

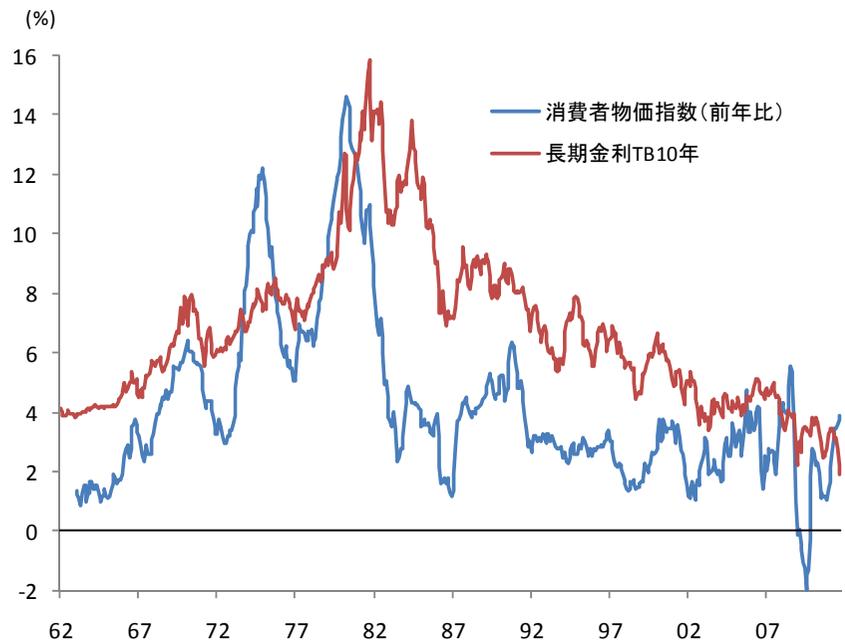
「論理一貫」「独立不羈」「歴史的国際的視野」

## 移行期にある世界経済と国債信認について

2011年11月16日(水)  
武者 陵司

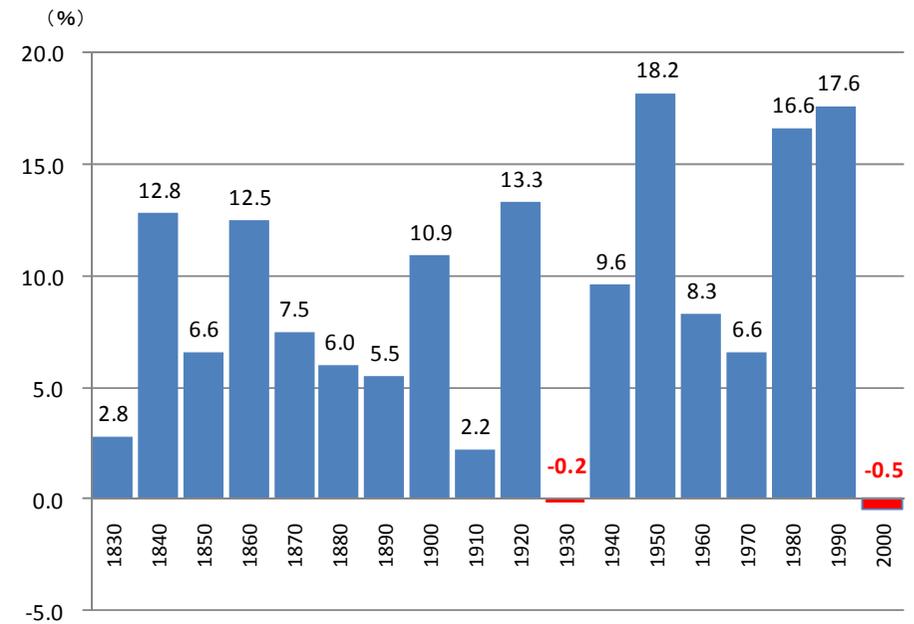
特に表示のない限り、レポート中の有価証券の価格は直近の終値です。有価証券の価格は現地の主要取引所から、ロイター、ブルームバーグなどのデータサービス会社を通して入手したものです。投資家の皆様は、本レポートは投資判断の際の判断材料の一つに過ぎない点をご了承ください。

## 米国消費者物価指数と10年債金利



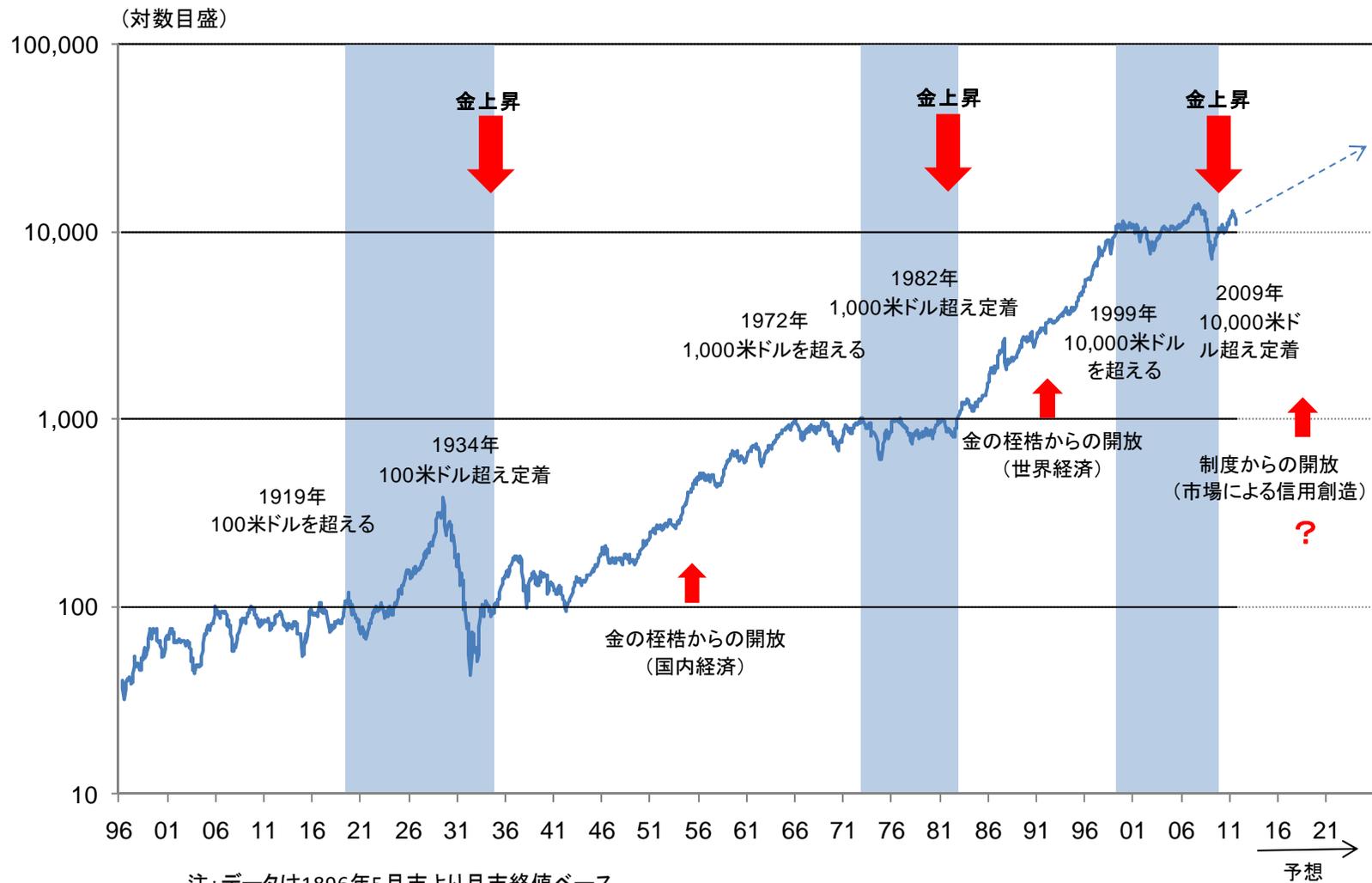
出所: ブルームバーグ、武者リサーチ

## 1830年代以降の10年ごとの米国株価上昇率



出所: ウォールストリート・ジャーナル紙(2009年12月21日)

# NYダウ工業株指数の推移と貨幣創造



## 見えてきた?「世界共和国Global Commonwealth」の長期上昇

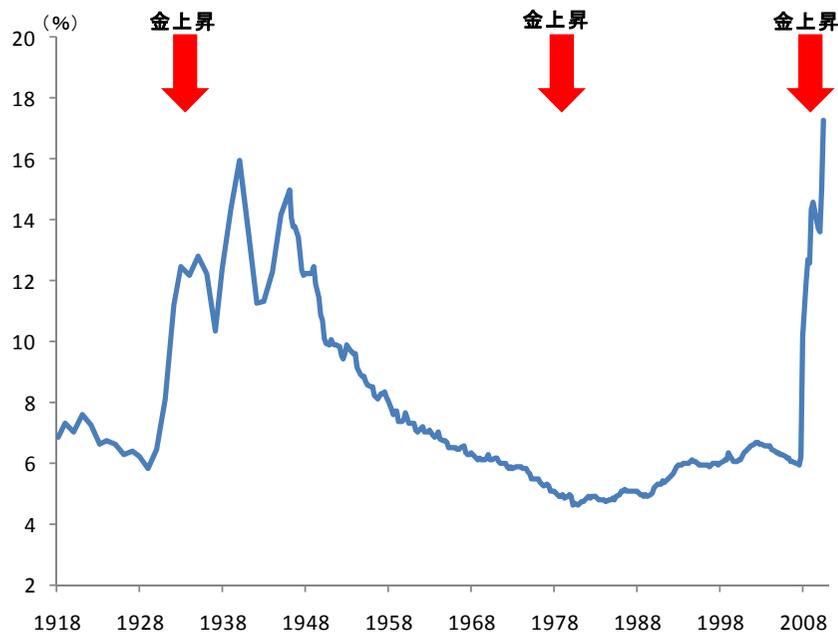
・株式100年で見ると近代世界史

	地政学レジーム	技術革新=生産性革命=供給力増大	通貨制度=需要創造
第一段階 (\$100→\$1,000)	西側世界の米国覇権 (Pax Americana)	石化革命・電気・自動車	各国管理通貨
第二段階 (\$1,000→\$1万)	米国の世界制覇 (アメリカ帝国)	情報革命	世界ペーパードル本位制
第三段階? (\$1万→\$10万)	世界共和国	Net, Facebook, 新エネルギー革命	市場通貨制となるか

・見えてきた「世界共和国Global Commonwealth」の輪郭  
民主主義、資本主義市場経済、環境重視、ネット社会(透明、フラット、自由)

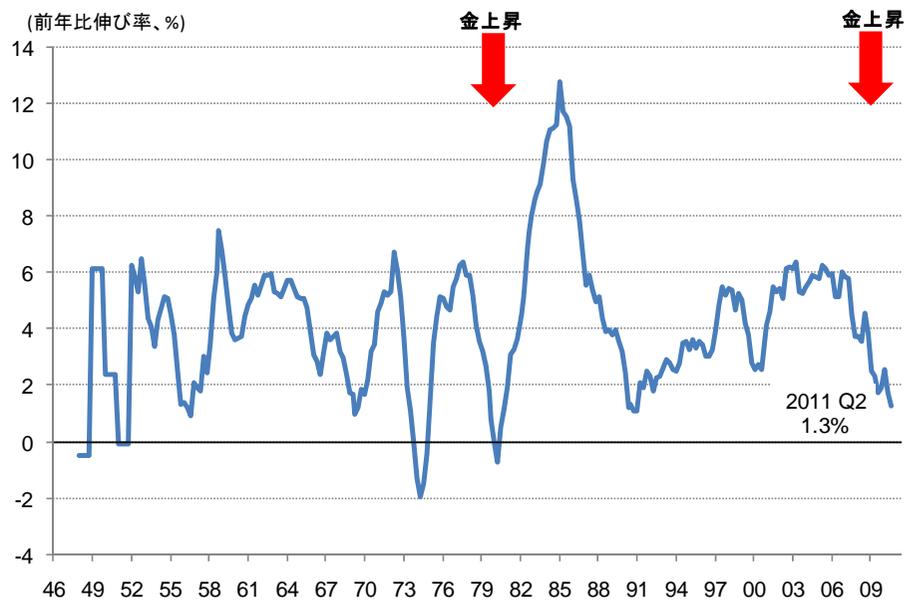
・日本の第三の開国とは  
第一の開国⇒帝国主義時代への対応  
第二の開国⇒Pax Americanaへの対応  
第三の開国⇒「世界共和国Global Commonwealth」への対応

### 米国ベースマネー残高/名目GDP推移 と金価格上昇



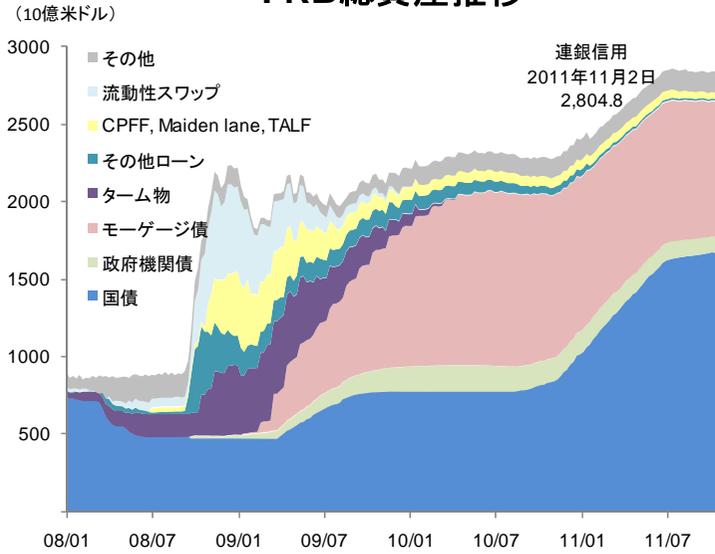
出所: 米国連邦準備局(FRB)、米国商務省経済分析局、武者リサーチ

### 米国実質負債(非金融部門)成長率推移 と金価格上昇



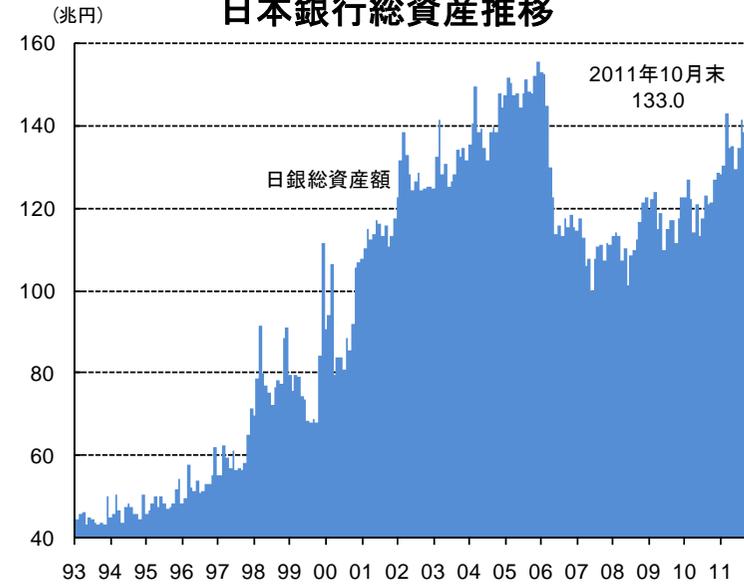
出所: 米国連邦準備制度 (FRB)、ブルームバーグ、武者リサーチ

### FRB総資産推移



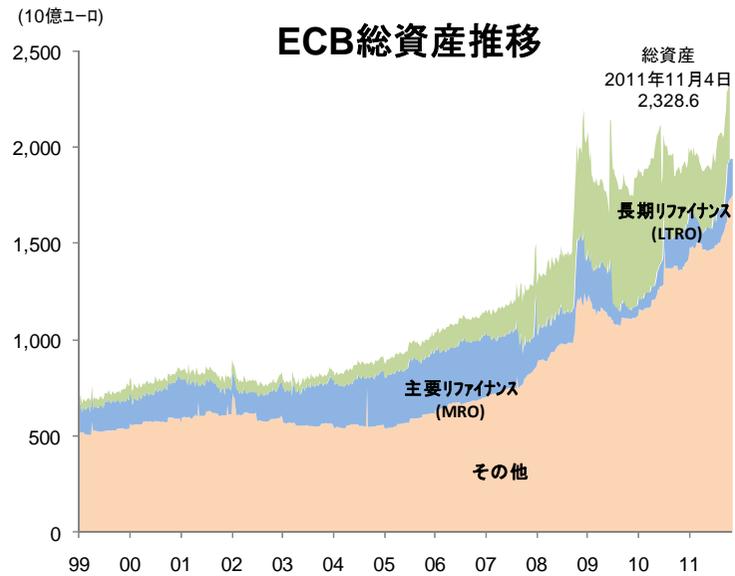
出所：米国連邦準備制度 (FRB)、武者リサーチ

### 日本銀行総資産推移



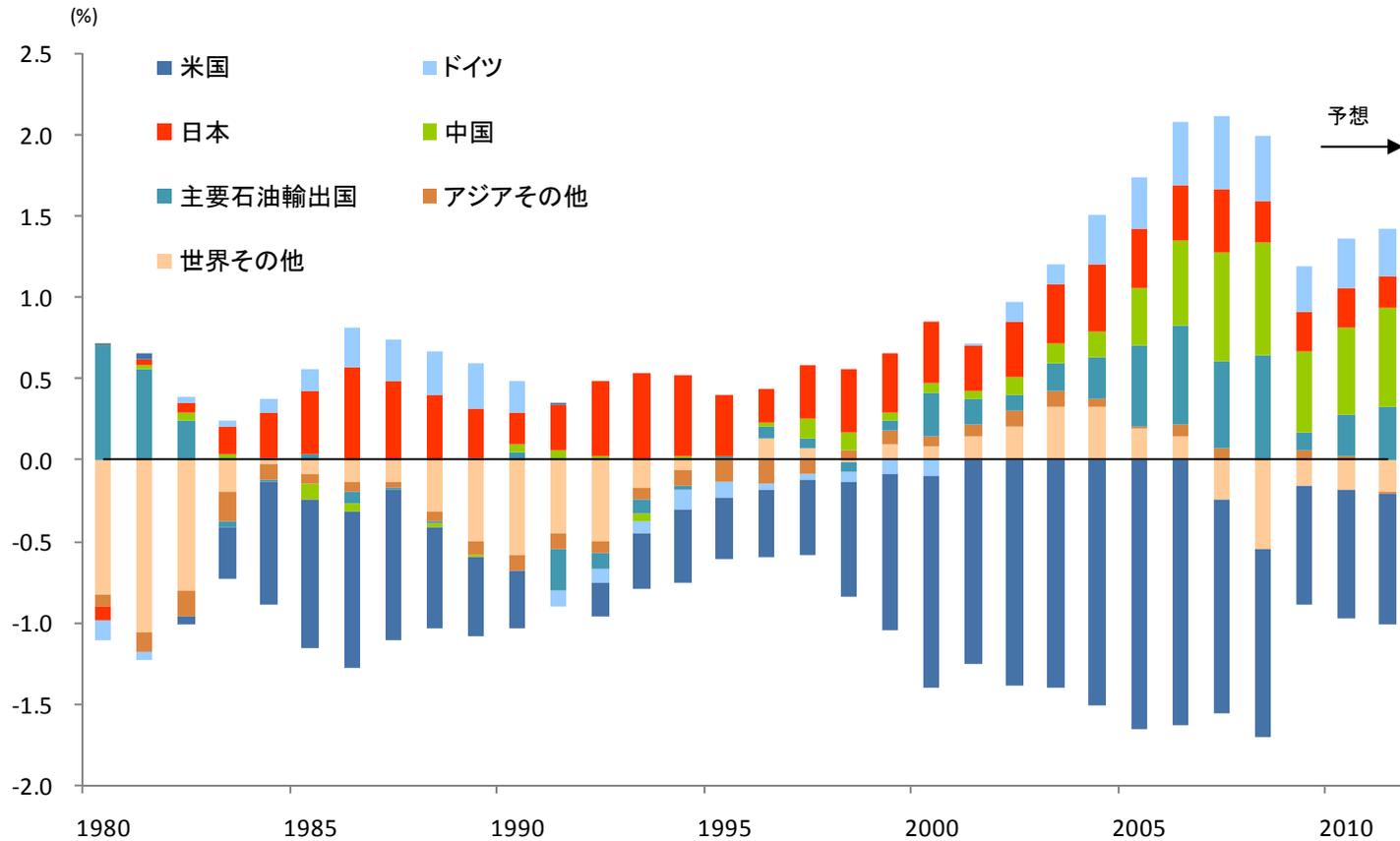
出所：日本銀行、武者リサーチ

### ECB総資産推移



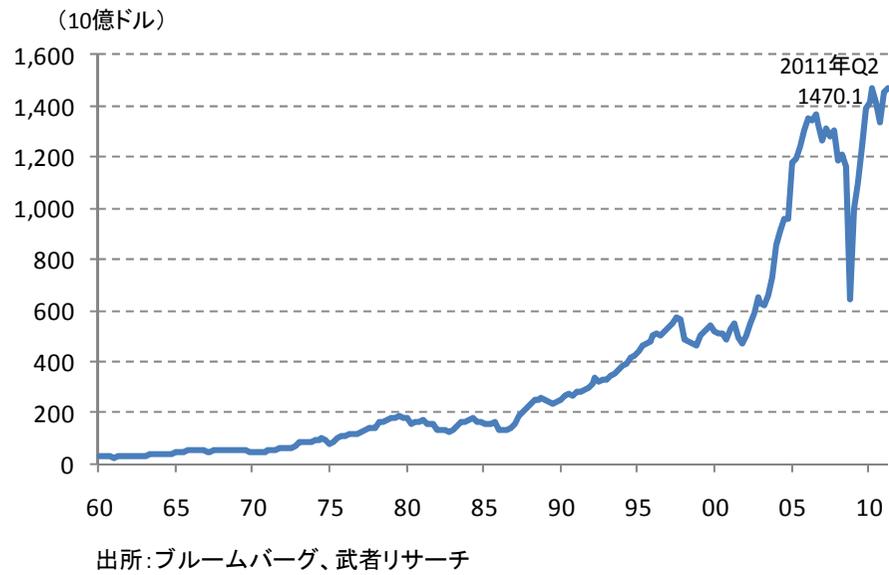
出所：ブルームバーグ、武者リサーチ

## 各国の経常収支対世界GDP比

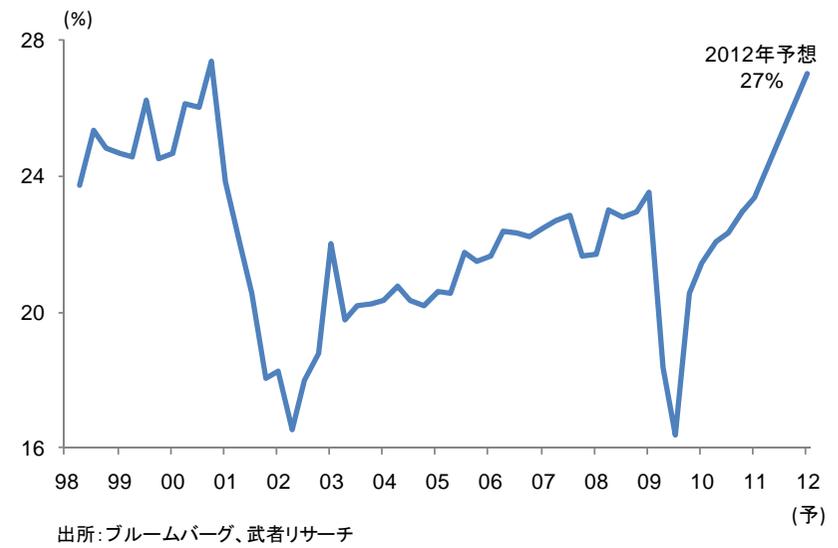


注: 主要石油輸出国はアルジェリア, アゼルバイジャン, パーレーン, イラン, イラク, カザフスタン, クウェート, リビア, オマーン, カタール, サウジアラビア, シリア, トルメキスタン, UAEを含む  
 ※データは記載時点のものであり、将来の傾向、数値等を保証もしくは示唆するものではありません。  
 出所: 国際通貨基金(IMF)、武者リサーチ

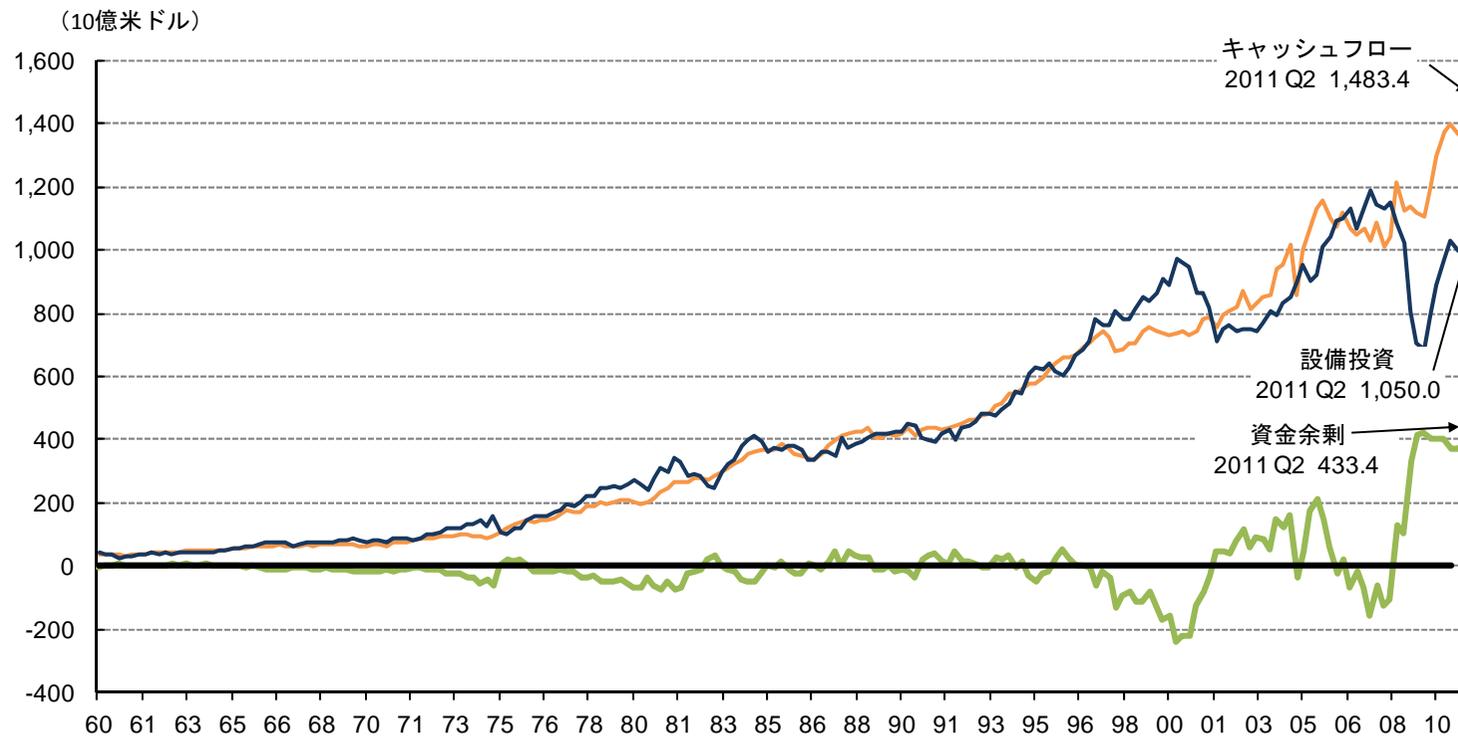
## 米国税引き後企業利益



## S&P500 ROE推移

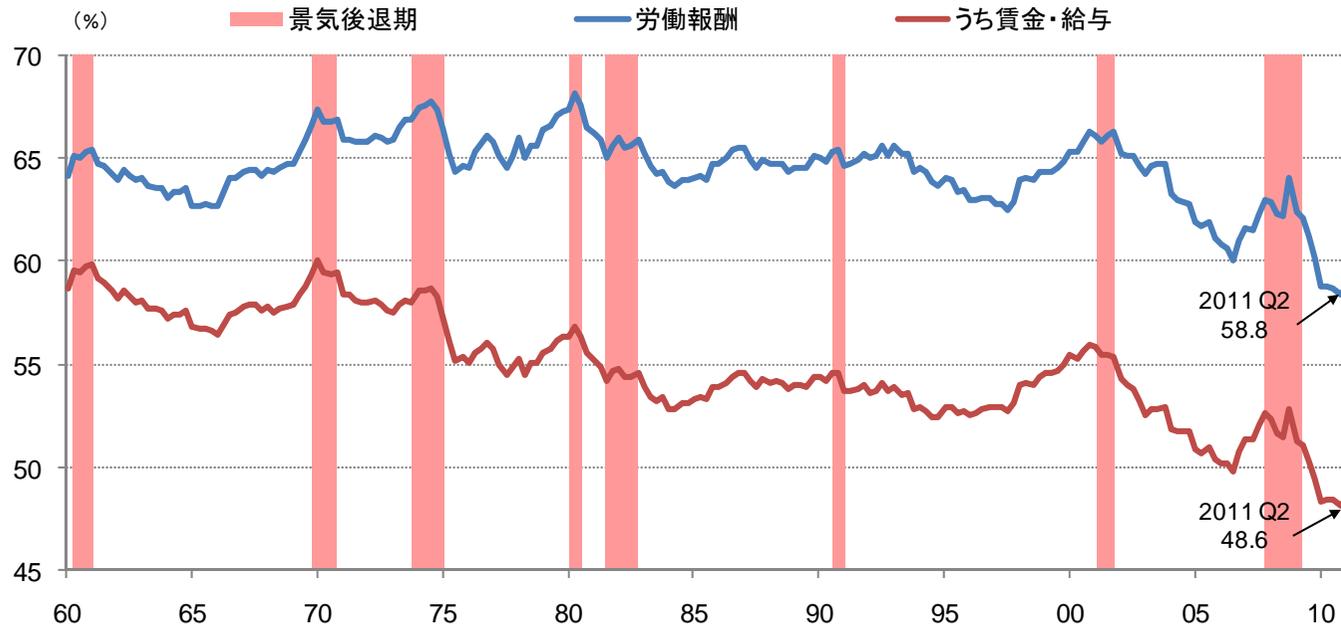


## 米国企業(非金融)部門のキャッシュフロー、設備投資、 資金余剰(フリーキャッシュフロー)の推移



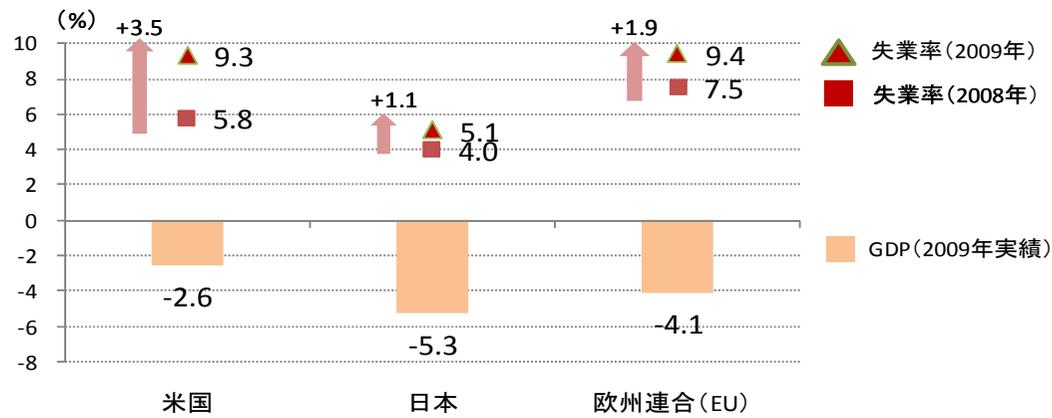
注: 資金余剰はキャッシュフローから設備投資を差し引いた額  
出所: 米国連邦準備制度 (FRB)、武者リサーチ

### 米国労働分配率と景気推移



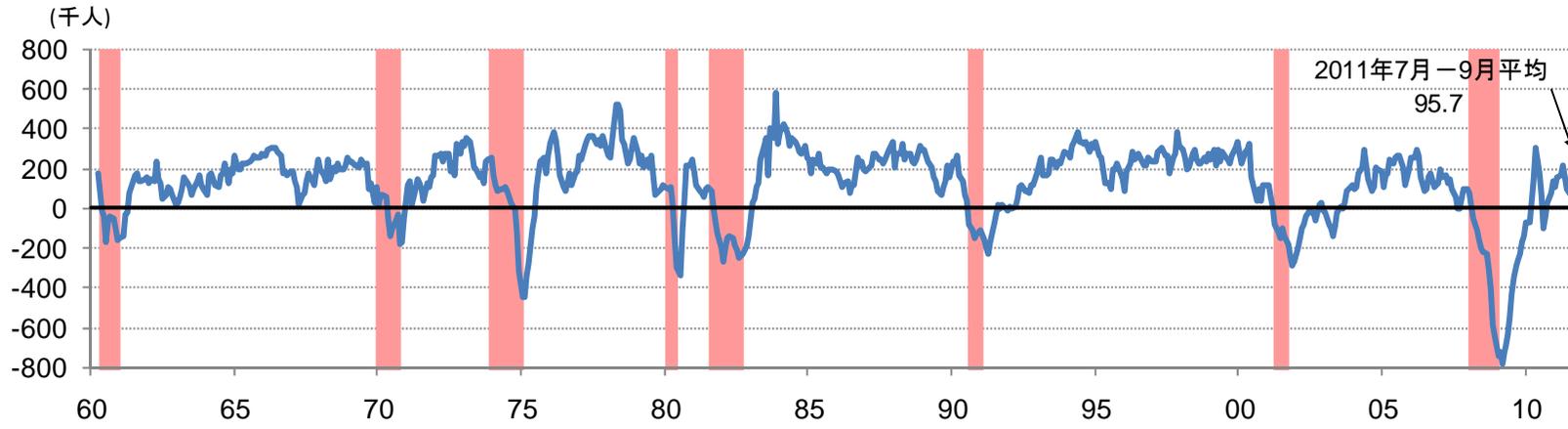
出所: 米商務省、武者リサーチ

### 失業率の変化と国内総生産(GDP)見通し



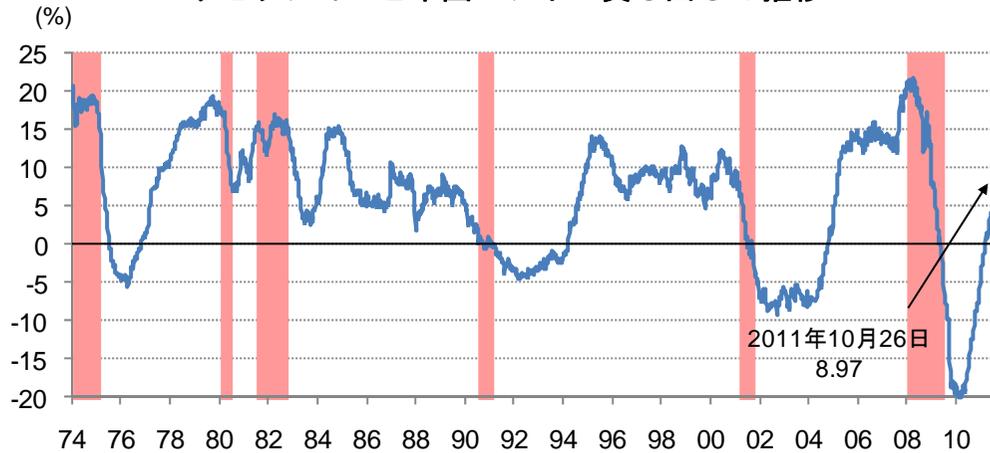
出所: 経済協力開発機構(OECD)、武者リサーチ

### リセッションと米国雇用数増減の推移



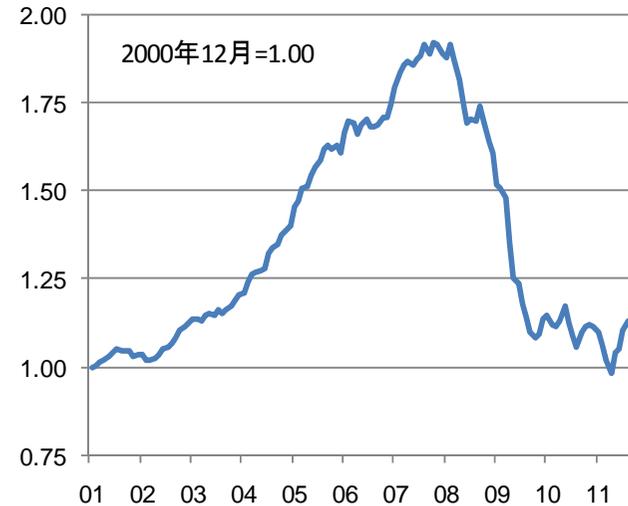
注: 雇用者前月比増減の3ヵ月移動平均  
出所: 米労働省、武者リサーチ

### リセッションと米国ビジネス貸し出しの推移



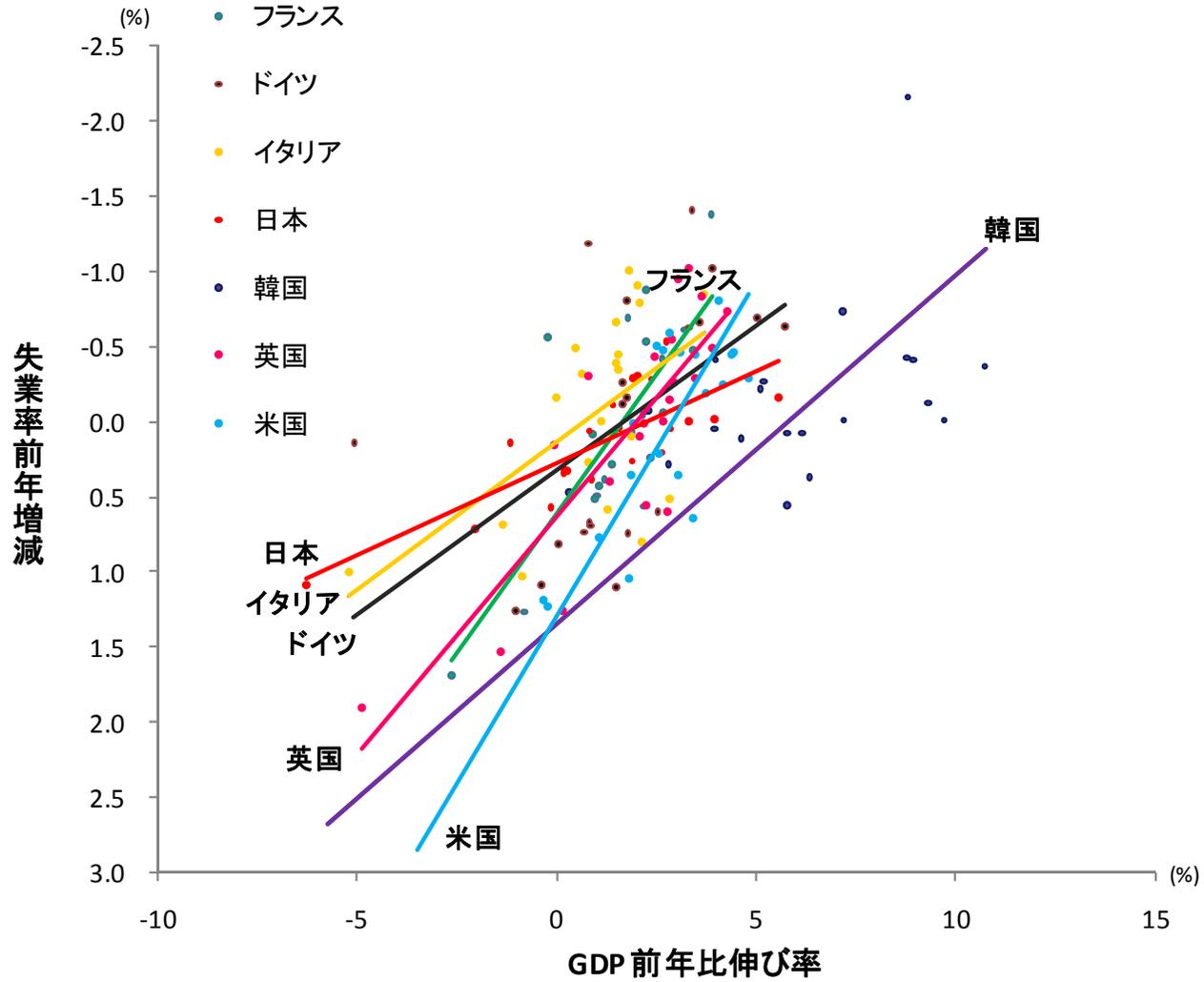
注: ビジネス貸し出しは対前年比  
出所: 米国連邦準備制度(FRB)、武者リサーチ

### Moody's/MIT 商業用不動産価格指数



出所: Moody's/MIT Center for Real Estate、武者リサーチ

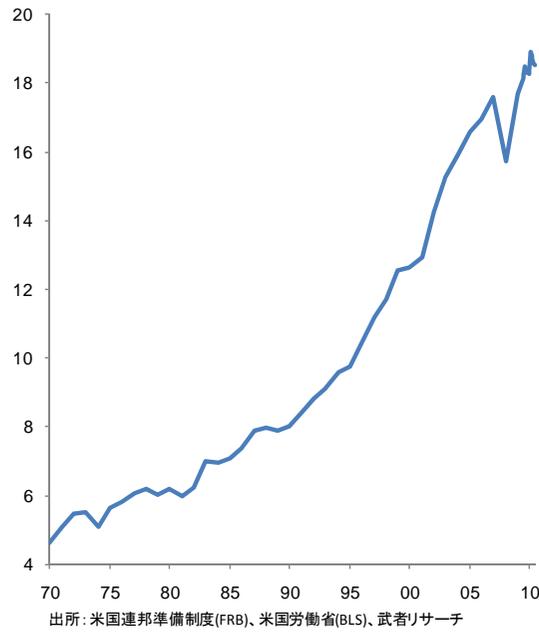
# 失業率変化 vs. 成長率(GDP) の国際比較 (1990-2010年間の傾向線)



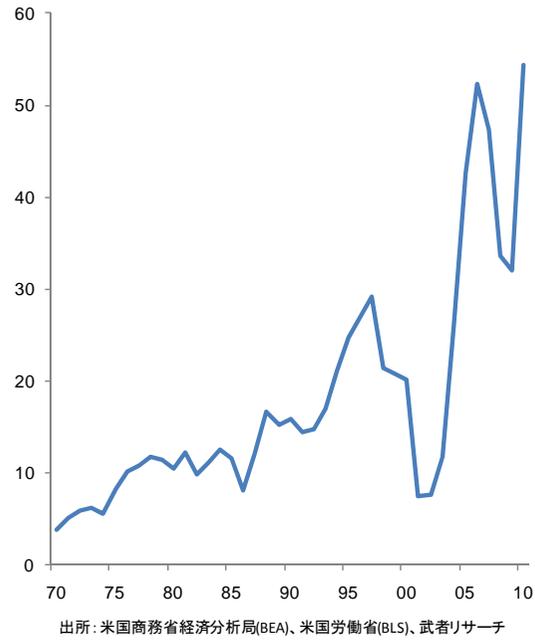
出所: 国際通貨基金(IMF)、武者リサーチ

# 米国 製造業

## 生産／労働投入 (年次)



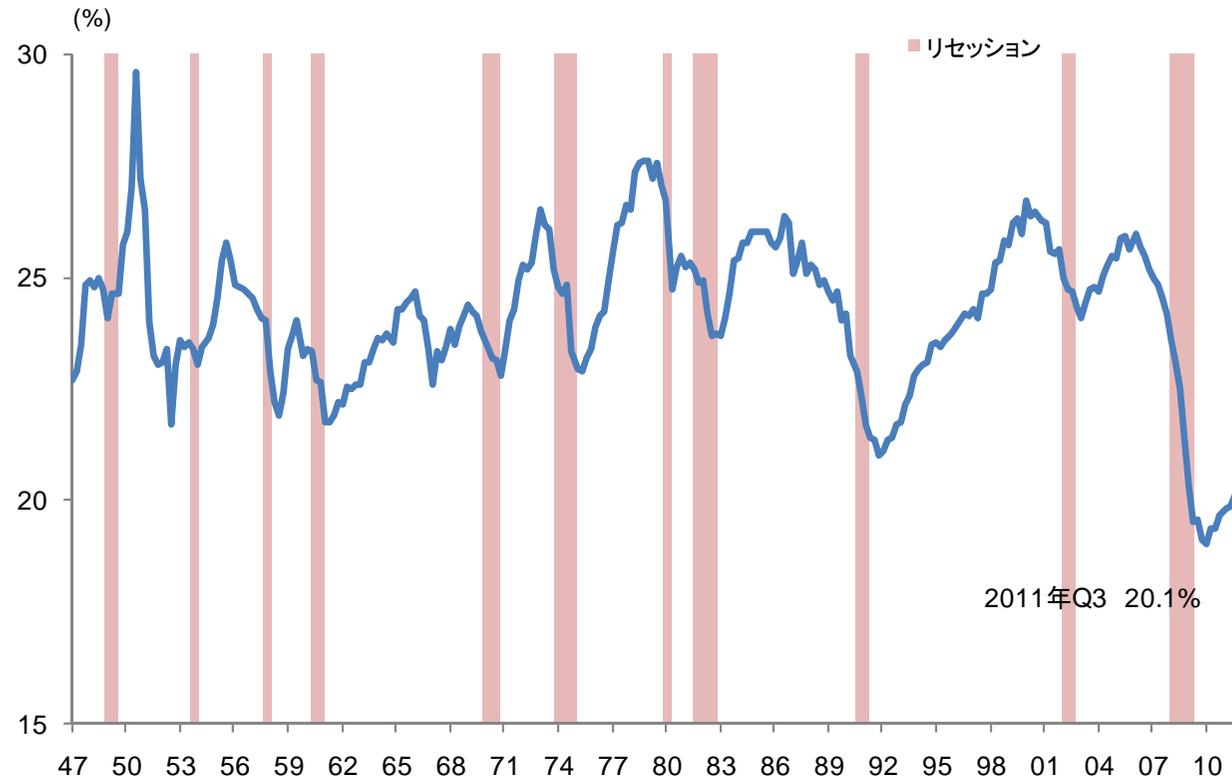
## 利益／労働投入 (年次)



## 利益／生産 (四半期)



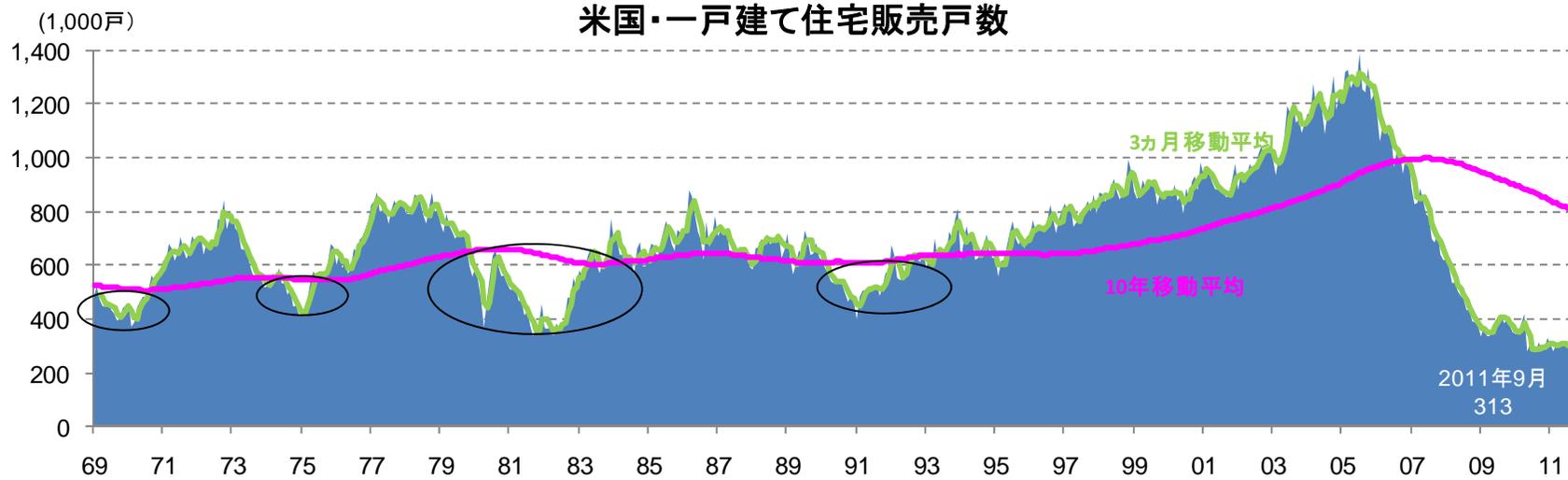
### 米国 耐久消費財支出+民間投資(住宅+非住宅)対GDP比率の推移(名目)



出所:ブルームバーグ、武者リサーチ



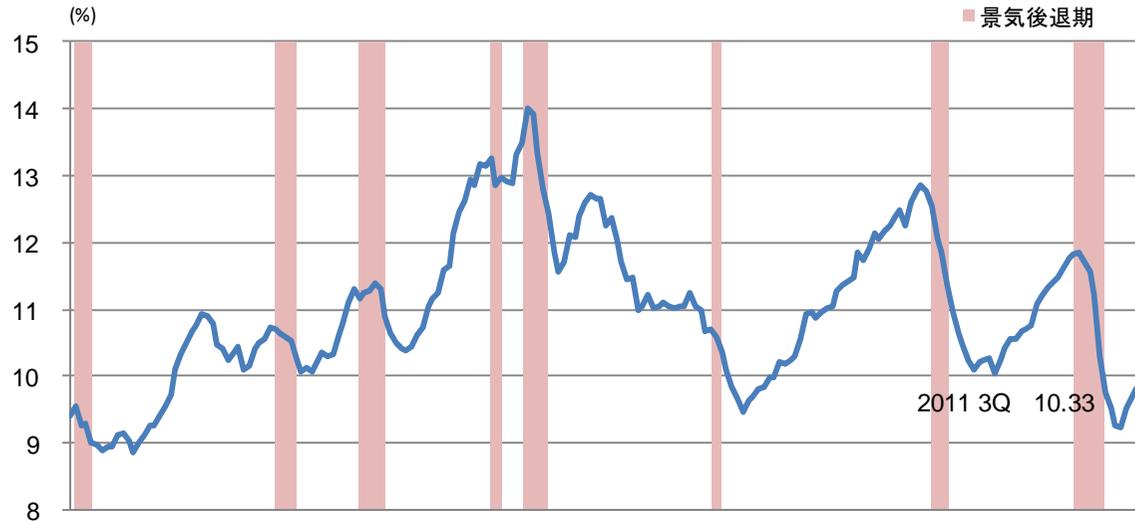
出所:ブルームバーグ、武者リサーチ



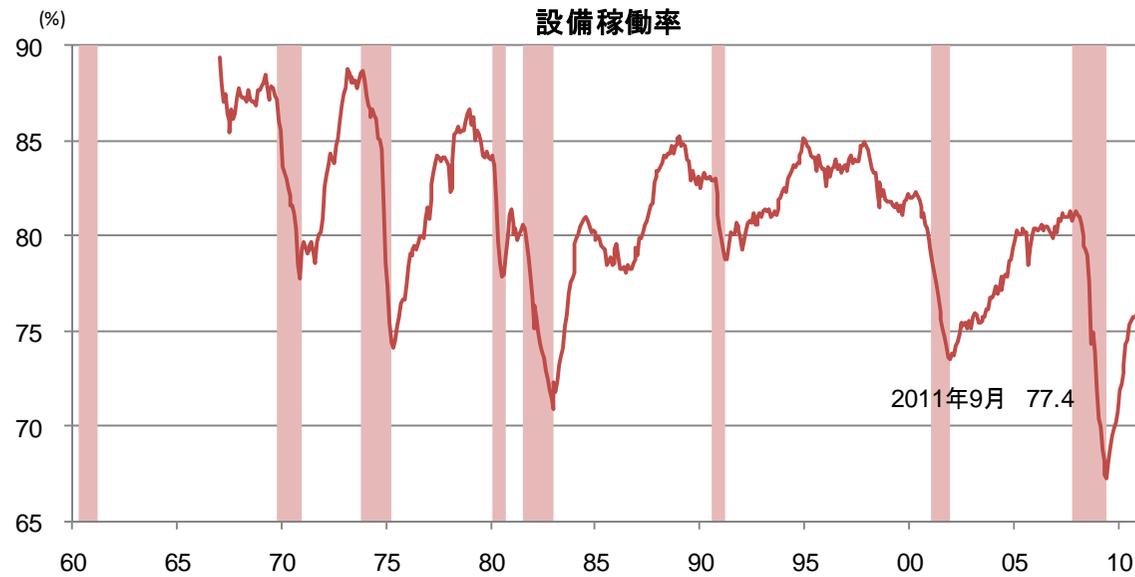
出所:ブルームバーグ、武者リサーチ

# 米国設備投資循環

## GDPに占める民間設備投資比率

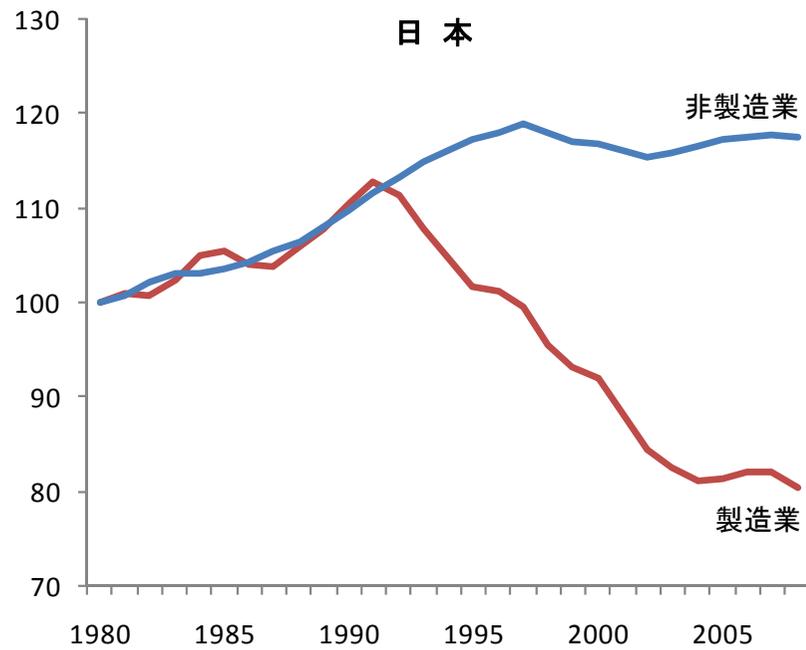


## 設備稼働率

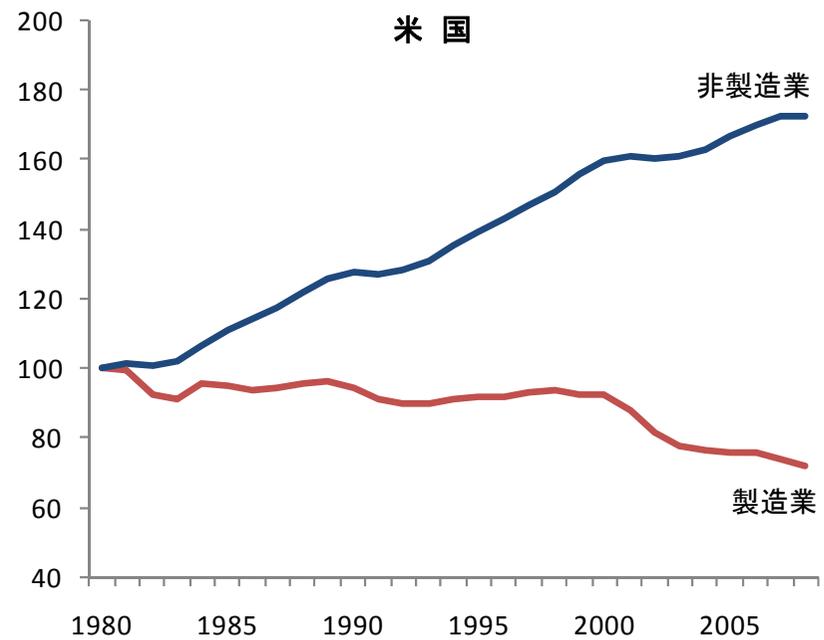


出所:ブルームバーグ、武者リサーチ

## 日米の製造業・非製造業の雇用推移 (1980=100)

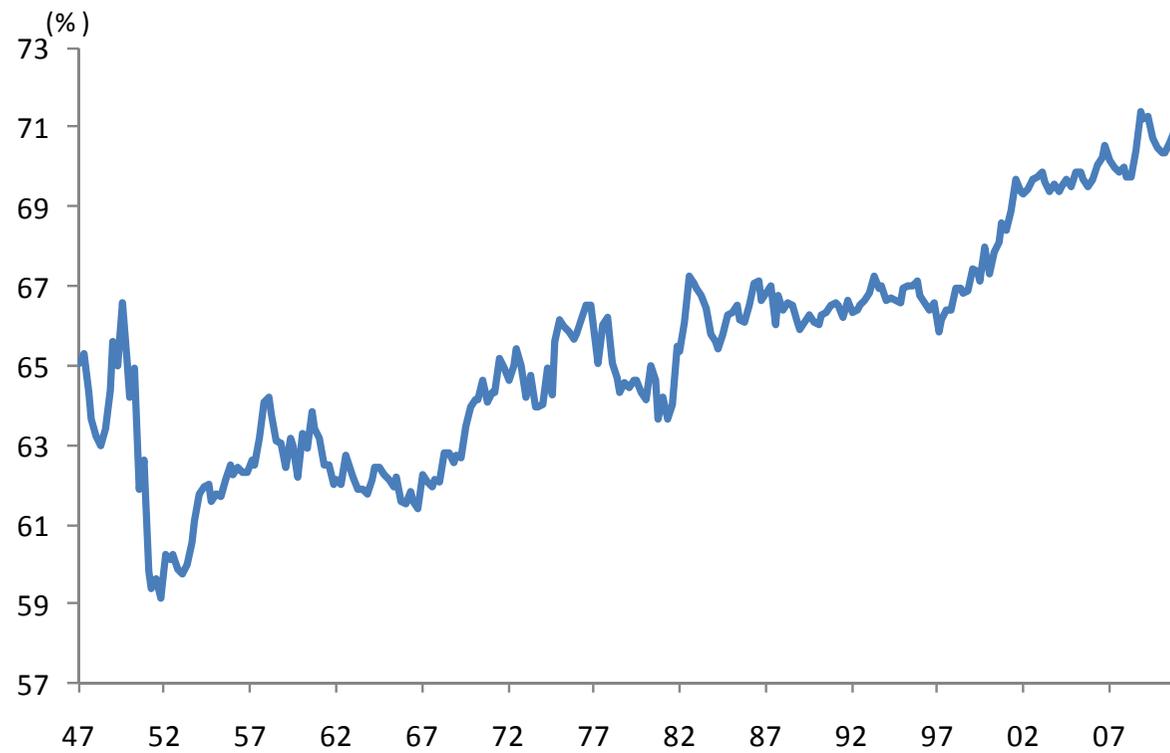


出所: 内閣府、武者リサーチ



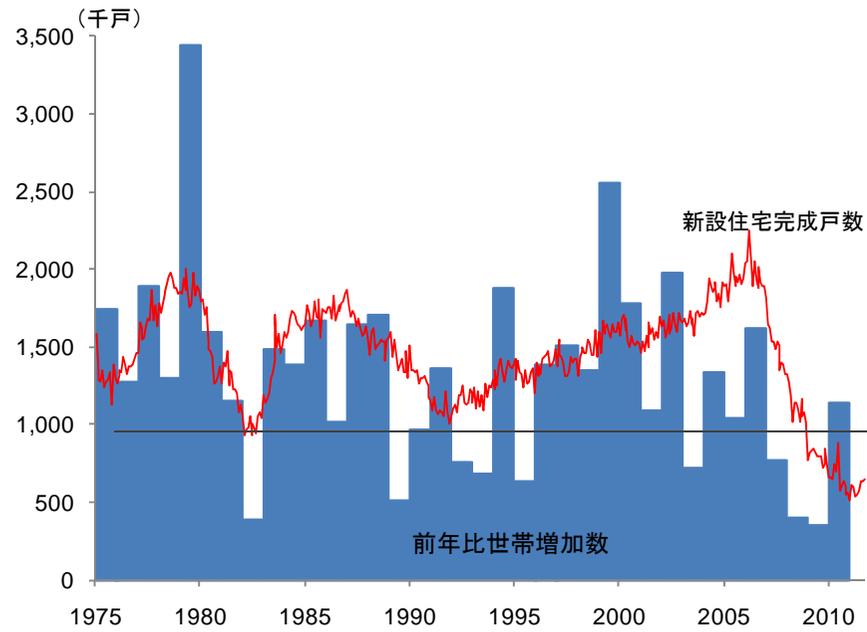
出所: 米国労働省、武者リサーチ

## 米国 民間消費支出／GDP



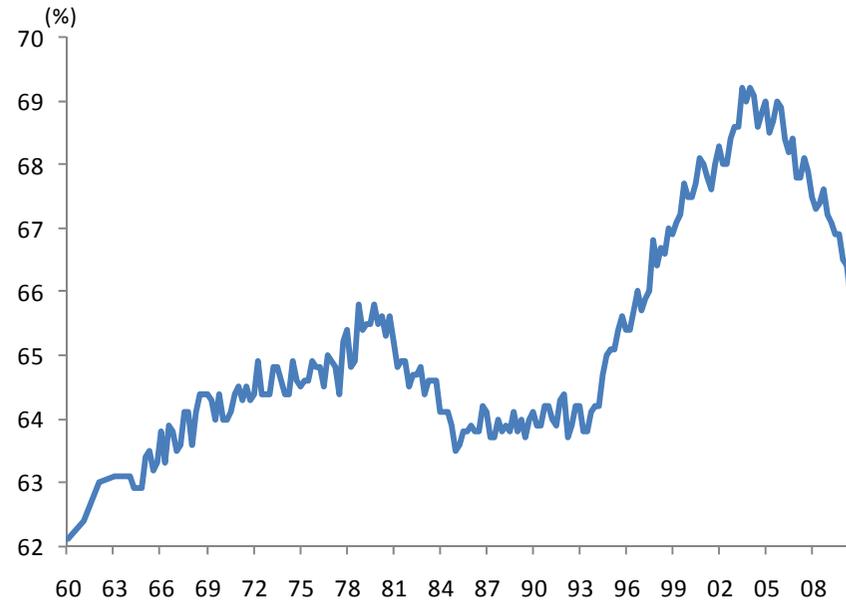
出所：米国連邦準備制度理事会(FRB)、武者リサーチ

米国新設住宅完成戸数と世帯増加数推移



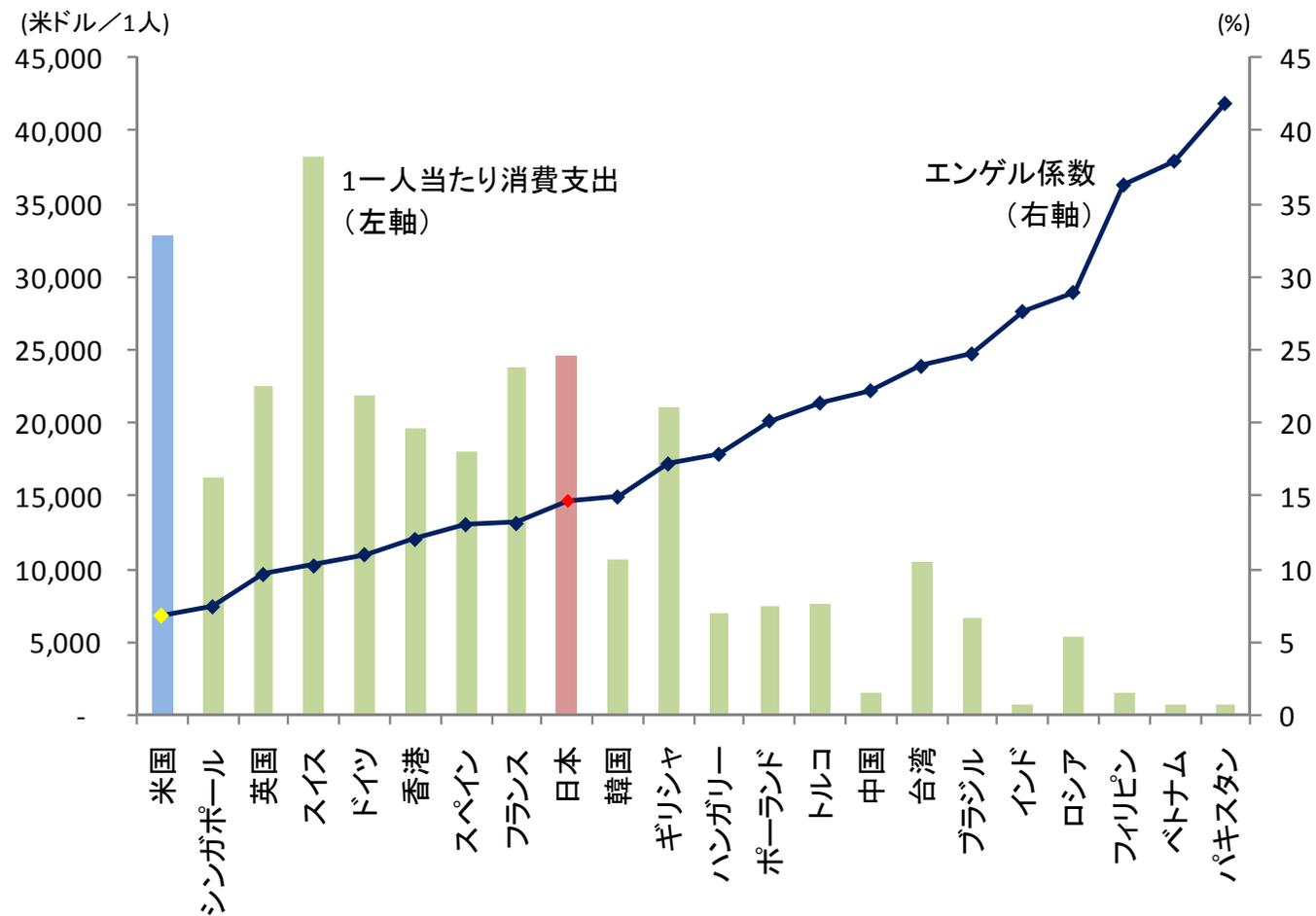
出所: ブルームバーグ、武者リサーチ

米国持ち家比率



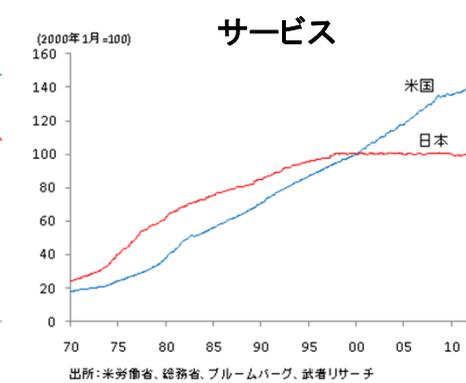
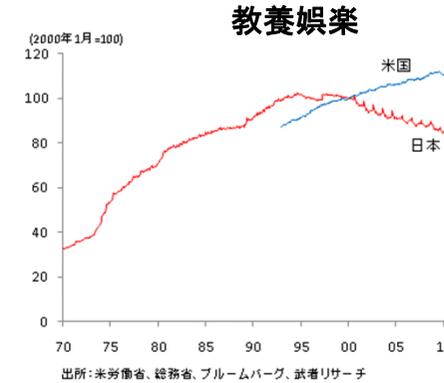
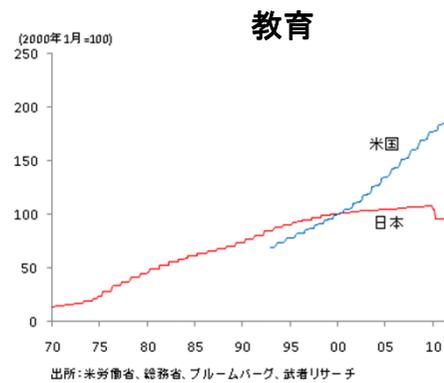
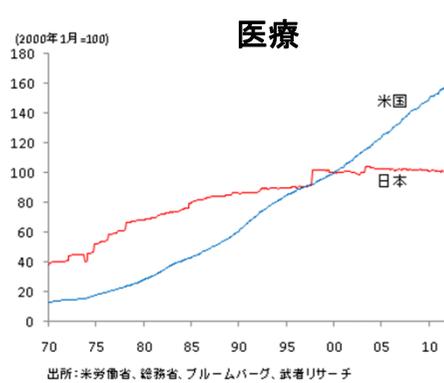
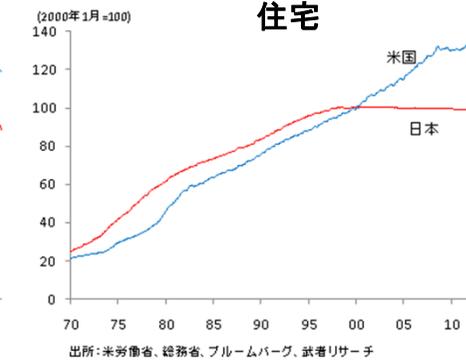
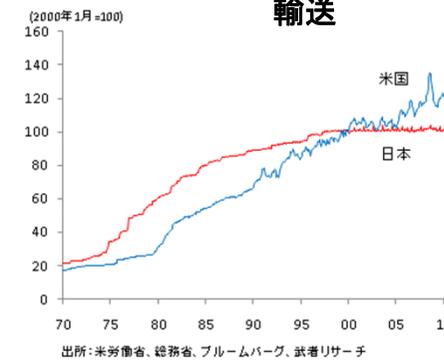
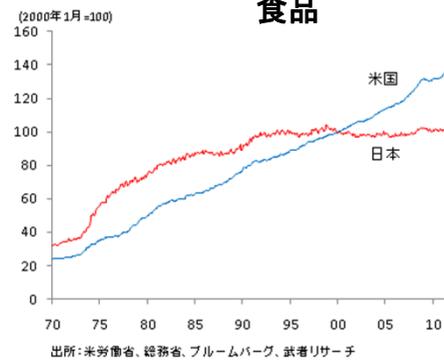
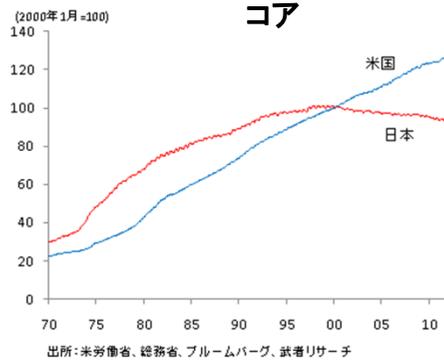
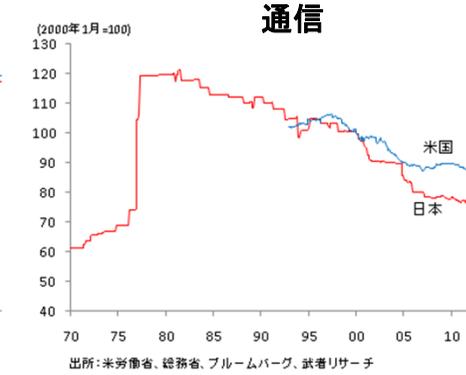
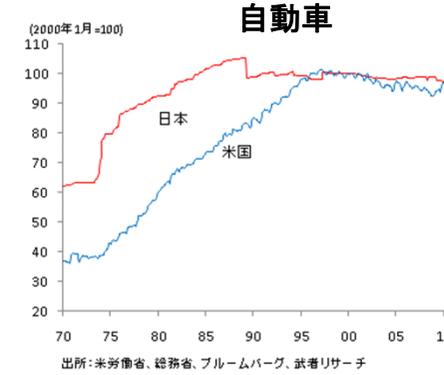
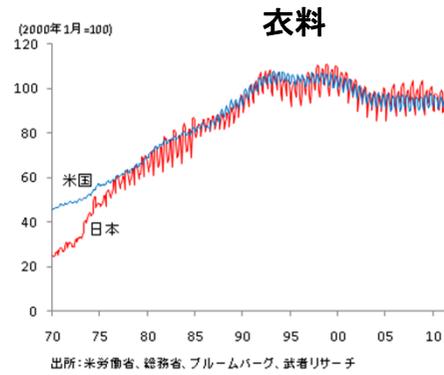
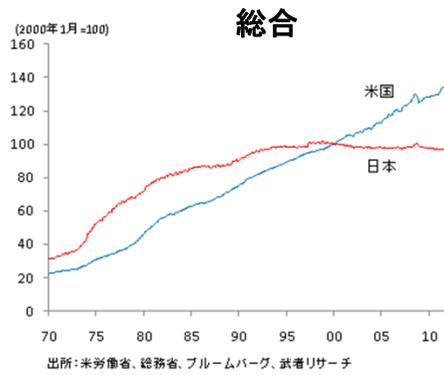
出所: 米商務省、武者リサーチ

## エンゲル係数と一人当たり消費支出の国際比較 (2010年)

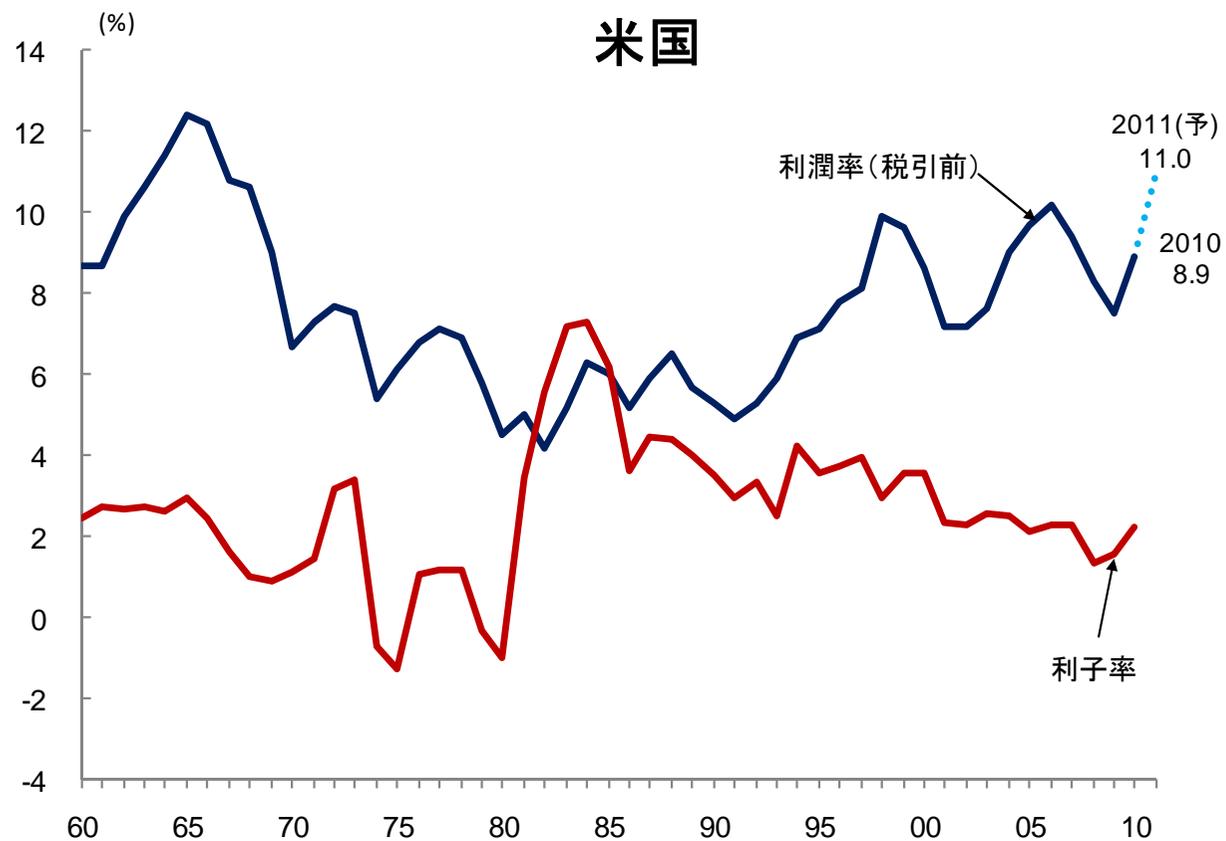


出所: 米農務省、武者リサーチ

## 項目別CPI 日本vs.米国



## 米国企業の利潤率と利子率

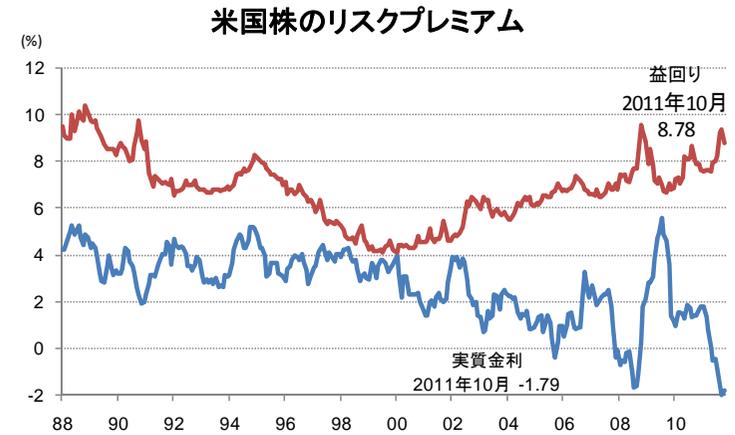
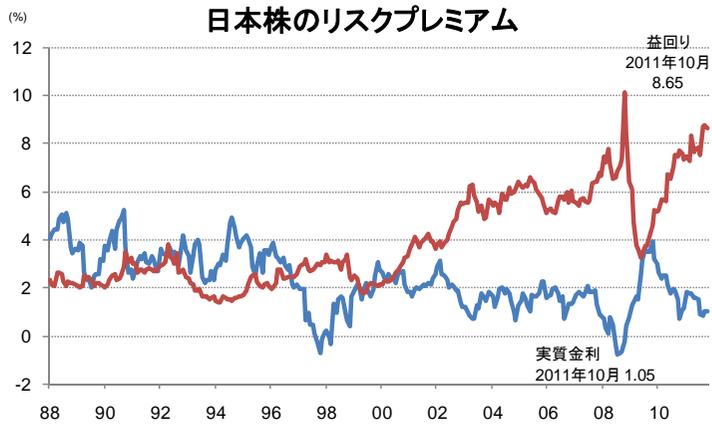


利潤率: 税前利益 / 有形資産(固定資産 + 在庫)、利子率: 10年債利回り / コアCPI上昇率

注: データは記載時点のものであり、将来の傾向、数値等を保証もしくは示唆するものではありません。

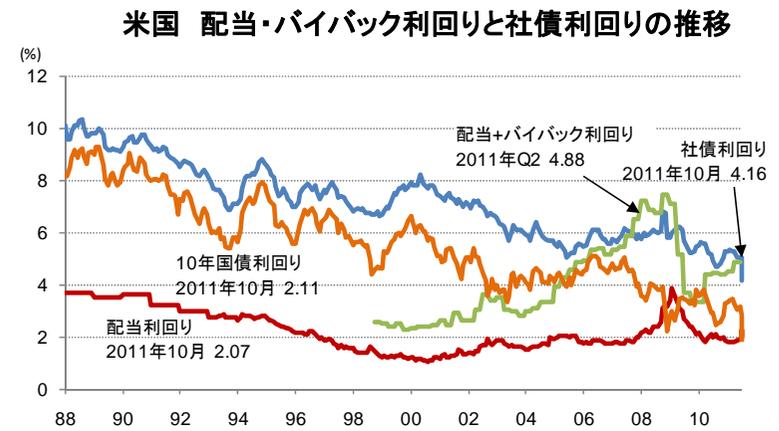
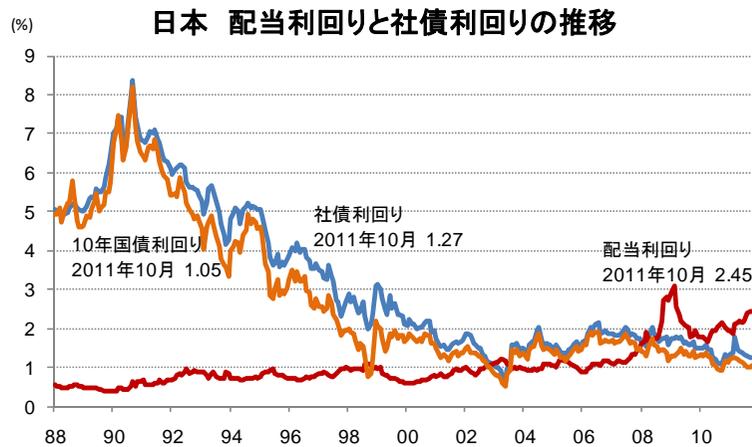
出所: Survey of Current Business (BEA)、ブルームバーグ、武者リサーチ

※ データは記載時点のものであり、将来の気候、数値等を保証もしくは示唆するものではありません。



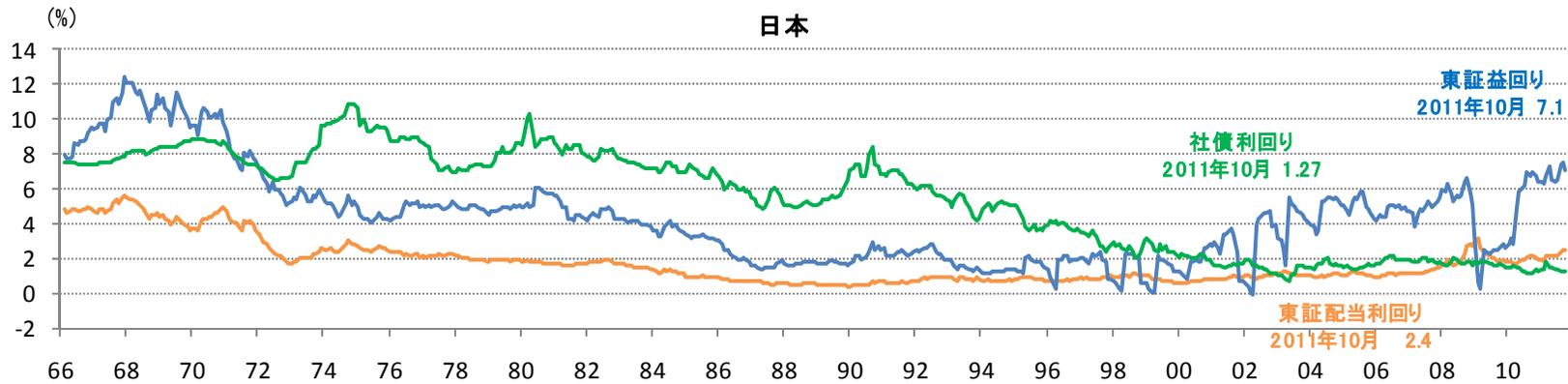
出所: ブルームバーグ、武者リサーチ

出所: ブルームバーグ、武者リサーチ

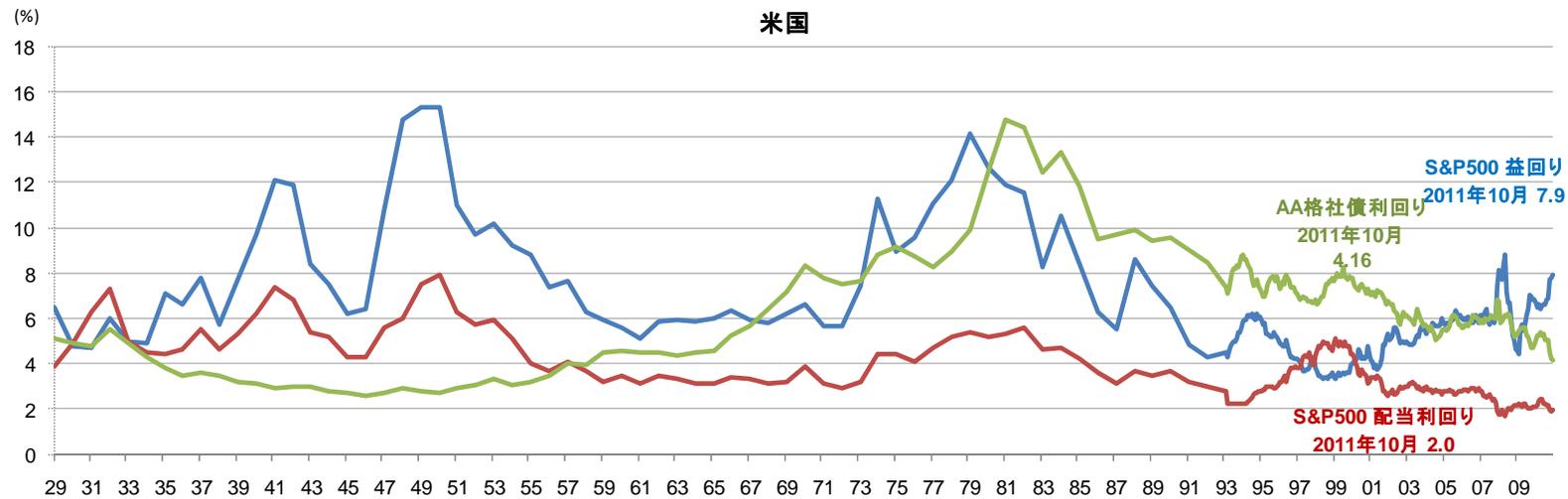


出所: ブルームバーグ、S&P、武者リサーチ

## 日米利回りの推移-TOPIXとS&P500



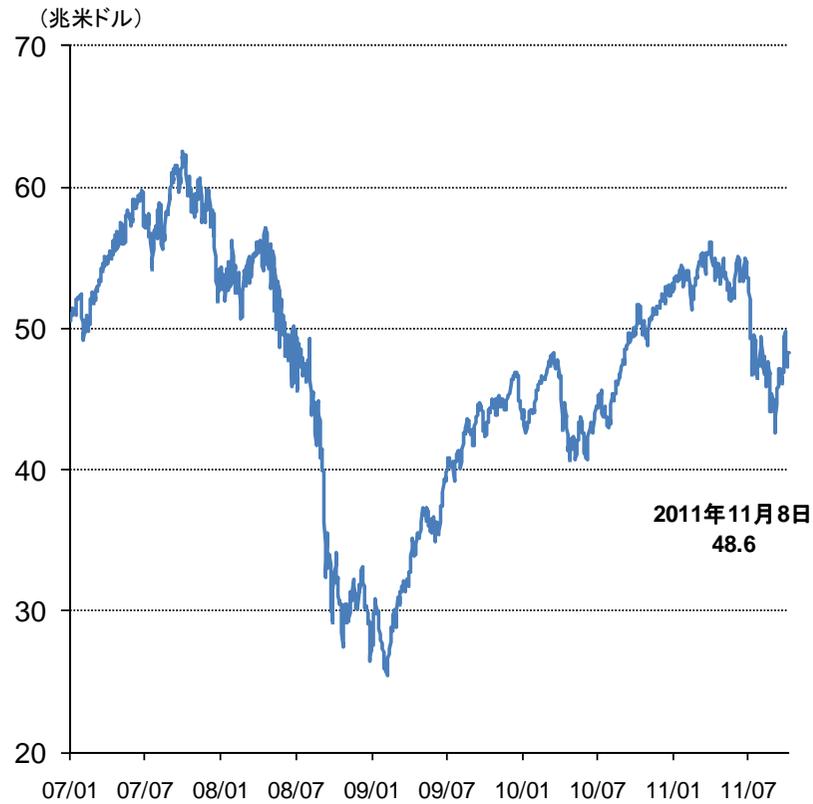
注：社債利回りはデータ不連続のため、事業債最終利回り、電力債最終利回り、Moody'sのAa格の社債利回り、R&IAA格社債利回り等を使用し、武者リサーチで作成。配当利回り、益回りは東証1部予想利益に基づくデータ(NEDDS)等から、武者リサーチで作成。2002年12月までは単独、2003年1月から連結ベース。出所：ブルームバーグ、NEEDS、武者リサーチ



注：S&P500の益利回りは53年、配当利回りは93年、社債利回りの46年以前のデータはWright Investors' Serviceより武者リサーチ作成。それ以降は、ブルームバーグデータ使用。出所：ブルームバーグ、Wright Investors' Service、武者リサーチ

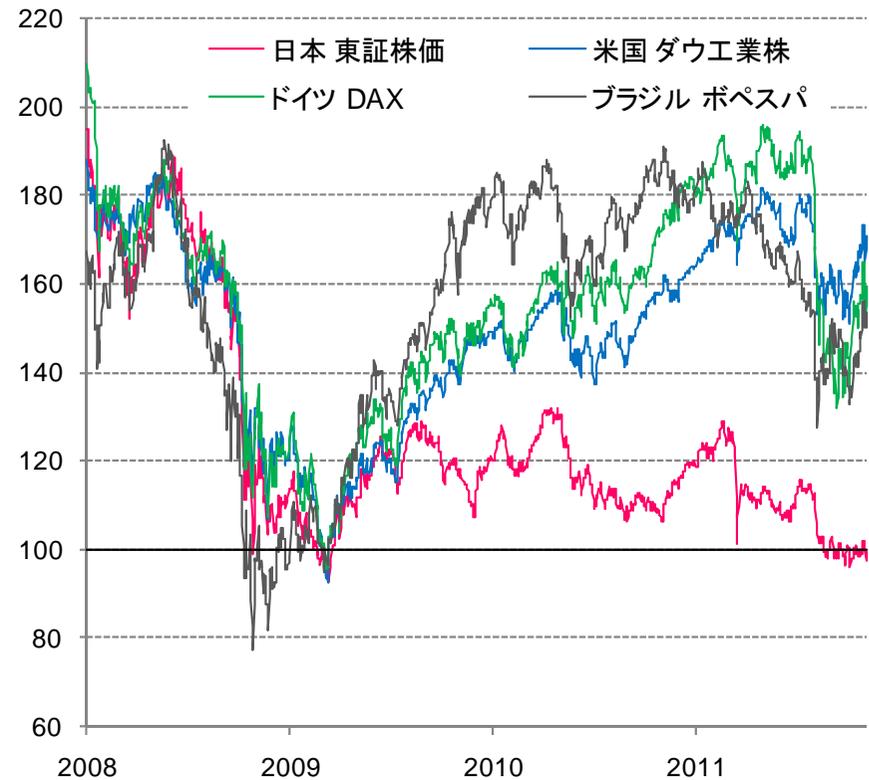
※データは記載時点のものであり、将来の傾向、数値等を保証もしくは示唆するものではありません。

## 世界の株式時価推移



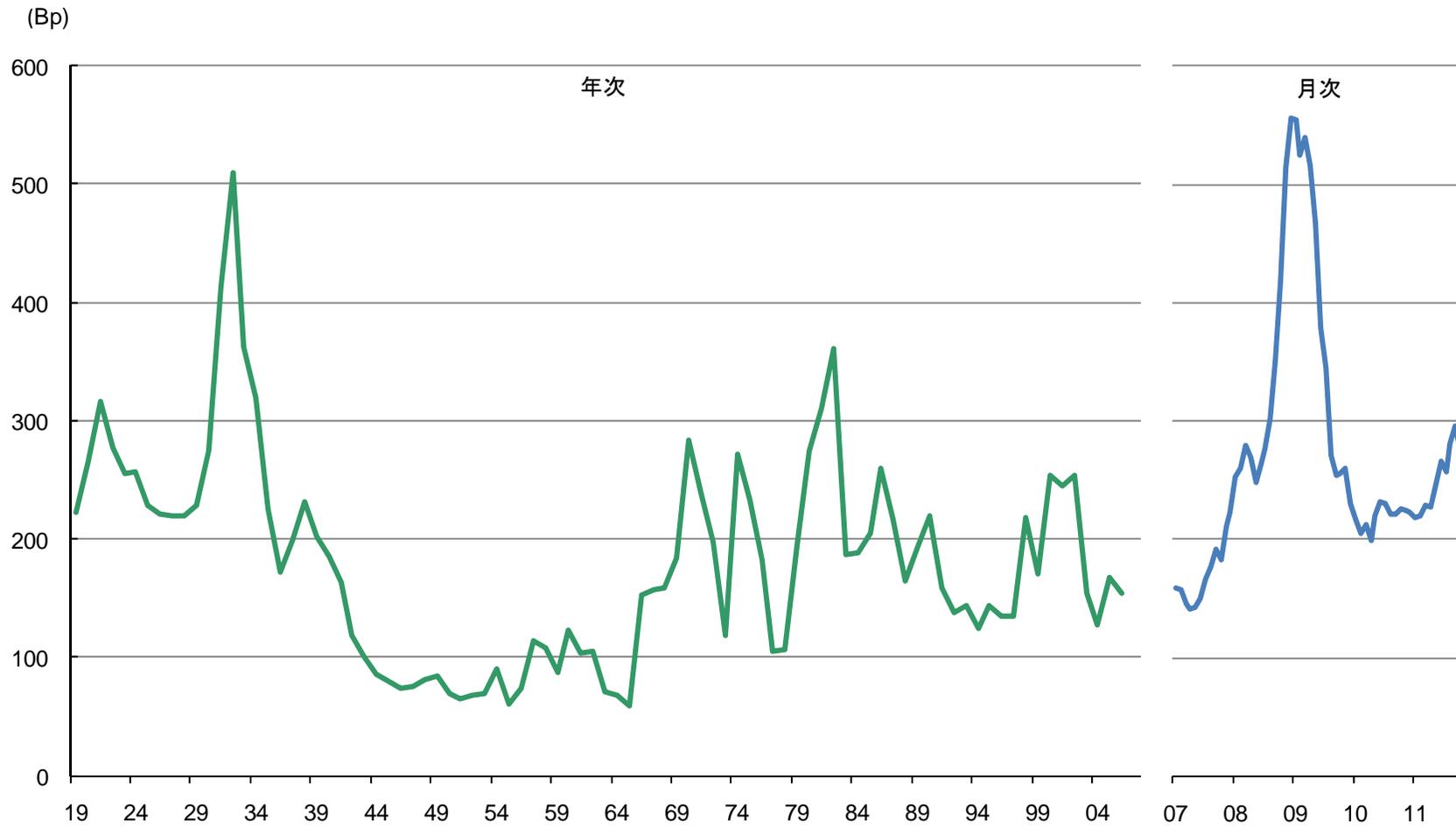
出所:ブルームバーグ、武者リサーチ

## 世界の相対株価(2009年3月=100)



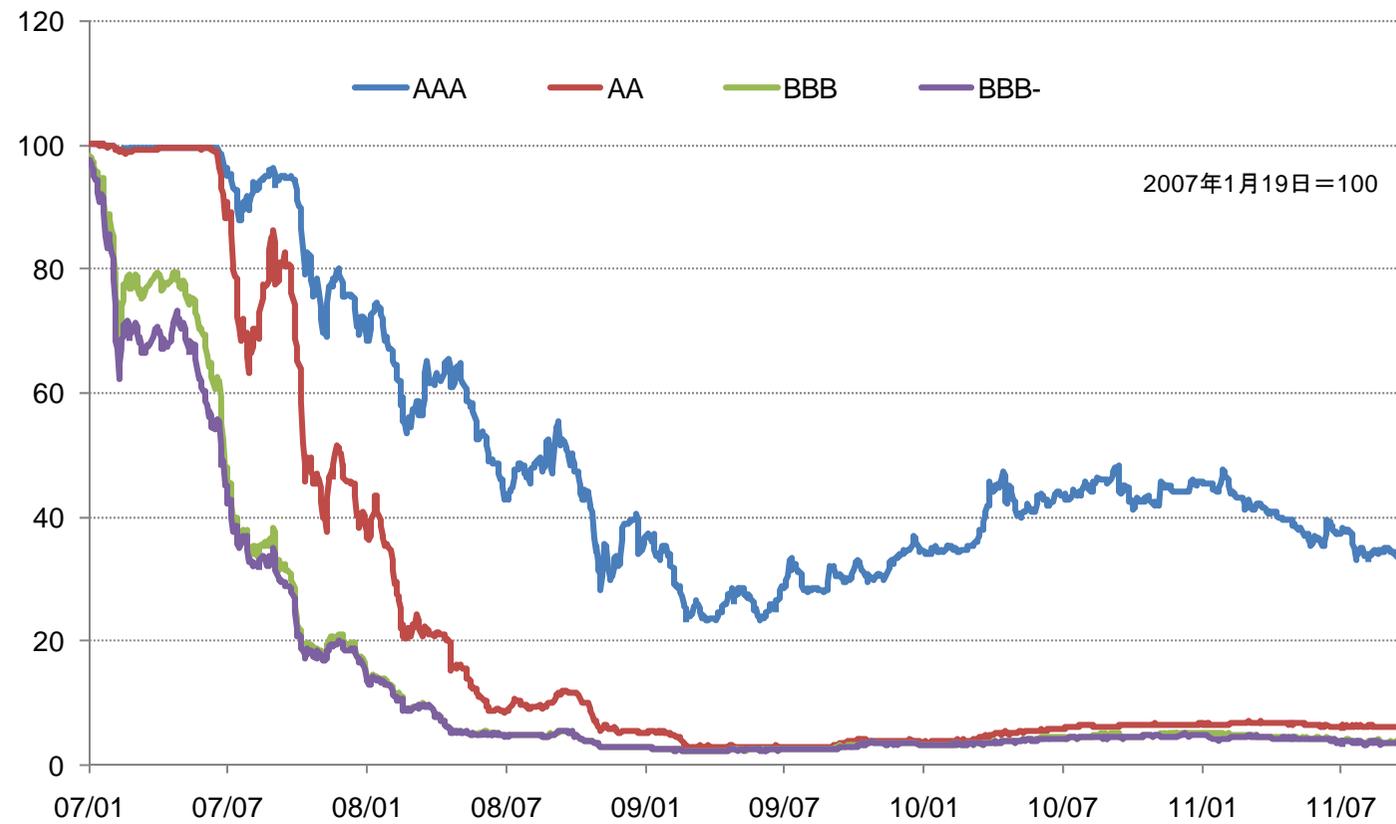
出所:ブルームバーグ、武者リサーチ

# 米国BBB格長期社債リスクプレミアム推移



出所: ブルームバーグ、武者リサーチ

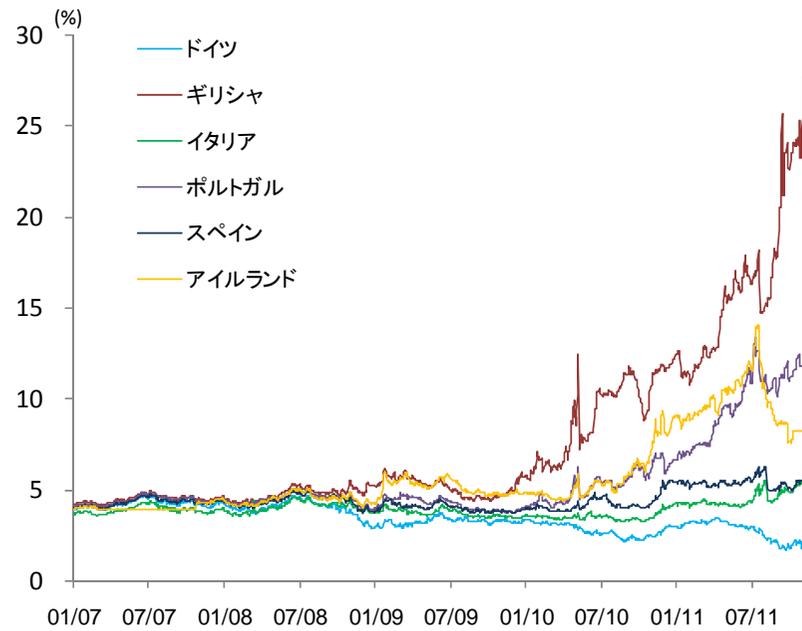
## ABX指数推移



注：2011年10月4日現在

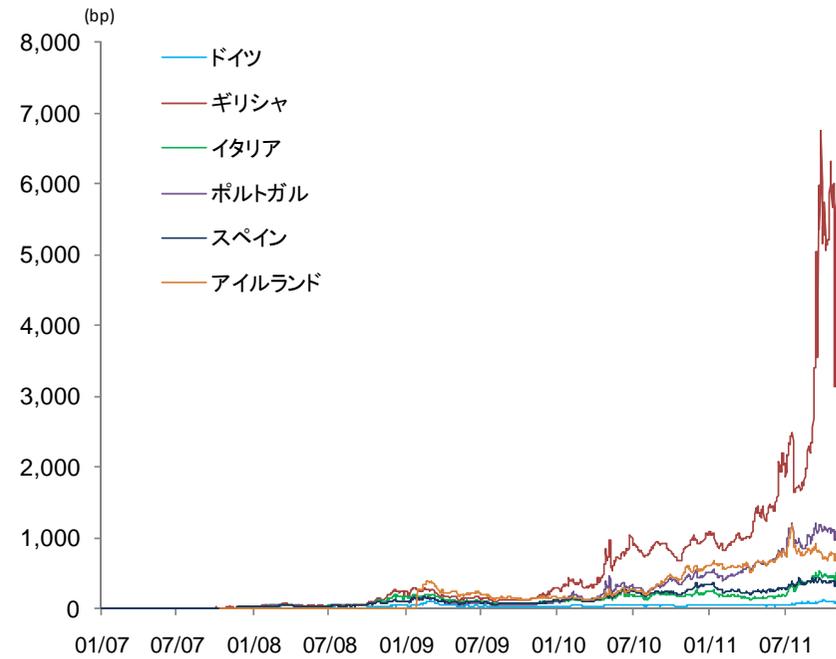
出所：MarkitのABX指数より武者リサーチ作成

## EU各国長期債利回り



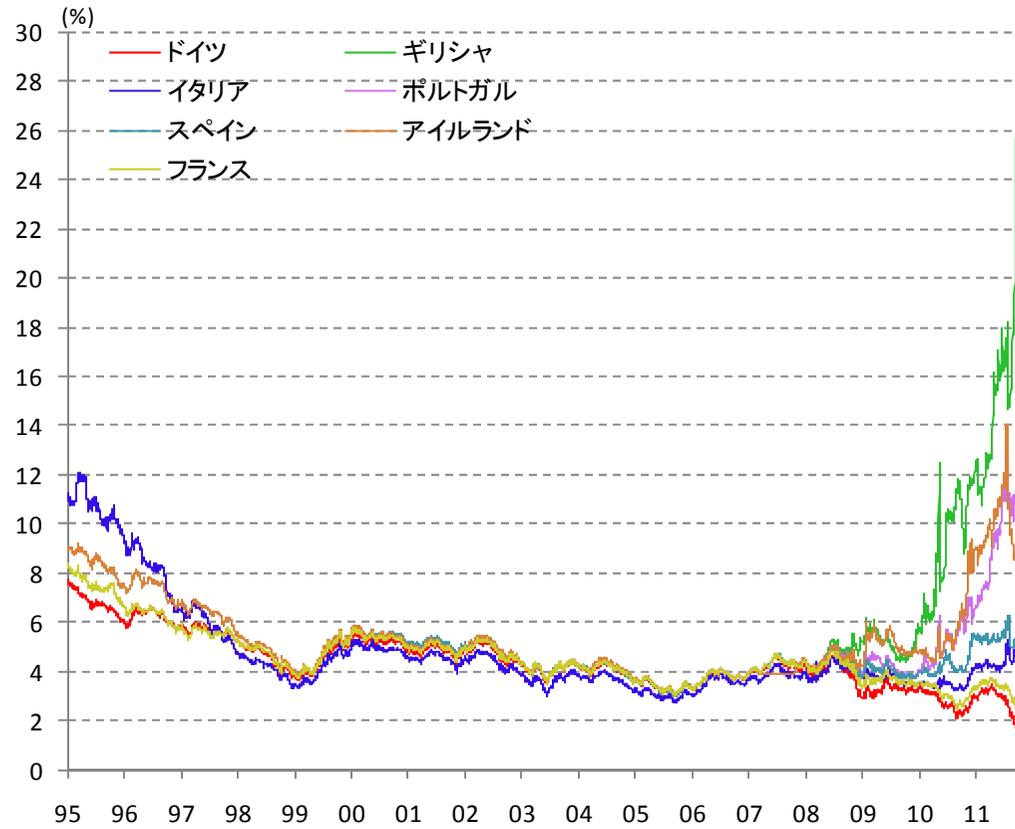
出所:ブルームバーグ、武者リサーチ

## EU各国のソブリンCDSプレミアム



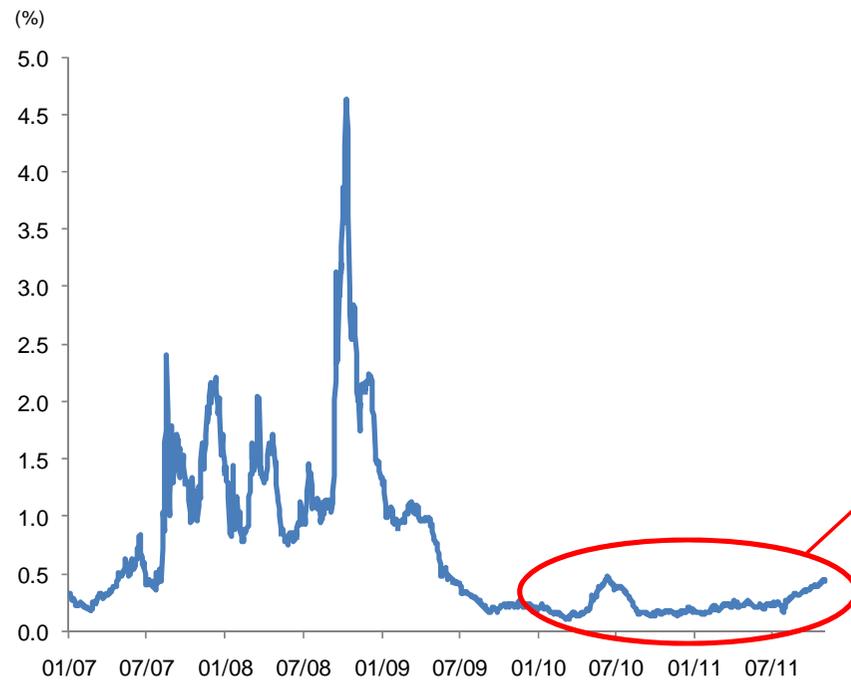
出所:ブルームバーグ、武者リサーチ

## 欧州各国の長期債利回り

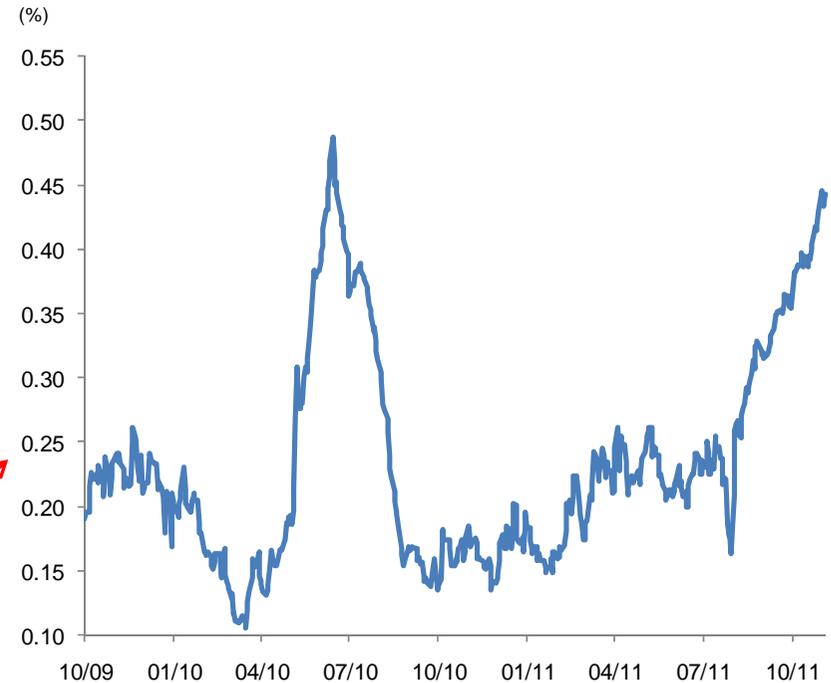


出所:ブルームバーグ、武者リサーチ

## TEDスプレッド (3か月LIBOR-3か月米国債金利)

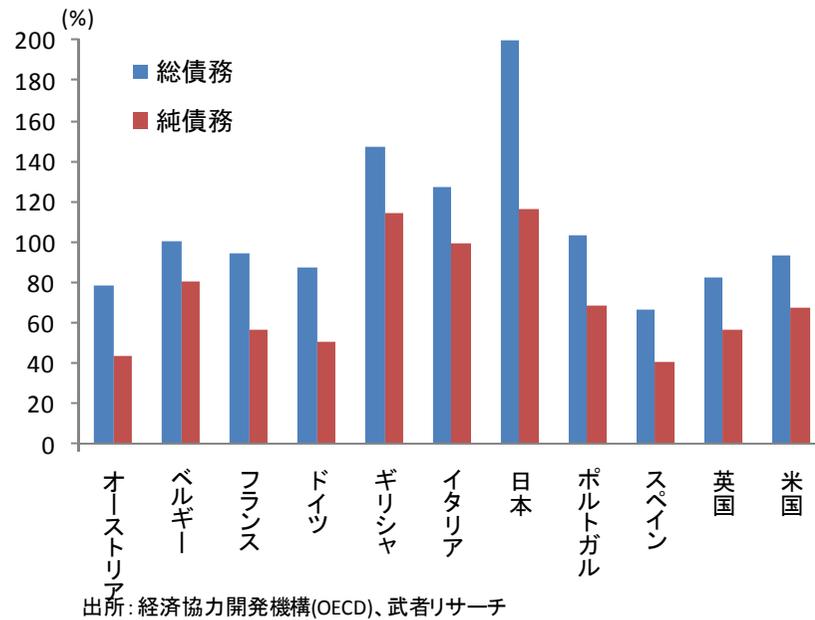


出所:ブルームバーグ、武者リサーチ

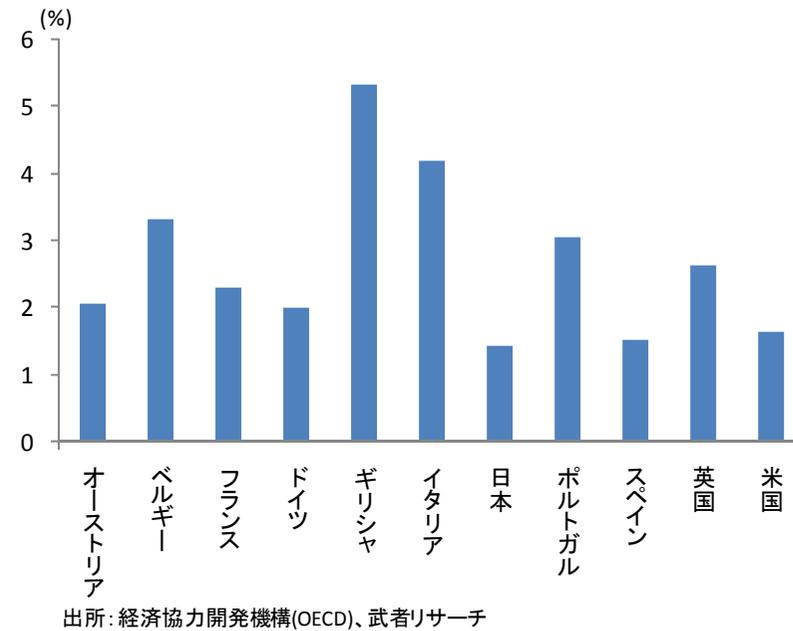


出所:ブルームバーグ、武者リサーチ

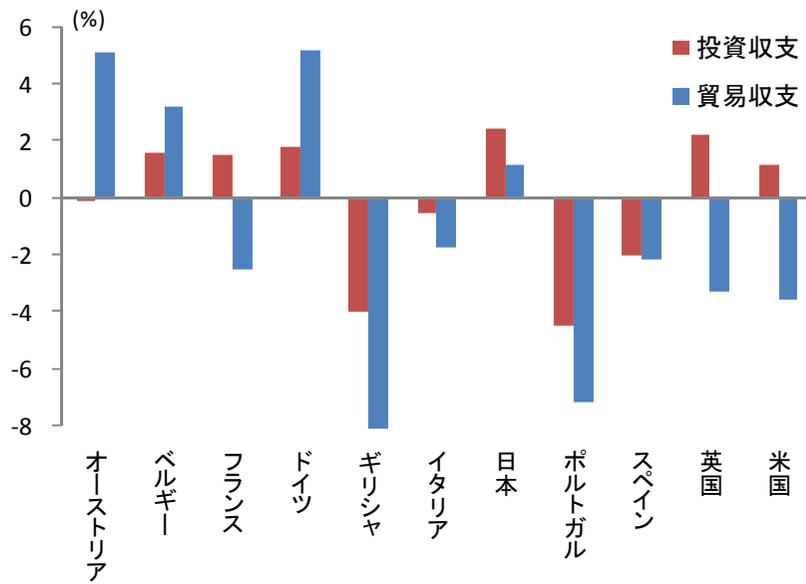
公的債務の対GDP比率(2010年)



政府利払い対GDP比率 (2010年)

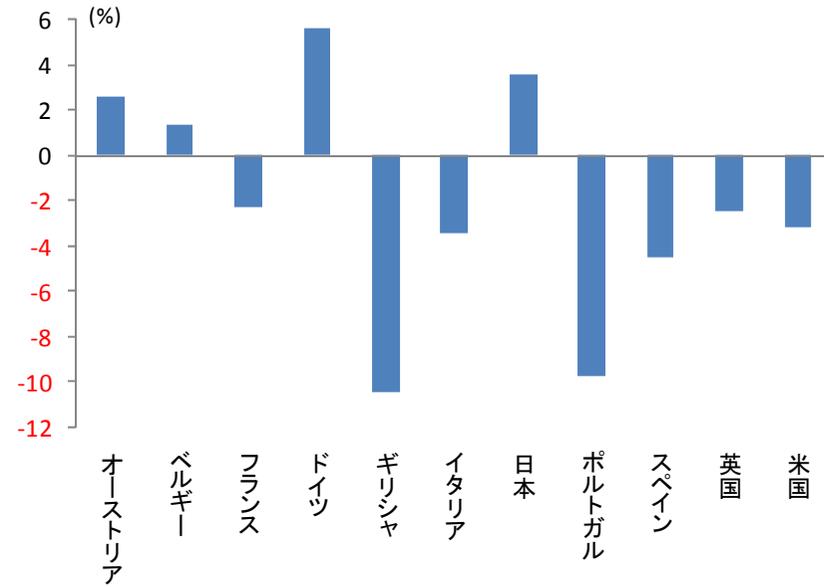


投資収支、貿易収支の対GDP比率（2010年）



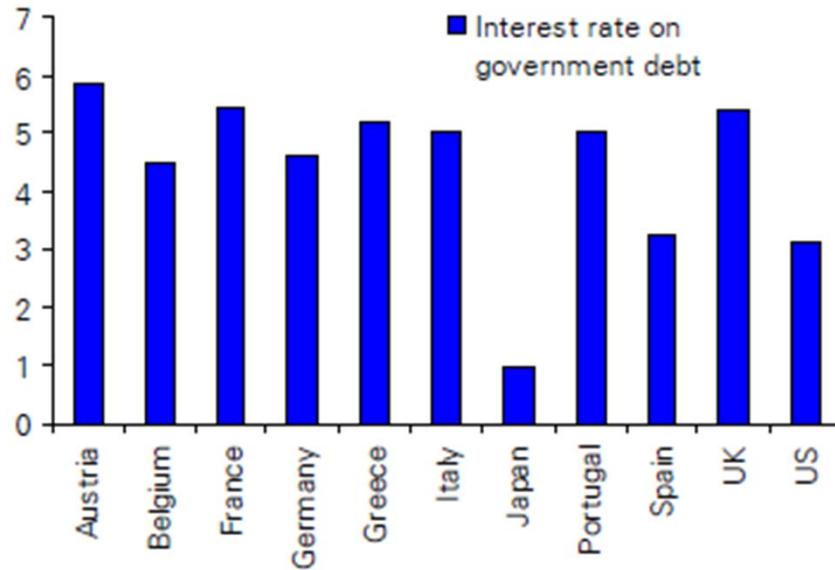
出所: 経済協力開発機構(OECD)、武者リサーチ

経常収支の対GDP比率（2010年）



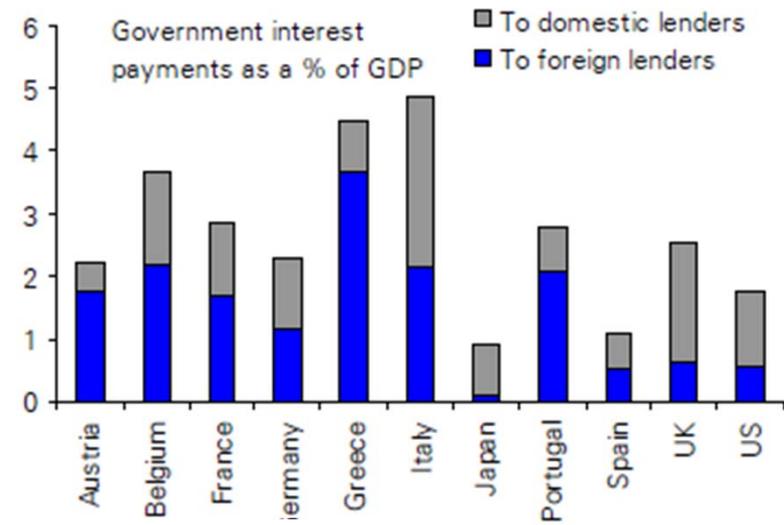
出所: 経済協力開発機構(OECD)、武者リサーチ

### 公的債務に対する利子率



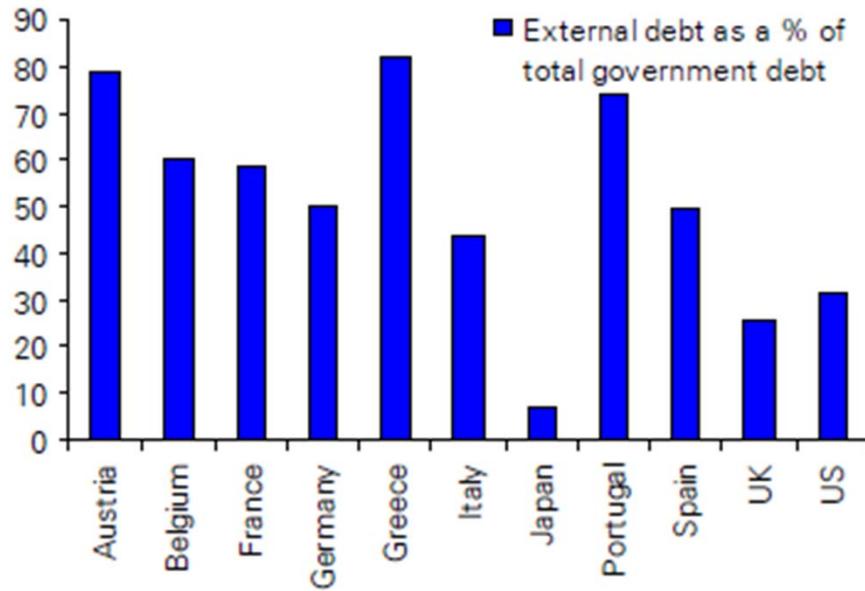
出所: 経済協力開発機構 (OECD)、ドイツ銀行

### 公的債務に対する利払い / GDP



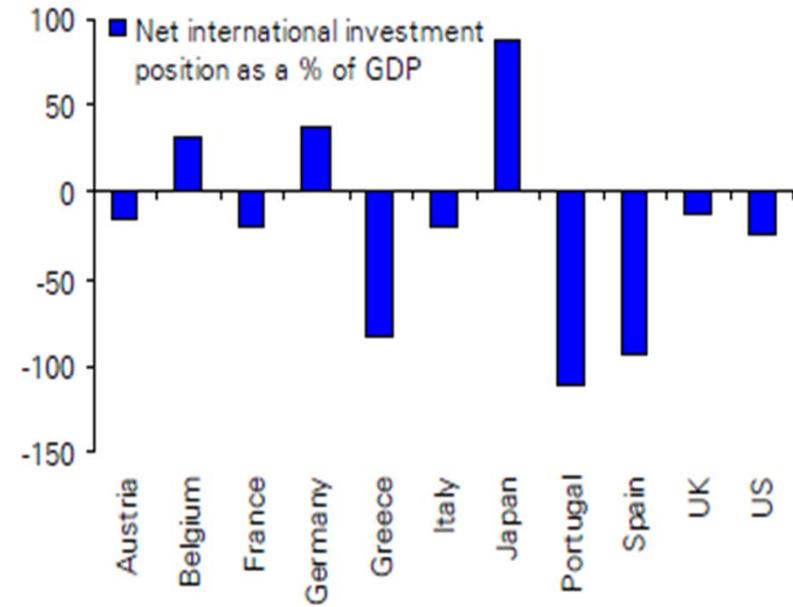
出所: 経済協力開発機構 (OECD)、ドイツ銀行

### 公的債務の外人依存度



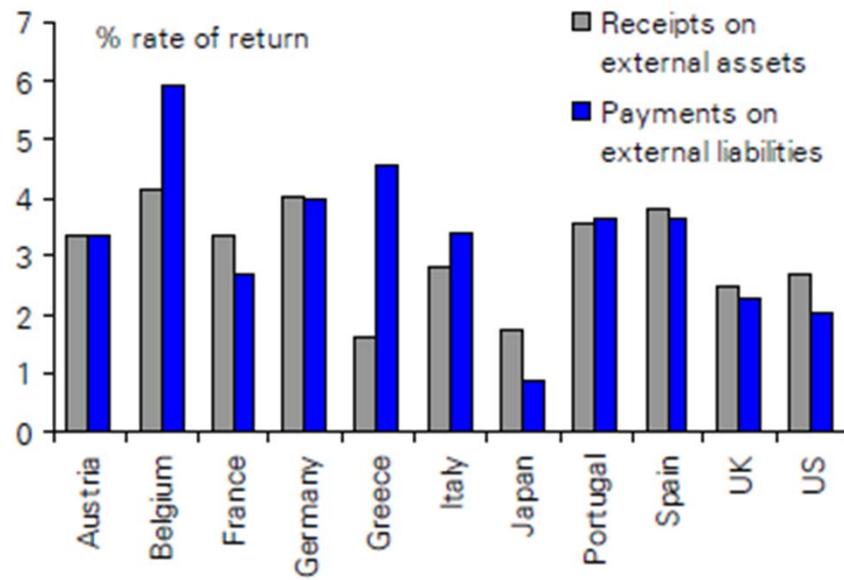
出所: 経済協力開発機構 (OECD)、ドイツ銀行

### 対外純資産 / GDP



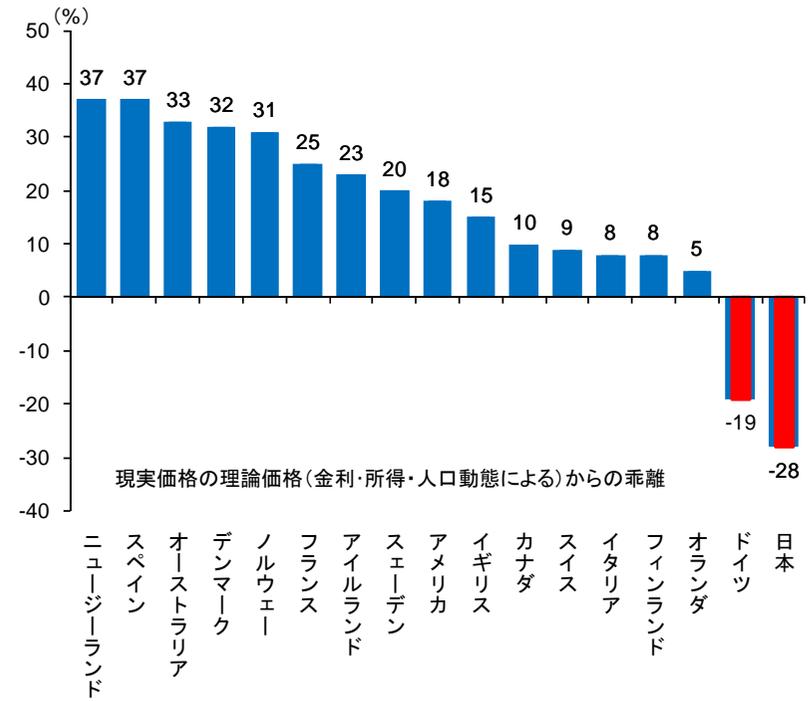
出所: 経済協力開発機構 (OECD)、ドイツ銀行

### 対外資産負債利率



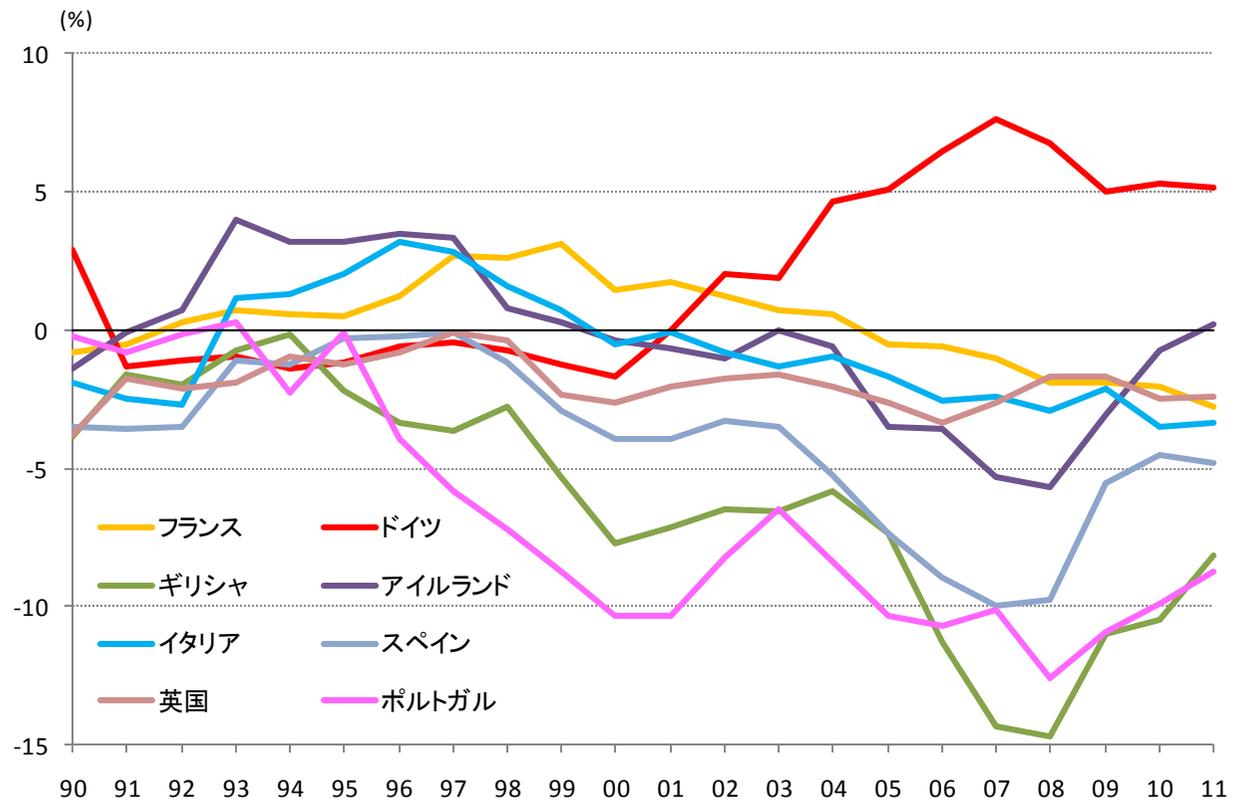
出所: 経済協力開発機構 (OECD)、ドイツ銀行

### 世界的な住宅バブル(2007年)



出所: ドイツ証券

### 欧州各国の経常収支対GDP比率

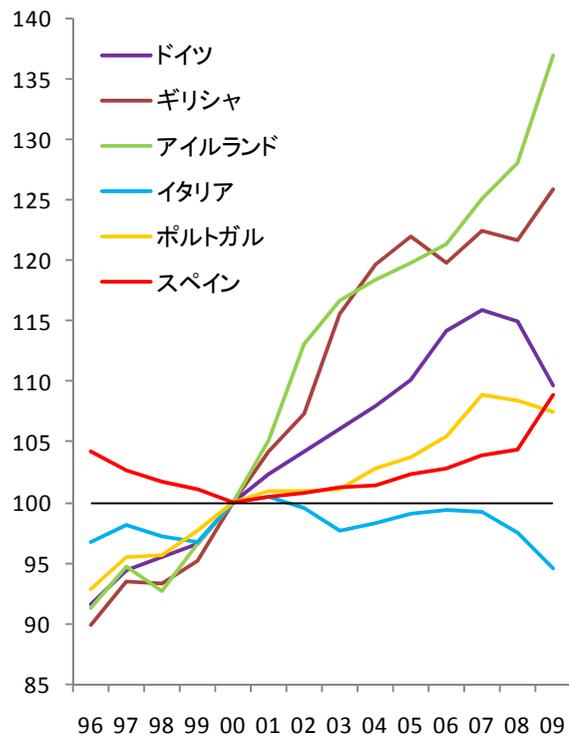


注：データは記載時点のものであり、将来の傾向、数値等を保証もしくは示唆するものではありません。

出所：国際通貨基金 (IMF)、武者リサーチ

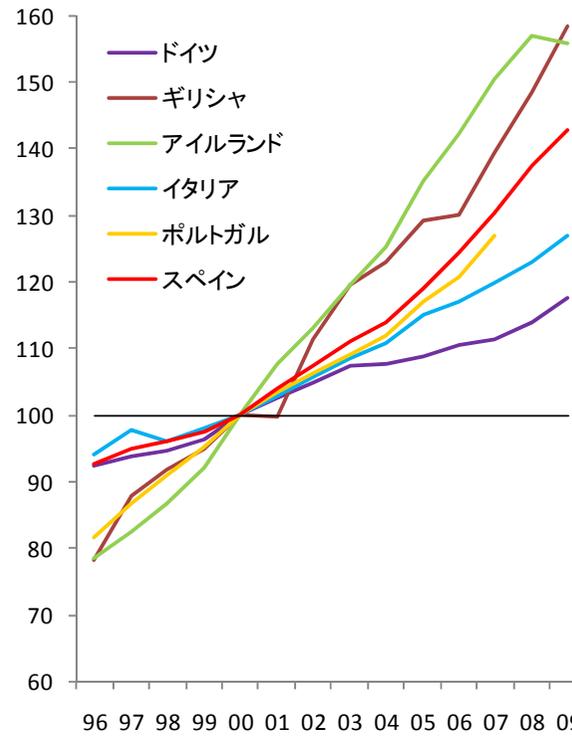
予想

EU各国の労働生産性 (2000年=100)



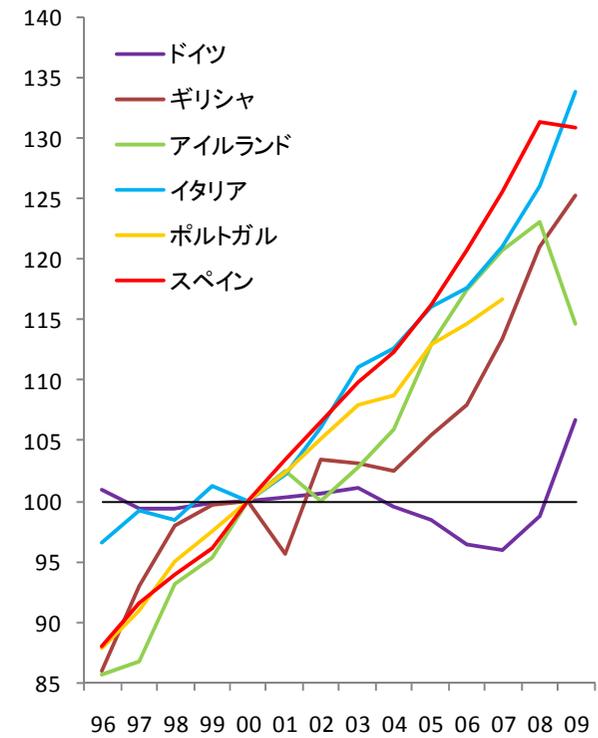
出所: OECD(経済協力開発機構)、武者リサーチ

EU各国の賃金 (2000年=100)



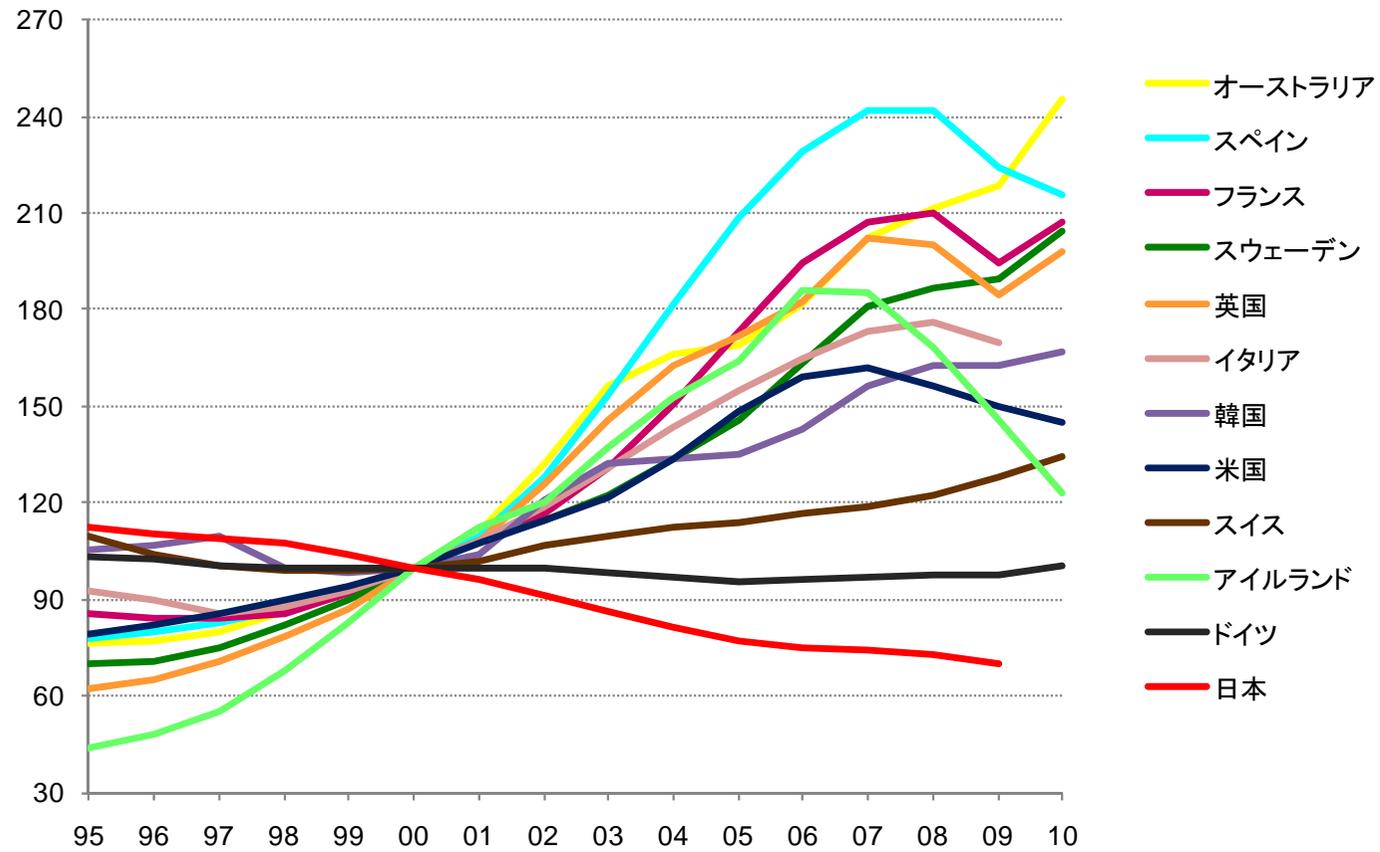
出所: OECD(経済協力開発機構)、武者リサーチ

EU各国の単位労働コスト (2000年=100)



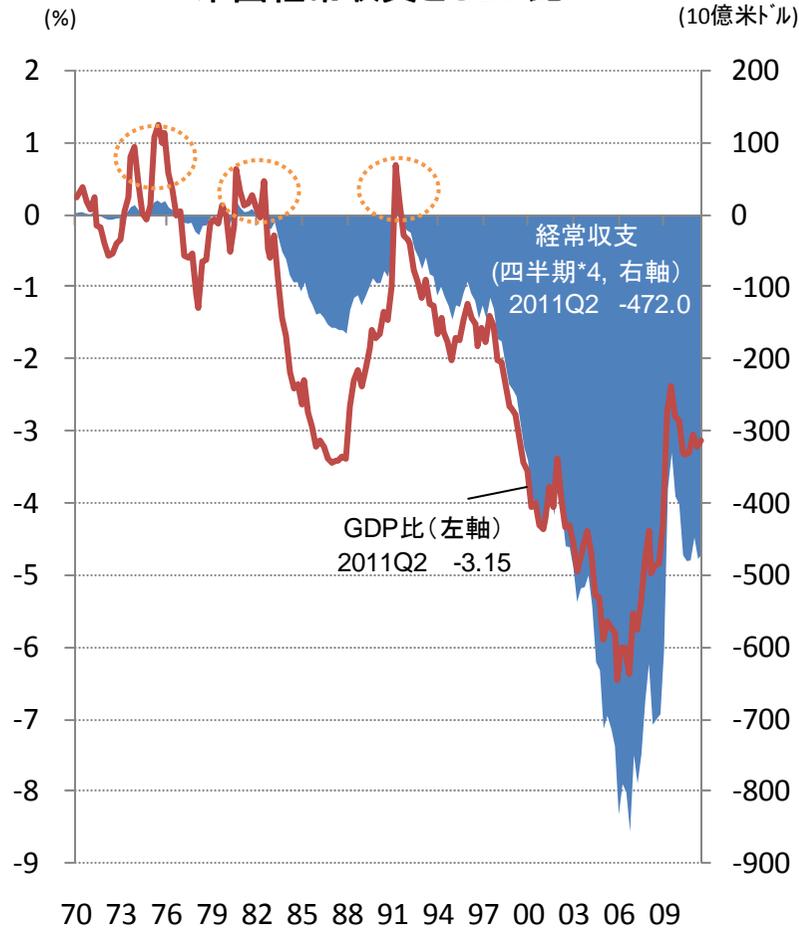
出所: OECD(経済協力開発機構)、武者リサーチ

### 各国の住宅価格の推移 (2000年=100)



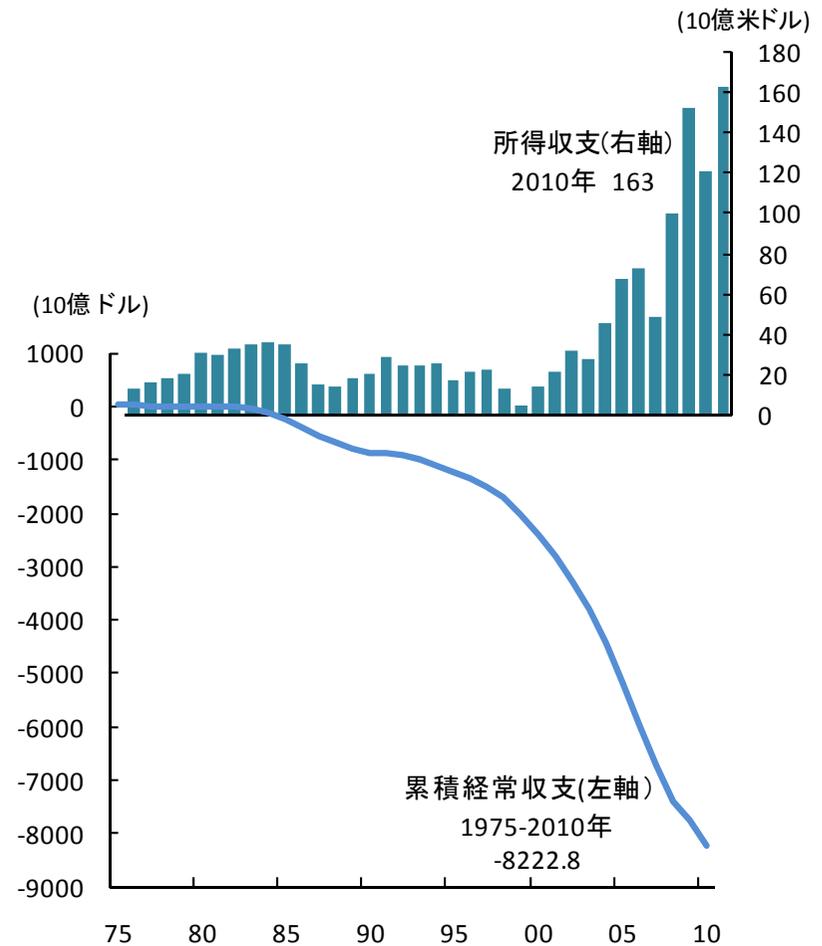
Source: 経済協力開発機構 (OECD)、武者リサーチ

### 米国経常収支とGDP比



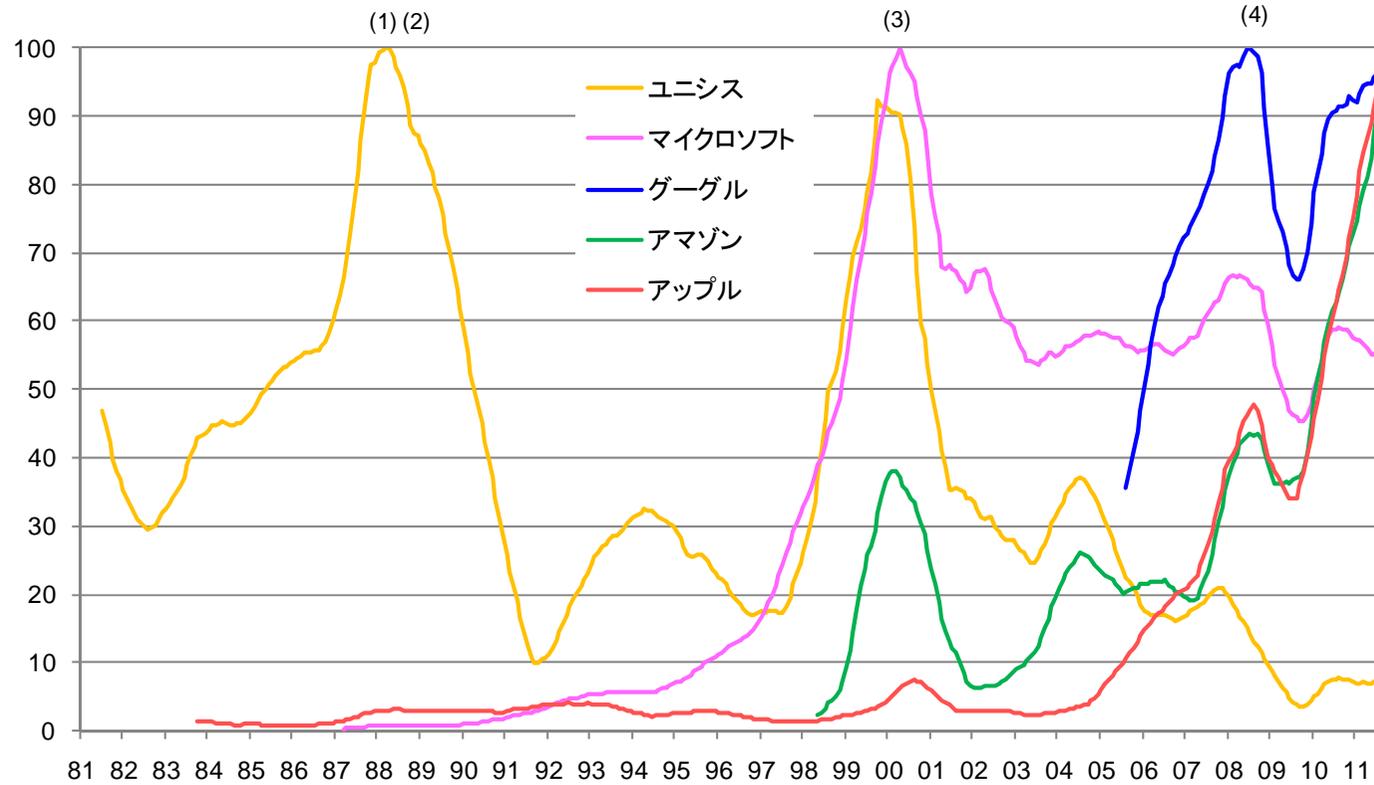
出所：米商務省、ブルームバーグ、武者リサーチ

### 米国所得収支と累積債務



出所：米商務省、武者リサーチ

## 米国のリーディングIT企業の株価推移(ピーク時=100)

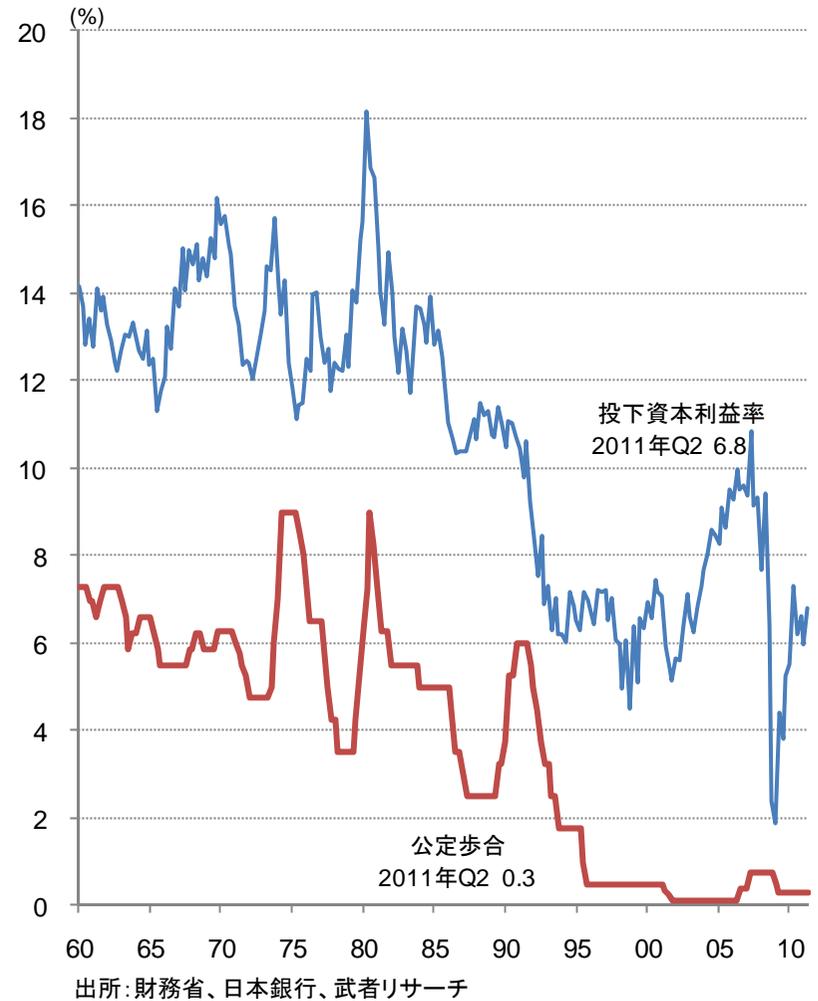


注: 株価の12カ月移動平均のピークを100として指数化している。ユニシスはユニバック、パロース、NCRの後継会社である。  
出所: ブルームバーグ、武者リサーチ

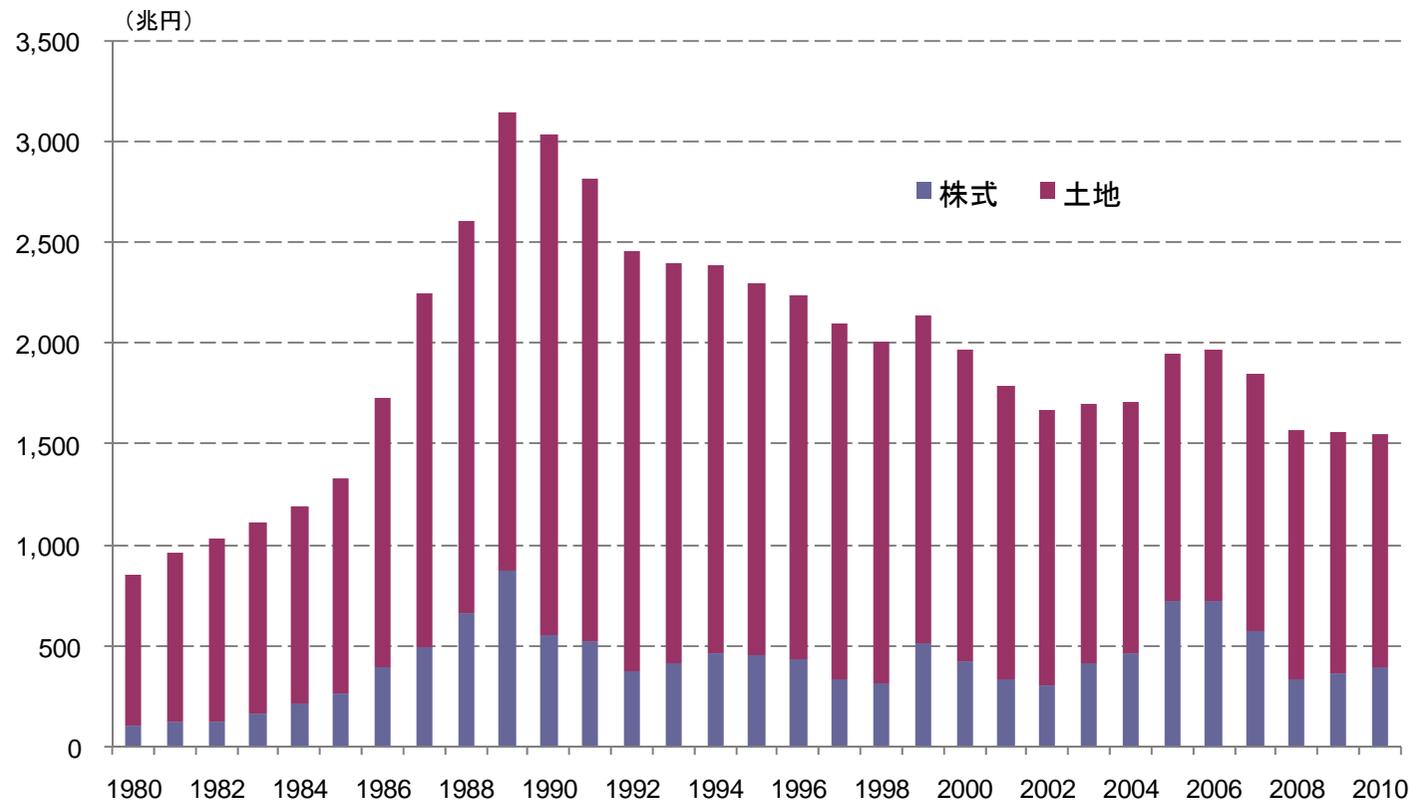
## 日本の金融資産のリターンギャップ

預金(預入期間2年、1千万円以上)	0.046%
国債	1.0%
配当	2.5%
REIT	4-6%
株式益回り	7.7%
事業リターン (過去投資)	7-8%
事業リターン (現在投資)	10%+α

注：2011年10月23日現在。  
 株式益回りは向こう4四半期のコンセンサス予想EPS、配当利回りは  
 当会計年度の予想1株当たり配当を使用（TOPIXベース）。  
 出所：日本銀行、Bloombergより武者リサーチ作成

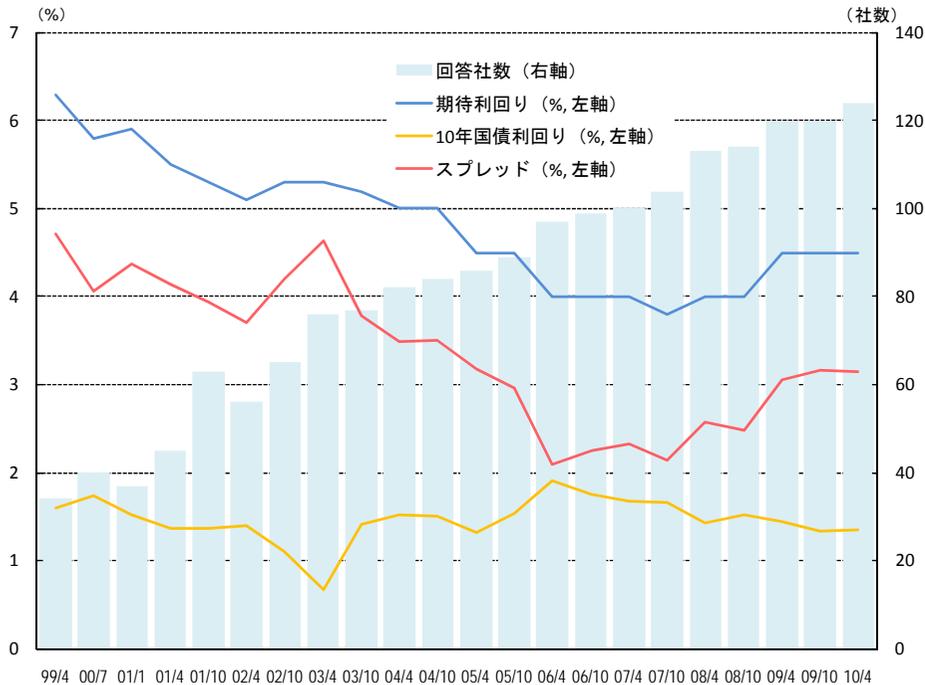


## 日本の株+土地時価推移



注：2009、2010年は武者リサーチによる推定  
 出所：内閣府(国民経済計算年報)、武者リサーチ

## 不動産投資家調査における投資期待利回りの推移

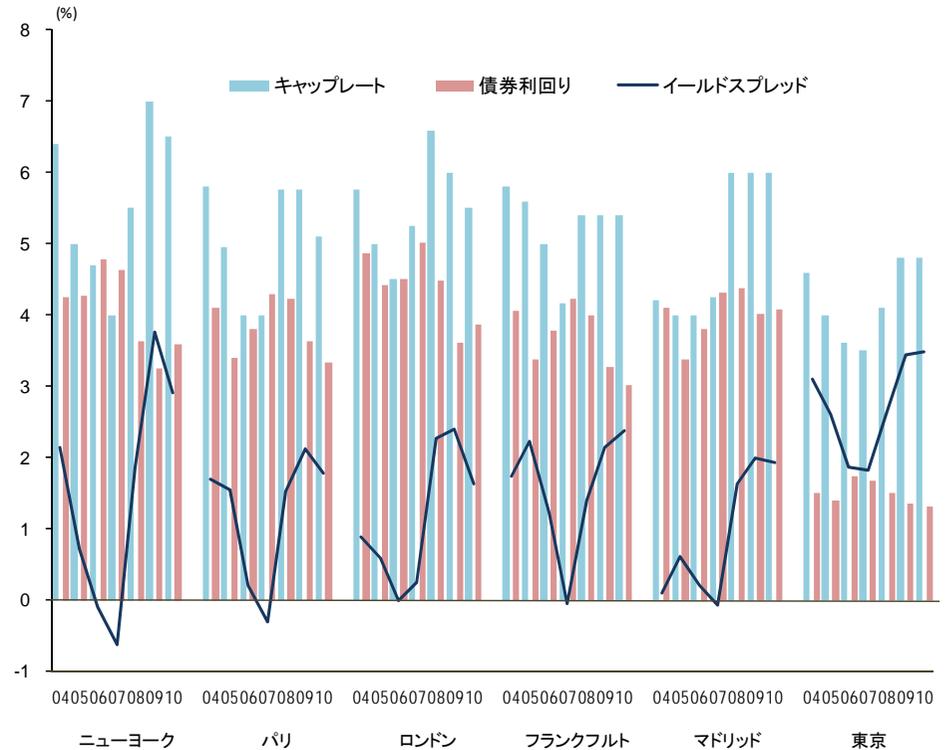


99/4 00/7 01/1 01/4 01/10 02/4 02/10 03/4 03/10 04/4 04/10 05/4 05/10 06/4 06/10 07/4 07/10 08/4 08/10 09/4 09/10 10/4

注：丸の内・大手町地区にある、築5年未満、延床面積5万㎡以上、天井高2.7m以上、フリーアクセスフロア、IDカード式保安管理のAクラスビルに投資することを想定した場合の期待利回りについてアンケート調査したものの。期待利回り（キャップレート）は、単年度の純収益／市場価格（単年度の純収益は減価償却及び税引き前の純収益）。10年国債利回りは、当該月の平均値。スプレッドは、期待利回りと10年国債利回りの差をとったもの。

出所：日本不動産研究所、ブルームバーグ、武者リサーチ

## 世界各都市におけるキャップレートと債券利回り



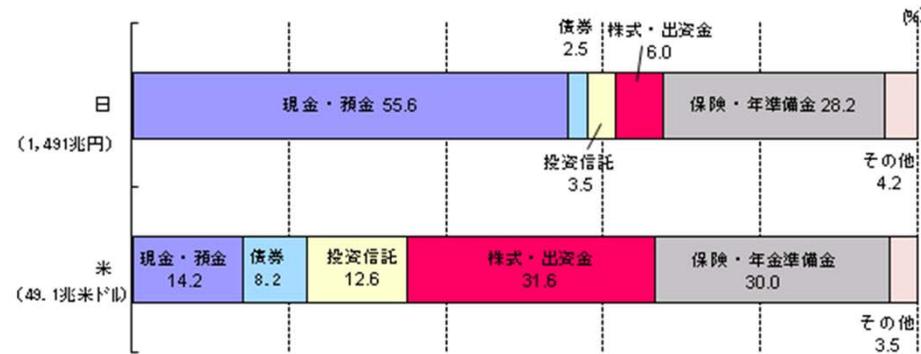
注：2010年は6月末値

出所：コリアーズインターナショナル、ブルームバーグ、武者リサーチ

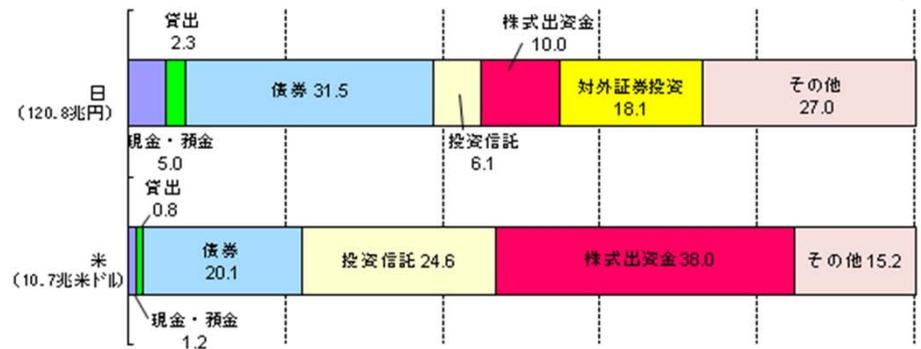
# 日米の資産配分比較

(2011年6月末)

## 家計



## 年金基金



## 保険



## 円/ドルレート、円/ユーロレートとG7協調介入



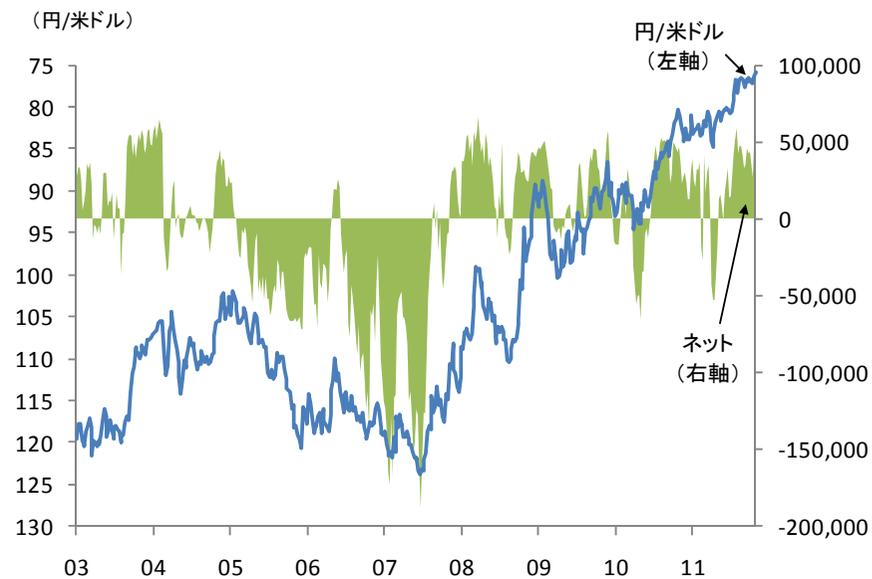
出所:ブルームバーグ、武者リサーチ

## 円ドルレートと日米金利差(3ヶ月LIBOR)の推移



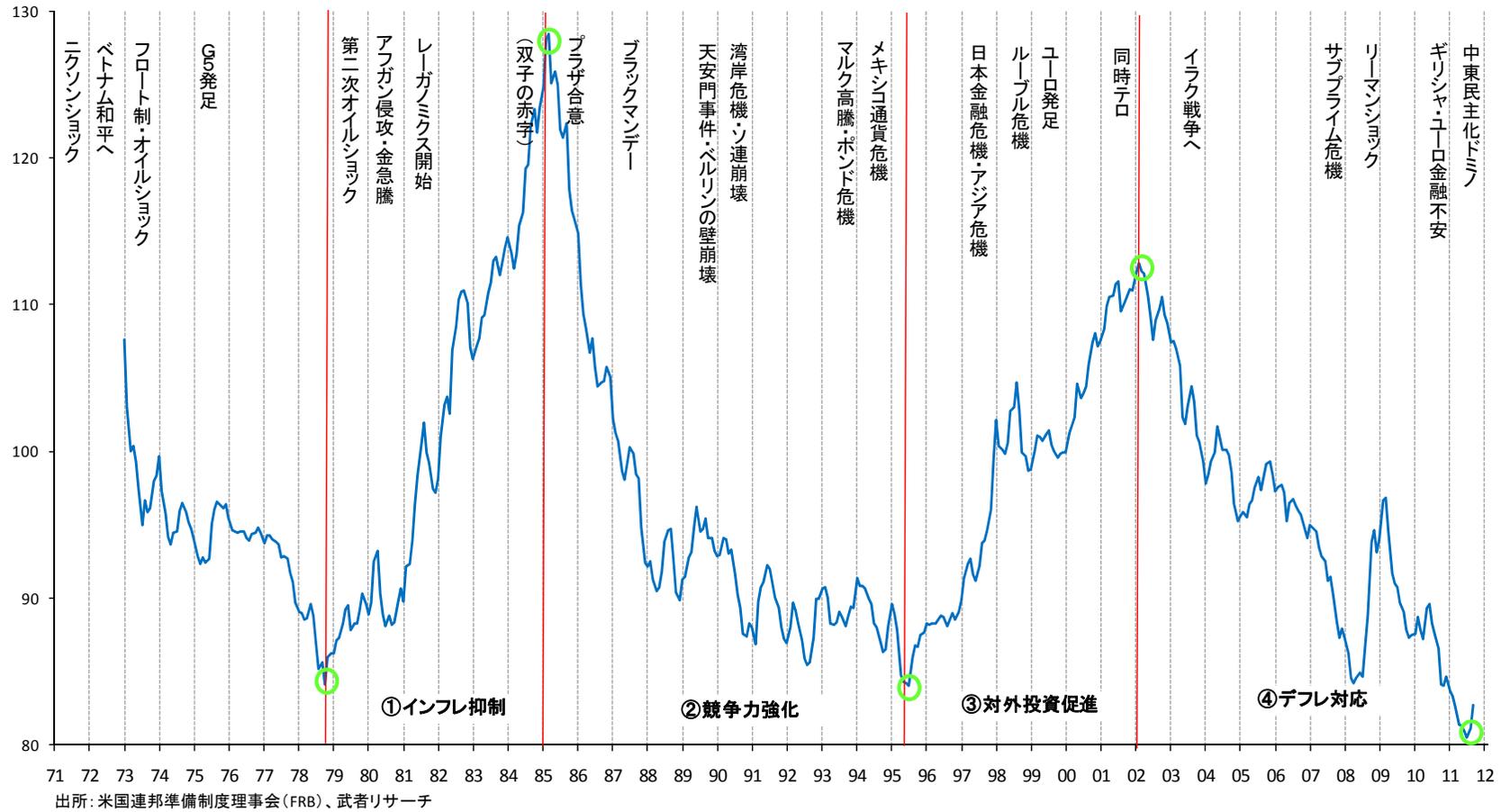
出所: ブルームバーグ、武者リサーチ

## 円ドルレートとIMM通貨先物ポジション



出所: ブルームバーグ、武者リサーチ

# ドル実質実効為替レート



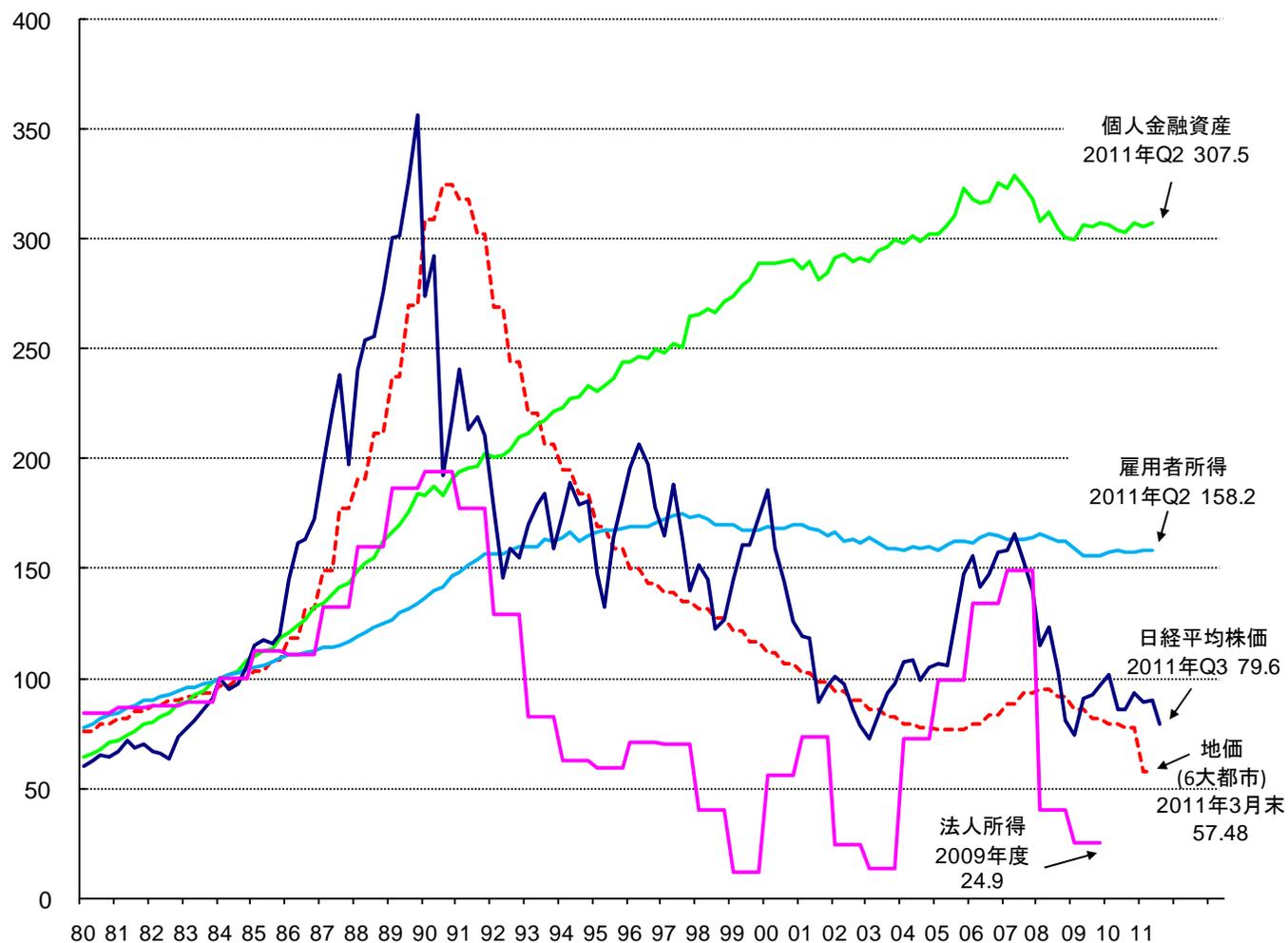
## 近代日本の興亡と地政学レジーム

1870⇒1930	驚異の離陸	……	明治維新体制
1930⇒1940	大破局	……	敗戦
1950⇒1990	奇跡の復興と成長	……	日米安保体制 ①防共の砦
1990⇒2010	長期停滞	……	日米安保体制 ②安保瓶のふた
2010年代		……	日米同盟再構築 ③中国封じ込め

⇒日本大停滞の鍵は超円高による日本封じ込め

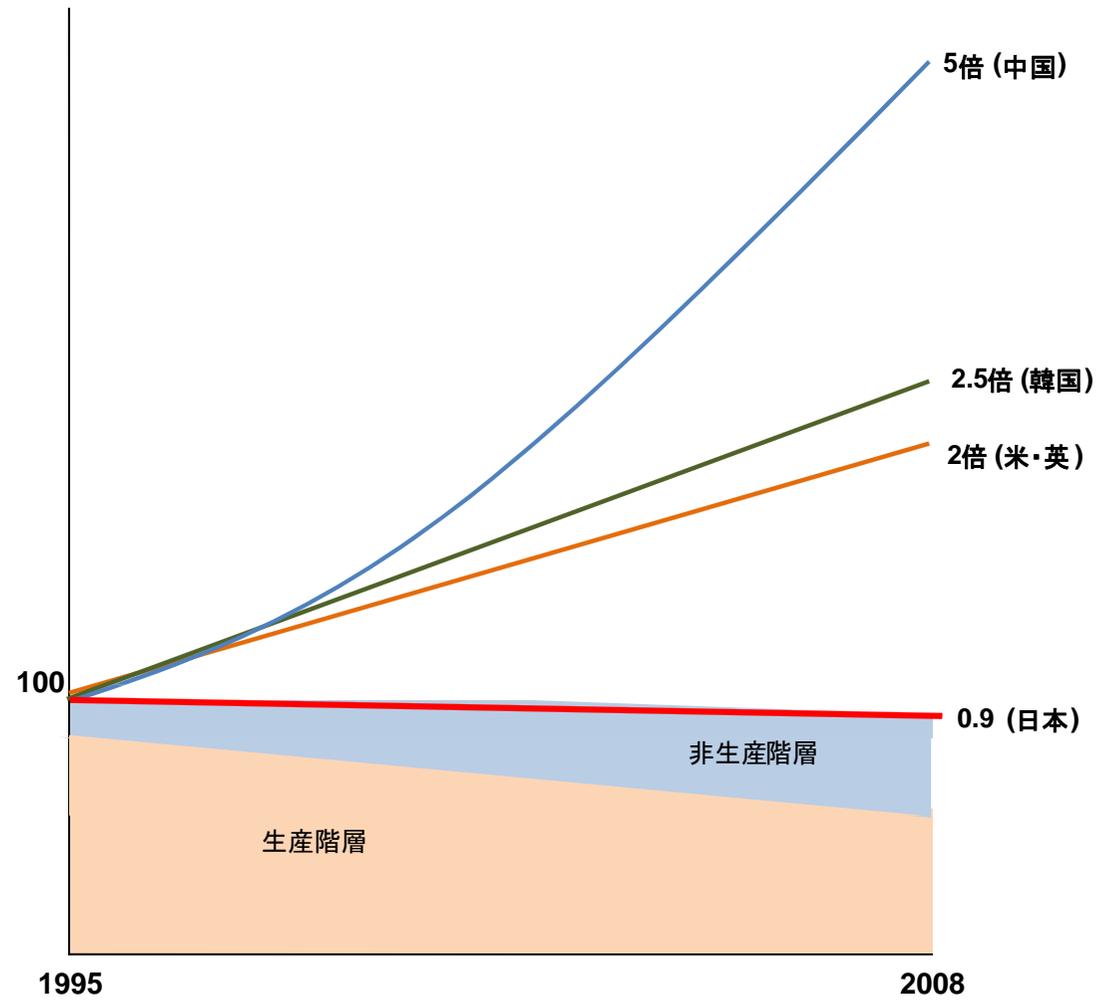
## 1980年以降の株価、地価、企業利益、雇用者取得などの推移

(1984年 = 100)



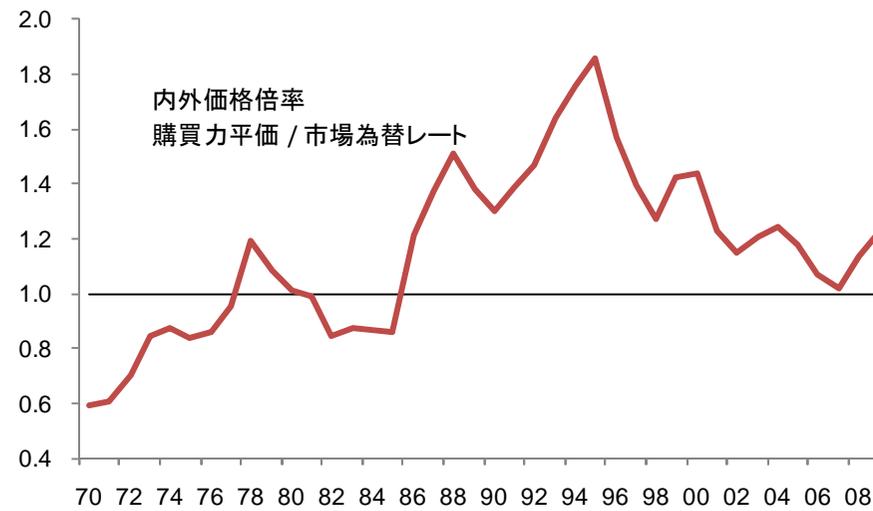
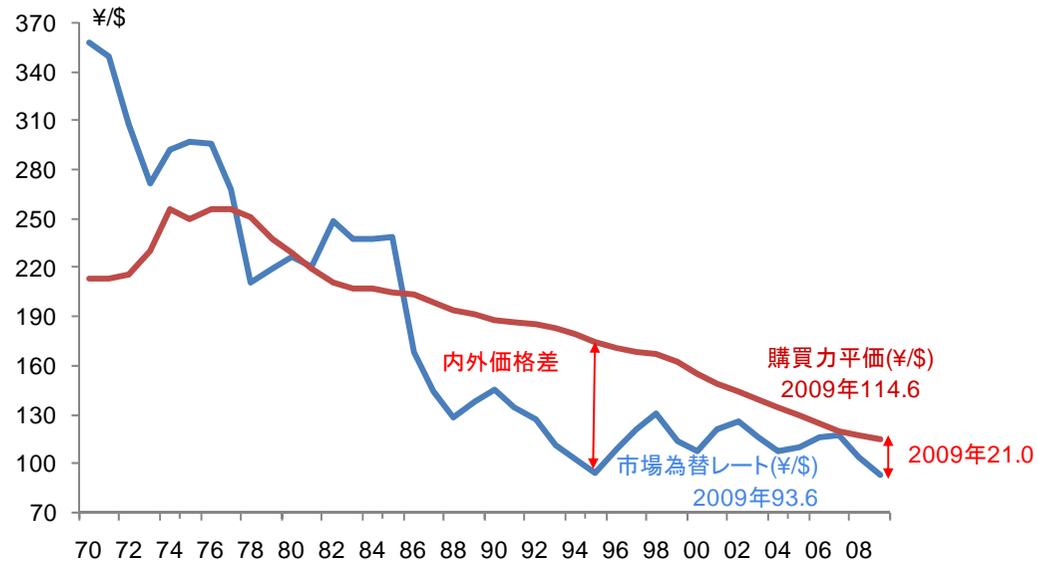
注: 個人金融資産のデータは統計の変更により、1997年第4四半期より不連続。  
出所: 日本銀行、国税庁、日本不動産研究所、ブルームバーグ、武者リサーチ

### 1995～2008年の主要国名目経済成長



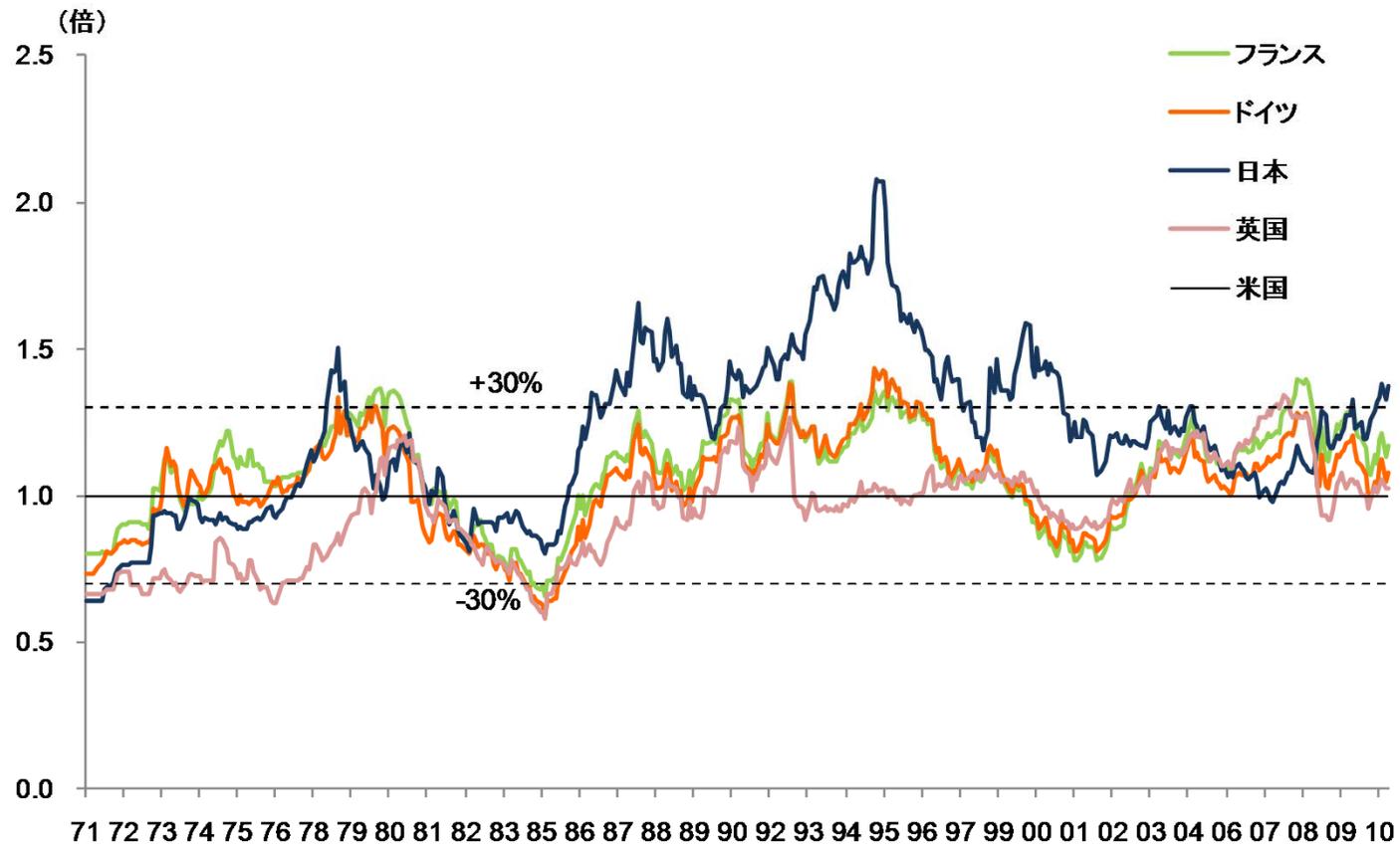
出所: 武者リサーチ

## 購買力平価と実際の円ドルレート



出所: 経済協力開発機構 (OECD)、武者リサーチ

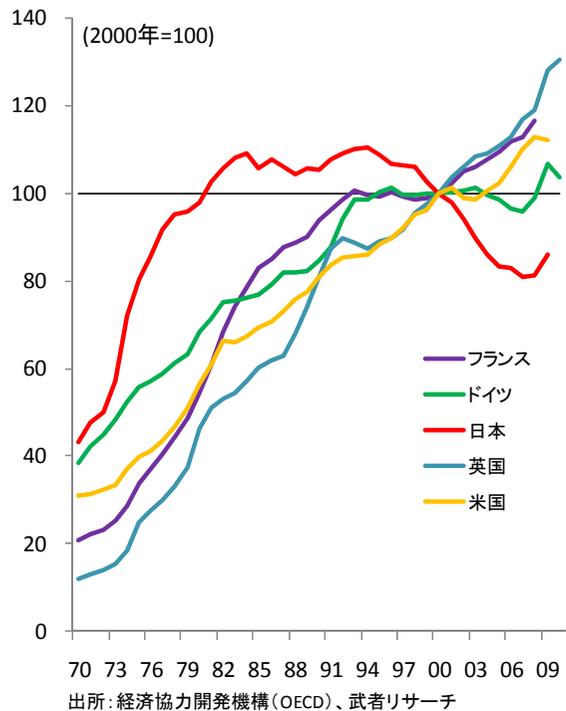
## 主要国通貨の購買力平価からの乖離率



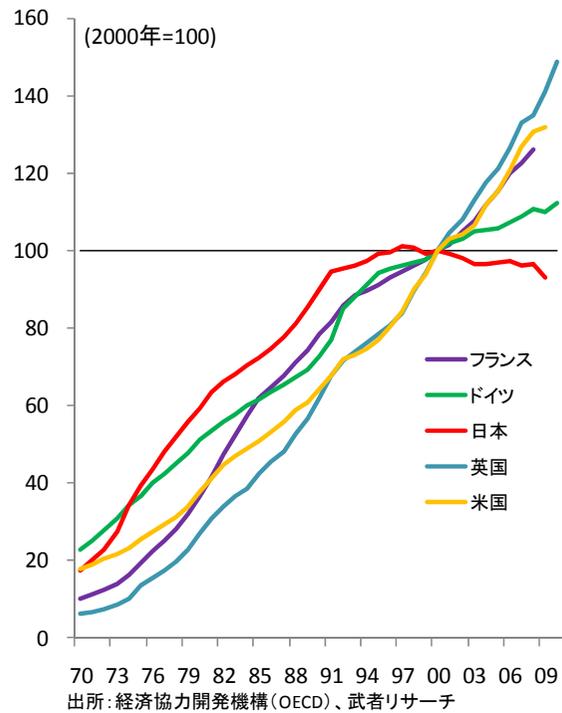
出所: 経済協力開発機構(OECD)、ブルームバーグ、武者リサーチ

## 突出する日本企業のコスト削減 (高生産性、賃金低下 ⇒ 顕著な単位労働コスト低下)

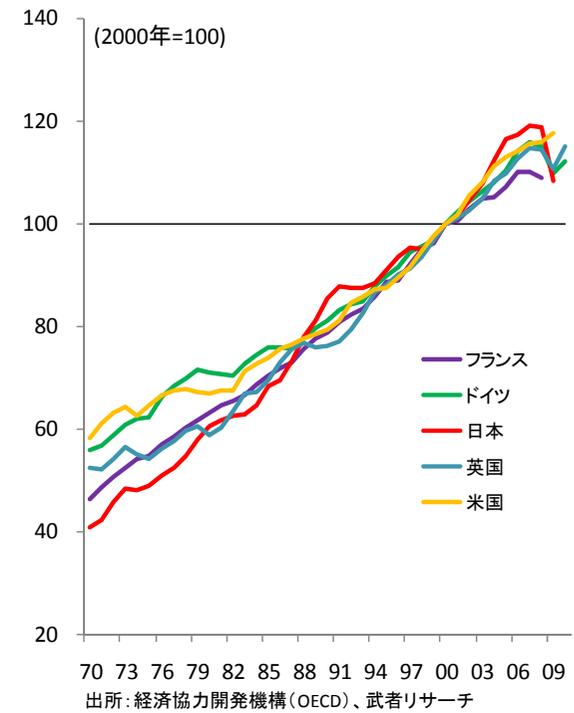
### 単位労働コスト



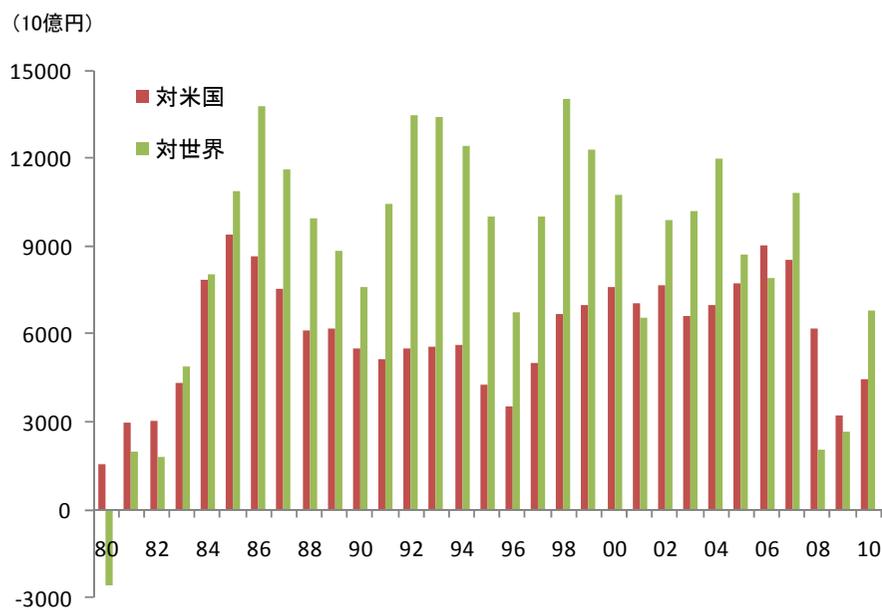
### 1人当たり雇用者報酬



### 労働生産性

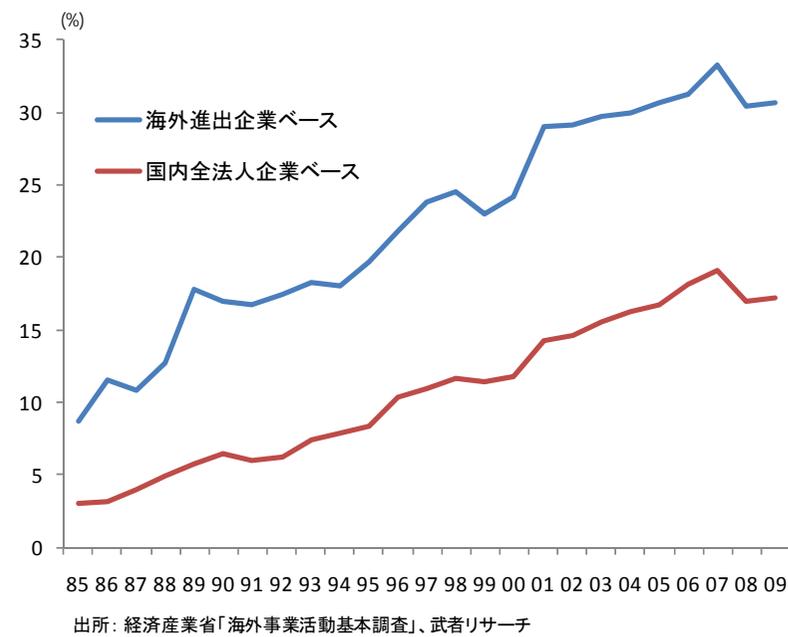


### 日本の貿易収支の推移

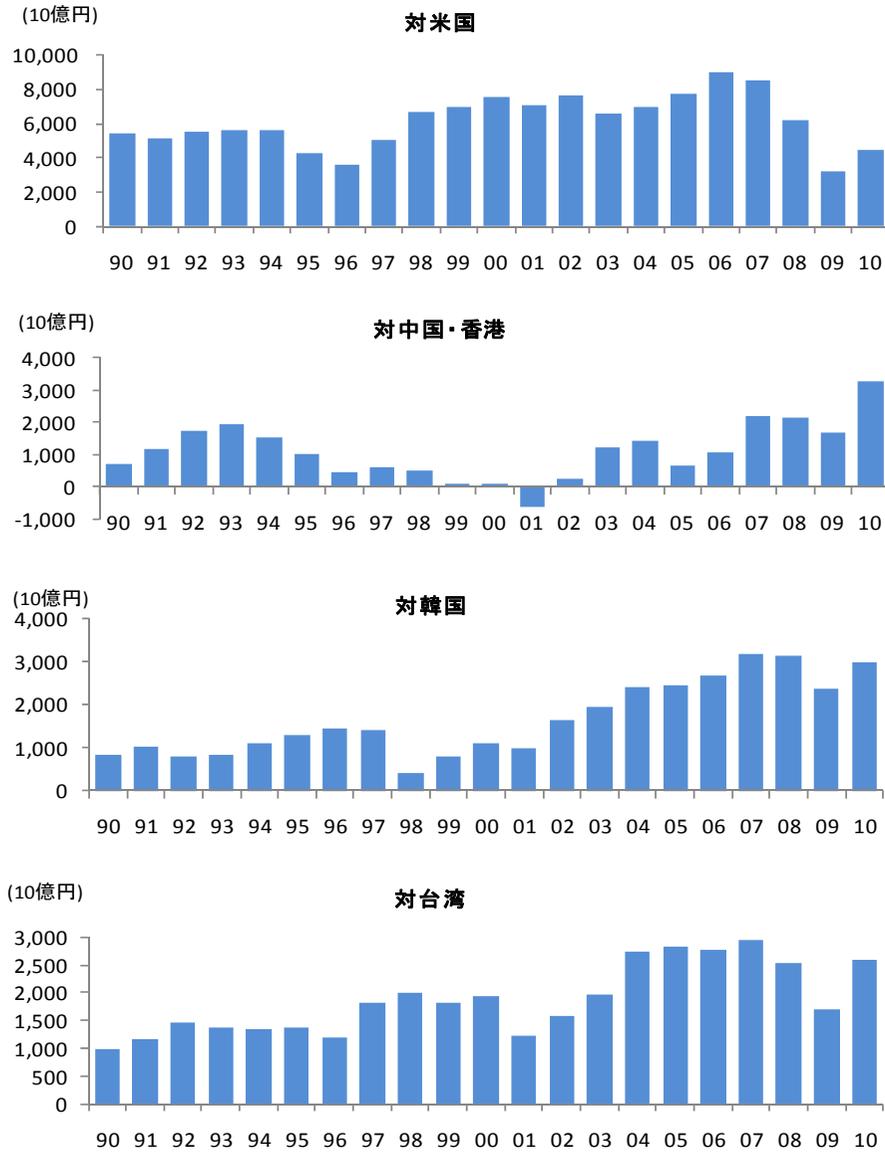


出所：財務省、武者リサーチ

### 海外生産比率の推移(製造業)

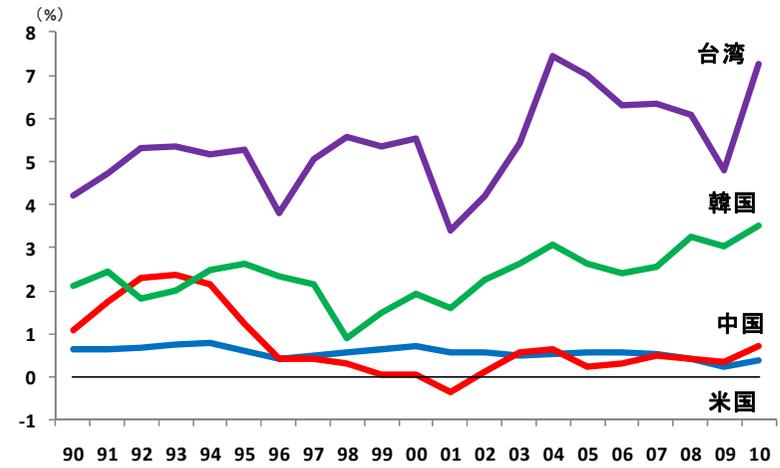


## 日本の対主要国貿易黒字



出所: 通関統計、武者リサーチ

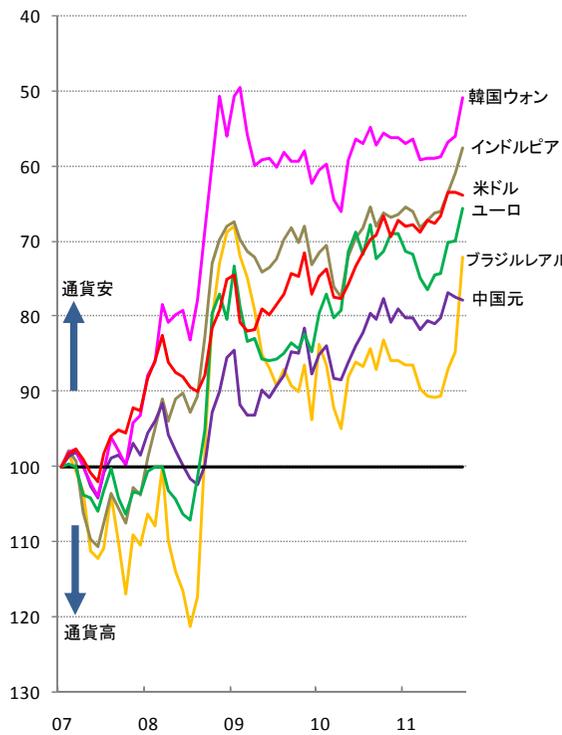
## 名目GDPに占める対日貿易赤字の割合



出所: 財務省、国際通貨基金(IMF)、ブルームバーグ、武者リサーチ

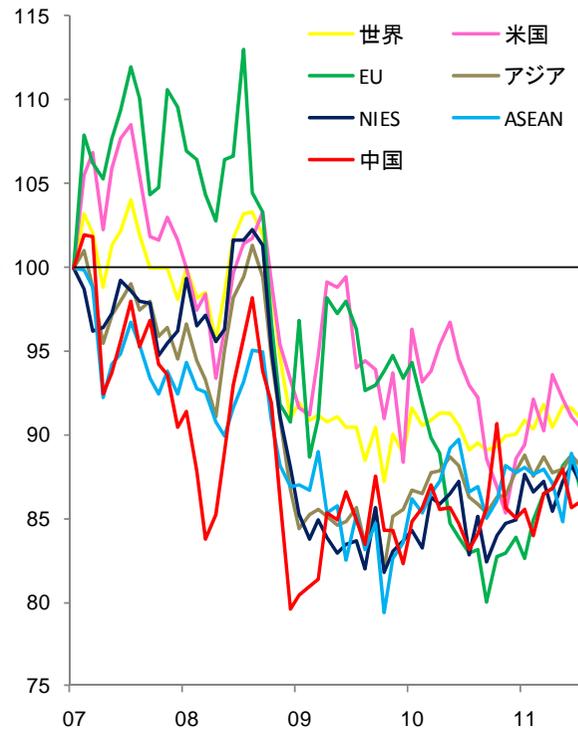
※ データは記載時点のものであり、将来の気候、数値等を保証もしくは示唆するものではありません。

主要通貨の対円レート推移  
(2007年1月=100)



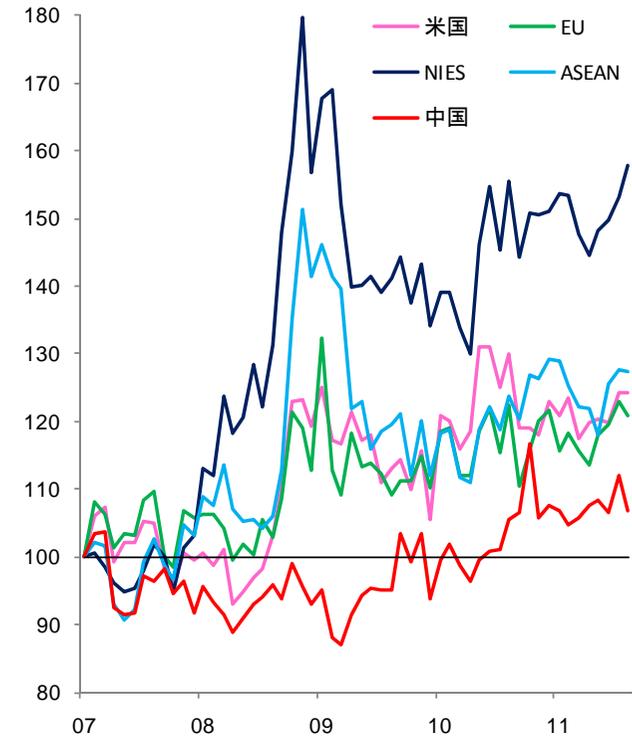
出所: ブルームバーグ、武者リサーチ

日本の円ベース輸出単価  
(2007年1月=100)



出所: 財務省、武者リサーチ

日本の現地通貨ベース輸出単価  
(2007年1月=100)



出所: 財務省、武者リサーチ