



BNY MELLON  
ASSET MANAGEMENT

## Market Insights



### Impact from Recent Market Turmoil: A Macroeconomic Outlook

By Jonathan Xiong, CFA  
Managing Director, Global Investment  
Strategist, Global Asset Allocation  
Mellon Capital Management  
Corporation

Mellon Capital's greatest concern, he says, is focused on Europe's sovereign debt problems, pointing out that a full-fledged financial crisis in Europe could alter their current forecasts for the U.S.

#### エグゼクティブ・サマリー

8月に起きた市場の混乱の主な要因は、スタンダード・アンド・プアーズが米国の長期信用格付けを引き下げたことよりむしろ、欧米のマクロ経済環境の悪化であったと弊社は考えています。弊社独自の成長モデルによれば、米国の国内総生産（GDP）成長率は鈍化する見通しですが、今後12ヶ月以内に成長率がマイナスに転じる可能性は低いとみています。本稿ではまた、米国以外の経済成長や、株式および信用市場の見通しについて考察します。欧州が全面的な金融危機に陥った場合、米国経済見通しの修正を迫られる可能性があるため、欧州のソブリン債務問題が最大の焦点になると弊社は考えます。

これまでは決して考えられなかった米国のソブリン格付け引き下げや、景気回復の鈍化、米議会を舞台にした政治家の瀬戸際戦術、欧州債務危機の拡大が重なり、8月初めの金融市場の混乱へとつながりました。スタンダード・アンド・プアーズが米国の長期格付け引き下げに至るまでの数週間の経緯や、その直後に起きた市場の混乱は、2008年の金融危機の記憶を呼び起こし、高リスク資産間の相関が急速に高まりました。「リスクがない」はずの資産が格下げされる可能性が出てきたにもかかわらず、ソブリン債価格は急上昇したほか、資本市場の緊張が極度に高まる兆しが現れると、「まず売って、その後で考える」という動きが広がりました。そうした市場環境の中、弊社は特にマクロ経済の見通しに焦点を当て、不透明感の強い最近の経済情勢や資本市場の動向についての見通しを明らかにすべく注力しています。米国の格下げに関する詳細については、最近のレポートをご覧ください。

#### マクロ経済見通し

最近の市場のボラティリティは、債務上限の引き上げを巡る米議会の迷走や米国の格下げよりも、経済ファンダメンタルズの悪化が大きな要因となっていると弊社は考えます。図表1と2は、サプライ・マネジメント協会（ISM）製造業景況感指数と、弊社独自のグローバル景気先行指標（世界経済の拡大・縮小を判断する指標）の動きを示しています。そのどちらを見ても、債務上限をめぐる議論や格下げのかなり前から景気減速が始まっていたことが分かります。

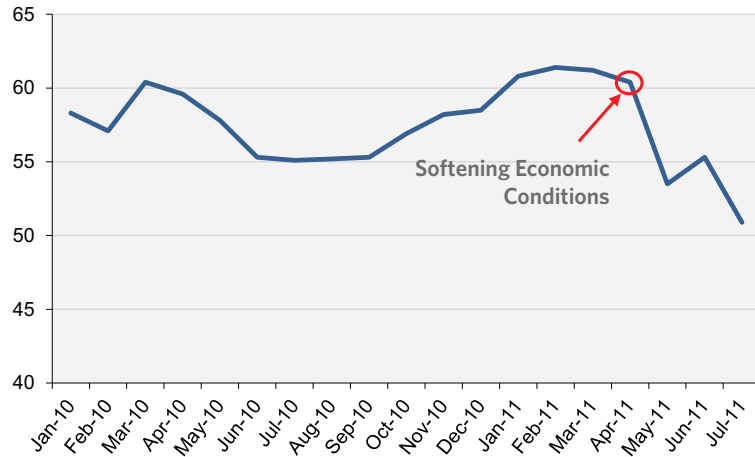
 MELLON CAPITAL®  
MANAGEMENT

1 Lowell J. Bennett, "Understanding and Responding to the Debt Ceiling Debate," Mellon Capital Corporation, August 2011, <http://us.bnymellon.com/core/>

August 2011

**Exhibit 1: ISM Manufacturing Survey Index  
January 2010 to July 2011**

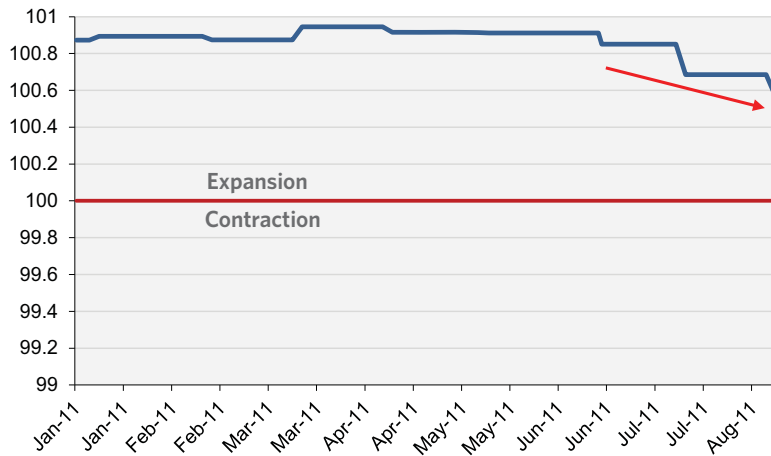
Data Source: Bloomberg



**Exhibit 2: Global Leading  
Economic Indicators  
January 2011 to August 2011**

Data Source: Mellon Capital

A Leading Economic Indicator of less than 100 would reflect contraction according to our models.

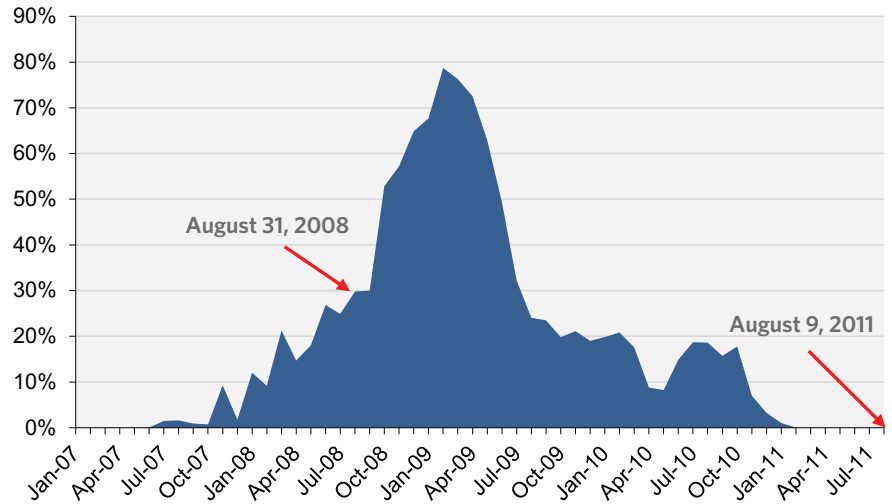


しかしながら、米国における政治的混乱や格下げは、経済見通しのさらなる悪化を招きました。7月から始まった政治的混乱により、事態の展開を見極めようと多くの企業が事業活動を手控えたことが、景気の圧迫要因となりました。米国の債務上限引き上げ問題は8月2日に決着しましたが、それに伴う緊縮財政政策は政府支出の削減につながるため、今後景気に悪影響を与える可能性があります。世界大恐慌時と同様、景気が下降している局面で財政均衡を目指そうとすれば、経済成長が圧迫される恐れがあるからです。1兆5,000億ドルに上る追加的な財政赤字削減策を策定するため議会に特別委員会が設立されたことも、企業や消費者の不透明感を一段と高めることになりそうです。

弊社独自のマクロ経済モデルに基づけば、米国の成長率は6月の3.1%から、今後12ヶ月の間に2.0%に低下する見込みです。成長率が0%-1%のレンジまで落ち込む確率も8%あります。弊社が見通しを引き下げた主な理由は、経済が停滞している中で政策を巡る不透明感が強まれば、ファンダメンタルズに悪影響を及ぼすと考えるためです。一方、米国経済が今後12ヶ月の間にマイナス成長に陥る可能性が0%であることは明らかな材料です。これは、リーマン・ブラザーズ破綻前にマイナス成長となる確率が30%に達した2008年8月とは大きく異なります。詳しくは、以下の図表3をご覧ください。

**Exhibit 3: Probability Forecast of Negative U.S. GDP Growth 12 Months Forward January 2007 to August 2011**

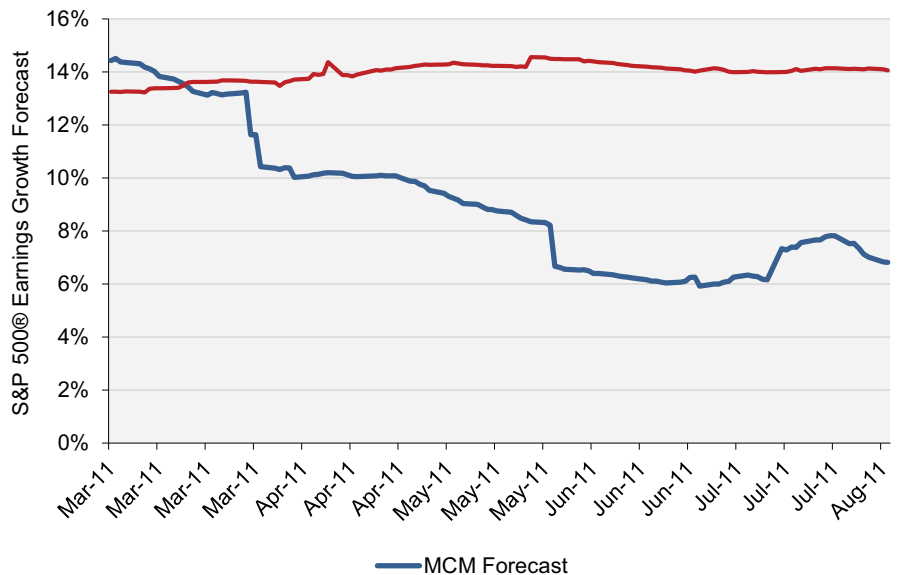
Data Source: Mellon Capital



マクロ経済見通しの悪化に伴い、米国の企業収益も影響を受けるでしょう。弊社は今後12ヶ月におけるS&P 500® 指数構成企業の収益成長率を約6.8%と見込んでいますが、これはコンセンサス予想の14.1%を大幅に下回る水準です。図表4から分かるように、マクロ経済環境が悪化した結果、2011年3月以降、弊社独自の企業利益予測モデルに基づく収益成長見通しは、コンセンサス予測を下回り続けています。弊社の収益成長見通しはコンセンサス予想の半分程度に過ぎませんが、たとえ米国のGDP成長率が0%になったとしても、企業の収益成長率がマイナスになることはないと考えています（図表5参照）。S&P 500指数を構成する企業の多くは米国以外で多額の収益を上げており、力強い成長が見込まれる新興国でも積極的に事業を展開しています。

**Exhibit 4: S&P 500® Earnings Growth Forecast 12 Months Forward March 2011 to August 2011**

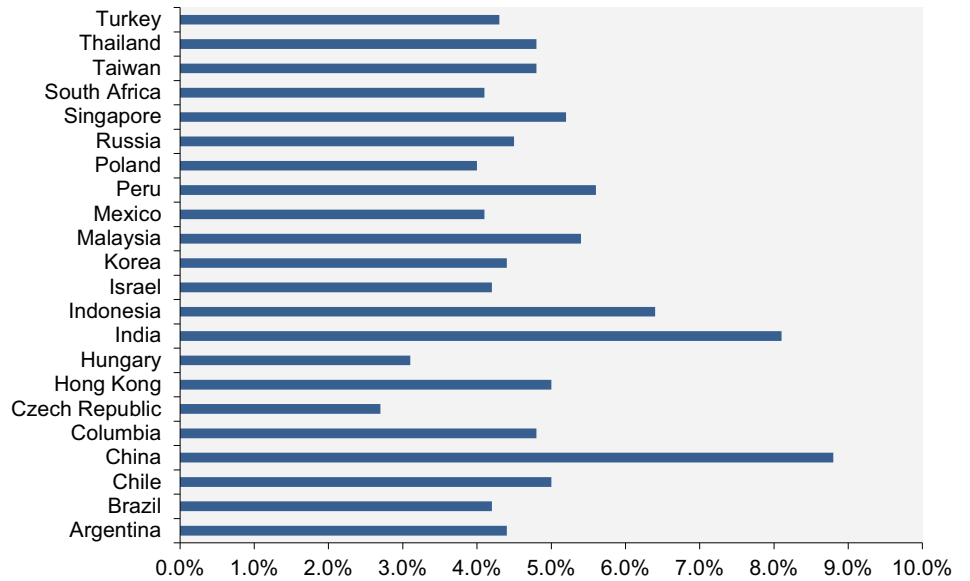
Data Source: IBES, Thomson Reuters Datastream, Mellon Capital



**Exhibit 5: Emerging Economies' GDP Growth Forecast 12 Months Forward**

As of August 10, 2011

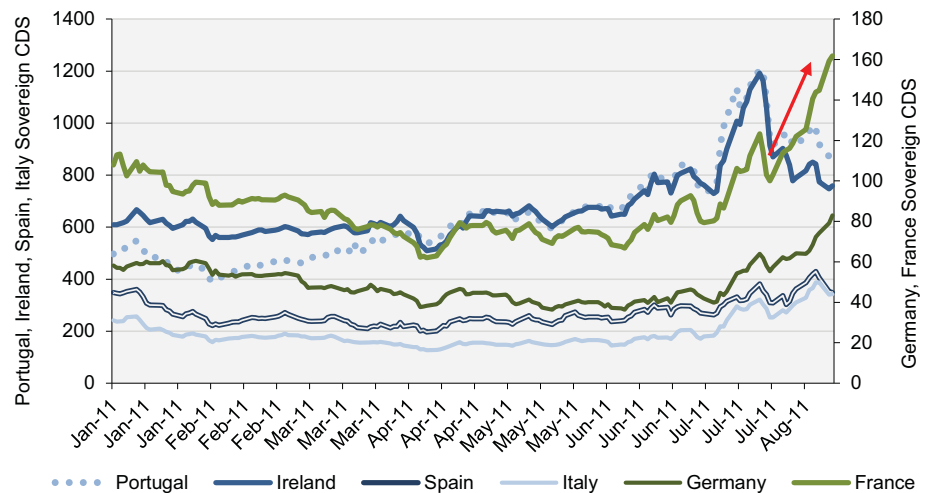
Data Source: Consensus Economics



大西洋を挟んだ欧州も、米国より悪いとは言わないまでも、同じような経済環境に置かれています。米国の格付けが引き下げられる中、欧州連合（EU）は周縁国からイタリアやスペインなど比較的経済規模の大きい国まで波及している債務問題を封じ込めようと、懸命の努力を続けています。イタリアとスペインのクレジット・デフォルト・スワップ（CDS）は、6月以降、著しく拡大しました。力強いドイツ経済がユーロ圏を支える中、投資家は他のユーロ圏諸国のソブリン債からドイツ国債に資金をシフトしています。ユーロ圏のソブリン債務危機は、米国の格付け引き下げや財政赤字削減策に比べ、はるかに深刻かつ複雑な構造的な問題です。欧州中央銀行（ECB）や国際通貨基金（IMF）、EUによる努力にもかかわらず、投資家の悲観的見方は薄れておらず、EUの基本的な構造が問われています。それ以上に気がかりなのは、懸念の対象がフランスおよび同国の銀行の健全性にまで広がってきていることです。図表6が示すように、フランスのCDSスプレッドは最近、100bpから160bpまで拡大しました。一方、最近まで急激に拡大していたポルトガルやアイルランド、スペイン、イタリアのスプレッドは縮小に向かっています。

**Exhibit 6: Eurozone Sovereign CDS Spreads**

Data Source: Bloomberg



ECBが最近になってイタリアとスペインの国債買い入れに乗り出したことで、短期的な不透明感が薄れた模様です。しかし、2010年のギリシャの時と同様、債券買い入れが欧州のソブリン債務危機に対する長期的な解決策になるとは考えられません。EU首脳陣がすでに1年近くに渡りギリシャ問題に取り組んできたにもかかわらず、債務問題はほとんど解決されていません。市場はそのことを認識しており、EUに対して長期的な解決策を求める圧力が高まるでしょう。ECBとEUが財政支援と引き換えにポルトガル、アイルランド、ギリシャ、スペイン、イタリアに求めた緊縮策は、欧州の成長見通しを押し下げる要因となりそうです。もっとも、その予想はすでに概ね織り込まれている模様です。最も懸念すべき問題は未だ長期的な解決策が講じられていないことであり、そうなれば不透明感を長引かせ、いずれは一部の欧州周縁国がソブリン債務の再編を強いられることになるでしょう。

## 結論

米国と欧州のマクロ経済環境は、米国の債務上限問題や格下げのかなり前から悪化していました。政策に関する不透明感により、経済ファンダメンタルズがさらに悪化したと考えます。米経済の減速は欧州の債務危機ほど深刻な問題ではなく、米国が今後12ヶ月の間にマイナス成長に陥る可能性はほとんど、あるいは全くないと考えています。しかしながら、最近になってフランスやフランスの銀行まで波及したユーロ圏の経済環境の悪化は、いずれ金融市場を大混乱に陥れる恐れがあります。ECB、IMF、EUは、債務問題を抱えた国々の緊縮財政策がソブリン債務に対する圧力を和らげることを期待し、目先の対処療法に追われているだけで、長期的な解決策は見つけられずにいます。欧州の債務問題が全面的な金融危機に発展すれば、米国の経済見通しも修正を迫られる可能性があります。

## Index Definitions

The S&P 500 Index consists of 500 stocks chosen for market size, liquidity and industry group representation. It is a market-value-weighted index (stock price times number of shares outstanding), with each stock's weight in the index proportionate to its value. The index is one of the most widely used benchmarks of U.S. equity performance.

The index is a trademark of the foregoing licensor and is used herein solely for comparative purposes. The foregoing index licensor does not sponsor, endorse, sell or promote the investment strategies or products mentioned in this paper, and makes no representation regarding the advisability of investing in the products or strategies described herein.



**Jonathan Xiong, CFA**

Managing Director, Global Investment Strategist, Global Asset Allocation  
Mellon Capital Management Corporation (“Mellon Capital”)

Jonathan is a senior investment member of the Global Asset Allocation team specializing in equities, fixed income, currencies, and commodities. He is actively involved in the refinement and implementation of current strategies and the development of new strategies, providing asset allocation knowledge, expertise and experience to the investment process. Jonathan has over 13 years of investment experience, with 10 years at Mellon Capital within the Asset Allocation team. Prior to joining Mellon Capital, Jonathan performed portfolio and security analysis at an investment management firm specialized in managing Taft-Hartley Pension assets.

Jonathan received his M.B.A. from the University of Chicago. He also holds the Chartered Financial Analyst designation.

BNY Mellon Asset Management is one of the world's leading asset management organizations, encompassing BNY Mellon's affiliated investment management firms and global distribution companies. BNY Mellon is the corporate brand of The Bank of New York Mellon Corporation. • The statements and opinions expressed in this document are those of the authors as of the date of the article, are subject to change as economic and market conditions dictate, and do not necessarily represent the views of BNY Mellon, BNY Mellon Asset Management International or any of their respective affiliates. This document is of general nature, does not constitute legal, tax 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 Asset Management International Limited and its affiliates are not responsible for any subsequent investment advice given based on the information supplied.

Past performance is not a guide to future performance. The value of investments and the income from them is not guaranteed and can fall as well as rise due to stock market and currency movements. When you sell your investment you may get back less than you originally invested. • While the information in this document is not intended to be investment advice, it may be deemed a financial promotion in non-U.S. jurisdictions. Accordingly, where this document is used or distributed in any non-U.S. jurisdiction, the information provided is for use by professional investors only and not for onward distribution to, or to be relied upon by, retail investors. • Products or services described in this document are provided by BNY Mellon, its subsidiaries, affiliates or related companies and may be provided in various countries by one or more of these companies where authorized and regulated as required within each jurisdiction. This document 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 document comes are required to inform themselves about and to observe any restrictions that apply to the distribution of this document 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 document 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 Asset Management International Limited.

In **Australia**, this document is issued by BNY Mellon Asset Management Australia Limited (ABN 56 102 482 815, AFS License No. 227865) located at Level 6, 7 Macquarie Place, Sydney, NSW 2000. Authorized and regulated by the Australian Securities & Investments Commission. • In **Brazil**, this document is issued by BNY Mellon Serviços Financeiros DTVM S.A., Av. Presidente Wilson, 231, 11th floor, Rio de Janeiro, RJ, Brazil, CEP 20030-905. BNY Mellon Serviços Financeiros DTVM S.A. is a Financial Institution, duly authorized by the Brazilian Central Bank to provide securities distribution and by the Brazilian Securities and Exchange Commission (CVM) to provide securities portfolio managing services under Declaratory Act No. 4.620, issued on December 19, 1997. • Investment vehicles may be offered and sold in **Canada** through BNY Mellon Asset Management Canada Ltd., a Portfolio Manager, Exempt Market Dealer and Investment Fund Manager. • In **Dubai, United Arab Emirates**, this document is issued by the Dubai branch of The Bank of New York Mellon, which is regulated by the Dubai Financial Services Authority. • In **Germany**, this document is issued by WestLB Mellon Asset Management Kapitalanlagegesellschaft mbH, which is regulated by the Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht. WestLB Mellon Asset Management Holdings Limited is a 50:50 joint venture between BNY Mellon and WestLB AG. WestLB Mellon Asset Management Kapitalanlagegesellschaft mbH is a wholly owned subsidiary of this joint venture. • If this document is used or distributed in **Hong Kong**, it is issued by BNY Mellon Asset Management Hong Kong Limited, whose business address is Level 14, Three Pacific Place, 1 Queen's Road East, Hong Kong. BNY Mellon Asset Management Hong Kong Limited is regulated by the Hong Kong Securities and Futures Commission for Type 1 (dealing in securities), Type 4 (advising on securities) and Type 9 (asset management) regulated activities, and its registered office is at 6th floor, Alexandra House, 18 Chater Road, Central, Hong Kong. • In **Japan**, this document is issued by BNY Mellon Asset Management Japan Limited, Marunouchi Trust Tower Main Building, 1-8-3 Marunouchi Chiyoda-ku, Tokyo 100-0005, Japan. 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. • In **Korea**, this document is issued by BNY Mellon AM Korea Limited for presentation to professional investors. BNY Mellon AM Korea Limited, 21/F Seoul Finance Center, 84 Taepyeongro 1-ga, Jung-gu, Seoul, Korea. Regulated by the Financial Supervisory Service. • In **Singapore**, this document is issued by The Bank of New York Mellon, Singapore Branch for presentation to professional investors. The Bank of New York Mellon, Singapore Branch, One Temasek Avenue, #02-01 Millenia Tower, Singapore 039192. Regulated by the Monetary Authority of Singapore. • This document is issued in the **UK** and in **mainland Europe** (excluding Germany), by BNY Mellon Asset Management International Limited, 160 Queen Victoria Street, London EC4V 4LA. Registered in England No. 1118580. Authorized and regulated by the Financial Services Authority. • This document is issued in the **United States** by BNY Mellon Asset Management.

BNY Mellon holds over 90% of the parent holding company of The Alcentra Group. The Group refers to these affiliated companies: Alcentra, Ltd and Alcentra NY, LLC. Only Alcentra NY, LLC offers services in the U.S. • Ankura Capital, BNY Mellon Western FMC, Insight Investment and WestLB Mellon Asset Management do not offer services in the U.S. This presentation 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 holds a 20% interest in Siguler Guff & Company, LP and certain related entities (including Siguler Guff Advisers LLC). • BNY Mellon Beta Management is a division of The Bank of New York Mellon, a wholly-owned banking subsidiary of BNY Mellon. • BNY Mellon Cash Investment Strategies is a division of The Dreyfus Corporation. • BNY Mellon Western Fund Management Company Limited is a joint venture between BNY Mellon (49%) and China based Western Securities Company Ltd. (51%). The firm does not offer services outside of the People's Republic of China. • BNY Mellon holds a 19.9% interest in The Hamon Investment Group Pte Limited, which is the parent company of Blackfriars Asset Management Limited and Hamon U.S. Investment Advisors Limited, through whom Hamon offers services in the U.S. • The Newton Group refers to the following group of companies: Newton Investment Management Limited, Newton Capital Management Limited, Newton International Investment Management Limited, Newton Capital Management LLC, and Newton Fund Managers (CI) Limited. Except for Newton Capital Management LLC and Newton Capital Management Limited, none of the other Newton companies offers services in the U.S. • BNY Mellon Asset Management International Limited and any other BNY Mellon entity mentioned above are all ultimately owned by BNY Mellon.



## BNY MELLON ASSET MANAGEMENT

The Alcentra Group  
Ankura Capital Pty Limited  
Blackfriars Asset Management Limited  
BNY Mellon ARX  
BNY Mellon Beta Management  
BNY Mellon Cash Investment Strategies  
BNY Mellon Western Fund Management  
Company Limited  
The Boston Company Asset Management, LLC  
The Dreyfus Corporation  
EACM Advisors LLC  
Hamon Investment Group  
Insight Investment  
Mellon Capital Management Corporation  
The Newton Group  
Pareto Investment Management Limited  
Siguler Guff & Company LP  
Standish Mellon Asset Management Company LLC  
Urdang Capital Management, Inc.  
Urdang Securities Management, Inc.  
Walter Scott & Partners Limited  
WestLB Mellon Asset Management

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〕 社団法人 投資信託協会  
社団法人 日本証券投資顧問業協会