

## グローバルな視点

Andreas Utermann

RCM (UK) Limited\*

RCM Global Chief Investment Officer

2010年上半期を振り返ると、金融緩和が継続するなか市場は乱高下する、との私たちの予想が正しかったことが裏付けられました。

中国政府による人民元の大幅な上昇を認めるとの発表は、一部業界で大幅な賃金上昇をもたらした労働争議と相俟って、2010年上半期における最も重要な政策展開であったかも知れません。これまでも述べたように、人民元と更に広範な新興国市場通貨の上昇は、世界的な不均衡を是正し、最終的にはより健全で安定的な金融市場の復興に寄与する上で、重要な役割を果たすと思われます。私たちはこうした通貨の動向を今後も大きな関心を持って見守っていきます。

繰り返されてきたユーロ安は、ギリシャ救済に向けたユーロ圏諸国による資金提供および国際通貨基金(IMF)による支援後もなお加速し、救済プログラムの成否は現時点では依然として不透明です。金融市場は、ユーロ圏周辺国が持続可能な財政バランスへの改善に向けて十分な施策を行っていないと認識しています。一方で、最近のユーロ安は、ユーロ圏、とりわけ独仏ブロックの輸出依存国における輸出の伸びに貢献しています。市場がユーロ圏諸国とユーロの見通しに関して過度に悲観的であり、米国経済の健全性に楽観的であることは想像に難しくなく、その結果として、ユーロ安が反転する可能性はあります。

英国総選挙とその後の緊急予算の発表は良い例といえるでしょう。英国経済の見通しが相対的に厳しく、インフレは潜在的な脅威であり財政バランスがおぼつかない中で発表された施策は、英ポンドのユーロに対する上昇を伴い英国景気の信頼性回復につながっています。

2010年第1四半期は金融市場、特にユーロ圏における欧州中央銀行(ECB)や米連邦準備制度理事会(FRB)において懸念が再燃しましたが、予想していたとおり様々な形で量的緩和の継続が促されました。これは短期的には緊張を和らげますが、同時にふたつの長期的な懸念、すなわち一方ではOECD経済圏における景気の二番底の可能性、他方では更なるインフレ懸念が持ち上がります。市場心理がこれら2つのシナリオ間で揺れ動いているため、特にリスク資産の乱高下の原因となっています。

投資家にとって、不透明なマクロ経済環境は問題を明らかに複雑にしていますが、私たちの長期的見解は明快です。

- 新興国市場通貨は長期的に上昇傾向にあり、直接的にも、あるいは新興国市場に向けた輸出比率の高い企業への投資を通じた間接的にも、長期投資が有効である。

- 多数の新興国市場の相対的に健全な財政状態と、巨額の財政赤字を抱えるOECD加盟国の低い債券利回りを考慮すれば、新興国市場の債券がプレミアムで売買されているのは不自然である。スプレッドは縮小するか逆ざやになる可能性があり、新興国債券への長期的な投資もまた有効である。
- 資源が豊かな新興国市場における長期的な成長見通しに変化がないことを踏まえれば、商品価格の長期的な上昇傾向は継続することが見込まれる。従って、当該市場分野への投資は有望であり、将来のインフレに対する幾分のヘッジ機能も提供する。
- 株式が著しく割高であるとは思われず、特に有配銘柄は長期的に確実な値上がり益とともに、同等の社債と比較して魅力的な配当利回りを提供する。
- 忍耐強い投資家はこれまで以上に、景気に左右されない投資行動と慎重な銘柄選択により報われると考える。

## 世界的なM&A急増の到来

Peter Anderson

RCM Capital Management LLC\*, Management Director and Chief Investment Officer

今後数年以内にM&A活動は非常に活発になりそうです。M&Aは景気の影響を極めて受け易く、株式市場の動向および経済活動と密接に関連しています。過去の例を考慮すれば、力強い世界経済、株価上昇そして資金調達の手軽になることによりM&Aの規模は現在の2倍か3倍になるでしょう。

### M&Aを手がける企業とその理由

買収企業は大企業および中企業やプライベート・エクイティ・ファンドです。2005年以降、買収企業の40%は米国法人であり、英国、カナダ、フランス、オーストラリアの企業による買収は25%を占めています。2010年の買収企業リストでは、日本と中国がそれぞれ2位と3位に浮上しています。そして過去5年間では、被買収企業数は米国が第1位で40%、英国、カナダ、オーストラリア、日本がそれに続いており、最近ではブラジルと中国で大型買収が起こっています。企業買収に至る理由は様々です。例えば、割安な資産、低いPER、妥当な株価キャッシュフロー倍率、魅力的なPBRなどが挙げられます。新たな市場環境では、売上高を伸ばすのはますます難しくなっており、適切な対価で適切な買収を行うことが停滞する収益成長を解決する手助けとなり、EPSの増加にもつながります。企業買収は、新規事業をゼロから立ち上げるよりも極めて迅速な、そしておそろしくリスクの低い手法です。買収はまた、急成長を遂げている新興国市場への参入を容易にします。中国がM&A活動の中心拠点として浮上し、ブラジルがそれに迫る勢いであるのは偶然ではないでしょう。ばらばらの市場で力の弱い競合先を買収すればスケールメリット(生産規模拡大による製造原価の縮小)と価格競争力の強化を手に入れることができます。

### 企業の現金保有、信用市場、M&Aブームの到来

米国企業は現金を潤沢に蓄えています。S&P500社は2000年に、株式時価総額の12%に相当する1.4兆ドルの現金を保有していました。2009年には、その金額は時価総額の34%にあたる3.1兆ドルに急増しました。2008年から2009年の深刻な不況にもかかわらず、現金保有額は増加し続けました。現在のキャッシュフローは、在庫積み増しのための資金繰り、適度な自社株買い及び増配に対応するには充分です。景気に対する不安と不透明感が、企業経営者に現金を温存させています。最近の調査では景気不安は収まり、企業は財布の紐を緩める準備を整えているようです。M&Aが急増するには、こうした姿勢の変化が不可欠です。最後に、企業買収はある程度は自己資金により手当てされ始めています。買収企業が多額の現金を保有しているように、被買収企業もそれは同様であり、このことは買収企業にとっては費用面で魅力的であり、資金調達をより容易にしています。プライベート・エクイティ・ファンドはM&Aにおいて重要な役割を果たしています。2008年から2009年にかけては、最も魅力的な買収案件でさえ資金調達は不可能でしたがその状況は一変しました。

\*RCM Capital Management LLCはAllianz SE傘下のグループ会社です。

ハイ・イールド債市場は驚異的な上昇を見せ、新規の案件が増大し、まず大丈夫だと思われる案件については確実に資金調達が可能となっています。9つの銀行による最近の調査でも、M&Aの資金調達への関心が再燃していることを示唆していました。

### M&Aの対象となりやすい業種および業界

2010年に入りこれまでのところ、世界的なM&A活動は運輸、エネルギー、食品、飲料および電気通信が中心でした。RCMでは株式ユニバースを検証し、M&A候補銘柄を選定し、広範な時価総額領域から主にテクノロジー、ヘルスケア、消費、テレメディア関連の企業を発掘しました。最近の政治上および規制上の問題から、金融分野とエネルギー分野におけるM&Aは減速が見込まれますが、これら2つのセクターでは最終的に大規模な統合が見られると考えています。

### M&A活動の急増から恩恵を受ける投資銀行

大手銀行におけるM&A業務の収益が全体収益に及ぼす影響はわずかですが、LazardとGreenhillは大きなウェイトを占めています。M&A業務が今後数年間で2倍あるいは3倍に拡大すれば、Morgan Stanley やGoldman Sachs できさえ、良い意味で影響を受けるでしょう。

#### グローバルM&Aランキング:金額ベース(単位:10億ドル)

	2010年 (年初来)	2009年	総収入に占める M&Aの比率		2010年 (年初来)	2009年	総収入に占める M&Aの比率
Goldman Sachs	25.2	27.5	4%	Lazard	13.7	12.2	33%
Credit Suisse	23.5	14.2		Barclays	11.9	12.4	
JP Morgan	18.4	24.3	2%	Bank of America	10.8	15.9	1%
Citi	17.0	18.9	1%	UBS	8.3	13.3	
Morgan Stanley	16.8	25.9	6%	Greenhill	4.4	1.6	92%
Deutsche Bank	15.4	12.1		出所: RCM			

### M&Aの強気シナリオにおける問題点

GDPと市場動向に対するM&Aの高い相関を踏まえて、世界、中でも先進国の期待外れの成長は大きな問題となりそうです。株式市場は悲観的に反応し、債券市場、特にハイ・イールド債市場はひっくり返り、企業は再び現金を温存し始める可能性があります。規制当局および政治的な圧力はエネルギーや金融セクターの統合を阻害すると思われる。しかし、これらのセクターの寸断化された状況を考慮すれば、統合はいずれ起こるでしょう。要約すれば、リスクは確かに存在しますが、大規模でグローバルなM&Aのサイクルが長期にわたり訪れる公算が大きくなっているといえるでしょう。

低ベータおよび低相関戦略においては、革新的な技術に対する勝者と敗者の両方に重点が置かれます。新たなテクノロジーが生まれる中で既存のプロセスが発達し、経済的価値が高く評価され、進化せずに停滞したビジネスモデルは廃れていきます。RCMのテックアルファ戦略はテクノロジーのライフサイクルにおける革新、発展、そして衰退のそれぞれの段階において利益の創出を狙います。

## 欧州の見通し

Neil Dwane

Allianz Global Investors Kapitalanlagegesellschaft mbH\*, Chief Investment Officer

欧州は、過去数ヶ月にわたり多くのニュースがありましたが、実際には2つの異なる世界が並存しています。

一方では、欧州企業は良好な収益成長率、健全な財務内容、そして世界中に存在する好機を活用し成長する堅い決断力を背景に、堅調な業績を継続しています。投資水準は欧州全域にわたり堅牢であり、多くの政府機関と地方政府機関が大きな財政上の圧力に晒されているのに対し、民間部門は失業率の低下と力強い生産活動に下支えされ豊富な資金を有しており、現水準の活動資金を賄う態勢が十分に整っています。最近のユーロ危機は、多くの輸出製品に米国やアジアのライバルよりも強い競争力を与え、ユーロが更に下落すればこの傾向が継続すると思われれます。しかしながら、全ての欧州の国々は、債務を更に膨らませて投資を縮小させることが今日の経済問題の解決策ではないという認識が高まっており、従って、最近ドイツが率先したような財政の均衡と再構築は欧州全域で継続されなければなりません。

もう一方では、欧州の政治的そして金融的な中核部分の混乱があります。欧州および各国の政治家は、ユーロ誕生時から存在していたシステムの亀裂を忘れたか、もしくは見過ごし、ユーロに対する課題を取り違えていました。これらの亀裂は突き詰めれば政治的な問題であり、将来において国家の自治権をそれほど必要とはしません。また、それらは有権者に十分に明らかにされてはいません。言うまでもありませんが、欧州連合(EU)の銀行システムにとってトラウマとならない解決策はないため、時には不評であっても、こうした亀裂は政治的に修正されるでしょう。ECBは最近まで新たな衣装をまとったドイツ連邦銀行と見られていたため、最近の危機は金融面ではより縁起が悪いものです。残念ながら、一部の脆弱なEU諸国に対して、国債の買取りを通じて支援するという決定は、ECBが政治的圧力を受けやすいということだけでなく、ドイツが過去40年間に経験した以上の高いインフレを招く恐れがあることを現在示しています。

現在の状況は将来的には、欧州合衆国に至るまでのEU政府と銀行システムの進化の一端として捉えられるでしょう。

## リサーチからの抜粋

Bozena Jankowska

RCM (UK) Limited\*, Head of Sustainability Research

数十年に一度の最悪の金融危機と景気後退から徐々に回復するにつれ、市場参加者は新たな市場環境に対して自らをどう位置付けるのが最善なのかを、日増しに問いかけています。無責任な行動、短期志向および大胆なリスクイク姿勢は、長期投資家に不確実性、不安および新たな課題を生んだ不安定な市場をもたらしました。しかしながら、危機の残骸から、投資機会に結びつくリスク評価に関連性のあるアプローチが次第に浮かび上がってきました。現在は、このアプローチが投資家に認識されていますが、投資機会に結びつくリスク指標を説明付けるシグナルや分析技術は常に存在していました。気候変動やメキシコ湾沖でのBP社のマコンド油井原油流失による金銭的負担や信用回復にかかる費用などの金融以外の要因を取り入れるため投資家は悪戦苦闘しており、私たちはグローバル金融の進化における転換点に来ていると考えます。投資の意思決定に持続可能性を組入れることにより、より独立した制約のあるアプローチを超えて、道徳、社会的責任(SRI)およびよりテーマに沿った投資戦略に行き当たります。持続可能性への投資は、企業の潜在的な長期的成功を理解するうえで欠かせない広範な関連要因を捉えます。市場が十分に織り込んでいない、あるいは認識していないリスクや投資機会を見出すための金融要因と平行して、重要な環境要因、社会的要因、そして統制要因を考慮します。RCMは投資プロセスにおける金融以外の要因の重要性を長い間認識しており、ファンダメンタルおよび独自の分析が情報優位性をもたらすという私たちの哲学を補完するための機能を10年かけて構築してまいりました。

\*RCM (UK) LimitedおよびAllianz Global Investors Kapitalanlagegesellschaft mbHはAllianz SE傘下のグループ会社です。

## Grassroots<sup>SM</sup> Research

Andrew Huynh

RCM Capital Management LLC\*, Grassroots<sup>SM</sup> Research Analyst

Grassroots<sup>SM</sup> Researchでは、最近の欧州財政問題の混乱が、フランス、ドイツ、イタリア、ポルトガル、スペイン、英国の消費者心理に及ぼす影響を観察しています。先日フィールド調査員が欧州で561人に実施した調査では、フランス、イタリア、ポルトガルの多くの回答者が地域経済が悪化しているとする一方、ドイツと英国では感じ方はそれほど悲観的ではないとの結果が示されました。実際、消費者心理はドイツでは総じてより前向きであり、英国ではドイツほどではありませんが、他の調査対象国と比較して明るくなっています。フランス、イタリア、ポルトガル、スペインの半数以上の回答者は、今後3ヶ月以内に経済が引き続き悪化すると考えているのに対し、ドイツと英国では3分の1の回答者しかそのような見方をしていません。家計支出に関しては、調査対象国全ての回答者が、今後数ヶ月で支出を切り詰める分野としてレストランでの外食をトップに挙げ、娯楽と衣料がそれに続きました。

本稿に記載されている内容(以下、「本稿」)は、情報提供を目的として、当社RCMジャパン株式会社が当社の関係会社が作成した英文資料を翻訳(または抄訳)したものであり、特定の証券や金融商品等の推奨や販売勧誘を行うものではありません。翻訳(または抄訳)には正確を期していますが必ずしも正確性を当社が保障するものではありません。また抄訳の場合には原資料の趣旨を必ずしも反映した内容になっていない場合があります。当社および本稿に記載されている関係会社はAllianz SE傘下のグループ会社です。本稿は既に変更されている場合、または予告なく変更される場合があります。本稿には将来の市場の見通しに関する記載が含まれている場合がありますが、それらは資料作成時における見解であり、将来の動向や結果を保証するものではありません。当社の事前の承諾なく本稿を第三者に開示すること、本稿の一部または全部を使用、複製、転用、配布すること等をご遠慮ください。証券投資はお客様ご自身の責任において行ってください。

金融商品取引業者の商号: RCMジャパン株式会社

登録番号: 関東財務局長(金商) 第424号

社団法人 日本証券投資顧問業協会 会員番号: 011-01236

RCMジャパン株式会社

問合せ先: 営業部 03-6229-0200(代表) info@jp.rcm.com

\*RCM Capital Management LLCはAllianz SE傘下のグループ会社です。

A company of  **Allianz**  
Global Investors