

# G4: 衰えることのない期待 投資の機会

2016年2月  
機関投資家向け資料



## エグゼクティブ・サマリー

BNYメロンはこれまで一連の白書の中で、中国、米国、インド、日本(購買力平価で測定した場合の世界4大経済大国)が2020年までの間にそれぞれの経済力を発揮したと仮定した場合、どのようなことが起こるかということについて探求してきました。今回の白書では、BNYメロン・インベストメント・マネジメントのポートフォリオマネージャーおよび投資ストラテジストの総力を結集し、これら4カ国がこの一年どのような動きを見せるかを分析しています。

これらの4大経済大国(G4と呼ぶ)も、ここ数週から数カ月間の世界的な混乱を免れてきたとは決して言えませんが、市場の混乱はこれまでの成長を覆い隠すほどのものであるとは思われません。米国の雇用の伸びは依然として強い状況にあります。日本はデフレからの脱却を遂げています(12月の生鮮食料およびエネルギーを除く消費者物価指数は前年比1.3%増)<sup>1</sup>。インドは、世界でも最も成長の速い主要経済大国となっています。さらに、大きな懸念材料である中国についても、実際に被ったよりも大きな問題になってしまったことはほぼ間違いないと言われています。公式の統計を見ると、中国の経済成長は依然として強く、バランスも改善しています。また、非公式のより悲観的なデータを見ても、年末に若干勢いを取り戻しています。

<sup>1</sup> [www.boj.or.jp/en/research/research\\_data/muipre.pdf](http://www.boj.or.jp/en/research/research_data/muipre.pdf)

## 編集・寄稿

**サイモン・コックス**  
Simon Cox  
マネジングディレクター  
兼投資ストラテジスト  
BNY Mellon Investment  
Management Asia Pacific

## 寄稿

**W・チャールズ・クック**  
W. Charles Cook  
ポートフォリオストラテジスト  
The Boston Company  
Asset Management

**ゴーラフ・パタンカー**  
Gaurav Patankar  
マネジングディレクター兼ポート  
フォリオマネージャー  
The Boston Company  
Asset Management

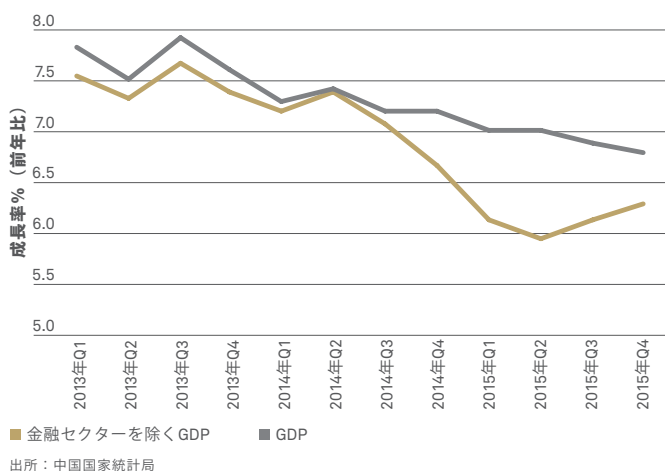
**鹿島美由紀**  
日本株式運用本部長  
BNYメロン・アセット・  
マネジメント・ジャパン株式会社



# 中国

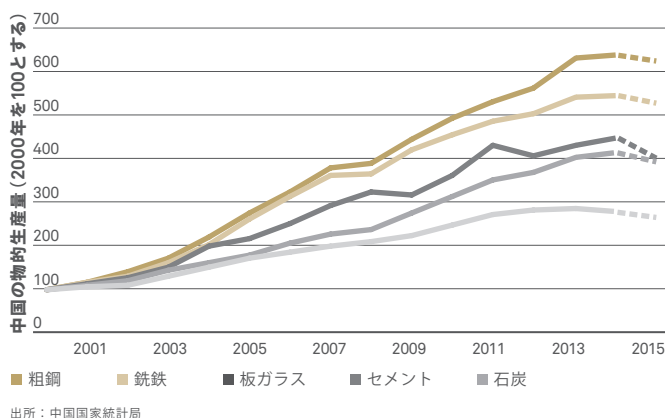
中国経済の解釈は、ここ数四半期にわたり通常よりも難しくなっているとBNY Mellon Investment Management Asia Pacificのマネジングディレクター兼投資ストラテジスト、サイモン・コックスは見ています。2015年の中国株のバブル崩壊は、株式市場以外の経済の不透明感を強める形となり、また国家予算の数字を見ても、中国の財政スタンスの明確な変化が不明瞭になりました。地方政府の借入を統制しようという中央政府の取り組みにより2015年上半期には大幅な財政緊縮が実施されましたが、これは後に緩和されました。中国経済は、金融セクターを除いては期待通りの反応を見せました。つまり、上半期に急速に減速し、下半期に勢いを取り戻すというものです。しかし、株式市場の大幅な反発によって金融サービスの売上が上半期に増加し下半期には減速した結果、この経済成長の流れは見えづらくなってしまいました(図参照)。

## 中国のGDP (金融セクターの有無別)



コックスは財政緩和が2016年も継続され、金融以外の経済には必要となる十分な刺激策が与えられると見込んでいます。全体的なGDP成長率は昨年を上回ることはないと思われますが、株式取引に集中した刺激策とはならないことから、成長の加速を感じられるようになる見通しです。これは、新興国市場の中でも特に中国経済動向と強く結びついた市場を覆う暗雲の一部を取り除くことにつながると見込んでいます。

## 過剰設備のピーク



需要が高まる際には、過剰設備の縮小が伴います。中央政府の鉱山、工場、製錬所の閉鎖の約束は、必ずしも説得力のあるものではありませんでした。しかし近年の動向を見ていると、中国政府が国有産業において異例とも言うべき水準の痛みを許容する意志があるように思われます。公式な統計によると、2015年9月の国有企業による生産は前年比で1.4%減少し、過去最悪の月を経験しました<sup>2</sup>。中国における粗鋼、セメント、板ガラス、原炭、鉄鉄の生産はいずれも前年は減少しており、中国が「過剰設備のピーク」に近づいている可能性を示唆しています。中国の毅然とした過剰設備抑制の努力は中国の鉱業・金属セクターにとって痛みを伴うものとなるものの、苦境に立たされている海外競合勢にとっては若干の安心材料になる可能性があると考えられます。コックスは結論づけています。

# 米国

米国経済はリセッションの懸念が高まっているものの、2015年下半年期と比べると2016年の成長の方が速くなるとThe Boston Company Asset Management (TBCAM)のポートフォリオストラテジスト、W・チャールズ・クックは見込んでいます。選挙年を迎え、高速道路や防衛の支出を増やすというの超党派合意があったお陰もあり、財政政策は緩和の方向に向かっています。原油価格の下落はエネルギー企業にとっては直接的な痛手となっていますが、やがては消費支出の増加という結果に結びつくと思われるかもしれません。クックは「この国の経済には、まだ実感されていない刺激がたくさんあります」と話しています。

クックの米国経済回復に対する自信は、言い換えると長期的な米国株式市場の見通しが明るいということです。増益率が5~7%で配当利回りが横ばいであることから、1桁台後半のトータルリターンが可能であるとクックは指摘しています。市場価格が全体として妥当であるか否かは別にして、その中のバリュエーションには大きなばらつきが見受けられ、寛容な評価を受けている業種(公益事業など)もあれば<sup>3</sup>、過去平均値を大きく下回っている業種(金融など)もあります<sup>4</sup>。

クックは公益事業(このチームのポートフォリオ内ではウエイトがゼロ)のような過度に割高でディフェンシブな業種よりも、景気に敏感で値ごろ感のある業種を選好しています。同チームは資本財セクターを全体的にアンダーウエイトとしていますが、このセクターの中では防衛支出の拡大や米国における資本支出の増加の恩恵を受けられる企業を選好しています。

金融引き締めは緩やかなものに留まるとはいえ、力強い経済成長は、将来的にはある程度の利上げを招くと思われます。金利の上昇は、これまで「債券の代用」とされ、利回りに飢えた投資家に気前の良い配当と予想可能で安定的なリターンを提供してきた公益事業やREITといった業種の打撃になるとクックは主張しています。一方で金利の上昇は、バランスシートがしっかりとしているにもかかわらず現在は簿価を大きく下回る株価で取引されている金融セクターの下支えになると思われます。

<sup>2</sup> 1999年以降の統計

<sup>3</sup> Fundstratの調べでは、公益事業セクターの株価収益率は現在、長期平均を大きく上回っている。

<sup>4</sup> Empirical Research Partners Analysisによると、金融セクターの企業の株価純資産倍率は長期平均を大幅に下回っている。

# インド

米国とは対照的に、インドでは原油価格下落に伴うマクロ経済におけるメリットは直接的かつ大きく、インフレと経常赤字の改善に驚くべき速さで貢献しています。ただし、インドのマクロ経済安定は驚くほど速かったものの、構造改革の遅さにはいら立ちを隠しきれません。

TBCAMのポートフォリオマネージャー、ゴース・パタンカーは改革に対する期待が高すぎたと考えています。その視点では、ナレンドラ・モディ政権はインドの難しい政局運営の中でも非常に素早い対応を見せています。また電力省、鉄道省、陸運・国道省の各大臣は、政治的知性と強い運営能力を正しく組み合わせています。モディ政権は鉄道業の各方面で海外直接投資の上限引き上げに成功し、道路整備に対しても多くの投資を集めました。他にも、インド国内の配電会社の不良債権を処理しながらその再発を防止するために有効な計画も導入しています。

しかし、残念ながらインド政府は国内公営銀行(PSB)をてこ入れするための抜本的計画はまだ出しておらず、この計画実施に必要な財源確保もまだ十分に進んでいません。財務省はPSBの本格的資本増強の前にまず改革の実施を望んでいるかもしれませんが、インドにはそこまで長く待つだけの余裕がないとの見方をパタンカーは示しています。モディ氏が2019年の再選を望むのであれば、2018年にはインド経済に力強い成長をもたらす必要があります。そのためには2017年までに資本流入を増やすための信用力が必要となり、その為にはPSBのてこ入れを今年実施する必要があると思われる。

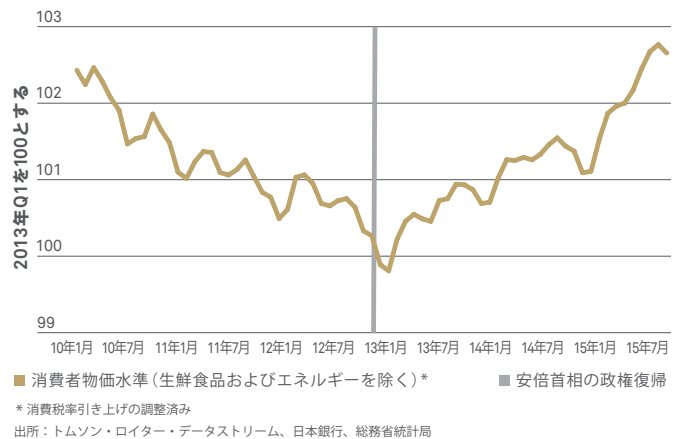
政府が今年直面するもう一つの大きな課題は、大幅に遅れている物品・サービス税(GST)の法案成立です。これは従来の州毎に異なっていた間接税の複雑な仕組みに替わるもので、成長の大きな起爆剤になるものと考えられています。この税金は、本質的には政治工作により遅延しているものの2016年には成立する見通しで、パタンカーは「モディ首相はこの税制度成立の為に多額の政治的資本をつぎ込んでおり、今さらこれをやめるわけにはいかない状況である」と言及しています。

新興市場については悲観的な見方が広まっているものの、インドは外国人投資家の間で引き続き比較的高い支持を得ています。パタンカーは「他の経済大国で、中期的に7~8%の実質成長率を望むことのできる国はない」と述べています。現在5年平均を大幅に上回っているインドの実績PERは、今後若干低下する可能性があります。しかし企業収益について、政府支出の拡大、安定的なインフレ、「ボトルネック解消」の初期効果の恩恵を受けて回復するとも予想しています。そして、インドの経済成長と構造改革に対する見通しは良好であると考えています。「市場は企業業績について、それがあたかも素晴らしいかのように株価に織り込まれているが、それは、その他の市場がひどい状態にあるからである」とも述べています。

# 日本

日本銀行によるマイナス金利という新機軸の導入は、断固としてデフレとの闘いに勝利する決意を見せています。物価上昇は日銀の掲げる2%の目標を大きく下回ったものの、これは原油価格の急落が原因のひとつとなっています。日本銀行の推奨のとおり消費者物価指数構成品目からエネルギーと生鮮食品を除くと、物価は明らかに下げ止まっており、アベノミクス開始以後、方向転換しています(図参照)。

## 日本の消費者物価



労働組合を抱える日本の大手企業による賃上げは、緩やかなものとなりました。しかしこれらの企業における賃金設定は、ある意味で常に市況から保護されてきたとBNY Mellon・アセット・マネジメント・ジャパン株式会社の日本株式運用本部長、鹿島美由紀は指摘しています。

これよりも、賃金圧力に関しては非正規雇用の賃金が敏感なバロメーターになるかもしれません。非正規雇用の人材採用を行うリクルートジョブズによると、非正規雇用の時給は2012年12月に安倍首相が政権に戻って以降、8.4%上昇しています。

同じ期間、名目GDPは今世紀に入って最大の成長を遂げ、2015年第3四半期時点で500兆円(年率換算)に達しました。これを600兆円に引き上げることが、現在の公式目標となっています。鹿島は「政府がこのような目標を掲げているということは、仮に成長が予想を下回ってしまった場合は政策による対応が期待できることとなります。2017年の消費税引き上げが延期される可能性は十分にあり」と述べています。

名目GDPのこの異例の急成長は、結果として企業業績の改善をもたらすはずですが、鹿島は「名目GDPが2~3%程度で成長するというベースシナリオであれば、業績見通しはまあまあ良好であると言えます」としています。また、2009年以降の企業業績の回復は株式市場に織り込まれずに終わってしまったとも話しています。そして足下の下落を受けて、「現在の市場と潜在的な先行きとの間にはまだかなり大きな格差が存在しています」と述べています。

## 結論

本書でご紹介したBNY Mellon Investment Managementの各方面からの意見をまとめると、今年の世界経済の成長については慎重ながら楽観的な見通しとすることができます。仮に前述の4大経済圏が本書の寄稿者が示すと通りの回復を実際に示した場合、世界経済は多くの投資家が現在恐れていると思われるような同時的な景気減速やリセッションを回避するものと思われる。これが現実となれば、今年株式投資家にとって年初よりも高い地点でのゴールになると考えられます。



白書のダウンロード  
bnymellon.com/G4

## IMPORTANT NOTICE

BNY Mellon Investment Management is an investment management organization, encompassing BNY Mellon's affiliated investment management firms, wealth management organization and global distribution companies. BNY Mellon is the corporate brand of The Bank of New York Mellon Corporation and may also be used as a generic term to reference the Corporation as a whole or its various subsidiaries generally.

Products and services may be provided under various brand names and in various countries by subsidiaries, affiliates, and joint ventures of The Bank of New York Mellon Corporation where authorized and regulated as required within each jurisdiction, and may include The Bank of New York Mellon, a banking corporation organized and existing pursuant to the laws of the State of New York (member FDIC) and a wholly owned subsidiary of The Bank of New York Mellon Corporation.

This document is issued by BNY Mellon Investment Management and its various subsidiaries and affiliates (refer Issuing entities below), and distributed by it in conjunction with The Bank of New York Mellon and its subsidiaries and affiliates who have various branches and representative offices in the Asia-Pacific Region which are subject to regulation by the relevant local regulator in that jurisdiction. The opinions, which are subject to change, are those of the authors and do not represent the views of BNY Mellon or any of its affiliates. Details about the extent of The Bank of New York Mellon's regulation and applicable regulators in the Asia-Pacific Region are available from us on request. Not all products and services are offered at all locations.

This information is not investment advice, though may be deemed a financial promotion in non-U.S. jurisdictions. Accordingly, where used or distributed in any non-U.S. jurisdiction, the information provided is for Professional Clients only. This information is not for onward distribution to, or to be relied upon by Retail Clients.

For marketing purposes only. Any statements and opinions expressed are as at the date of publication, are subject to change as economic and market conditions dictate, and do not necessarily represent the views of BNY Mellon or any of its affiliates. The information has been provided as a general market commentary only and does not constitute legal, tax, accounting, other professional counsel or investment advice, is not predictive of future performance, and should not be construed as an offer to sell or a solicitation to buy any security or make an offer where otherwise unlawful. The information has been provided without taking into account the investment objective, financial situation or needs of any particular person. BNY Mellon and its affiliates are not responsible for any subsequent investment advice given based on the information supplied. This is not investment research or a research recommendation for regulatory purposes as it does not constitute substantive research or analysis. To the extent that these materials contain statements about future performance, such statements are forward looking and are subject to a number of risks and uncertainties. Information and opinions presented have been obtained or derived from sources which BNY Mellon believed to be reliable, but BNY Mellon makes no representation to its accuracy and completeness. BNY Mellon accepts no liability for loss arising from use of this material. If nothing is indicated to the contrary, all figures are unaudited.

Any indication of past performance is not a guide to future performance. The value of investments can fall as well as rise, so investors may get back less than originally invested.

Not for distribution to, or use by, any person or entity in any jurisdiction or country in which such distribution or use would be contrary to local law or regulation. This information may not be distributed or used for the purpose of offers or solicitations in any jurisdiction or in any circumstances in which such offers or solicitations are unlawful or not authorized, or where there would be, by virtue of such distribution, new or additional registration requirements. Persons into whose possession this information comes are required to inform themselves about and to observe any restrictions that apply to the distribution of this information in their jurisdiction. **The investment products and services mentioned here are not insured by the FDIC (or any other state or federal agency), are not deposits of or guaranteed by any bank, and may lose value.**

This information should not be published in hard copy, electronic form, via the web or in any other medium accessible to the public, unless authorized by BNY Mellon Investment Management.

### Issuing entities

This information is approved for Global distribution and is issued in the following jurisdictions by the named local entities or divisions: Europe, Middle East, Africa and Latin America (excl. Switzerland, Brazil, Dubai): BNY Mellon Investment Management EMEA Limited, BNY Mellon Centre, 160 Queen Victoria Street, London EC4V 4LA.

Registered in England No. 1118580. Authorised and regulated by the Financial Conduct Authority. • Switzerland: Issued by BNY Mellon Investments Switzerland GmbH, Talacker 29, CH-8001 Zürich, Switzerland. Authorised and regulated by the FINMA. • Dubai, United Arab Emirates: Dubai branch of The Bank of New York Mellon, which is regulated by the Dubai Financial Services Authority. This material is intended for Professional Clients only and no other person should act upon it. • Singapore: BNY Mellon Investment Management Singapore Pte. Limited Co. Reg. 201230427E. Regulated by the Monetary Authority of Singapore. • Hong Kong: BNY Mellon Investment Management Hong Kong Limited. Regulated by the Hong Kong Securities and Futures Commission. • Japan: BNY Mellon Asset Management Japan Limited. BNY Mellon Asset Management Japan Limited is a Financial Instruments Business Operator with license no 406 (Kinsho) at the Commissioner of Kanto Local Finance Bureau and is a Member of the Investment Trusts Association, Japan and Japan Securities Investment Advisers Association. • Australia: BNY Mellon Investment Management Australia Ltd (ABN 56 102 482 815, AFS License No. 227865). Authorized and regulated by the Australian Securities & Investments Commission. • United States: BNY Mellon Investment Management. • Canada: Securities are offered through BNY Mellon Asset Management Canada Ltd., registered as a Portfolio Manager and Exempt Market Dealer in all provinces and territories of Canada, and as an Investment Fund Manager and Commodity Trading Manager in Ontario. • Brazil: this document is issued by ARX Investimentos Ltda., Av. Borges de Medeiros, 633, 4th floor, Rio de Janeiro, RJ, Brazil, CEP 22430-041. Authorized and regulated by the Brazilian Securities and Exchange Commission (CVM).

The issuing entities above are BNY Mellon entities ultimately owned by The Bank of New York Mellon Corporation

### BNY Mellon Company information

BNY Mellon Investment Management EMEA Limited ("BNYMIM EMEA") is the distributor of the capabilities of its investment managers in Europe, Middle East, Africa and Latin America. Investment managers are appointed by BNYMIM EMEA or affiliated fund operating companies to undertake portfolio management services in respect of the products and services provided by BNYMIM EMEA or the fund operating companies. These products and services are governed by bilateral contracts entered into by BNYMIM EMEA and its clients or by the Prospectus and associated documents related to the funds.

BNY Mellon Cash Investment Strategies is a division of The Dreyfus Corporation. • Insight Investment Management Limited does not offer services in the U.S. This information does not constitute an offer to sell, or a solicitation of an offer to purchase, any of the firms' services or funds to any U.S. investor, or where otherwise unlawful. • BNY Mellon owns 90% of The Boston Company Asset Management, LLC and the remainder is owned by employees of the firm. • The Newton Group ("Newton") is comprised of the following affiliated companies: Newton Investment Management Limited, Newton Capital Management Limited (NCM Ltd), Newton Capital Management LLC (NCM LLC), NCM LLC personnel are supervised persons of NCM Ltd and NCM LLC does not provide investment advice, all of which is conducted by NCM Ltd. Only NCM LLC and NCM Ltd offer services in the U.S. • BNY Mellon owns a 20% interest in Siguler Guff & Company, LP and certain related entities (including Siguler Guff Advisers LLC).

Issued as at 11 Feb 2016 GA27 11 Aug 2016 (6M).

©2016 The Bank of New York Mellon Corporation.



BNY MELLON