

## 第9回日本橋ファイナンス・フォーラム

「世界と日本の経済・市場展望」

～サブプライム問題を越えて～

報告者：武者陵司 ドイツ証券株式会社 副会長兼 CIO

コメンテーター：四塚利樹 早稲田大学大学院ファイナンス研究科 教授

日時： 2007年11月19日(月) 16:00～17:50

場所： 早稲田大学日本橋キャンパス・ホール

### 【報告】

世界経済は現在、サブプライム・ローン問題をはじめ、さまざまな困難に直面しているものの、長期的に見れば、世界経済の拡大基調は今後も続くと考えられる。その根拠を「サブプライム問題の帰趨と米国経済」「四重安に直面する日本」「グローバル『黄金シナリオ』健在」という、3つのトピックをもとに検討する。

#### 1. サブプライム問題の帰趨と米国経済

##### サブプライム問題の展望

サブプライム・ローンは、約13兆ドルにのぼる米国の住宅ローンのうち、約1割に相当する1兆ドル強ほどの規模を持っている。推定される最終的な損失は、もっとも悲観的なもので2,000億ドルほどと言われている。これは米国のGDPの約1.5%に相当するが、バブル崩壊時、日本の不良債権が最多でGDPの2割を占めていたことと比べれば、致命的な規模の損失ではないと見ることができる。

不良債権がサブプライム・ローンに留まらず、他の金融資産の劣化を誘発し、景気悪化につながるかどうかの問題である。来年から再来年にかけて、米国経済がリセッションになるかを見極めることが必要になる。リセッションに至らなければ、一時的な混乱は起こるにせよ、悪循環に陥ってしまうことは避けられるだろう。

##### 米国経済が悪化しない理由

過去のデータによると、米国の景気循環は2つの要素と強い関係にあることがわかる。

ひとつは労働分配率。景気が悪化すると、企業は利益防衛のために労働賃金の抑制や、雇用の削減に注力する。米国のリセッションの初期段階には、労働分配率がピークを迎え

て下落するという特徴があり、米国経済の重要な指標になっている。現在の労働分配率は、2000年代に入ってから大きく下落した水準がやや持ち直し始めた段階にある。このことから、米国経済はただちにリセッションに入る条件下にないことが確認できる。

米国経済の循環のもうひとつの特徴となるのが、米国企業のバランスシート。長期的に見ると、バランスシートの数値はピークを迎えて下落し、その後再拡大をするという大きなサイクルが繰り返されていることがわかる。景気が良いときには企業は積極的に事業を拡大するが、事業コストが膨張し利益を圧迫するようになれば、企業はバランスシートを圧縮する。このようにバランスシートのピークは、米国経済のリセッションの局面と一致することが過去50年間一貫して共通している。現在、企業のバランスシートは圧縮局面にあり、ただちにリセッションに入るような条件は揃っていない。

以上、2つの観点から、現在の米国景気はリセッションからは遠い状態にあることがいえるが、あと2、3年後には危険な状態に入る可能性があることも示唆している。2010年、あるいは2011年前後には企業の労働コストや事業コストが米国経済を圧迫する恐れがあり、先々の警戒は必要である。

#### 家計部門から見たサブプライム問題

サブプライム問題は、企業部門の疾患ではなく、家計部門の疾患である。もちろん、個人の雇用と賃金を保証するのは企業部門におけるコスト構造であるため、企業部門と家計部門を切り離すことはできない。だが、家計における債務や消費、投資構造がどれほど健全であるかを考えることは、今後の米国景気を考える上で重要である。

もっとも注意しなければならないのは、家計における逆資産効果である。米国の不動産価値の推移を見てみると、この10年で10兆ドル前後から20兆ドル前後にまで倍増し、いわゆる住宅バブルが起きた。しかし、これから2、3年にわたって10~20%前後、最大で4兆ドル前後の損失が発生する恐れがある。

2000年代初頭に起きたITバブルの崩壊を例にとると、ピーク時には13兆ドル前後あった株価が2002年のボトム時には6兆ドルにまで下落した。大恐慌時を除けば、米国で過去もっとも大きな逆資産効果である。

ITバブル崩壊が個人の消費構造に与えた影響だが、2001年、2002年の米国の個人消費は2.5~3.0%の実質成長を維持していた。株価下落の影響が消費に表れるのは2年ほど経ってからであり、このタイムラグには注意する必要がある。なお、ITバブル崩壊は、企業部門に端を発するリセッションであり、2004年に減税や金融緩和が行われたため相殺された格好となった。

資産効果と逆資産効果のどちらが現在、優位なのかを見極めることも重要である。今後2、3年間で住宅価格の大幅な低下という逆資産効果が予想されているが、過去5年間で倍増したという資産効果もある。過去のプラスがあることで目先のマイナスを相殺し、消費構造に対して致命的なほどの影響は与えないのではないかという見方もある。

### 相反する事態が進行する米国金融市場

サブプライム問題は金融市場のなかでもクレジット市場におけるバブルの崩壊という側面があると考えられ、今回の問題が引き金となり、その他のバブルの崩壊も誘引するのではないかとの見方がある。だが、これは誇張ではないだろうか。

EPS（1株あたり利益）と長期金利から割り出される株価の妥当性を示す、FEDモデルを見れば、米国の株式の3割強は割安状態にあることがわかる。クレジットにおける過大評価とエクイティにおける過小評価が現在の米国金融市場の特徴である。原因は2つ挙げられる。

ひとつは好調な企業収益を背景に、エクイティにおけるファンダメンタルバリューが上昇していること。もうひとつは、好景気にもかかわらず長期金利が上がらないため、フェアバリューが押し上げられていること。この2つの状況が持続する限り、エクイティにおいては大きな投資チャンスが残されるといえよう。グローバルに見ると、現在資金の流動性は潤沢であり、今後は市場においてクレジットから資金が流出しエクイティに向かっていくことが予想される。

サブプライム問題は過剰な投機と過剰な流動性が問題であり、金融市場全般におけるバブル崩壊の危機が迫っているとはいえない。

### 悲観論の背景にある間違った認識

「米国は貯蓄がないにもかかわらず、借金をして分不相応な拡大を続けている。いずれは、ドルの暴落という形で、この大きなツケを払わなければならないときが来るだろう。サブプライム問題はひょっとしたら、そのようなツケを払う時期が到来したことを示すシグナルなのではないか」。

悲観論の背景には、このような「米国は貯蓄不足である」という認識があるがそれは誤りだと思われる。その根拠として、過去10数年間にわたって、貯蓄率の一方的な低下と家計純資産の一方的な増加が進行していることがあげられる。

この相反する事態は、貯蓄率に計上されないキャピタルゲインが家計の純資産を増やしているからである。貯蓄率の計算は完全なる簿価主義で行われるため、貯蓄を元手に増やしたキャピタルゲインは無視されてしまう。しかしキャピタルゲインには企業の内部留保による成長と言う十分な根拠があり、またそれを原資にした需要創造を可能にするという点で、経済学的に十分に意味のあることである。

はっきりしていることは、経済の強さと貯蓄率は反比例することである。米国経済がもっとも弱かった1970～80年代、貯蓄率は約10%だったが、90年代以降、貯蓄率が低下するにつれて米国経済はきわめて強い体質となった。

仮にサブプライム問題が米国の借金に依存した経済体質に対する警鐘であるならば、第一に起こらなければいけないのは長期金利の上昇である。金利上昇という市場のプライシングによって、今以上に借金が増えない状況が誘導されるのである。だが、現実にはまっ

たく逆のことが起こっている。サブプライム問題の事態が進行し、ドル不安が叫ばれるほど、米国の長期金利は低下している。これは市場が真に米国の貯蓄不足を懸念していないことを如実に物語っている。

## 2. 四重安に直面する日本

### 「陰の極」からの転換

日本は現在、物価はおろか、為替、株価、金利までもが安い、いわば四重安の状態にある。この異常なディスカウント状態がいつまで持続するかは、大いに懸念されるどころだ。

これは単なるモメンタム（振り子）の問題であろうと思われる。かつて1990年代のはじめ、世界中から「日本ほど物価が高いところはない」と言われた。世界の株式市場における時価総額のうち4割は日本にあり、世界の銀行の上位10行はすべて日本の銀行が占めていた。現在と反対に、当時の日本経済は株価や金利、為替などは持続不能なまでに高い水準を示していた。しかし、モメンタムの原理で安い水準へと推移してきたのである。

現在、日本経済は持続不能ほどの極端な安さを抱えている。今すぐにとは言わないまでも、やがて株高や物価上昇、金利高、円高に転じることが予想される。

### 異常な四重安の今後

いま日本が直面している、「通貨安」「物価安」「金利安」そして「株安」という四重安は論理的に整合性がない。基本的な円安傾向は日本企業の輸出価格が世界で最も有利であることを意味し、物価安は日本国内における製造コストを抑制し、さらに金利安は日本企業の資本コストが世界で一番安いことを示している。以上の3つの条件により、日本の企業は世界で最も収益の伸びが高いはずである。そのような高収益の日本株式が安いというのは論理矛盾である。

もっとも、日本と世界との間に数量成長において著しい差が生じている場合には円安、物価安、金利安であっても日本企業の収益が悪化し株安が起きる、つまり四重安となる可能性はあるが、現実にはそのような世界に対する日本の極端な劣位というものはない。例えば鋳工業生産に関して日本と米国を比較しても、日本の方が米国よりも好調であることがわかる。にもかかわらず、日本の株価は安いままなのである。

しかし歴史的に見れば、このような非論理性は長期には及ばない。2006年度の法人申告所得はピークであった90年を超えるほど、現在の企業収益は潤沢である。また、貿易黒字は依然としてきわめて大きい。これらのポジティブな要素を背景として、いずれは株価上昇が起き、この非論理性が是正される局面に入っていくだろうと思われる。

留意しなければならない点は、好調な企業収益の大半はグローバル企業が支えていることである。その企業利益が広範な内需を刺激するにいたらず、内需が牽引する全面的な経済拡大はいまだ。実現していない。

### リスクマネーの不在が内需の伸びを阻害する

現在、日本経済の本格拡大を阻害している大きな問題のひとつに、リスクテイクをするための資金が国内にないことが挙げられる。ポートフォリオによっては、国内の金融資産だけで10%前後の高いリターンを得られるにもかかわらず、投資資金が国内に向かわない。インド株や中国株、米国や豪州などの国債など、投資資金は相対的により利回りのよい海外の資産へと流れ、日本には入ってこない状態が続いている。

だが、リスクマネーの海外流出は単純な利回りの格差だけが原因ではない。米国と比較した場合、日本の長期金利は3%前後の格差がある。長期金利の格差が3%あるということは、自動的に日本は3%円高になることを意味している。日本の株式の利回りは約5%、それは米国の株式益回りの6%より低い。この3%の円高益を加味すれば、日本株式のドルベースのリターンは8%と米国よりも高くなる。株式投資資金が日本に入ってきてもおかしくない水準である。

しかし現実には円高にはならず、海外への資金流出が続くばかりである。これは、本来存在しているはずの為替リスクが市場から完全に遮断されていることを示している。政府が長期にわたり、国内のグローバル企業の利益を保護しようと、極端な円高を回避するよう介入を続けてきた結果、「円は強くない」という強い印象を、世界の投資家に与えてしまった。このために、ことさら円はキャリートレードの対象になってしまい、リスクテイクをする資金が国内に残らないという金融構造になってしまった。リスクマネーがないことが、日本の内需の伸びを大きく阻害している。

この問題は、短期的に解消することは難しいと思われる。しかし数年後に、米国の本格的な金融緩和が起きるとき猛烈な円高が起きる可能性はありうる。そのような場面において現在の四重安構造は終わり、日本の国内市場は劇的に転換していくと思われる。その転換期においては、日本の市場の重要性が、再び世界から注目を集めるだろう。

## 3. グローバル「黄金シナリオ」顕在

### 新興諸国の成長が世界経済を支える

現在の世界経済における最大の特徴は、エマージング諸国の参入による世界の物的生産性の著しい上昇である。世界の粗鋼生産の推移を見てみると、中国やインドなどの新興諸国が牽引役となって、2000年以降に急激に上昇している。これは、かつて日本や米国が高度工業化を遂げていた1950年代から70年代にかけての水準である。このような粗鋼生産の伸びは、労働者1人あたりの物的生産性が飛躍的に高まっている時代に入ったことを意味している。1970年代から20数年間にわたり、2度のオイルショックを発端として世界の粗鋼生産成長は1%台にまで落ち込んだがその歴史局面は大きく回転したのだ。そのベースラインとなる成長力の上昇はさまざまな好影響をもたらしている。例えば現在も石油価格

は 1974 年や 1980 年当時と同等に上昇しているが、過去のオイルショックとは違う点がある。オイルショックは先進国の工業化がひと段落し、世界の物的生産性の伸びが低下してきた局面で起きた、供給側の手による石油価格の上昇であった。それに対し現在起きている価格上昇は、所得が上昇したことによる需要増が原因となっている。所得が上昇しているために、かつてのようなインフレは避けられている。

#### 利潤率が上昇する先進国

先進国の企業における利潤率の著しい上昇も、現在の世界経済の大きな特徴である。2002 年を機に、企業の利潤率は鋭角的に上昇を始めており、下落する兆しを見せていない。その一方で利子率は低水準で推移している。これは、リターンが高くコストは低いという、投資や投機を活発化させる環境といえる。

エマージング諸国における物的生産性の上昇と、先進国の企業における利潤率の上昇。この背景には、先進国と新興国との間に労働力の不等価交換 (cheap labor gift) が起きていることが考えられる。中国から日本への輸入額は 12 兆円にものぼるが、中国の労働者 1 人あたりの年収を 20 万円と仮定すれば、6,000 万人もの労働者が日本への輸出額を支えていることがわかる。日本の総就業者数は 6,800 万人であることを考えれば、日本はそれに匹敵する規模の労働力を中国から手に入れていることになる。このようなエマージング諸国を中心とする大量の安価な労働力が、先進国の利潤率の上昇を支えている。

#### 【コメントとディスカッション】

報告に続いてコメント及び、参加者とのディスカッションが行われた。

#### コメント - サブプライム・モーゲージの証券化とモラルハザード -

住宅ローンの証券化には必然性があり、有用な金融技術であることは確かだが、証券化のプロセスにおけるモラルハザードが深刻な問題を引き起こしている。サブプライム・モーゲージが信用スコアの低い借り手にも住宅取得への道を開いたことは評価できるが、重層的証券化が進んで投資家が資産のクオリティをモニターできなくなり、略奪的貸付など規律の喪失を招いたことで、信用リスクが投資家の想定を大きく超えてしまった。こうした無謀な貸付が住宅バブルを加速させた面もあるだろう。

当初はヘッジファンドの破綻が大きく報じられて非難を受けたが、ヘッジファンドがサブプライム危機の引き金を引いたわけではなく、隠れていた問題がそのような形で最初に顕在化したに過ぎない。エクイティ系ヘッジファンドの一部はパニック的な「流動性危機」で損害を蒙ったが、クレジット系ヘッジファンドの損失は基本的に信用リスクの再評価を

反映したものであり、一過性のパニックでは説明できない。延滞率の上昇を見れば、プライシングの修正はむしろ遅すぎるくらいだ。

プライシングが修正されるまでポジションを取らず、破綻したファンドのポートフォリオを安く買い取った大手ヘッジファンドもある。ヘッジファンドの世界には多様性に基づく自律的な回復能力があって市場の安定性に寄与しているが、こうした多様性を最終的に担保するのは投資家の行動であり、流行に左右されない投資判断が求められている。

#### ディスカッション

Q：日本の巨大な財政赤字は低金利によって現在は維持されているが、今後も持続するのか

A：低金利と膨大な赤字は現時点では均衡できている。こういったバランスはどこかで破綻して崩壊してしまうという不安定なメカニズムのものではなく、それぞれの局面で均衡するものである。今後、金利が上昇すれば、財政が圧迫される一方で国内企業へ資金が流れ込み、民間の経済がより活発化することが考えられる。つまり、財政だけが一方的に悪化するわけではなく、所得の増加なども同時に起こり、均衡は保たれるのではないだろうか。ただし、成長を伴う発展的な均衡を実現するには、国内のリスクテイクがより促される必要がある。リスクマネーが国外に流出していくような事態は避けなければならないだろう。

(以上)