

経済& 資本市場の見通し

BNY メロン
インベストメント・ストラテジー&ソ
リューションズ・グループ

2013 年第 1 四半期



BNY MELLON

エグゼクティブ・サマリー

About ISSG

The BNY Mellon Investment Strategy and Solutions Group (ISSG) partners with clients to develop thoughtful and actionable solutions to broad investment policy issues. We engage in an ongoing dialogue with our institutional clients to achieve a deep understanding of their concerns and needs. Harnessing the full depth and breadth of our global network of specialized investment boutiques across all asset classes and return/risk objectives, we help craft comprehensive strategies relevant for our clients' specific investment objectives and policies.

About ISSG CMC

The ISSG Capital Markets Committee (CMC) governs asset allocation policy and assesses the market outlook for the global multi-asset strategies and solutions managed by ISSG.

Contact Information

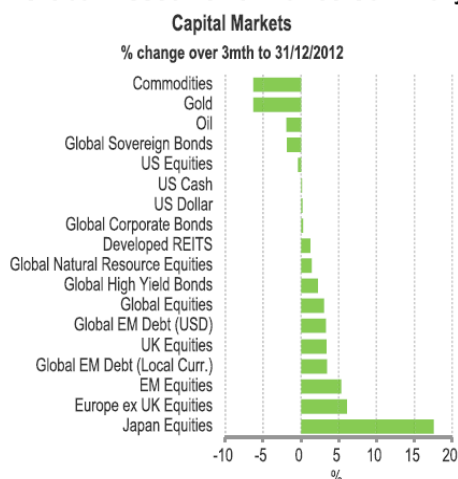
Jeffrey B. Saef, CFA
 Managing Director, Head
 BNY Mellon ISSG
 +1 617 722 6956
 jeffrey.saef@bnymellon.com

ISSG CMC Summary Asset Allocation

	Current	Benchmark
Global Equities	57.5%	50%
Global Bonds	40%	50%
Cash	2.5%	0%

- Risk assets remain attractively valued
- Sovereign bonds expensive; offer uncompensated duration risk
- Look through U.S. fiscal challenges as global growth expectations are turning

Global Asset Performance Summary



弊社の注目は...

テーマ	ISSG の見解	資産クラスへの影響	リスク要因	ISSG の見解に影響を与える最近の動向
世界の経済成長	先進国の成長見通しは改善しつつある; 新興国市場は安定の兆し	株式やコモディティなどリスク資産の追い風となる可能性	欧米の財政不安の再燃が景気回復の阻害要因に; 中国経済の低迷が継続	英国とユーロ圏の成長見通しは上方修正のモメンタムが高まる; 新興国経済は底打ちした模様
世界のインフレ動向	世界のインフレ見通しは正常化した; 加速する兆しはほとんど見られず	リスク資産にとって中立的要因、名目債にとっては長期的にネガティブ	世界的な景気の二番底あるいは早すぎる金融引き締め	世界的なインフレ期待は長期的な平均付近で推移; リビジョン・インデックスは概ね横ばい
金融政策	金融政策は世界全体に渡って緩和的; 通貨切り下げ競争が継続	低利回りが継続しているため、投資家は政府債や政府機関債、MBS からハイイールド債市場にシフト。数値目標を定めたFRB の新戦略が望ましい効果を生むかどうかは不透明。	新たな戦略が失敗に終わればFRB に対する信頼感が損なわれ、経済の停滞が長期化する可能性。量的緩和策解除のタイミングがインフレリスクを高める。	FRB はインフレ率と失業率について初めて明確な目標を発表。最近発表されたFOMC 議事録は、2013 年に債券買い入れプログラムを打ち切る可能性を示唆。
財政政策	当面の「財政の崖」は乗り越えたが、問題を将来に先送りしたにすぎない	資産市場では短期的にボラティリティが高まる。長期的には、持続	米国や世界の	オバマ政権は債務上限の維持や、支出削減と増税に関する主張に固

	可能性も。米議会では今後も瀬戸際の交渉が続く見通し。欧州では緊縮策が継続。	不可能な財政政策が財政引き締め効果や金利上昇をもたらす見通し。	明感の長期化が、米国の信用格付けや債務返済能力にとってさらなるリスク要因に。	執。「財政の崖」を巡る交渉の第1幕で政治的資本を使いすぎた結果、債務上限に関する妥協は一段と困難になっているか？
新興国市場	先進国市場に比べ出遅れていたが、最近是中国経済に回復の兆し	新興国株式にとって、世界的に成長を回復しつつある環境が追い風に	中国の政策は景気回復にとって依然として引き締め寄りすぎる；コモディティ価格の低迷が継続	中国、ロシア、ブラジルでは成長見通しの下方修正ペースが鈍化
監視すべき「テールリスク」	可能性は低いが：ユーロ圏債務危機の再燃、中国のハードランディング、中東情勢の混乱、通貨/貿易戦争	リスク資産にとってのマイナス要因：投資適格クラスの国に比べ、格付けの低いソブリン債への圧力が続くシナリオ	ユーロ圏の景気後退の深刻化で、脆弱なユーロ圏や世界の貿易に対する圧力が増大	ユーロ圏や中国の成長見通しが上向き、中東の緊張も緩和しつつある

経済見通し

弊社のグローバル・コンポジット（G8+スペイン、中国、ブラジル、インド）を構成する国では、イタリアを除くすべてにおいて、10-12月に今後12ヶ月の成長見通しが下方修正されました。世界の成長率見通しはこの期間に0.26%引き下げられました。インフレ率見通しはまちまちの動きを示しました。世界のインフレ率見通しは概ね横ばいで推移し、わずかに4ベーシスポイント引き下げられました。しかしながら、このデータには、世界経済に表れつつある力強いトレンドが反映されていません。世界の成長率見通しは2011年3月以降一貫して引き下げられてきましたが、弊社のGDPリビジョン・インデックスは2012年2月に底入れしました。

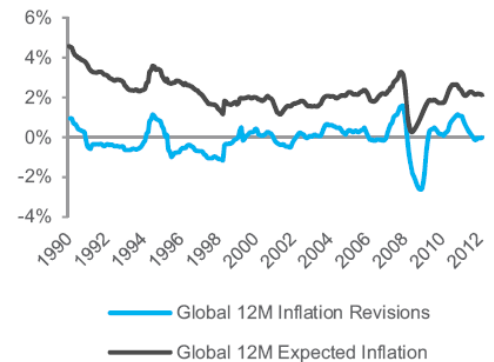
成長見通しは鈍化していますが、成長率の修正モメンタムは明らかに上向きに転じており、それがリスク資産を支える要因となることは間違いありません。10-12月に見通しが最も引き上げられたのはイタリアで、0.98%上方修正されました。英国のほか、弊社がモニターしている他のユーロ圏諸国の多くもポジティブなモメンタムを示しています。こうした修正モメンタムの変化は非常に歓迎すべきニュースです！マリオ・ドラギ（ECB 総裁）が経済・通貨同盟としてのユーロ圏を守るために必要なあらゆる措置を講じる考えを表明したことで、ユーロ圏や世界の市場では、欧州が大混乱に陥る恐れはないと確信する見方が広がった模様です。

米国の10-12月期のGDP見通しの修正モメンタムは、弊社がモニターしている先進国の中でも最低近い水準となりました。市場は「財政の崖」回避を目指す交渉の第1幕を無事に終えたことを歓迎していますが、政治的な不透明感により、潜在的な経済成長の一部が2013年に先送りされた可能性があります。米国が財政問題（債務上限、増税、歳出削減など）を解決するには、依然として大きなハードルを乗り越える必要があります。「財政の崖」を巡る交渉の第1幕で多くの政治的資本が費やされたため（特に下院共和党の指導部が疲弊）、今後の交渉は混乱を極め、非常に不安定なものとなる可能性があります。インドと中国は10-12月にGDP見通しの引き下げペースが鈍化し、ネガティブな圧力が和らぐ兆しが現れています。下記のヒートマップに「グリーン」の指標が現れていることが示すように、世界経済はポジティブなトレンドに向けてモメンタムの大きな転換局面に差し掛かっている模様です。

Expected Global Growth and Growth Revisions

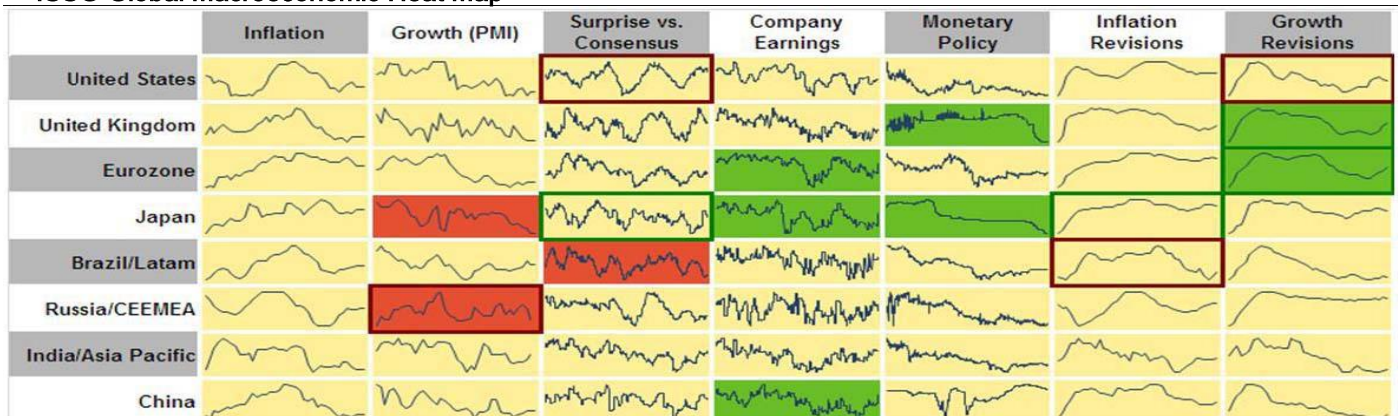


Expected Global Inflation and Inflation Revisions



Source: ISSG, Datastream, and Consensus Economics

ISSG Global Macroeconomic Heat Map



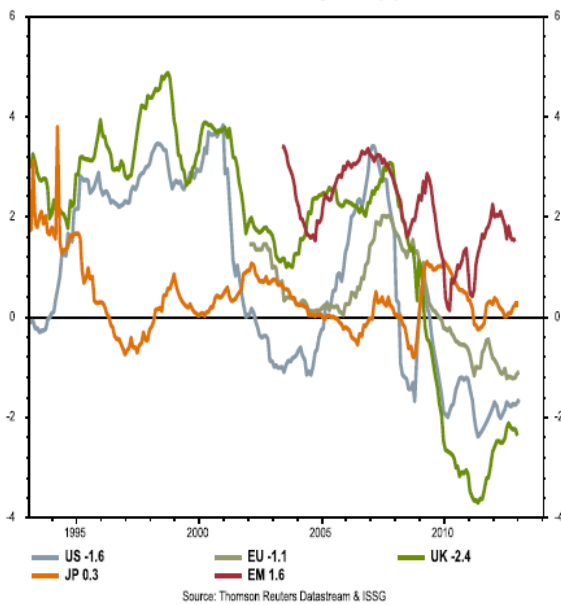
This heat map is designed to display a wide spectrum of macroeconomic trends across the major global regions over the past three years (31/12/09-31/12/12). Green and red shading indicate what we believe to be positive and negative levels, respectively, of the indicated variables, while green and red borders indicate positive and negative changes over the last quarter. Yellow shading indicates neutral readings. The time series lines are shown merely for ease of comparing trends, and are not meant to convey any particular values or levels. See appendix for series definitions and sources.

経済見通し

5 2013年第1四半期の注目点

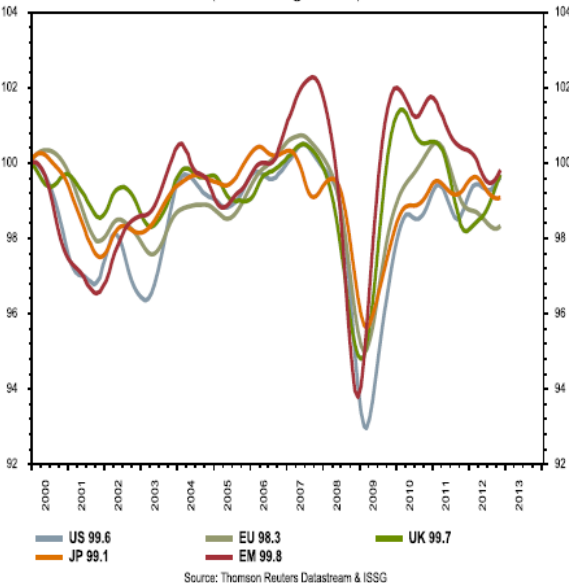
- i. 「財政の崖」を巡る交渉第2幕：債務上限に関する議論
- ii. 企業収益&業績見通し - 第1四半期の業績見通し発表シーズン
- iii. ユーロ圏の銀行同盟やイタリアの選挙に関するニュース
- iv. ユーロ圏が景気後退から脱する兆し、ドイツを牽引役に周縁諸国も回復へ

Real Short Term Policy Rates (%)



OECD Composite Leading Indicators

(Rebased to 100 @ 31/12/1999)



米国のマクロ経済動向は概ね中立的で、シティグループのエコノミック・サプライズ・インデックスや弊社のグロース・リビジョン・インデックスは前期に比べ低下しました。これらの指標に反映されているように、「財政の崖」を巡る不透明感が米国の経済活動に短期的な悪影響をもたらした模様です。それは弊社のレジーム・ベースト・アセット・アロケーション (RBAA) *が発するシグナルとも一致しており、RBAA は米国の成長やインフレ見通しが緩やかに弱まり、レジームが「冷却」しつつある可能性が高いことを示しています。こうした不透明感を背景に、米国では緩和的な金融政策が続いています。FRB が最近になってインフレ率と失業率に関する「二重の目標」を発表したことは、これまで市場に織り込まれていた以上に緩和的な政策が長期化する可能性が高いことを示唆しています。米国におけるもう一つの明るい材料は、住宅市場が安定に向かう明確な兆しが現れていることです。住宅市場では、中古住宅販売から建築許可件数まで、あらゆる指標が上向いています。住宅市場が回復したと宣言するのは時期尚早かもしれませんが、これはますます重要なニュースとなっています。

弊社が作成した新興国市場のマクロ経済ヒートマップにも「グリーン」の部分が見えています。例えば、中国は企業業績の修正がプラスの領域に入りました。しかしながら、中国では地方政府向けの不良債権増加ペースの加速など、ソフトランディングを成功させる上で大きな障害がいくつか残っています。中国のインフレ期待に関する修正が正しい方向に向かっていることを考えれば、きつめの金融政策の緩和が近いうちに現実的な選択肢になると期待されます。インドと中国の成長見通しに関する修正は依然としてマイナスの領域にありますが、そのモメンタムは変化しつつあるようです。

他の先進国にも明るさが見え始めています。英国と日本では金融政策が緩和的で、ユーロ圏の金融政策は中立的です。ユーロ圏では政策金利が他の先進国に比べやや高い水準にありますが、欧州中央銀行が発表した非伝統的な国債買入れプログラム (OMT) は、スペインとイタリアの利回りを急低下させました。それ以上に重要な点は、英国とユーロ圏の成長見通しに関するモメンタムが正しい方向に転じ、2013年の景気が上向く兆候を示している可能性があることです。日本企業の業績見通しの修正も、かなりポジティブな水準に達しました。最近行われた総選挙で自民党が勝利を取ったことは、デフレの阻止や成長促進を目指した財政政策や金融政策の努力をさらに後押しする要因となるでしょう。

ISSG のリサーチは、世界のインフレや成長見通しの修正は、世界全体のリスク資産のリターンを左右する重要な要因となることを示しています。弊社の見方では、世界の成長見通しは上向きに転じつつあり、世界のインフレ見通しは落ち着いています。先進国では明確な景気拡大の兆しが現れており、新興国についても回復に向かうことを楽観できる理由があります。弊社はグローバル・バランスト・ポートフォリオにおいて、株式のポジショニングをオーバーウェイトに維持しています。

資産クラスの見通し

世界の株式市場：

	ISSG の見解	バリュエーション・モデル	モメンタム・モデル	RBAA モデル
米国株	オーバーウェイト	好ましい	ニュートラル	好ましい
	回復の持続力や政治プロセスに対する投資家の懐疑的な見方を受け、米国株は魅力的な水準にあります。企業が記録的水準に達しているキャッシュバランスを投資に振り向け始めれば、米国は世界の経済成長を牽引する可能性があります。			
英国を除く欧州株	アンダーウェイト	ニュートラル	好ましい	好ましい
	構造的な問題は依然として残っています。「財政同盟」創設に向け断固たる措置が講じられれば、見通しは変化する可能性があります。リスク許容度の高い投資家にとっては、ニュースによって戦術的な投資機会がもたらされる可能性があります。悪材料は完全に織り込まれたのでしょうか？			
日本を除く太平洋地域株式	ニュートラル	好ましい	好ましい	好ましい
	コモディティ価格のリスクや中国経済の減速リスクがあるため中立的なスタンスを取っていますが、モメンタム・モデルやバリュエーション・モデルはポジティブなシグナルを発しています。輸出主導型の経済モデルは、長期的に脆弱です。中国経済の成長率を若干下回る上昇が見込まれます。			
日本株	ニュートラル	ニュートラル	ニュートラル	好ましくない
	震災からの復興需要の一服と人口動態面のマイナス要因が、「アベノミクス」や円安を通じた最近の景気刺激効果と綱引きを繰り返しており、どちらが勝利を収めるかはまだ分かりません。バリュエーションは魅力的ですが、それは 1989 年から同じことです。			
英国株	ニュートラル	ニュートラル	好ましい	好ましい
	最近の在庫再積み増しにより、ポジティブな経済モメンタムが生まれました。しかし、インフレ懸念があるため、金融政策委員会はさらなる金融刺激策に慎重な姿勢を維持しています。緊縮財政政策や欧州へのエクスポージャーが、長期に渡って構造的な逆風となっています。			
新興国株式	オーバーウェイト	好ましい	好ましい	好ましい
	成長余地と同様、バリュエーションも魅力的な水準にあります。最近では中国を先頭に成長モメンタムが加速しています。成長への逆風に対し、政策面で対処する余地が残されています。			
REIT	アンダーウェイト	好ましくない	好ましい	好ましい
	利回りは過度に圧縮された水準にあります。量的緩和が金利に与える影響を考えれば、米国債に対するスプレッドはミスリーディングです。世界的に利回りを追求する動きが、REIT 価格をかなり割高な水準に押し上げています。			
世界の天然資源株	オーバーウェイト	ニュートラル	好ましい	好ましい
	最近のコモディティ価格の軟調な動きが反転すれば、魅力的な投資対象となります。これらの銘柄は新興国の成長加速に敏感に反応する傾向があります。また、地政学的なリスクやインフレに対する好ましいヘッジ手段となる可能性もあります。			

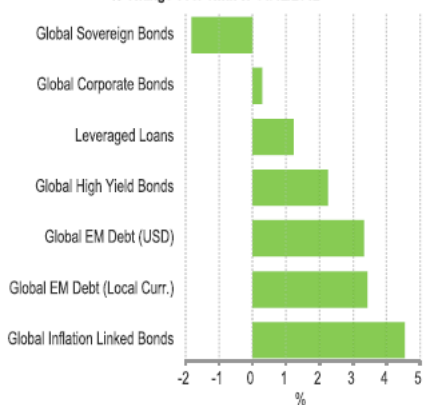
ASSET CLASS	ISSG VIEW
Global Equities	+7.5%
U.S.	O/W
Europe Ex U.K.	U/W
Pacific Ex-Japan	Neutral
Japan	Neutral
U.K.	Neutral
EM	O/W
REITS	U/W
Global Natural Res.	O/W
Global Bonds	-10%
U.S. Sovereign Debt	U/W
U.K. Sovereign Debt	U/W
Japanese Sovereign Debt	U/W
German Sovereign Debt	U/W
High Yield	Neutral
U.S. IG Corp. Bonds	U/W
EM Local Cur. Debt	O/W
EM USD Sovereign Debt	O/W
Cash	+2.5%



資産クラスの見通し

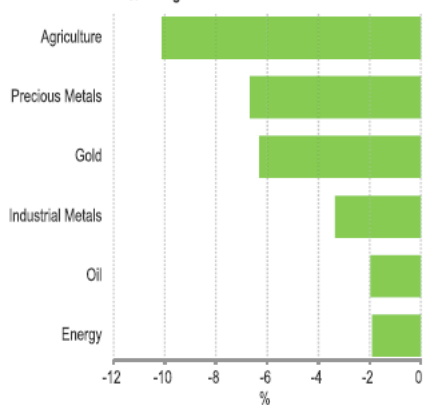
世界の債券市場

Fixed Income Performance
% Change over 3mth to 31/12/2012



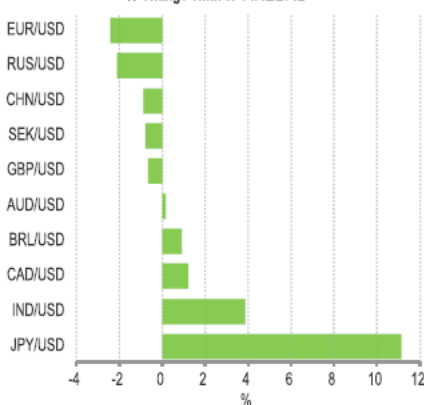
Source: Thomson Reuters Databstream & ISIG

Commodities Performance
% change 3mth to 31/12/2012



Source: Thomson Reuters Databstream & ISIG

FX Currency Pairs
% Change 3mth to 31/12/2012



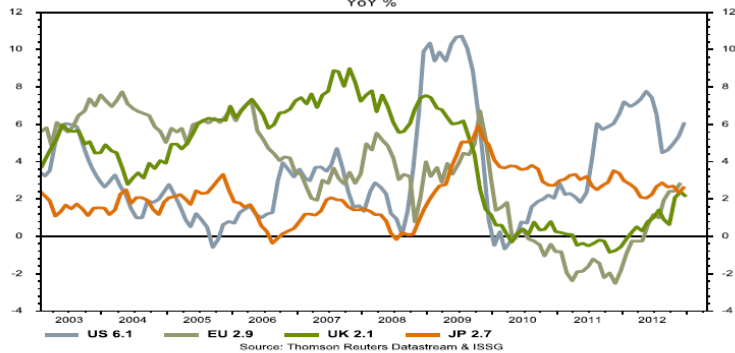
Source: Thomson Reuters Databstream & ISIG

	ISSG の見解	バリュエーション・モデル	モメンタム・モデル	RBAA モデル
先進国のソブリン債	アンダーウェイト	好ましくない	ニュートラル	ニュートラル/好ましい
	先進国のソブリン債（米国、英国、日本、ドイツ）投資家は、デフレーション・リスクに見合うリターンを得られずにいます。世界全体で進められている前例のない政策介入が、これらの資産の長期的なリターンにとって好ましくない環境を生み出す見込みです。			
ハイイールド債	ニュートラル	好ましくない	好ましい	好ましい
	ハイイールド債のスプレッドは長期的な平均に近い水準にありますが、世界的な低金利がリスクをもたらしています。債券セクター内では、デフレーション・リスクよりもクレジット・リスクを取る方が望ましいと考えます。			
投資適格級社債	アンダーウェイト	好ましくない	ニュートラル	ニュートラル
	弊社はデフレーション・リスクよりもスプレッド・リスクを選好していますが、投資適格クラスの社債から得られる可能性のあるトータルリターンは、依然として魅力がありません。			
新興国市場の現地通貨建て債券	オーバーウェイト	好ましい	好ましい	好ましい
新興国市場の米ドル建て債券	オーバーウェイト	好ましくない	好ましい	好ましい
	ソブリン債セクターでは、新興国債券のリスクリターン特性が好ましいと思われます。新興国通貨は先進国通貨に対して上昇すると見込まれるほか、米ドル建て債は米国債のイールドカーブからもたらされるデフレーション・リスクにさらされやすいため、現地通貨建ての新興国債券を選好しています。			
キャッシュ	オーバーウェイト			
	弊社は先進国のソブリン債へのアロケーションを引き上げるよりも、ポートフォリオのリスクを縮小する手段として、依然としてキャッシュをオーバーウェイトとしています。ただ、最近では米国や新興国の経済見通し改善やバリュエーションを踏まえ、キャッシュのオーバーウェイトの度合いを縮小する一方、米国や新興国の株式市場にシフトしています。			
コモディティ				
	エネルギーは引き続き予想外のインフレや新興国の成長加速に備えたヘッジ手段となっていますが、地政学的リスクをヘッジする手段にもなります。貴金属は翌四半期も政策見通しに左右されやすい展開が続く可能性が高いと思われます。ベースメタルは中国での在庫が高水準にあるため、新興国の成長が加速しているにもかかわらず、横ばい圏の推移が続くとみられます。農産物は今後も経済成長よりも天候関連リスクに左右される見込みです。失業率が引き続き高水準で推移しているため、食品価格を巡る懸念が高まれば政策措置が講じられる可能性があります。			
通貨				
	米ドルとポンドをアンカー通貨として使い、新興国通貨を組み合わせるバーベル型アプローチを重視する構造的なバイアスが、最もリスクが少ないと思われます。「アベノミクス」は円を調達通貨として用いるキャリートレードのリターンを押し上げる可能性があります。			

主要チャート：経済及び市場

Real Money Supply

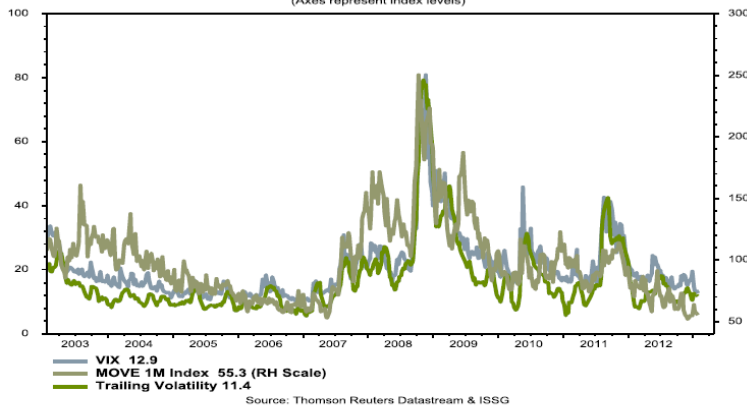
YoY %



実質マネーサプライの伸び率は、先進国全般に渡って実質GDP 成長率見通しを上回っていますが、それは世界の成長率を押し上げるほど高い水準なのでしょうか？ ECBによる最近の行動は状況を安定させる効果があった模様で、EUのマネーの伸びは以前のトレンドを取り戻しました。

US Equity and Bond Volatility Indicators

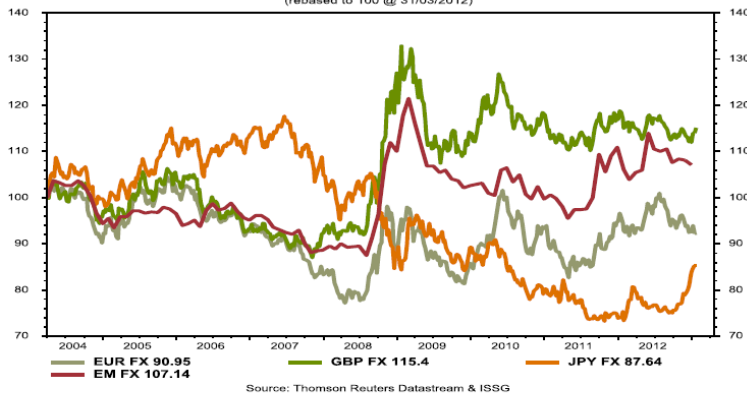
(Axes represent index levels)



市場のボラティリティ指標は何の警戒信号も発しておりません。物事を逆さに見る人々は、それが警戒を要するサインだと指摘しています。

US\$ Effective Exchange Rate (3mth FWD)

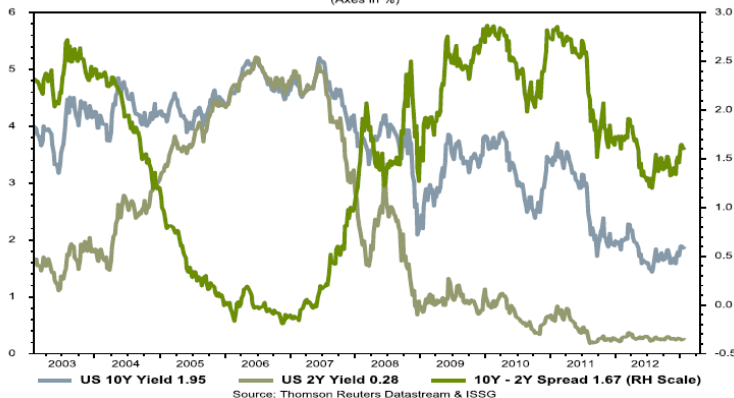
(rebased to 100 @ 31/03/2012)



米ドルは過去2-3年の間、世界の通貨に対して安定して推移、あるいは強含んできました。ユーロは強い圧力を受けていることや、加盟国のネガティブなニュースを考えれば、驚くほど堅調な動きを示しています。

US Bond Yield and Yield Curve Slope

(Axes in %)



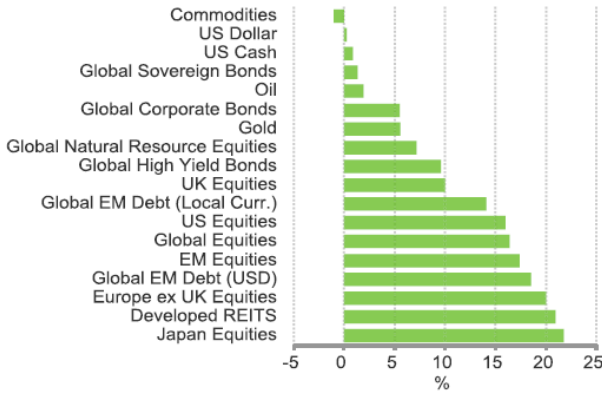
米国では政策や懸念により、政府債のイールドカーブ全般に渡り金利が低水準に抑えられてきました。カーブはフラット化しつつありますが、10年債と2年債のスプレッドは驚くほど正常な水準にあります。そのことは、量的緩和が一般的に考えられている以上に大きな影響をもたらしていることを示している可能性があります。

主要チャート：経済及び市場

Performance Monitor:

Capital Markets

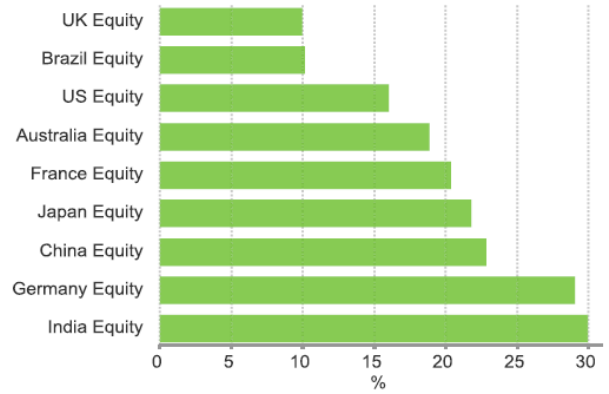
% change over 1yr to 31/12/2012



Source: Thomson Reuters Datastream & ISSG

Equity Country Index Performance

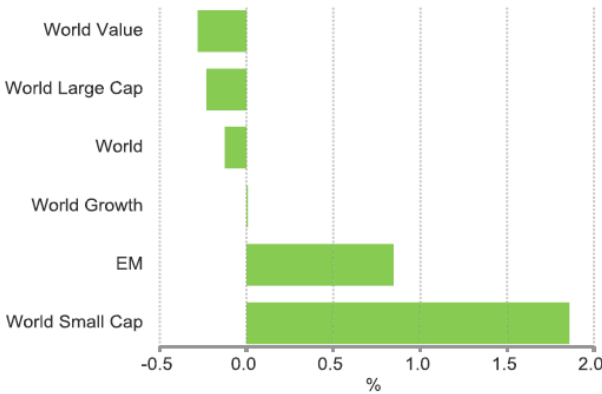
% change over 1yr to 31/12/2012



Source: Thomson Reuters Datastream & ISSG

Global Equity Index Performance

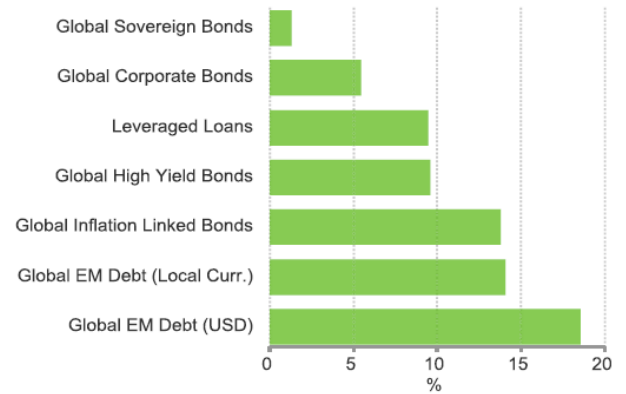
% change vs MSCI AC World Index over 1Yr to 31/12/2012



Source: Thomson Reuters Datastream & ISSG

Fixed Income Performance

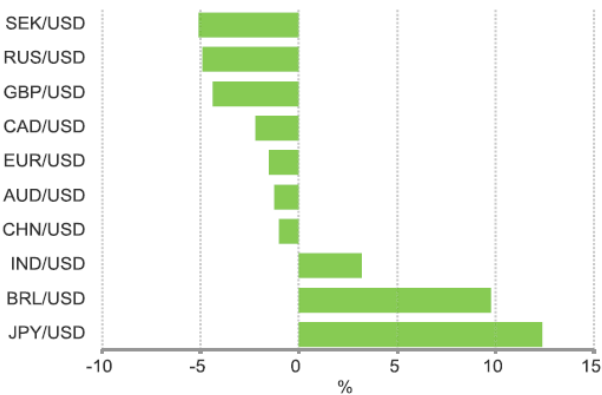
% Change over 1yr to 31/12/2012



Source: Thomson Reuters Datastream & ISSG

FX Currency Pairs

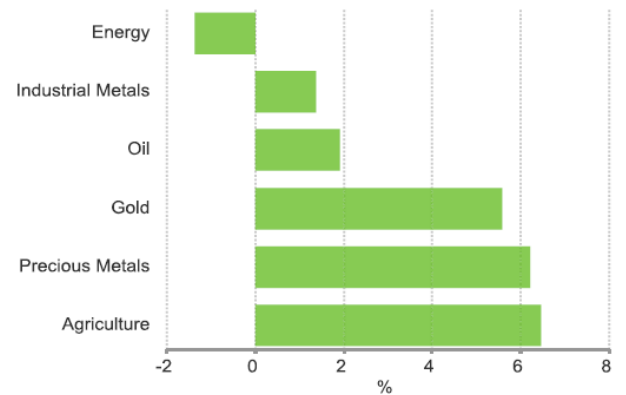
% Change 1yr to 31/12/2012



Source: Thomson Reuters Datastream & ISSG

Commodities Performance

% change 1yr to 31/12/2012



Source: Thomson Reuters Datastream & ISSG

本情報提供資料は、BNY メロン・グループ（BNY メロンを最終親会社とするグループの総称です）の資産運用会社が提供する情報について、BNY メロン・アセット・マネジメント・ジャパン株式会社が審査の上、掲載したものです。当資料は情報の提供を目的としたもので、勧誘を目的としたものではありません。当資料は信頼できると思われる情報に基づき作成されていますが、その正確性、完全性を保証するものではありません。ここに示された意見などは、作成時点での見解であり、事前の連絡無しに変更される事もあります。

BNY メロン・アセット・マネジメント・ジャパン株式会社
BNY Mellon Asset Management Japan Limited

金融商品取引業者：関東財務局長（金商）第 406 号
〔加入協会〕 一般社団法人 投資信託協会
一般社団法人 日本投資顧問業協会