

\*\*\*\*\*

## アメリカ株価の動向とバブルの可能性を探る

Perspectives

調査部 副主任研究員 岩崎 薫里

### 1. はじめに

アメリカ経済は本年4月の景気拡大局面8年目入り後もいっこうに衰えの兆しをみせることなく好調な推移をたどっている。そして、昨年来の東アジアでの通貨・金融危機およびそれに続く経済混乱、通貨危機の波及で浮き彫りになった他のエマージング・マーケットの不安定性、日本の出口の見えない経済停滞、景気回復力は増しつつも依然2桁の失業率に苦しむ大陸欧州諸国、のなかにおいて、経済パフォーマンスの相対的な良さが顕著となり、世界経済の牽引役を果たすに至っている。こうしたアメリカ経済好調の主因のひとつとして、株高が景気を押し上げ、その結果、株価が一段と上昇する、という景気拡大と株高の好循環を指摘することができる。もっとも、アメリカ経済はすでにバブルが発生しつつあるとの指摘も強まっている。

そこで以下では、景気拡大と株高の好循環についてそのメカニズムを検証し、これが近い将来崩れる可能性がないかどうかを日本の

バブル期と比較しながら検討したい。

### 2. 景気拡大と株高の好循環

これまでの景気拡大と株高の好循環を部門別により具体的にみると以下の通りである。

#### (1) 家計部門

そもそもアメリカでは株式は家計の金融資産として大きなウェイトを占めており(図表1) しかも比較的長期保有する資産として位置づけられてきた。すなわち、株式は短期的には激しく価格変動するため短期間の売買で利鞘を稼ぐのはプロですら困難であるが、長期にわたって保有するほど投資収益率は他の金融資産を大幅に上回り有利であるとの認識が浸透している。税制面においても株式の短期保有を不利に扱っている。保有期間が18カ月超の株式を売却した場合、最高税率20%(一般的ケース、以下同じ)のキャピタル・ゲイン税率が適用されるのに対して12~18カ月の保有では28%、さらに12カ月未満はキャ

(図表1) アメリカの家計金融資産残高に占める株式の比率

(10億ドル、%)

	金融資産 残高合計	株式 (直接保有)	ミューチュアル・ ファンド		私的年金基金		株式(直 接・間接 保有計)	公的年金 基金等	銀行預金	その他
			株 式	株 式						
ブラック・マンデー前 (86年12月末) (ウェート)	11,182.1 (100.0)	1,418.3 (12.7)	333.2 (3.0)	130.5 (1.2)	1,246.5 (11.1)	499.2 (4.5)	2,048.0 (18.3)	1,027.8 (9.2)	2,695.6 (24.1)	4,460.7 (39.9)
現 在 (98年3月末) (ウェート)	28,864.9 (100.0)	6,263.4 (21.7)	2,247.9 (7.8)	1,941.4 (6.7)	3,931.8 (13.6)	2,001.1 (6.9)	10,205.9 (35.4)	4,104.4 (14.2)	3,940.7 (13.7)	8,376.7 (29.0)

(資料) Fed. "Flow of Funds Accounts of the United States"

(注1) ミューチュアル・ファンドのうちの株式は当社推計。

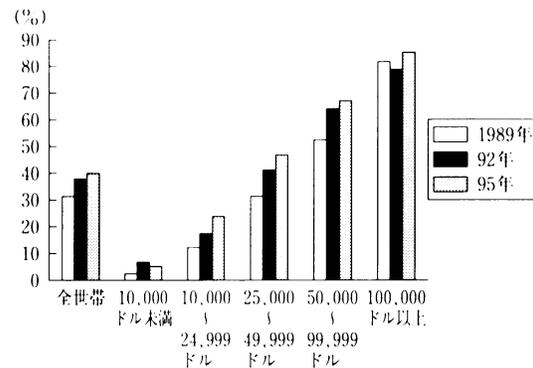
(注2) ここでの株式の間接保有はミューチュアル・ファンドおよび私的年金を通じたものとする。

ピタル・ゲインではなく通常所得とみなされ最高39.6%の税率が適用される。

株式を巡る90年代入り後の大きな特徴としては、元来は富裕層中心であった株式保有層の裾野の拡大、直接保有から間接保有へのシフト、の2点が指摘できよう。すなわち、ベビーブーマー（1946～69年生まれの約7,600万人）が消費世代から老後に備えた貯蓄世代にシフトするなかで（注1）、収益率の高い株式を老後資金の投資先として選択するようになってきている。ただし、老後資金という性格上、長期保有を前提としていることから、直接保有よりもリスクの低いミューチュアル・ファンドや私的年金基金を通じた間接保有が中心である。とりわけ税制上の優遇措置のある私的年金基金には保有株式の2割が向けられている（98年3月末）。私的年金基金は401(k)に代表されるように給与天引きで自動的に積み立てが行われるため、株式市場にはある程度コンスタントに資金が流入する仕組みができあがっている。

その結果、株価上昇と相まって家計の金融資産に占める株式の比率は直接保有で21.7%、間接保有分も含めると35.4%に達し（98年3月末）また、全世界帯に占める株式保有世帯の比率も89年の31.7%から95年に41.1%に上昇した（図表2）。とりわけ顕著なのは中間所得層の株式保有率の上昇で、年収1万ドル以上10万ドル未満の世帯の同比率は89～95年の6年間で12～15%ポイントも上昇した。こ

（図表2）アメリカの年収別株式保有世帯の比率



（資料）Fed. "Federal Reserve Bulletin" (1997年1月号)

（注1）株式保有は直接保有および間接保有の合計。

（注2）年収は実質値(1995年価格)。

うした個人資金の株式市場への流入が株価を押し上げ、いわゆる「資産効果」を通じて個人消費を刺激する（注2）とともに、個人資金のさらなる流入を促す、という好循環に結びついた。

なお、ストック・オプションの普及も個人消費押し上げ要因として重要な役割を果たしている。従来はベンチャー企業を除いて役員等の幹部社員に限定されていたストック・オプションの付与が90年代入り後、一般従業員にまで拡大している。オプション行使による株式取得後、それを売却してキャピタル・ゲインを確保するという動きはマクロ統計では正確に捉えることはできないものの、個人消費を押し上げるひとつの要因として働いているものと推測される。

## (2) 企業部門

アメリカ企業は、好調な需要と長期にわた

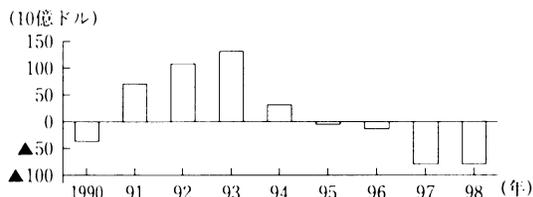
るリストラの結果、収益体質が著しく改善した。これ自体が株価の押し上げ要因になるとともに、企業が余剰資金を自社株買いに充てた結果、1株当たり利益が拡大し、株価のさらなる上昇につながっている。アメリカでは元来、1株当たり価値が企業評価の重要な指標であるため、それを向上させることが企業経営者にとって最優先課題のひとつである、

設備投資や企業買収等に使わない資金は手元に残さず株主に戻そうとの発想が強い、等の理由から自社株買いが日常的に行われてきたが、それに加えて、ストック・オプションの普及に伴いその権利行使に備えて株式を入手するという動きが近年強まっている。こうした自社株買いとM&Aブームがあいまって、95年以降、株式の消却額が発行額を上回る状態が続いている(図表3)。

また、アメリカでは90年代入り以降、情報関連産業が急速に台頭したが、株式市況の活況は新規株式公開による円滑な資金調達、

ストック・オプションの活用による有能な従業員の確保および賃金コストの圧縮、等を通じて同産業の育成を促し、経済全体の活性

(図表3) アメリカにおける株式純発行額の推移



(資料) Fed, "Flow of Funds Accounts of the United States"

(注1) 株式純発行額 = 発行額 - 消却額

(注2) 98年は1～3月の値(年率)。

化に寄与してきた。

### (3) 政府部門

政府部門では、連邦財政赤字の予想を上回る縮小が続き、98年度には69年度以来29年振りの黒字となる見通しである。こうした財政収支改善の要因のひとつとして株式売却に伴うキャピタル・ゲイン税収の大幅増が指摘される。97年度財政赤字は220億ドルと96年度の1,075億ドルから大幅に縮小した。財務省および行政管理予算局(GAO)の試算によれば、当初予想されていた97年度赤字1,277億ドルと実績との差1,058億ドルのうち、201億ドル(寄与率で19.0%)が資産売却に伴うキャピタル・ゲインによるものであった。財政収支の改善は長期金利低下を通じて株価を押し上げ、さらなるキャピタル・ゲインをもたらしてきた。ちなみに、財政赤字の1%低下は30年物国債利回りの0.5%低下につながるなどの試算結果が得られる。

### (4) 海外部門

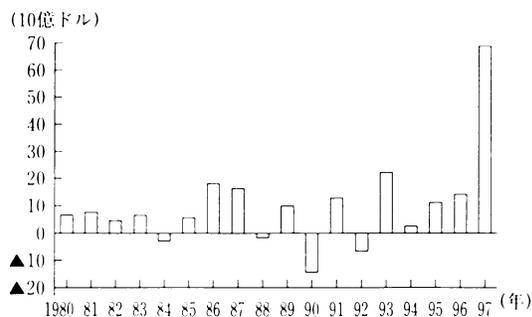
アメリカの経常赤字は貿易赤字の拡大を主因に97年に1,552億ドルと過去最高を記録し、98年1～3月期には年率換算で1,888億ドルとさらに拡大方向にある。それにもかかわらずドルへの信認は近年むしろ高まっており、また、クリントン政権がドル高は物価安定をはじめアメリカ経済に資するとしてドル高政策を志向してきたことから、海外からの資金

流入が増大し、その一部が株式に向かい株価押し上げの一因となっている。97年のアメリカ株式への資金流入額は、アジア通貨危機の発生によるエマージング・マーケットからの資金引き揚げの影響等もあり653億ドルと96年の134億ドルから急増した(図表4)。株式発行残高に占める海外保有分のウエ-トは97年末で6.8%と依然小さいものの、フロー・ベースでみると、97年の海外勢によるアメリカ株式純購入額は651億ドルとミューチュアル・ファンド(1,672億ドル)に次ぐ金額であり(全体では790億ドルのマイナス<購入額が売却額を下回った>)、株価上昇に海外からの資金流入が大きく寄与したことが確認できる。

(注1) Fedのアンケート調査でも、家計の貯蓄理由のうち「老後に備えて」がもっとも重要と回答した世帯の比率は89年の18.4%から95年には23.5%にまで上昇している(Fed, "Federal Reserve Bulletin" <97年1月号>)。

(注2) 今回の株価急上昇局面においてどの程度資産効果が働いたかについては議論が分かれている。マクロ・モデルによれば、家計資産の1ドルの上昇は個人消費を年間3~7セント押し上げる。しかしながら、ミシガン大学が97年に個人株主を対象に実施し

(図表4) 外国投資家によるアメリカ株式純購入額の推移



たアンケート調査によると、ここ数年間において株価変動が個人消費に影響を与えなかったと回答した人の比率は85.0%と、消費増の比率3.4%、消費減の比率11.6%を圧倒し、実際の資産効果は限定的であったとの結果が得られた(M. Starr-McCluer, "Stock Market Wealth and Consumer Spending" < Fed FEDS papers, 98年4月 > )。

### 3. 当面、好循環は容易に崩れず

それでは、こうした株高と景気拡大の好循環が崩れる恐れはないのであろうか。結論を先取りすれば、以下の事情を勘案すると、当面は株価に多少の調整が入ったとしても、実体経済面から株価が押し上げられ、調整は一時的かつ小幅にとどまる公算が大きいと判断される。

第1に、家計部門では過去に例がないほど大量の個人投資家が存在する状況下、株価下落の際の彼らの行動は未知数であり、一時的にはパニック的な株式離れによって株価下落を後押しする可能性は完全には排除できない。しかしながら、前述の通り 個人資金が株式市場へ流入するメカニズムが確立されている、

「株式は長期保有資産として有利」との認識が家計部門に浸透している、等の点を勘案すると、一時的な株式離れはあっても、その後は株式市場に再び個人資金が戻って来ることが予想される。

第2に、株価下落によって株価の割高感が解消されることから、企業の自社株買いはむしろ促進されるとみられる。

第3に、国際投資資金も、 アジア危機を

契機としたエマージング・マーケットに対する警戒感、日本の長期にわたる経済停滞とそれに伴う対日不信感の強まり、経済は大幅に改善しているものの通貨統合を控えて先行き不透明感の払拭できない欧州経済等、他に有利な投資先が見当たらないなかで、一時的な資金流出はあってもアメリカ市場に戻って来ざるを得ないと予想される。

第4に、物価の安定基調が続くなか、仮に株価調整が深刻化しそうな場合でも政策的対応としての金融緩和が可能であり、このことを投資家も認識している点である。

以上のように株価調整が生じたとしても一時的にとどまるとみられるもとは、景気への影響も限定的となる公算が大きい。まず家計部門に関しては、仮に足元の株式資産残高が統計が発表されている98年3月末の水準から1割減少した場合、依然として97年9月末のレベルを上回り、2割減少した場合でも97年3月末レベルを上回る。つまり、これまでの株価上昇ピッチがあまりに速く消費行動がこれに追いついていないため、逆に多少の下落では消費行動に変化が生じないと予想される。

一方、企業部門へのインパクトは、マインド面への悪影響に加えて、新規株式公開が困難となるためベンチャー企業の資金調達に支障が生じる等の影響は予想されるものの、アメリカ企業は資金調達の大半を基本的に内部資金に依存していること(図表5) 予

(図表5) アメリカ企業の資金調達状況

(10億ドル、%)

	1993年	94年	95年	96年	97年
内部資金	484.8	550.0	577.5	647.6	691.8
外部資金	217.9	241.6	390.8	346.2	396.9
株式発行	21.3	▲44.9	▲58.3	▲64.2	▲114.8
社債発行	75.2	23.3	73.3	72.5	90.7
銀行借入	▲10.8	42.7	66.8	45.8	73.5
内部資金 調達比率	69.0	69.5	59.6	65.2	63.5

(資料) Fed, "Flow of Funds Accounts of the United States"  
(注) ここでの企業は非農業・非金融企業。

想される利下げで銀行借入や社債発行コストが低下し、株式発行コスト上昇分が相殺されること、等を考えると、全体的には影響は限定的にとどまるとみられる。

ちなみに、1日でNYダウが22.6%下落した87年10月19日のブラック・マンデーの際も、87年10～12月期の最終需要の押し下げ、企業収益の悪化等の悪影響をもたらしたが、いずれも1四半期の下振れにとどまり、景気拡大を頓挫させるには至らなかった(図表6)。

より具体的にみると、まず実質個人消費は87年7～9月期の前期比年率+4.1%から同年10～12月期には同+0.4%に落ち込む一方、実質設備投資も同+12.7%から同-1.3%へとマイナスに転化し、それらを主因に実質最終需要は同+4.6%から同+1.8%へ伸びが大幅低下した(実質GDPは同+3.6%から+6.0%へと伸びがむしろ加速したが、これは在庫積み上がりによって押し上げられたため)。しかしながら、88年1～3月期には個人消費、設備投資とも回復しており、その結果、実質最終需要も+5.8%と力強い伸びとなった。

(図表6) ブラック・マンデー前後のアメリカ主要指標の推移

(1) 主要指標

	株価 (1941-43 100)	株式ネット 発行額 (10億ドル)	海外勢の 株式ネット 購入額 (百万ドル)	FF金利 (%)	企業収益		モルガン実 効為替相場 (1990=100)	CPI 前年比 (%)
					前期比 (%)	前年比 (%)		
8601	219.96	▲8.4	6,450	7.83	▲16.9	▲15.0	120.69	3.1
8602	240.58	▲15.3	7,148	6.92	0.9	▲10.2	117.01	1.6
8603	241.15	▲17.8	4,717	6.21	5.0	▲13.6	113.80	1.6
8604	243.69	▲24.4	406	6.27	13.9	0.4	114.52	1.3
8701	279.30	▲0.5	9,804	6.22	9.4	32.1	109.78	2.2
8702	293.27	▲15.5	8,645	6.65	14.5	49.9	106.14	3.8
8703	319.37	▲11.0	5,064	6.84	7.0	52.6	105.90	4.2
8704	255.38	▲30.2	▲7,241	6.92	▲0.2	33.7	100.73	4.5
8801	258.12	▲21.8	▲780	6.66	8.0	31.9	97.61	4.0
8802	263.14	▲29.5	643	7.16	4.6	20.5	96.21	3.9
8803	266.92	▲10.5	894	7.98	1.3	14.1	100.28	4.1
8804	274.98	▲40.8	▲2,759	8.47	5.3	20.4	97.31	4.3

(2) 実質GDP

(前期比年率、%)

	実質GDP										実質最終 需要
	前期比 年率		個人消費	住宅投資	設備投資	在庫投資	政府支出	純輸出			
	前年比							輸出	輸入		
8601	5.1	3.9	3.6	18.1	▲6.2	1.1	3.5	0.8	12.1	▲0.2	4.0
8602	0.4	3.5	4.4	25.1	▲10.7	▲2.2	7.9	▲1.3	5.3	18.8	2.7
8603	2.2	2.6	6.7	5.2	▲6.6	▲2.8	9.1	▲0.5	9.5	12.1	5.1
8604	2.2	2.5	2.4	▲2.0	3.5	0.1	▲2.3	0.7	15.6	3.2	2.2
8701	2.6	1.8	0.1	▲3.6	▲12.1	3.3	2.0	0.3	0.2	▲2.6	▲0.7
8702	4.1	2.8	5.2	3.1	8.9	▲1.1	3.3	0.1	17.8	11.5	5.2
8703	3.6	3.1	4.1	▲6.9	12.7	▲1.0	1.1	0.6	19.1	7.0	4.6
8704	6.0	4.0	0.4	▲2.3	▲1.3	4.2	5.5	0.1	15.0	10.2	1.8
8801	2.4	4.0	7.2	▲5.2	3.0	▲3.1	▲3.0	1.8	23.5	▲1.5	5.8
8802	4.1	4.0	2.9	1.4	8.2	▲0.6	1.5	1.3	11.7	▲4.4	4.7
8803	2.4	3.7	3.4	1.1	0.6	0.4	▲0.3	▲0.3	7.1	8.5	2.0
8804	5.1	3.5	4.5	1.3	3.5	0.3	7.7	▲0.3	12.6	12.9	4.8

(資料) US Department of Commerce, "Survey of Current Business" 他

(注1) 株価および関連指標はすべてS&P500ベース。

(注2) 在庫投資、純輸出は前期比年率寄与度。

また、企業収益は87年10～12月期こそ前期比0.2%とマイナスとなったが、88年1～3月期には同+8.0%に回復した。こうした状況下、海外投資家は87年10～12月期にアメリカ株式をネットで72億ドル売却し、翌年1～3月期も売り越しであったが、4～6月期には買い越しに転じた。このようにブラック・

マンデーの影響が軽微にとどまった要因としては、Fedの金融緩和による金利低下効果、金融緩和や自社株買いを好感して株価が87年12月をボトムに反発した(月中平均)、株価の下落幅が87年入り後の上昇分に相当したため、家計のマインド面の冷え込みは限定的にとどまった、等が指摘できる。

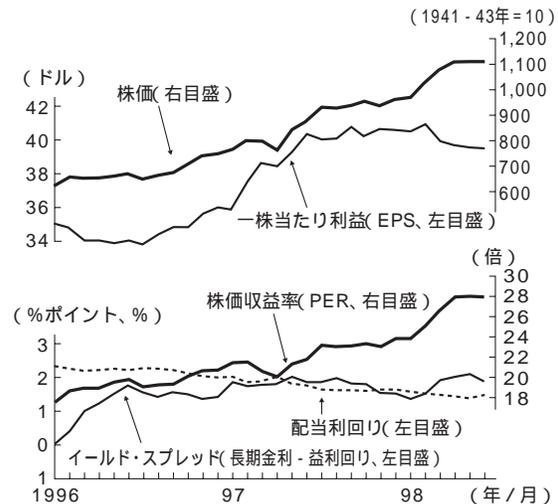
#### 4. アメリカ経済はバブルか

以上のように、当面は株高と景気拡大の好循環が容易に崩れる公算が小さいなかで、アメリカ経済は今後とも好調な景気拡大を続ける見通しである。こうした状況下、アメリカ経済にはバブルが発生しつつある、あるいはすでにバブルの状態にあるとの声の一部が高まっている。例えばロンドン・エコノミスト誌（98年4月18日号）は、割高な株価、不動産価格の上昇、M&Aブーム、マネー・サプライの増勢加速、の4点を理由に現在アメリカが深刻な資産バブルに陥っているとの警告を発している。そこで以下では、この4点について、企業行動と合わせて日本のバブル期の状況と比較しながら検証してみた。

##### (1) 株価

各種指標面からみるとアメリカの現在の株価水準は割高と言わざるを得ない（図表7）。1株当たり利益（EPS、S&P500ベース、以下同じ）をみると、すでに97年半ば以降増勢が頭打ちとなっており、前年比では本年6月に1.8%と92年11月（同5.8%）以来のマイナスに転じた。また、株価収益率（PER）は6月に28.04倍とブラック・マンデー直前（87年9月）の22.10倍を大幅に上回る高水準に達している。さらに、配当利回り（1株当たり配当/株価）は1.45%とブラック・マンデー直前の2.78%を下回って低下している。ただし、イールド・スプレッド（長期金利<

（図表7）アメリカ株式関連指標の推移

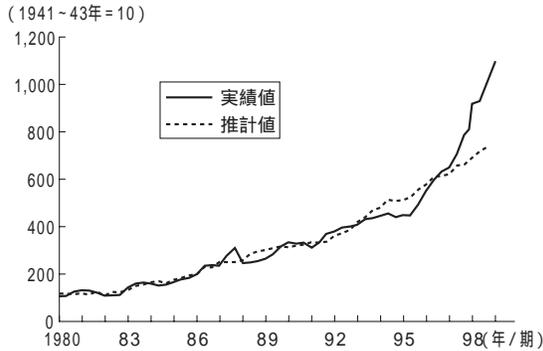


（資料）S&P  
（注）すべてS&P500ベース。

10年物国債利回り > - 益利回り) は1.91%ポイントとブラック・マンデー直前の4.90%ポイントを大幅に下回り、この面からは割安といえる。ちなみに、企業収益、経済成長率、金利といったファンダメンタルズから推計すると、現在の株価水準は3割程度買われ過ぎとの結果が得られた（図表8）（注3）。それにもかかわらず株高が続いていることを考えると、株式に関してはすでにバブルの兆候が出てきているとの判断も可能である。

それでは、株高で経済全体のリスクが増しているのだろうか。企業部門に関しては、前述の通り株式ネット発行額はマイナスが続いており、日本のバブル時のように企業が財テクや土地投機のためにエクイティ・ファイナンスを大量に行うという状況は現在のアメリカではみられない。企業のバランス・シー

(図表8) アメリカ株価(S&P500)の推移

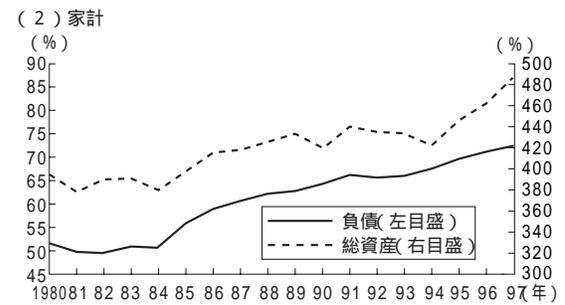
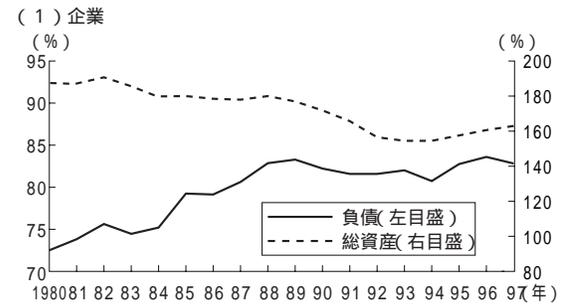


(資料) US Department of Commerce, "Survey of Current Business", S&P、他  
 (注) 要因分解に用いた推計式は以下の通り。( )内はt値。  
 $\ln(S\&P500) = -5.36721 - 0.04759 * (10\text{年物国債利回り})$   
 $(-6.85349) \quad (-5.03014)$   
 $+ 1.158408 * \ln(\text{名目GDP}) + 0.288887 * \ln(\text{税引前利益})$   
 $(10.92534) \quad (5.190754)$   
 自由度修正済みR<sup>2</sup> = 0.97606  
 推計期間: 1980年1-3月期~1998年1-3月期

トをみると、負債の名目GDPに占める比率は94年の81.0%をボトムに97年には83.0%と上昇傾向にある。もっとも、負債比率は総資産比率の上昇ペース(93年の154.3%をボトムに97年には163.1%まで上昇)に比べると緩やかな上昇にとどまっており、また、長期的トレンドでみれば80年代末以降の80%前半での変動の範囲内にとどまっている(図表9)。日本企業が80年代後半に、総資産比率の上昇にほぼ連動する形で負債比率も増加させた姿とは異なる。ちなみに日本企業はバブル崩壊後、バランス・シート調整に手間取り、負債比率は96年になるまで低下に転じなかった。

一方、家計部門のバランス・シートも、負債比率は80年代半ば以降ほぼ一本調子で上昇しているが、足元株高で総資産比率が急上昇しているにもかかわらずそれに見合って負債

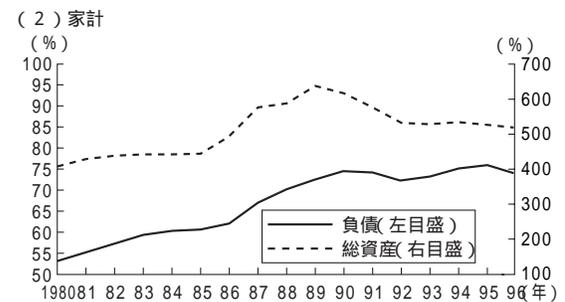
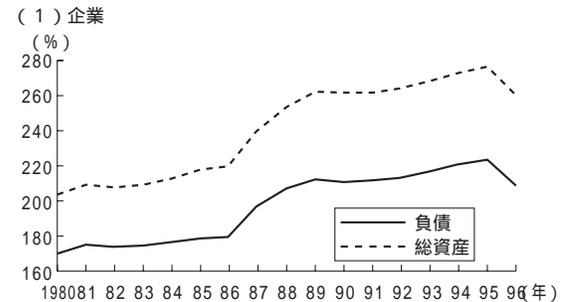
(図表9) アメリカ企業・家計のバランス・シート(名目GDP比)



(資料) Fed, "Flow of Funds Accounts of the United States"

(注1) ここでの企業は非農業・非金融。  
 (注2) ここでの家計は非営利企業を含む。

(参考) 日本企業・家計のバランス・シート(名目GDP比)



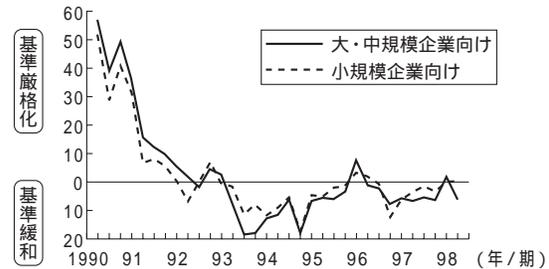
(資料) 大蔵省「法人企業統計年報」、経済企画庁「国民経済計算年報」

比率の上昇ペースが高まっているわけではない。すなわち、総資産比率は94年の422.9%から97年には485.8%まで急上昇したが、この間、負債比率は67.2%から72.1%の上昇と、それ以前の上昇ペースと比べても特段の変化はみられない。

このように、株高が企業・家計をバブルに走らせる姿は未だ確認ができない。しかしながら、最近の銀行の融資姿勢の積極化は懸念材料のひとつとして指摘できる。Fedの融資実態調査では、93年以降、銀行がほぼコンスタントに融資基準を緩和し続けている状況が確認される(図表10)。容易な資金調達を追い風に、企業・個人が今後負債の積み上げを積極化させる恐れは多分にある。一方、融資基準の緩和にもかかわらず景気が好調なため、商業銀行の不良債権比率は97年に0.66%と96年の0.75%から低下を続ける(ピークは91年の3.02%)等、銀行サイドはバランス・シート面での健全性を維持している。しかしながら、今後経済環境が悪化した時に、安易な融資債権が一気に焦げ付き、銀行の収益体質に悪影響を与える恐れは否定できない。バブル期の日本では、金融機関が貸出姿勢を過度に積極化させ収益体質を著しく弱体化させてしまい、今日の経済不振の元凶のひとつに至っていることは周知の事実である。

Fedもこの点に関して警戒を強め始めており、98年6月には、銀行に貸出審査基準の厳格化を求めるガイダンスを書簡として監督下

(図表10) 米銀の融資姿勢の推移(融資基準DI)  
(%ポイント)



(資料) Fed "Senior Loan Officer Opinion Survey on Bank Lending Practices"

(注) 融資基準DI = 企業向け融資基準を厳格化した銀行 - 緩和した銀行

の銀行および銀行検査官に送付した(注4)。ガイダンスのなかでは、融資審査のための資料のなかに借り手の業績見通しが添付されたケースは2~3割に過ぎない等、融資審査を巡る手続き、ローン・スプレッドの顕著な縮小等、融資金利の決定方式、金額が大きい割に無担保が多い不動産投資信託(REIT)向け融資(後述)の3点について懸念を示しており、今後の銀行監督の際に特に注意を要するとした。

## (2) 不動産市況

現在、アメリカの不動産市場は活況を呈している。FDIC(連邦預金保険機構)の不動産市況判断DIは本年4月に79%ポイントと、91年の調査開始以来最高を記録した。また、97年10~12月期の商業用オフィスの空室率は10.8%と85年1~3月期(10.0%)以来の低水準に達した。さらに、不動産調査会社リアル・エステート・リサーチ社の調査によれば、97年の都市部の事務所価格は前年比+8.9%

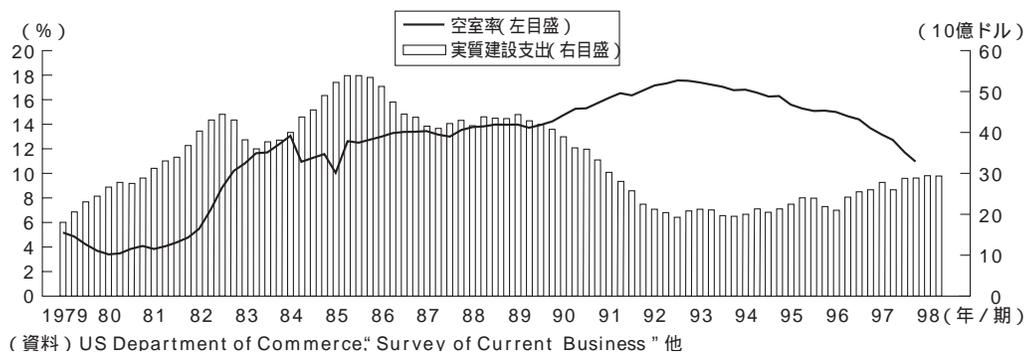
と96年の同+3.8%から上昇ペースが大幅に加速した(98年4月15日付け日経新聞)。こうしたなか、民間建設支出(非住宅)は97年に前年比+10.4%の増勢を示し、とりわけオフィスビル建設は同+18.2%と急拡大した。

このように不動産市場は急速な改善振りを示しているものの、80年代前半のブームと比較すると未だバブルに至ってはいないと判断される。80年代入り後のオフィス需要の急速な高まりに加えて、81年の税制改革で不動産の加速度償却が認められたことおよび投資税額控除が引き上げられたことから、オフィス建設ラッシュが生じた。80年初には3.4%であった商業用オフィス空室率は85年末には12.8%まで上昇していったにもかかわらず、この間オフィス建設支出がほぼ一本調子で拡大を続けたため、86年の税制改革で不動産優遇税制が縮小されたこと(加速度償却の加速性緩和および投資税額控除の廃止)とあいまって、80年代後半の不動産不況に至った(図表11)。ところが、現在はオフィス建設は活

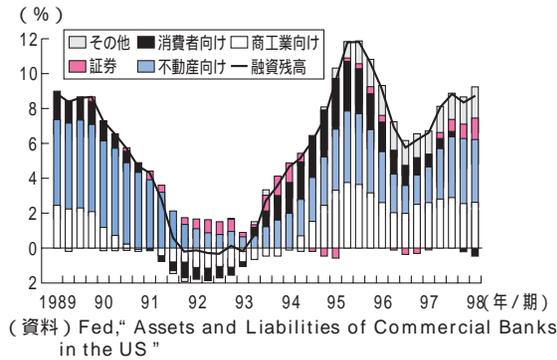
発とはいえ実質ベースでの金額でみると80年代のブームに及ばないばかりか、空室率は低下し続けている。このため不動産市場には未だ過剰感はなく、前述のFDICの調査でも、商業用不動産市場が供給過剰と回答した比率は12%と前年同期の22%はむしろ、前回1月調査時の17%からも低下した。

もっとも、金融機関の不動産融資は80年代に比べて低水準にあるものの、ここにきて増勢が加速している(図表12)。前述の通り審査基準を緩和したり、担保価値を大幅に上回る金額の住宅ローン(高LTV(Loan-To-Value)住宅ローン)の急増(注5)等、高リスク商品を積極的に導入していることは危険な兆候といえよう。また、Fedは前述の通り、REIT向け融資の急拡大に対して懸念を表明している。銀行のREIT向け融資残高は96年の25億ドルから97年には95億ドルと4倍近くに拡大し、さらに98年3月末には115億ドルと拡大を続けている(Fed, "Flow of Funds Accounts" ベ

(図表11) アメリカのオフィス建設支出とオフィス空室率



(図表12) 米銀の融資残高の推移(前年比)



ース)。銀行融資全体に占めるウエートは1%弱と小さいものの、その急拡大振りには目を見張る。ところがその一方で、競争激化や不動産価格の上昇ペース減速等を主因に投資収益率が97年の16%から本年1～3月に0.5%となる(全米不動産投資信託協会)等、REITの収益環境は本年入り後、急速に悪化しており、今後REIT向け融資に対する信用リスクが増大する可能性がある。

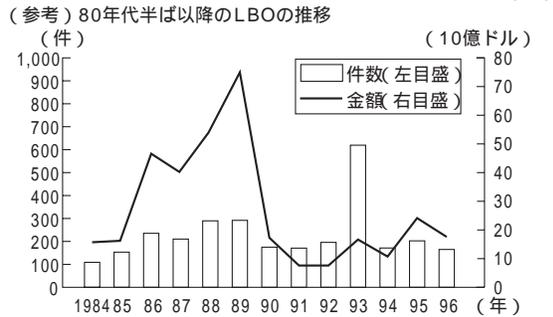
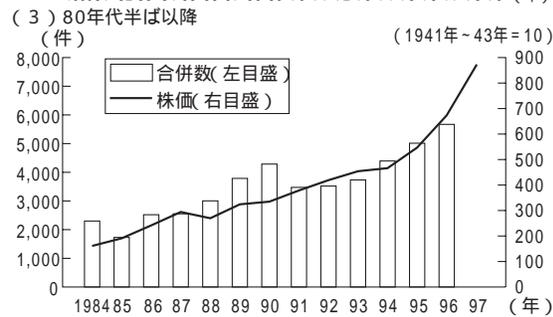
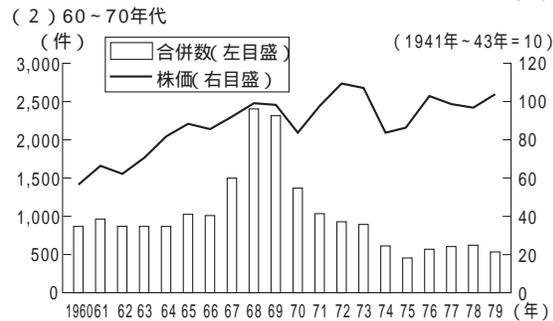
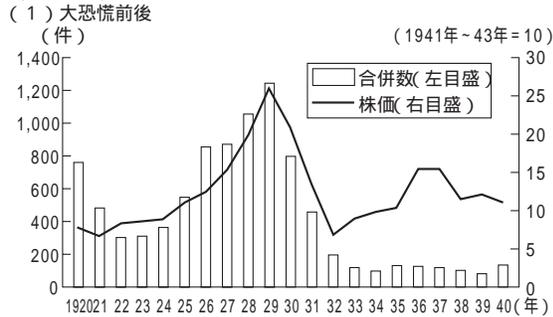
以上から、不動産市況は現時点ではブームの域を脱していないものの、徐々にバブルを形成しつつあるのが実情と判断される。ただし、アメリカでは不動産価格は土地の値段というよりも上物がもたらす収益から算出される(年間収益に対する物件価格の倍率という指標で捉えるのが一般的)ため、日本のバブル期のように実需を極端に無視して価格形成がなされ、地価が経済成長率を大きく逸脱して上昇する、という事態に陥る公算は小さいと判断される。

### (3) M & A ブーム

アメリカではこの1世紀の間に4回の合併ブームを経験している(件数ベースでのピーク年は1899年、1929年、68～69年、および90年)(図表13)。これらを振り返ると、4回とも合併件数のピークの年に景気後退に陥っている、前3回はいずれも株価のピーク時と合致している、第二次世界大戦後のブーム2回については、どちらも長期にわたる景気拡大局面の最終段階で生じている(69年末のブームは8年10ヵ月の景気拡大、80年代末のブームは7年8ヵ月にわたる景気拡大局面の最終段階)との特徴を見出すことができる。M & Aとはそもそも、企業が自社の経営資源を適正配分し効率的に活用することを目的に、成長分野での企業買収や不採算部門の売却等を行うことである。長期にわたる景気拡大局面では企業業績が好調なことからM & Aのための資金調達が容易であり、また株価ひいては企業の資産価値に対する先高感が強いためM & Aが活発に行われ、それが株価を押し上げさらにM & Aを促す。その結果、不必要なM & Aが拙速に行われがちとなり、景気後退局面入りとともに企業の収益体質悪化が一気に表面化し、M & Aに対する急ブレーキがかかる。

たしかにM & Aブームの終焉で株価押し上げ要因のひとつが剥落するという側面はないではない。しかし、それによって株価が下落に転じるというよりも、むしろアメリカの第

(図表13) アメリカにおける株価・企業合併件数の推移



(資料) US Department of Commerce, "Statistical Abstract of the United States" 他

(注1) 株価はS&P500指数。ただし、大恐慌前後のみS&P通常株指数。

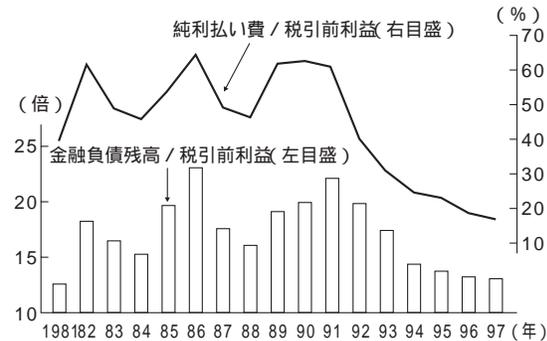
(注2) 大恐慌前後、60~70年代の企業合併件数は製造業と鉱業のみ。

二次世界大戦後の景気後退すべての引き金であるインフレ加速が景気と株式市況を悪化させ、資金調達コストの上昇とあいまってM & Aブームに終止符を打つというメカニズムが働いているとみたほうがより妥当であると判断される。

現在に目を転じると、アメリカでは空前のM & Aブームの最中にあり、本年入り後も、シティコープとトラベラーズ・グループ、ネーションズバンクとバンカメリカの合併(いずれも4月)、コンパックによるデジタル・エキップメント(DEC)の買収(1月)をはじめ大型M & Aが相次いで発表されている。これらが不必要かつ拙速なM & Aであるか否かは現時点では判断できないが、マクロ・ベースでの企業の財務体質をみると、M & Aによってむしばまれているという姿を確認することはできない。すなわち、非金融企業の金融負債残高の税引前利益に占める比率は80年代後半のM & Aブームに伴い急速に膨れ上がったが、厳しい財務リストラの結果、92年以降、大幅に低下している。それに調達金利低下の効果が加わって、純利払い費比率の低下が現在に至っている(図表14)。80年代まで主流であった現金による買収に代わって株式交換の手法(相手先の株主に対して現金でなく株式を支払う)が急拡大していることも、財務体質の悪化が回避されている一因とみられる。

80年代後半のM & AブームがLBO(買収

(図表14) アメリカ非金融企業の金融債務関連指標の推移



(資料) US Department of Commerce, Survey of Current Business, Fed, "Federal Reserve Bulletin" 他  
 (注) 純利払い費比率は非金融企業、金融負債比率は非農業・非金融企業のもの。

先企業の資産を担保とする、借入による資金調達に依存した買収)手法の活発化にみられるように企業の売買益を狙ったマネーゲームの手段としての色彩が濃かった(図表13<参考>)のに対して、今回のブームは金融業や通信業が中心であることから示唆される通り、業界再編の一環としての「健全なM&A」であるとの反論も聞かれる。しかしながら、未曾有の株式ブームで株式交換型買収に対する余力が拡大している状況下、不必要かつ拙速なM&Aを増加させる土壌が整っているのは確かであり、目先の財務内容こそ悪化しないものの先行き収益体質が減退する恐れは十分あることに留意する必要がある。

(4) マネー・サプライ

マネー・サプライをみると、M2は97年半ば以降、それまでの前年比+4%台後半の拡大ペースから加速し始め、同年末には同+

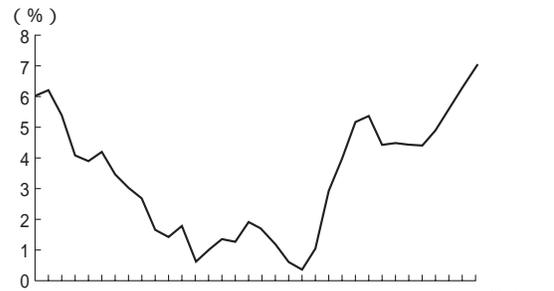
5.7%まで上昇し、さらに足元(98年5月)は同+7.1%と87年半ば以来の7%台乗せを記録した(図表15)。M2は90年代入り後、家計の金融行動の変化等を主因に実体経済の動きとの関係が崩れ、有効性が著しく低下した(図表16)。ここにきて実体経済との整合性を取り戻しつつあるとはいえ有効性を回復したと確信するには至っていないため、マネー・サプライの動向にそのまま反応するのは早計であるものの、景気過熱のひとつのシグナルとして注意を要しよう。

(注3) もっとも、強気派は、株価に影響が大きいのは物価と金利であり、双方とも安定している現況下、株価は適正水準にあると主張している。また、企業収益に対しては本年後半にはアジア危機の影響剥落で大きく回復すると予想している。

(注4) Fed "To the Officer in Charge of Supervision and Appropriate Supervisory and Examination Staff at each Federal Reserve Bank and to Each Domestic and Foreign Banking Organization Supervised by the Federal Reserve - Subject: Lending Standards for Commercial Loans"

(注5) 同ローンの設定額は95年の15億ドルから97年には

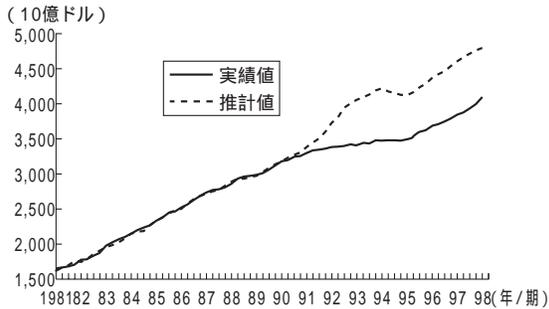
(図表15) アメリカのマネー・サプライの推移(M2、前年比)



(資料) US Department of Commerce, Survey of Current Business

(注) 98年4~6月期は4・5月平均。

(図表16) アメリカのマネー・サプライ(M2)の実績値および推計値の推移



(資料) US Department of Commerce, "Survey of Current Business"

(注) 要因分解に用いた推計式は以下の通り。( )内はt値。  

$$\ln(M2) = 0.266247 + 0.932992 * \ln(\text{名目GDP})$$

$$(1.920897) \quad (62.91771)$$

$$- 0.1253 * \ln(\text{TB3カ月})$$

$$(-13.0057)$$
 自由度修正済  $R^2 = 0.996983$   
 推計期間: 1981年1 - 3月期 ~ 1989年10 - 12月期

80億ドルに達し、98年1 - 3月期は年率150億ドルとさらに拡大した。

### 5. バブル本格化の場合の最悪シナリオ

以上の4点から総合的に判断すると、現在のアメリカはバブル期の日本とは大きく状況が異なるもののバブルの兆候は随所でみられ、いわばバブルの初期段階にあるといえよう。仮にこのまま放置されれば、バブルが本格化する恐れは十分にある。このため、その前に金融引き締め等を通じてバブル退治を行う必要があるが、98年1 - 3月期の実質経済成長率が前期比年率 + 5.4%の高成長を記録する一方、雇用コスト上昇圧力が徐々に高まっているにもかかわらず、消費者物価自体はアジア通貨危機によるドル高や商品市況の下落という特殊要因もあって前年比で2%を下回る超安定基調で推移しており、利上げの大義

名分が整っていないのが実情である。加えて、アメリカの利上げが世界経済とりわけ疲弊著しい日本および周辺アジア地域に及ぼす悪影響を勘案すると、Fedとしても利上げに躊躇せざるを得ない状況にある。

こうした状況下、Fedの思惑通り、年後半はアジア危機のマイナス影響の景気全体への波及や在庫投資の減速を主因に、景気拡大ペースが潜在成長率並みまでスローダウンするようであれば、バブル本格化には至らないであろう。あるいは、消費者物価が少しでも加速の兆しを示した際にFedが即刻利上げで対応した場合もしかりである。しかしながら、Fedが利上げの機を逸したまま、内需の余りある強さから現在の景気過熱状態が長期化し株・不動産価格の上昇が続いた場合には、金融機関は融資姿勢を一段と緩和し、それに応じる形で家計、企業ともに負債を積み上げて個人消費、設備投資を積極化するとともに投機行動に走り、本格的バブルの段階に突入することが予想される。これが一段の景気過熱をもたらすとともに、雇用コスト上昇圧力がさらに高まってインフレを制御困難なまでに加速させるであろう。その時こそ、バブル破裂の時である。すなわち、Fedは数次にわたる金融引き締めに追い込まれ、これを嫌気して株価が値を崩す一方、不動産市況が悪化し、各経済主体は過剰ストックとバランス・シートの大幅悪化に見舞われ、その調整が株価および景気への一段の下押し圧力となろう。ま

た、ドルに対する信認が一気に低下することで、株式のみならず米国債への海外からの流入資金も減少し、ドル安が進展するという、いわばトリプル安に陥ることが想定される。

このような事態が現実のものとなれば、これまで容易には途絶えることのなかった株高と景気拡大の間の好循環に終止符が打たれ、最悪の場合、逆回転を始めるであろう。

まず、家計部門は、前述の通り逆資産効果からマインドが冷え込み、個人消費の下押し要因となろう。ストック・オプションに関しては、市場価格があらかじめ設定された行使価格を下回るようであれば行使ができなくなり、この面からもマインドに悪影響を及ぼそう。また、株式市場へ個人資金がある程度自動的に流入するメカニズムが形成されているとはいえ、株価が長期にわたって持続的に目減りするなかで、日本においてバブル後遺症の長期化で土地神話が崩壊したのと同様、アメリカの「株神話」も崩壊し、同メカニズムに終止符が打たれることは不可避と予想され、株価をさらに押し下げるとみられる。

次に、企業部門では、やはりマインドの大幅悪化は免れない。株式への資金調達依存度が低いとはいえ、3割強のウエートを占めるため、限界的な資金調達コストが高まり、企業収益が悪化することが予想される。また、余剰資金減少、M&Aの減少、ストック・オプションの行き詰まり、等から企業の株式消却が減少し、株式需給が悪化する。

さらに、政府部門では、税収減に加えて失業保険支払い等の歳出増で、財政収支が再び赤字化するとみられ、これを嫌気して長期金利が上昇し、株価押し下げ要因となろう。一方、海外部門に関しては、海外からの資金流入が細り、この面からの株価押し上げ圧力が剥落し、海外資金をさらに減少させよう。

このようにアメリカがバブル発生および崩壊に見舞われた場合、90年代の好調を支えてきた要因の多くは剥落することが予想される。すなわち、今回の景気拡大期の特徴は、株高、物価安定、財政収支の改善、雇用環境の改善、情報化の進展とそれに伴う新規需要の創出、の5点であるが、そのうちの以外が消滅することになる。それにバランス・シートおよびストック調整が加わって、アメリカは単にリセッションに突入するのみならず、長期にわたる経済停滞を余儀なくされるリスクがある。

その場合、アメリカ経済が世界経済に果たす役割を考えると、影響はアメリカにとどまらない。とりわけ日本にとっては、株価の連鎖安、アメリカ向け輸出の落ち込み等を通じて景気を一段と悪化させる等、被る打撃は計り知れない。

以上は無論、最悪のシナリオであるが、現在アメリカ国内で「景気循環が消滅した」等の行き過ぎたニュー・エコノミー論や、「21世紀もアメリカの世紀」といった超強気論が大手を振っていることを考慮に入れると、同

シナリオの蓋然性がゼロと断定することはできないと判断される。

( 98.7.7 )