライナ情勢の緊迫化に伴い近隣市場のポーランドも軟調に推移しました。

市場指数実績

			14(平成26)年 3月末	14(平成26)年 2月末	13(平成25)年 3月末	前月中の 上昇率(%)	2013年度の 上昇率(%)
国内	短期	無担保コールレート(利回り%)	0.044	0.072	0.058	—	—
	債券	NOMURA-BPI総合	352.801	353.615	350.764	-0.23	0.58
	株式	TOPIX(配当込)	1,628.52	1,625.22	1,373.53	0.20	18.56
海外	債券	シイングルフ®世界国債インデックス	414.20	409.32	359.29	1.19	15.28
	株式	MSCI KOKUSAIインデックス	2,075.72	2,050.54	1,567.39	1.23	32.43

- (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WMM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



 **Resona Bank, Limited**

マンスリー投資情報 2014 4月号

発行：2014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。