

# グローバル・インテリジェンス (日本語ダイジェスト版)

## グローバル・アセット・アロケーション

ドン・リッチ ..... 1ページ

## グローバル株式市場見通し

クリス・コンキー ..... 3ページ

## グローバル債券市場見通し

バリー・エバンズ ..... 5ページ

## アジア株式市場見通し

リンダ・セラック ..... 6ページ

## グレート・チャイナ株式市場見通し

マシュー・リー ..... 8ページ

## アジア債券市場見通し

アンドレ・ペダーセン ..... 9ページ

## 日本株式・債券市場見通し

倉田かおる／津本 啓介 ..... 10ページ

## MFCグローバルについて

主要商品およびグローバル拠点一覧 ..... 12ページ

### MFCグローバル・インベストメント・マネジメント®について

MFCグローバル・インベストメント・マネジメント®(以下、MFCグローバル)は、生命保険および資産運用サービスにおいて世界有数の金融サービス会社であるマニユライフ・ファイナンシャル・コーポレーション(本社トロント)の事業部門のひとつです。MFCグローバルは、グローバルな資産運用サービスを機関投資家のお客様から個人のお客様に至るまで幅広くご提供しており、伝統的な株式や債券運用およびアセット・アロケーション戦略のみならず、森林や農地へのグローバル実物投資、債券絶対投資リターン戦略などのオルタナティブ投資など多岐に亘る運用商品をご提供しています。

運用拠点はカナダ、米国、英国のほか、日本、香港、中国、台湾、シンガポール、インドネシア、マレーシア、タイ、ベトナム、フィリピンに配置しており、2010年6月末時点のグループの運用総資産残高は3,566億米ドル(31.6兆円)にのびります。

www.mfcglobal.com

## グローバル・アセット・アロケーション



ドン・リッチ

本号より弊社アセット・アロケーション部ヘッドであるドン・リッチをご紹介します。本項では今後6ヶ月以内の短期投資機会について弊社の見通しをご案内します。

21世紀が始まった当初、グローバル化とは地域経済・社会・文化が、通信・商取引・輸送といったネットワークによって統合されるメカニズムとしてもはやされました。その結果、各国経済の運動性は一段と高まり、市場間の相関が高まりました(この10年間に相関は70%上昇)。これを背景にリスク選好とリスク回避が短期的に入れ替わる環境が生じ、ポートフォリオのリスク・マネジメントを一層難しいものになっています。

短期的なリスク要因で最も重大なのは、世界の産出・生産に影響を及ぼすグローバル規模のマクロリスクです。マクロリスクは世界経済が拡大局面にあるのか、縮小局面にあるのかに大きな影響を及ぼします。

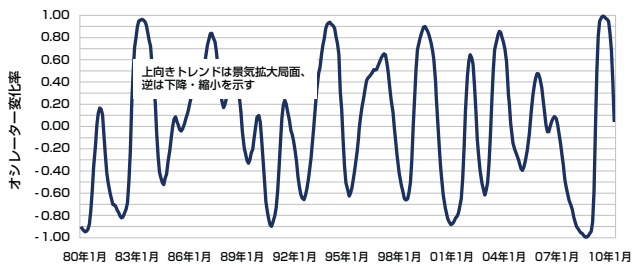
マクロリスク要因が金融市場にとって重要なのはなぜでしょうか。企業収益は製品を販売することによって実現しますが、製品を販売される前にはまず製造をしなければなりません。そのため、基本的なマクロ経済活動の変化が企業収益に大きく関わってきます。

# グローバル・アセット・アロケーション(つづき)

## 2月にかけてリスクが上昇

下のチャートは、弊社がまとめたグローバルなマクロリスク要因の合成指標グラフです。これは28ヶ国の総合産出量/生産量を月別に示しています。このグラフに見られるように、現在、世界経済は景気循環の下降局面にあり、2009年11月にこの局面に転じたものと考えられます。それぞれの下降局面は特徴が異なりますが、通常サイクルは12ヶ月から16ヶ月間継続する傾向があります。過去の下降局面の平均的な長さを考えると、2010年11月から2011年2月までの間に最大の市場の変調が生じることが予想されます。

### 世界の景気は下降局面へ

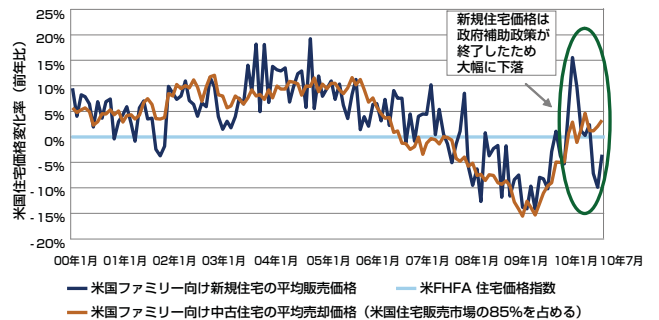


出所：ブルームバーグ、MFCグローバル

今回の景気循環の下降が深化する中、2つの疑問点に答える必要があります。1つ目はこの変調による影響を受けやすいのはどの資産クラスか、そして、2つ目は変調の度合いです。

1つ目は、景気後退の震源は米国の住宅市場と製造業で、いずれも数ヶ月後に再び縮小に転じると予想します。米国の販売用住宅の供給と需要との不均衡は過去最高水準に高まっています。すなわちこれは2007年から2008年の金融ショック時の記録的な水準をも上回ると考えます。これまでは住宅価格が比較的安定に推移していたため、この不均衡さが注目を浴びることはありませんでしたが、下記のグラフが示すように、最近になって米国では新築住宅価格の伸びが急速に悪化しており、中古住宅も同様に価格調整が進むことが予想されます。

### 中古住宅の価格調整が予想される



出所：ブルームバーグ、MFCグローバル

住宅市場に加え、経済の成長減速を受けて米国の製造業も縮小すると見えています。フィラデルフィア連銀製造業景気指数など、地域の製造業関連指標の一部はすでに縮小を始めたことを示しており、弊社では向こう2、3ヶ月のうちに全米の製造業景況指数であるISM製造業景況指数にも縮小の兆候が現れるものと思われま。

この結果、米国では緩やかに個人消費が縮小し、いずれは世界経済の成長減速につながると予想します。住宅市場や製造業の二番底が経済全体の二番底に発展することはないものの、米国のGDPは伸び悩み、1%前後にとどまるものと思われま。

とはいえ、低成長はマイナス成長に転じるおそれがあるため危険です。マイナス成長に転じるかは最終的に低成長に対する個人消費活動の反応、いわゆる「二次的効果」にかかっています。成長が鈍化する中で消費が雇用の安定を懸念した場合、それが総需要の減退につながり、低成長はマイナス成長に転じるおそれがあります。

### 最も影響を受けやすいのは原油と社債

経済見通しの変化によるマイナスの影響を最も受けやすいのはどの資産クラスでしょうか？弊社は商品(コモディティ)、とりわけ原油が世界経済の減速による影響を受けやすいと考えます。全世界の生産が減速/縮小する結果、商品需要は減少し、価格は下落します。商品のほかに、社債も弊社が最も不安視する資産クラスの1つです。ここしばらくは社債が株式をかつてないほど大きくアウトパフォームする時期となりました。しかしながら今後は株式が債券をアウトパフォー

ムし始め、このトレンドはその後数四半期に及ぶと思われる。社債を不安視する理由は他にもあります。市場では、今年5月の社債のパフォーマンスに誤った安心感が抱かれていると弊社は見ています。社債市場では現在、利回り追求型の投資家がひしめいており、流動性が低下していることを考えると、市場が調整した場合、投資家は出口に殺到し社債価格が急落する可能性があります。社債は過去最大幅のアウトパフォーマンスが過去最長期間にわたって続いたため、リバーサルが予想されます。

弊社では今後、資産間の相関は引続き高い水準を保つと同時に、株式市場も下記の要因により値動きの粗い展開を見せると考えています。

- 過去最大規模の財政政策と金融政策の巻き戻しによる世界経済の減速拡大
- 政府による規制や介入の強化
- 富裕層への増税（前ブッシュ政権による減税措置の期限切れなど）
- 個人消費の減少（特に米国）
- 人口の高齢化
- 世界各国の財政赤字増大

- 失業率の平均水準以上での高止まり
- 経常収支の悪化

今回の景気後退局面が深化する中、今年の冬は金融市場の低迷を特徴とする厳しいものが予想されますが、2008年の状況の再来は考えにくいという点に注目しなければなりません。今後数ヶ月間は元本の保全が必須でしょう。景気後退期における市場の下方調整局面では大規模なマイナス・リターンが発生する可能性があります。こうした局面は2007年～2008年の米国における大幅な信用不安や2010年5月の欧州金融危機など、発生の確率は低いものの、一旦発生すれば甚大な事象にエスカレートするおそれがあります。

長期的には、世界経済の不均衡が是正されるにおいて値動きの粗い展開が予想されますが、マクロ景気循環の転換点にリスクを積極的に管理することで、高い付加価値を創出することは可能であると弊社は考えます。

ドン・リッチ (PhD) は、MFCグローバル・インベストメント・マネジメントのアセット・アロケーション部ヘッドです。リッチはトロントオフィスに在籍しています。

## グローバル株式市場見通し



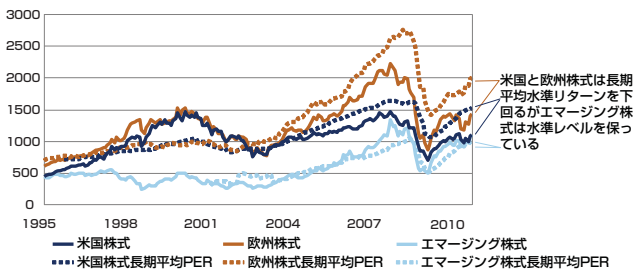
クリス・コンキー

**景気と企業収益の減速リスクはグローバル株式にすでに織り込み済みです。競争優位性を持続し、割安な株価水準にある優良銘柄に確実な投資機会が生じています。**

グローバル株式にとって値動きの激しい1年となった2010年の最終四半期（10～12月期）を迎える中、市場の注目材料は今なお、景気後退への不安です。財政および金融面の景気刺激策と在庫水準回復という景気回復推進のための方策がいまや終盤に至っていることは明白ですが、持続的成長の原動力である設備投資と雇用創出は依然として低迷しています。これまでのどの時点においても世界経済成長の原動力であった米国の消費活動は低迷を続け、世界的な需要回復の足かせとなっています。米国住宅市場の今後の見通しも依然として不透明であり、仮に悪化に転じることがあれば米国の景気回復はあっけなく頓挫するおそれがあります。英国を含め、欧州全域では債務問題が今なお未解決である一方で、中国政府は先頃、不動産市場の過熱に歯止めをかけるため抑制策を打ち出しました。

主要先進各国においては拡大を続ける巨額の財政赤字を縮小させることを目的とし、通貨安競争を繰り広げている模様です。米国では11月の中間選挙後にどの政党が議会の支配権を獲得するのか、それによって規制や税制の政策がどのように変化する可能性があるかが不透明であるという政治的不安要素も抱えています。

### 米国、欧州株式は長期平均水準リターンを下回る



出所：MSCIバール、MFCグローバル

### 株価回復要素が出揃う

しかしこうした注目点を別にすると、株価、センチメントおよび企業のファンダメンタルズは揃って魅力的な水準へと近づいていることから、グローバル株式が回復する下地は整いつつあると考えます。確かに逆風となる要因が存在することは認識しており、短期的なリスクは取るに足らないものであるとは言い難いものの、グローバル株式には絶対リターンと相対リターンのいずれについても超過収益を実現する機会が生じていると考えられます。

第1に、企業収益環境が改善しています。米国企業を例にとると、利益水準は予想どおりか予想を上回っており、フリー・キャッシュ・フローも堅調です。ほとんどのセクターにおいて利益予測は今後1～2年間の中央値か、それを上回る数値を示しています。利益予測は通常、長期にわたると低下することが一般的ですが、株式価値が他資産クラスと比較しても歴史的に割安水準にあるということは、たとえ利益予想が中央値以下であってもまだかなりの上値余地があることを意味します。例えば、リスクフリー金利と益利回りとの差で評価する株式リスク・プレミアムは2009年とほぼ同等の高水準にあります。

金融セクターを除く企業の財務状況は良好であり、現預金残高は潤沢です。バランスシート上の現預金残高のみを基準にS&P500指数の上位50社を見ると、テクノロジー・セクターの大型銘柄が数社存在します。

### 反騰を促進する可能性があるM&A活動

経営陣はこの潤沢な現金を活用し始めており、例えば、配当金については増額が始まっています。ヒューレット・パッカーによる3Parの買収や、BHPビリトンによるカナダのポタッシュ・コープの買収提案からも明白であるように、企業の合併・買収活動は企業再生の証しでもあります。いずれは企業の業績回復は頭打ちを迎えますが、現在の割安な株価水準においては、これを活かした企業の合併・買収が株式市場に弾みを与えると予想します。

グローバル株式は引き続き、マクロ経済要因に左右されます。高水準のボラティリティが続く時期が過ぎた後、表面的には常にそうであるように、先行き不透明感が支配的になります。しかしそうした不透明感の中であるからこそ、競争の優位性を持続し、株価が割安水準にある優良銘柄に確実な投資機会が生じていると考えます。

確かに景気は再び減速する可能性があり、おそらくそうなることはほぼ確実であると考えられます。しかしながらボトムアップ分析の観点から見ると、グローバル株式に対するこのリスクは現在の株価にすべて織り込み済みであるという点では楽観的な見方をしています。今後数ヶ月間に景気回復が遅れた場合に企業の収益予想が下方修正されることを考慮しても、グローバル株式は歴史的に、相対的に、割安な水準にあります。

クリストファー・コンキー (CFA) は、MFCグローバル・インベストメントのグローバル株式運用部門 最高投資責任者 (Chief Investment Officer, Global Equities) です。

# グローバル債券市場見通し



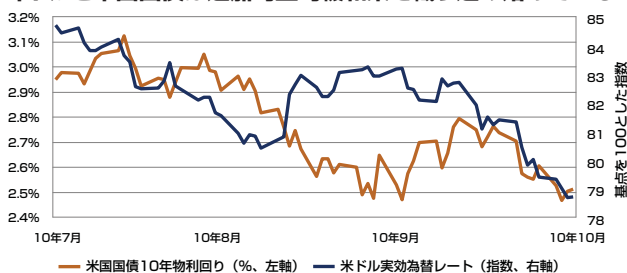
バリー・エバンズ

**低水準ながらも持続的な経済成長の中で米国ハイ・イールド債を中心に好調なパフォーマンスが期待されます。通貨については引き続き、日本円を除くアジア通貨に対して強気の姿勢を維持します。**

2010年も終盤を迎えた現在、債券市場では世界経済回復が減速しつつあるとの認識が広がっており、一部の先進国では追加金融刺激策の必要性に注目が集まっています。2010年第2四半期(4～6月期)に欧州を混乱に陥れた国家債務危機(ソブリン・クライシス)は安定を取り戻した模様です。ユーロ圏周辺国には依然としてリスクが残るものの、欧州中央銀行(ECB)と国際通貨基金(IMF)の双方の措置によって混乱は抑制された模様です。

米国債券市場では連邦準備制度理事会(FRB)が適度な量的緩和に踏み切ることをすでに織り込んでおり、米国国債利回りは2009年年初以来の水準まで低下しました。現時点では米国が追加量的緩和に踏み切るかどうかではなく、どの程度実施するかという点が焦点になっています。弊社ではFRBが年末までに追加量的緩和策を実施することも想定に入れています。最近発表された経済指標は強弱まちまちですが、総合的には米国の経済成長率はFRB見通しを下回っていることを示しています。

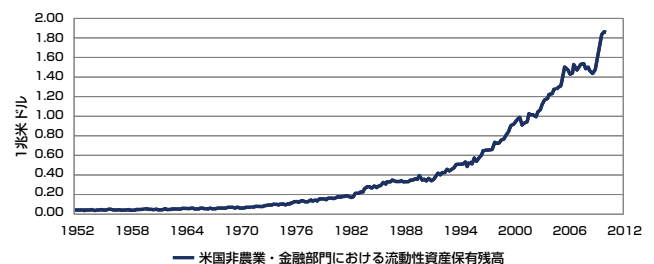
## 米ドルと米国国債は追加的量的緩和策を織り込み始めている



出所: ブルームバーグ

弊社は、米国のGDP成長率が1～3%の範囲にとどまると見ています。この、低水準ながらも持続的な経済成長環境では少しでも高い投資リターンへの追求に投資家が集中することから米国ハイ・イールド債を中心に好調なパフォーマンスが期待されると考えます。米国社債利回りは2008年のピークから大幅に低下したものの、ハイ・イールド債は米国国債に対して6%のプレミアムを提供しています。米国では社債の債務不履行率が直近のピークである約1年前の11%近くから3%を下回るまでに低下し続けています。個人債務に対する信用は縮小する一方で、企業は現在の低金利環境を活かし、既存の債務の借り換えや財務体質の強化を目的として記録的なペースで社債を発行しています。これにより企業のバランスシート上の現預金保有残高は現在過去最高水準となっています。

## 米国企業の流動性資産保有残高が過去最高水準に



出所: Ann Arbor Research

欧州が安定を取り戻したに加え、米国では追加金融緩和策が見込まれることを背景にドル安が進行するとの予想が強まり、2010年第3四半期(7～9月期)は多くの先進国通貨が上昇しました。第3四半期には2ヶ国の中央銀行が利上げに踏み切り、スウェーデンクローナが最も堅調なパフォーマンスとなり、対ドルでおよそ15.5%上昇しました。ユーロ自体も堅調で、6月の年初来最安値から政府債務危機直前の水準まで回復しました。

## 通貨が介入のきっかけ

急激な為替相場の上昇に対し、日本は9月中旬に2004年以来初の為替市場への介入を実施しました。この措置によりドル円相場は一時的に円安に転じたものの、日本単独の介入に対する市場の懐疑的な見方から、円はすぐさま元の水準となり、非協調介入の弱さを露呈しました。とはいえ、グローバル経済成長の減速が世界中に一律の影響を与えているわけではなく、一段の金融緩和を検討している中央銀行もあれば、カナダやニュージーランドなど、同期間に追加利上げに踏み切った国も数多くありました。

## グローバル債券市場見通し (つづき)

中国人民元の強さをめぐり米国と中国の対立が激化する中、米国は先頃、中国が人民元レートを対ドルで安く誘導する為替政策が不当な補助金政策にあたり、これに対抗する効果的な手段を目的とした法案を可決しました。2010年第2四半期末に中国人民銀行は人民元のドルペッグを解除すると発表し、人民元を2%近く切り上げました。さらに中国は、香港で取引を行っているすべての投資家が参加できるオフショアの人民元建て債券市場を創設し、国際化を図っています。この市場は現時点では未成熟ですが、急速に拡大することが見込まれます。

最近発表された成長見通しに関する先進各国の経済指標は強弱まちまちであったものの、世界経済が再びリセッション(景気後退)に陥ることはないと思えます。アジアにおいては経済成長見通しに地域差があれど、アジアを中心とするエマージング市場への資金流入は継続すると思えます。

弊社は韓国ウォン、インドネシアルピア、シンガポールドルのほか、これらの通貨ほどではないまでも、マレーシアリング、フィリピンペソといった日本を除くアジアの通貨に対し、強気の姿勢を維持し

ます。これらの通貨は多くの場合、他通貨に対してすでに上昇しており、例えばシンガポールドルは第3四半期に対米ドルでおおよそ6%上昇しています。しかし、これら地域の経済が輸出主導型から内需主導型へと移行していることから、今後もこの堅調なパフォーマンスは続くと思えます。オーストラリアドル、ニュージーランドドル、カナダドルといった従来のコモディティ通貨は引き続き、アジアの経済成長による恩恵を受けるものと思えます。ただし、これら地域のエクスポージャーについてはより戦術的に管理しなければならないと思えます。ブラジルレアルについては、国内経済の堅調な拡大に加え、市場実勢金利が高水準であることから、強気の姿勢を維持します。G7先進諸国通貨については大半が下落すると予想します。中でも特に英国は追加金融緩和に踏み切るとの見方が高まっていることから英国ポンドは最も大きく下落するものと思えます。

バリー・エバンズ(CFA)は、MFCグローバル・インベストメントのグローバル債券運用部門 最高投資責任者(Chief Investment Officer, Global Fixed Income)です。エバンズは米国ボストンに在籍しています。

## アジア株式市場見通し



リンダ・セラック

**「国内消費」が今後のアジア株式市場を長期間下支えする構造的な要素となるでしょう。**

2010年上半期の好調な企業業績に支えられ、アジア株式市場は堅調に推移しています。弊社では、この好調さの大半はすでに市場に織り込み済みと見ており、今後市場のモメンタムは次第に緩やかなものになると考えています。その中では一時的

な注意喚起も必要と思えますが、成長の著しいアジア株式市場にとってこれは健全な調整の場に過ぎないと見ています。

2010年通期のアジア企業の業績予想を見るに、予想未達となりそうな企業はその一部に過ぎず、アジア企業の業績拡大トレンドは2011年も継続すると予想されます。短期的にはアジア株式市場は一時的な調整局面を迎えると思っており、弊社ではこの間個別銘柄の選定を重視していく方針を強化ですが、長期的にはアジア株式が魅力的なリターンをもたらす資産クラスであるという考えに変わりはありません。

今期の業績発表を通じて明白であったのは、ASEAN諸国における堅調な国内消費です。多くの国で企業の業績拡大が見られる中、特にフィリピンでは旺盛な消費に牽引される形で国内需要が拡大しました。アジアでは今後、このような国内消費トレンドが継続するとみており、アジア株式市場の長期成長を支える重要な構造要素となると考えます。

政治の安定化がインドネシア株式にもたらした好影響は周知の通りですが、フィリピンでも、5月の統一選挙の成功により国内消費が拡大しています。タイでは2010年前半まで国内の政情不安が続いたものの、現在では投資活動や個人消費に落ち着きが戻り、活発な経済活動が再開されています。いずれの国でもこの成長力が減退する気配はほとんど見当たりません。

## 旺盛な国内消費

国内消費はタイ、インドネシア、フィリピンといった東南アジア諸国だけのものではなく、北アジアでも見られる成長テーマです。弊社では台湾および韓国株式について国内消費関連銘柄への注目・選好を高め、パフォーマンスの低下が目立ち始めていたテクノロジー・セクターのウェイト見直しを進めてきました。とはいえ、直近ではアップル製品関連銘柄など、特定のテクノロジー銘柄について買い戻しを進めています。

アジア株式投資において留意すべき点があるとすれば、それは流動性です。好調な米国債券市場に何らかのほころびが生じ、相対的に割安感がある米国株式に資金が流入するとすれば、その多くはアジアから流出することとなります。このように、突然の大規模な資金流出にあっては、アジア株式の流動性が一気に悪化するの間違いありません。が、しかし、長期的にみれば、これは比較的小さなリスク要因だと考えます。なぜならば、アジア市場の成長は今後長期に亘り継続する可能性が高く、先般の世界金融危機においてもアジア市場はその健全性・回復力の強さを十分に示したからです。

## インドとオーストラリアに注意

アジア株式における国別投資選好については、弊社では、市場の過熱感が投資家心理に重石となっているインド株式に対して慎重なオーバーウェイトを維持しています。特に大型株式については、かなり割高な株価水準となっていると見ています。インド株式においては、インド国内の投資家による利益確定売りが続いているものの、海外投資家の強い需要による買い支えが続いています。国内ではなく、海外投資家による買い支えが強い場合、資金動向には細心の注意を払う必要があります。海外投資家の資金動向が一気に反転するとすれば、

インド株式市場は急落につながるともなりかねません。

オーストラリアは、選挙の最終結果が出揃う中、ここ数週間において投資家の注目を集めてきました。与党労働党政権は無所属議員の支持を獲得し少数与党政権を確立できましたが、僅差での勝利であったが故、その安定性に不安が伴っています。オーストラリア経済は二極化が顕著となっており、好調な資源産業が経済を支える一方、低迷するサービス業が足を引っ張っています。

オーストラリアについて投資家が注意すべき点の1つに、論争的となっている鉱山税に関する問題があります。不満を抱える鉱山業界からの圧力により、新首相が打ち出した税制は、前政権が当初提案して不評を買った資源超過利潤税を後退させたものとなっています。こうした対応によってこの問題はほぼ片付いたと市場は考えているようですが、弊社では緑の党(The Australian Greens)による上院での影響力と無所属議員の支持を獲得する動きがある中で、この議論が再び浮上する可能性が十分に残っていると見ています。業績が好調な業種への課税水準の引き上げや追加的な課税という新たな政府介入の兆しが少しでも見られれば、好調な資源産業にマイナスの影響が出かねません。

中国と香港では、株式市場に不透明感が広がっており、市場が健全性を保っている間に資金調達を済ませたいと考える企業の資金調達の前倒しが続いています。短期的には市場が調整する可能性が高く、ここ最近の出来高水準が低くなっていることから見ると、相当な量の資金(投資家)が様子見姿勢をとっており、市場が一旦調整に転じればこれらが一気に流入してくる可能性があることも示唆しています。弊社では今後数ヶ月に亘り、このような動きを注視する方針です。

リンダ・セラックはMFCグローバル・インベストメント(香港)のアジア株式運用部ヘッドです。セラックおよびリーは香港に在籍しています。

# グレーター・チャイナ株式市場見通し



マシュー・リー

## 中国国内経済の不均衡是正に伴う活発な動きから、消費関連およびインフラ銘柄に注目します。

中国国内の急速な都市化と、輸出主導型から内需主導型への成長ドライバーの転換が、引き続き2010年第3四半期(7~9月)のグレーター・チャイナ市場のリターンを支えました。

中国の国内消費の増加は、給与所得の上昇に支えられている面があります。一方で、人件費の上昇は製造業や輸出関連企業の利益低下要因ともなっており、他のアジア諸国との競争力を低下させています。これに対応するため、企業は割安な労働コストと若く旺盛な消費市場の先行者利益を獲得するため、投資をさらに内陸部へと向かわせています。中国政府もこうした動きを奨励・支援しており、中国のインフラ投資はさらに拡大すると見られています。

### 労働賃金が大幅上昇



	2010年の労働賃金水準 (人民元/月)	前年同月比
1. 北京	960	20%
2. 天津	920	12%
3. 南京	960	13%
4. 上海	1120	17%
5. 杭州	1100	15%
6. 成都	750	15%
7. 杭州	1100	28%
8. 深セン	1100	22%

出所：HSBC証券

### 長期投資テーマによって生まれる収益機会

人件費の上昇は製造業と輸出関連銘柄に痛手となる一方、都市化、賃金上昇に伴う消費額の拡大や、国内経済の不均衡是正という長期トレンドに伴い、弊社では中国国内消費関連およびインフラ銘柄に注目しています。また、ITサービスの普及が一層進行することで恩恵を受ける情報技術サービスセクターや、

第3世代(3G)携帯電話網への設備投資が一巡し、データサービスや通信料からインカム収入が今後期待される中国のテレコムセクターにも注目しています。

香港では、市場に2つの主要テーマが存在しています。第1の、そしておそらく最重要テーマは、人民元のオフショア市場としての香港の発達です。この数ヶ月間において、世界的ファーストフード・チェーンのマクドナルドのような大企業をはじめとし、香港では機関投資家や個人投資家向けに大規模な人民元建て社債の発行が相次いでいます。

人民元の国際化は香港の銀行システムにとって新たな収入源であり、弊社では今後5年間で香港の銀行の純利益水準が大幅に拡大すると見えています。短期的には、人民元ビジネスが香港の銀行にもたらす恩恵は小さい(純利益の1~2%程度)と見るものの、規制緩和等の相乗効果も相まって長期的には大幅なプラス影響をもたらすと考えます。

### 香港不動産は減速

もう1つのテーマは、これまで長期間に亘り、ニュースや投機の対象となってきた香港の不動産市場の行く末です。不動産そのものの価格は今後も上昇傾向にあります。香港の不動産関連銘柄は今後次第に市場平均を下回っていくと予想しています。10月には、香港の行政長官から天井知らずの香港の不動産価格を沈静化するための対策パッケージが発表されました。この施策の中には、住宅建設のための土地供給の増加や香港への投資を行う外国人への居住権付与と制度の停止が含まれています。

中国投資に関する視野を長期に転じると、弊社では2012年の中国共産党中央委員会の再編に伴う中国の政治的変化に注目しています。この再編では9人の中央政治局常務委員のうち7人が交代すると広く予想されていますが、このような変化が中国の経済モデルの大幅な変更につながることは考えられていません。中国の重点は引き続き、中国経済の安定的かつ持続的な成長と、外需依存からの緩やかな脱却に置かれるでしょう。中央政府についても地方政府についても、新世代の指導者層は現時点から2012年までの現状を維持することに力を入れていると考えるため、当面の間政治面での大きな変化はないと考えます。

マシュー・リーはMFCグローバル・インベストメント(香港)のグレーター・チャイナ株式運用ヘッドです。リーは香港に在籍しています。

# アジア債券市場見通し



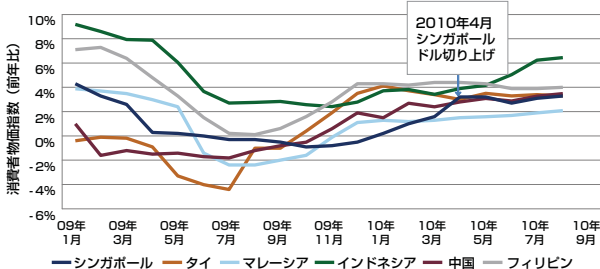
アンドレ・ペダーセン

**アジアの経済成長は、2010年第2四半期(4-6月期)ほどの高水準には満たないものの、大きな減速はないと見えています。弊社では今後数ヶ月間、特に高利回りが期待できるアジア社債に魅力的な結果が期待できると考えています。**

「インフレに背を向けるな、立ち向かえ」という発想は、通常の債券運用の考え方ではありません。しかし、アジアなどのエマージング市場においては、この発想は有効な手段の一つです。

債券運用は通常、インフレと逆に向かうものですが、インフレの初期段階においては経済活動は活発かつ健全であることから通貨高が伴います。アジア債券運用は通貨戦略も重要なリターン源泉であることから、我々は常にアジア各国のインフレ動向を注視しつつ、積極的な通貨ポジションを構築することとしています。

## アジア：インフレの始まりは通貨切上げの前兆



出所：ブルームバーグ

米国が景気後退(リセッション)に再び陥る可能性は低い、とする見方が各国市場で周知のものとなりつつある中、経済コメントの大半が米国の経済成長を「非常に緩やかな速度ながらも成長する」との論調に収斂しています。一方、アジアではインフレはアジア経済成長の持続と強力な需要の象徴と捉えられてい

ます。これを最も良く表しているのがアジアの航空業界で、今後しばらくはフル稼働に近い状態が継続すると見えています。

アジア各国の経済成長は、2010年第2四半期(4-6月期)ほどの高水準には満たないものの大きな減速はないと見えています。このような健全な成長を伴うインフレ環境は、社債市場にとってもプラスです。弊社では今後数ヶ月間、特に高利回りが期待できるアジア社債に魅力的な結果が期待できると考えています。

## 新興アジア諸国の市場化

目を転じて、弊社では現在、ニュージーランドおよびオーストラリアからフィリピンへとポジションをシフトしています。フィリピンは9月に初のペソ建てグローバル債を発行し10億米ドルの調達に成功して以来、グローバル投資家の関心を集めています。この起債は大幅な応募超過となるなど、投資家の関心の高さをうかがわせ、今後他のアジア新興諸国による起債にも同様の関心が集まることが期待されます。候補の一つであるベトナムは、通貨による影響を抑制しつつも、海外から自国への資金流入を促進させるシンプルな方策を模索しており、今回のフィリピンの例を注意深く観察していると考えられます。

この他、最近のアジア債券市場における重要な展開といえば、香港をオフショア市場とした人民元建て債券の発行でしょう。これは人民元の自由化に向けた重要なステップと見られています。初の起債が、世界的ファーストフード・チェーンのマクドナルドのような大企業によるものであったというのも注目値するものです。またこの直後に、準政府機関である中国開発銀行の起債が続くなど、話題をさらう案件は今後も続く予想されます。

中国の債券市場は国内(オンショア)、海外(オフショア)のいずれをとっても、長期にわたる持続的発展の出発点に立ったと考えます。適格海外機関投資家(QFII)ライセンスを持つ運用会社などを通じて中国本土への投資を開始した投資家があるとなれば、いままさに経済発展が始まったばかりのこの巨大市場の恩恵を今後十分に受けることができると考えます。

アンドレ・ペダーセンはMFCグローバル・インベストメント(アジア)のアジア債券運用部エグゼクティブ・ディレクターです。ペダーセンは香港に在籍しています。

# 日本株式・債券市場見通し



倉田 かおる



津本 啓介

**日本株式は円高ドル安の急反転が望みにくく、一部企業の業績下振れ懸念が高まる環境の中、今後長期的なアジア経済の発展の恩恵を受ける企業に選択的に投資していく考えです。日本債券については当面、ゼロ金利政策が継続すると考えますが、過度に悲観的な見方をする必要はないと考えます。弊社のポートフォリオは、従来どおり、中・長期債と短期社債をオーバーウェイトする戦略を継続します。**

日本経済は2010年の7～9月期まで緩やかな成長を続けた模様です。猛暑の影響やエコカー購入補助終了前の駆け込み需要から、この間の個人消費は概ね堅調に推移しました。9月の日銀短観業況判断は多くの業種で6月に比べて改善しましたが、経済政策効果が切れることや最近の円高を反映して、年末にかけての業況見通しは悪化しています。円高が日本の景気回復に水を差すという懸念から、政府は、9月に2004年以来6年ぶりの為替介入に踏み切りました。しかしグローバル経済の減速が懸念される中での自国通貨切り下げ策に他国の賛同は得られず、単独介入を余儀なくされています。一方、日銀は10月上旬、「包括的な金融緩和政策」を実施しました。金利誘導目標を0～0.1%のレンジに変更するとともに、物価の安定が展望できるまで実質ゼロ金利政策を継続するとして時間軸をさらに明確化、さらに国債・社債・ETF等を買入れる5兆円規模の基金を設立することを発表しています。

## 日本株式見通し

日本政府と日銀による円売り介入後、急激な円高基調は一時的に歯止めがかかり、9月の日本株式市場は8月末につけた年初来安値から、9月月末にかけて持ち直した形となりました。しかしこれ以上の円高の進捗を防ぐため、政府と日銀が断固とした政策を採るかどうかに対する市場参加者の懐疑的な見方は強く、また、他国からも日本円切り下げ策に対する賛同が得られなかった為、円高基調に歯止めが掛かることなく日本株式市場は世界の主要な株式市場を下回る上昇率となりました。

### 急激な円高進行が日本株式に重しをかける



出所：ブルームバーグ

弊社では円高ドル安の急反転が望みにくく、一部企業の業績下振れ懸念が高まる環境の中、今後の投資方針として為替変動に対して影響を受けにくいことはもちろん、人件費、減価償却費などの固定費削減により損益分岐点比率が大幅に低下し収益体質改善が急速に進んでいる企業や、経済成長が著しいアジアなどの新興国市場でシェアを拡大、もしくはブランドイメージが向上し利益成長を遂げている、または将来寄与が期待できる企業に選択的に投資していく考えです。

### 固定費削減により、企業の損益分岐点比率は大幅に低下



出所：財務省

これらの典型例として注目している企業は機械セクターや消費財・サービスセクターの成長企業です。機械セクターは、中国での労働紛争が増加し人件費が高騰していることを背景に、今後も工場の省力化の流れが強まるとみられており、FA（ファクトリー・オートメーション）関連機器に注目が集まることが見込まれます。今後はさらに、中国産業の高度化に伴い、高機能なロボットや関連部品などの需要増加も期待できるでしょう。

消費財・サービスセクターはアジアの近隣諸国市場で日本製品へのブランドイメージが高まっていることから、現地における日本製品需要が伸びていることがその背景です。また、足元ではアジア諸国からの訪日客数が過去最高を更新しており、日本は人口減少、少子高齢化、所得の増加が望みにくいという環境だけに、観光客によるサービス享受・消費拡大への期待は大きいといえましょう。

## 国内債券見通し

日本債券は、短期債にも超長期債にも投資価値を見出せないため、中・長期債を選好しています。わが国のイールドカーブを見ると、まず、短期金利は日銀のゼロ金利政策の強い影響下にあり、低リスクではあるものの、きわめて低いリターンでの投資です。一方で、超長期債の動向については、不透明感があります。

菅首相は財政再建論者として知られており、歳出の削減を標榜していますが、その実行力には疑問が残ります。9月の民主党代表選で再確認された党内の微妙なパワー・バランスや民主党の国会での議席数などを考えると、首相の政治的リーダーシップで財政再建が順調に進むとは思えません。そうしたリスクを反映し、超長期債市場はここ数ヶ月やや荒い動きの中でスティーピングが進みましたが、今後もそうした不安要因が払拭できないと思われます。

日本のデフレ環境の深刻さを考えれば、日銀は、当面、ゼロ金利政策を継続すると思われます。そうした環境では、日本債券に対し過度に悲観的な見方をする必要はないと考えます。上述の通り、短期債と超長期債はリスク・リターンの観点から必ずしも魅力的とは言えませんが、ゼロ金利が続く中でロールダウンの効果が見込める中・長期債には一定の投資価値が見出せます。また、ある程度のクレジット・リスクを取って短期社債に投資することで、クレジット・スプレッド拡大のリスクを抑制しながら、国債を上回るリターンを上げることが出来ます。弊社のポートフォリオは、従来どおり、中・長期債と短期社債をオーバーウェイトする戦略を継続します。

倉田かおるはMFCグローバル・インベストメント・マネジメント・ジャパン株式会社株式運用部シニア・ポートフォリオ・マネジャーです。津本啓介は同社取締役債券運用部長です。倉田、津本はいずれも東京オフィスに在籍しています。

## グローバル・オフィス一覧

### トロント

MFC Global Investment Management (Canada)  
200 Bloor St. E., NT-6  
Toronto, Ontario  
M4W 1E5  
Canada  
TEL:+1-416-852-2204

### ロンドン

MFC Global Investment Management (Europe) Ltd.  
10 King William Street  
London, U.K.  
EC4N 7TW  
TEL:+44-20-7256-3500

### 東京

MFCグローバル・インベストメント・マネジメント・ジャパン株式会社  
〒104-0031東京都中央区京橋1-2-5京橋TDビル7階  
TEL：03-5204-5540（セールス・顧客サービス部／平島）

### 香港

MFC Global Investment Management (Asia)  
47/F Manulife Plaza,  
The Lee Gardens, 33 Hysan Avenue  
Causeway Bay, Hong Kong  
TEL：+852-2910-2600

### ボストン

MFC Global Investment Management (U.S.), LLC.  
101 Huntington Ave  
Boston, MA. 02199  
United States  
TEL:+1-617-375-1500

### ボストン（実物資産運用／森林・農地投資）

Hancock Natural Resource Group  
99 High Street, 26th Floor  
Boston, MA 02110-2320  
United States  
TEL:+1-617-747-1600

### ヴァージニア（債券オルタナティブ）

Declaration Management & Research, LLC  
1800 Tysons Blvd, Suite 200  
McLean, VA 22102  
United States  
TEL:+1-703-749-8200

### 上記以外のアジアにおける資産運用拠点一覧

中国(北京市)	Manulife TEDA Fund Management Company Ltd.
台湾	Manulife Asset Management (Taiwan) Co., Ltd.
シンガポール	Manulife Asset Management (Singapore) Pte. Ltd.
インドネシア	PT Manulife Aset Manajemen Indonesia
マレーシア	Manulife Asset Management Malaysia Sdn Bhd
タイ	Manulife Asset Management (Thailand) Company Limited
ベトナム	Manulife Vietnam Fund Management Company Limited
フィリピン	The Manufacturers Life Insurance Co. (Phils.), Inc.

### 日本における展開

MFCグローバル・インベストメント・マネジメント・ジャパン株式会社(東京都中央区京橋)ではCIOを含め総勢13名の運用プロフェッショナルを擁し、海外拠点のポートフォリオ・マネージャー、アナリスト、エコノミストとグローバルな市場動向について情報を共有しつつ、豊かな経験に基づいた高い運用サービスをご提供しています。国内では国内債券および日本株式を5年超に亘り運用しているほか、近年実物資産としての注目の高いグローバル森林投資やグローバル農地投資、また成長期待の著しいアジア資産および債券を活用したソリューションを、年金基金をはじめとする機関投資家のお客様にご提供しています。

### 国内向け主要商品一覧

日本債券アクティブ(総合型)／日本株式リサーチ・アクティブ(GARP型)／日本株式クオンツ・アクティブ(バリュエーション型)／アジア債券アクティブ／アジア株式リサーチ・アクティブ／中国A株(QFII(適格外国機関投資家)としての認可を取得しています)／グローバル森林投資(実物資産としての森林に投資します)／グローバル農地投資(実物資産としての森林に投資します)／米国MBS絶対リターン戦略

### ディスクリーマー

MFC Global Investment Management®ロゴマークはザ・マニユファクチャラーズ・ライフ・インシュアランス・カンパニーのトレードマークであり、同社およびマニユファクチャラーズ・ライフ・インシュアランス・カンパニーを含むグループ企業に帰属するものです。当資料は作成時において信頼できると考えられる情報に基づいて作成しておりますが、情報の正確性、信頼性、完全性を保証するものではありません。また、見解およびコメントは現状に基づいた一般的なものであり、マニユファクチャラーズ・ライフ・インシュアランス・カンパニー、MFCグローバル・インベストメント・マネジメントおよび系列会社がお客様の税務、財務・資産あるいは法務に関するアドバイスを行なうものや、特定の商品について勧誘・販売を行うものではありません。お客様固有の事情につきましては、お客様ご自身が適切なプロフェッショナルからアドバイスを受けるようお願い致します。当資料に掲載される過去の実績は、将来の運用成果等を保証するものではありません。なお、日本において当該情報を元にお客様が投資を行うとの判断をされる場合においては、お客様と、日本における運用・顧客サービスの拠点であるMFCグローバル・インベストメント・マネジメント・ジャパン株式会社との間に投資一任契約を締結した上で行うものとします。

- 商号 ■ エムエフシー・グローバル・インベストメント・マネジメント・ジャパン株式会社（金融商品取引業者）
- 登録番号 ■ 関東財務局長（金商）第433号
- 加入協会 ■ 社団法人日本証券投資顧問業協会
- 主たる業務内容 ■ 有価証券等に関する投資一任業務及び投資助言業務

投資にあたっては資産価格の騰落等により元本を超える損失が生じるおそれがあります。また、MFCグローバルとの投資一任契約に際しお客様にご負担いただく投資顧問報酬は各種商品、サービス等により異なるため、事前に料率または上限を表示することができません。詳しくは契約に際してお渡しする「金融商品販売法に基づく確認書(重要事項説明書)」及び「投資一任契約の締結時にお渡しする書面」を十分お読み頂くようお願い申し上げます。

 **MFC Global**  
Investment Management®