

THE G4:

回復・改革への期待

2015年5月

投資専門家向け資料



エグゼクティブ・サマリー

近年の景気変動は一段落し、今後は緩やかな経済成長にとどまるだろうという声がよく聞かれます。金融・財政危機による混乱こそないものの、世界経済にはあまり期待を持つことができないということのようです。国際通貨基金(IMF)のクリスティヌ・ラガルド専務理事は、これからの世界経済は飛躍的に成長することのない安定的な「新たな低成長」に陥ってしまうリスクがあると警告しています。ハーバード大学のラリー・サマーズ氏も、中国やインド経済が急成長したとしても、先進国経済の需要低迷は続いていくだろうと懸念を示しています。世界経済の見通しは、まだ脅威というレベルではないものの、期待外れなものになるだろうと考えられています。

しかし、この控え目な見解は過去数年間にわたり実際に起きた出来ごとを一部見過ごしていることも事実です。特に、世界の経済大国の中でも日本、米国、中国、インドは現在回復または改革の真最中であるか、あるいはこれら両方が同時に進行しています。20年余り世界市場の傍観者となってきた日本にも小泉政権以来の安定政権¹が戻り、また中央銀行もデフレ脱却の決意をもって、この時を待ちわびていた人々を二度も驚かせました。財政問題が回避された米国でも、ITバブル以来となる速いペースでの雇用創出が進んだことから²、失業率が驚くべき速さで低下しています。中国の習近平国家主席は前国家主席よりも迅速にその権力基盤を固め、痛みを伴う反腐敗運動を毅然と進める一方で、自身の個人的な権威を賭けて経済改革³にも取り組んでいます。インドでは、2014年に行われた総選挙でナレンドラ・モディ氏が30年ぶりとなる単独過半数獲得により勝利し、国家経済の勢い回復を約束しています。

¹ 2012年12月に政権奪還を果たして以来、安倍晋三氏の在任期間はすでにそれまでの6名の元総理(自身の第1次内閣での在任期間も含む)よりも長くなっている。また、2018年12月まで衆議院総選挙を行う必要がない。この次回総選挙まで在任すれば、佐藤栄作(在任期間1964~1972年)に次ぐ在任期間の長い日本の総理大臣となる。

² 労働統計局によると、米国の非農業部門雇用者数は2015年2月末までの12カ月間で322.7万人増え、1年間の増加数としては2000年5月以来最大を記録した。

³ <http://www.hoover.org/sites/default/files/uploads/documents/CLM43BN.pdf>

著者

サイモン・コックス
Simon Cox

マネージング・
ダイレクター兼投資ストラテジスト

BNY Mellon・インベストメント・
マネジメント、アジア・パシフィック



以上の出来事が同時に起こるのはたぐい稀なことです。米国が持続力ある経済回復を見せる一方で、アジアの三大「ビッグ・パワー」もそろって、力ある政権のもと経済改革を断行しています。このように各地域のスターが足並みをそろえることはめったにないことなのです。

結果として、4つの経済大国が共に低迷期を脱し、概ね同時期に経済的繁栄が始まる可能性が高まってきました。端的に言うと、まさにこのシナリオこそが、今後一連の『ホワイトペーパー』において私たちが検証する内容となります。

「繁栄」とは、具体的に何を意味するのでしょうか？当社シナリオでは、2010年代後半の日本の平均成長率が年約2%、米国が約3%、中国が約7%、インドが約8%までに回復することを前提としています。これは楽観的なシナリオではありますが、決して非現実的な理想郷ではありません。また場合によっては、無分別にならぬよう逆の立場をとるよう配慮していきます。

もしこのシナリオが現実となれば、その後が起こることが重大な意味を持つてくるでしょう。購買力平価(PPP)で測定した場合、中国、米国、インド、そして日本は世界の4大経済大国ということになり、世界のGDPの45%を占めます⁴。世界のエネルギー消費でも各国は同様の割合を占めており、また昨年の世界経済成長に対する貢献は全体の半分を優に超えます。当社ではこの4カ国をG4と呼んでいます。

G4 シリーズ

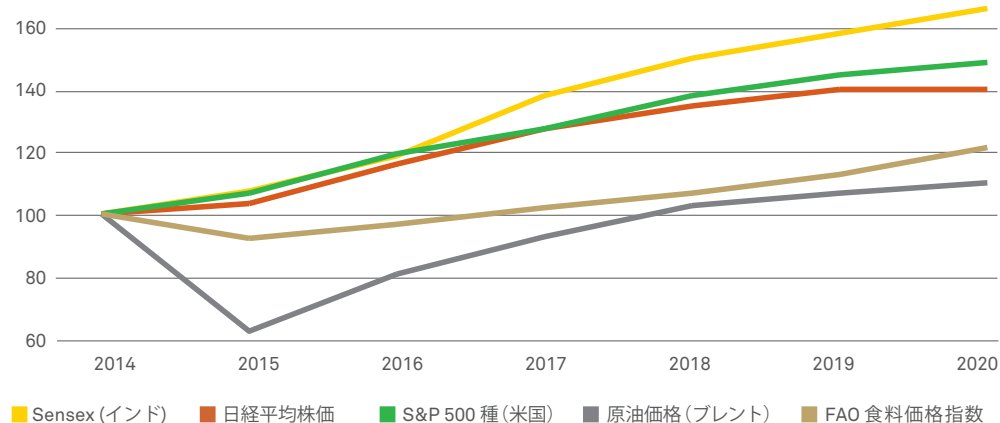
当社の『ホワイトペーパー』シリーズではG4経済がなぜ繁栄するのか、その通りになった場合にどのようなことが起こるのかを検証していきます。今後、各ペーパーで検証する内容は次の通りです。

- G4 経済成長の「供給側」要因：当社シナリオで描かれている成長率を維持するために必要となる、生産性の改善、労働力の流動化、資本の蓄積について
- G4 経済の同時的成長から生まれることが想定される投資機会について
- 個性的な4つの力が同地域で同時に影響力を持つことの地政学的意義について

第1回目となるこの度のホワイトペーパー『回復・改革への期待』では、今後の経済成長に関する当社のシナリオと他機関の予想や潜在GDPの公式予測とを比較しています。また、エコノミスト・インテリジェンス・ユニット(EIU)がこれら4つの経済大国の相互の影響、他世界各国への影響、商品先物価格および株式市場への影響をシミュレーションした結果についても報告しています。

このシミュレーションによると、上記影響は極めて大きいと考えられます。楽観的なシナリオによる試算では、2020年のGDPは4大経済圏の総額で10兆米ドル超(物価変動および為替変動を一定とした場合)の増加となる見通しとなっています。EIUのグローバル経済モデルによると、これら4大経済大国以外の国々による8兆米ドルも加わる公算となっています。これらをすべて合算した経済成長は、原油価格を3年間で100ドルまで回復させ、世界の食糧価格を2015年3月の水準より40%以上引き上げるだけの力を有します。また、2020年までに日経平均株価を2万4,400円まで、インドSENSEX指数を4万5,000ポイントまで、米国S&P500種は3,000ポイントまで押し上げるのに寄与すると考えられます。

G4 シナリオ：原油価格、食料価格、株価



縦軸：株式市場は、2014年末時点の値を100とする。商品先物価格は2014年の平均値を100とする。

数値：株式市場の場合は2020年までの年末予想値、商品先物市場の場合は2020年までの予想平均価格を指す。

出所：BNYメロンの想定に基づくEIUのシミュレーション

商品先物価格および株価 ⁵	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
原油価格(ブレント)	79.6	110.9	112	108.9	98.9	62.2	80	92.2	101.5	105.3	108.6
FAO食料価格指数	188	229.9	213.3	209.8	201.8	186.5	195.3	205.8	215.9	227.6	244.6
インド SENSEX	20509	15455	19427	21171	27499	29578	32564	37818	41133	43338	45495
日経平均株価	10229	8455	10395	16291	17451	18104	20229	22156	23520	24359	24416
米 S&P 500 種	1258	1258	1426	1848	2059	2203	2452	2624	2834	2974	3060

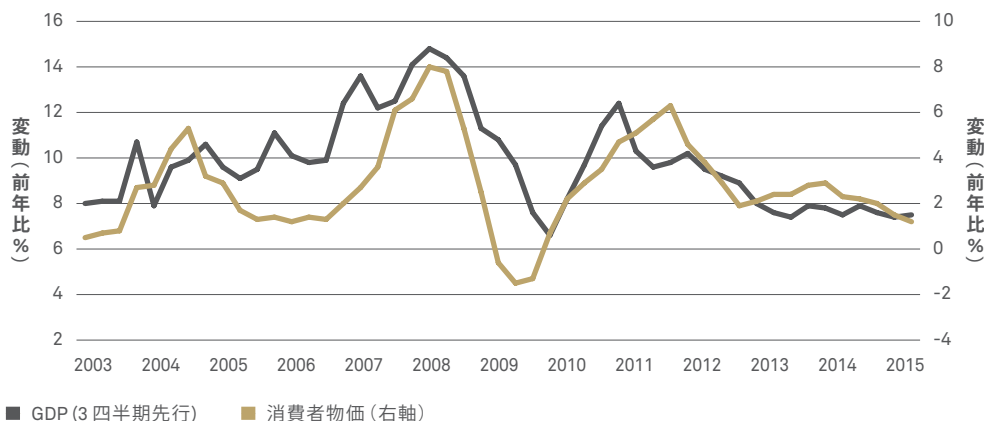
出所: BNYメロンの想定に基づくEIUのシミュレーション

G4シナリオはどれくらいの現実性を持っているか?

当社では、近年の景気の弱含みによってG4経済が「中だるみ」の状態にあると考えています。これら各国のGDPは本来の力を十分発揮できておらず、インフレ圧力を生むことなく成長を遂げる余地が大きく残されていると考えられます。例えば、米国の実際のGDPとその潜在GDPの差を見ると、過去7年間にわたるその累計額は5.3兆米ドル⁶にのぼります。さらに米国の2014年の延べ労働時間は、完全雇用状態と比較して63万8,000年分少ない計算となるのです。

日本にも成長の余地が大きく残されており、その実態は公表値が示すよりも大きいものと考えられます。過去の実績に基づけば、日本のGDPは物価上昇率を2%の目標まで押し上げるために必要とされる内閣府発表の推定値を大幅に上回っているはずですが、また中国も、政府が想定している物価上昇率の公式な天井である3%を超えることなく、現在の成長率を大幅に上回るペースで成長する力を秘めていることは明白です(下図参照)。

中国の成長とインフレ



出所: BNYメロン; Thomson Reuters Datastream

当社では、G4経済圏のいずれにも成長余地があると見ています。また今後数年以内には、この未到達の経済成長が現実のものとなる可能性があると考えています。中国とインドには利下げや預金準備率の引き下げを通じた政策による需要回復の余地がまだあるほか、中国の場合には財政面による景気刺激策も残されています。日本の金融緩和は2014年4月の増税までに消費支出の回復に一定の成果をあげ、また現時点で次の増税まで2年の猶予が与えられています。米国の場合は政府支出と雇用の縮小に歯止めがかかり、需要回復もすでに十分な強さを見せていることから、FRBも利上げを視野に入れはじめています。

当社シナリオが実現するためには、これら4つの経済大国がIMFなどの現在の予想を上回る実績をあげなければなりません。しかし当社のシナリオ(日本を除く)は、実は数年前にIMFなどが予見していたものから変わっていません。専門家の予測では、最近の景気後退が新たなトレンドを織り込んでいるとの見方から、ここ数年の間に基準が引き下げられてきています。G4が私たちのシナリオ通りの速度で成長するかどうかについては確信を持って言うことはできません。言えることは「その可能性はある」ということです。4大経済大国の回復・改革への期待を持って臨んでいきたいと考えています。

⁴ 当社の試算では、インドのGDPは実勢為替レートで算出すると世界で第9位となる。ただし今年の世界経済成長への寄与度としては第3位(IMFによる)であり、同じく当社試算では購買力平価(PPP)で測定した経済力ではすでに第3位となっている。

⁵ BNYメロンの想定に基づくEIUのシミュレーション。EIUは、中国の株式市場の成長への影響については意図的にシミュレーションを行わないこととしており、その理由を「中国の経済ファンダメンタルズと現地株価の動きの間に信頼できる連動性がないから」としている。

⁶ 連邦議会予算事務局の潜在GDP予測と、商務省経済分析局発表の実際のGDP値に基づきBNYメロンが算出。

⁷ 労働統計局によると、米国の政府部門雇用者数は2014年1月に金融危機後の底を打った。経済分析局によると、政府の消費および投資の最終支出は、2015年第1四半期までの1年間で0.8%増加した。

BNYメロンは、バンク・オブ・ニューヨーク・メロン・コーポレーションのコーポレート・ブランドであり、会社全体またはその傘下のさまざまな子会社を指す総称として利用されることがあります。商品およびサービスはバンク・オブ・ニューヨーク・メロン・コーポレーションの子会社、関連会社およびジョイントベンチャーによって、それぞれの国で必要な認可を受け、規制に従って、さまざまな国でさまざまなブランド名の下で提供される場合があります。これには、ニューヨーク州の法律に準拠して組織された銀行(連邦預金保険公社(FDIC)のメンバー)であり、英国においてはその英国支店(One Canada Square, London E14 5AL, England)を通じて業務を行うバンク・オブ・ニューヨーク・メロン(One Wall Street, New York, New York 10286)が含まれる場合があります。イングランドおよびウェールズで登録(FC005522およびBR000818)を受け、英国の金融サービス機構(FSA)の認可と規制を受けています。すべての商品およびサービスがすべての拠点で提供されているわけではありません。本文書の金額表示はすべて米ドル建てです。

本文書に含まれる内容は、一般的な情報の提供および参考を目的としており、法務、税務、会計、投資、金融またはその他の専門的アドバイスを提供することを意図したものではありません。本文書および本文書に含まれる記述は、記載されている商品(金融商品を含む)またはサービスに関する売買のオファーまたは勧誘ではなく、そのように解釈されるべきではありません。本文書は配布または利用が現地の法規に反する国における人物または組織に対する配布または利用を意図していません。また、オファーまたは勧誘が違法であるか認められない国、あるいは配布のために新規または追加的な登録が必要となる国において、オファーまたは勧誘の目的での本文書の配布または利用は認められません。本文書を入手する人物はそれぞれの国において本文書の配布に適用される規制について情報を収集し、当該規制を遵守することを求められます。サービスの継続的な改善およびセキュリティの観点から、通話をモニターおよび/または録音する場合があります。

商標およびロゴはそれぞれの所有者に帰属します。

日本のお客様へ

本書に記載されているすべてのサービスは、バンク・オブ・ニューヨーク・メロン・コーポレーションおよびその子会社、関連会社、関係会社および第三者のプロバイダーが提供しています。本書は一般的な情報として、参考目的でのみ作成されたものであり、投資アドバイスではありません。本書は、本書の配布または使用が現地の法または規制に違反することになる法域または国における個人または法人への配布、それらの個人または法人による使用を意図するものではありません。

バンクオブニューヨークメロン証券株式会社はバンク・オブ・ニューヨーク・メロン・コーポレーションの100%子会社です。

第一種金融商品取引業者、登録番号:関東財務局長(金商)第147号、日本証券業協会会員。

ニューヨークメロン銀行東京支店は日本で銀行業務(送金、貿易金融、外国為替)を行っています。

BNYメロン・アセット・マネジメント・ジャパン株式会社は金融商品取引法に定められた金融商品取引業者です。(登録番号:関東財務局長(金商)第406号)。また一般社団法人投資信託協会と一般社団法人日本投資顧問業協会にも加入しています。

BNYメロン・アセット・マネジメント・ジャパン株式会社はバンク・オブ・ニューヨーク・メロン・コーポレーションの子会社であり、投資運用サービスを主力業務としています。

ニューヨークメロン信託銀行は日本に設立された信託銀行で、法人顧客向けの受託サービスを主業務としています。登録金融機関(登録番号:関東財務局長(登金)第607号)。

Issued as at 5 May 2015 GA12 5 Nov 2015 (6M)

©2015 The Bank of New York Mellon Corporation.



BNY MELLON