武藤泰明の経営者目線で読む 景気動向

連載第82回

米国にバブル崩壊の兆し

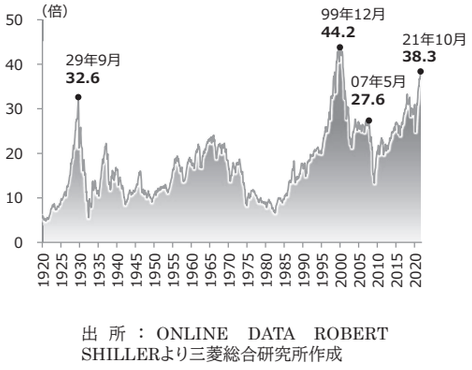
毎年11月末から12月にかけて、いわゆる「年末景気講演会」でお話をするための準備として、前職の三菱総合研究所の景気見通しを読んでいる。読むだけでなく、講演会で説明もしているのだが、今年のデータを見ていて感じたのは「これは大変だ」ということ。何が大変なのかというと、米国がどうもバブルなのである。それも、はじけそうなのである。

恒大集団の最近のデフォルト危機報道に見られるように、中国当局は2020年から不動産バブル解消に向けて舵をきった。住宅価格が上がりすぎていることが中国にとっては本質的な問題で、習近平国家主席が掲げる「共同富裕」とは反対の「格差拡大」が進んでいることの象徴のような現象である。だから不動産業の債務過剰が問題視された。不動産業の財務内容を健全にすることが目的ではない。恒大集団は救済されるかもしれないが、当局にとって重要なのは住宅価格のほうである。しばらくさまざまな対策が打たれると思ってよい。そしてそこに、米国の資産バブルとその解消のための政策がやってくる。つまり、世界の大国二つが同時に政策的にバブル崩壊ないしその抑止へと政策誘導をはじめる。史上初めてと言ってよいだろう。初めてなので、誰にも経験がない。どうなるか分からない。

米国株はリーマン前より割高

まず株価について。図1は、米国株のシラーPERの推移を示したものである。PERは「株価÷1株あたり純利益」で計算される。その会社の株が、純利益の何倍まで買われているかをあらわす指標で、平均的には15倍程度、20を超えると割高、つまり売りのサインだとみられている。シラーPERは、分母を「1株あたり純利益の10年平均」にする。純利益は環境や政策、あるいは会社の方針で変動する（たとえば加速償却が認められると償却額が増えて利益が小さくなる）ので、10年平均を使うことで短期的な変動の影響を緩和することを目的にしている。

図を見ると、ITバブルのピークだった1999年末のシラーPERが44・2、その後株価は暴落している。つぎはリーマンショック前年の2007年5月で27・6。そして2021年10月は38・3、つまりリーマン前より割高なのである。新型コロナの新たな変異株であるオミクロンの出現で、11月26日のニューヨーク・ダウは1日で1000ドル近く下げたのだがそれでもまだ高いということだ。



出所：ONLINE DATA ROBERT SHILLERより三菱総合研究所作成

図1 米国株価のシラーPER（株価収益率）

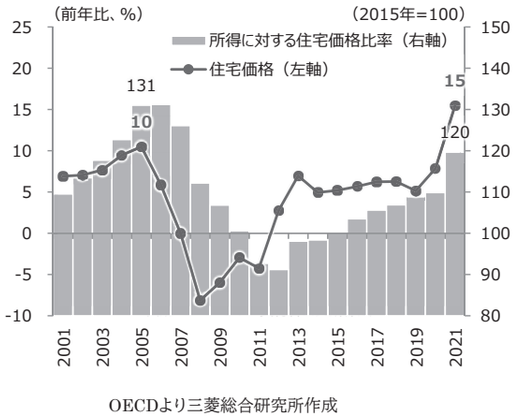
現在の株価の特徴は、量的緩和と低金利で、いわば消去法（ほかに投資対象がない）で株高になっているという点であろう。したがって、金融政策が変われば―というより、テーパリング（中央銀行による国債購入の段階的縮小。その後は保有国債の圧縮）と利上げが本年から始まるというのが既定路線なので、金融政策は変わることになっている―その影響がダイレクトに株価に反映されることになる。つまり株は必然的に下がる。念のために言えば、テーパリングの結果として長期金利は市場原理で上昇する。中央銀行は金利を決定しないということである。

住宅価格は急騰している

住宅価格も上がっている。2021年の上昇率は15％（図2）で、これはサブプライムローンの頃より高い。結果として、所得に対する住宅価格の割合も急に高くなっている。

もちろんこれは、近年の中国の不動産バブルに比べればおとなしいものだと言えるだろう。しかし、米国の物価は現在上昇基調である。10月の消費者物価は、対前年比で5％上がった。物価上昇の主な理由はコロナからの急回復、つまり需要回復に供給が追いつかないことである。供給はいずれ元に戻ると思っている人が多いのだが、この連載の昨年11月号で説明したとおり、たとえば半導体不足はかなり長引く。それにもっと重要なこととして、新型コロナがたとえ鎮静化しても、経済や社会は元には戻らない。ニューノーマル、つまり新しい日常へと「遷移」していくはずで、製品やサービスの中には、潤沢な供給がしばらく実現できないものも出てくるだろう。つまり、物価の先行きは見えない。鎮静化しそうにないということだ。

そして、しばらく物価上昇（インフレ）が続くとみんなが思うと、多少割高でも住宅を買っておこうという人が増える。タイミングが遅れれば、もっと高くなるからである。住宅ローン金利も多少高くて構わない。将来の金利はもっと上がると思っているからだ。結果として、住宅価格（ローン金利込み）は返済能力に対して過大になる。サブプライムローン破綻と似たような状況になるということである。



OECDより三菱総合研究所作成

図2 住宅価格と所得比率（米国）

米国がうまくしのぐと新興国が痛む

さて、以上から見えてくることをまとめればつぎのようになるだろう。

・インフレ期待が続くので、中央銀行（FRB）は短期金利（昔で言えば公定歩合）を高めに誘導することになるだろう。目的はインフレ抑止と、不動産価格の行き過ぎた上昇の抑止である。

・並行して、テーパリングが始まるというメッセージに基づいて、長期金利が上がる。

・金利が上がれば、米国債が選好される。ドル高になるとともに、米国の株価は下がる。

・円安なら日本株が買われそうだが、資金が米国債に向けて流れるので日本株も軟調になる。

・もっと影響を受けるのは新興国の債券と株式である。資金が米国債に向かうので、通貨危機を意識する必要があるだろう。

つまり米国の利上げは、米国にとっては資産バブルを回避するための適切な行動なのだが、他の国、とくに新興国にとっては危機の始まりなのである。

武藤 泰明（むとう やすあき）

1955年生まれ。1980年、東京大学大学院修士課程修了。株式会社三菱総合研究所の主席研究員を経て、2006年から早稲田大学スポーツ科学学術院教授。専門はマネジメント。『スポーツファイナンス』（大修館書店）、『人手不足時代の人事戦略』（日本能率協会マネジメントセンター）など著書多数。