

日本株暴落に隠れたマネー変調

～米国に還流するドル資金～

発表日：2013年6月4日（火）

第一生命経済研究所 経済調査部
担当 熊野英生（TEL：03-5221-5223）

株価下落の余波が続いている。日経平均株価の下落に続き、為替レートの変動にも波及してきている。少し視野を広げてみると、相場変動は4月の金価格の暴落に始まり、その後、新興国通貨の下落へと展開している印象もある。その裏側にはドル資金の米国還流もあるようだ。米国では、長期金利の上昇に反応するかたちで、REIT指数の下落も起こっている。見えにくいところでマネーの地殻変動が起こっている点は要注意である。

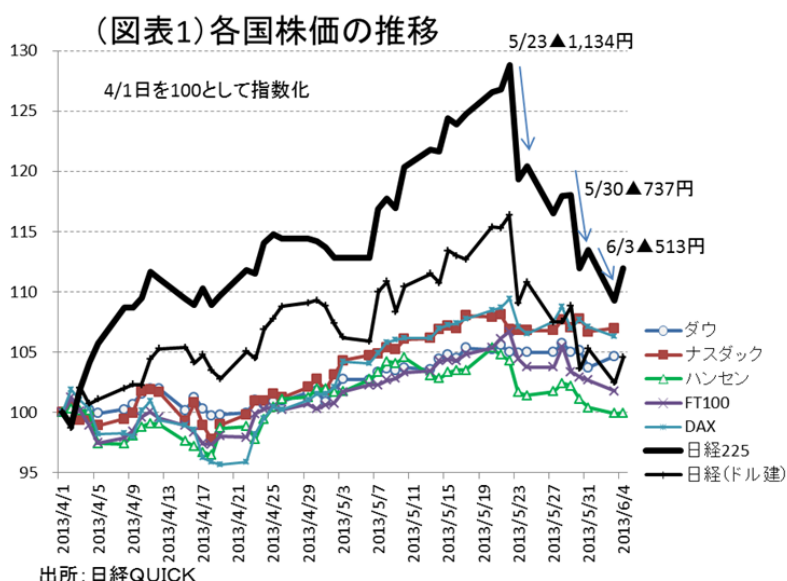
日本株に限定されなくなっている相場変動

6月3・4日のドル円レートは、一時1ドル100円を割り込む円高になった。5月23日以来の日経平均株価の大激震が、日本株に限定されたものではない可能性が高まっている。筆者自身も、当初の段階でやや楽観的過ぎたことを認めざるを得ない。

筆者の記憶では、当初の段階は、株価暴落について、①行き過ぎた株価上昇の反動、②海外株価は崩れておらず、日本株特有の調整、③日本のファンダメンタルズは堅調、という3点の理由から、「それほど悲観的にみる必要はない」という理解が主流だったように思う。

しかし、ここにきて日経平均株価の下落以外にも、アジア、欧州へと株価下落の動きが広がっている

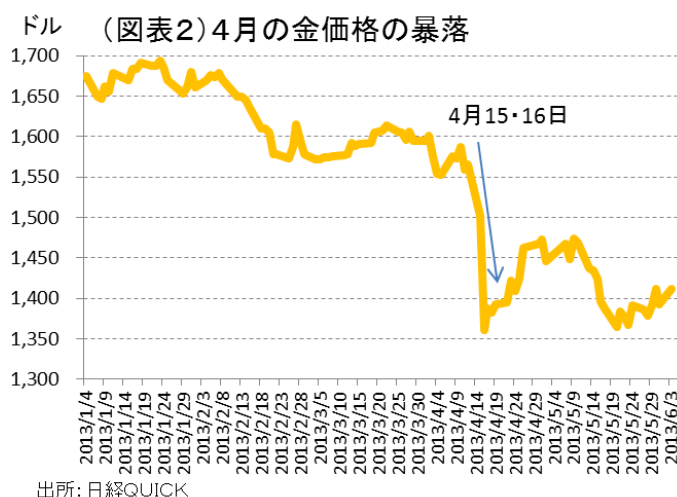
（図表1）。以下では、今回の相場変動が広範囲で起こっていることを確認していくこととする。



1か月前の金価格暴落

振り返ってみると、日経平均株価の大暴落の手前で、マネーの変調を知らせる変化が起こっていた。NY金相場が4月15・16日の2日間で▲13%も急落したショックである（図表2）。このときは、金価格の下落は「炭鉱のカナリア」と言われた。

この例えは、炭鉱のガス爆発の予兆を調べるためにカナリアを連れて入ることになぞらえている。金市場は規模が小さく、投機マネーが流入するとバブルが起こりやすい一方、新興国に変調が起こった場合は投機マネーの流出によって相場の乱高下を起こしやすい。この金価格の暴落が第

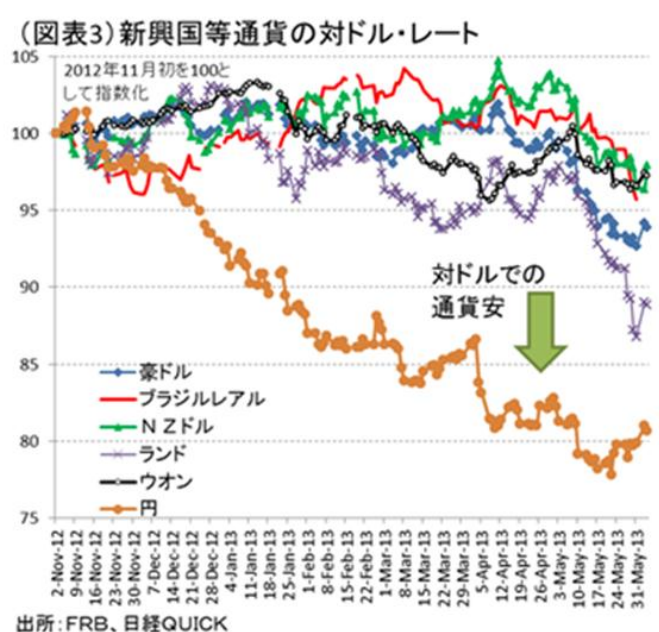


一幕ならば、日本株の暴落に始まる変化は、第二幕という位置づけになるかもしれない。なお、NY 金価格は、相場急落から一旦は半値戻したものの、この頃は急落後の安値近辺で価格が低迷している。

為替に起こっている新興国通貨安

新興国経済に対する見方の微妙な変化を反映しているのが、資源国通貨の動きである。しばしば話題になるのが豪ドルの下落である。豪ドルの対ドル・レートは、4月11日をピークに▲10%程度下落している。オーストラリアは利下げの影響と、中国経済に対する懸念を敏感に察知して下落したと言われている。

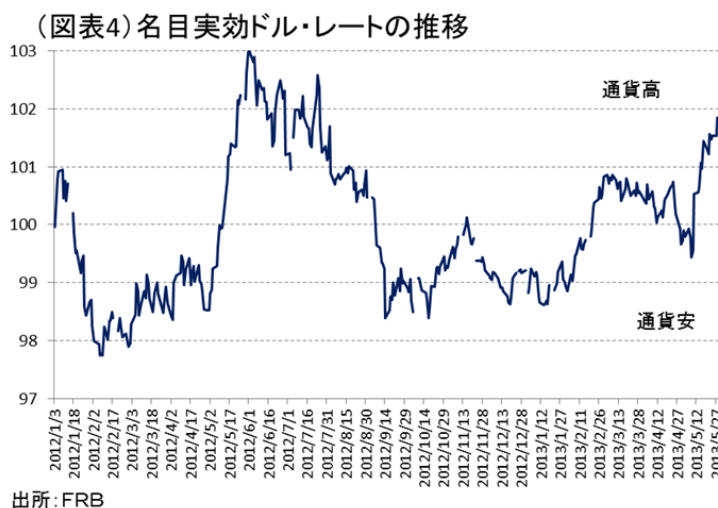
しかし、こうした通貨安は、豪ドルに限ったことではない。南ア・ランド、ブラジル・レアルといった資源国通貨にも共通した動きになっている（図表3）。資源国以外でも、韓国ウォンが一時的に上昇したこともあったが、ここに来て下落している。



各国通貨の動きは、最も下落している日本円に追随したものに見える。日本円の後を追うように、新興国通貨の通貨安が連鎖している。この姿はまるで芥川龍之介の「蜘蛛の糸」のように、極楽から垂れ下がる蜘蛛の糸をみんなが次々にぶら下がり登ってきている光景に見える。

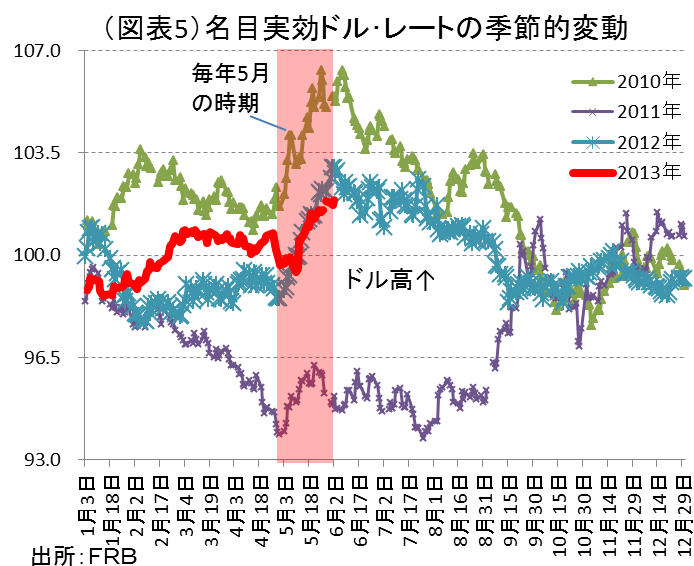
これらの現象は、裏返してみればドル独歩高という捉え方もできる。名目実効ドルは5月上旬から急激に上昇している（図表4）。米国発のマネー拡散の動きは、

このところは自国への資金還流の動きが活発になっていて、日本株を含めて、新興国通貨を売ってドル資金に戻っていく流れに変わっている。ドル高の背後にあるのは、ドルを売って新興国通貨を買うというキャリートレードが、一気に巻き戻されている可能性もある。



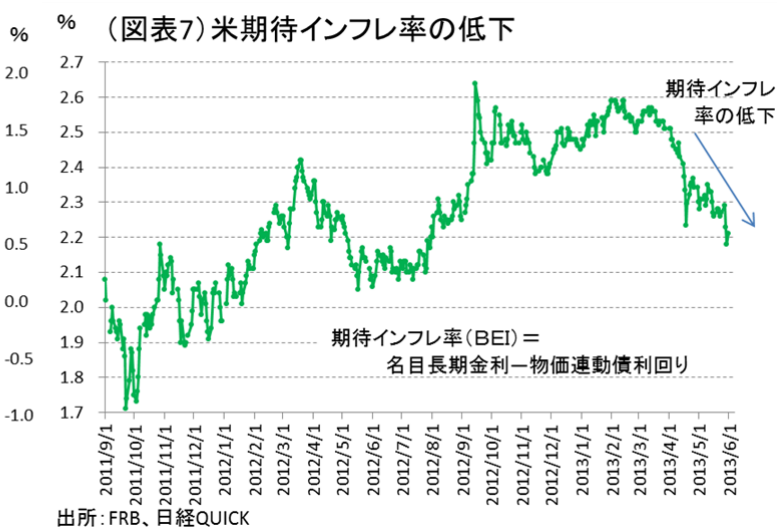
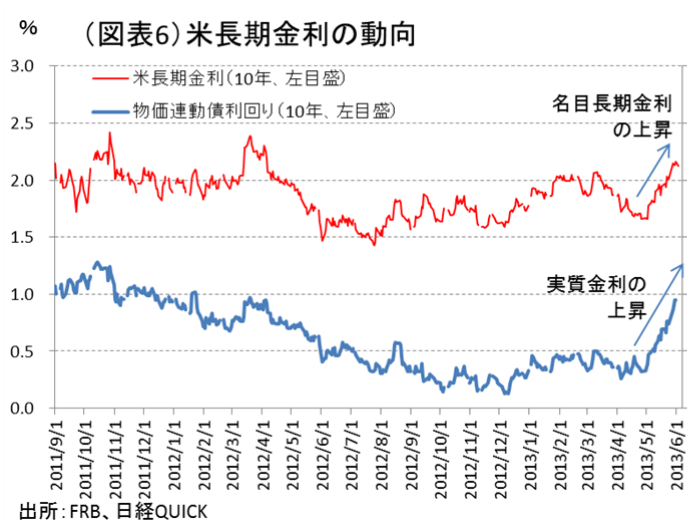
本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見通しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

一方、こうしたドル資金の自国還流の動きは、2010 年から毎年 5 月になると起こっている季節的な変動という特徴もある（図表 5）。今回のドル回帰が 5 月に限定された一時的なものなのか、それとも趨勢的な変化なのかは現時点では見極めがつかない。

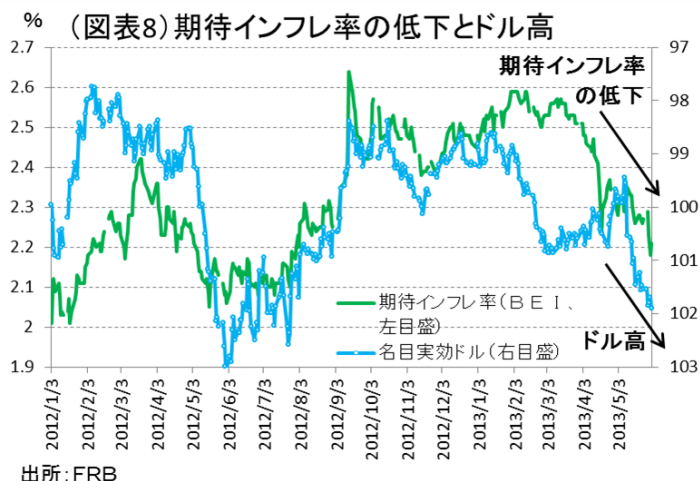


米長期金利の微妙な変化

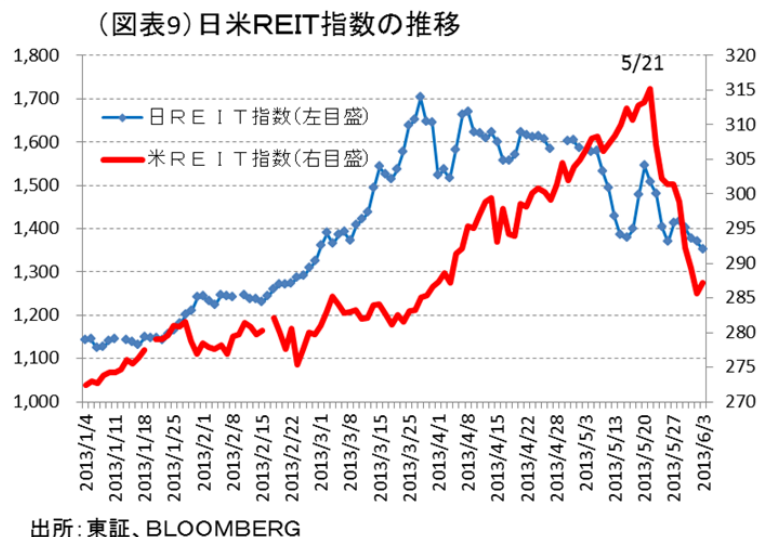
これらの世界的なマネーの変化について、QE3 の縮小観測によるものだという見方は根強い。この点に関しては、さまざまに説明されているので、筆者が改めて書き加えることは特段ない。要するに、これまで QE3 によって供給されてきた FRB の資金が、予想以上に早く出口方向に舵を切るのではないかという思惑によって揺さぶられている。一言だけ述べると、FRB が実際に引き締めをするかどうかの問題なのではなく、これまで当分続くとみられていた安心の前提が変わってしまったところに悪影響の火種はある。



先の名目実効ドルに関連した変化について言えば、最近では、米国の期待インフレ率（BEI）が低下してきている（図表 6、7）。興味深いのは、この期待インフレ率が低下するときに、実効ドルが上昇へと向かう動きになる経験則もあることだ（図表 8）。QE3 の規模縮小についての観測は、米国のインフレ予想を変化させると同時に、内外資金フローにも何らかの影響を与えていることが窺われる。



もうひとつ、米金融緩和の変化に敏感なのは、長期金利の動向である。米長期金利が5月初から上昇した影響は、負債の重みに反応しやすいREIT価格の変動に表れた。米REIT価格は、5月中旬をピークに大きく調整してきている(図表9)。ドルの資金還流は、米国内での金利変動に伴う混乱とも何らかの変動があることには留意が必要だ。同じようなREIT価格の調整は日本でも起こっているが、米国の方が変動が大きいことも、改めて驚かされる。



株価の波乱はアベノミクスを試す

以上のデータは、日本株の暴落が、単純に日本株だけの調整ではなく、世界的なマネーの変化とも微妙に連鎖していることを暗示させる材料だ。

筆者の推測では、FRBのQE3はその効果が効き過ぎたために、その反動でちょっとした変化に反応して、マネーの巻き戻しを引き起こそうとしている。今後は、米経済の拡大の中で、FRBの金融緩和の影響力はさらに変化していくだろう。筆者が注意しているのは、日米経済がともに流動性拡張だけに依存したかたちから、より実体経済の成長に基づいたものに、今後、スイッチできるかどうかを試されるということである。

今のところ、日本のファンダメンタルズは、当面、企業収益の拡大とともに好循環を続けるとみている。日本経済は、消費税率が引き上げられる2014年4月までは基調的な拡大を続けていく確度が高い。

一方、悪いシナリオは、株安・円高の進行が予想外に進むことである。さすがのアベノミクスも、株高・円安の追い風がなければ、「三本目の矢」である成長戦略も大きな成果を上げられなくなる。これまでの株高・円安こそがアベノミクスを上げ潮にもっていく原動力であるという認識をしっかりと持たねばならない。相場が悪化すれば、アベノミクスの求心力は自己実現的に落ちてくる。今後の安倍政権の政策運営は、マーケットからの追い風を失わないように、十分に配慮しながらやっていくことが求められる。

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。見通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。