

堅調なファンダメンタルズと 脆弱な金融市場、ドル相場の行方

武者リサーチ 代表 **武者 陵司**



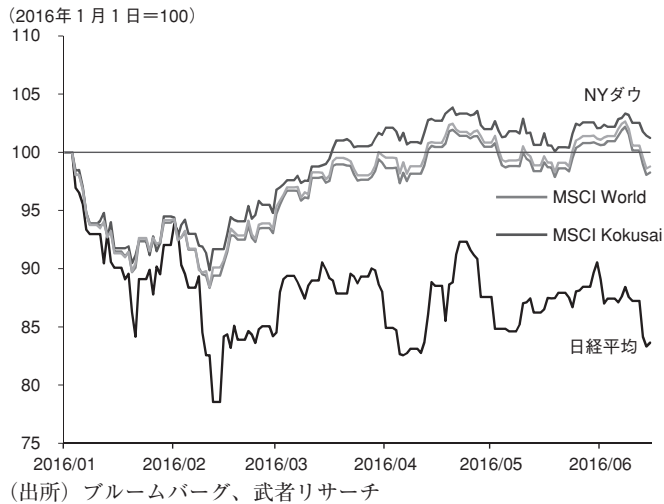
武者 陵司氏

■ 1. 堅調なファンダメンタルズとフラストレーションな金融市場

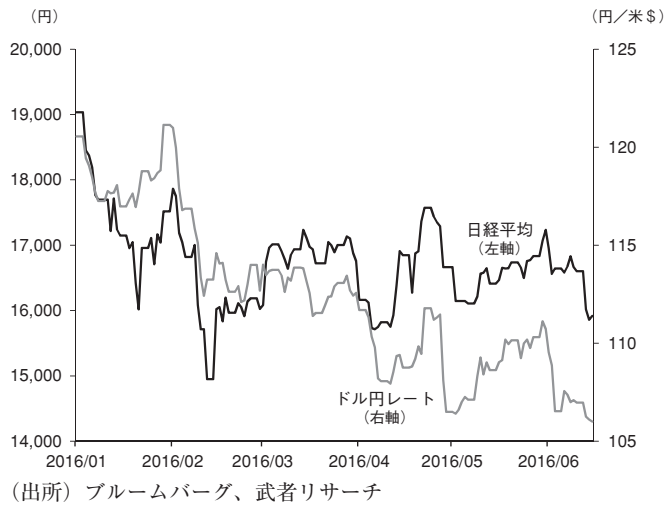
ファンダメンタルズに基づく投資家にとって、フラストレーションが高まる市場が続く。景気実態は素晴らしくはないが、悪くはない。年後半先進国世界経済は米国も、日本も欧州も着実な回復過程、いやむしろ年後半成長が緩やかに加速していくことが想定される。また失業率は米日独など主要先進国では完全雇用状態に近く、企業収益も過去最高水準にある。さらに株式バリュエーションは、歴史的に低下している国債利回りとの比較で著しく魅力的である。加えて金融政策もフレンドリーである。となれば文句なく株式投資の魅力が高まるはずなのに、株式市場は波乱気味、特に日本株式は著しく低迷し、異常な乱高下を繰り返し、鉄火場の色彩を強め、多くの投資家の足を遠のかせている。

米国経済は堅調であり、近い将来リセッションに陥る懸念は小さい。完全雇用の下での求人難が雇用停滞の原因、むしろ労働需給ひっ迫から賃金上昇圧力が強まっている。サービス関連の消費と住宅も堅調で所得、需要、生産、雇用の好循環が機能している。次期大統領候補はいずれも財政政策による景気刺激を主張しており、財政赤字対GDP比2%台と健全化した財政が新たなけん引役になるだろう。日本経済も徐々に力強さ増すだろう。

(図表 1) 2016年初の日本株一人負け



(図表 2) 株安円高の同時進行



①消費増税先送り、財政拡大、②更なる金融緩和、③円高にもかかわらず堅調な企業収益、④実質賃金の上昇などのプラス要因が重なる。低迷してきた消費は上向く場面に入るだろう。またマイナス金利は余剰貯蓄を、株式・不動産投資へと押し出す。不動産サイクルも空き室率低下⇒賃料上昇が作動するスイートスポットに入っている。Brexit騒動を除けば、欧州経済も着実に成長率を高める局面に入っている。

中国危機の深化が根本懸念

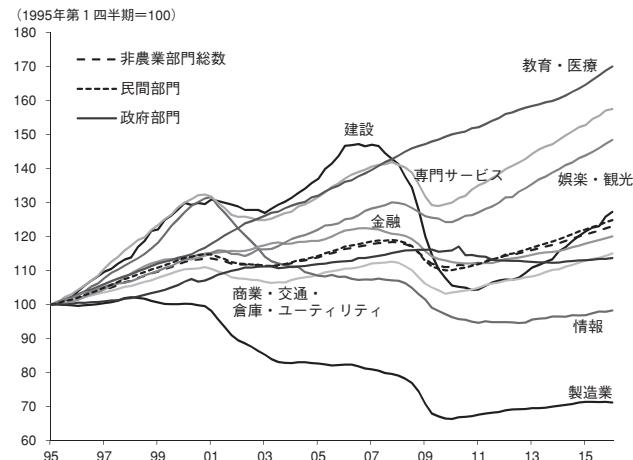
それならばなぜ、市場はかくも乱調なのか。原因は一に中国にある。中国危機が始まり、市場はそれの織り込み局面に入っている。三つの要因が指摘できる。第一に中国では物の成長（鉄道貨物量、粗鋼生産量、発電量、輸出輸入量など）が停止した。第二にアキレス腱としての外貨事情の悪化、人民元下落が国内金融危機の引き金を引くことが見えてきた。第三に路線対立、習近平氏と李克強氏との路線対立が顕在化し統治能力に疑問符がでている。中国に対する信認の核心、圧倒的に強力な統治能力が劣化するとすれば、投資家は人民元と中国のリスク資産投資に対して無防備ではいられなくなる。中国危機という深淵の困難がほぼ確かになった今、あらゆる投資場面では、リスク回避派が有利となっている。Brexit（イギリスのEU離脱）懸念が高まるのも、基底に中国不安があるからである。円高日本株安の悪循環による日本株一人負けも、その典型である。人民元切り下げ回避を求める米財務省は、円高容認をその犠牲として差し出していること、それが突如の円高をもたらし、日本株の独歩安を引き起こしていると観測される。

今後のシナリオは二本立てで行くべきであろう。危機深化は否定できないが、中国危機封印により過剰悲観の修正高の可能性もある。以下の3つの理由によりリーマンショックは再来の可能性は小さい、①過剰楽観無く、資産バブルは限定的、②政策がフレンドリー、③高利潤持続、である。中国危機封印されれば意外な株高の可能性もあり得る。

■ 2. 2016～7年の世界を牽引する好調な米国経済

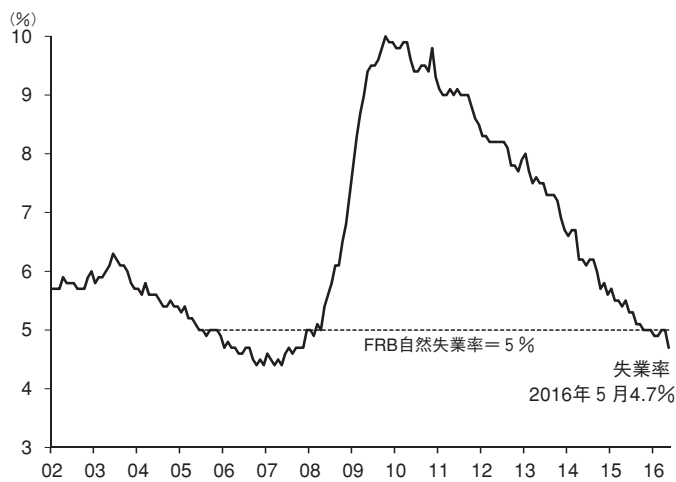
2016～2017年の米国経済の展望は明るい。当分米国が一極機関車となって世界経済を牽引するだろう。第一に情報化革命の恩恵が人々の生活あるいは日々のライフスタイルにも及んできている。インターネット、スマートホン、クラウド・コンピューティング、急激な技術革新が企業収益を押し上げ、多くのビジネス機会をもたらしたということは明らかだが、それがサービス消費の増大という形で人々の生活に及んできた。米国のISMの製造業、非製造業の推移を見ると、モノの需要関連の製造業は中国の影響もあり頭打ちだが、サービス、非製造業の需要は着実に上昇している。それは米国の雇用にも如実に表れている。1995年以降の米国のセクター別の雇用を見ると、リーマンショックで大幅な雇用の落ち込みが建設業、あるいはIT産業や製造業で起きたが、ここ数年間の辛抱強い金融緩和により、教育、医療、サービス、娯楽、観光、そして流通など、サービス分野で着実な雇用回復が見られる。

(図表 3) 米国セクター別雇用水準推移



(出所) 米国労働省、武者リサーチ

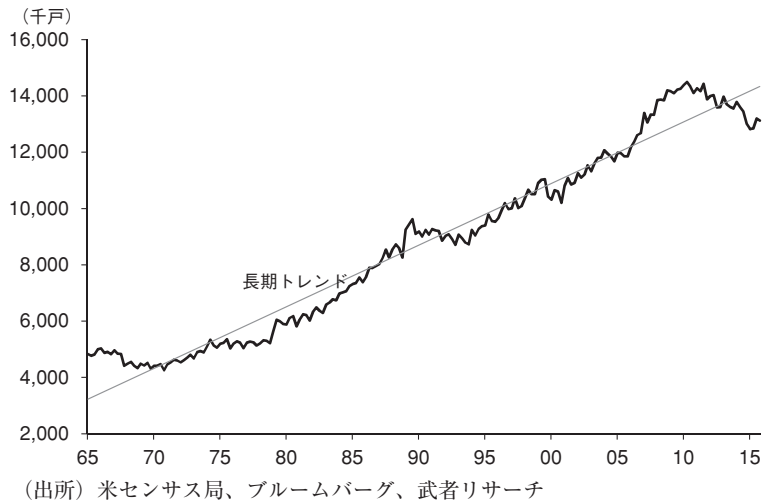
(図表 4) 米国失業率推移



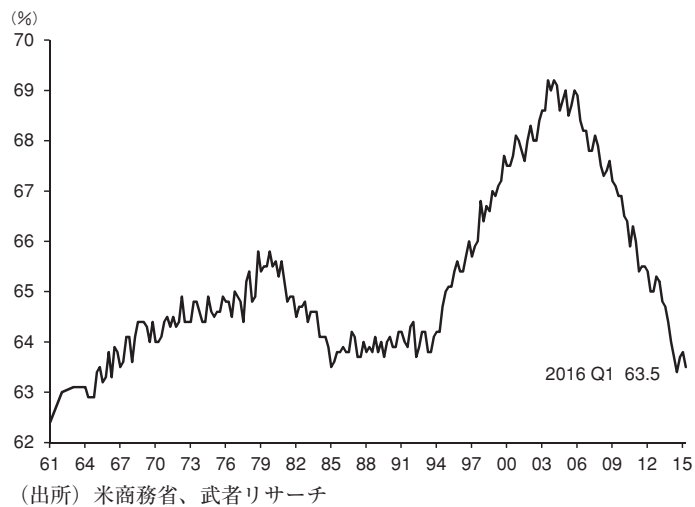
(出所) 米労働省、武者リサーチ

第二に住宅が着実な回復局面にある。住宅バブルの崩壊以降、米国の住宅建設が大きく落ち込み、この住宅建設の低迷が景気を押し下げてきた。しかし、住宅建設が停滞した結果、貸家の空き室率が大きく減り、貸家需給が改善してきた。また持家比率はピークの69%が今63%まで低下しているが、それはこれから借金をして住宅を買うという潜在的な需要が大きく蓄積されていることを示す。住宅投資対GDP比率は過去50年平均5%に対し

(図表 5) 米国空き家推移



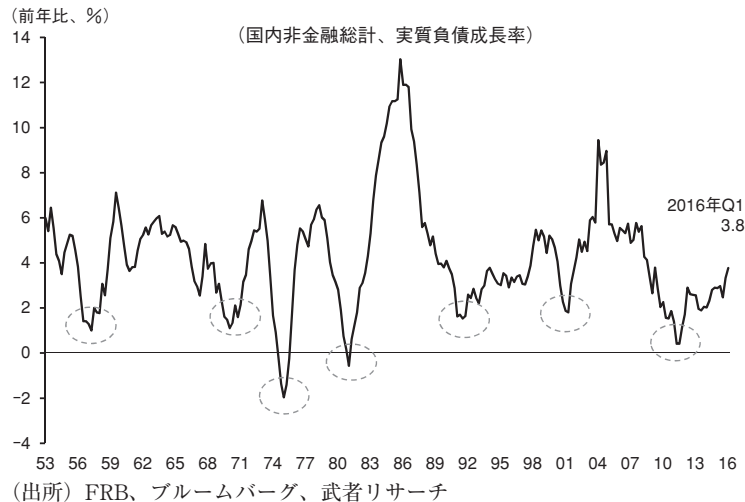
(図表 6) 米国持家比率推移



て今3.5%と低迷しているが、貸家と持家の両方で上向き圧力が強まり、景気を牽引して行こう。

第三に信用循環が大きく経済を押し上げていく。米国景気循環を大きく彩る信用の推移を図表7の実質負債成長率でたどると顕著な規則性が明らかになる。それは10年ごとのサイクルであり「1」のつく年が信用のボトムであった、つまり71年、81年、91年、2001年、

(図表 7) 米国実質負債成長率推移

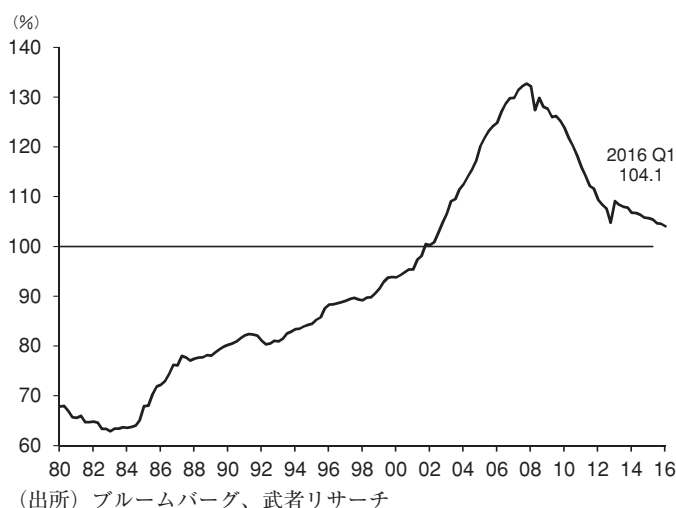


2011年が皆信用のボトムであったということである。(唯一の例外として1975年のボトムがありますがそれは、第一次オイルショックによる高インフレの結果実質負債が低下したことによって起きた)。とすれば次のボトムは2021年となり今は信用拡大の中間地点といえる。また米国銀行は不良債権の処理やバランスシート調整がようやく終わりこれから貸し出しを増加させようという場面、借り手である家計や企業も債務比率が低下し、借金のコストの所得に対する負担は過去最低水準にあり、レバレッジを高める趨勢にある。つまり、貸し手も借り手まだまだ、これから大いに信用を拡大させられるという局面であり、信用循環の観点から米国景気はまた拡大局面といえる。第四に後述するように公的需要が経済を押し上げる。

求人難の米国労働市場、賃金上昇圧力強まる

そうした中で6月3日発表の5月米雇用統計では農業部門雇用者数が前月比+3.8万人と16.0万人の市場予想を大幅に下回り2010年9月以来の低い伸びとなった。通信企業のストによる特殊のマイナス3.5万人を加えても7.3万人にとどまる。これが景気後退リスクの高まりを示唆しているとの見方が強まり、急速なドル安が進行した。しかし雇用増加数以外の雇用データはすべて順調と言っていい。週平均労働時間が横ばいの34.4時間となった結果、総労働投入量(民間雇用者数×週平均労働時間)は前月比+0.1%と3~4月なみの伸びが維持されている。また時間当たり賃金は+0.2%、総労働所得(総労働投入時間

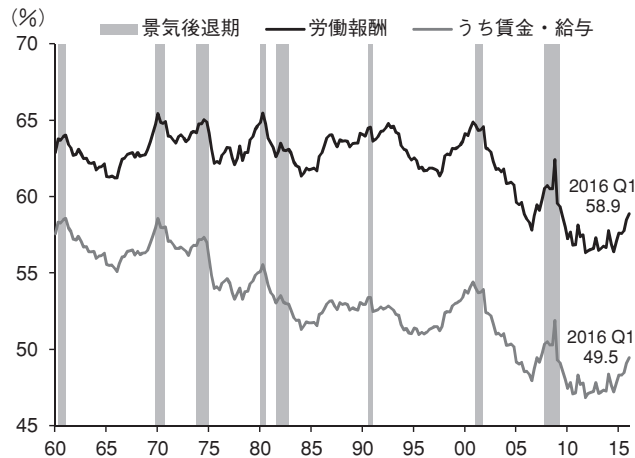
(図表 8) 米国家計債務／可処分所得比率推移 1980年以降



×時間当たり賃金)は同+0.3%と高い上昇率が続いている。そもそも毎週発表される新規失業保険申請件数は過去最低記録を更新中であり、それは解雇が著しく減っていることを示している。他方人材紹介会社による求人充足日数はリーマンショック直後の15日から27日へと歴史的水準まで高まっており、求人が困難化していることを示している。これらからうかがわれる姿は、為替市場の反応とは逆に労働市場のひっ迫(＝求人難)が雇用増加数鈍化の原因となっていることを推測させる。失業率は完全雇用水準の5%から更に4.7%へと低下しており、求人難が進行していることはほぼ確かである。すでにFRBの高官などは労働需給のひっ迫により雇用増加数が鈍化する一方、賃金上昇圧力が高まるとの観測を披瀝している。

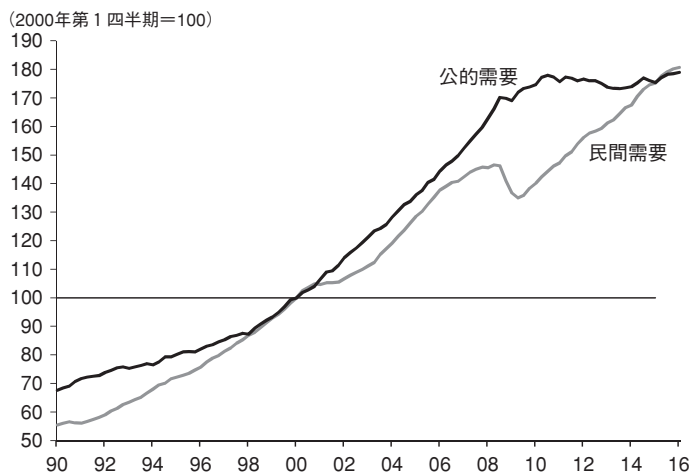
そうした観測は米国マクロ統計事情とも整合的である。過去50年の米国の労働分配率の推移を振り返ると、景気拡大の前半では労働需給が緩慢で賃金上昇率が低く労働分配率が低下した。しかし景気拡大の後半では労働需給ひっ迫により賃金上昇率が高まり、労働分配率が大きく上昇すると言う決まったパターンが繰り返されてきた。その2014年まで長期低下してきた労働分配率が、2015年の後半以降顕著に上昇していることが注目される。リーマンショック後6年間にわたって経済停滞と労働余剰に苦しんできた米国経済はいよいよ、労働余剰が一掃されて完全雇用となり、デフレリスクの完全払しょくに成功した。これからはインフレリスクの高まりがより現実的になってきているのである。このように米国5月雇用増加数の急減はむしろ米国景気の強さ、インフレ圧力の高まりを示唆している

(図表 9) 米国労働分配率と景気推移



(出所) 米商務省、武者リサーチ

(図表10) 米国公的需要と民間需要推移

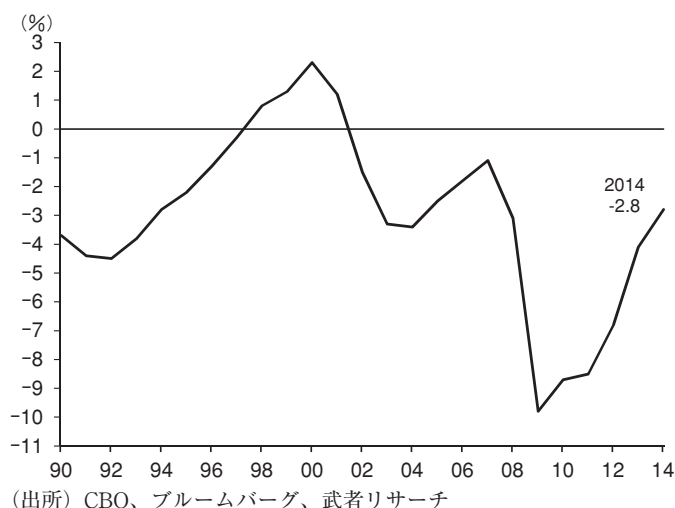


(出所) ブルームバーグ、武者リサーチ

可能性が高いとすれば、それは市場の反応とは逆に利上げ促進、ドル高要因であると解釈できる。

ローレンス・サマーズ氏など少なからぬ論者が、米国経済のGDP成長率がリーマンショック後屈折したことをもって、米国が長期停滞に陥ったとの論評をしている。長期停滞論そのものの適否は別として、成長率が屈折したのは公的需要が2010年以降まったく横ば

(図表11) 米国財政赤字／GDP比率推移 OMB or CBOのデータで1990年以降



いに陥ったからであることは指摘されるべきであろう。図表10に見るように民間需要はすでに過去成長トレンドに復帰しているのである。しかし米国の財政赤字対GDP比は2010年の12%から2%台へと大金低下し、もはや公的需要抑制の必要は全くない。次期大統領はヒラリー・クリントン候補、ドナルド・トランプ候補ともに財政政策を活用することを主張しており、公的需要の伸びを大きく高める政策を遂行するだろう。それが長期停滞論を打ち破る結果になるかもしれない。

米国経済の図抜けた健全性

金融面では主要先進国では唯一米国のみが流動性の罠に陥っていない、つまり市場における資本配分機能が維持され、余剰資本が滞留していない。他の先進国ほどではないが企業の高利潤が十分な投資需要に結び付いていないが、自社株買いと配当により企業は株式時価の5%の株主還元を行いそれが家計の資産所得を支えている。この背景には労働、金融市場における公正な市場機能が維持され、空前ともいえAI・IT革命によるイノベーションが活発に進行していることにある。技術革命とその成果を社会とビジネス、人々のライフスタイルに結び付ける市場と制度の柔軟性、米国は当面の景気情勢からみても、長期的トレンドでみても、世界経済の唯一最大といってよい機関車である。

(図表12) ドル循環 (ドル実質実効レート) とイベントの推移



(出所) 米国連邦準備制度理事会 (FRB)、武者リサーチ、ブルームバーグ

3. 長期ドル高トレンドは終わったのか

それでは長期ドル高トレンドは続くのか、今のドル安は一時的なのか。1970年以降の実質実効レートで見たドルサイクルを振り返ると2002年から2011年の長期下落トレンドの後、2011年から上昇過程に入ったがそれが持続しているのかどうか、大きな分岐である。米国経済の持続的回復により利上げが継続するのであれば、再度ドル高トレンドに復帰していく可能性が強い。上述の5月雇用統計は新聞見出しの悲観的論評とは裏腹に、景気の堅調さを示すものであった。

過去のこれと似た情勢局面は1998年のロシア通貨ルーブル危機時である。ルーブル危機勃発に対応しFRBは利下げにより流動性供給を図り、ドルは一旦大きく下落した。しかし、ルーブル危機が沈静化し更に米国経済が堅調であることによって利上げトレンドが復元、1999年から2002年まで再びドル高トレンドに戻った。1998年のルーブル危機時の利下げとドル安は正しく海外危機要因によって起きたものである。今回の米国の金融緩和姿勢の強まり(利上げの先送り)も国内の景気懸念によるものではなく、もっぱら新興国、特に中国の金融不安に配慮したものである。それがドル安の原因であったわけで、まさしく1998

年型の米金融緩和姿勢とドル安であったと言える。米国経済は年後半から来年にかけて力強さを増してくる可能性が強く、そうなればドル高に戻り、円も100円あるいは105円程度までのオーバーシュートがあってもその近辺で底入れし、年末来年にかけて一定の円安水準（例えば110～115円のレンジか）に戻っていくと思われる。

一点留意しておくべきことは1999年と今の決定的な違い、ロシアと中国のリスクマグニチュードの相違である。1998年は小さな国ロシアのルーブル危機であり、米国の金融緩和で危機は収まった。しかし今は危機の最も根本的な原因は中国であり、中国は米国のドル安だけで安定化する国ではない。人民元が大暴落し中国国内のデフレが世界中に撒き散らされるというリスクを抱え込み続ける国である。1998年のように短期間でドル高に転換することにならず、いつまでも中国リスクを沈静化させるためのドル安が続き、円はその被害を受け続けるという事態もあり得ることは留意するべきである。今年に入ってから円高ドル安、その結果としての日本株式の独歩安も、中国危機封じ込めのための人民元切り下げ回避を中国に求めるための、犠牲という側面が強いことは、無視できない。

