

## 黒い白鳥と牡牛 ～波乱と世界景気回復・物価上昇のなかでの投資資産を考える

黒い白鳥 (black swan)

コクチョウ。白鳥と同じハクチョウ属。1697年にオーストラリアで「発見」されるまでは、存在が信じられていなかった。  
転じて、「想定外」の出来事が起こることを指す。

「ブラック・スワン」(上・下) ナシーム・ニコラス・タレブ著、望月衛訳、ダイヤモンド社 参照。

牡牛 (bull)

景気や株式相場について強気(拡大・上昇見通し)であることを指す。  
由来には諸説あるが、牛は角で下から上に突き上げるから、というものが有力。  
反対語は熊 (bear)。

### 1. これからも出現しそうな「黒い白鳥」

「黒い白鳥」、すなわち想定外の出来事に世界市場が揺れ動く展開は、これまでしばしば生じてきた。過去のオイルショックなども「黒い白鳥」に含まれようが、近年の事象を挙げても、リーマンショック、サブプライム問題(2008年秋から市場で深刻化)、ギリシャ財政不安(他周縁国、アイルランド、ポルトガル等に波及、2010年5月から市場で深刻化)、北アフリカ諸国の政情不安(チュニジア:2011年1月、エジプト:2011年2月、リビア:2011年2月～)、東日本大震災(2011年3月11日)と数多い。

これから近いうちに現れそうな「黒い白鳥」としては、どのようなものが考えられるだろうか。それはたとえば以下のようなものかもしれない。

#### ① 米国の政府債務残高(国債残高)の上限引き上げ問題

米国では、このまま政府債務残高の定められた上限を引き上げないと、5月中には国債発行が限界に達してしまう。それでも会計上のやりくりで、7月一杯くらいはしのげる見通しであるが、その時点までに議会で上限引き上げが可決されない場合、米国国債のデフォルト(債務不履行)の可能性が取りざたされ、世界の金融市場を混乱させる展開となってしまう。

債務上限引き上げが議会ですんなりと可決しにくいとみられているのは、上限引き上げが政治的なかけひきの手段と化しているからだ。すなわち共和党の財政縮小派は、民主党・オバマ政権に対し、大幅な財務支出削減策を飲まなければ上限引き上げに応じない、との構えをみせている。議会共和党も最終的に上限引き上げを行わない場合の甚大な悪影響は重々承知しているため、いずれ上限引き上げは可決されると見込むが、それまではかけひき上の政治的な強硬発言がたびたび議員からなされ、それに市場が振り回される恐れが残る。

#### ② 欧州周縁国(特にギリシャ)の財政問題

ギリシャに対しては、昨年既に1100億ユーロの融資策(ギリシャの財政赤字のほぼ3年分)が発動されている。したがって、すぐにギリシャ政府の資金繰りが窮するような事態ではない。また目標より遅いペースではあるが、ギリシャは財政赤字の対GDP比率を、2009年の15.4%から2010年は10.5%にまで落としてはいいる。

しかし、赤字の金額が減ったとしても財政が黒字化しない状態が続けば、2010年末でGDPの1.43倍に達している政府の債務残高(≒国債発行残高)を減らすメドは立ちにくい。このため、すぐにはなかろうが、長期的には、市場でささやかれている国債償還期限の延長(ソフトな債務再編)か、場合によってはギリシャ国債を(現在かなり下落している)市場価格で買い取る(ハードな債務再編)などの手段が検討されることもありえよう(なお、一部報道で流れたような、ギリシャのユーロ圏離脱などは、欧州経済・金融市場に与える悪影響が大き過ぎるため、現実的な選択肢ではないと考える)。

### ③ 新興諸国の引き締め政策の行き過ぎ

多くの新興諸国では、先進国に先んじて景気回復の色合いが強まり、インフレ懸念も強まりつつある。このため、利上げや自国通貨高の容認など、引き締めの政策を取り始めている。

各国とも自国景気の安定・回復は「虎の子」であるため、景気を余り傷めないような、極めて緩やかな引き締め策が継続されよう。しかしそうした思惑が外れ、引き締めの効果が行き過ぎて、新興国経済が悪化する可能性は否定できない。

以上の3つは、筆者が想定できる要因であるから、真の意味では「想定外」ではない。すなわち、想定外の黒い白鳥が現れることは想定できない、という役に立たない結論になってしまうが、黒い白鳥が現れるかどうかということはさておき、近年黒い白鳥が地球のどこかに現れることで、なぜ世界市場が一斉に混乱に陥るのか、といった背景を踏まえることが重要であろう。背景要因としては、以下の4点が挙げられるだろう。

- ① グローバル化 : 世界の経済や金融のつながりが深まっているため、世界のどの国で波乱要因が現れても、他国の経済や市場を巻き込んで混乱が広がる。
- ② 金融の比重の増大 : たとえば為替市場においては、実需(貿易などに伴う為替売買)は全取引高の30分の1程度にとどまる、との分析も聞かれる。実物経済においても、仮需(思惑による原材料の手当など)や借り入れによる投資(設備投資、不動産投資など)は存在するので、投機やレバレッジ(「テコ」の意味、借り入れにより手元資金を膨らませて投資すること)は、金融取引の専売特許ではない。しかし金融取引・証券取引では、実物経済より投機やレバレッジが容易であり、金融の比重が経済において増すことにより、波乱を引き起こしやすい状況になる。加えて、実物経済自体が様々な思惑から上下にぶれることがありうるが、金融・証券市場はさらにそれに思惑を乗せて上下動するため、実物経済に跳ね返って経済を大きく揺らすことになりかねない。
- ③ 先進国の景気回復の緩やかさ : 先進諸国は、2008年秋からのリーマンショック直後の景気後退から立ち直り始め、徐々に景気回復の足取りを堅調なものとしつつあるが、まだ回復のペースはおだやかなものに止まっている(加えて日本では東日本大震災が発生した)。先進国景気が極めて力強いものであれば、世界のどこかの国で波乱要因が生じても、それを跳ね返して景気回復が持続する、との観測が支配的となろうが、(最終的に現実には景気回復基調が損なわれないとしても)波乱要因により先進国経済が悪化する、との見方が広がりやすい。

④ 新興諸国の重要性の高まり : BRICsを初めとする新興諸国は、経済の高成長により、世界経済全体における比重を高めている。また新興諸国は、先進国にとっても、生産基地として、あるいは需要先(有望な市場)として、重要性が高まっている。しかし新興諸国は、経済が振れやすく、金融・証券市場もまだ未成熟な部分があり、不安定さが大きい。政策が突然変更されることも多く、北アフリカの民主化ドミノのように、政体そのものが短期的に激変する場合もある。こうしたリスクの高い新興国が世界経済・市場における比重を高めることで、世界全体が不安定化する傾向を強めている<sup>1</sup>。

こうした4点は、かなり長期的・構造的なものである。したがって、想定外の波乱要因が生じるかどうかは想定できないが、仮に世界のどこかで波乱要因が突然現れた場合は、世界的な証券市場の混乱が(短期的かもしれないが)引き起こされる可能性が高いと言えるだろう。

## 2. 次第に力を強める「牡牛」

一方で、世界経済が次第に力強さを増していることも事実である。景気回復歩調の強まりにつれて、物価も上昇基調をたどっていこう。

世界経済のけん引役は、前述の通り、新興国経済である(図1)。リーマンショック後も、新興国が世界経済をリードする形が継続すると見込まれる。新興国経済を長期的に拡大させる最大の要因は、人口の増加である(図2)。人口増は、生産に携わる人口の増加により経済成長に寄与するが、同時に個人消費の拡大にもつながると見込まれる。特に、人口数が増えるだけでなく、より所得の高い層(富裕層、中間層)の拡大が予想されるため(図3)<sup>2</sup>、経済成長は加速する可能性がある。

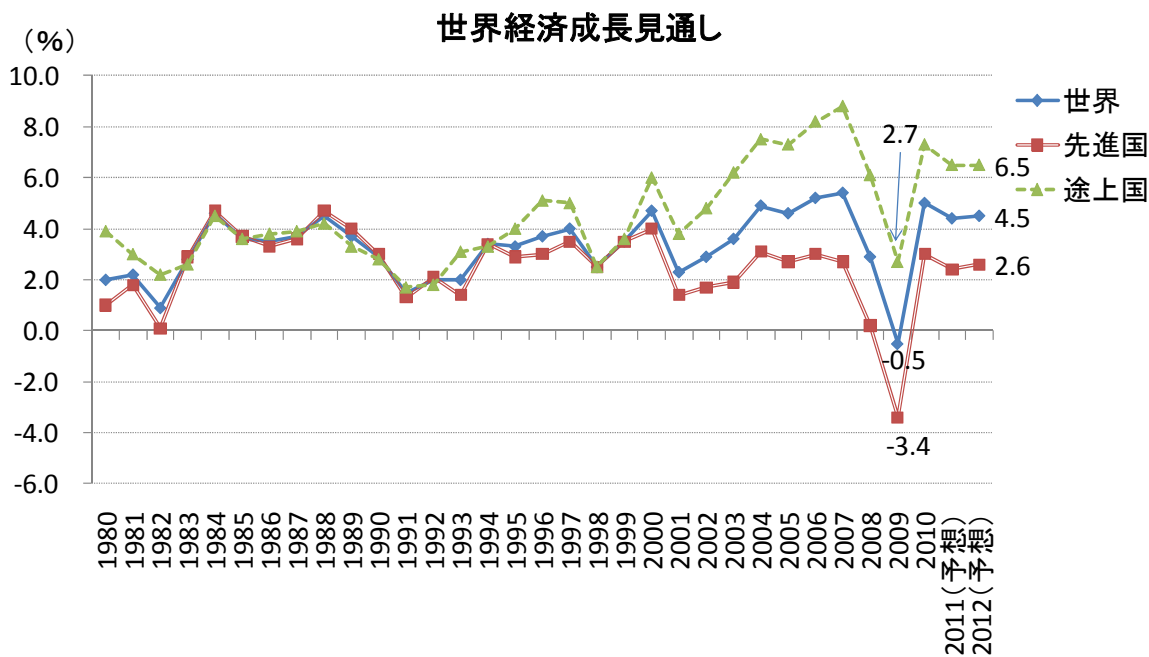
一方の先進国であるが、景気回復に脆弱な点はあるものの、徐々に回復を鮮明にしつつある。特に注目されるのは、米国の個人消費である。これは、依然として米国が世界の国で最大の経済規模を誇り、個人消費が米国経済の約7割を占める、という面もあるが、米国の個人が「世界のお客さん」として諸国から消費財を購入している、という点も大きい。

---

<sup>1</sup> 不安定化するのは、下方向だけではなく、上方向にも急変しうることを意味する。

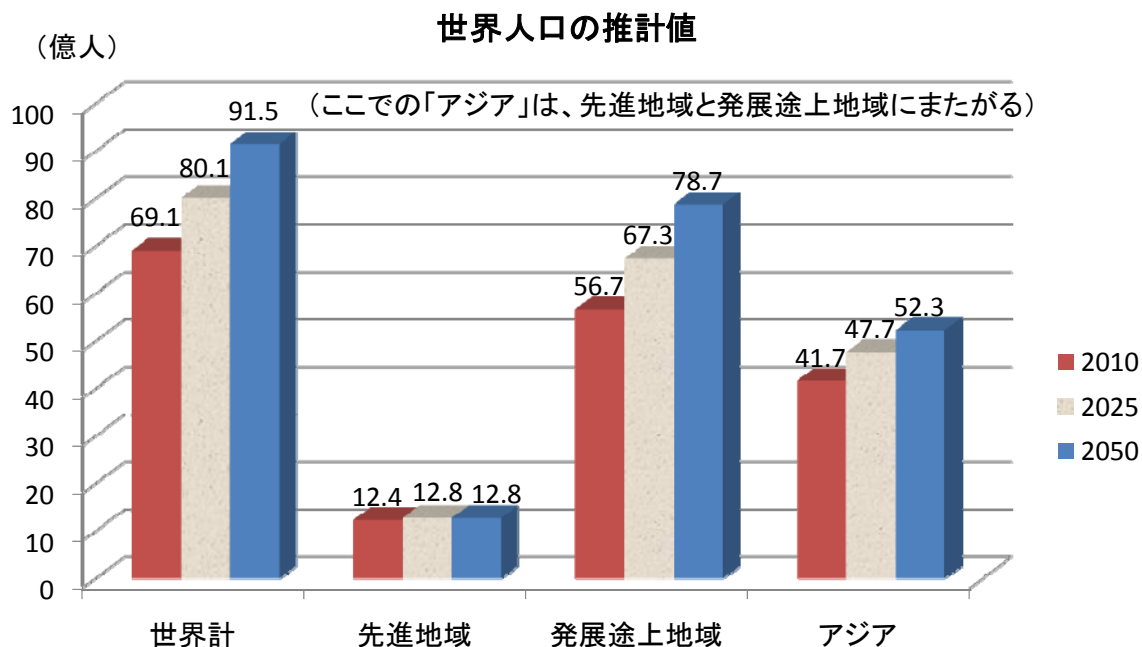
<sup>2</sup> 「中間層」「富裕層」の定義は様々だが、経済産業省「通商白書 2010」(元データは「Euromonitor International 2010」)では、富裕層は世帯の年間可処分所得が 35,000ドル以上、中間層は 5,000～35,000ドルとして分析されている。ちなみに図3に示されていない富裕層については、2009年の 6.5 億人(先進国 5.0 億人、新興国 1.5 億人)が 2020年には 11.2 億人(先進国 6.1 億人、新興国 5.1 億人～うち中国 1.3 億人、インド 0.2 億人、他アジア 0.8 億人、中南米 1.0 億人、その他 1.8 億人)に達すると予想されている。

(図1)



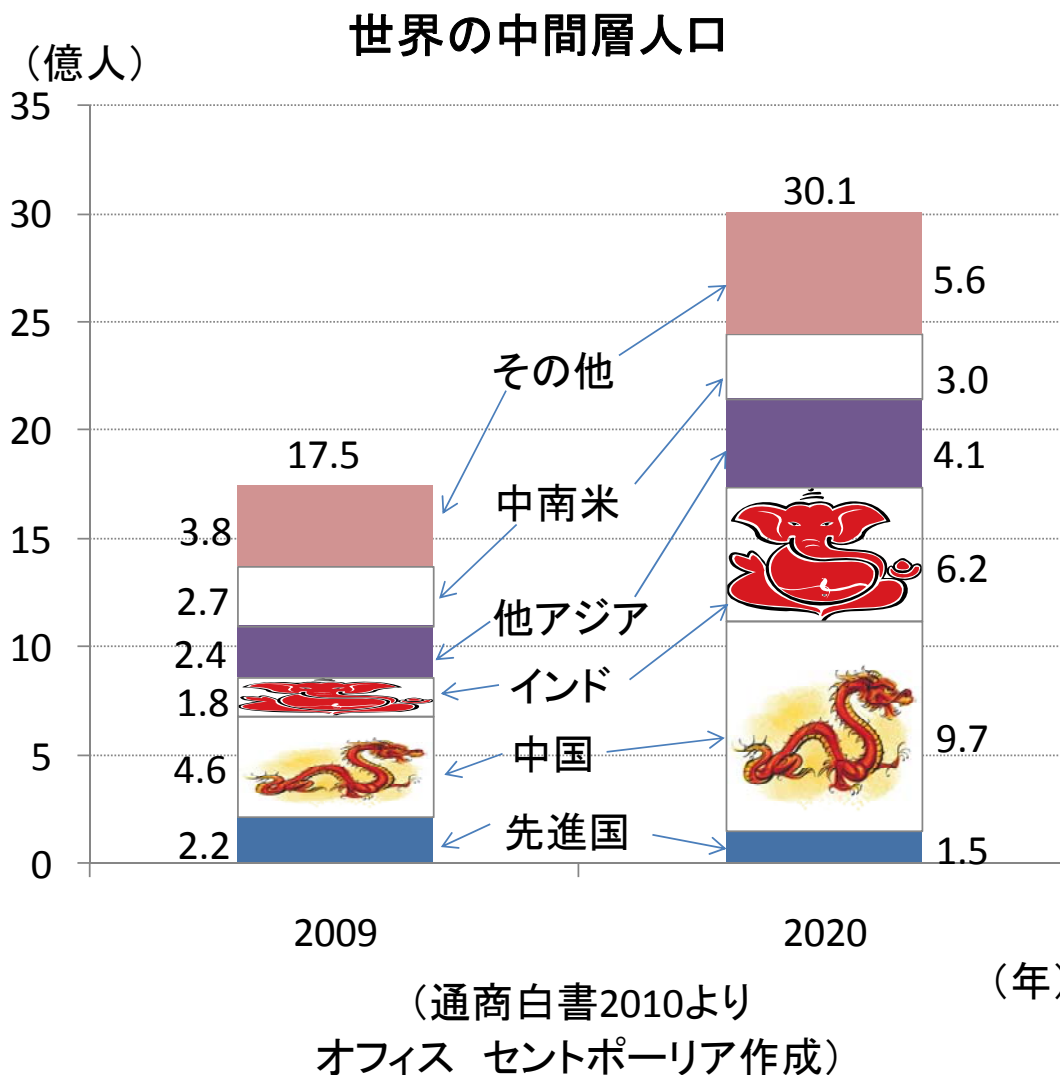
(IMF "World Economic Outlook , April 2011" より  
 オフィス セントポーリア作成)

(図2)



(国連 "World Population Prospects: The 2008 Revision" (2009/4/9) から  
 オフィス セントポーリア作成)

(図3)

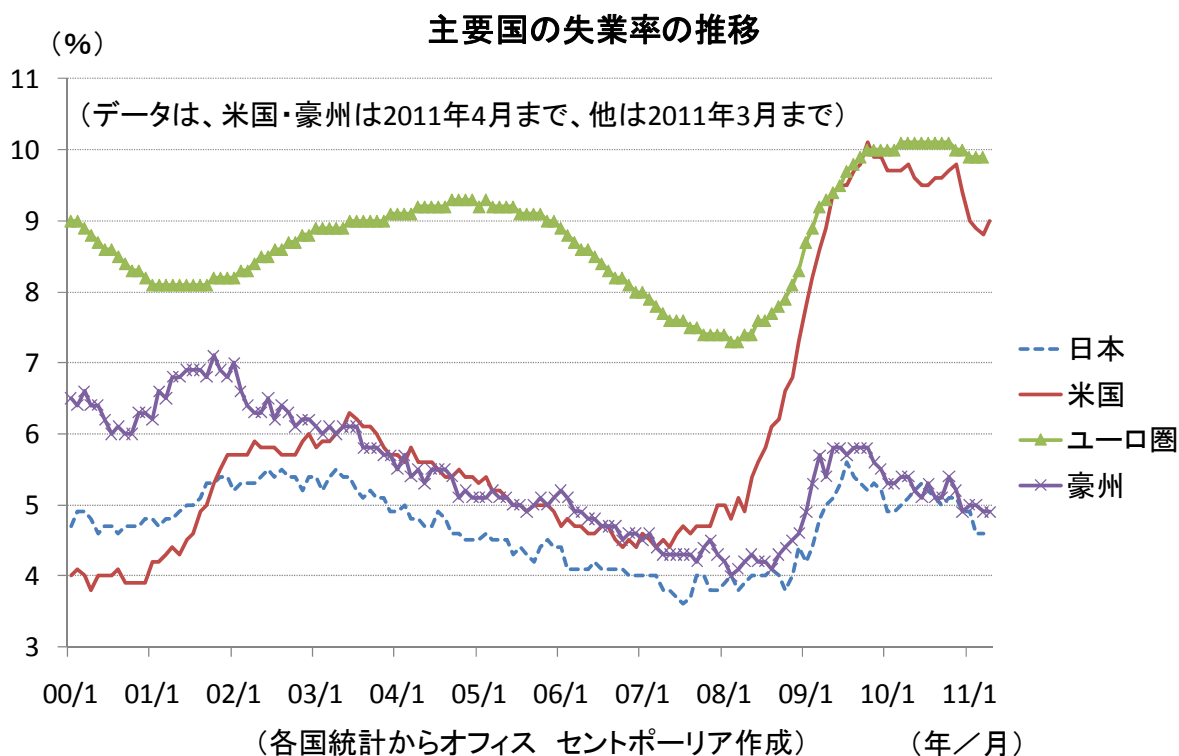


個人消費の先行きを占ううえでは、雇用の状況が重要だ。米国景気について悲観的な向きは、失業率が一頃よりは改善に向かっているものの、リーマンショック前と比べてまだ水準が高いことを挙げることが多い(図4)。しかし米国の雇用者が、一週間に総額で何ドルの賃金を受け取っているのか(雇用者数×一人当たり週当たり労働時間×時間当たり平均賃金)をみると(図5)、リーマンショック前を上回る勢いだ。これは、米国企業がまだ景気の先行きに慎重で、新規雇用を余り増やさないため雇用者がそれほど速くは増えない(失業率の低下が遅い)が、景気回復に伴い仕事量は着実に増加しているため、それを既存の従業員の残業でカバーしているためだと推察される。すなわ

ち、残業が増えれば週当たり労働時間が増加する上、時間外手当が支払われるので賃上げがなくても時間当たりの平均賃金が上昇する形だ。したがって、米国の雇用者は既に所得環境が改善しており(そのため、実力で個人消費は回復し始めており)、さらなる景気回復が生じれば、残業でカバーできなくなった企業は新規雇用を増やしていこう(すでにその兆候は表れている)。

以上を踏まえると、構造的・長期的な新興国の経済成長に加え、米国に代表される先進国経済も足取りを徐々にではあるが確かなものとしていくと予想され、世界経済全体の回復基調が見込まれるのである。

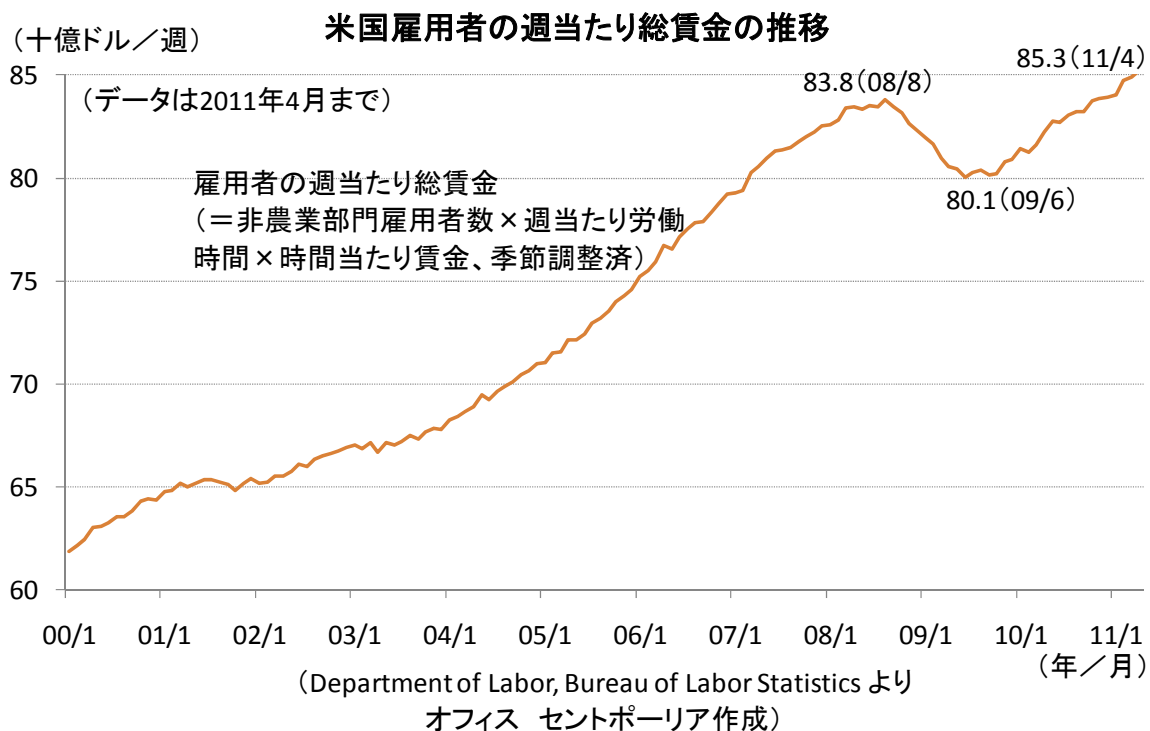
(図4)



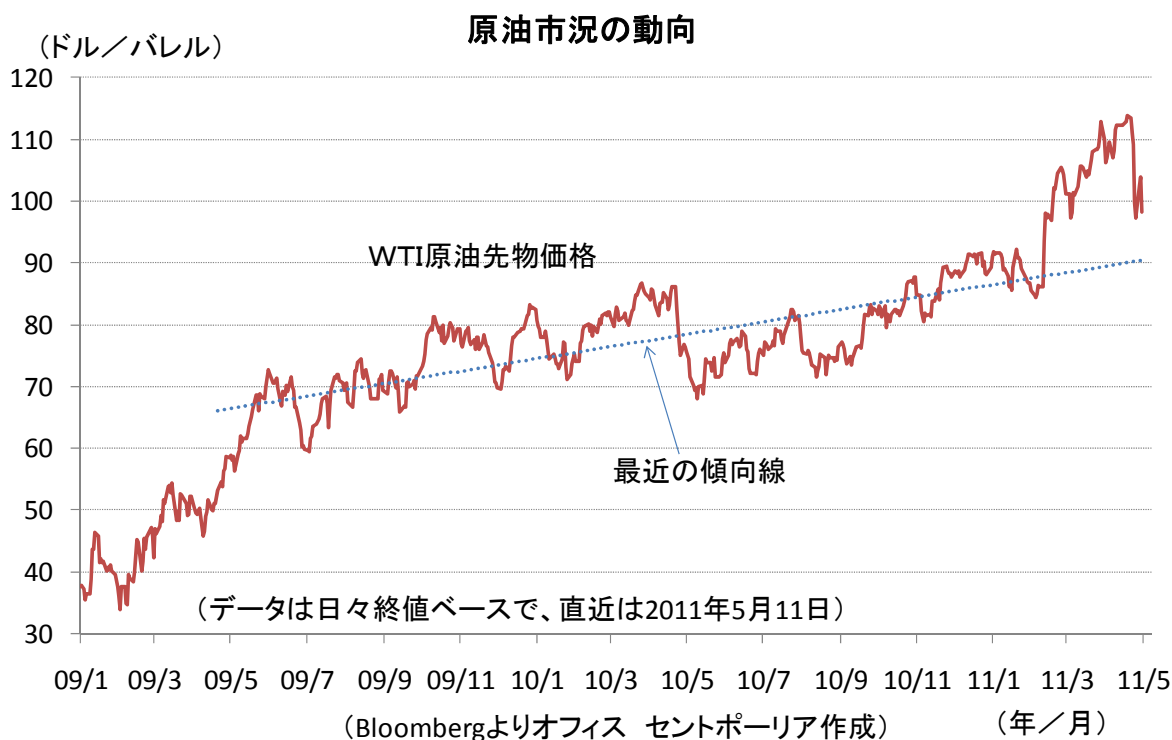
さて、世界経済が回復に向かえば、国際商品(原油などエネルギーや、鉱物などの工業原材料)に対する需要は拡大し、国際商品価格は長期的に上昇を続けるものと考えられる。実際、リーマンショックによる商品市況の暴落が一巡した2009年5月頃から、世界景気の回復に沿ったものとみられる、緩やかな原油価格の上昇トレンドが観測される(図6)。



(図5)



(図6)

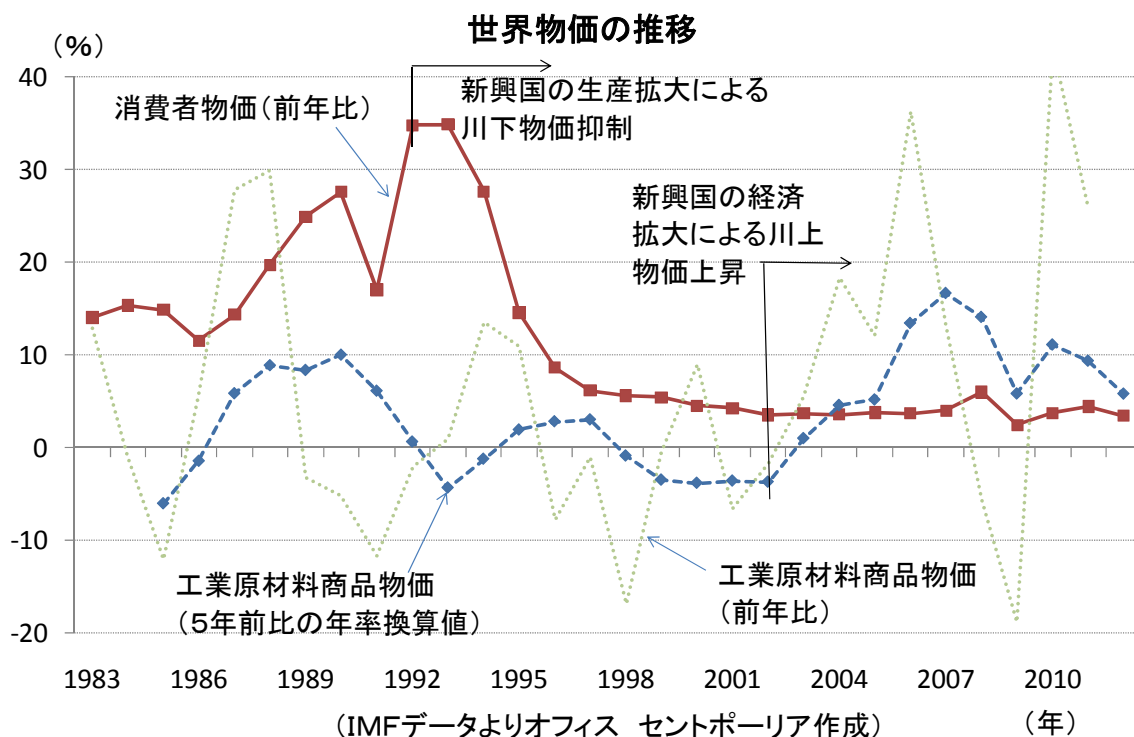




ごく最近の原油価格の動きは、リビア情勢に伴う原油供給懸念や、米国の量的金融緩和を材料として、投機的に上ブレし、それがはげ落ちつつある状況だ。当面は引き続き投機的な動きにより、原油を含めた国際商品価格は乱高下する可能性が高いが、その後は、徐々に実態経済の回復に沿った上昇基調を鮮明にしていこう。

一方最終物価については、2000年代にはいると、いわゆる川上価格(原材料価格)が上昇しても、川下価格(製品価格)は余り上昇しない、という状況が続いてきた(図6)。これは中国が世界の工場となり、原材料を大量に購入して原材料価格を押し上げつつ、低賃金を武器として安価な製品を供給するといった、原材料インフレと製品デフレの両方を世界に「輸出」したためである。しかし(図6)にあるように、2012年までのIMF(国際通貨基金)による予測では、川上価格と川下価格の上昇率の差は縮まると見込まれている。この背景として、たとえば中国では、既に人民元建ての賃金が上昇してきていることが挙げられる。加えて人民元の対主要通貨(米ドル、ユーロ、日本円など)相場が上がっていくと予想されるため、海外から見た中国の自国通貨建て賃金水準は一段と上昇するだろう。他の新興国でも同様の図式を長期的にたどると予想され、徐々に原材料価格の上昇が製品価格の上昇に転嫁される傾向が強まると考えられる。

(図6)



以上のように、世界景気が回復基調を強め、それが経済実力に沿った国際商品市況の上昇と製品価格の上昇を引き起こせば、世界的な金利水準も上昇していきだろう。物価の上昇と金利の上昇が、景気回復の実力に沿ったものである限り(すなわち、景気が悪いにもかかわらず、物価や金利が別の要因から上がってってしまう、という展開でない限り)、株式や不動産などのリスク資産の価格は上昇傾向をたどるだろう。

### 3. 「黒い白鳥」と「牡牛」の並存が想定される投資環境の中で、注目される投資資産とは

「黒い白鳥」、想定外の波乱要因が、これからも現れる可能性が高いことを前提とすると、安全資産、すなわち預貯金や信用度の高い円建て債券への投資の安心感が強い。

しかし黒い白鳥は今後現れる保証はない。また現れたとしても、その影響が小幅・短期に終わることも否定できない。また一方で「牡牛」、世界的な景気回復・物価上昇・金利上昇傾向が想定されるため、物価上昇で預貯金の実質的な価値が目減りしたり、金利上昇で償還前の債券の市場価格が下落したりすることが懸念される。「牡牛」が優勢な環境では、株式などの資産が有望であろう。

すると、「黒い白鳥」と「牡牛」の両方に対応するためには、株式などのリスク資産と預貯金・債券などの安全資産の両方を保有し、配分比率を自分で判断するか、あるいは、オプション(ただしオプションの買いのみ)のように、安全性と収益性の両方を備えた資産を組み入れるか、ということが考えられるだろう。またオプションに類似したリスク・リターンの特徴を備えた投資資産としては、転換社債も有望な投資対象として検討に値するだろう。

以上

☆ 最後のページに重要な注意事項がありますので、ご覧下さい。

#### オフィス セントポーリア ホームページ

<http://homepage3.nifty.com/office-saintpaulia/>

ホームページには、過去のレポート類も掲載しております。是非ご覧ください。

法人・団体の、お客様向けセミナーや役社員・所属員向け勉強会等の講師のご依頼も、上記ホームページ内のメールアドレスからお寄せください。

当資料は、オフィス セントポーリア（以下、「当オフィス」）が無償で配布しているものです。

著作権は当オフィス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オフィスとしては差し支えありませんが、当オフィス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オフィス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、当オフィス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（当資料を単に他者に配布する場合を含む）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、当オフィスは一切責任を負いません。当資料は、資料作成時点での当オフィスの見解に基づいて作成されていますが、当オフィスは、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。

当オフィス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。

当メモ「鳥の目・草の目」は、日頃の市場動向から一步離れて、大所から（鳥の目）、あるいは身近な現象から（草の目）、興味深い動きを取り上げるものです。