

NO.18 相場の後講釈「景気・マネー・連動する市場」

常務取締役経済調査部長 有働 洋

証券・金融市場とサブプライムショック

欧米市場でサブプライム問題が顕在化してから一年が経過した。金余りが行き詰った典型的なバブル崩壊の一面がある一方で、複雑な証券化商品が介在し、借り手の姿を知らない多数の投資家間に損失が拡散した新しいパターンも見られる。また、住宅ローンの焦付きや企業倒産で景気が徐々に悪化したのではなく、まずバランスシート上の投資に損失が生じたことにも注目したい。借入で投資元本を膨らませたスキームも災いして、欧米の金融機関の資産評価額は大きく引き下げられた。突然の巨額損失計上は市場の投資意欲を冷え込ませるには十分だった。

景気悪化と金融緩和を見越した資金は米国債への避難に飽き足らず、ドル資産から原油や穀物などの商品相場へと流れて暴騰を招いた。それが今、金融当局を景気対策かインフレ対策かで悩ませている。ここでは、株価下落は危機の主役でなく、株式市場は経済環境悪化を織り込みつつ最後尾に付いて行った感さえある。

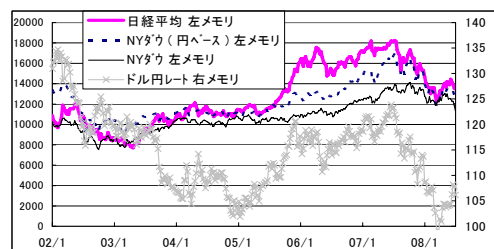
このように近年、マネーが実体経済に先んじて国や市場を越えて動くため、外国人投資家比率の高い東京株式市場ではしばしば以前と異なる値動きが見られるようになった。その一つが本欄 NO. 16 で書いた、対ドルでの円安と株価上昇、円高と株価下落、が対になって起こる傾向である。例えば金融市場の混乱が高まると見るとドルから円へ、株式から債券へと投機資金がリスク回避に動く。かつては海外から国内株式に買いが入るため、円が買われ、高くなるというように分かりやすかったが、ここ2~3年は、先のようにやや複雑な説明がなされるようになった。

日本株下落先行の背景を読む

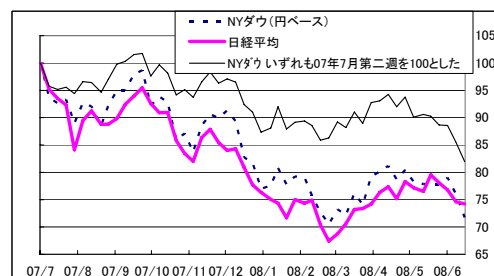
ところでサブプライム問題の顕在化以降、本家の米国より日本の株価下落率が大きく、構造改善の遅れや、円高の悪影響といったファンダメンタル要因が指摘された。いずれも、日本経済の弱点への警鐘である。しかし、為替変動と株価の連動は前述の日米間の投資資金移動による市場均衡の結果としても説明できる。

資料1 でみても昨年来の日本株下落の早さが目立つ。しかし資料2 の円ベースNYダウ（ドルを円換算したもの）は日本の株価にぴたりと重なる。日米株価指数の差は、為替変動分を株価指数先物などで調整した場合の値幅と概ね一致する。外国人投資家の影響が大きい東京市場はNY市場の写像のようにも見える。2002年以降の日米の株価を資料1 で比較すると、円ベースで大きく乖離したのは2005年の郵政解散以降の改革期待相場の時期で、これ以外はほぼ並走している。相場は、経済環境とマネー・需給の両側から理屈付けられるが、足元でわが国独自の材料が乏しいことは残念だ。

資料1 日米の株価とドル円相場の推移



資料2 「サブプライム後」の日米株価推移



(出所) 資料1.2とも QUICK 2008年6月30日まで