

ストラテジーブレティン (35号)

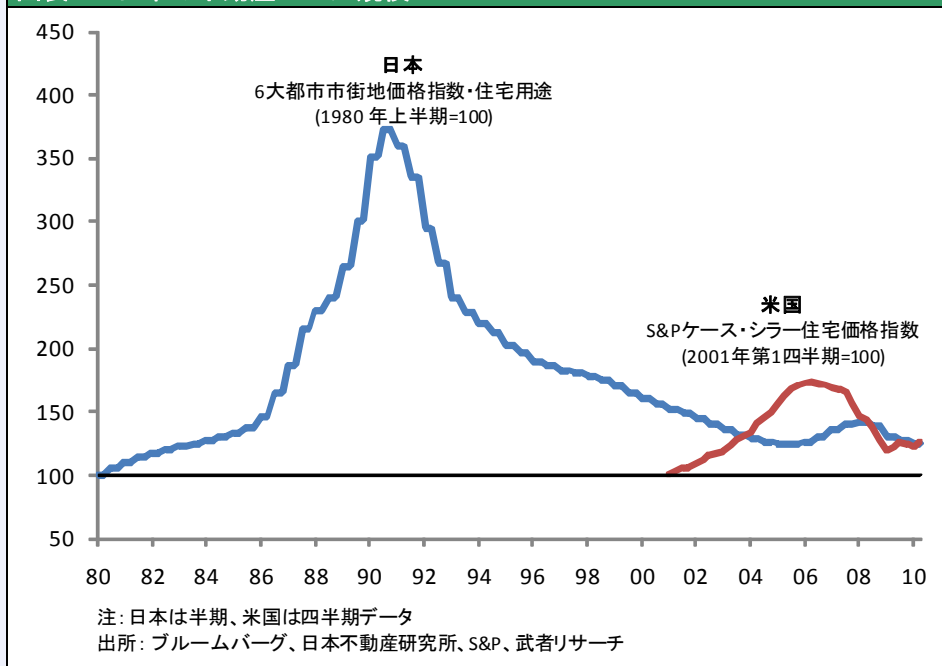
米国が日本型デフレに陥らない4つの理由

米国がデフレに陥るか否かが、投資判断をめぐる決定的な分岐点である。デフレ回避が確かであれば、市場はリスクテイクと Cash is King メンタリティーの放棄に向かっていくはずである。我々は以下の4点の事実により、日本と米国とは条件がまったく異なる、と主張する。いまこそ Cash is King を捨てるべきだ。それは円安にも通ずる。

(1) バブルの規模の決定的な差⇒富士山と丹沢山ほどの差

日本の不動産バブルは10年で4倍となり15年かかって底入れした。米国の住宅バブルは5年で1.7倍となり、3年で底入れした。しかも日本では同時に株式も5倍のバブル化が進行した。バブルの規模は、日米に極端な差がある。あたかも富士山と丹沢山程の極端な差がある。それは銀行部門の潜在的不良債権の規模にも同様の格差があるということを示唆する。

図表1：日米の不動産バブル規模



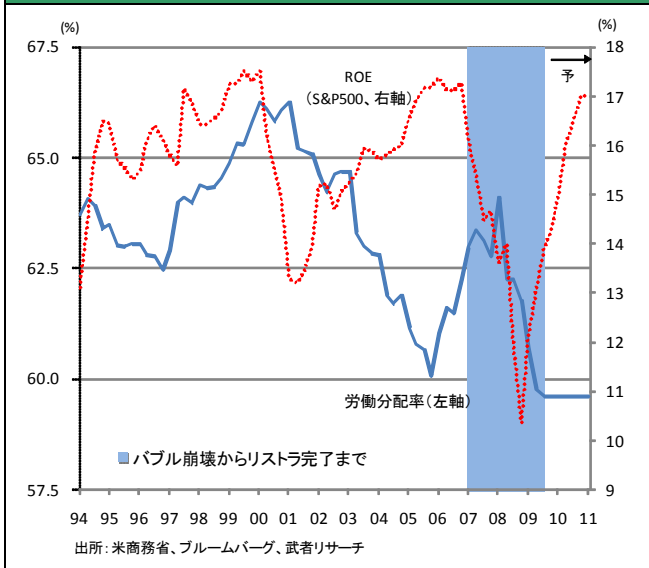
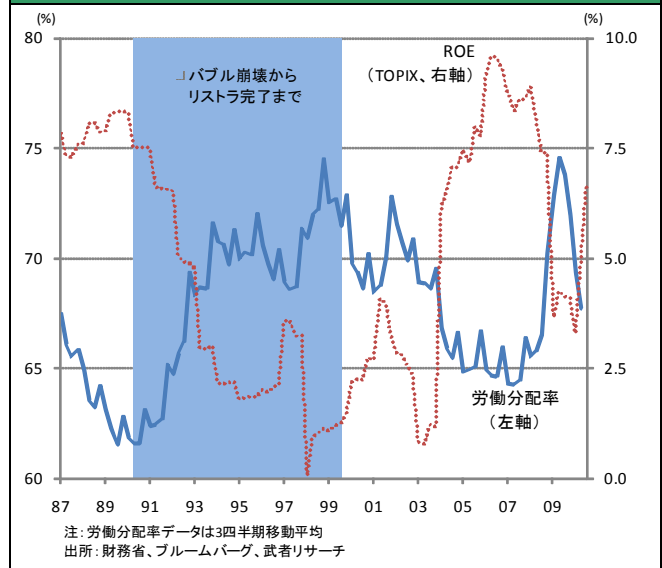
株式会社武者リサーチ
代表 武者 陵司

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
ルネパルティエーレ汐留 901

(2) 企業リストラと利益回復度合い⇒株式魅力度の決定的相違

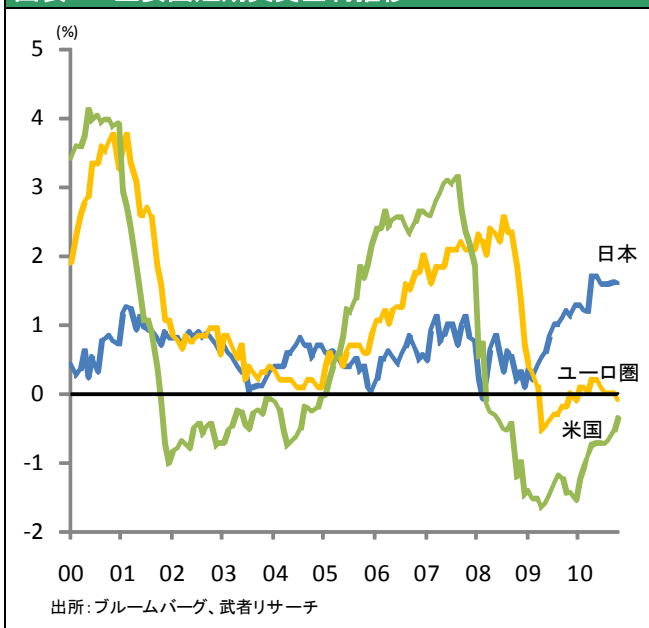
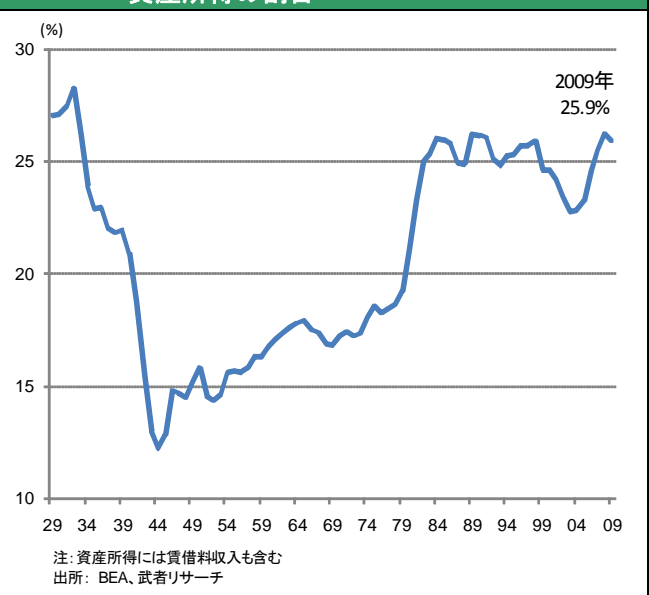
米国企業はバブル崩壊後2年でリストラを完了、労働分配率は劇的に低下し企業収益はほぼ過去ピークに戻った。日本企業はバブル崩壊後リストラ完了までに10年を要した。それは株式の魅力度回復が米国では2年であったのに対し日本は10年強を要したことを示す。

図表2：米国のバブル後労働分配率とROE推移**図表3：日本のバブル後労働分配率とROE推移****(3) 中央銀行の姿勢⇒資産価格を支持する米中銀**

日本の中央銀行は自らバブルつぶしを政策のターゲットとし、金融緩和はデフレに遅行し高実質金利がデフレ定着をもたらした。米国は金融緩和が先行しマイナスの実質金利を続けている。また資産価格を押し上げる政策QE2を打ち出したが、それはすでにリストラを完了している企業の株式価値を高めるものとなる。

(4) 家計における資産所得の寄与⇒家計所得と消費は株高で支えられる

米国の家計所得に占める金利・配当・賃貸料等の資産所得は著しく大きい。2010年3Qの家計労働所得(福利厚生を除く純賃金)は6.2兆ドル、それに対して資産取得(金利・配当・賃貸料)は2.2兆ドルとなっている。この米国の潤沢な資産所得は企業収益回復⇒株高や配当増加による家計所得上昇⇒消費増加、というチャンネルの有効性を示唆する。ちなみに日本の家計所得に占める資産所得は4%と極端に低く、日本では企業収益が消費に結びつくチャンネルは著しく弱い。

図表4：主要国短期実質金利推移**図表5：米国家計現金収入(賃金+資産所得)における資産所得の割合**

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。