

# 本年の世界経済・市場動向 ～抑えるべきポイントは？

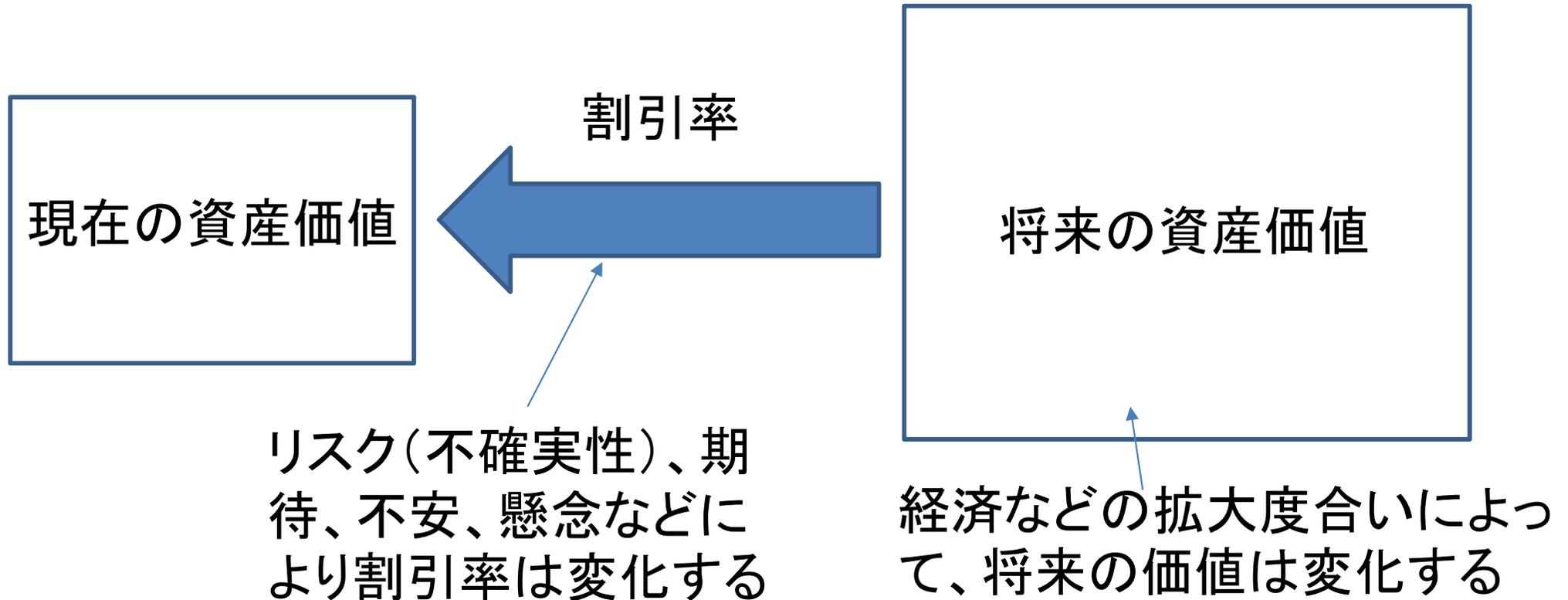
2014年2月21日

ブーケ・ド・フルーレット（略称：B d フルーレット）

代表 馬淵 治好

ブーケ・ド・フルーレット ホームページ <http://bd-fleurettes.eco.coocan.jp/>

# 資産(株式、債券、為替)価格を決めるもの

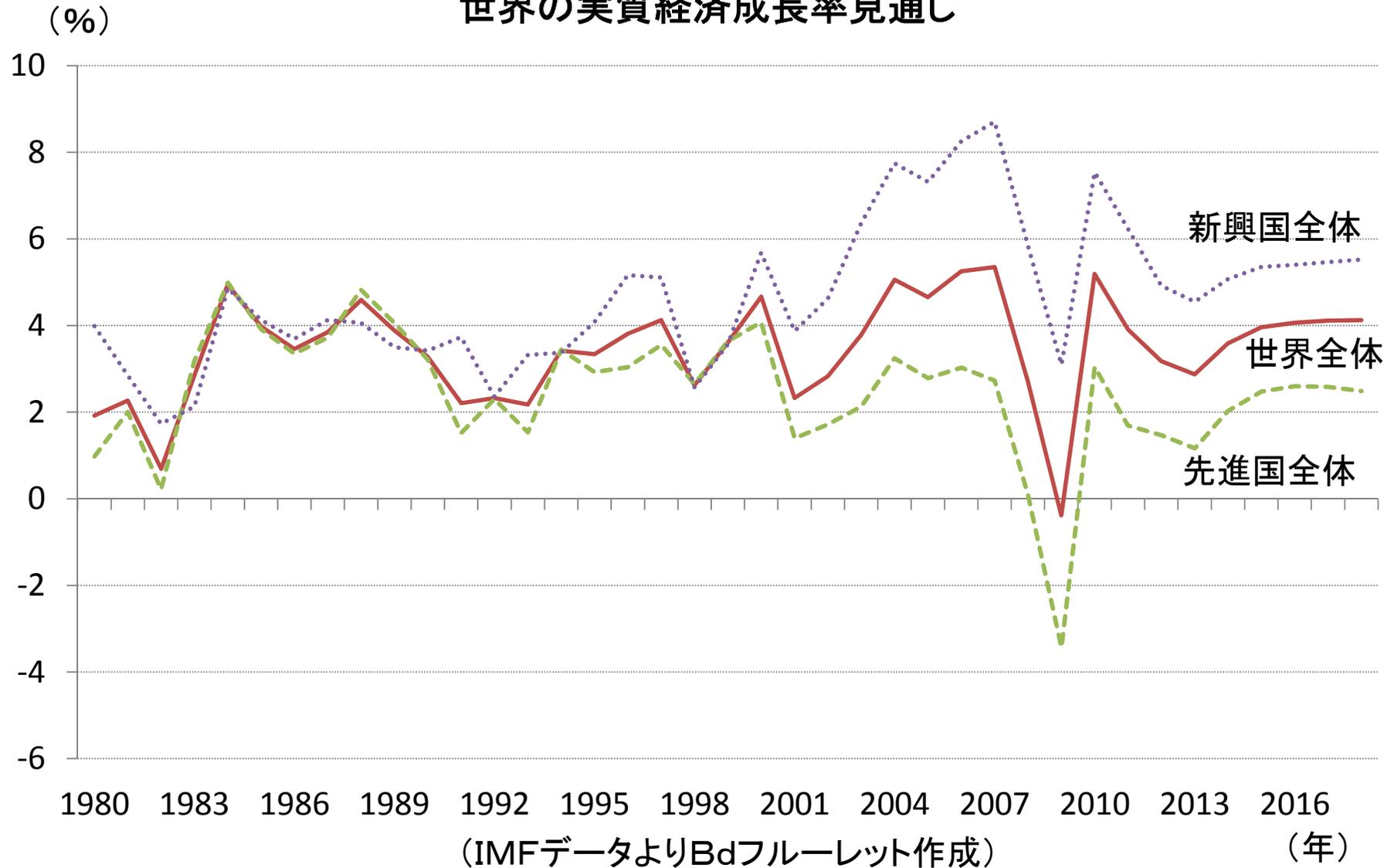


ある資産の価値が、5年後に確実に3億円になっていると、皆が信じれば、その資産の価値は今すぐに3億円になるだろう。しかし実際には、そうなるかどうかはわからないので、3億円より安い値段になる。この掛目(安くなる度合い)が割引率だ。

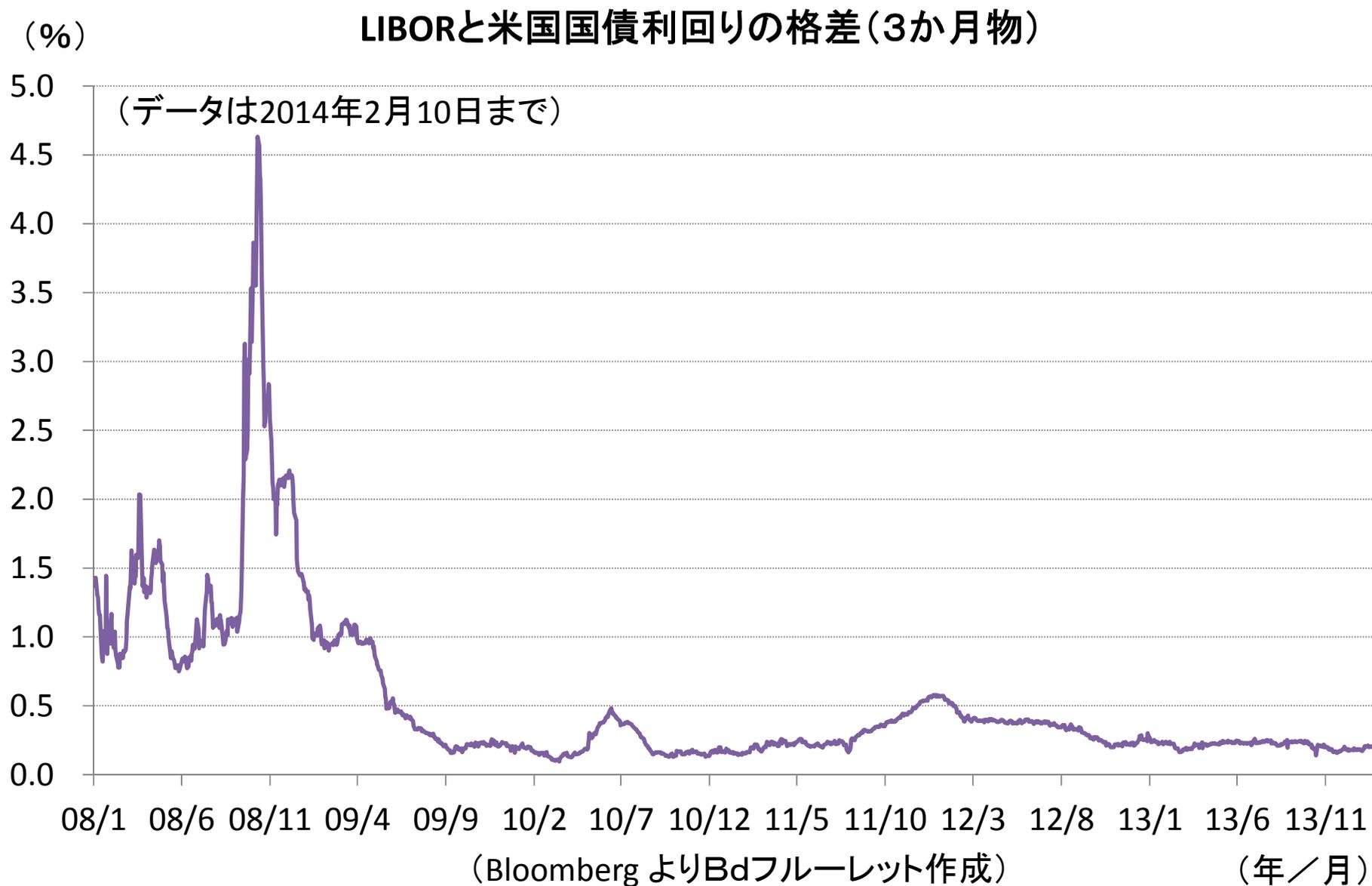
現在の資産価値は、おおむね経済成長とリスクによって決まる。経済成長率が高ければ、将来の資産価値が増大する可能性が高い(ただし債券は、償還時の価値が決まっている)。リスクが低下すれば、不確実性が薄らぎ(割引率は低下して)現在の資産価値が将来の資産価値に近づく(将来の資産価値に向けて現在の資産価値が増大する)。もちろん、経済成長とリスクの間にも関係がある。

# (参考)世界経済見通し

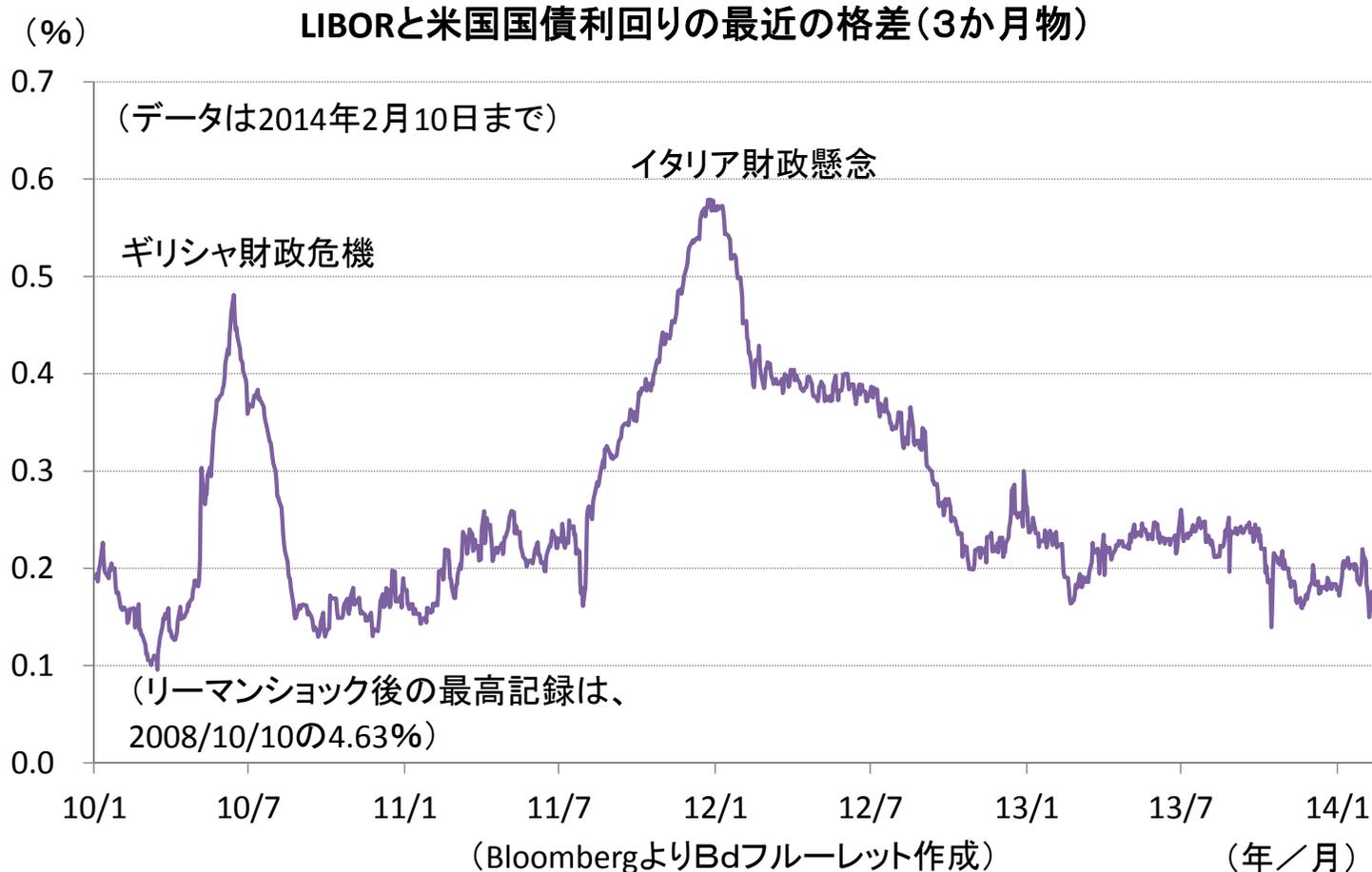
## 世界の実質経済成長率見通し



# (参考) 長期的なLIBOR・米国債利回り格差



# 金融危機は封じ込まれた感が強い



- 起こりうるリスクには極めて多くの種類のものがある(景気変動、異常気象、農作物の豊作・不作、戦乱ないし軍事的緊張、政治の混乱、疫病、新発見・新発明、ブームとバスタ、など)。
- しかし近年の、特に先進国におけるリスクは、日本の不良債権問題、米国のサブプライムローン問題、欧州の財政懸念など、ほとんどが金融機関関連であった。
- サブプライムローン問題を反省点として、各国は共同で銀行業が過剰に利益を追求することを規制する方向(BIS規制、ボルカールールなど)で、金融危機は封じ込められた感が強い(ただし人間は、極めて遠い将来に同じようなことを繰り返す恐れはある)。

LIBOR(London Interbank Offered Rate、ロンドン銀行間金利)は、銀行間で資金を融通し合う時の金利。これが高い場合、銀行同士で貸し先の経営を不安視し、高い金利を要求していることを意味する。

# 足元の市場波乱の背景

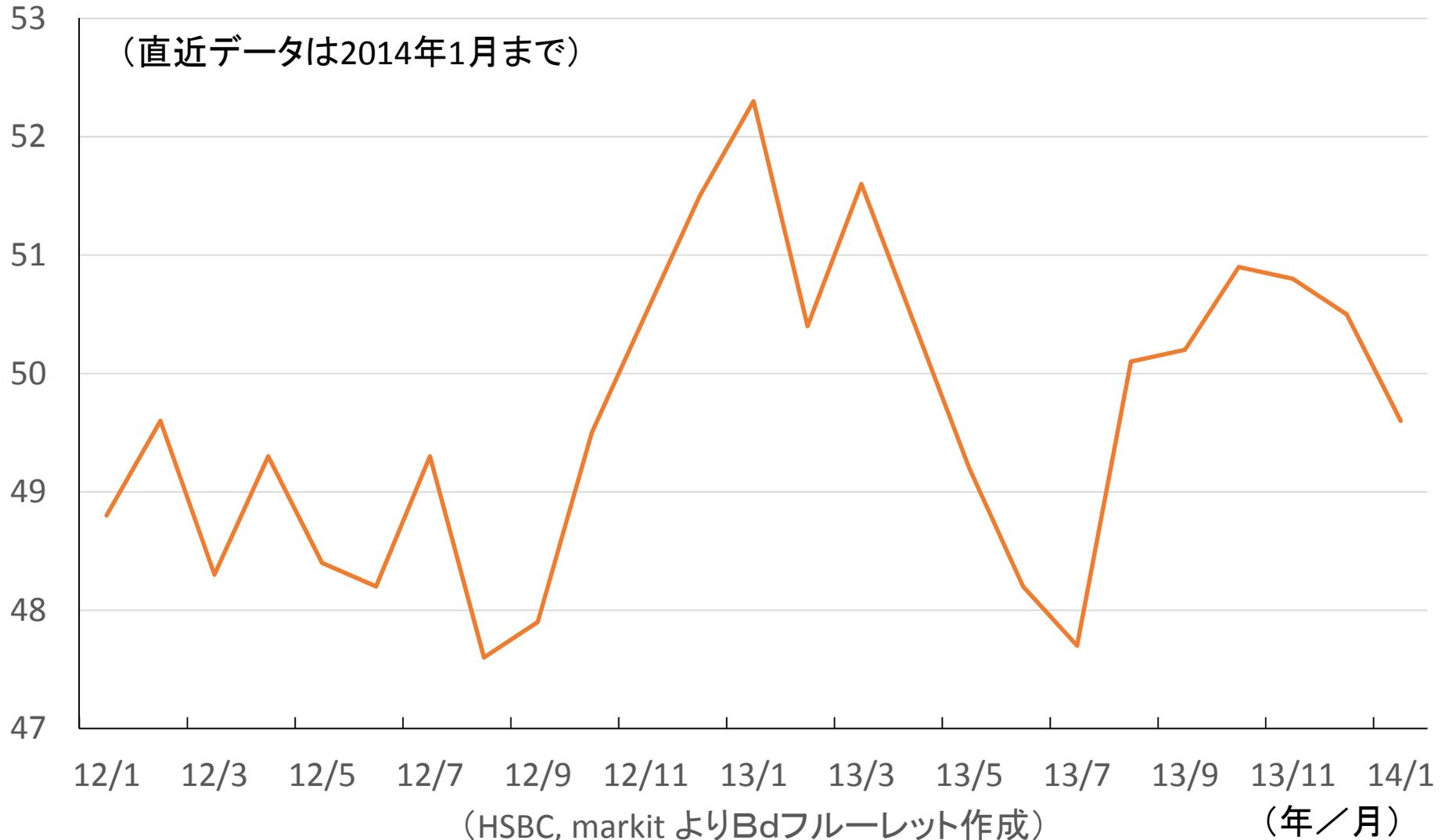
～心理的な動揺で、一過性～

# 足元の市場波乱の背景

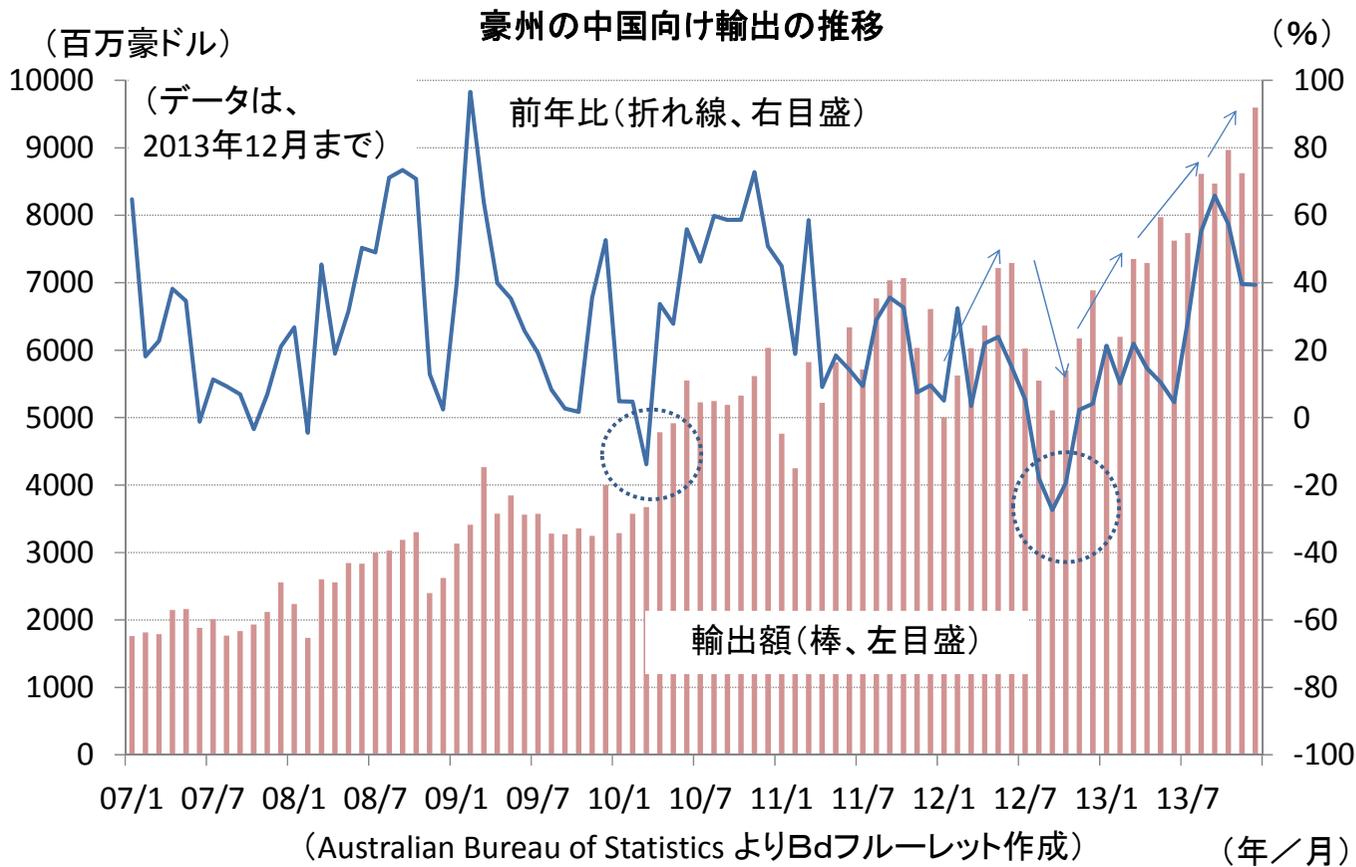
- 1/23(木)から、突然世界市場は、株安、外貨安(円高)へと振れた。特に新興諸国株・通貨に調整の大きなものが目立った。
- 材料として取り上げられたのは、①中国の今年1月分のHSBC製造業業況感指数が悪化し、中国経済に対する悲観論が湧き起り、中国関連企業の株価や中国と関連が深いとみられる豪ドルなどに売りが嵩んだ、②アルゼンチンの外貨準備が、昨年1年間で3割近く減少し、アルゼンチンペソ買い介入の原資が枯渇するとの思惑から、ペソが暴落(1/23(木)一日で対円で12%)、他の新興国通貨(特にトルコリラ)についても売りが広がった、の2点だ。
- しかし、その2つの理由とも、ここまで他国市場を巻き込むような悪材料とは考えにくい。日米等主要国の経済実態にも何の深刻な変化もない。
- もともと、新興国全般に対する漠たる懸念があり、日米の景気や株価の先行きについても「そんなにうまくいくのだろうか」との理由のない不安感があった。こうした不安感から、利食い売りや投げ売りが心理的に出やすいところに、たまたま上記の材料が売りの口実として使われたということが、真相だろう。
- 実際、幸いにして、世界市場の動揺は短期間で収束しつつある。

# (参考) 中国HSBC製造業業況感指数

中国HSBC製造業業況感指数の推移



# 中国の景気を他国から見ると...



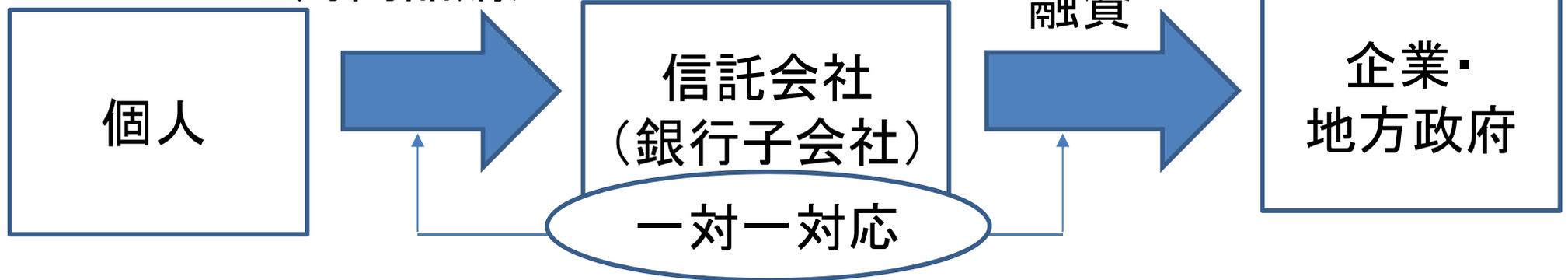
- ▶ 豪州の貿易統計で世界の市場が振れることがある。これは、中国が豪州から鉄鉱石や石炭、銅鉱石などの資源を盛んに買い付けており、中国は豪州にとって第一位の輸出先(第二位は日本)であるため、豪州の輸出統計の増減が中国景気についての市場の見方を左右しているからだ。
- ▶ 豪州から中国向けの輸出額をみると、さすがに2012年6月をピークに9月までは減少し、前年比も8～10月分は2010年3月以来のマイナスとなった(丸印)。しかし輸出額は、2012年10月以降は多少の変動がありながらも増加傾向で、同年11月以降の前年比はプラスに復帰した。どうも中国の景気は、市場が恐れているほどは悪くないようだ。

# 中国のシャドーバンキング問題

## 【その1】



## 【その2】 理財商品購入



中国のシャドーバンキングは、上記の2つの形態が主。

米国のサブプライムローン問題と同様との声があるが、下記の2点で異なる。

1) サブプライムローンは、ローンの貸し手である銀行が損失を被り、銀行の経営危機に波及した。銀行は損失回避のためローンを証券化し転売したが、その買い手も多くが銀行で、銀行間でつけ回しをしたに過ぎなかった。

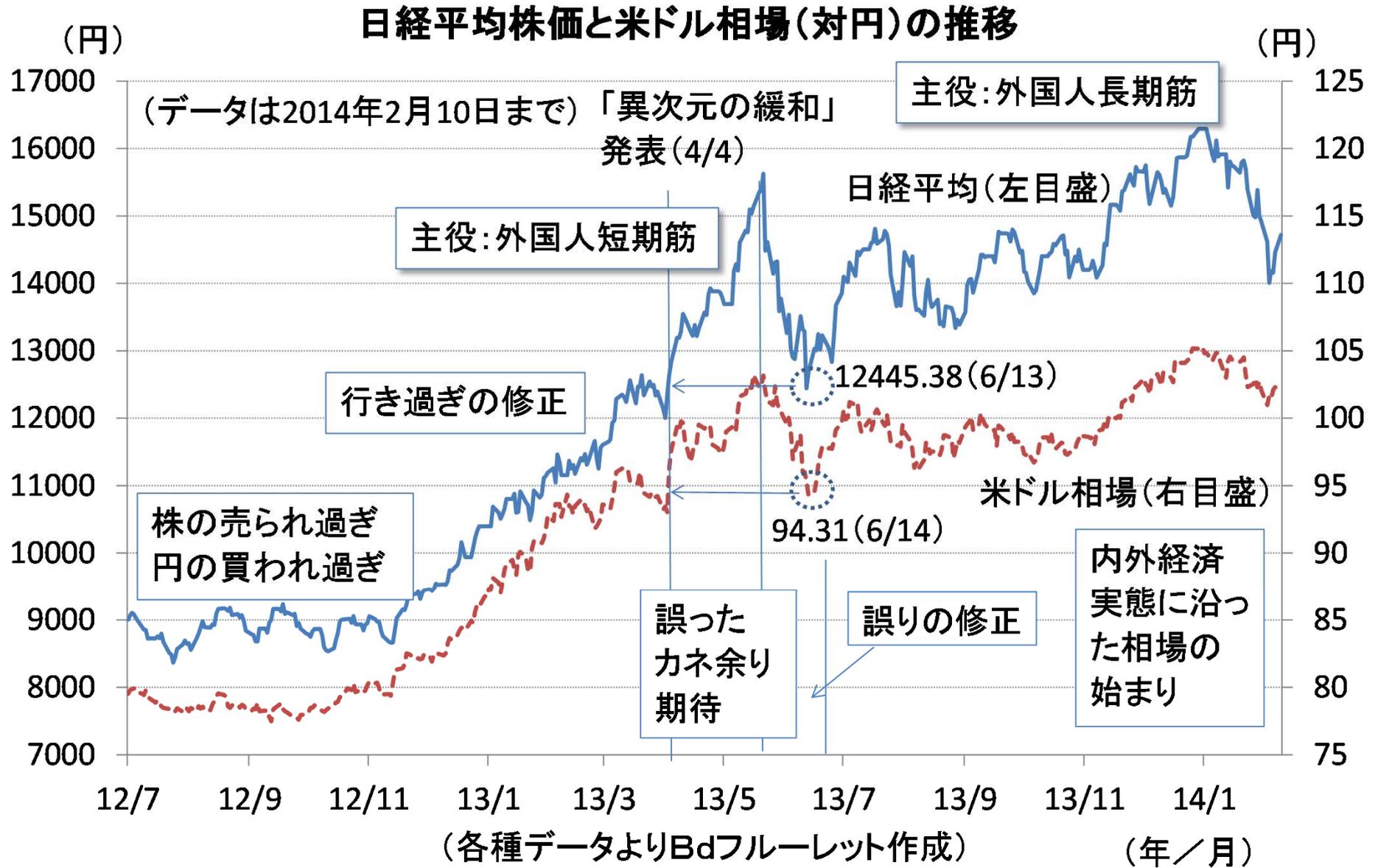
中国のシャドーバンキングは、融資が破たんすれば資金の出し手がかぶり、銀行は原則損失を被らない。

2) サブプライムローンは、住宅市場の悪化で、ほぼすべてのローンが一斉に悪化した。

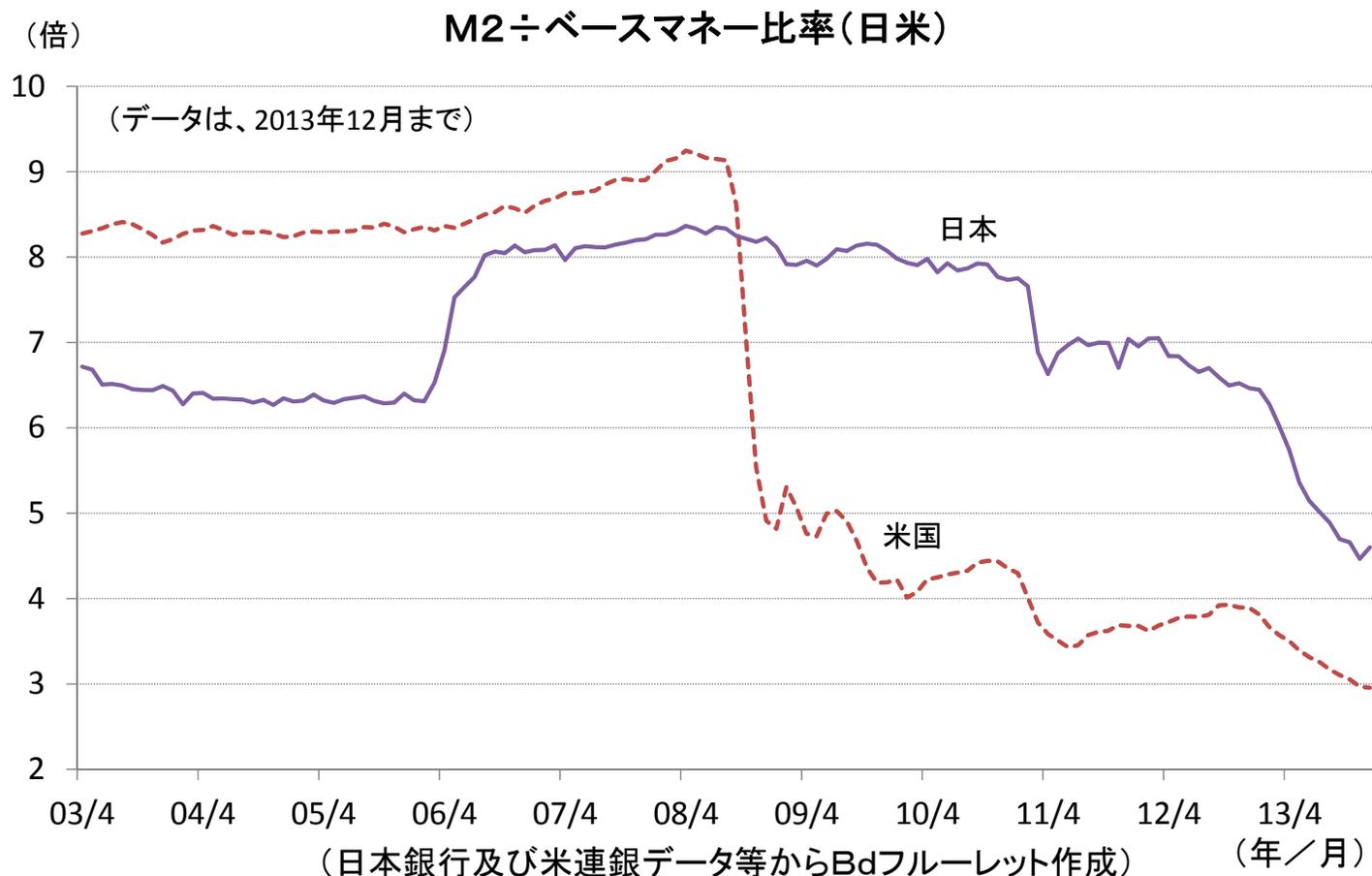
シャドーバンキングは、個々の融資の個別性が強い。

消費増税をうまく跳び越えるか  
～国内雇用の基調はじわりと回復～

# これまでの国内株価と円相場の動きを振り返る



# ばら撒くほどはカネ余りにっていない



- 日本と米国において、M2(経済全体に出回ってるお金の量)÷ベースマネー(中央銀行が撒いたお金の量)の比率を計算すると、近年は低下傾向にある。つまり、中央銀行がお金を撒くほど経済は金余りにはなっていない。
- これは、中央銀行が銀行にいくら現金を渡しても、資金需要が弱いため、銀行からその外側に、融資などの形でお金が流れ出していきにくいいためである(資金需要が強まれば、その結果としてはカネ余りになりうる)。
- したがって、量的緩和でバブルになる、逆に量的緩和を止めると株価が大幅に下落する、一時史上最高の円高になったのは日銀のせいだ、等々は、ことごとく怪しい議論であると言える。

M2はマネースtock統計の一種で、現金+当座預金+普通預金+定期預金。現金や預金の形で、経済全体に出回っているお金の量を測る。  
 ベースマネーは、中央銀行が撒いたお金の量を測る統計で、銀行券(中央銀行が発行した紙幣の残高)+民間銀行が中央銀行に保有している当座預金の残高。  
 ちなみに日米のマネーの前年比伸び率(2013年10月→11月→12月)は、  
 日本～ベースマネー:45.2%→52.5%→46.5%、M2:4.2%→4.4%→4.2%  
 米国～ベースマネー:37.4%→39.2%→38.9%、M2:6.8%→6.1%→5.5%



# QE3の縮小を受けて、市場は？

## QE2とQE3時の、銀行の資産額変化

| (単位:億ドル)                        | 連銀の債券<br>買入額 | 商業銀行の<br>ローン残高 | 商業銀行の<br>現金保有額 |
|---------------------------------|--------------|----------------|----------------|
| QE2時(2010/11~2011/6)            | 6000         | -402           | 6311           |
| QE3+ツイストの片側<br>(2013/1~2013/12) | 10200        | 1456           | 8783           |

(米連銀データより、Bdフルーレット作成)

- そもそも量的緩和について考えれば、連銀が景気回復を万全なものにしようと、特別大サービスの甘い薬を投与していたものが量的緩和であったと言える。甘い薬を投与していた、米国経済という半病人が、徐々に健康体に近付いているため、処方している薬を体力に合わせて減らそう(薬を一気に全部取り上げるというわけではなく、薬は与え続けるが、その量を減らすだけ)、というのが、量的緩和の縮小と解釈できる。
- とすれば、甘い薬が少なくなることを心配するより、半病人が健康になってきている、ということを感じすべきだろう。米国株式市場も、徐々に心配から好感へと、量的緩和縮小に対する反応を変化させているように見える。

# 日本の量的緩和は？

## 異次元の緩和開始からの、銀行の資産額変化

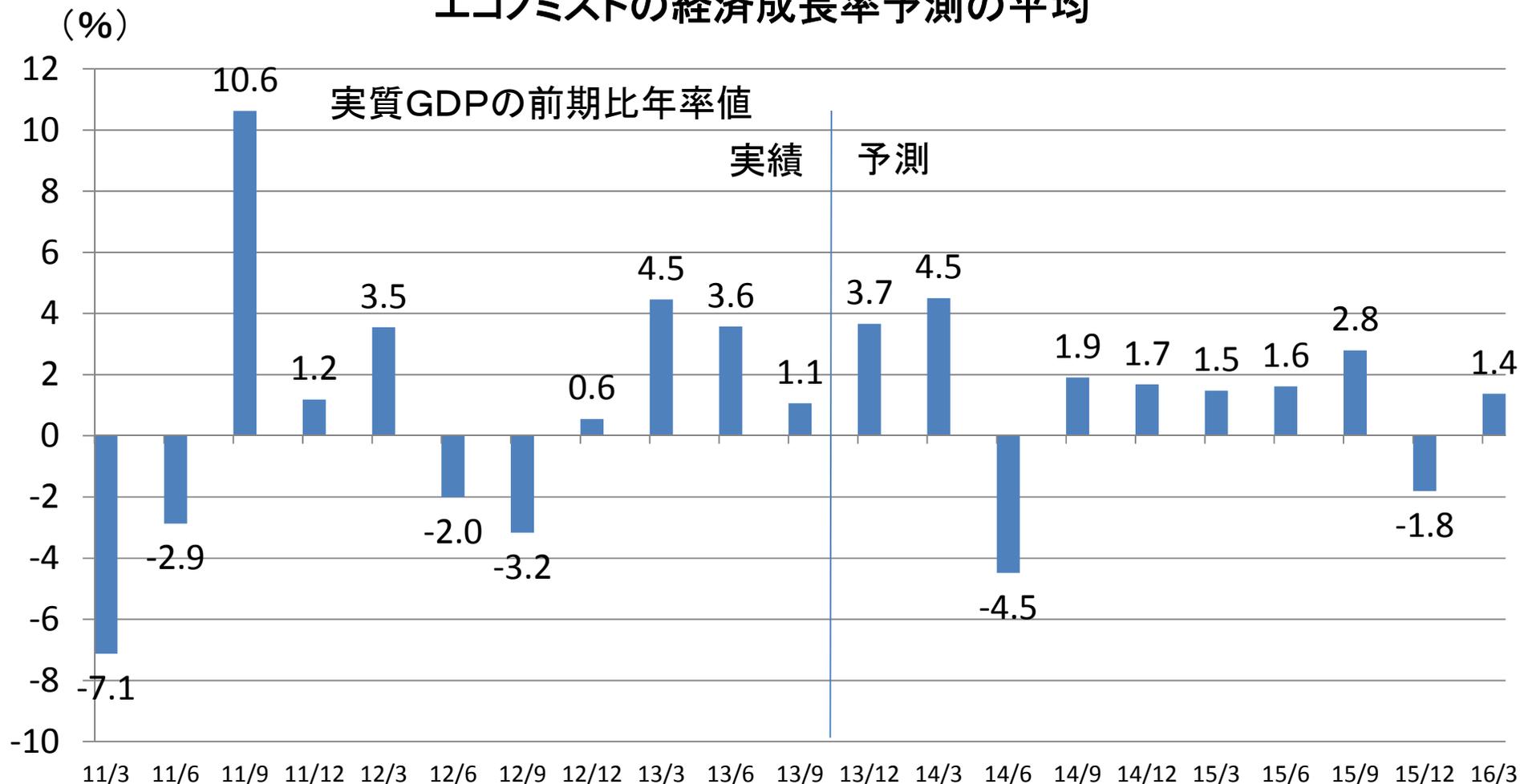
| (単位:兆円)                       | ベースマ<br>ネー増加額 | 銀行の貸出<br>残高 | 銀行の準備<br>預金額 |
|-------------------------------|---------------|-------------|--------------|
| 異次元の緩和開始後<br>(2013/4~2013/12) | 58.72         | 6.83        | 54.48        |

(日本銀行データより、Bdフルーレット作成)

- 日銀が、4月からの消費増税の悪影響を相殺するため、増税の前や増税と同時に追加緩和する、との声も聞こえる。しかし、仮に3、4月に消費増税の悪影響が甚大であろう、と推察できるのであれば、今でも推察できるだろう。今、追加緩和が無い、ということは、3月や4月に(まだ消費増税の悪影響の度合いがどの程度かわからないのに)追加緩和することはない、ということだ。
- したがって、追加緩和があるとすれば、消費増税により景気が著しく悪化した、という事態を把握してからになろう。もしそのシナリオが現実化すれば、追加緩和の前に株価は大幅に下落しているだろう。まだ景気が悪くなっていないのに、がんがん緩和してくれる、という虫のいいシナリオはありえないだろう(逆に、4月までに追加緩和しなければ株価は大暴落、というシナリオも、そう唱える人が勝手にそう思っていればいだろう)。

# (参考) 経済予測の平均値

## エコノミストの経済成長率予測の平均



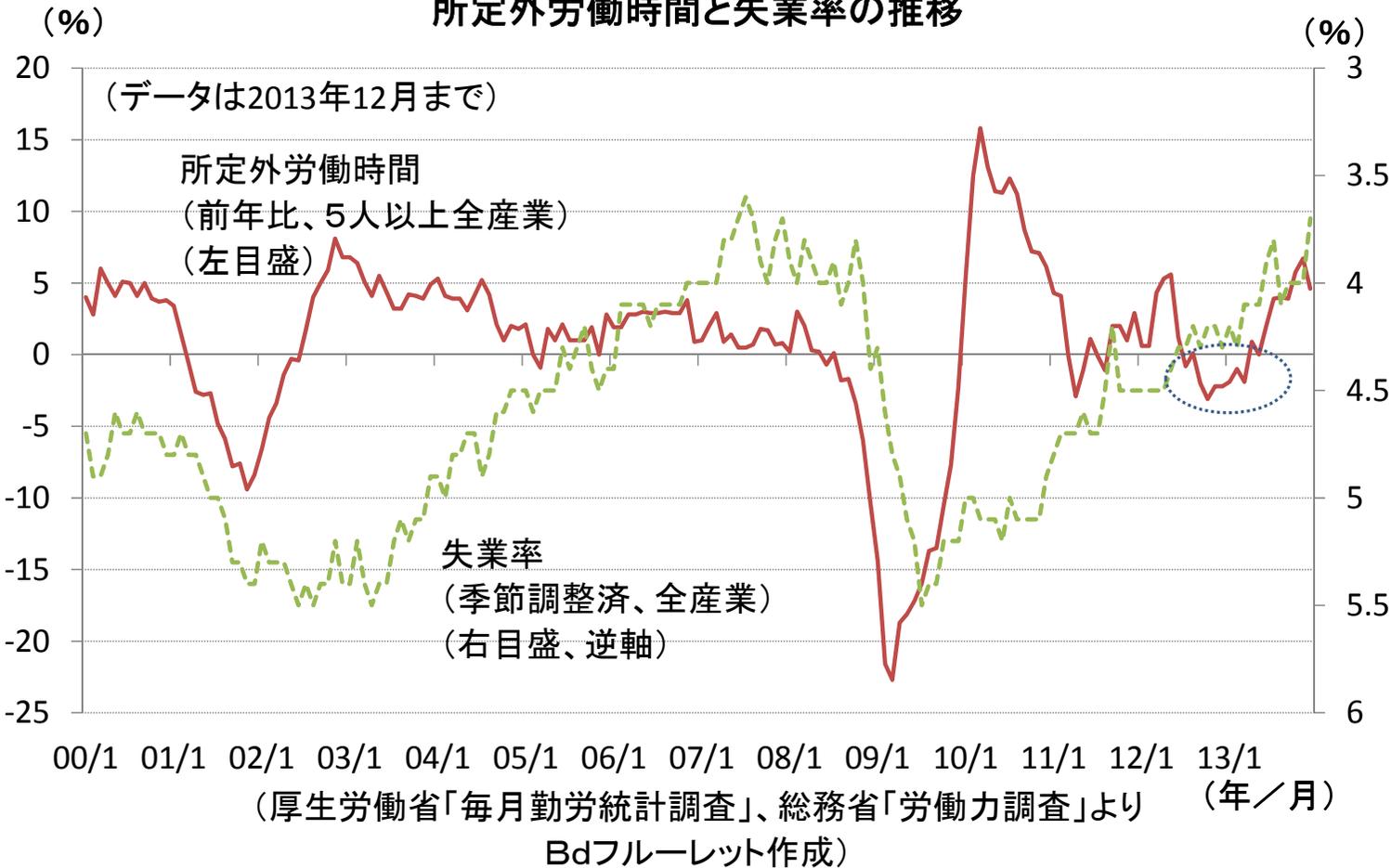
(内閣府データ(2013年12月9日時点)及び「ESPフォーキャスト調査」(年/月)

(2014年1月15日、日本経済研究センター)より

Bdフルーレット作成)

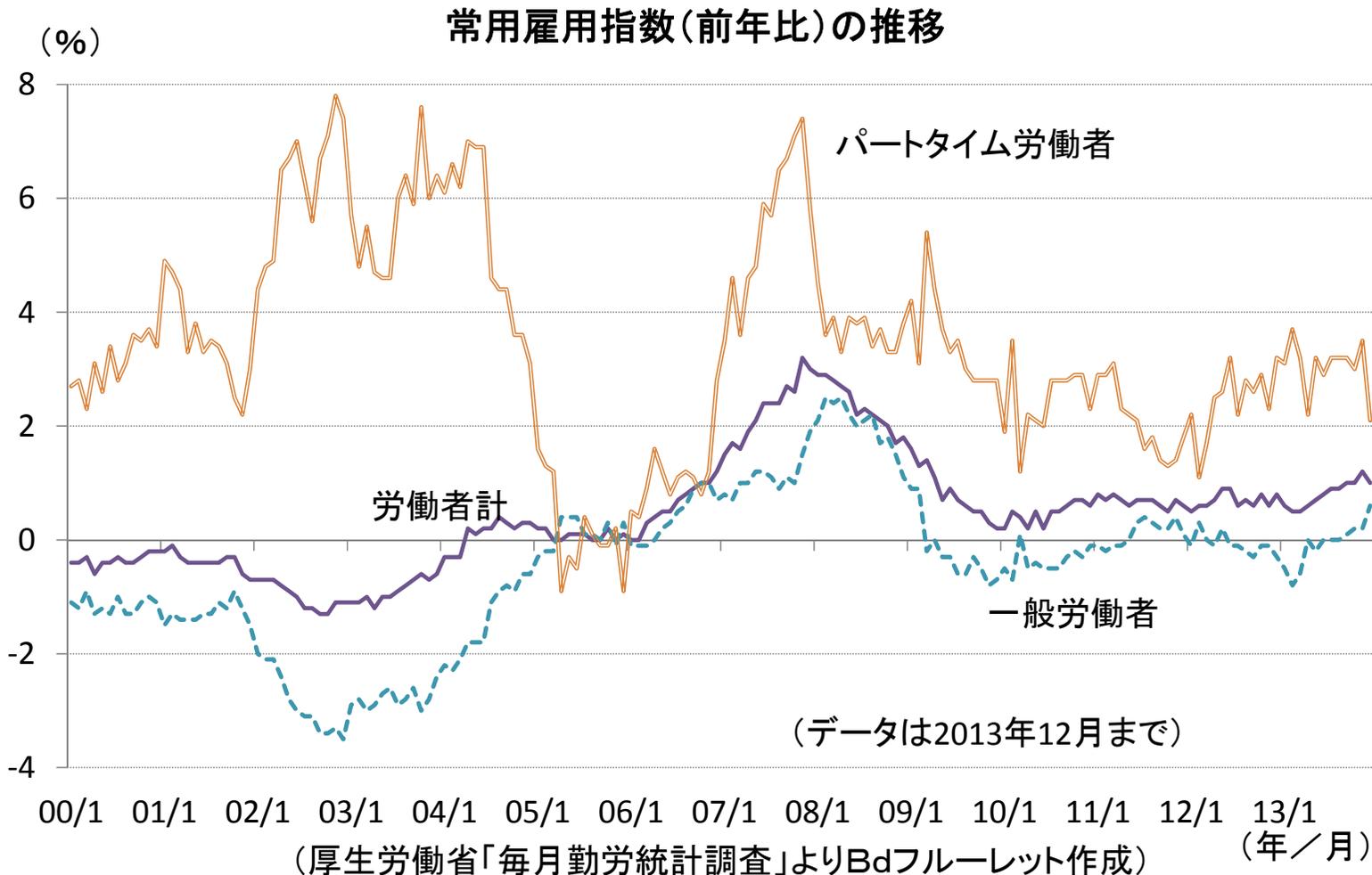
# 残業が遅れて増加

所定外労働時間と失業率の推移



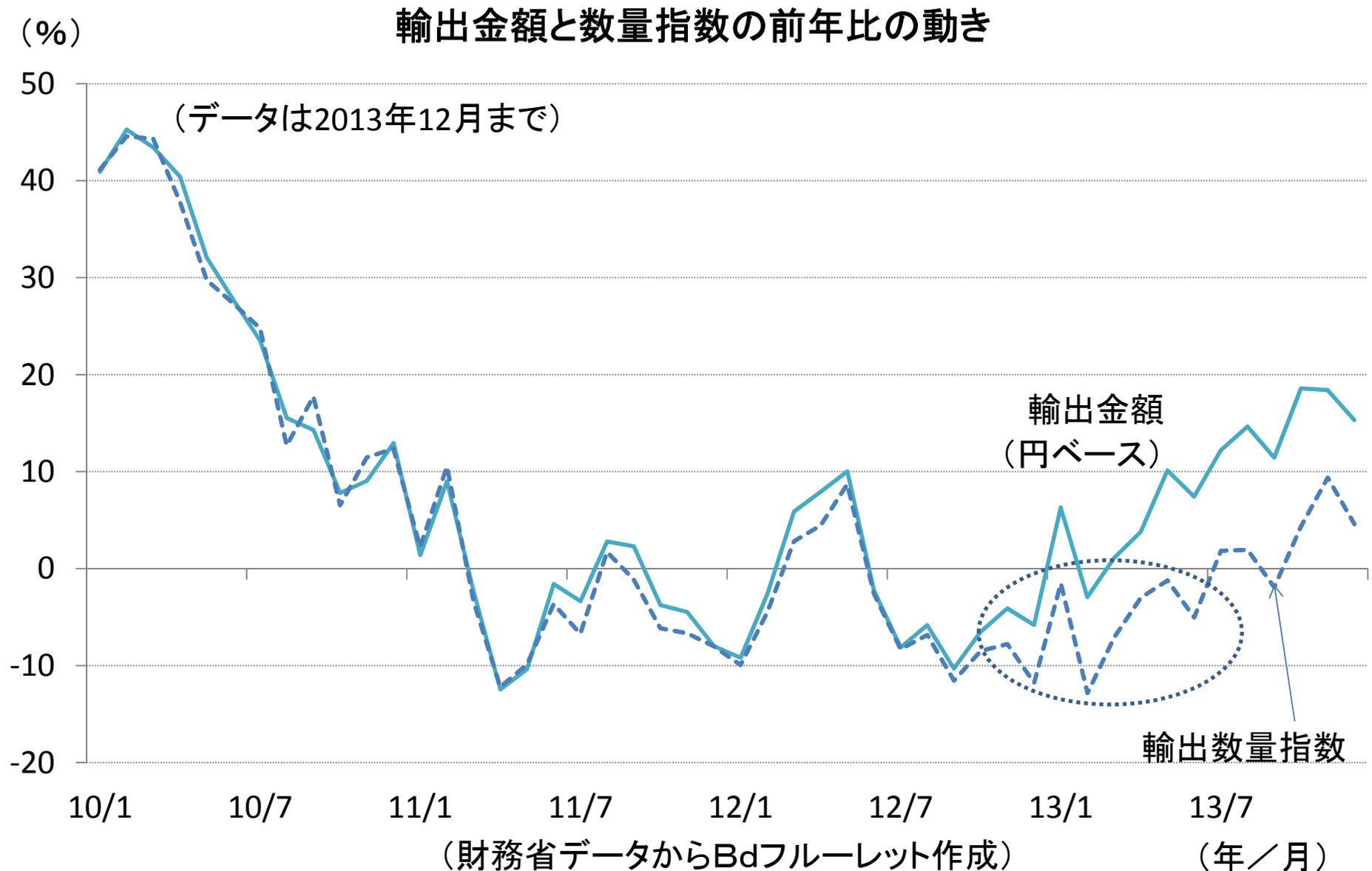
- 通常、景気回復初期には、企業は「仕事量増大⇒当初は残業増で対応⇒次第に雇用を増加」といった順番で対応する。
- ところが2012/7～2013/3 (図の丸印)は、失業率が低下(左図では右目盛が逆軸のため、グラフの線は上昇)していたものの、残業時間(所定外労働時間)の回復は遅れていた。
- 当時は、雇用を増やしてはみたものの、それに見合う仕事量の増大が生じていなかったのかもしれない。
- 最近所定外労働時間前年比がプラス圏に復したことは注目点だ。

# 雇用増もパートタイムから正社員へ



- 現在は、労働者数全体は増えてはいるが、パートタイム労働者が中心で、一般労働者(正社員等)の雇用は抑制気味である。
- この点では、リーマンショック前の状況(パートも正社員も増えていた)より、ITバブル崩壊後の景気回復期(2002年から)に状況に近い。当時は「回復感なき景気回復」と言われていた。
- ただし、直近で一般労働者の伸びが高まったことに期待したい。

# (参考)数量で見た日本からの輸出の伸び

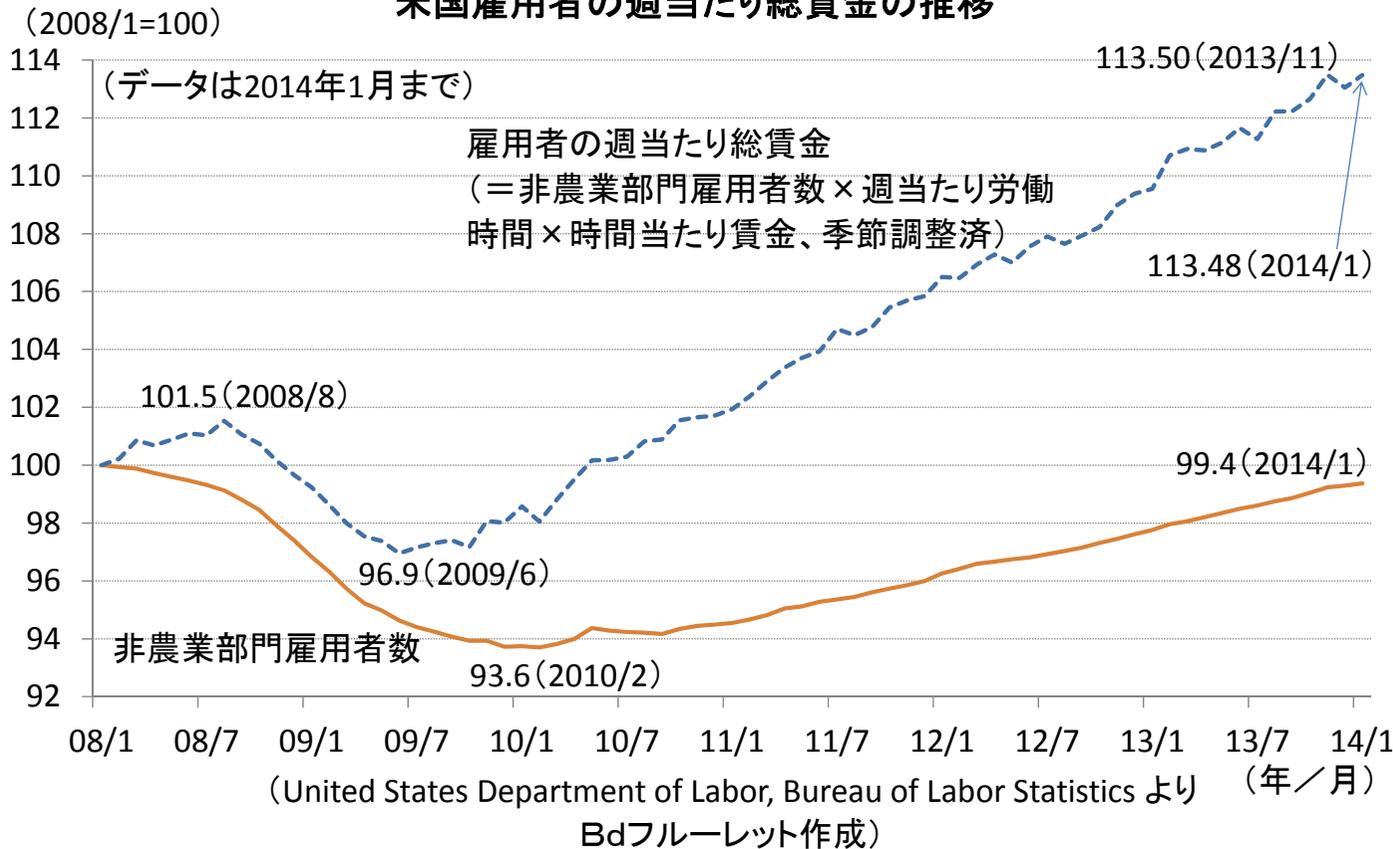


地道に堅調な米国経済

～自然体の株高、金利上昇へ～

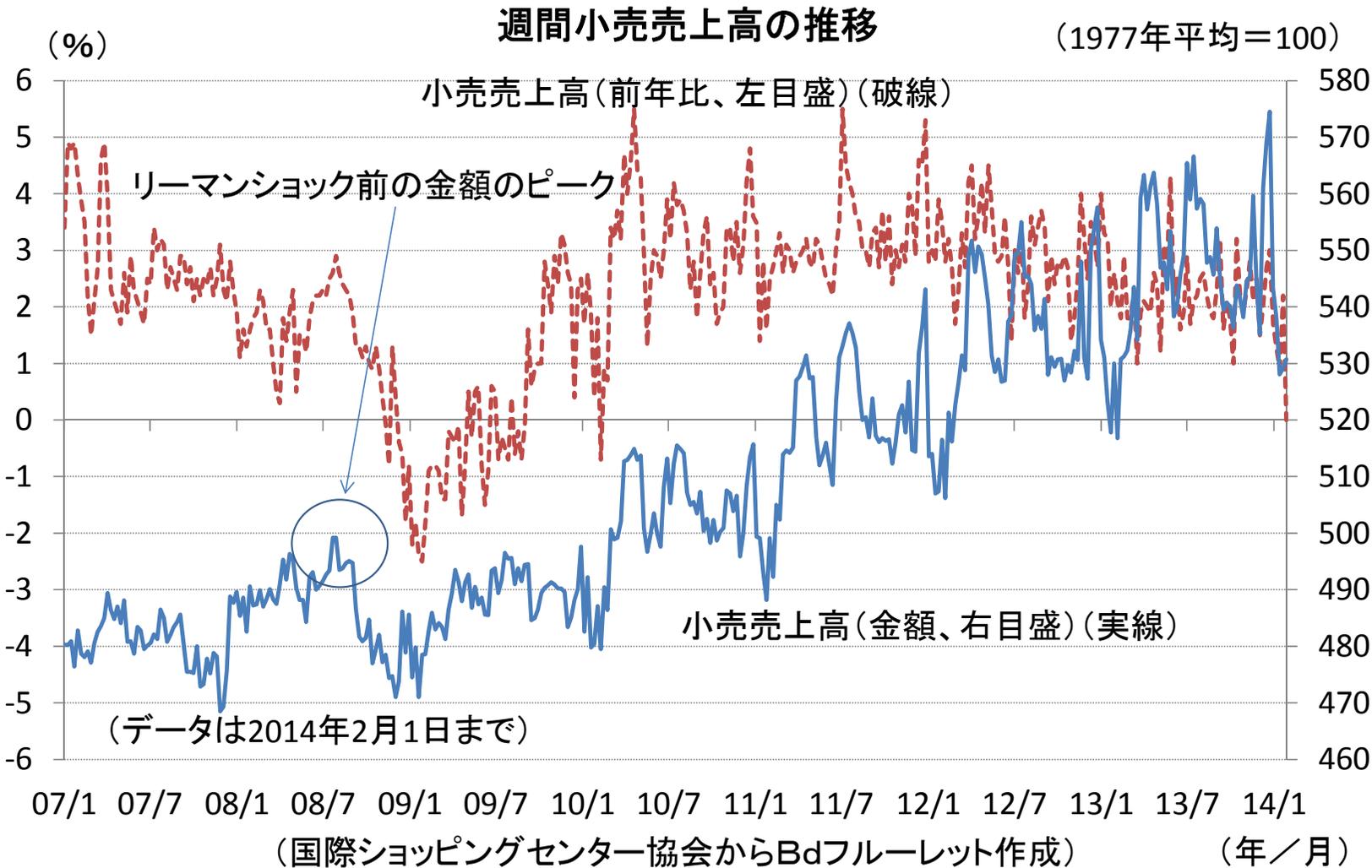
# 米国の所得環境は持ち直している

米国雇員の週あたり総賃金の推移



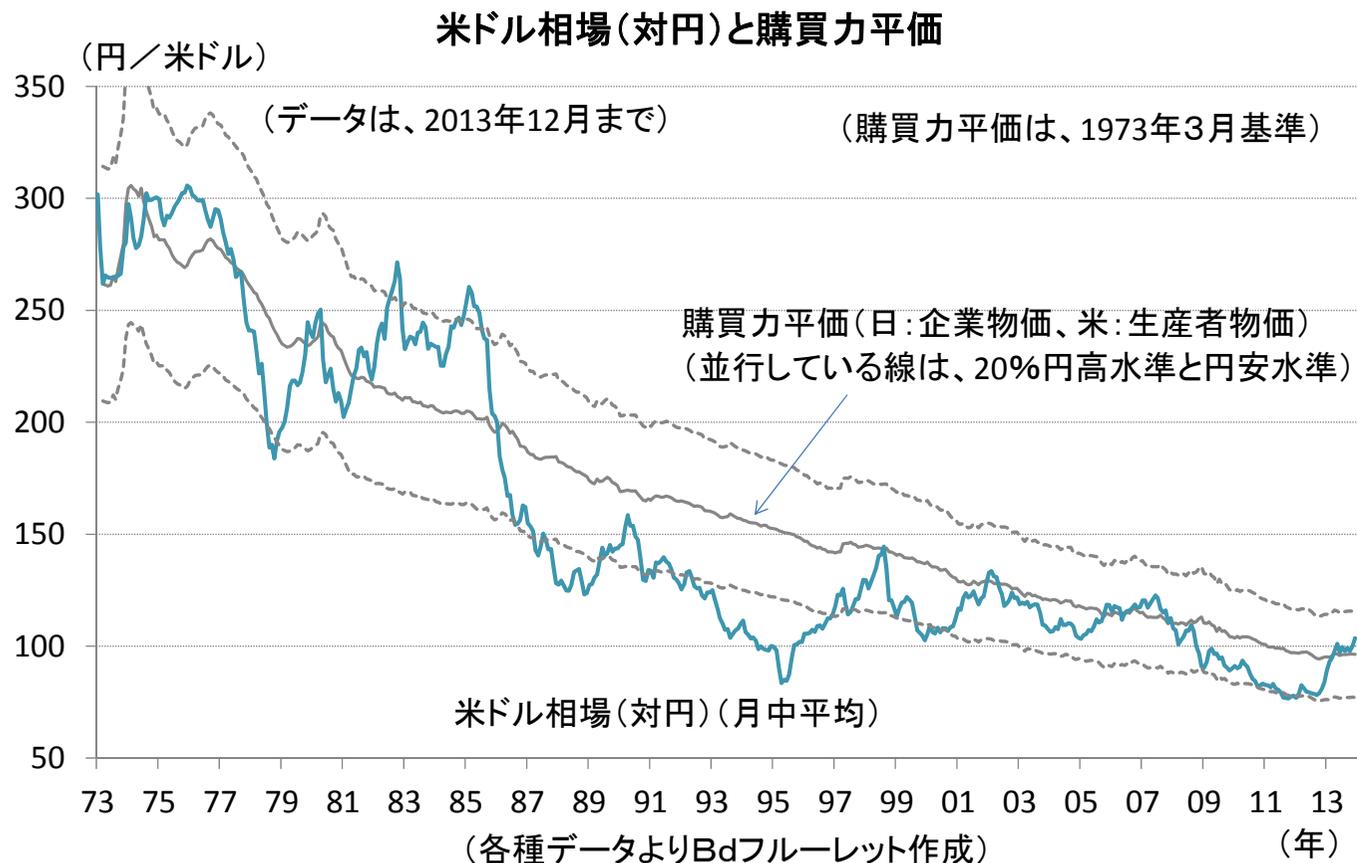
- 個人消費や住宅投資の先行きを占ううえでは、個人の所得環境が重要だ。農業を除く総雇員数は、2008年1月をピークとして減少した後増加に転じたが、未だにピーク水準を回復していない。
- 一方、雇員の総賃金(週あたり、非農業部門雇員数×週あたり労働時間×時間あたり賃金で算出、ただし各項目の集計対象に差異があるので、あくまでも目安であり、厳密なものではない)は、リーマン・ショックを受けて2008年8月をピークに2009年6月まで悪化した。しかしその後増加基調を続け、リーマン・ショック前の最高値をはるかに上回っている。

# 堅調な米国小売売上



- 小売売上の金額は、既にリーマン・ショック前の水準を上抜けているが、雇用者の所得環境が残業増で改善していることを踏まえると、何の不思議もない。
- ただし雇用市場の二極化により、消費も二極化している(全てのセクターで強いわけではない)点や、株価下落時の逆資産効果、長期金利上昇の影響、議会審議の膠着などによる心理の悪化などに、注意する必要がある。

# 購買力平価からみると、そろそろ水準はいいところ？

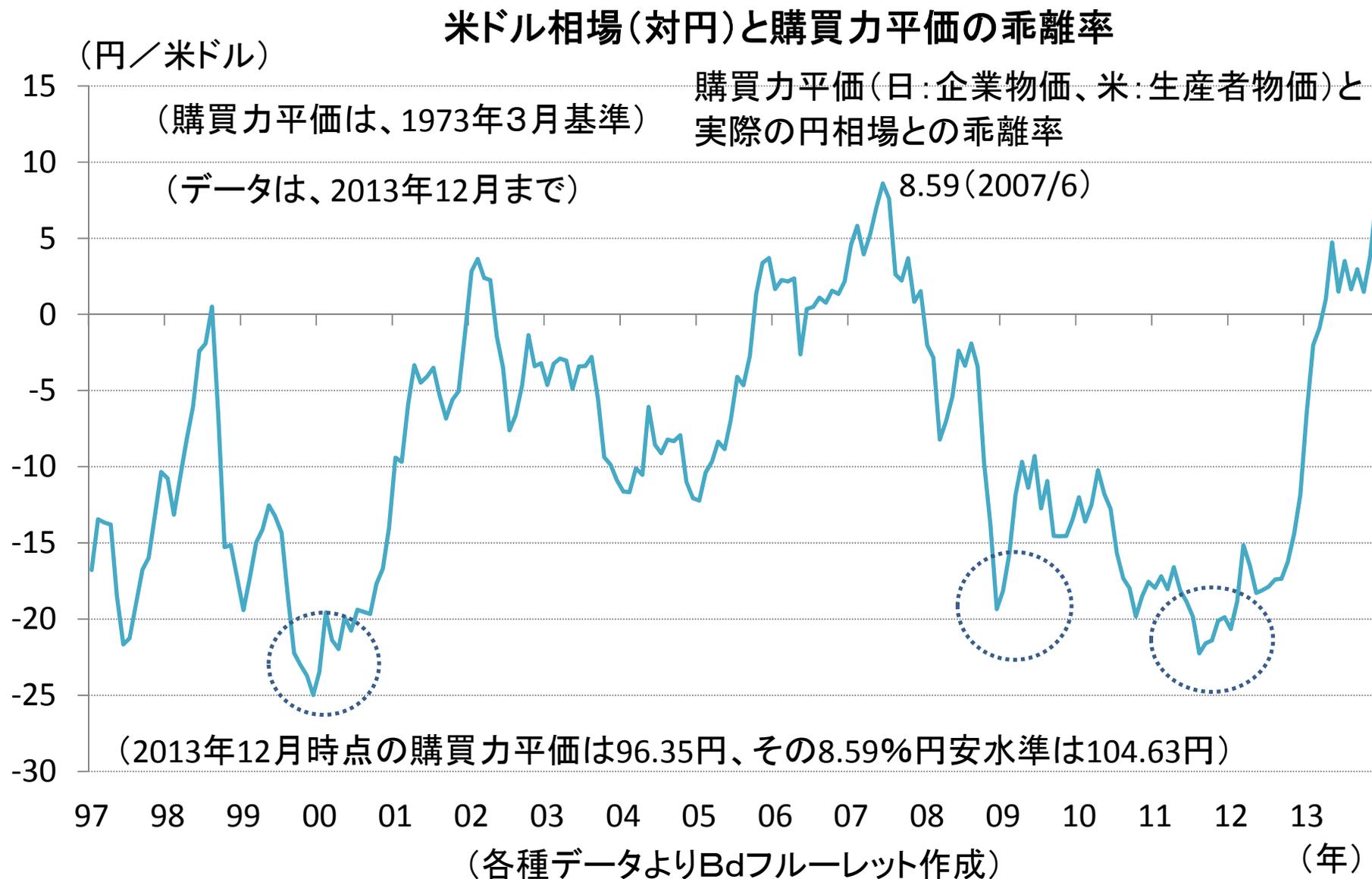


- 2カ国の物価水準から、妥当な通貨相場を算出したものが購買力平価だ。これと実際の為替相場(米ドル対円)を比較すると、最近10年強は、購買力平価とその20%円高水準との間で、概ね動いてきたことがわかる。
- 2013年12月時点では、購買力平価は96.35円、その20%円高水準は77.08円だ。80円割れで推移していた円が、95円超えに向かって動いたことは、妥当な相場変動だったと言えよう(なお、購買力平価の20%円安水準は115.62円)。

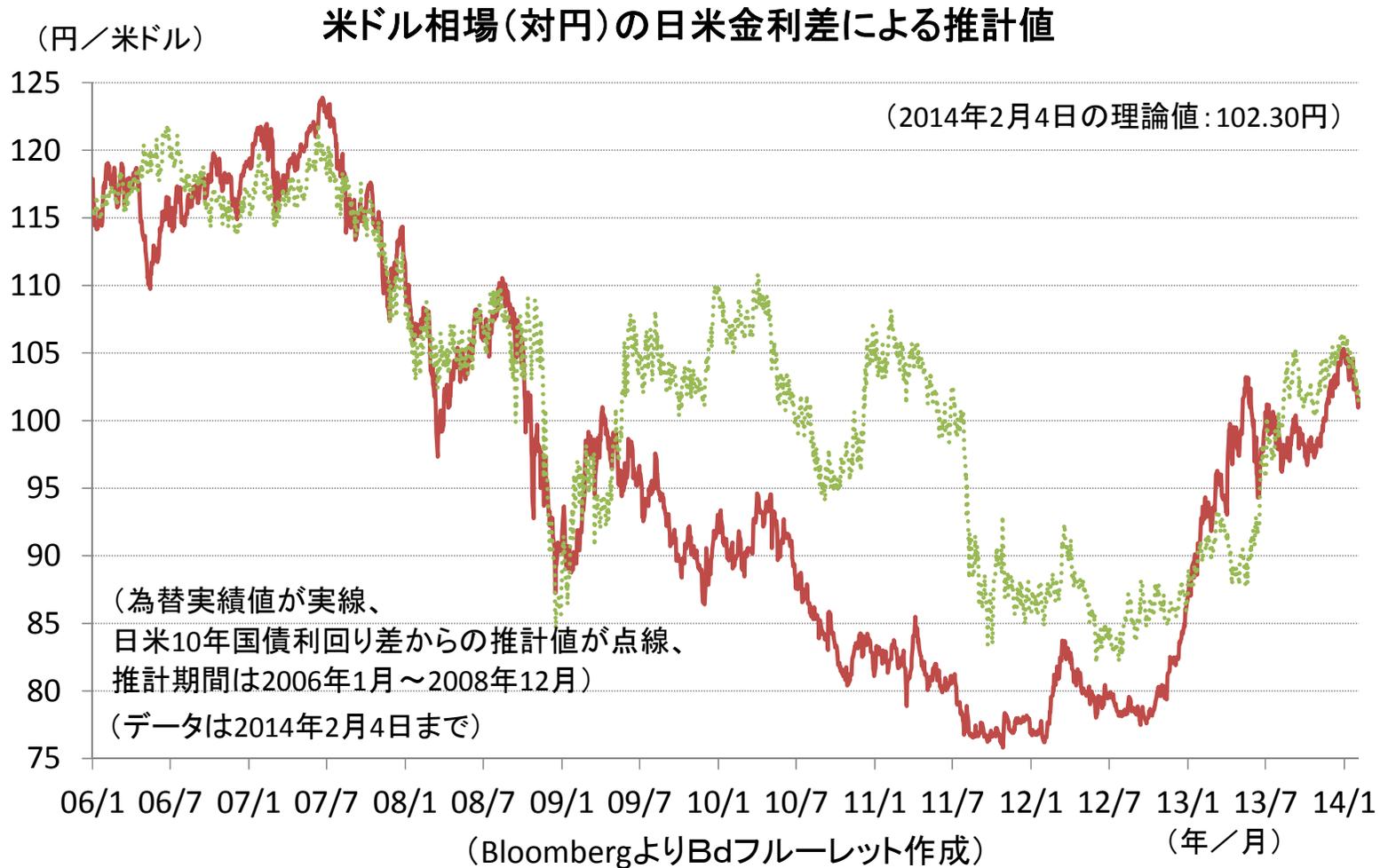


購買力平価は、日本国内と米国内で、同一商品が同じ値段で買える為替相場を求めるもの。たとえばリンゴが日本では180円、米国では2ドルであれば、円相場が1ドル=90円なら同じ値段で買えることになる。こうした考え方から、英エコノミスト誌が、「ビッグマック平価」(ビッグマックが同じ値段で買える為替相場)を算出している。実際には、多様な商品が売買されているので、それらを総合した物価指数を用いて購買力平価を計算する。上図では、日本の企業物価指数(旧「卸売物価指数」と米国の生産者物価指数を用い、変動相場制に移行した1973年2月14日の直後の1973年3月を基準としている。

# (参考)米ドル円相場の購買力平価との乖離



# (参考)内外金利差分析(米ドル)



上記の分析によれば、日米10年国債利回り格差(米国－日本)が0.1%開くと、円相場の理論値(推計値)は1.47円幅米ドル高・円安になる。

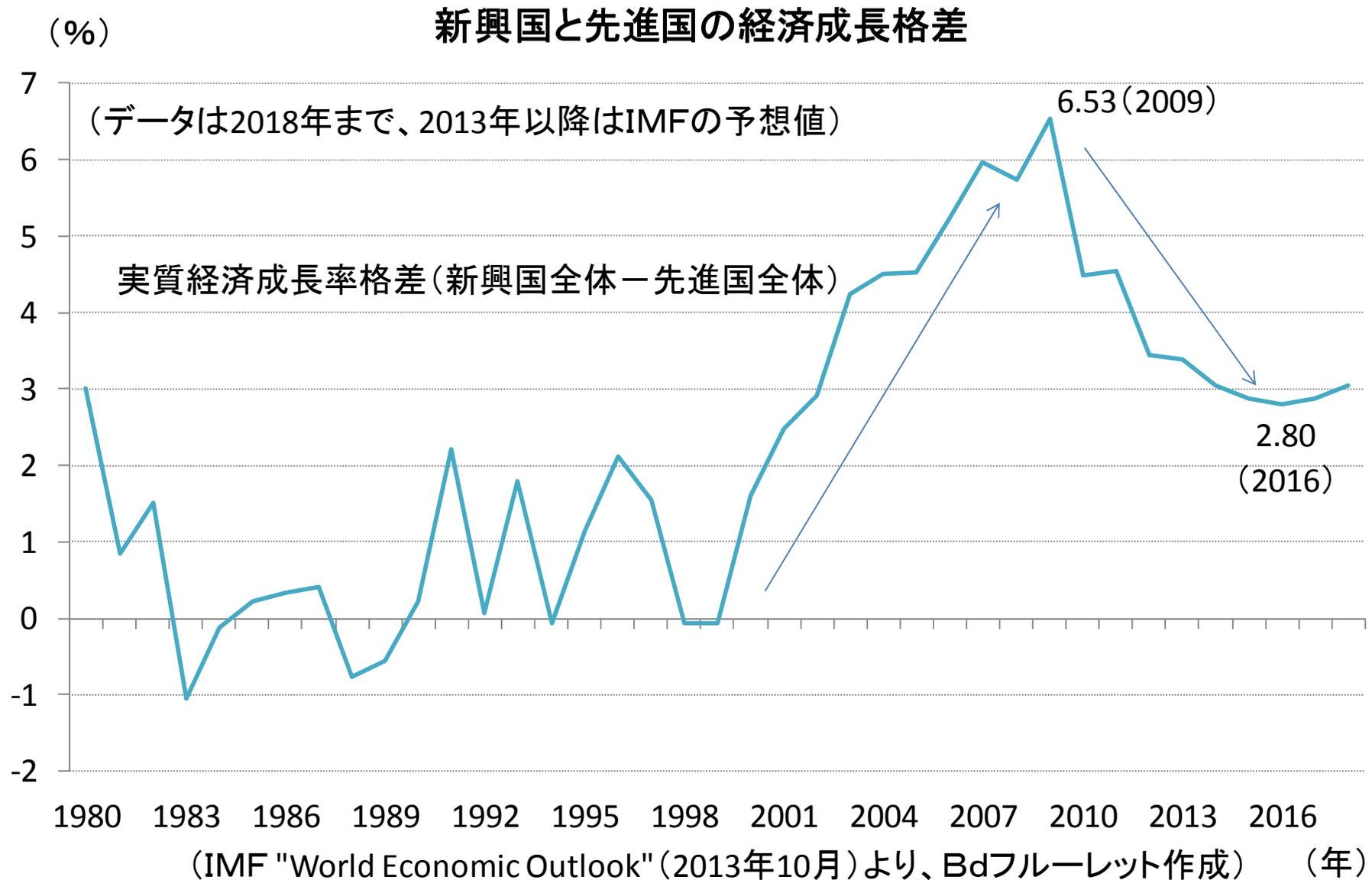
当面(向こう半年～1年)の、日米長期金利の落ち着きどころは、米国が3.5%程度、日本が1.0%程度と考える。それを理論式に入れると、妥当な円相場は109.27円と算出される。

米ドル円相場の金利差からの推計値 =  $72.58072 + 14.67554 \times (\text{米10年国債利回り} - \text{日10年国債利回り})$

新興国市場は、回復に向かうも時間がかかりそう

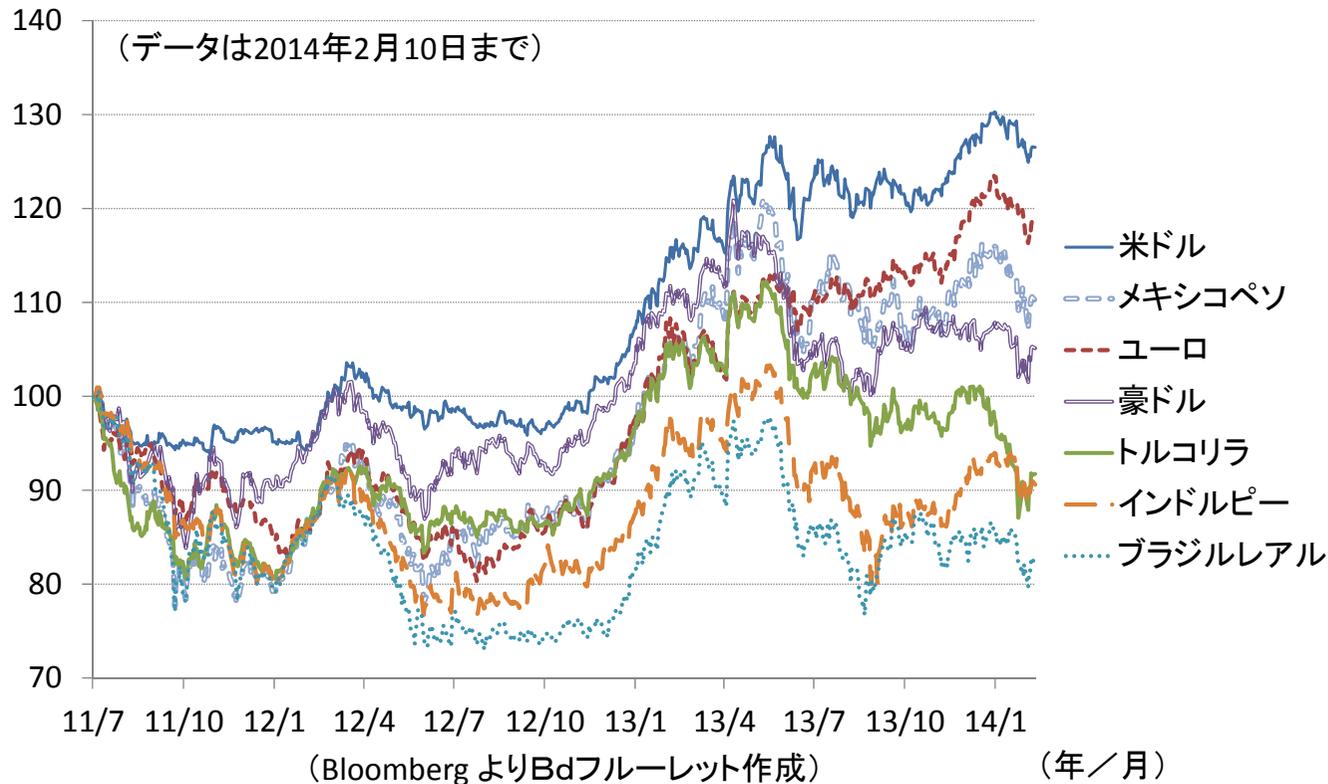
～引き続き経常赤字等に基づく選別色強い～

# (参考) 新興国先進国成長率格差



# 出遅れる新興国通貨

(2011年7月初=100) 外貨相場(対円)の2011年央からの動き



- 外貨相場(対円)の動きを見ると、投資安心感のある米ドルが優位に推移している。
- ユーロは、欧州財政危機と騒がれた割には堅調で、外貨市場においては、やはり先進国を選好するような外貨相場となっている。
- メキシコペソ、トルコリラは、特に2013年までは、新興国通貨の中では比較的堅調に推移した。これは両国が、それぞれ米、欧に経済的にも地理的にも近いことが表れている。
- しかしリラは、一時は国内のデモやシリア情勢が懸念され、現在は経常赤字や政治不安が相場の悪材料となっている。
- 他の新興国通貨については、まだ世界の投資資金がリスクをとり切れず、安値に放置されている。

# (参考) 主要国主要計数比較

主要国基礎データ比較(2013年の推計値)

|                | 人口<br>(百万人) | 名目GDP<br>(10億米ドル) | 一人当たり名目GDP<br>(米ドル/人) | 経常収支対GDP比率<br>(%) |
|----------------|-------------|-------------------|-----------------------|-------------------|
| <b>ネクスト11</b>  |             |                   |                       |                   |
| メキシコ           | 118.23      | 1,327.0           | 11,224                | -1.3              |
| 韓国             | 50.24       | 1,197.5           | 23,838                | 4.6               |
| インドネシア         | 247.95      | 867.5             | 3,499                 | -3.4              |
| トルコ            | 76.48       | 821.8             | 10,745                | -7.4              |
| イラン            | 77.10       | 388.5             | 5,039                 | 3.1               |
| ナイジェリア         | 169.28      | 292.0             | 1,725                 | 3.2               |
| フィリピン          | 97.48       | 272.2             | 2,792                 | 2.5               |
| エジプト           | 84.15       | 262.0             | 3,114                 | -2.6              |
| パキスタン          | 182.59      | 236.5             | 1,295                 | -1.0              |
| ベトナム           | 89.69       | 170.0             | 1,896                 | 5.6               |
| バングラデシュ        | 155.87      | 140.2             | 899                   | 1.3               |
| <b>BRICs+S</b> |             |                   |                       |                   |
| 中国             | 1,360.76    | 8,939.3           | 6,569                 | 2.5               |
| インド            | 1,243.34    | 1,758.2           | 1,414                 | -4.4              |
| ロシア            | 141.44      | 2,117.8           | 14,973                | 2.9               |
| ブラジル           | 199.88      | 2,190.2           | 10,958                | -3.4              |
| 南アフリカ          | 51.69       | 353.9             | 6,847                 | -6.1              |
| <b>先進国</b>     |             |                   |                       |                   |
| 日本             | 127.34      | 5,007.2           | 39,321                | 1.2               |
| 米国             | 316.51      | 16,724.3          | 52,839                | -2.7              |
| 英国             | 63.76       | 2,489.7           | 39,049                | -2.8              |
| ドイツ            | 81.75       | 3,593.2           | 43,952                | 6.0               |
| フランス           | 63.70       | 2,738.7           | 42,991                | -1.6              |
| イタリア           | 61.00       | 2,068.4           | 33,909                | 0.0               |
| スペイン           | 46.10       | 1,355.7           | 29,409                | 1.4               |

(IMF "World Economic Outlook" (2013年10月) からBdフルーレット作成)

(2013年についての推計値、人口は各国統計をIMFが編集)

当資料は、講演会等における資料として、ブーケ・ド・フルーレット(略称:Bdフルーレット、以下「当事務所」)が無償で配布しているものです。

著作権は当事務所並びに代表の馬淵治好にあり、著作権法により保護されています。全部あるいは一部を無断で引用することは、当事務所としては差し支えありませんが、当事務所作成資料からの引用である旨を明記してください。複製や電子メール等による受領者以外への送付も当事務所としては構いませんが、内容を一切変更しないでください。また、①当資料の複製により、あるいは②当資料の送付により、もしくは③当資料からの引用を大半とした資料の販売により、利益を得ることを禁じます。

当資料は、情報の提供のみを目的として作成されたものです。特定の商品や取引の勧誘を目的としたものではありません。当資料は、信頼に足ると考える情報に基づいて作成されていますが、当事務所がその情報の完全性や正確性を保証するものではありません。当資料の情報を利用する場合は、すべて利用者の責任においてご利用ください。その結果生じたすべての帰結について、当事務所は一切責任を負いません。当資料は、資料作成時点での当事務所の見解に基づいて作成されていますが、当事務所は、今後予告なしに当資料の内容を変更することがあります。また内容を変更しても、その旨を広く知らせるわけではありません。

当事務所並びに代表馬淵治好は、何らかの有価証券・金融商品・動産・不動産等やそれらの派生商品を保有していることがあります。

Bdフルーレット ホームページ  
<http://bd-fleurettes.eco.coocan.jp/>