

テーマ：世界同時利上げで06年は混迷の年に⑤～株価の歪み 発表日：2006年4月6日（木）
～ロシアを筆頭に資源国株価に大きな歪み～

第一生命経済研究所 経済調査部
担当 嵐峰 義清 (03-5221-4521)

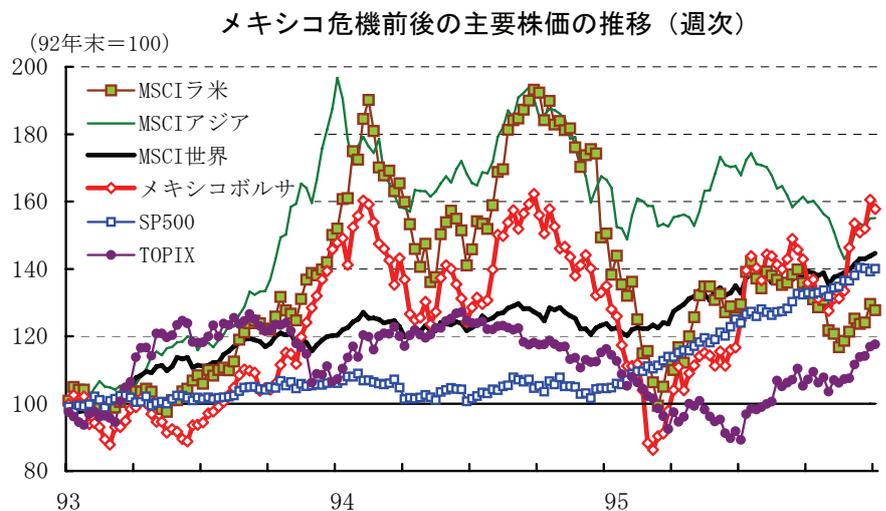
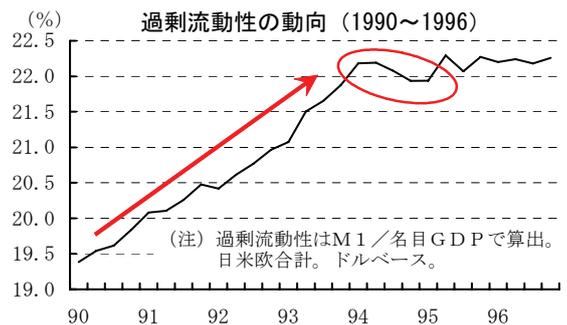
【Market Watching「世界同時利上げで06年は混迷の年に④」06/3/31】で述べたように、2006年は1990年以降で3回目となる“急拡大した過剰流動性が吸収される”時期にある。そこで、過去二回の流動性吸収時期のグローバルマーケットの動きを振り返り、合わせて足元で生じている市場の歪みを探す。

メキシコ危機（94～95年）：通貨危機型

メキシコ危機は、その後に訪れたアジア危機と同様、通貨危機の側面が大きい。80年代後半から90年代にかけて、メキシコではインフレ率が徐々に鈍化するなど経済パフォーマンスは向上、合わせてNAFTA交渉の進展に伴って、メキシコ経済に対する楽観的な見方が強まっていった。ただし、為替相場は準固定とも言えるフローティング・バンド制を採っており、一方で貿易自由化が進む中で対外収支は悪化していった。経常赤字は拡大傾向を辿っていったが、経済に対する楽観的な見方を背景に赤字を賄う資本流入がこれを支える形となっていた。

こうした状況に変化をもたらしたのが、94年からの米国の利上げである。金利差の縮小や、利上げによる景気減速懸念、リスク許容度の低下などにより、メキシコへの資本流入は一気に細っていった。この結果、メキシコペソの切り下げ懸念が強まり、為替市場ではメキシコペソ売りが嵩んだ。政府はこれに対抗するために大量のペソ買い介入を為替市場で行ったが効果は薄く、逆に外貨準備の急減により、対外債務の支払い不能に陥るデフォルトが懸念されるに至った。

メキシコ危機のあらましはこのようなものだが、危機の引き金を引いたのは米国の利上げである点が重要だ。米国経済は、湾岸危機に伴って90年後半に一旦リセッションに陥った。リセッションからは短期で抜け出したものの、その後も景気になかなか浮揚力は生まれなかった。主因は、企業のリストラが続いたことにより雇用環境の改善が遅れ、これが消費の停滞に繋がったことである。いわゆる“ジョブレスリカバリー”であるが、これによりFRBはFF金利を実質ベースでほぼゼロとなる水準まで引き下げ、景気浮揚を図った。この間、欧州では東西ドイツ統一の影響、日本ではバブル崩壊の影響もあって、それぞれ金融政策は緩和スタンスが続き、利下げを



本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

繰り返す状況にあった。こうしたなかで、グローバルに過剰流動性が拡大、一部が高パフォーマンスの期待されるエマージング市場に流れたものと推察される。

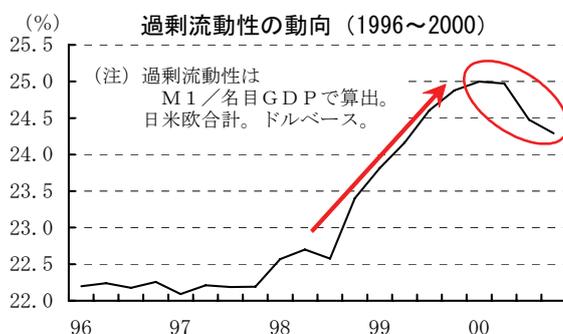
当時の株価動向を主要地域別（MSCI 地域別インデックスを使用）に比較すると、93年の後半からアジアやメキシコ、中南米市場で急騰したことがわかる。94年のFRBの利上げを受けて一旦値下がりした後、年央には再浮揚したものの、94年9月以降はメキシコを含めた中南米市場では暴落に近い様相を呈した。結局、メキシコを中心に多くの中南米諸国では株式市場などで大きな影響を受けたが、実体経済面への伝播は最小限にとどめられた。その要因として、FRBが95年半ばから利下げに転じたこと、ウィンドウズ95の登場などIT市場の急拡大などが挙げられる。結局、世界経済は一時的にかなりの程度弱含んだものの、失速することなく再浮揚を果たした。

ITバブル崩壊（00年）：ニューエコノミー型

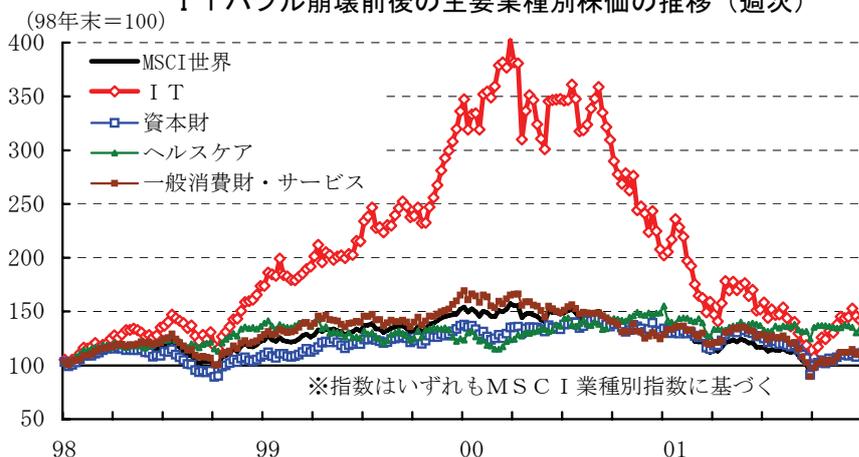
ITバブルとその崩壊は記憶に新しいところである。日本では、数多くの新興IT企業が株式市場への上場を果たし、若手起業家がもてはやされるなど、いかにもバブルらしい側面ばかりが目立っている。しかし、単にIT関連企業が時代の寵児としてもてはやされたためにバブルが発生したわけではないだろう。ITという新たな産業の勃興に際し、市場はその可能性と規模を計る術を持っていなかった。その市場規模は結果として表れることを待つしかないわけだが、その渦中で過剰流動性という燃料を得たことにより、バブルが発生したと考えられる。

このような観点で90年代後半のITバブルを形成した要因を探ると、98年から急速に積み上がった過剰流動性に行き当たる。ロシアのデフォルト、LTCMショックへの対応から、FRBは市場へ流動性の供給に努めた。折しも日本では、山一証券の破綻など金融不安の真っ只中にあり、無担コール翌日物金利は98年半ばから急速に低下していった。また、欧州では通貨統合を目前に控え、経済やマーケットに混乱を及ぼさないよう、緊張を和らげるような極めて慎重な金融政策の舵取りが行われ、ユーロ参加国の政策金利を低い水準へ収斂（3.00%）させるために利下げを行った。さらに、“Y2K”問題が過剰流動性の増加に拍車をかけた可能性がある。99年から2000年に年を越すタイミングで、一部のコンピューターなどが停止、あるいは誤作動を起こす可能性が懸念されたもので、対応できていなかったシステムの更新が促されたほか、混乱を抑えるための手段が様々に採られた。こうした結果、世界の過剰流動性の拡大は98年から99年末まで続いた。これは、世界的にIT関連株価が大幅に値上がりした時期とほぼ重なっている。

IT関連株を中心とした株価の上昇は、2000年に入ると下落に転じた。きっかけは99年央から始まった米国の利上げにより、過剰流動性が00年から縮小に転じたことである。ハイテク銘柄の多いナスダックやフィラデルフィア半導体株指数は、いずれも2000年3月に史上最高値をつけ、その後は日本のバブル崩壊を彷彿とさせるような大きな下げに転じた。業種別の株価の動きをMSCI業種別株価指数で見ると、株価の上昇が



ITバブル崩壊前後の主要業種別株価の推移（週次）



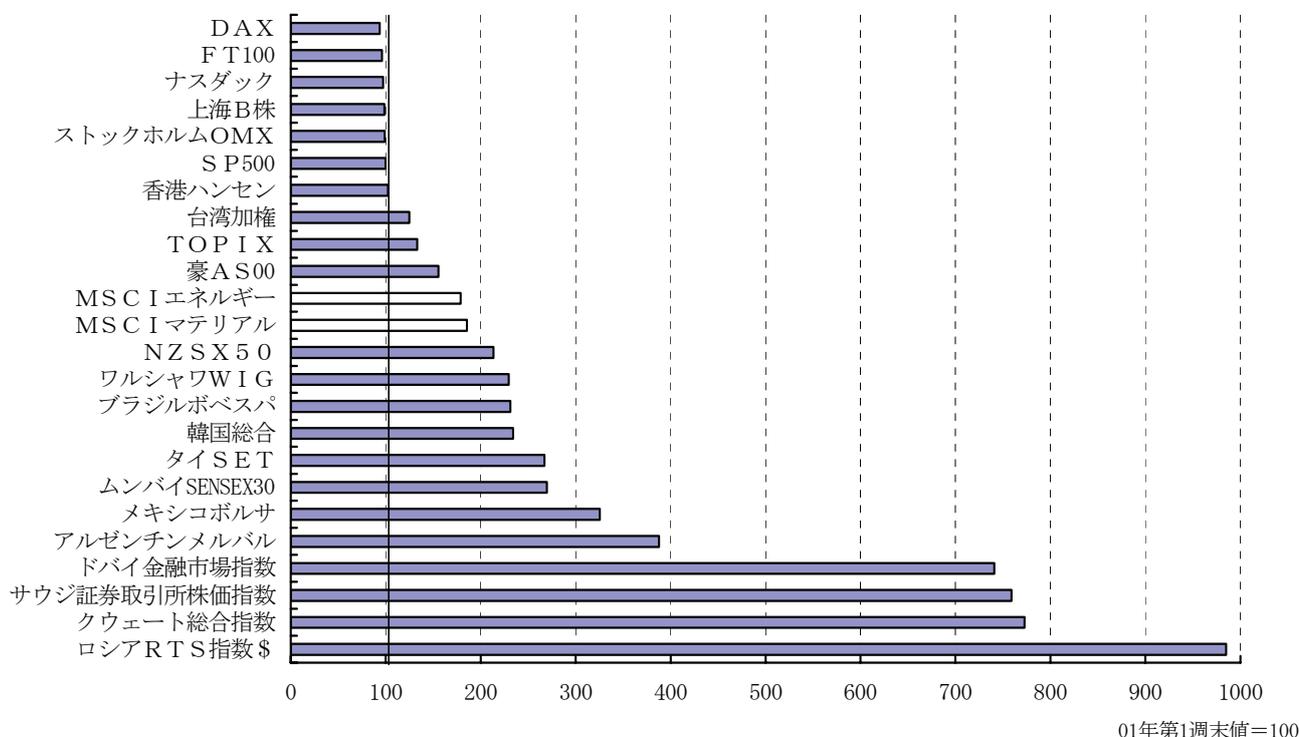
本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

いかにIT分野に偏ったものであったかが一目瞭然となる。ただし、その他の業種を細かく見ると、資本財は景気の動きに相関し、ヘルスケアはいわゆるディフェンシブ銘柄らしく景気減速下で底堅さを発揮するなど、比較的ノーマルな動きを見せている。一方、一般消費財・サービスは上昇率こそ全く異なるものの、ITと似たタイミングで動いている。これらのことから推察されることは、バブルが一部に偏っていたとしても、バブルが生み出した実体経済面への影響を織り込む形で、他の市場や銘柄も動くということである。IT株価の上昇がバブルで実体のないものであったとしても、そこから生じる資産効果などによって景気が盛り上がれば、IT以外の株価はそれに応じた水準まで上昇するのである。要するに、バブルが生じている局面では、バブル的に上昇しているものと、そうでないものとを区別することはできない——ということである。逆に言えば、バブルが崩壊すればその影響を他の市場も受けるということに他ならない。

足元の株式市場から見た歪みの存在

01年以降の過剰流動性の拡大を背景に、世界の株式市場でどのような動きが見られたかを確認するために、01年初の株価を100とした国別の主要株価指数の動向を見た。すると、ロシアのRTS指数（ドルベース）が足元で985.0（01年初に比べ9.85倍に上昇）、クウェート総合指数が772.5、サウジ証券取引所株価指数が758.9などと、明らかに異常な上昇を記録している市場が複数確認された。中東に関しては、一部ではすでにかかなりの値下がり演じており、サウジ証券取引所株価指数はピークの半値近くになったが、それでもなお他市場と比べて上昇率が大きいことが分かる。このほか、01年以降のおよそ5年間で株価が倍以上にまで上昇している地域はいずれもいわゆる“エマージング市場”である。これらは、①ロシアや中東などの産油国、②中南米やロシアなどの非鉄金属産出国、③インドやタイなど経済好パフォーマンスのアジア地域——という特徴を持っている。

2001年以降の主要株価の騰落状況（06/3/31まで）



こうした地域の株価、特に資源国の株価が大幅に上昇している背景には、原油や非鉄金属など国際商品市況が大幅に値上がりしていることが挙げられる。同期間に、原油や鉛、金などの価格も2倍以上になるなど、急

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

騰している。とはいえ、同期間のMSCIエネルギー株指数やマテリアル株指数の上昇率が2倍に満たないことを勘案すれば、7倍以上の株価の上昇は明らかに行き過ぎと言えよう。

いくつかの国の株価の上昇が行き過ぎていることは、その国の名目GDPとの比較からも指摘される。一般に、株式の時価総額と一国の経済規模を示す名目GDPの間には、長期的には比較的安定した関係が見られるはずだ。市場化が進むにつれて経済規模に比した株式の時価総額の割合は高まっていくと考えられるが、それでもその比率は緩やかな上昇トレンドを描くと考えられる。こうしたトレンドから短期的に大きく逸脱すると、株式市場ではバブル（あるいは逆バブル）的な上昇（ないしは下落）に見舞われているとの解釈が成り立つ。

そこでロシアについて見ると、ロシアの名目GDPは2000年から2005年にかけて、ドルベースでおよそ2.9倍と急拡大した。一方で、株価は10倍近くになっており（発行済み株式数は増えていると考えられるので、時価総額はそれ以上に拡大していると考えられる）、2001年以降のロシアの株価上昇は経済規模に比して明らかに行き過ぎていると判断される。同様に、サウジアラビア、クウェート、UAEの株価は01年から04年末までに4～5倍の上昇となったが、この間に名目GDPは1.4倍前後にしか拡大しておらず、やはり株価はバブル的な上昇にあると考えられる。中南米については、名目GDPが1.6～2.0倍程度となったのに対し株価は2.3

～3.9倍、アジアでは、タイ、韓国の名目GDPは1.4倍前後、インドは1.7倍程度に拡大したのに対し、株価は2.3～2.7倍となった。00年はITバブルの崩壊に見舞われ、世界経済は01年末、ないしは02年初頭にボトムアウトしていることから、01年前後の株価は経済規模に比して低めにとどまっていた可能性がある。したがって、足元までの名目GDP規模の拡大に対して株価の上昇率が高いとしても、必ずしも行き過ぎた上昇とは言えない。つまり、中南米やアジアの株価がバブル的な上昇にあると決めつけることはできない。しかし、他地域に比べて上昇が顕著であることは間違いなく、過剰流動性の吸収などで世界的に資産価格に下落圧力が生じるような局面では、相対的に下落率も大きくなる公算は大きい。

ディスインフレ・ユーフォリア型バブルの崩壊

90年以降に起こった二回の過剰流動性減少下の市場混乱を、それぞれ“通貨危機型”、“ニューエコノミー型”と分類した。足元の状況をカテゴライズしようとするれば、“ディスインフレ・ユーフォリア型”とも言えようか。

すなわち、低金利は地政学的リスクや日欧での構造改革など様々な不透明要因に対処したものであるが、低金利を許したのは世界的なディスインフレである。一方で、中国の台頭などもあって資源需給はかつてないほど逼迫、原油をはじめとした商品市況の多くが過去最高水準で推移している。このような川上での物価急騰と、川下での物価沈静との狭間で、市場関係者はディスインフレの継続、言い換えれば低金利の継続と世界需要の持続的な拡大を期待している。ところが、中央銀行は川上の物価上昇に対処すべく行動を取り始めた。

こうした市場関係者のユーフォリア的な考えと、政策当局者の保守的な行動との乖離が、足元でいよいよ大きくなってきたのではないか。この乖離が限界に達したとき、結局は市場関係者が現実に対処すべく行動を取り、市場に大きなうねりが生じる可能性が高い。

名目成長率と株価上昇率の乖離が大きい地域

	名目GDP	株価
ロシア※※	2.94倍	9.85倍
クウェート※	1.33倍	4.85倍 (7.73倍)
UAE※	1.47倍	4.82倍 (7.41倍)
サウジアラビア※	1.42倍	3.60倍 (7.59倍)
アルゼンチン	2.00倍	3.88倍
メキシコ	1.55倍	3.25倍
インド	1.66倍	2.70倍
タイ	1.44倍	2.67倍
韓国	1.39倍	2.34倍
ブラジル	1.78倍	2.31倍
日本	1.00倍	1.33倍
米国	1.27倍	1.00倍

(注) 名目GDPは2000年から2005年までの拡大率、株価は2001年初から2006年3月末までの上昇率。ただし、※は名目GDP、株価とも2004年まで。うち、株価のカッコ内は2006年3月末まで。※※はドルベース。