

## ストラテジーブレティン Vol.21

アメリカは日本型デフレには陥らない  
～金利低下は吉兆である～

## Unusually uncertainの鍵は心理

再度悲観がまん延している。主因は株価下落による心理悪化にある。昨年大底からの株価回復(S&P500指数では80%上昇)後のテクニカルな調整が大幅であった。今のところ4/23の高値1217から7/2の安値1022まで16%低下し、値上がり分の1/3押しの形となっている。その結果、特に一般人の間で悲観が強まった。ウォールストリート・ジャーナル紙(7/16日)は、一年先の景況見通しに関して、エコノミスト(55人のアンケート)の間では64%が改善、9%景気悪化と楽観論が強いのにに対して、一般人に対する世論調査では33%が改善、23%が悪化と両者が拮抗していることを報告している。そうした中でのバーナンキFRB議長の議会証言でのUnusually uncertainとコメントは市場の悲観を増幅する形となり、直後の7/22の米国ダウ工業株指数は100ポイントの下落となった。ここはなぜ悲観が強いのか、なぜUnusually uncertainかをよく吟味する必要がある。

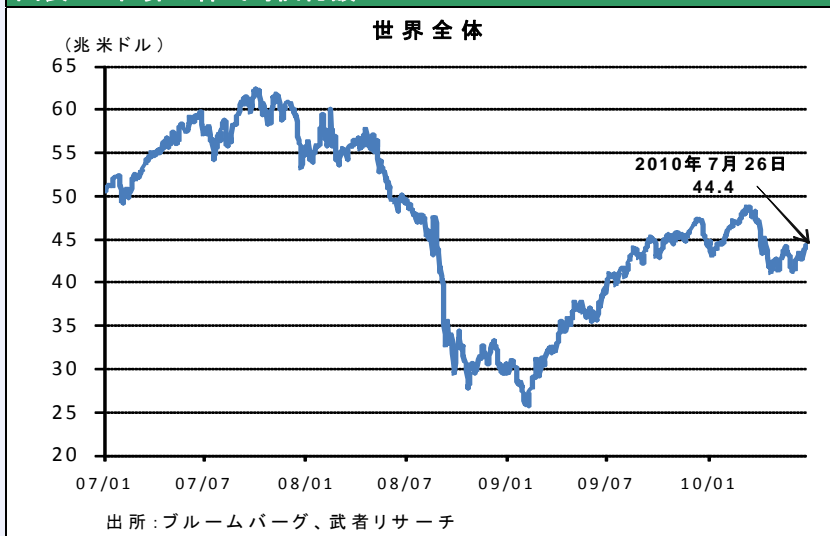
なぜUnusually uncertainか。①普通なら大幅に進展しているマイクロ調整が雇用など次のアクションに結び付くはずなのにそれがなかなか起きない、②リーマンショックのトラウマ、ギリシャ危機による株価下落、世界経済の不透明性により心理悪化が増幅されている、の2要因が考えられる。いずれも時が解決するもののように思われる。

株式会社武者リサーチ  
代表 武者 陵司

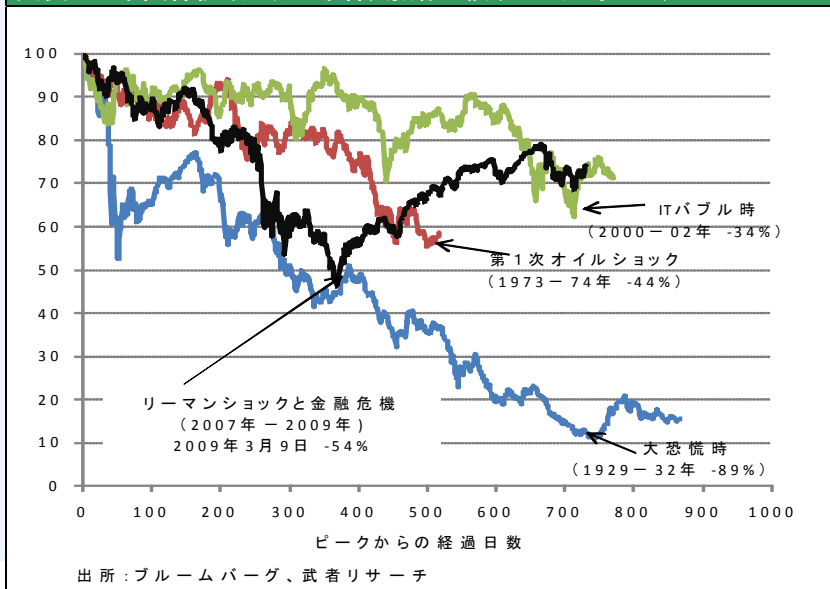
代表電話 (03) 5408-6818  
直通電話 (03) 5408-6821  
E-mail: [musha@musha.co.jp](mailto:musha@musha.co.jp)  
[www.musha.co.jp](http://www.musha.co.jp)

〒105-0021  
東京都港区東新橋 2-18-3  
ルネパルティエーレ汐留 901

図表1：世界の株式時価総額



図表2：米国株価(ダウ工業株)暴落比較(ピーク時=100)



米国経済は恐ろしくスリム、ファンダメンタルズに問題はない

専門家のエコノミストが強気であることからわかるように、ファンダメンタルズ面で大きな不安はない。企業も家計も住宅も調整は完了し贅肉は完全にそぎ落とされている。また経済のエンジンである企業利益は大きく回復し(図表3、4)企業は空前の資金余剰の状態にある。ただ雇用回復は依然低調で、故に消費回復も緩慢、在庫投資一巡後の経済成長は一時的に鈍化しているのである。また住宅取得減税の停止による住宅需要反動減が、景気対策終焉後の景気息切れの懸念を強めている。しかし景気回復の初期に雇用回復が停滞するのは珍しいことではない。図表5に見るように過去平均では雇用が増え始めるのは景気回復後9カ月たってからである。特に今回は①グローバル化、②インターネット革命により生産性が大きく上昇しており jobless recovery = productivity recovery が進行しているのである。

ここにきて株価下落⇒心理悪化⇒貯蓄率上昇⇒消費鈍化という傾向が現れているが、株価の下落が食い止められている限り、全く心配はいらないと言える。

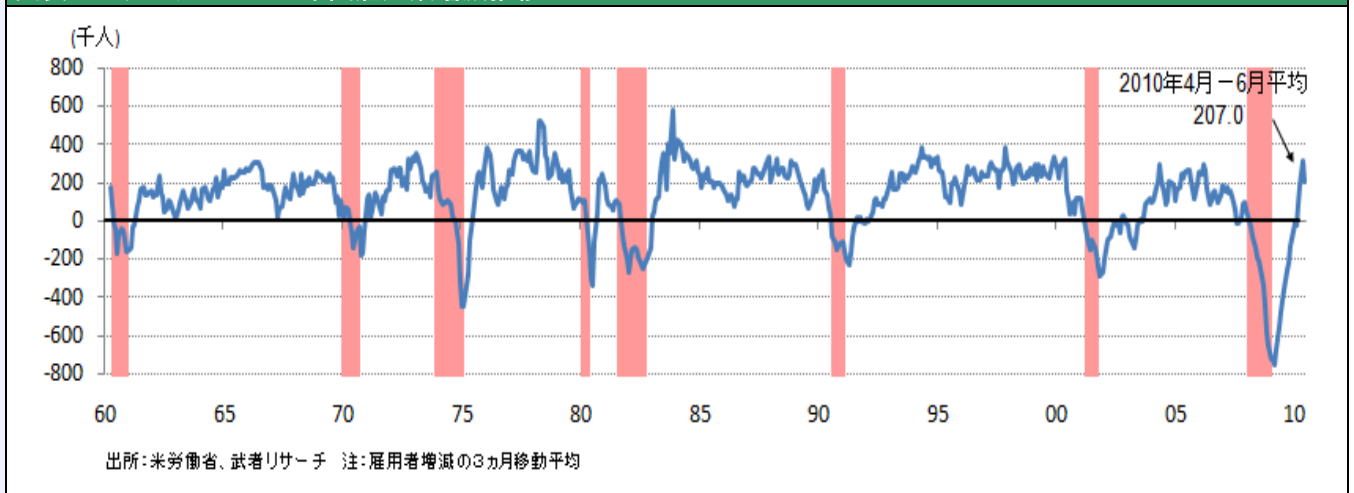
図表3：米国税引き後企業利益



図表4：米国企業税引き利益/GDP



図表5：リセッションと米国雇用数増減推移



## 2番底に陥るとしたらそれはもっぱら心理悪化→株価下落をもたらす政策ミス

株価下落の下での景気回復はあり得ない。唯一の懸念は政策の失敗により株価下落を招き、心理悪化の悪循環が始まることである。それは①当局の意思欠如、議会の妨害、②市場の拒否・金利上昇・ドル安、のいずれかによって起きるが、今はそのどちらも全く不安はない。バーナンキFRB議長は必要なら準備預金金利の引き下げ、資産購入の再開、低金利持続の意思表示などの追加策があることを表明した。大恐慌専門家のバーナンキ議長が、間接的に資産価格(特に株価)を念頭に置いていることは間違いないであろう。また悲観論者が何時も懸念するドル安・金利上昇など市場の反乱が起き追加対策が実施できない、などということとは全く起きていない。逆にドル高・金利低下の進行で市場は更なる政策行動とリスクテイクを求めていると解釈できる。

## 日本型デフレにアメリカが陥らない2要因

米国が日本型の長期デフレに陥らないと考えられる理由は、①日本のデフレは超円高の下での企業のコスト削減圧力が主因であったこと(投資ストラテジーの焦点287号参照)、②日本が陥った「金利裁定の喪失」に米国が陥らないこと、の二つによる。①は既にレポートしているので、②について触れる。

## 資産デフレを阻止するバーナンキ議長の決意

日本の失われた20年の間、長期金利が低下し続けたが、それは将来の経済停滞を際限なく予見し続けたと言う点で凶兆であった。しかし、これは経済合理性から考えれば、奇妙なことである。低金利はビジネスの資本コストを引き下げ投資活動を活発化する。また金融資産価格の理論値を引き上げ、リスクテイクを誘発する。その結果、経済は回復に向かうと言う、オートマチック・スタビライザーが作動するはずであるが、日本の場合にはそれが全く作動しなかった。それは資産デフレが永続するという間違っただトラウマが定着してしまったからである。日本の場合長期にわたって資産リターンの異常な格差が定着した。つまり金融市場の金利裁定機能が停止した。現在長期金利1%、配当利回り2%、株式益回り6%、不動産キャップレート7%と言う大きな格差が存在している。なぜ人々は高リターンの株や不動産を買わないのだろうか。それは株式を買って6%の表面リターンを得たところで5%以上値下がりがあればそれは帳消しになる、との読みが働いているからである。そして資産価格が恒常的に値下がりすると思込ませるに当たって、政策の誤りが大きく寄与してきた。バーナンキ議長はUnusually uncertainという強い言葉を使って、日本型資産デフレメンタリティーへの転落を阻止するとの強い決意を示したと考えられる。それは株式にとって大いなる朗報である。

## 米国株式はスイートスポット

米国が日本型のデフレを回避できるとすれば、現在は株式投資のスイートスポットと言える。図表6に見るように、米国株式はイールドカーブ(長短金利差)サイクルと密接に連動してきた。過去、短期金利が引き上げられ長短金利差が縮小する場面は株高、短期金利が低下し金利差が拡大する場面では株安局面、という対応関係があった。今はイールドカーブ(長短金利差)はピーク水準にあり、今後は長期金利の低下といずれ起きる短期金利の上昇によりイールドカーブはフラット化(金利差縮小)するものと見られる。それは力強い株高をもたらす金融環境と言える。

図表6：イールドカーブサイクルとSP500指数



著作権表示©2010 株式会社武者リサーチ

本書で言及されている意見、推定、見通しは、本書の日付時点における武者リサーチの判断に基づいたものです。本書中の情報は、武者リサーチにおいて信頼できると考える情報源に基づいて作成していますが、武者リサーチは本書中の情報・意見等の公正性、正確性、妥当性、完全性等を明示的にも、黙示的にも一切保証するものではありません。かかる情報・意見等に依拠したことにより生じる一切の損害について、武者リサーチは一切責任を負いません。本書中の分析・意見等は、その前提が変更された場合には、変更が必要となる性質を含んでいます。本書中の分析・意見等は、金融商品、クレジット、通貨レート、金利レート、その他市場・経済の動向について、表明・保証するものではありません。また、過去の業績が必ずしも将来の結果を示唆するものではありません。本書中の情報・意見等が、今後修正・変更されたとしても、武者リサーチは当該情報・意見等を改定する義務や、これを通知する義務を負うものではありません。貴社が本書中に記載された投資、財務、法律、税務、会計上の問題・リスク等を検討するに当たっては、貴社において取引の内容を確実に理解するための措置を講じ、別途貴社自身の専門家・アドバイザー等にご相談されることを強くお勧めいたします。本書は、武者リサーチからの金融商品・証券等の引受又は購入の申込又は勧誘を構成するものではなく、公式又は非公式な取引条件の確認を行うものではありません。本書および本書中の情報は秘密であり、武者リサーチの文書による事前の同意がない限り、その全部又は一部をコピーすることや、配布することはできません。