

ストラテジーブレティン Vol. 28

潮目の変化①

衰弱する「グローバル・デフレ・シナリオ」

大暴落→回復シナリオ→デフレシナリオ→再度回復シナリオへ!?

2009年3月の金融危機の大底から13カ月間、世界経済と世界株式はV字型の回復を見せた。しかし5月のギリシャ危機勃発以降、順調な回復シナリオは一旦棚上げされ、「グローバル・デフレ・シナリオ」の織り込みが市場のテーマとなってきた。①ギリシャ・ユーロ危機(ソブリン危機と言われているが実態は異なる)、②米国の二番底不安、③中国の不動産バブル破裂・景気減速、④金融規制強化などが、金融危機再燃=グローバル・デフレ・シナリオの根拠として喧伝された。株価は下落し、米・日・英・独など中核国の国債が買われ、長期金利が急低下した。条件反射的に、円高が進行した。これまでの「グローバル・デフレ・シナリオ」に染められた国際金融市場では cash is king ならぬ Yen is king だったのである。

過度のリスク回避が危険に

しかし enough is enough、過度のリスク回避がかえってリスクとなっている。①8月以降買われすぎた債券が売られ長期金利が急伸し始めた。②欧米株価は7月初めを底に回復基調、欧州株指数は4カ月ぶりの高値をとってきた。③米国社債のリスクプレミアムも7月以降低下、④日本国債金利は0.9%から1.2%へと上昇、など、市場の選好が変化している。市場のテーマは再度グローバル回復シナリオの織り込みへと転換していく可能性が強まったのではないか。日本株、日本円にも潮目の変化が出てくるかもしれない。

衰弱する「グローバル・デフレ・シナリオ」

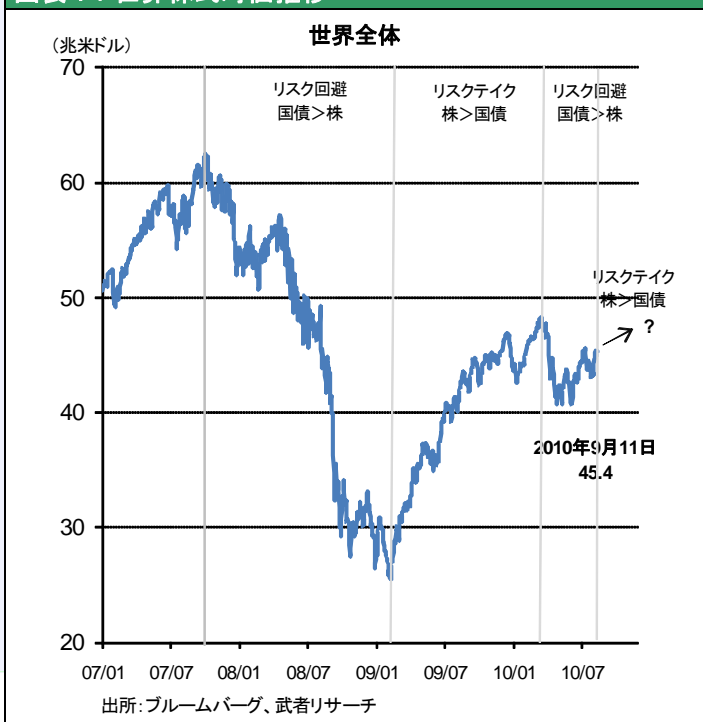
「サブプライム危機は終わっていない」と主張する悲観論者にとってはこんなはずではなかったはずである。サブプライム危機が勃発した2007年から2008年前半にかけては長期金利の低下が、事態悪化の前兆であった。長期金利の低下はクレジット・リスクプレミアムの上昇とともに進行し、やがて株式の暴落と、一段の景気悪化を引き起こした。今回も2007年と同様、執拗な長期金利の低下が進行している。しかし図表2に見るように前回と異なり、クレジット市場は全く動揺していない。むしろクレジット・リスクプレミアムは7月以降緩やかに低下している。株式は堅調であり、むしろ長期金利が反発する形成である。8月以降国際金融市場は、リスクテイク姿勢を強めていることがうかがわれる。

株式会社武者リサーチ
代表 武者 陵司

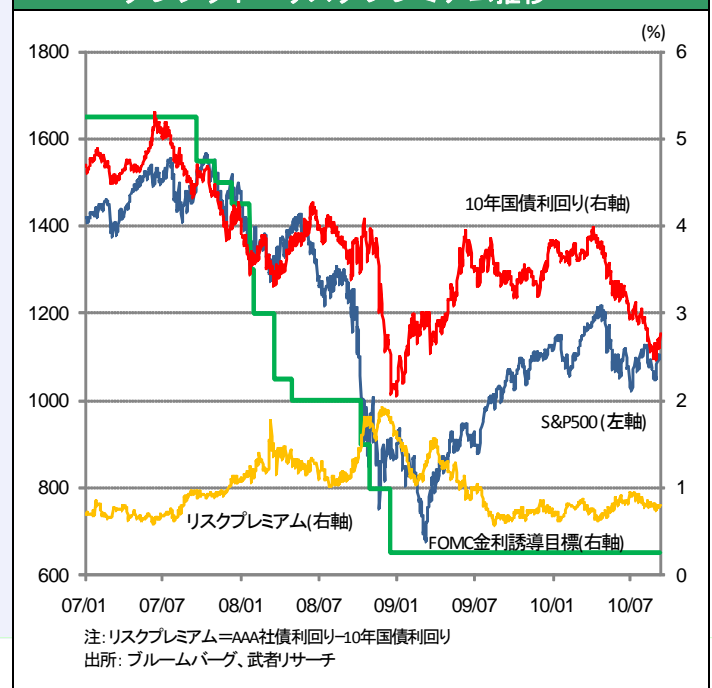
代表電話 (03) 5408-6818
直通電話 (03) 5408-6821
E-mail: musha@musha.co.jp
www.musha.co.jp

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

図表1：世界株式時価推移



図表2：危機勃発以降の米国株式・長短金利・クレジット・リスクプレミアム推移



分析の時計が止まってしまった悲観論

蒸し返される悲観論の特徴は「過去債務を積み上げバブルが崩壊した以上、将来は暗い」という宿命論に尽きる。例えばファイナンシャルタイムズ紙は、今人気の経済学者ラインハート夫妻による「最悪は過ぎたと考える楽観論者に警告する」というショッキングな論稿を掲載した(8/31)。過去75年間に起きた15の経済危機を分析し、過度の債務の積み上がりの結果起きた金融危機が、成長率の相当な低下、失業率の高止まり、資産価格の低迷に帰着することは避けられないと結論づける。性急な不況対策は事態を悪化させると説く。この議論に限らずほとんどの悲観論に共通しているのは、今回の危機の詳細な分析やその後の経済、市場変化の丹念な追跡の欠落である。彼らの分析時計は2008年初頭の債務の積み上がりでバブル崩壊で止まってしまっているのである。それは公正な態度とは言えない。債務が積み上がりバブルが崩壊し、深刻なリセッションに陥ったという一連の流れが共通しているからといって、過去の悲劇的な危機と同じ結末に陥る必然性はない。今回の不況には過去にはない大きな肯定的な特質もあるのである。

悲観論者が無視する今景気回復の特質

例えば、

- ①資産価格特にクレジット資産が大暴落した後鋭角回復した、金融機関のバランスシートはそれにより急回復した。それは過去の金融危機にはなかったことであり今回の危機が「マイナスのバブル」の形成によって深刻化したことを意味するが、それをどう考えるか、
- ②リセッションの最中に米国企業の労働生産性が大きく上昇し、労働分配率は過去最低に低下した、つまり大幅な失業率の上昇は金融危機の結果のみならず企業のビジネスモデル変革(インターネット革命やグローバル化に対応したもの)によってもたらされたことは疑いないが、それをどう考えるか、
- ③米国企業は空前の資本剰余(←堅調なキャッシュフローと設備投資急減による)状態にあり、デレバレッジ(債務返済)の必要などない状態である、リセッション中でのこの異常な金余りをどう考えるか、など。

これらの事実を説得的に説明している悲観論は皆無ではないか。当社は、第一にサブプライム、金融危機は国際証券市場の崩壊と蘇生と言う全く新たな危機形態であること、第二にグローバル化とインターネットによる生産性革命が危機の原因となっていること、の二点により、過去の危機パターンからの単純な類推は危険である、と考えている。

唯一の懸念は心理の悪化

これまでレポートしているように米国経済の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ほぼ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企業は空前の資金剰余の状態にある(図表3、4、5)。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氣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。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。ここに来て株価下落⇒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において、心配はいらぬ、と言える(図表6参照)。

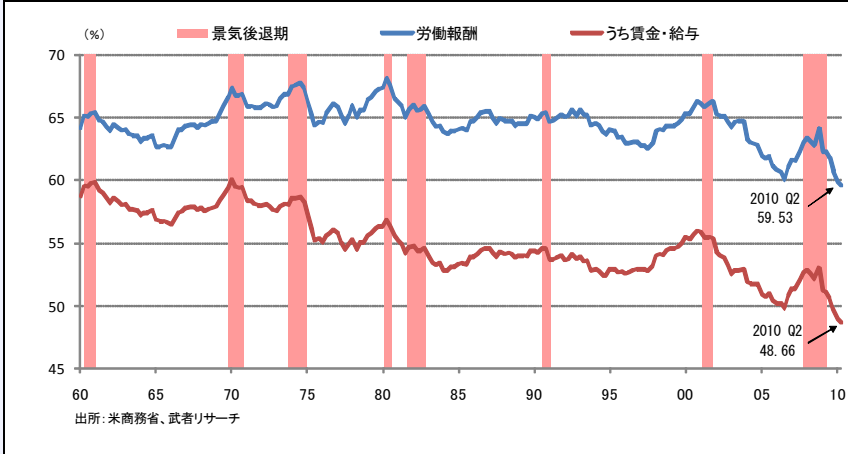
政策はほぼ万全、底割れなら即支援策発動

心理悪化を阻止するという点で、政策メニューが出そろった。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。大恐慌研究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おき追加対策が実施できない、などというこ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出動とリスクテイクを求めていると解釈できる

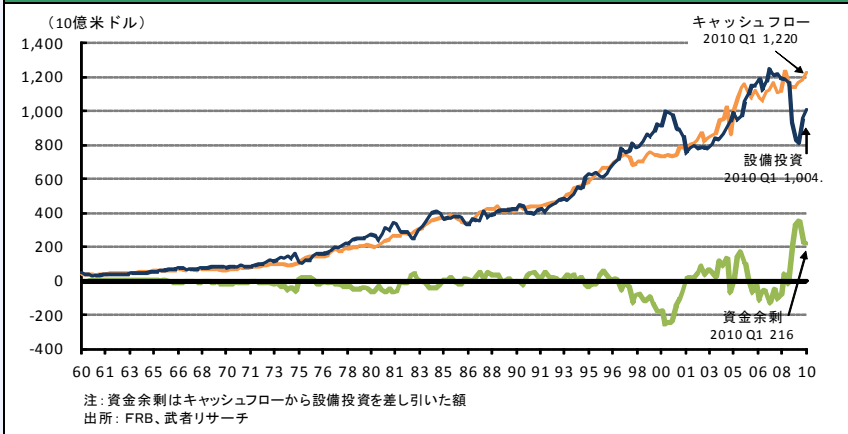
またオバマ政権は、①インフラ投資計画、②企業投資・研究開発減税、③ブッシュ減税の恒久化(年収25万ドル以下の世帯に限り)、などの景気刺激策を打ち出した。

今や米国経済が二番底に陥る、または日本型の長期デフレに陥る恐れは相当小さくなった、と結論づけられよう。であれば、過度のリスク回避は避けるべき投資態度と言うことになる。

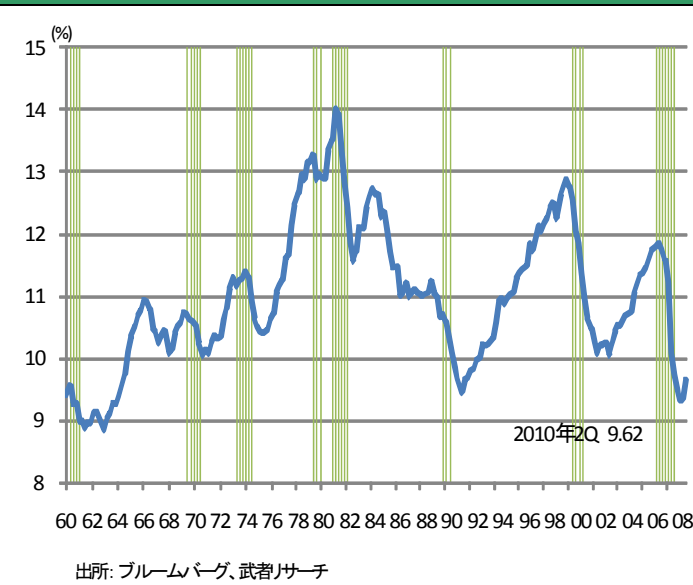
図表3：米国労働分配率と景気推移



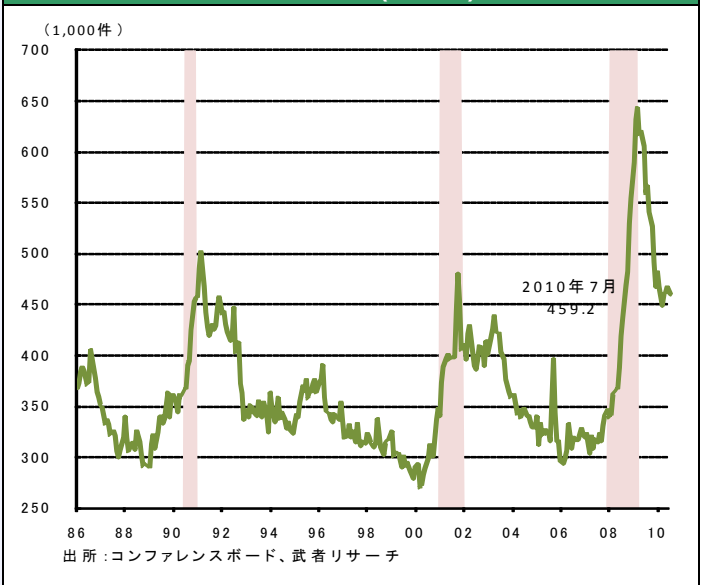
図表4：米国企業部門(非金融)のキャッシュフロー、設備投資、資金余剰の推移



図表5：米国設備投資循環(民間設備投資/GDP)



図表6：新規失業保険申請件数(月平均)



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、見直しは、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。