part 2

フラット化した経済 世界的な株価低迷の先

寺本 名保美（てらもと なおみ）
エー・エム・シー専務、年金運用コンサルタント

21世紀が始まって10年が経過した。「鉄腕アトム」に描かれた21世紀というのはキラキラ輝く夢の世紀であるはずだった。実際、漫画の中の新技術のほとんどは現実のものとなり、人々の生活は当時想像していたものをはるかに超えて豊かになった。

しかしながら、金融市場にとっての21世紀は、ほんの20年前には全く想像がつかないほど厳しく、苦難に満ちた世紀となってしまっている。

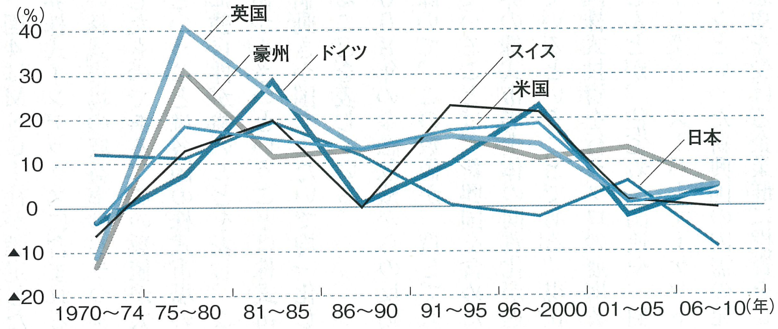
先進国株式市場 上昇は年平均1%そこそこ

21世紀になってからの10年間において、先進国全体の株式市場は年平均で1%そこそこしか成長しておらず、カナダやオーストラリアといった資源国以外の国では、株式市場のリターンがマイナスとなってしまっている国も多く存在する。資源国を除く主要国の政策金利はいずれも0%台まで低下し、「金利がない国」という代名詞は日本固有のキャッチフレーズではなくなっている。

21世紀の金融市場に起きていることの原因を探っていく中で見えてくるものは、「全世界的にフラット化した経済」の姿である。成長スピードも、物価上昇スピードも、徐々に緩慢さを増している。「フラット化」という言葉には、「傾斜角度が平坦になってくる」という意味と、「市場の格差が縮み同調性が高まる」という2つの意味を込めている。

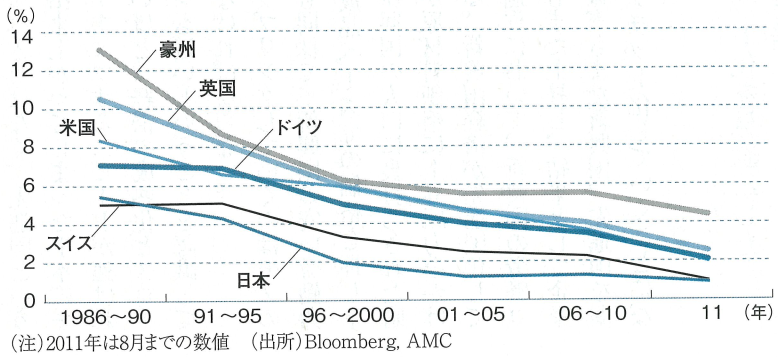
図1で見られるように、株式市場の実績収益率は1980年代初頭を

図1 株式市場収益率 5年累積リターン(年率換算)



(出所)Bloomberg、AMC

図2 長期国債利回り(5年平均)



(注)2011年は8月までの数値　(出所)Bloomberg, AMC

ピークにして中長期的な下落傾向が続いているし、長期金利の低下傾向も同様である（25ページ図2）。これは米国のGDP伸び率に象徴されるように（図3）、先進国の成長率そのものの水準が80年代までの2桁成長から90年代の1桁台後半、そして21世紀の1桁台前半へと低減していることに呼応している。21世紀の夢を現実化するために、技術も人もフル稼働してきた20世紀後半の50年と、その夢の大方が出来上がってしまった21世紀とが同じ成長スピードであるはずがない。そうした意味において株式市場の期待値も、経済の維持コストである名目金利も過去の時代とは異なった水準になることは当然の結果でもある。

さらに、新興国経済や株式市場にとっても状況は先進国と大きくは変わらない。金融市場ではこの数年新興国と先進国との「デカップリング」という言葉が多用されているが、現在の新興国は新興国独自の新たな経済発展を遂げているのではなく、単に新興国が先進国化しているにすぎない。図4はMSCI社が設定した全世界株式インデックスに含まれる全ての株式市場の収益率のバラつきを示したものである。この数値が大きいということは各国の株式市場の動きに独自性が強いことを表し、この数値が小さいということは株式市場の値動きが国をまたいで均一化していることを表している。

2008年の金融危機からの反動時を除いて、この数値が一貫して低下していることは、新興国を含めた全世界の株式市場全体の同質化が進行しているということである。現在新興国株式投資を行うプロの運用者のほとんどが、住宅着工関連や、個人ローン業者、スーパーマーケットチェーンといった新興国の内需の発展で恩恵を受ける企業群に投資をしている。韓国の民生電機、インドのIT、イスラエルの医薬品といったような、その国独自の成長戦略分野に注目した銘柄選択は極めて限定的である。

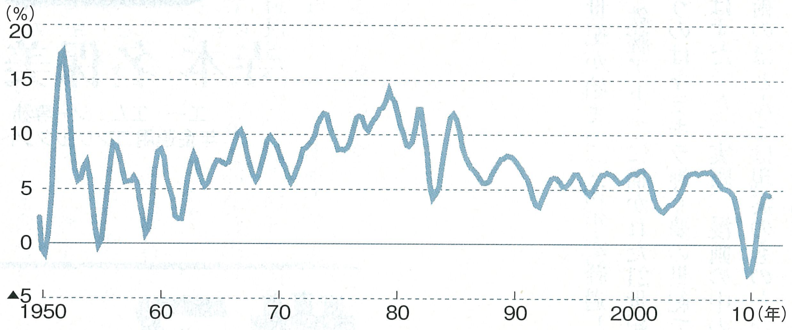
新興国と先進国とのデカップリングとは両者の異質性に起因するものではなく、むしろ同質的に「カップリング」する過程においての「一時的な時差」によって発生しているように見える。そうだとすれば、大規模な技術革新を伴って拡大してきた20世紀後半の先進国の経済成長と同じような馬力を今の新興国に過分に期待すべきではなく、先進国という既に出来上がってしまった手本にキャッチアップするスピードが速ければ速いほど、経済の成熟化とスローダウンも近いということを認識しておかなければならない。

カップリングしていくのはモノの値段も同様で、新興国の安い労働力が完成品ベースでの価格を押し下げ、新興国の人口に裏打ちされた購買力が原材料価格に上昇圧力をかけ続ける。新興国経済が先進国化していく過程において、新興国の労働コストもまた上昇し、結果として企業の利益率もまた新興国、先進国を問わずフラット化していくことになる。

フラット化を見過ごした金融市場

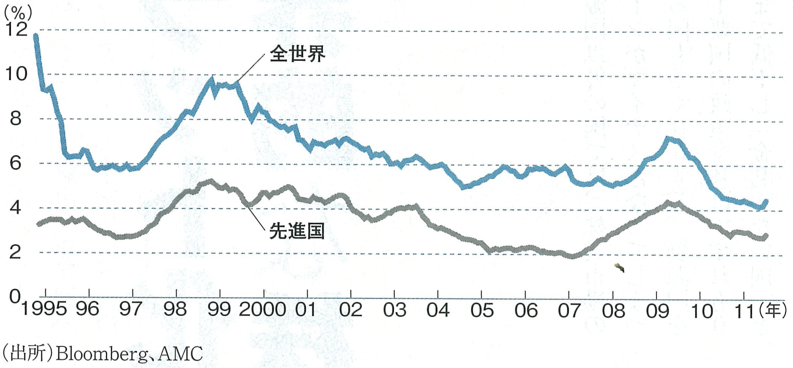
このような中長期でかつグローバルにフラット化している経済に対し、金融市場はこの十数年大きな間違いを繰り返してきた。それは金融市場が常に過去の成長率を基準に物事を判断することに起因する。企業の利益成長率であろうと、株式市場の利益率であろうと、債券からの利息収入であろうと、投資を検討する際の期待値は、常に過去10～20年の平均値が今後も継続することを前提に計算されてきた。そして現実にはこれからの10年がこれまでの10年と

図3 米国の名目GDP伸び率（対前年比・四半期データ年率換算）



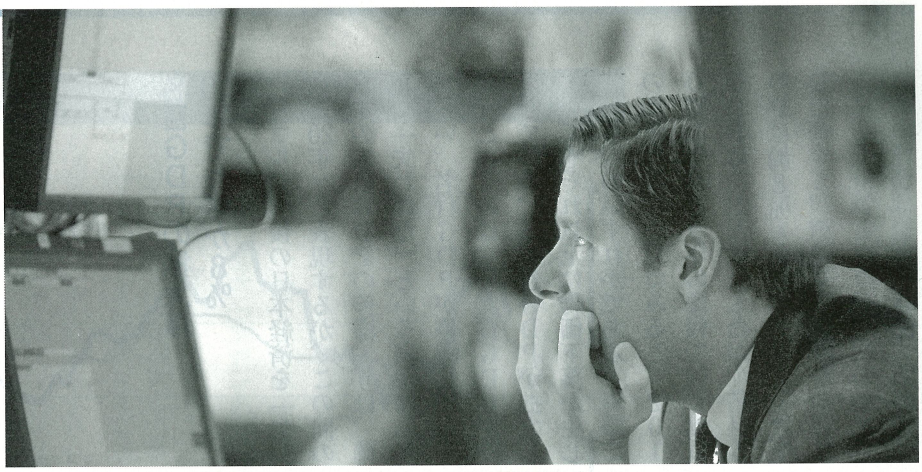
（出所）米商務省、AMC

図4 国別市場間の月次収益のばらつき



（出所）Bloomberg、AMC

2 長期停滞



21世紀に入り先進国の株式市場は低迷している（ニューヨーク証券取引所）　Bloomberg

同じようにいかないことを認めないがために、金融市場は利益を水増しさせるための様々な手法を開発し続けてきた。もちろんこれは金融市場が単独で行ってきたものではなく、国の経済成長力の低下を認めない各国の政治家たちもまた、こぞって金融市場を利用した。

90年代半ば、長く低迷を続けていた米国経済のカンフル剤として登場した個人勘定年金の税制優遇措置（401k）により、米国株式市場と個人消費は互いをテコとして、相乗的に拡大を始めた。

個人投資家を増加させることで、株式市場の上昇を個人の富の蓄積に直接的にリンクさせ、その富を再び株式市場に再投資させることで、90年代後半の米国の株式市場と個人消費はスパイラル的に上昇し、ITバブルを発生させた。

ITバブルの崩壊後、企業は要求水準の高い投資家の満足を得ようと、より高い利益率を求めて財務会計に借入やデリバティブを使ってレバレッジを掛け、その結果02年の米国会計不信による株式の大暴落を引き起こした。

そして02年の大暴落を受け投資家の信認を失った株式市場の代わりに、投資家の期待利益の源泉として急拡大したのが、企業向け貸し付けや住宅向け貸し付け債権にレバレッジを掛けた証券化スキームであり、その崩壊が08年の金融危機につながることになる。

経済本来の力以上に上昇した金融市場はいずれ元の実力に引き戻される。実力から大きく乖離すればするほど、下方への圧力も強くなり、それがバブルの崩壊を生む。崩壊後の秩序の維持に政府や金融当局が自ら紙幣を刷って後始末をすることをこの十数年繰り返してきた結果、政府には巨額な借金だけが残った。

「失われた15年」という言葉は、日本特有のものではない。80年代後半にどこの国よりも早くバブルを経験し、誰よりも早く劇的にバブルを崩壊させた日本は、その後のグローバルなバブルのサイクルに乗る体力がなく、フラット化する経済をなすがままに受け入れてきただけだったのかもしれない。世界の人々が日本の15年を特別な失敗例として強調したがるのは、自分たちの経済がフラット化していることを認めることを拒否し続けているからに他ならない。

次のバブルに乗る体力はもう残されていない

現在巨額な借金を抱える先進各国には、過去15年の日本と同様、次のバブルに乗る体力はもう残されていない。多くの人々が自分たちもまた日本と同じ船に乗っていたという事実に気づき始めている。だからこそ、人々は「まだ体力の残っている」新興国市場に「過度に」期待する。成長速度が緩慢となり、市場間の同質性が高まる環境において最も重要なことは、無駄な損失を発生させないことに尽きる。成長というものに過度に期待せず、バブルを作らず、崩壊させない。ビルド・アンド・スクラップの繰り返しは、ビルドの山をさらに低くする。現在の新興国市場への過度な期待は、新興国の潜在成長率を長期的に押し下げる結果を招きかねない。

経済が成長しないからといって一国の首相を繰り返し取り替えたところで何も変わらない。物価が上がらないからといって金融緩和を継続しても、何も変わらない。何も変わらず成長もしていないように見える経済の中でも、スマートフォンにつながる「携帯アプリ」という分野を作り上げ、直感的操作によるゲーム機という市場を創出し、液晶テレビを普及させ、太陽光パネルの基礎を作り、ハイブリッドカーの先駆者となったのが、この15年の日本である。経済は成長していないわけではない。ただ成長速度が人々の期待に届いていないだけのことだ。これだけの産物がありながらそれが国民生活の満足度につながっていないことのほうに、むしろ驚きを感じたほうがよい。

21世紀を苦難の世紀としないためには、まずは過去の高度成長の記憶から完全に決別し、「フラット化した経済」という現実を受け入れることから始める必要がある。いち早くこの現実を受け止めた国から順番に経済は正常化していくだろう。15年前から先行している日本には一日の長がある、のかもしれない。