

金融危機を乗り越える日本

スパークス・アセット・マネジメント株式会社

代表取締役会長 阿部修平

2009年1月30日

始めに

2008年、100年に一度の「津波 Tsunami」が世界を襲いました。まず大波は金融市場を襲い、欧米の金融機関はこれまで拡大してきたレバレッジの大幅な縮小を余儀なくされました。また世界中の投資家達は安全な資産を求めて現金に殺到しました。そして金融市場の混乱に引き続き、実体経済の悪化が顕著になってきました。経験のない外部環境の悪化に怯えた世界の投資家達は、ひたすら守りに入ってリスク回避の姿勢を維持しています。しかし、いつか津波は収まります。そして金融市場は落ち着きを取り戻し、世界の投資家達は再びリターンを求めて動き出すはずです。日本株市場は、他の先進国とは全く異なる信用創造サイクルに位置しており、今後も成長が期待できるアジアの新興国と強い経済的つながりを持っています。金融市場や実体経済の大混乱が峠を過ぎるにつれ、こういった日本の優位な点が再評価され、日本株が投資家にとって重要で無視できない投資先として位置づけられる日はそう遠くないと考えています。

2008年のマーケット・レビュー

1980年代後半、不動産や株式のバブルの追い風を受けて上昇した日経平均株価は、1989年12月にピークをつけました。その後、バブルが崩壊した日本経済は、10年以上の長い期間にわたってデフレ・スパイラルに陥りましたが、2003年になってようやくバランスシート調整は終了し、株価はリバウンドを始めました。

図表1: バブル後最安値を更新した日経平均株価



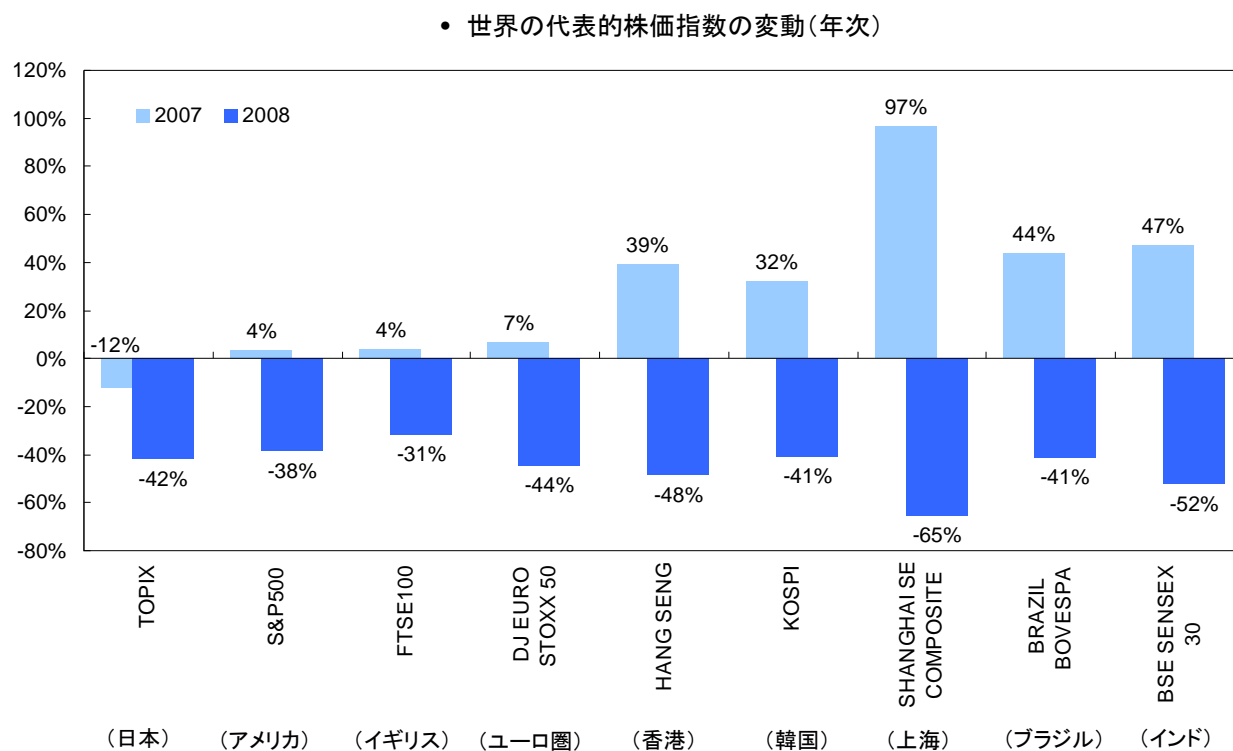
出所: FactSet, SPARX (2009年1月23日)

しかしながら、2008年9月の米リーマン・ブラザーズ証券の破たん以降、日経平均株価は急落し、バブル後の安値を再度更新してしまいました。2008年

の10月安値を1989年のピークと比較すると、82%もの下落であり、株価のレベル自体も26年来の安値水準に低迷しています。

また図表2からわかるように、株価が大幅に下落したのは日本だけではなく世界中の出来事だったのですが、日本株は2年連続の下落でした。

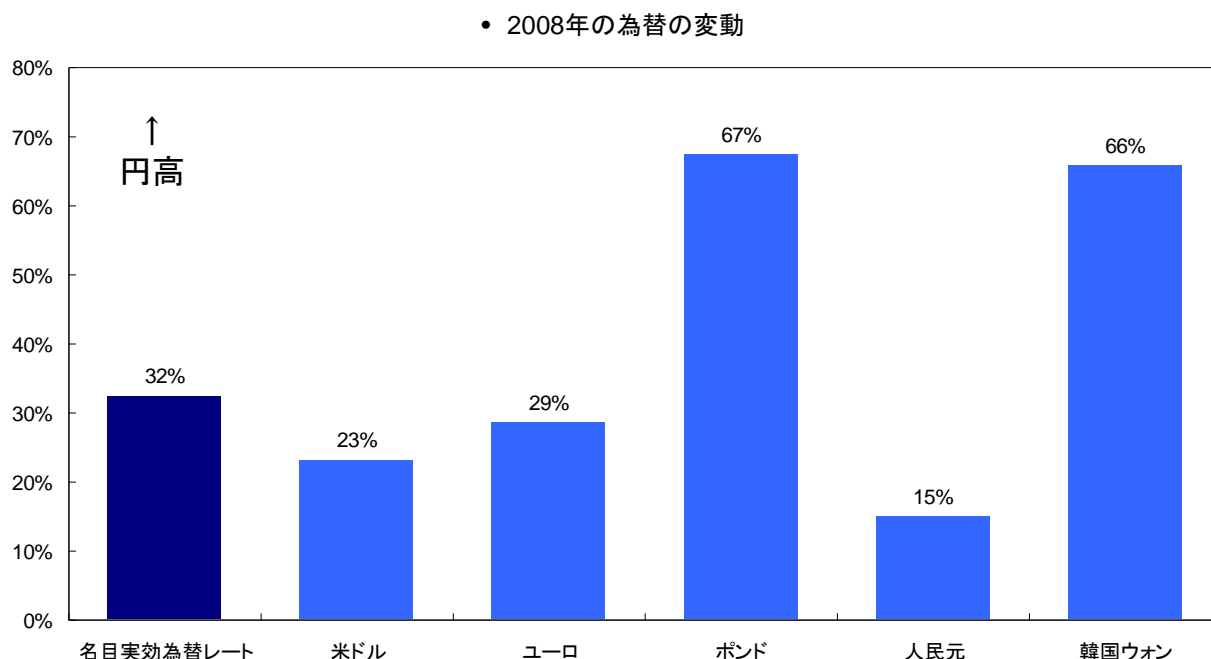
図表2：世界中の株式市場が影響を受けた信用危機



出所：Bloomberg, SPARX (2008年12月31日)

2008年は、世界の株式市場だけではなく為替市場においても歴史的な混乱がみられました。図表3に示されるように、2008年の日本円は、他のほとんど全ての通貨に対して円高となりました。

図表3：主要通貨に対して円高となった2008年



出所：Bloomberg, SPARX (2008年12月31日)

このような劇的な市場価格の変化は何を物語っているのでしょうか？

私たちは、世界経済や金融システム、そして政治が新しい枠組みを求めて動き始めたのではないかと考えています。

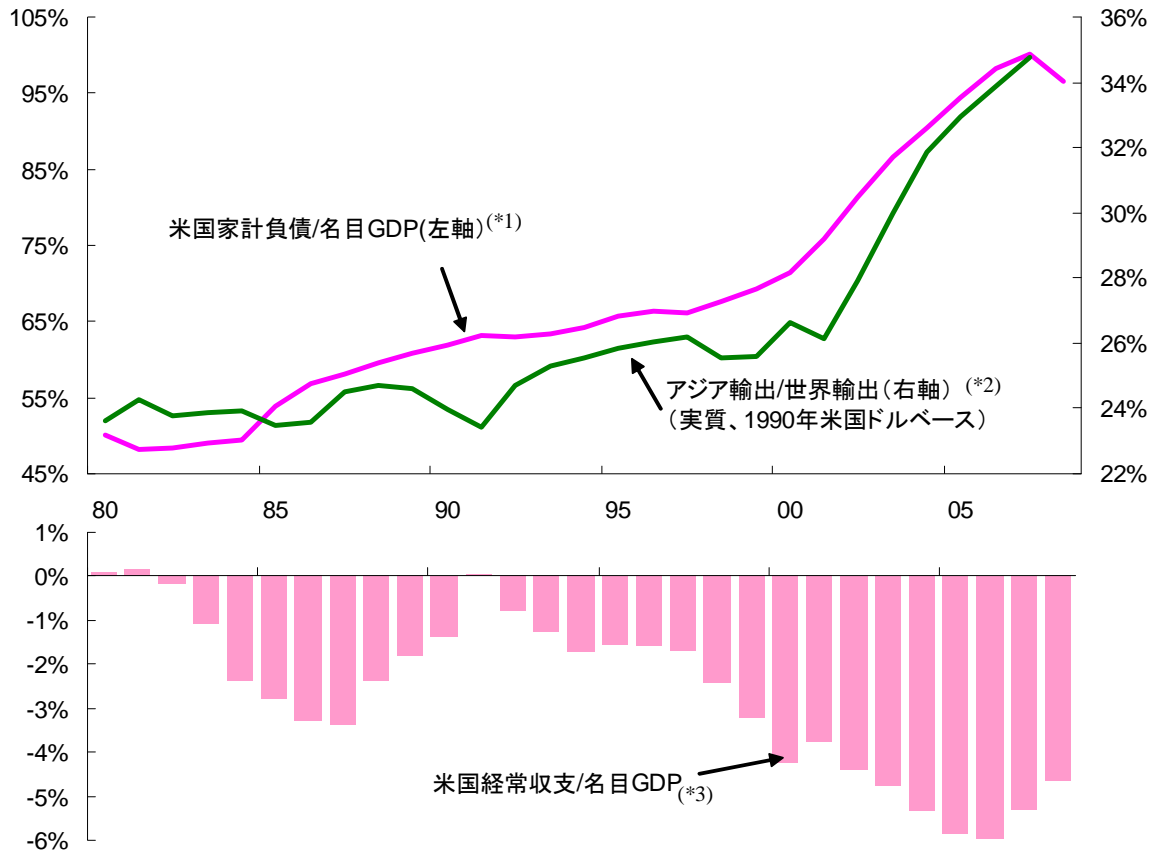
金融危機の背景で起こっていること

図表4からわかるように、過去10年にわたり、米国の個人消費は不動産価格の上昇を背景に安定的に拡大してきました。一方、中国に代表されるアジアの新興国は米国に向けて輸出を拡大し、その過程で米国の経常赤字も拡大していきました。この関係は、「消費する米国」と「生産する新興国アジア」と

して象徴的に位置づけることができます。

図表4： 今回の金融危機の本質とは？

• 米国家計負債、アジア輸出、米国経常収支



出所： (*1) Goldman Sachs (2008年第3四半期)、(*2) 国連「National Accounts Main Aggregates Database」(2007年)、(*3) IMF「World Economic Outlook Database (October 2008)」

注： アジアは以下の国の合計、 Kazakhstan, Kyrgyzstan, Tajikistan, Turkmenistan, Uzbekistan, Eastern Asia, China, Hong Kong Special Administrative Region of China, Macao Special Administrative Region of China, Democratic People's Republic of Korea, Japan, Mongolia, Republic of Korea, Afghanistan, Bangladesh, Bhutan, India, Iran, Islamic Republic of Maldives, Nepal, Pakistan, Sri Lanka, South-Eastern Asia, Brunei Darussalam, Cambodia, Indonesia, Lao People's Democratic Republic, Malaysia, Myanmar, Philippines, Singapore, Thailand, Timor-Leste, Viet Nam, Armenia, Azerbaijan, Bahrain, Cyprus, Georgia, Iraq, Israel, Jordan, Kuwait, Lebanon, Occupied Palestinian Territory, Oman, Qatar, Saudi Arabia, Syrian Arab Republic, Turkey, United Arab Emirates, Yemen

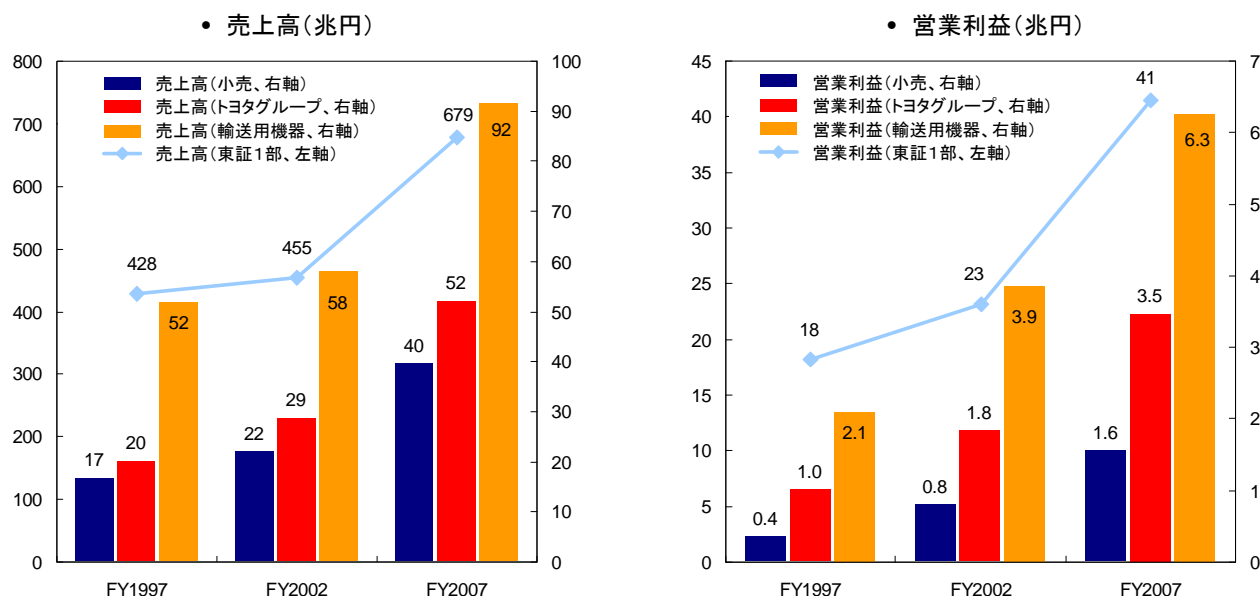
今回の金融危機における歴史的な市場価格の変動は、このアジアと米国の関

係がもはや維持できなくなったことを示しているのだと思います。今後は、米国が担ってきた世界の需要創出の役割を誰が担っていくのか、それが大きな課題となってくると思われます。

日本の現状

米国の個人消費が拡大を続けた中、日本企業の収益がどうなったかをみてみましょう。1997年度、2002年度、そして2007年度の売上高と営業利益を図表5に示します。

図表5： 外需に牽引されてきた日本企業の収益



出所：新光総研、SPARX (2008年3月)

注：トヨタ自動車による持ち株比率20%以上をトヨタグループと定義

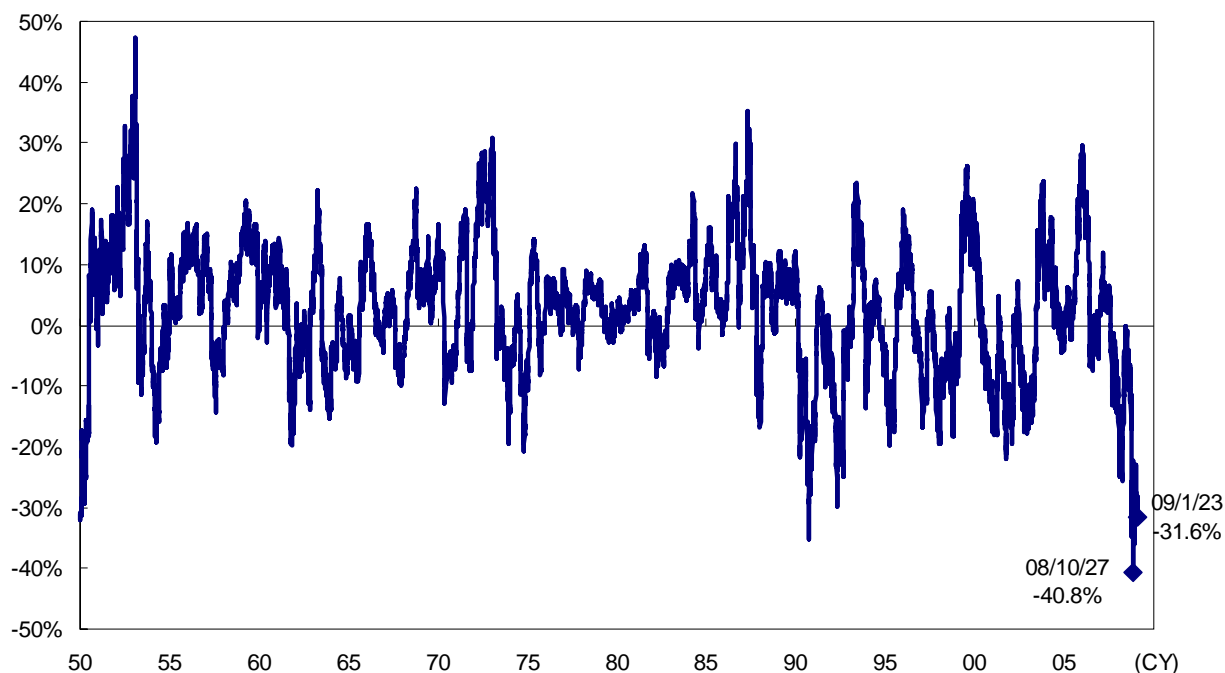
1997年から2007年まで、輸送用機器の営業利益は2.1兆円から6.3兆円まで

3倍に拡大しましたが、東証1部全上場企業の営業利益は18兆円から41兆円の伸びにとどまりました。これは、日本の外需依存セクターが米国の個人消費拡大の恩恵を受けていたことを示す一例ですが、バブル崩壊後の日本経済の回復が、輸出の拡大によって支えられてきたことがよくわかります。しかし金融危機の影響で米国の消費が大きく落ち込んだ結果、最近発表された経済指標や企業の業績下方修正からわかるように、日本の経済と企業収益はその影響を大きく受けました。加えて日本の内需は低迷したままであり、投資家や消費者、経営者のセンチメントは悪化の一途を辿っています。とは言うものの、リーマン・ショック以降の日本株の株価急落は、ファンダメンタルズの変化以上にオーバーシュートしていると考えています。

200日移動平均からの乖離率をみると（図表6）、1950年来で最も下方に乖離した▲30%超の水準にあります。歴史的にみても、200日移動平均から上下20%前後の範囲で推移していたことを考えると、市場が落ち着きを取り戻した時には、テクニカルなリバウンドだけでも、株価の上昇が期待できるのではないかと思います。

図表6：戦後最大級の混乱にある日本株

- TOPIXの200日移動平均からの乖離率

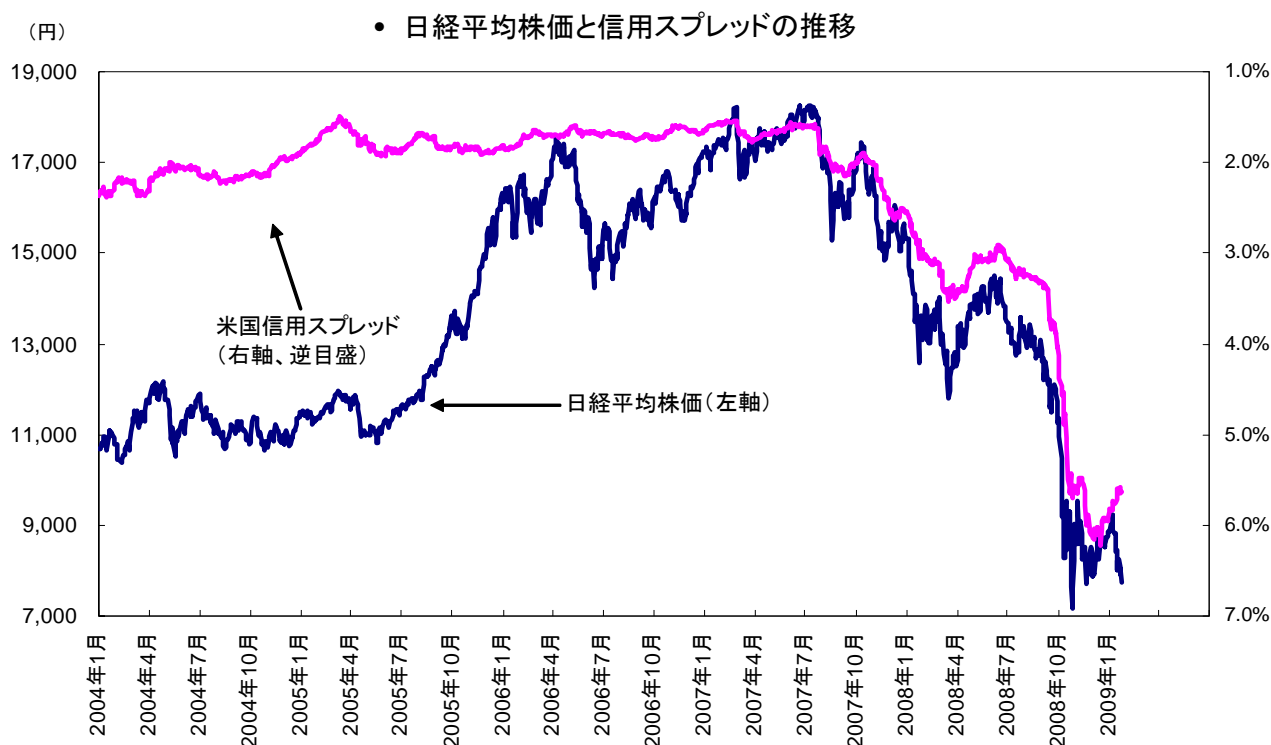


出所：DIR, Bloomberg, SPARX (2009年1月23日)

ではこの様な、歴史的に見て大きなオーバーシュートは何故起こったのでしょうか？

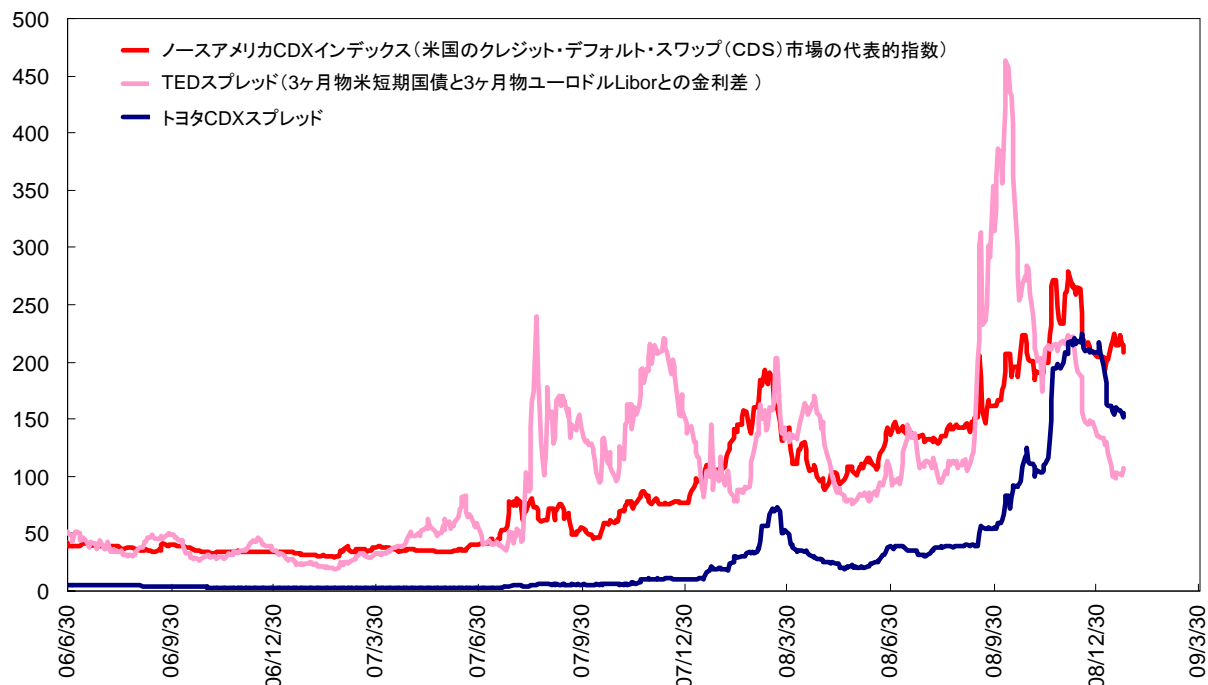
私たちは、金融市場の混乱と信用創造の機能停止が、株式投資へのリスクプレミアムを急拡大させ、株価の下落につながったのだと考えています。

図表7：米国の信用危機が与える日本株への影響



図表7からわかるように、昨年の夏以降、米国で信用危機が深刻化するにつれ、日経平均が急落しています。資本市場と信用創造が相互に関係するのは当然でしょうが、米国信用市場と日本株の相関関係の急速な高まりは極端であり、日本株をあまりに悲観視しているようにも感じます。図表8で信用スプレッドの推移を見てみましょう。

図表 8：正常化への兆しを見せ始めた事業会社の信用スプレッド



出所： SPARX, Bloomberg (2009年1月23日)

トヨタ自動車の業績下方修正はネガティブ・サプライズでしたし、トヨタ自動車といえども米国個人消費の影響を大きく受けてしまうことを示すものでした。しかしながら、スタンダード&プアーズの長期格付がAAAの企業の信用スプレッドが北米企業の平均と同じように拡大したというのは、正常な市場の価格形成が行われていないことを示しているのではないのでしょうか？

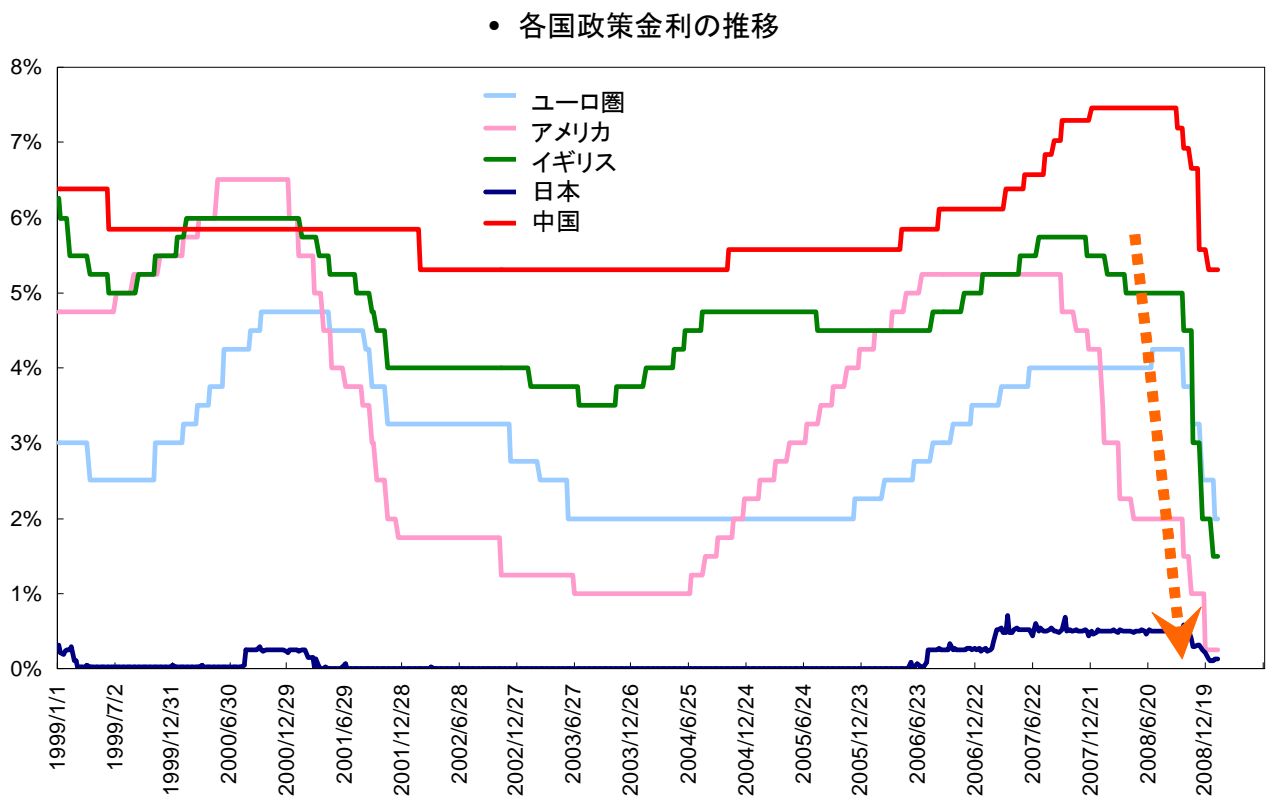
米リーマン・ブラザーズ証券の破たん以降、資金の出し手は極端に懐疑的かつ悲観的になり、銀行間市場は機能不全に陥りました。3ヶ月物ユーロドルLiborと3ヶ月物米短期国債の差、いわゆるTEDスプレッドが一時、500ベース近くまで拡大していたのがその代表例でしょう。誰もが「現金」を手放

そうとせず、銀行は貸出をしようとしなかったのです。

世界不況に対抗する世界協調のリフレ政策

この金融危機の広がりや深刻さを把握した各国中央銀行は、協調しながら金利を引き下げ、流動性を積極的に金融システムに供給し始めました(図表9)。

図表9：グローバルに協調したゼロ金利政策



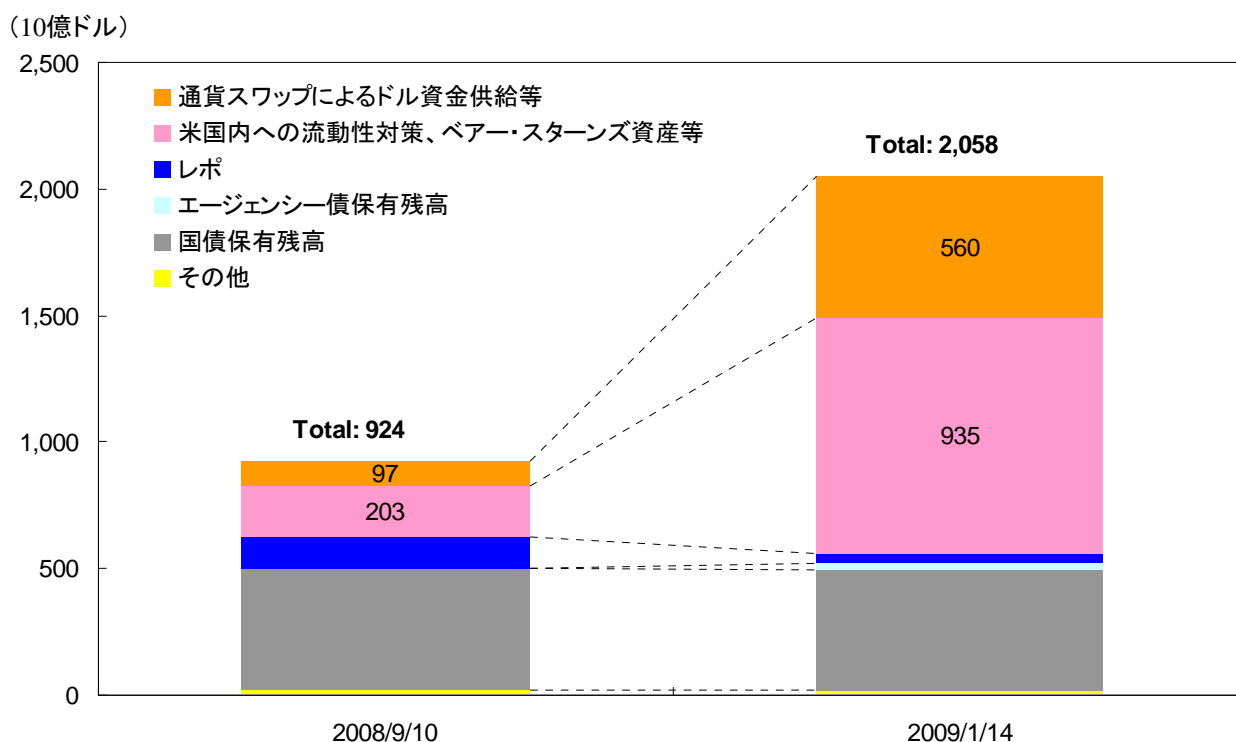
出所：SPARX, Bloomberg (2009年1月23日)

図表10からわかるように、米FRB(連邦制度準備理事会)は様々な手段を用いてバランスシートを積極的に拡大し、流動性を供給しています。ほんの数

ヶ月の間に、Fedのバランスシートは2倍以上に膨れ上がりましたが、この流れは今後も継続すると考えられます。

図表 10: 積極的な流動性の供給と信用供与を行うFRB

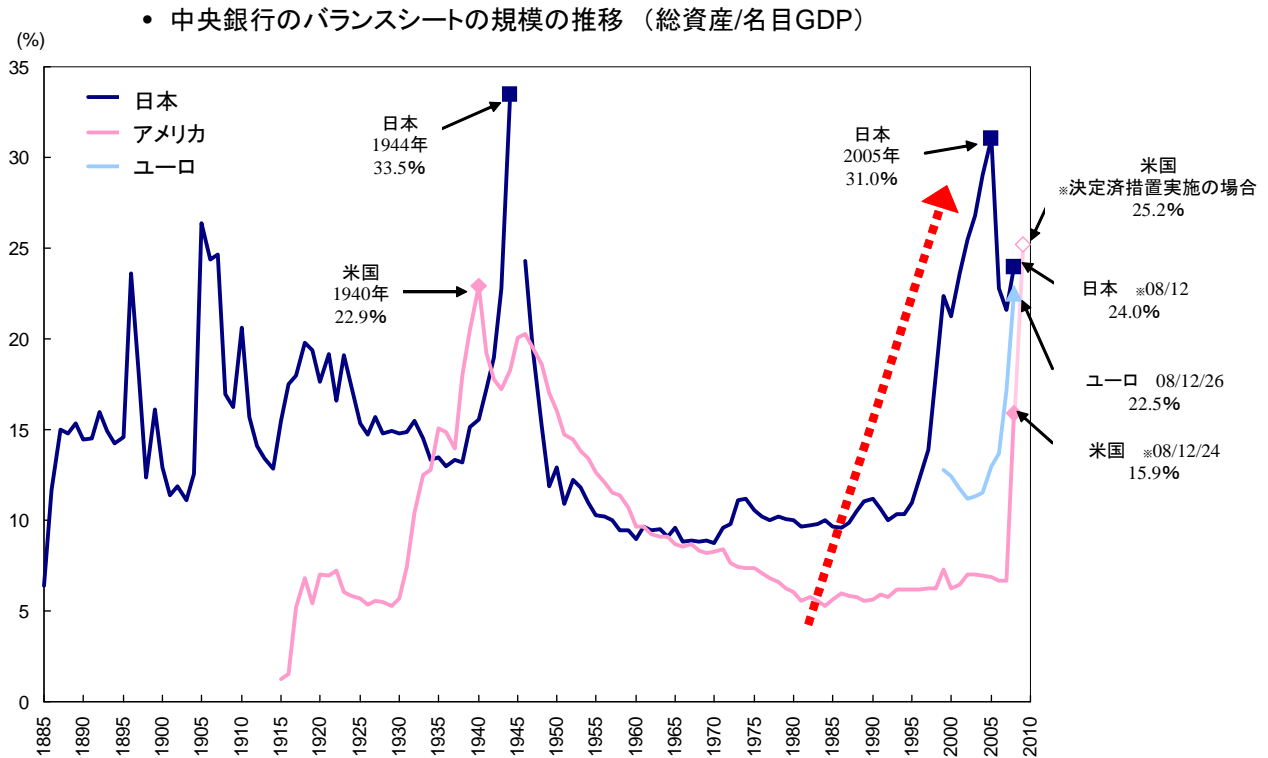
• FRBの総資産の変化



出所：FRB (2009年1月15日公表データ)、野村證券、SPARX

また歴史上前例のない規模・スピードで Fed のバランスシートが拡大していることが図表 11 で確認できます。

図表 11: 前例を見ない金融政策の時代に



出所: 三菱UFJ証券 2009年1月9日付レポート

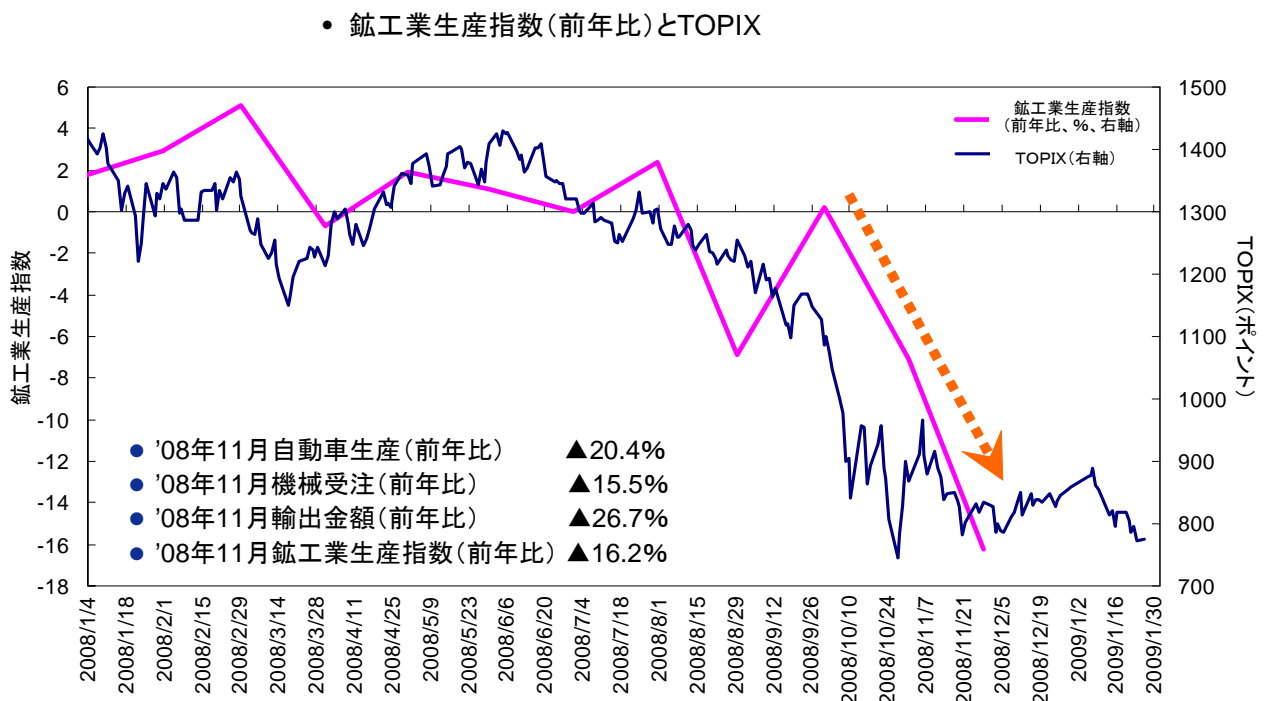
私たちは2002年の海外顧客向けのカンファレンス・コールで、「夜明け前の空が一番暗い」という諺を紹介し、何故日本株が安いと考えているのかを説明しました。同時に、価格が安くなると、もっと安くなってしまわないかと考える人が増え、買い手が様子見をすることで価格が更に下落し、オーバーシュートするといったメカニズムについても説明しました。今の日本株も同じような状況に置かれているのだと思います。

今回の信用危機はグローバルな問題であり、その当時よりも状況は複雑です。しかしながら、各国中央銀行の断固たる政策対応によって信用創造の機能は

徐々に改善するでしょうし、株価もそれを反映し、過度に悲観的な状況を織り込んだ株式のリスクプレミアムは正常化していくでしょう。それとともに、世界の投資家達は、現金を確保する為に売り込まれた各種資産に魅力的な投資機会が数多く埋もれていることを再確認するとともに、他の国とは違う信用サイクルにある日本に着目してくるのではないかと考えています。

ここで日本のマクロ経済を取り巻く環境について、簡単に振り返っておきましょう。

図表 12: 広範囲かつ一気に悪化した日本の実体経済指標



出所: SPARX, Bloomberg (2009年1月23日)

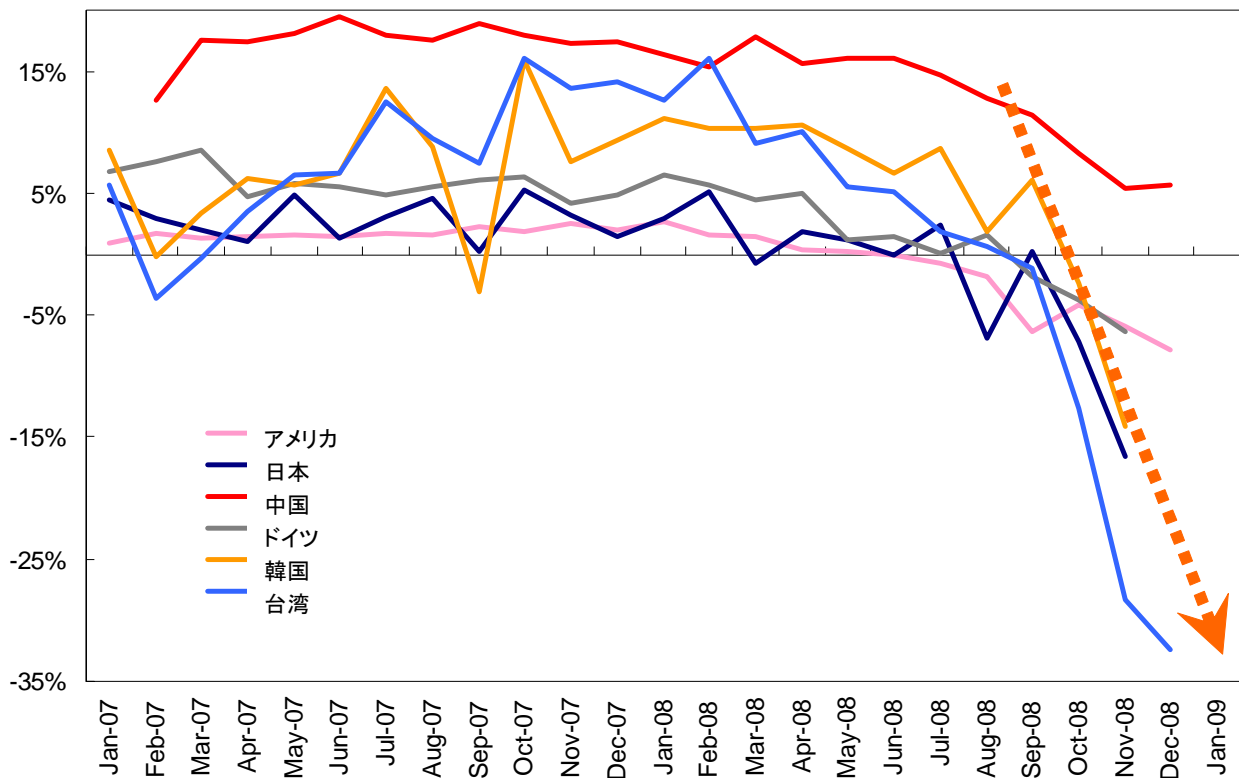
注: 鉱工業生産指数は11月分まで

信用危機の影響は、金融市場から実体経済へとその範囲を広げてきています。

需要縮小が非常に急速に進展し、日本の鉱工業生産指数も急落しました。また外需に依存する各種指標も同時に急速な悪化を見せています。また図表 13 から、日本だけが困難に直面しているわけではなく、世界中で同時多発的に急速な実体経済の悪化にみまわれていることがわかります。

図表 13: 世界のマクロ経済指標も同時多発的に悪化

• 世界各国の鉱工業生産指数(前年比)



出所: SPARX, Bloomberg (2008年12月)
 注: 日本、ドイツ、韓国は2008年11月まで

このように中国を含む世界中の主要国で、経済活動の急ブレーキが踏まれています。米国の個人消費が弱含むであろうことを考えると、世界経済は新し

い成長エンジンを探さなければなりません。

米国個人消費の急速な減退に見られるように、民間や家計部門が消費をしないのであれば、合成の誤謬から抜け出すためには政府部門が消費するしかありません。そのため、図表 14 に見られるように、金融政策同様、世界各国で協調した大規模な財政によるリフレ政策が打ち出されました。政府が、先進国の民間・家計部門の需要減退を埋め合わせると宣言しているのです。これまでに発表された財政による景気刺激策の総額は約 3 兆ドル、世界 GDP の約 5% に達しています。

図表 14: 前例を見ない規模の世界で協調した財政による景気刺激策

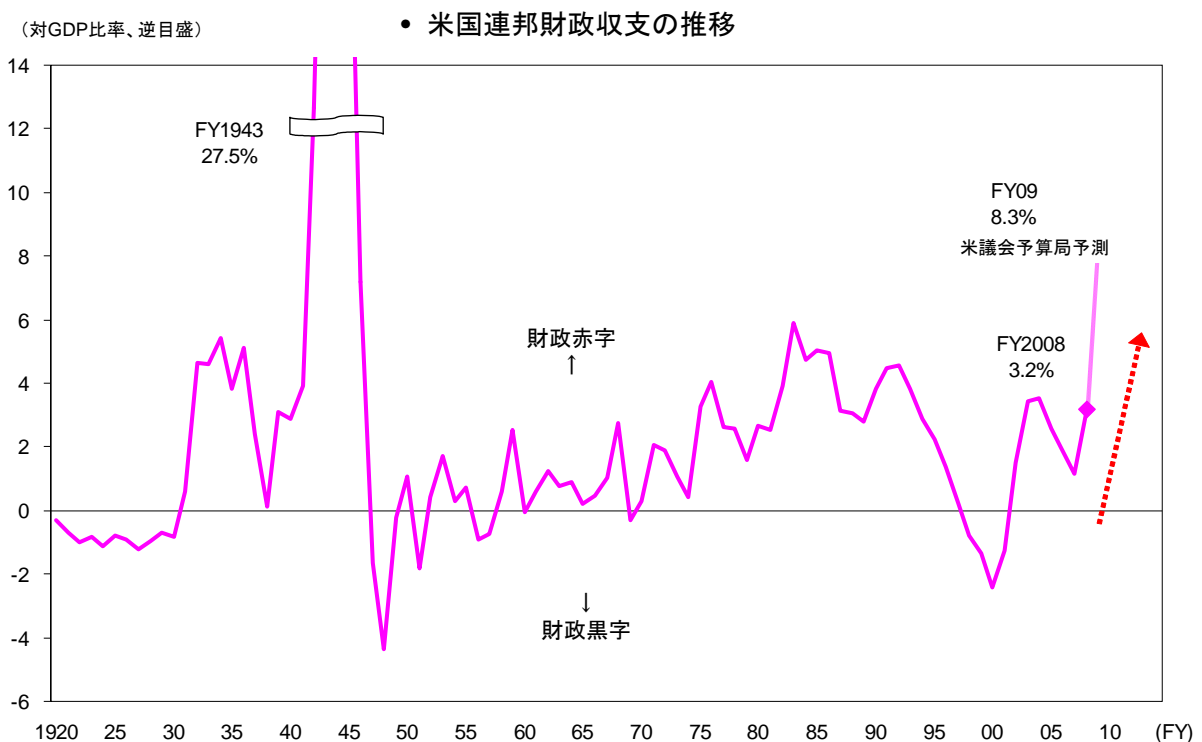
・ 発表された財政による景気刺激策

	事業規模	対GDP比
日本	44 兆円	8.5%
米国	8,250 億ドル	5.8%
英国	413 億ポンド	2.8%
EU	2,000 億ユーロ	1.6%
韓国	14 兆ウォン	1.5%
オーストラリア	255 億豪ドル	2.2%
ロシア	1.0 兆ルーブル	2.3%
インド	2,000 億ルピー	0.4%
中国	4.0 兆元	13.7%
アルゼンチン	132 億ペソ	1.2%
サウジアラビア	4,000 億ドル	75.7%
世界合計	3 兆ドル	5 %

出所：三菱UFJ証券（2009年1月30日）

この様な大規模な政府支出をした結果の悪影響を心配する声もあります。しかしながら、通常の政策では、現状から簡単に抜け出せないことを忘れてはいけません。私たちはまだ、金融危機の真ん中にいるのです。

図表 15: 第二次世界大戦後最大規模に拡大しつつある米国連邦財政赤字



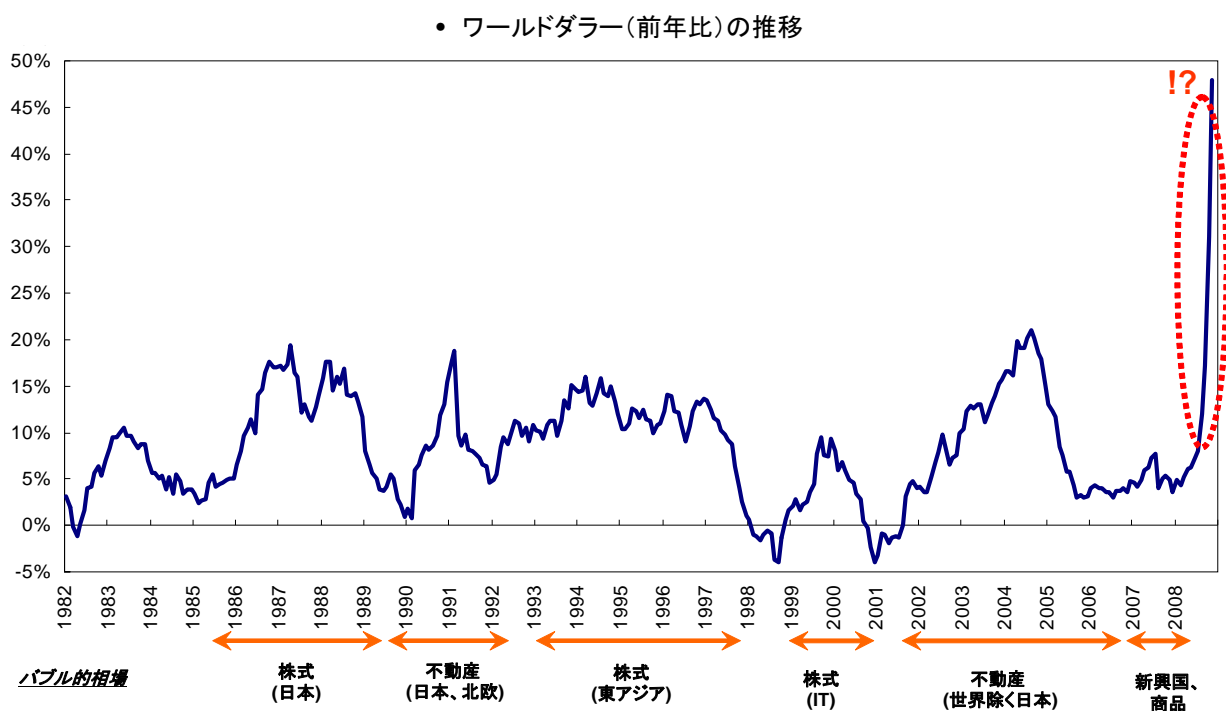
出所： 三菱UFJ証券 2009年1月9日付レポート

図表 15 に示すように、米国の財政赤字は第二次世界大戦後の最大規模にまで拡大しつつあります。前例を見ない状況においては、前例を見ない行動が必要とされます。通常ではあり得ない様な、あらゆる政策が検討されていると思います。問題は、このような大規模な政策対応によって、経済システムの安定を取り戻すことができるかどうかでしょう。私たちは、前例を見ない規

模で、かつ世界で協調して採られている財政・金融政策が、いずれ効果を発揮し始めると考えています。

さて各国当局のリフレ的政策の結果、世界で流通している「ドル通貨」である「ワールドダラー」が、ここ数ヶ月で急速な伸びを示しています。

図表 16: リフレ的政策下で拡大したワールドダラーは何処に向かうのか?



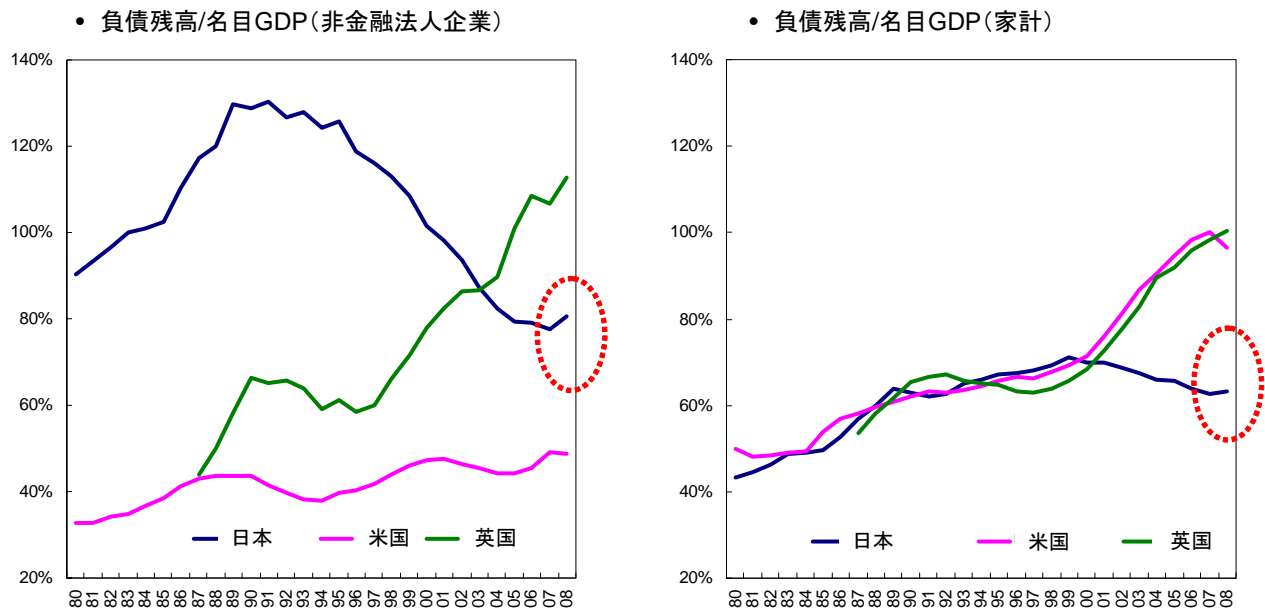
注：ワールド・ダラー＝米国のマネタリーベース＋外国中央銀行保有の米財務省証券
 出所：FRB, ドイツ証券, SPARX (2008年11月)

過去においてワールドダラーが大きく供給されたときには、所謂「バブル」が世界のどこかで発生していました。現時点ではまだ気が早い話ですが、次なるバブルについても頭の片隅に入れておく必要があると思っています。

日本の優位性

さて日本のおかれている相対的な優位性について、少し詳しく見てみます。過剰な信用創造によるバブルが破裂し、今回の金融危機が発生したわけですが、日本と他の国がどのような信用創造のサイクルにあるのかをチェックしてみましょう。

図表 17: 日本の優位性 : 信用創造サイクルの違い



出所 : Goldman Sachs, SPARX (2008年第3四半期)

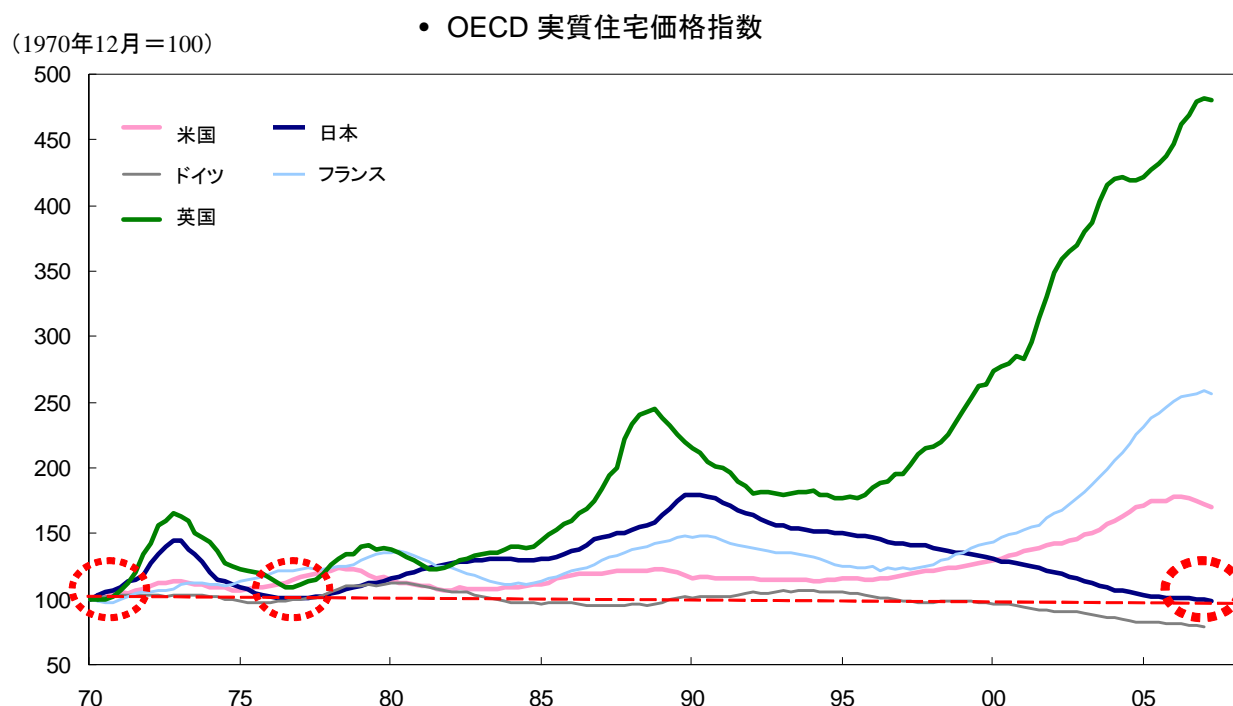
図表 17 をみると、1990 年代後半以降、米国と英国の家計部門における負債の対名目 GDP 比が急上昇しています。一方で日本の非金融法人企業の負債の対名目 GDP 比は 1990 年前後に、日本の家計の負債の対名目 GDP 比は 1998 年頃にピークをつけた後、それぞれ長い期間をかけて低下し、その調整を終えています。更に非金融法人企業の負債比率は、足元で拡大に転じています。

過去10～20年かけて日本はデレバレッジのプロセスを終了したのですが、米国や英国はこれからが調整の本番であることがわかります。

同じようなことが、実質住宅価格の動きでも言えます（図表18）。

日本の実質住宅価格は1990年頃にピークをつけた後低下を続け、今や1970年代の水準で低迷しています。一方で米国や欧州の住宅価格は、2000年以来急上昇を続けており、ようやくピークアウトしたところです。

図表18: 日本の優位性: 不動産価格サイクルの違い



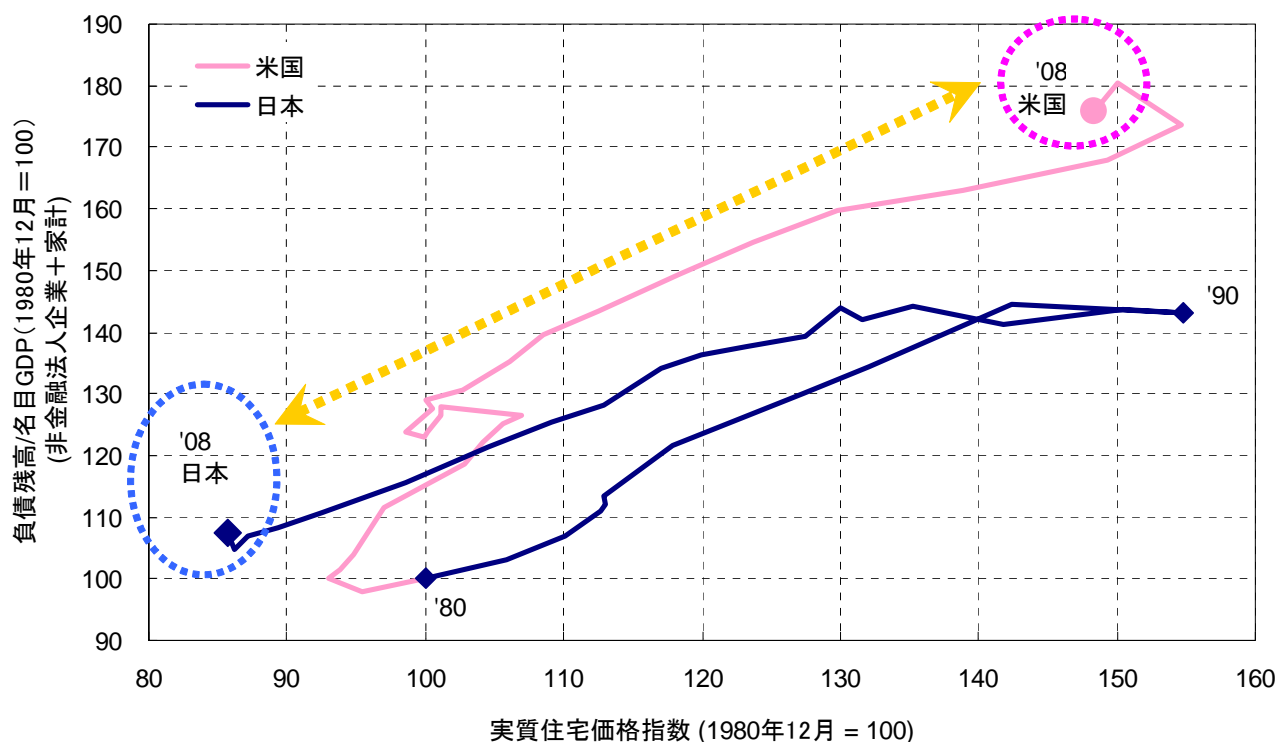
出所: Goldman Sachs, SPARX (2008年3月、ドイツは2007年12月)

これらをひとつのチャートにまとめたのが図表19です。日本の家計や非金融

法人企業は、米国と全く異なるクレジットサイクルに位置していることがわかると思います。

図表 19: 日本の優位性 : 不動産価格と負債残高のレバレッジ

• 不動産価格と負債残高の相関関係



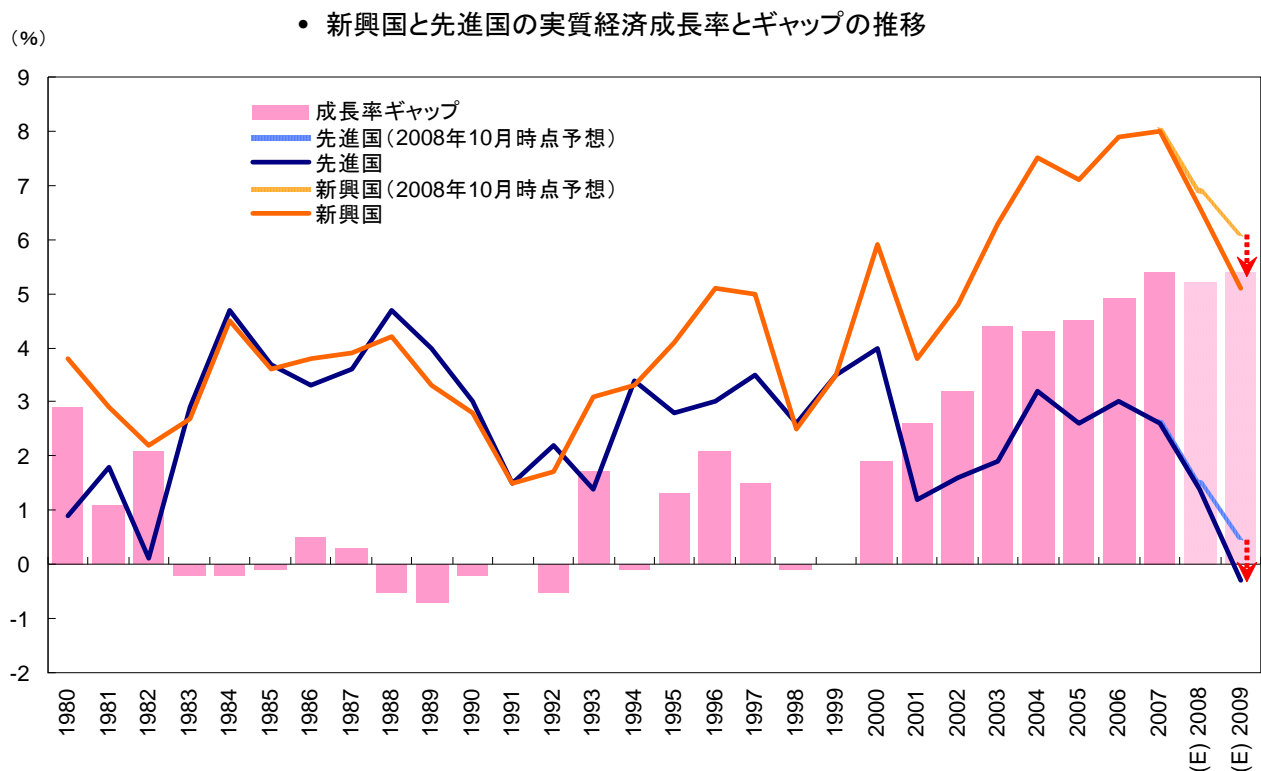
出所 : Goldman Sachs, SPARX (2008年12月末)

日本の不動産価格と負債の水準は、1980年代から1990年のバブル崩壊にかけて、相互に影響しながら上昇してきました。その後18年かけ、ほぼ元の位置に戻ってきており、約30年でグルリと一周しました。一方今日の米国は、日本がほぼ20年前に経験した位置にいます。最終的には、それがどこかを正確に指し示すことはできませんが、日本も米国もこのチャート上の均衡水準に

落ち着くと考えられます。金融市場が落ち着きを取り戻すにつれ、日本が世界のクレジットサイクルで見て優位なポジションにあることが、投資家に再認識されてくると思います。

クレジットサイクルの違いに加え、日本は、先進国の中でアジアの成長の恩恵を最も受け易い位置にあることを忘れてはいけません。

図表 20: 世界経済は相互に影響しあうものの、成長率ギャップは健在



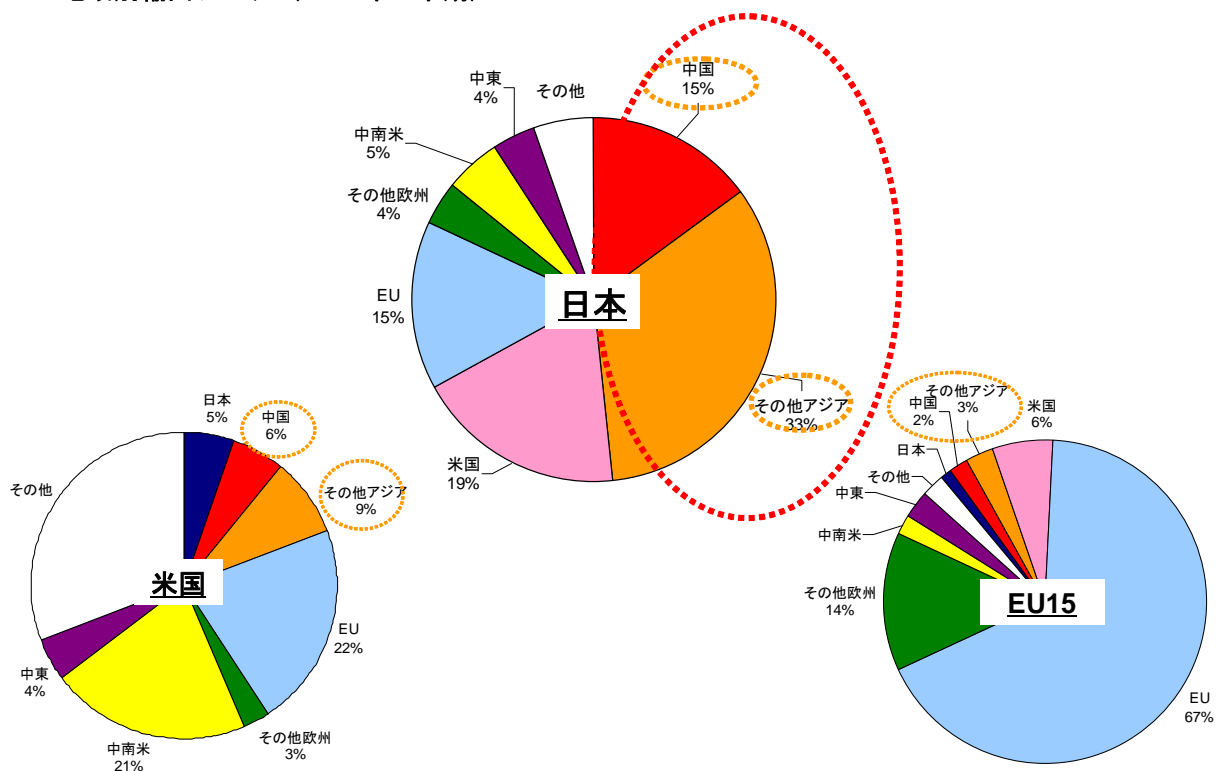
出所: IMF World Economic Outlook Database (October 2008)、IMF World Economic Outlook Update (2008年11月6日付)、SPARX

今回の金融危機にもかかわらず、新興国、特にアジアの新興国は、今後、先進国よりも高い成長率を維持し、非常に大きい成長率のギャップが存在する

と考えています。これは、新興国がキャッチアップ過程の成長ステージにあることや、人口が相対的に伸び続けることを考えると、当然に起こりうることだと思えます。そして先進国の中で日本は、この新興国の成長の恩恵を最も受ける位置にあると考えています。図表 21 は、2008 年上半期の日本、米国、EU の地域別輸出シェアになります。

図表 21: アジア地域の成長の恩恵を受ける日本

・ 地域別輸出シェア (2008 年上半期)



出所: Goldman Sachs, SPARX (2008 年上半期)

米国は輸出先の地域が分散しており、EUは域内貿易のシェアが高いことがわかります。一方で日本は、アジアへの輸出シェアが非常に高く、中国とその他アジアへの輸出が全体のほぼ半分を占め、米国やEUのアジア向け輸出

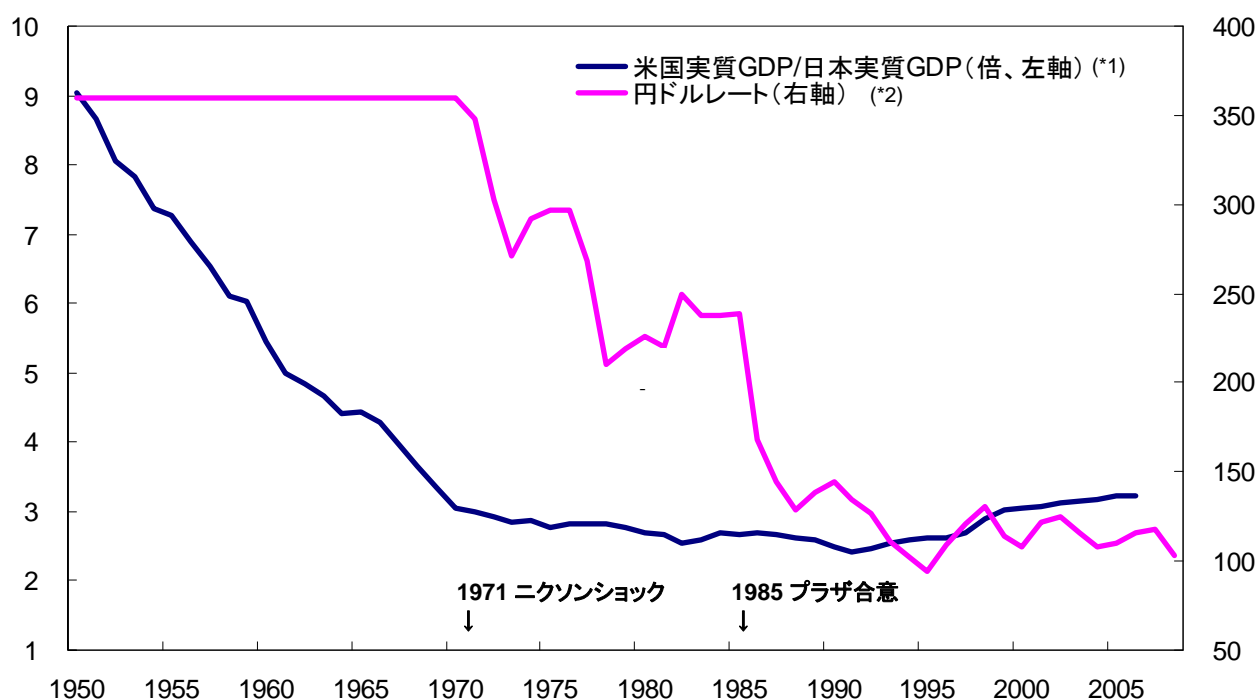
よりも圧倒的に高いエクスポージャーとなっています。このように、新興国の成長の恩恵を最も受けることができるのは、先進国の中では日本だと考えられます。

今後のリスク：為替？インフレ？

最後に、為替、特に米ドルについて考察してみましょう。

図表 22： 相対的な経済力を反映する為替レート

• 円ドルレートと日米実質GDP比率の推移



出所： (*1) Angus Maddison より SPARX 作成 (2006年) , (*2) Bloomberg (2008年)

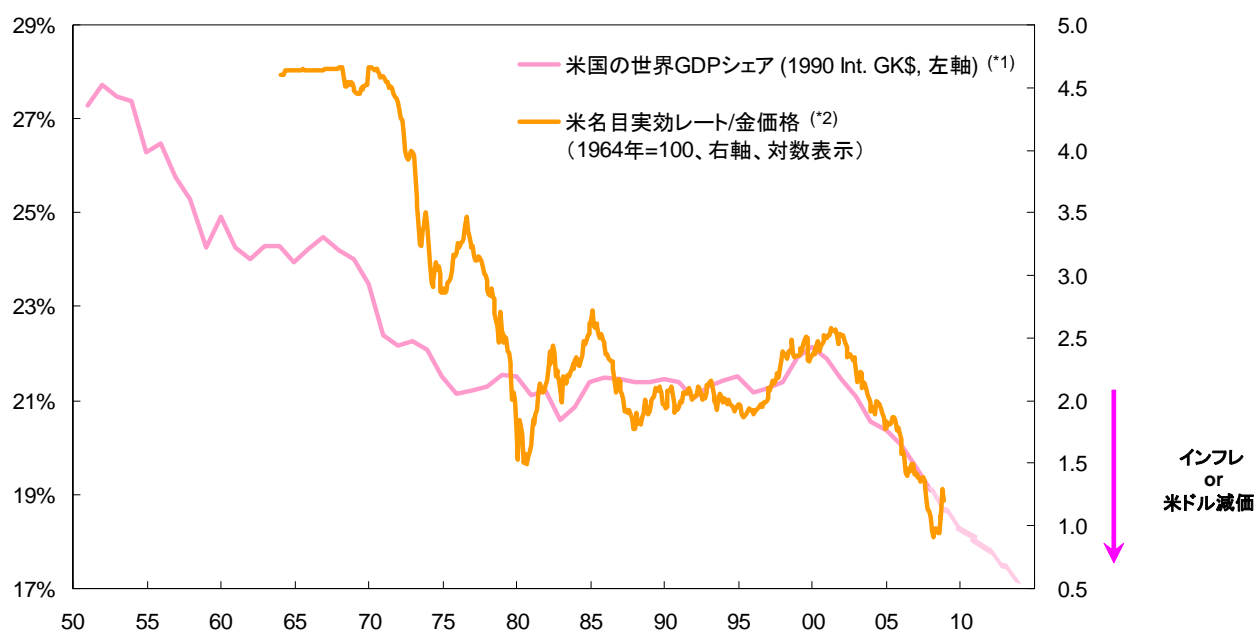
中長期的には、通貨価値はその国の生産性と世界における相対的な関係によ

って決定されると考えています。図表 22 からわかるように、日本が米国に対して相対的に成長していくに従い、対ドルで円高になっています。1990 年代半ばにこの流れは一服していますが、今後の米国におけるデレバレッジの影響を考えると、若干の円高圧力がかかると思われます。しかしながら、一部で言われているような、ドルの崩壊や超円高が起こることは、現時点では想定していません。

次に世界全体で見た米ドルについて考えてみます。

図表 23: 今後のリスク：インフレ？ドル安？

・ 米国の世界GDPシェアと金価格対比の米ドルレートの変遷

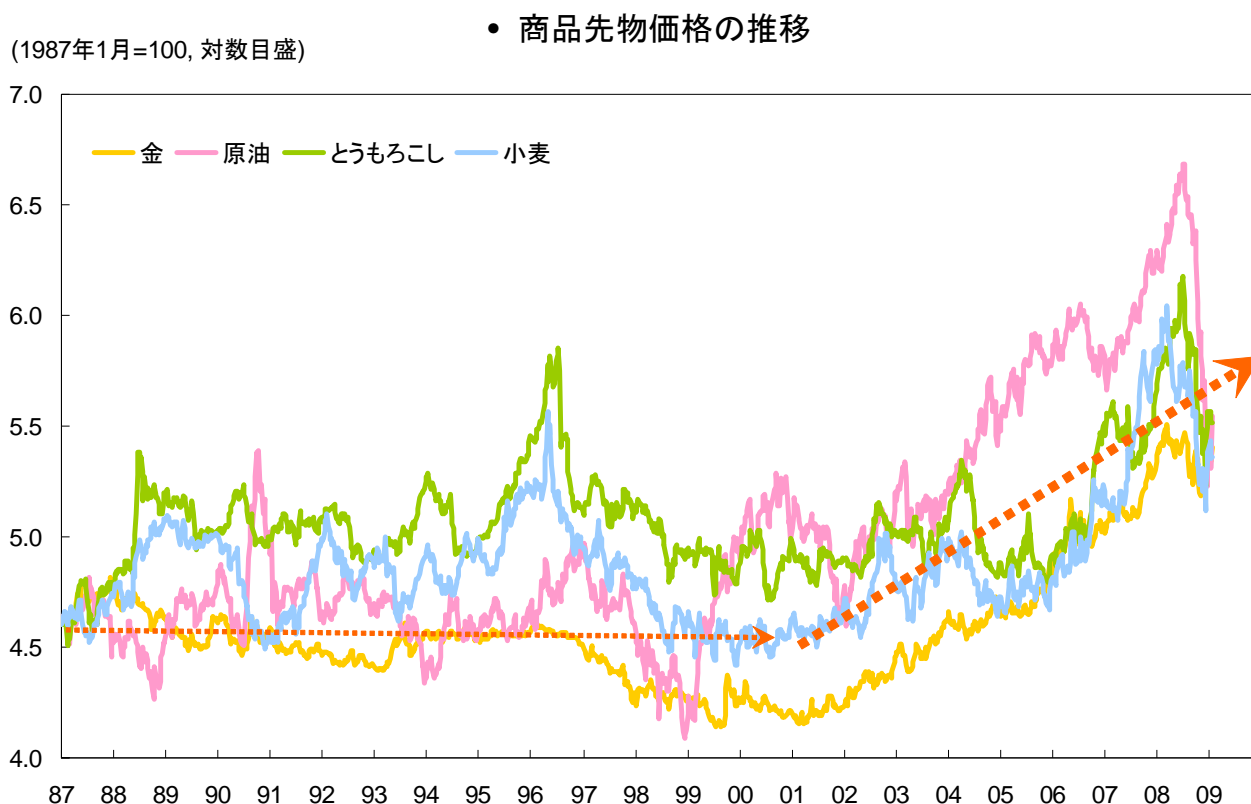


出所: (*1) 1950年～2006年: Angus Maddison から SPARX 作成、2007年～2013年: IMF World Economic Outlook Database (October 2008) から SPARX 推計、(*2) BIS 及び Bloomberg より SPARX 作成 (2008年11月)

図表 23 のピンクの線が実質ベースで見た 1950 年からの米国の世界 GDP シェアで、黄色の線が金価格で実質化した米ドルの名目実効為替レートです。中国を含む新興国の台頭により、2000 年前後から世界における米国の GDP シェアが低下していることがわかります。デレバレッジのプロセスに入っている米国経済と、スピードを落としたとはいえ相対的に高い成長率が期待できる新興国の相対的な関係を考えると、米ドルは人民元のような新興国通貨に対して切り下がる可能性が高いのではないかと考えられます。また名目為替レートにおける調整が十分でない場合には、金価格の上昇やインフレによる米ドルの実質価値の減価があるのではないかと思います。

図表 24 の商品市況の推移をみると、2008 年の商品市況は乱高下を見せたものの、2000 年以降、商品市況は上昇トレンドを維持していることがわかります。

図表 24: 商品価格のトレンドが示唆するものは…?



注: 1987年1月=100として指数化したものを対数に変換

出所: SPARX, Bloomberg (2009年1月23日)

今回の信用危機と世界的景気後退に対応するため、世界各国でリフレ的な財政・金融政策がとられ始めています。金融機関のデレバレッジと景気後退によるデフレ・スパイラルが懸念されていますが、一方で、莫大な規模で実施され始めたリフレ政策が今後インフレを引き起こすかどうかについての議論もなされています。

短期的には、需要減退による需給バランスの崩れから、工業製品の価格は上昇しにくい状況が続くと思われます。また工業製品は、技術革新によって生

産性の向上が見込みやすいので、継続的な価格低下圧力がかかりやすいと考えられます。一方で、供給量の拡大に制約があったり、供給量が限定されている財の価格、すなわち、不動産、株式、一次製品の価格は上昇する可能性が高いと考えています。

最後に

まさに 100 年に一度の金融危機の真っ只中にあり、グローバルな経済システムが大きく見直されようとしている現状において、今後どうなっていくかを判断するのは、非常に難しいと言えます。ただ主要各国が、前例を見ない規模で財政・金融の両面での対策を打っていることは大きな救いです。また、金融システム、実体経済ともに混乱は続いています。大恐慌が再来するといった底なしの不安は解消されつつあると考えています。

いずれ収束を見せるであろうこの 100 年に一度の金融危機の後には、世界経済の新しい秩序が見え始めてくると思います。欧米の個人消費が世界経済に与える影響は徐々に縮小し、アジアは輸出依存型経済からの脱却を見せると考えています。また今後は、アジア域内の貿易が更に拡大し、アジアの内需の重要性が高まってくると思われます。

しばらくの間は、政府部門が大規模な財政支出で欧米の個人消費縮小による需要減を埋め合わせることになるでしょう。代替エネルギーや、環境関連、社会インフラ等については、米国や中国による景気刺激策の目玉として掲げられているものであり、今後の需要とビジネスチャンスの拡大が期待できる

と思われます。

日本株については、金融市場が落ち着きを見せ、投資家が求めるリスクプレミアムが正常化が進むだけでも、大幅に売られた反動で大きなリバウンドが期待できると考えています。また日本の持つ高い技術力、高いブランド力、木目細やかなサービスは、今後のアジア地域の内需拡大の恩恵を受けると考えられます。加えて今後、政府部門による需要創出が見込める代替エネルギーや環境関連、社会インフラ投資等の分野についても、日本のエネルギー効率の高さや技術力が世界で評価されてくると思います。

株式市場のリバウンドと次なる世界経済の成長の芽を見据えながら、投資へ向けた準備を十分に進めるべき時だと考えています。



本資料は、スパークス・アセット・マネジメント株式会社が情報提供のみを目的として作成したものであり、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。また有価証券の取引を勧誘する目的で提供されるものではありません。スパークス・アセット・マネジメント株式会社とその関連会社は、本資料に含まれた数値、情報、意見、その他の記述の正確性、完全性、妥当性を保障するものではなく、当該数値、情報、意見、その他の記述を使用した、またはこれらを依拠したことに基づく損害、損失または結果についてもなんら保証するものではありません。ここに記載された内容は、資料作成時点のものであり、今後予告することなしに変更されることもあります。また、過去の実績に関する数値等は、将来の結果をお約束するものではありません。この資料の著作権はスパークス・アセット・マネジメント株式会社に属し、その目的を問わず書面による承諾を得ることなく引用または複製することを禁じます。

スパークス・アセット・マネジメント株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第 346 号

加入協会：（社）投資信託協会会員／（社）日本証券投資顧問業協会会員