

金融市場展望と投資戦略

- - 山内 一三 レポート No. 133 - -

2007年11月号



国際投信投資顧問株式会社

取締役副社長
経済調査部、商品部門担当

山内 一三

<http://www.kokusai-am.co.jp>

〔要約〕 サブプライムローン問題対策としての欧米の金融緩和策が 原油・国際商品投機とオイルマネーの増大に拍車

1. サブプライムローン問題に伴う米国の政策利下げは一段落だが・・・

10月末に米国は0.25%の政策金利の追加利下げに踏み切りました。サブプライムローン問題に伴う景気減速を未然に防ぐと共に、極度に低迷する住宅産業への支援が目的とみられます。会合後に発表された米国連銀の声明では、足元急速に上昇してきた原油価格と国際商品市況に起因するインフレリスクを懸念していることが明記されました。米国連銀は、サブプライムローン問題に由来する景気減速リスクを緩和するため利下げしましたが、原油高や国際商品高に見られるモノ投機をあおる副作用があるため、今回でとりあえず利下げを一段落し、先行きの経済動向を見守る姿勢に転じたとみられます。

1990年代に進行したわが国の株式・不動産バブル崩壊後のデフレ進行局面で見られたように、利下げや財投拡大という景気刺激政策を繰り返しても、その効果は一時的でした。土地や株式の資産価格の更なる下落が進むと新たな資産の評価損失が発生し、金融機関や事業会社の信用不安が再燃しました。サブプライムローン問題も同様で、国際金融市場に参加している金融機関のなかで、誰がどれだけのサブプライムローン関連の損失を抱え、財務体質を劣化させているのかが見えないなかでは、相互に信用不安が払拭できません。来年にかけて、サブプライムローンの返済不能者が増加すると見られるなか、世界経済は信用不安と景気減速懸念が一時的に強まり、市場が混乱するリスクを抱えているため、結局、米国連銀は追加利下げを余儀なくされると考えられます。

2. 下落続ける米国の住宅価格の反転上昇時期が、サブプライム問題の解消の兆し

サブプライムローンの返済不能者の担保住宅は差し押さえられ、中古住宅市場で換金売りされます。このため、すでに中古住宅の売れ残りが増加し、住宅の値下がりが増進しています。周知のように米国では、ホームエクイティローン制度によって、住宅価格の上昇による担保価値の増大が、銀行による住宅ローンの追加貸し出しを可能にできました。住宅価格が下落すれば、ホームエクイティローンの貸し出しは止まり、住宅を担保にしたサブプライムローン関連の資産担保証券価値も更に下落し、投資家の損失が増加します。米国の住宅業界は極度の低迷が続いているなかで、米国の住宅価格が底を入れて反転するまでは、サブプライムローン問題は安心できません。

3. ドル資産から原油、国際商品、新興国株式への資金移動が増進

サブプライムローン問題の深刻化に伴ってドル安懸念が強まり、原油先物市場、国際商品、新興国株式などに資金が流れ、原油高に拍車がかかっています。現在の国際金融市場の資金の流れをみると、原油高が進めば進む程、国際金融市場で運用される産油国のオイルマネーが増え、原油高が助長されます。つまり「原油高と運用資金の自己増殖メカニズム」が働いていることに注目する必要があります。さらに中・長期的には、「世界の原油生産がすでにピークに達しており、いずれ減少に向かう。」という、ピーク・オイル論が急速に現実味を帯びてきました。すでに生産がピーク圏に達しているかどうかは議論の余地があります。ただ楽観論でも、2020年頃までには生産のピークが到来してその後は減少する、という見方が大勢を占めているようです。中・長期的には、原油生産が伸びないなかで、インド・中国といった新興国の原油需要は着実に増加していくと見られ、今後も原油の需要超過基調が続くと予想されます。ピーク・オイル論が正しければ、中・長期的にも原油需給のひっ迫がさらに厳しくなり、1バレル＝100ドルを超えた後も、調整期間を挟みながら原油価格のさらなる長期上昇傾向が続くと思われます。

下落する米国の住宅価格の底入れが 今後のサブプライムローン問題解消の目安

サブプライムローン問題に伴う米国の利下げは一段落だが、景気の不透明感が残る；10月末に、米国は0.25%の政策金利の引下げに踏み切りました。9月の0.5%利下げに続き2度目となります。サブプライムローン問題に伴う景気減速を未然に防ぐと共に、極度に低迷する住宅産業への支援が目的と考えられます。会合後に発表された声明では、足元急速に上昇してきた原油価格と国際商品市況に起因するインフレリスクを懸念していることが明記されました。米国連銀は、サブプライムローン問題に対処するための利下げは、原油高や国際商品高に見られるようなモノ投機を煽る副作用があることに気づき、今回でとりあえず利下げを一段落させたいと判断されます。先行きの景気動向を見守る姿勢に転じたようです。

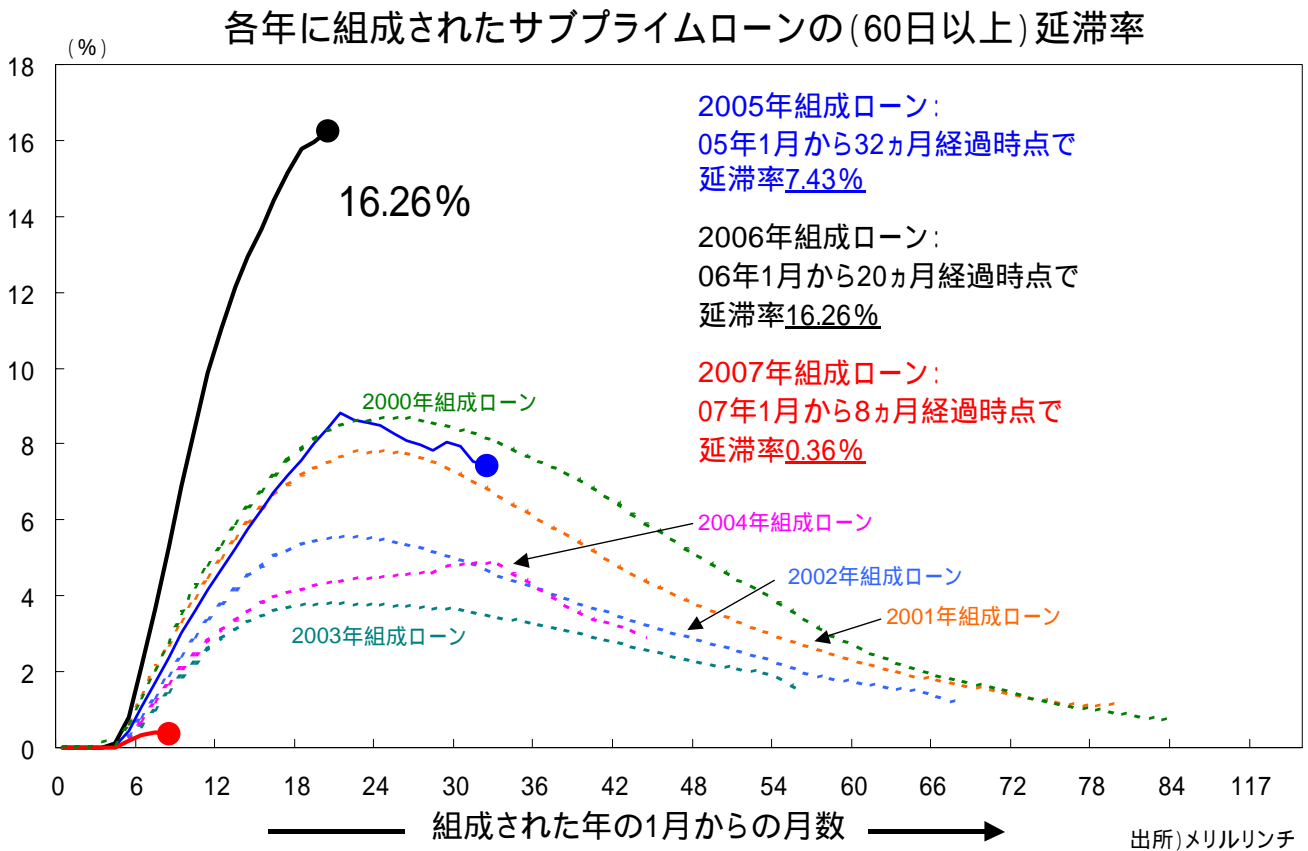
確かに、10月末発表の米国GDP統計（速報）によると、米国GDPは2007年4-6月期の前期比年率3.8%に続き、同年7-9月期も同3.9%と高い伸びとなりました。足元、サブプライムローン問題は、景気全般を悪化させてはいません。ただしGDP構成項目の中で住宅投資だけは、サブプライムローン問題の影響で、4-6月期の前期比年率11.8%減に比べ、7-9月期は同20.1%減と一段と落ち込みました。それでも米国景気が堅調なのは、個人消費・設備投資・輸出が堅調なためです。特に、ドル安効果と新興国を含めた世界経済が好調を持続しているため、米国の輸出が伸びています。これに伴い、懸案の米国貿易赤字の改善傾向が鮮明になっています。国際金融市場において不安視されてきた米国の巨額の貿易赤字に改善期待が高まり、また米国の利下げ政策に一巡感が出てくれば、目先の米国の株安・ドル安懸念を静める効果があります。

しかし、1990年代に進行したわが国の株式・不動産バブル崩壊後の資産価格の調整局面で見られたように、利下げや財投拡大という景気刺激策を繰り出しても効果は一時的に留まる可能性もあり、土地や株式の資産価値の更なる下落が進めば、新たな資産の評価損失が発生します。金融機関や事業会社の信用不安を再燃させ、経済はデフレが進行しました。金融機関は、償却や売却によって、サブプライムローンという時間の経過と共に価値が劣化していく不良資産をあらかじめ取り除かない限り、抜本的な問題解決にはならないと考えます。米国連銀は更なる追加利下げに追い込まれていくと想定されます。

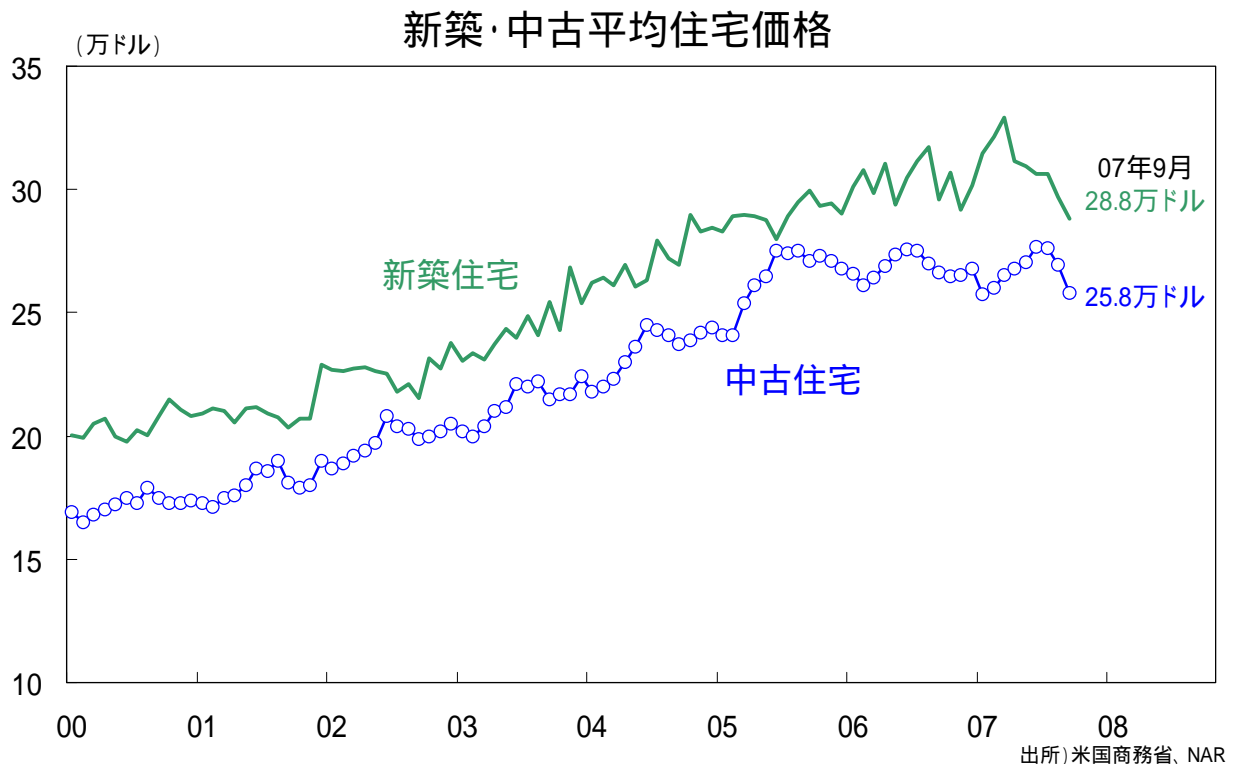
下落続ける米国の住宅価格が生み出すリスク；これまでもレポートしてきましたように、住宅業界におけるサブプライムローンの返済遅延者の発生は、来年にかけて増加すると見られます。特に、2006年の1年間だけでも、サブプライムローンの貸し出しブームに乗って、6,000億ドル（約69兆円）ものサブプライムローンが野放図に貸し出され、それを担保に証券化された商品が出回り、世界中の投資家に保有されています。このローン返済条件改定の多くが2年経過後から進むため、返済不能者や返済遅延者が来年にかけて増加してくると見られます。すでに、2006年に組成されたサブプライムローンのうち60日以上の返済延滞率は、今年8月には16%台に達しており、今後さらに上昇することが見込まれます(図表 - 1)。

返済不能者が担保にした住宅は差し押さえられ、中古住宅市場に換金売りに出されています。このため、すでに中古住宅の売れ残りが増加し、住宅の値下がりも進行しています(図表 - 2)。中古住宅市場の低迷により、住宅販売数は減り、価格上昇は抑えられます。周知のように米国では、ホームエクイティ・ローン制度によって、住宅価格上昇による担保価値の増大が、銀行による住宅ローンの追加貸し出しを可能にしてきました。消費者は、銀行による住宅ローンの追加貸し出しを受けて、所得を上回る消費を続けてきました。このため今後、返済不能者の住宅差し押さえの影響を受け、住宅価格がどこまで下落していくのかが注目されます。住宅価格が下落すれば、個人は住宅を担保にした追加借りが出来なくなり、金融機関は保有する住宅ローン担保証券の価値が下落し、際限なく新たな評価損を抱えることとなります。米国の住宅価格が底入れするまでは、サブプライムローン問題発のリスクには警戒が必要です。

【図表 - 1】



【図表 - 2】



今夏には、ヘッジファンドから住宅金融会社、大手の投資銀行や証券会社に至るまで、世界中でサブプライムローンに絡む多額の損失が発生しました。更なる住宅価格の下落が進み、また住宅ローンの返済不能者が増えると、サブプライムローン関連の資産担保証券の価値はさらに劣化して、新たな損失を発生させるリスクがあります。先日も、シティグループが、7-9月期にサブプライムローン関連で15億ドルもの損失を処理、資産残高を550億ドルまで圧縮したにもかかわらず、11月には最大110億ドルもの追加損失を発表し、経営トップの辞任にまで至りました。国際金融市場では、サブプライムローンに類似した他の資産担保証券についても、資産価値が劣化するとの懸念が増えています。現時点では、誰がどれだけサブプライムローン関連などの潜在的な損失を抱えているのか、誰が財務体質の悪化で経営破綻リスクを抱えているのかといったことを容易に特定できません。このため国際金融市場では、常に疑心暗鬼に駆られて信用不安が深刻化し、貸し出しが減少するリスクを抱えています。

悪化続ける米国の住宅業界；米国の住宅業界は極度の低迷が続いています。新築住宅の着工件数は2005年のピーク時の年率207万戸に比較して、2007年9月には同119万戸へと、ほぼ半減してきています。特に、サブプライム問題が悪化してきた今夏から一段と減少しています。中古住宅の販売件数も、2005年の年率128万戸から2007年9月には同77万戸まで減少しており、在庫は今年年初の353万戸から9月には440万戸へ増加しています。このため、新築及び中古住宅とも販売に対する在庫比率が急速に増加しており、住宅産業が極度に不振になっていることがうかがえます（図表 - 3）。

ただ米国は、国土が広大で住宅価格動向には地域差があります。過去に住宅価格が大きく上昇したカリフォルニア州や東部諸州、南部のフロリダ州などで住宅価格の下落が目立ちます。価格動向を見る上で注目されている20大都市圏指数（S&P・Case-Shiller指数）によると、全体的にも年初から前年比下落が始まり、2007年8月は前年比で4.4%の下落と徐々に下落幅が大きくなっています。わが国の株式・不動産バブルの調整局面でも、株価と地価の際限ない下落によって、長期にわたり信用不安が金融市場を被い、デフレ経済が進行しました。米国のサブプライムローン問題は、当時のわが国の株式・不動産バブル期のように、金融システムの根幹を揺るがせたり、景気を長期にわたって低迷させる程の大規模な問題ではないと考えます。しかし、米国の住宅価格が底を入れて反転するまでは、金融市場の信用不安リスクが消えず、景気減速リスクも消えません。この間、投資リスクに関して慎重に対応する必要があると考えます。

サブプライムローン問題の教訓；サブプライムローン問題の教訓は、金融商品取引法で保護されるような投資に慣れない弱者ではなく、プロ中のプロである世界の名だたる金融機関やヘッジファンドが巨額の損失を発生させている点です。ひとたびサブプライムローンという信用リスクの高い資産を選択して投資してしまうと、「もっと利益を！」という運用競争に駆られ、どんどんと高リスク資産への投資を増やし、プロでも容易に投資リスクの管理が甘くなるということが明らかとなりました。

個人投資家にとって必要なことは、「自分の投資目的が何なのか？」「そのためには、そんなに大きな価格変動リスクをもつ資産に投資する必要があるのか？」ということを確認して、長期視点から慎重に資産選択を行うことだと考えます。一度、資産選択を間違えて信用度の低い資産に投資し、信用破綻が発生すると、長期保有しても投資価値は回復しません。信用度の低い資産は、価格変動幅が大きいいうえに、下落局面におけるリスクの管理は極めて困難になってしまうと考えられます。

ピーク・オイル論の復活と 原油高を促進するオイルマネーの自己増殖

ドル安懸念強まり、原油、国際商品、新興国株式への資金移動が進行；原油価格が史上最高値を更新し続けています。原油や金、非鉄金属、穀物なども含めた国際商品市況（CRBインデックス）も最高値圏にあり、金融資産からモノ資産へと資金の流れが変化しています。原油1バレル=100ドル台時代が、目前になってきました。背景には、サブプライムローン問題による米国景気の先行きの不透明感とドル安懸念が容易に払拭できないことが考えられます。ヘッジファンドなど、サブプライムローン問題で多額の損失を抱えた機関が、その損失を埋めるべく原油・金など国際商品の先物市場、ロシアや豪州などの資源国株式市場へと、投資先を振り向けているといわれています。伝統的な金や原油などモノ資産への投資は、ドル安リスクの回避にもなることから、米国景気への懸念が残る間、この流れは当分続くと考えられます。

かつて、米国経済依存型で世界経済が成長している局面では、米国経済の減速懸念がそのまま世界経済の減速や国際商品需要の減少懸念につながり、原油や国際商品の価格下落の要因でした。しかし、グローバル経済化の進行によって、世界経済の米国経済に対する成長依存度が低下し、新興国が経済のけん引役として台頭してきたことで、世界金融市場におけるカネの流れが変化しているようです。

原油高が、オイルマネーと原油高を自己増殖させるメカニズム；サブプライムローン問題で、今夏から米国連銀が連続利下げを実施しました。また欧州中銀も大量の短期資金を市場に供給しました。短期的に、これらのサブプライムローン対策が、金融市場への資金供給を増やし、モノ資産への投機を助長したようです。

加えて、現在の国際金融市場の資金の流れをみると、原油高が進めば進む程、産油国では自国では使い切れない資金が増え、過剰貯蓄状態となります。この過剰貯蓄は、国際金融市場でオイルマネーとして金や原油先物市場に投資され、結果的に原油高を助長しているようです。足元、「原油高と産油国の過剰貯蓄の自己増殖メカニズム」が働いていることに注目する必要があります。現在、世界で日量約8,000万バレルの原油が生産されています。1バレル=100ドルとすると、産油国に日毎80億ドル（約9,200億円）、年間2.9兆ドル（約330兆円）の原油代金が入る計算となります。この原油代金は、原油消費国から産油国へ支払われますが、その分消費国の国民は、産油国に原油高という一種の税金を支払うような形となり、所得が産油国に流出します。原油消費国では産油国に支払った所得相当分を、原油以外の消費を切り詰めることで補おうとします。そのため原油高は、消費国の国内景気に対して通常はマイナス要因になります。

2002年頃は1バレル=25ドル程度で、産油国は日毎20億ドル程度の原油代金収入を受取っていました。これがわずか5年間で4倍になったのですから、自国内でこの巨額の原油代金を使い切れません。例えば、サウジアラビアは、輸出原油代金収入の急増で、昨年1,200億ドルもの貿易黒字が出ており、今年はさらに増加すると見られます。世界第二の産油国であるロシアも、昨年1,400億ドルの貿易黒字でした。貿易黒字は、海外から受取った輸出代金をそれに見合う輸入によって使い切れていない分と捉えることができます。産油国では現在、国内のインフラ整備や原油開発などの投資を増やしていますが、それでも自国で使い切れない分が過剰貯蓄となり、国際金融市場でオイルマネーとして運用されます。原油高が進めばますます、産油国の原油受け取り代金が増えて、国際金融市場において運用されるオイルマネーの量が増加し、原油高を煽りやすくなります。原油高とオイルマネーの自己増殖メカニズムが働いているため、このカネの流れが変わるまで、当分原油高が止まらない可能性があります。

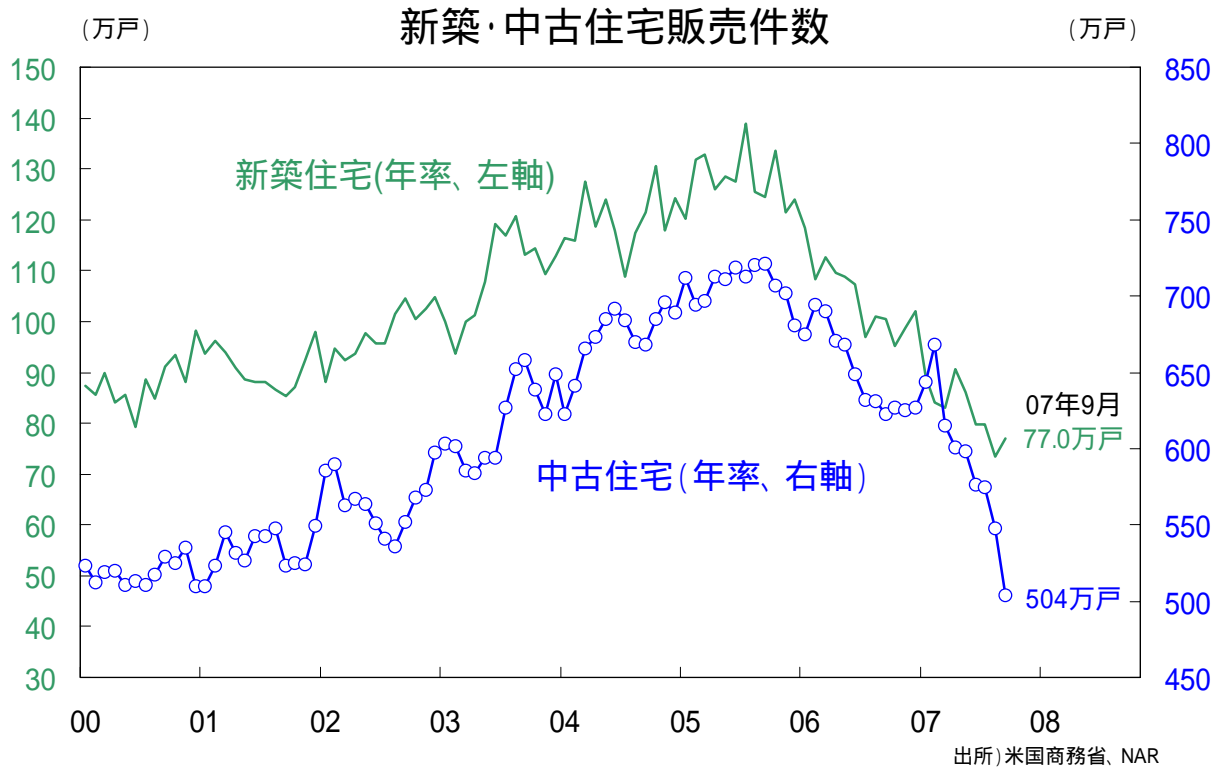
地球資源の有限性が意識され、注目される「ピーク・オイル論」；21世紀になって、世界経済成長の加速は、新興国の高成長によってもたれられました。それまで9億人足らずの日米欧を中心とする先進国経済が、「エネルギー・モノの大量消費型社会」を謳歌してきました。しかしながらここに来て、ブラジル・ロシア・インド・中国というBRICsだけでも27億人の人口を持った新興国が、経済成長の輪に加わってきました。世界経済成長が加速しているため、地球が持つ環境の自然浄化能力をはるかに上回る環境汚染物質が急増することが懸念されています。また、地球資源の持つ有限性が強く意識され、原油・鉱物資源・淡水など天然資源の食い潰しが速まり、資源の枯渇が意識され始めています。

「世界の原油生産は現在既にピークに達しており、今後減少に向かう」という、ピーク・オイル論が俄かに現実味を帯びてきました。既に世界の生産量がピーク圏に達しているかどうかは、目先中東や旧ロシア圏で油田の開発増産投資が進んでいることもあり、議論の余地があります。ただ楽観論でも、2020年頃までには生産のピークが到来し、その後は減少するという見方が大勢を占めているようです。ピーク・オイル論は、1956年にシェル石油会社の地質学者ハバートが唱えたものです。「原油は生産が進むに従って新規油田の発見量が減り、採掘コストが増加し、やがて生産は頭打ちになる。そして、経済的・技術的に見て採掘可能な資源総量（究極可採埋蔵量）の半分まで採掘が進んだときに生産総量がピークに達する。その後、産出量は過去の上昇曲線とほぼ左右対称になるような減少カーブを描く」というものです(図表-4)。原油の究極可採埋蔵量は2兆バレル台と見られ、現在までにほぼその半分を採掘しており、遠くない将来に生産のピークを迎えるとみられます。

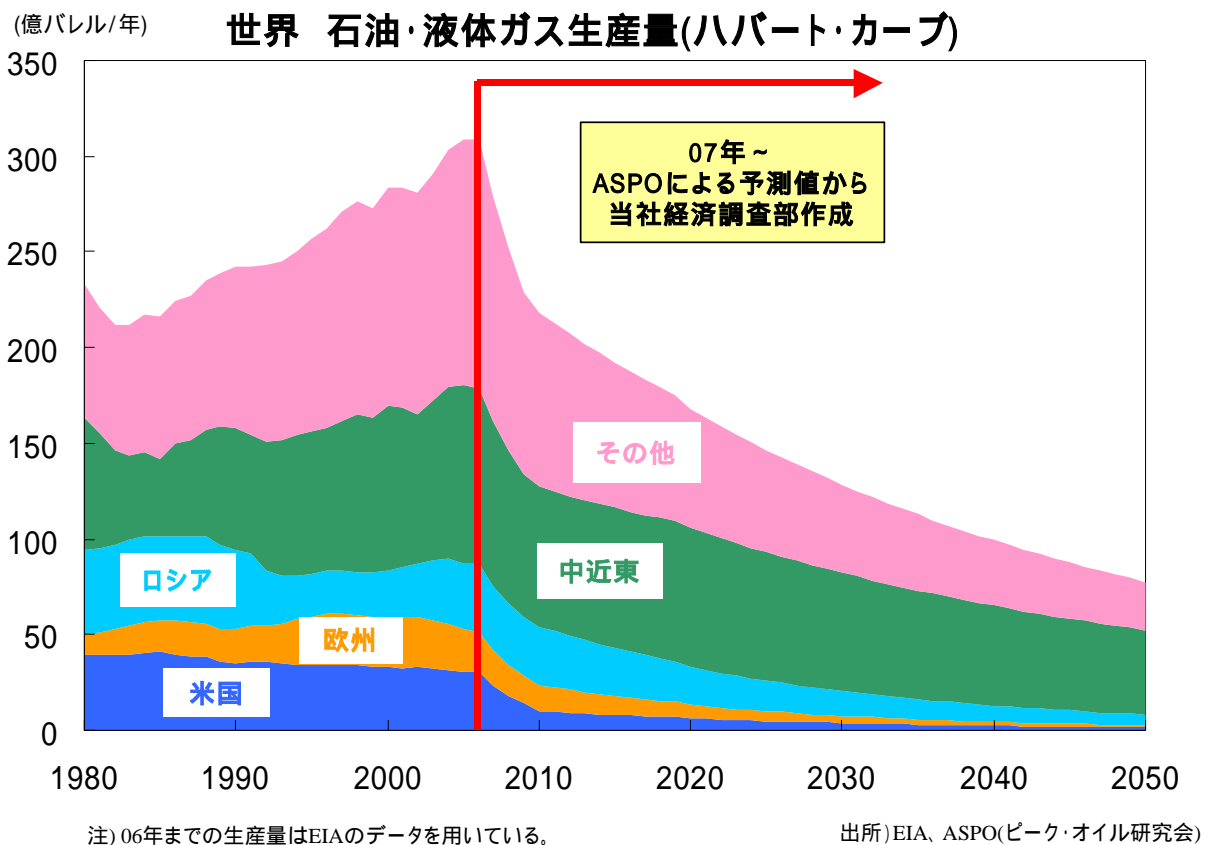
現在の原油価格の高騰は、短期的には先に述べたように、サブプライムローン問題に起因して、ドル資産回避姿勢が強まり、投機資金が原油市場に流れ込んでいるためと見られます。しかし中・長期的にも、原油生産が伸びないと考えられるなかで、インド・中国など新興国の原油需要増加は現実視されています。長期にわたって、原油の需要超過状態が続くと見込まれます。

原油生産減少時代が早まるリスク；足元の原油需給動向を見ると、ここ数年間、原油価格が高騰し産油国の増産意欲を掻き立てているとみられるにもかかわらず、非OPEC諸国の生産は増加していません(図表-5)。すでに米国の油田や英国の北海油田などは、老朽化によって生産能力が低下しています。追加生産のための海底油田開発も、水深が深く膨大な発掘コストがかかり、生産効率が悪化していると考えられます。従って、原油供給はOPEC頼みとなりますが、世界の石油埋蔵量自体、1990年代に入って新規の発見が激減しており、増産能力には限界も出てきましょう。石油発見量は1964年頃をピークに徐々に減少、1980年代に入り、その量は生産量を下回り、近年は生産量の1/4程度まで激減しています。規模が大きく採掘しやすい油田は既に発見し尽くされ、今後発見されるのは規模が小さく生産コストもかかる悪条件の油田と考えられるため、オイル探査技術が発達しても埋蔵量は増加しなくなっていくと想定されます。ピーク・オイル論が正しければ、中・長期的にも原油需給の逼迫はさらに厳しくなり、1バレル=100ドルを超えた後も、原油価格の上昇トレンドは続くと思われれます。足元の原油高は、投機という側面だけではなく、産業構造と個人の生活スタイルを、予想外に早い原油生産減少時代の到来に備えた省エネ体制へと、切り替える必要があることを示唆しているのかもしれない。

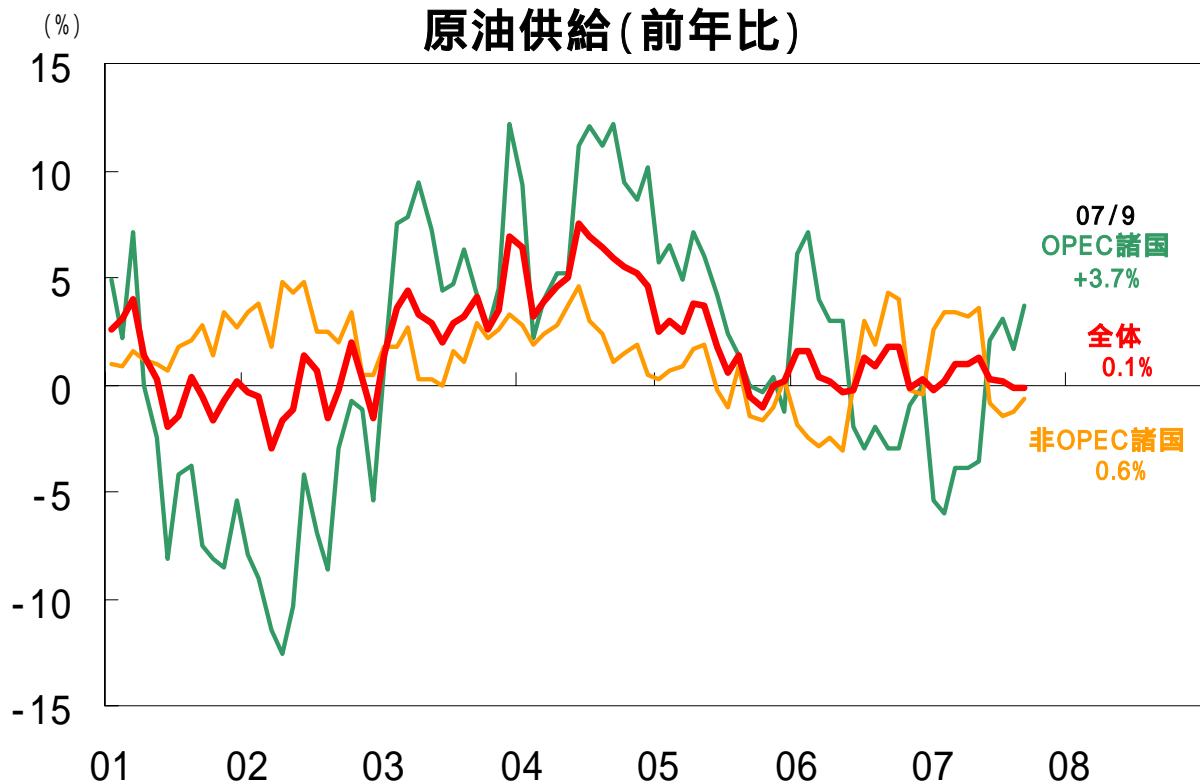
【図表 - 3】



【図表 - 4】



【図表 - 5】



出所) Bloomberg

本資料に関してご留意頂きたい事項

本資料は投資環境等に関する情報提供を目的として、国際投信投資顧問が作成したものです。本資料は投資勧誘を目的とするものではありません。なお、以下の点にもご留意下さい。

本資料中のグラフ・数値等はあくまでも過去のデータであり、将来の経済、市況、その他の投資環境に係る動向等を保証するものではありません。

本資料の内容は作成基準日のものであり、将来予告なく変更されることがあります。

本資料は信頼できると判断した情報等をもとに作成しておりますが、その正確性、完全性等を保証するものではありません。

○本資料に示す意見等は、特に断りのない限り本資料作成日現在の執筆者の見解です。なお、国際投信投資顧問が設定・運用する各ファンドにおける投資判断がこれらの見解に基づくものとは限りません。

巻末の「本資料に関してご留意頂きたい事項」を必ずご覧ください。