

テーマ：世界の株式市場動揺の背景と今後の展開

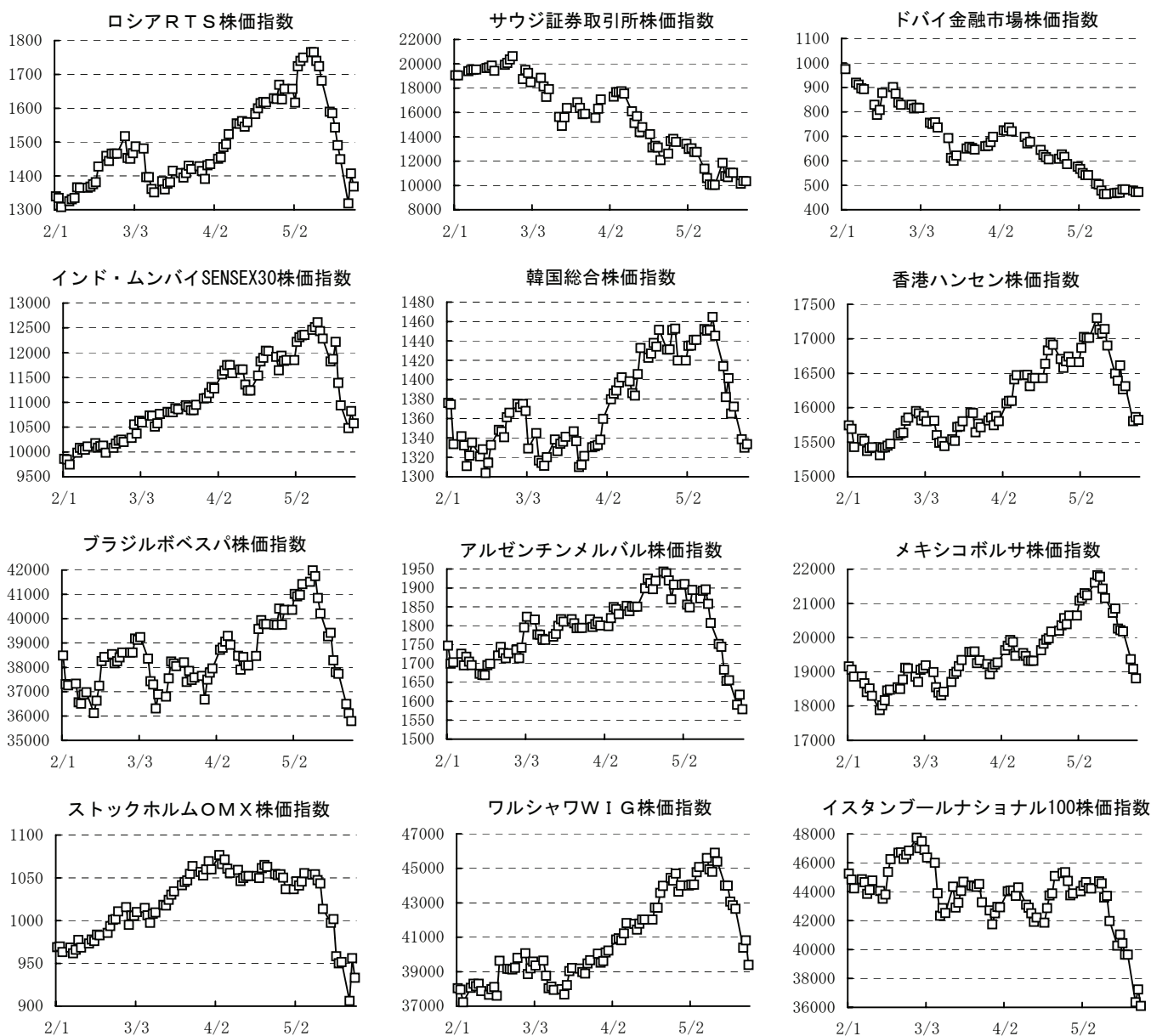
発表日：2006年5月25日（木）

～米金融政策に対する不透明感払拭が動揺を鎮める第一条件だが・・・～

第一生命経済研究所 経済調査部  
担当 嶋峰 義清 (03-5221-4521)

## 俄に不透明感を増した米金融政策が主犯

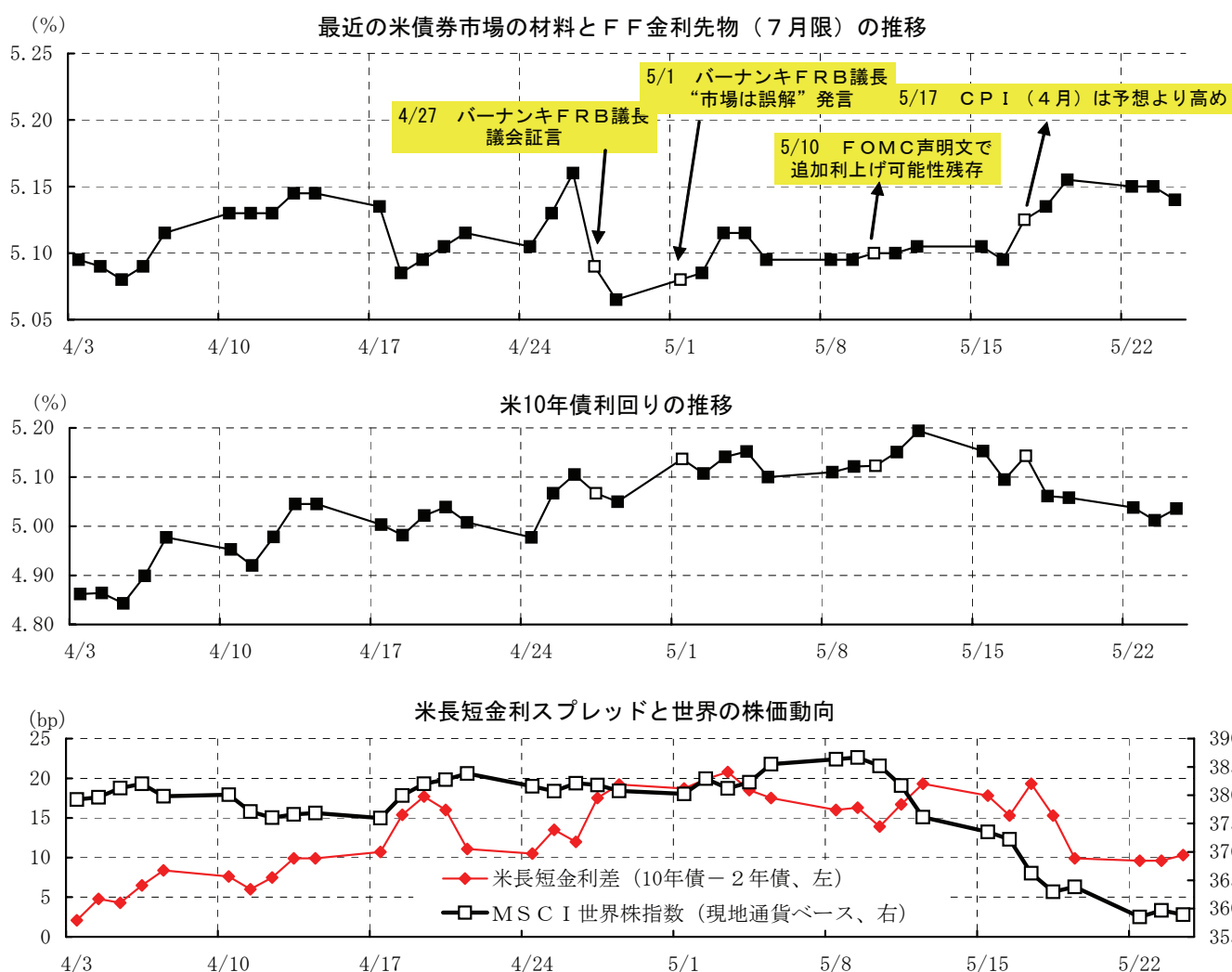
5月に入って目立ち始めたエマージング市場を中心とした株価の急落は、ここへきて下落ペースが鈍化しているものの、未だ不安定な動きが続いている。ピークからの下落率を見ると、ロシア（RTS株価指数）が▲22.5%を記録したほか、インド（ムンバイSENSEX30）が▲16.2%、アルゼンチン（メルバル株価指数）が▲18.7%などと、軒並みニケタの下落となった。主要国でも、日本（TOPIX）が▲10.0%、米国（S&P500）が▲5.1%、英国（FT100）が▲8.9%などとなっている。



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。見直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。

こうした世界的な株価急落の背景を探ると、多くの株価指数が4月下旬から5月上旬にかけてピークを打っており、特に5月8日から11日に集中している。この時期の株式市場を取り巻く変化を振り返ると、最も目立ったのがFRBの金融政策に対する見方であろう。

FRBは、2004年7月以降、FOMC毎に+25bpの利上げを続けてきた。この結果、3月末時点でFF金利は4.75%と、景気に対して中立とされる水準にほぼ達したと見なされた。ただし、なおもFOMC終了後の声明文の内容などから、5月のFOMCでも追加利上げが行われるとの見方が高かった。こうした状況下で4月27日に行われたバーナンキFRB議長の議会証言内容から、議長は5月利上げで一旦利上げを休止することを示唆したと市場は受け取った。ところが、5月1日にバーナンキ議長がこうした市場の見方は誤解だと語ったことが報道されたことから、まずバーナンキ議長の“不慣れさ”が市場で指摘されるようになった。さらに、5月10日のFOMCで+25bpの追加利上げが行われたことは予想通りだったものの、声明文で追加利上げの可能性が指摘されたことを市場は“予想外”と受け止め、先行きに対する不透明感是一段と高まった。さらに追い打ちをかけたのが、5月17日に発表された米CPI（4月分）が、コアベースで前月比+0.3%と市場予想を上回ったことである。これにより、米国内でのインフレ加速を懸念する向きが増え、6月FOMCで追加利上げされるとの見方が一段と高まる結果となった。この時期にピークを打った株価は次ページの表の通りであるが、特に5月8日にロシアと香港、翌9日にブラジル、メキシコ、ドイツ、10日にインド、11日にはポーランド、韓国などが05年初来のピークを打った。



無論、この時期に大きなうねりを見せたのは株式市場だけではない。為替市場では、米利上げ打ち止め期待がG7後のアジア通貨に対する上昇期待と相俟ってドル安を加速させた。その後は追加利上げ期待が徐々に強

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。見直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。

まっていたが、インフレ加速懸念や米金融政策の不透明感自体が嫌気された形で、ドル安傾向は続いた。一方、債券市場では5月に入ってから軟調な展開が続き、特に米国のインフレ加速が意識されると、世界的に長短金利の上昇が顕著となった。

このように、4月下旬から5月上旬にかけてのFRBの金融政策に対する不透明感の強まりが、為替市場や債券市場、あるいは国際商品市況などを通じてグローバルに伝播、リスク性資産の代表とも言える株式市場の動揺を誘ったと判断されよう。また、米国のインフレ期待が高まる局面があったことや、FF金利水準が景気にブレーキをかける水準に入りつつあることから、世界的な景気減速を喚起させる側面もあったことも、株価に強い下押し圧力をかけた可能性がある。

### 株価下落の本質は金利上昇による割高感の是正

ところで、当該時期よりも早い段階でピークアウトした株式市場もある。例えば、日本のTOPIXの05年初来ピークは4月7日である。また、UAE（ドバイ金融市場株価指数）では05年11月9日、サウジアラビア（証券取引所株価指数）は2月25日など、中東では世界に先駆ける形で株価は下落基調を強めている（このほか、トルコ（イスタンブールナショナル100指数）のピークも2月27日とかなり早い）。

「世界同時利上げで06年は混迷の年に①～⑤（06/3/16～4/6）鳶峰」や「変調きたした日本の株価（06/5/17）鳶峰」などでも述べたが、ITバブル崩壊以降執られてきた超低金利政策の中で発生した過剰流動性は、BRICsの台頭などによる世界的な需給逼迫懸念、地政学的リスクの高まりなどから、国際商品市況、及び資源国の株価などを押し上げたと思われる。

世界各地域の主要株価指数の動向

			直近値	00年末値	05年初来高値	騰落率		予想PER		イールドスプレッド	
			(06/5/24)			(B)→(C)	(C)→(A)	(C)時	(A)時	(C)時	(A)時
			(A)			(B)	(C)	(C)時	(A)時	(C)時	(A)時
産油国	UAE	ドバイ金融市場	472.53	94.00	1267.32 (05/11/9)	+1248.2	▲62.7	45.03	16.79	N.A.	N.A.
	サウジアラビア	証券取引所	10341.92	2229.91	20634.86 (06/2/25)	+825.4	▲49.9	20.31	10.18	N.A.	N.A.
	ロシア	RTS	1368.50	143.29	1765.35 (06/5/8)	+1132.0	▲22.5	16.33	12.66	▲0.64	+1.01
中南米	ブラジル	ボヘスバ	35791.96	15259.29	41979.29 (06/5/9)	+175.1	▲14.7	8.48	7.23	N.A.	N.A.
	アルゼンチン	メルバル	1578.79	416.77	1943.07 (06/4/24)	+366.2	▲18.7	21.00	17.06	N.A.	N.A.
	メキシコ	ホルサ	18805.57	5652.19	21822.93 (06/5/9)	+286.1	▲13.8	15.19	13.09	▲1.84	▲1.37
欧州	トルコ	イスタンブールナショナル100	36100.70	9437.21	47728.50 (06/2/27)	+405.7	▲24.4	19.01	14.38	N.A.	N.A.
	スウェーデン	ストックホルムOMX	933.27	1056.11	1076.50 (06/4/3)	+1.9	▲13.3	16.00	13.87	+2.50	+3.46
	ポーランド	ワルシャワWIG	39393.33	17847.55	45894.55 (06/5/11)	+157.1	▲14.2	17.70	15.19	+0.49	+1.19
アジア	インド	ムンバイSENSEX30	10573.15	3972.12	12612.38 (06/5/10)	+217.5	▲16.2	20.02	16.78	▲2.51	▲1.65
	韓国	総合	1333.38	504.62	1464.70 (06/5/11)	+190.3	▲9.0	13.29	12.10	+2.30	+3.08
	香港	ハンセン	15822.64	15095.53	17301.79 (06/5/8)	+14.6	▲8.5	14.15	12.94	+2.21	+2.83
主要国	日本	TOPIX	1606.01	1283.67	1783.72 (06/4/7)	+39.0	▲10.0	24.63	20.09	+2.19	+3.15
	米国	SP500	1258.57	1320.28	1325.76 (06/5/5)	+0.4	▲5.1	15.55	14.76	+1.33	+1.74
	英国	FT100	5587.10	6222.50	6132.70 (06/4/21)	▲1.4	▲8.9	13.23	12.05	+3.01	+3.71
	ドイツ	DAX	5587.23	6433.61	6140.72 (06/5/9)	▲4.6	▲9.0	13.80	12.56	+3.21	+4.07

(注) 【05年初来高値】の項の下端は、当該価格をつけた日付。

【イールドスプレッド】は、[株価益回り] - [（各国）10年債利回り] で算出。

ただし、ロシアは10年国債利回りの代わりに最長期ソブリン債利回りを使用。

シャドロー部は、【騰落率(B)→(C)】は上昇率上位5、【騰落率(C)→(A)】は下落率上位5、【予想PER】はそれぞれ上位5、

【イールドスプレッド】はそれぞれ低位5指数を表す。

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。見直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。

そこで、過剰流動性が発生したと見られる01年以降の株価の上昇率と、05年以降につけた高値から足元までの下落率とを見ると、01年以降の上昇率上位5指数と05年以降の下落率上位5指数とは見事に合致する。要するに、これまで上げすぎてきた株価が、足元での調整に繋がったとすることができる。

ただし、それ以外にも比較的下落率が大きいものとして、インド（ムンバイSENSEX30）の▲16.2%や日本（TOPIX）の▲10.0%などがある。上述のバブル的な上昇にあった株価指数を含め、これら相対的に下落率が大きかった株価指数の特徴として、PER水準の高さが挙げられる。最も特徴的なのが日本で、予想PER水準はピーク時には24.63倍に達していたことが、主要国の中で最も下落が大きくなった要因と考えられる。

今回の株価の下落によって、各株価指数の予想PER水準は一様に低下した。それでも相対的に高い水準にあるのが、日本（20.09倍）、アルゼンチン（17.06倍）、UAE（16.79倍）、インド（16.78倍）などとなっている。ただし、金利との相対感で見るイールドスプレッドでみると、日本は相対的に金利水準が際立って低いことから、株価の割高感はあまり感じられない。株式市場の動揺が、FRBの金融政策の先行き不透明感の強まりや、世界的な過剰流動性の縮減から生じているとするならば、金利との見合いで見た株価の割高・割安感は、今後の株価の“居所”を探る上では重要なポイントとなろう。その観点で見れば、メキシコのボルサ指数やインドのSENSEX30株価指数のイールドスプレッドは未だゼロ以下、すなわち利回りの観点で長期債利回りの方が優位にあることから、しばらくは低迷が続く可能性がある。また、ロシアのRTS株価指数やポーランドのワルシャワWIG指数、米国のSP500もスプレッドは比較的小さいため、相対的に停滞感が残存する公算がある。

#### 一旦は落ち着こうが、金融政策次第で再混乱のリスクも

今後の展開を展望する上で、やはりカギとなるのは金利動向、特に注目されているFRBの金融政策動向だろう。今回の株価の不安定な動きは、米FRBの金融政策に対する見方とほぼ軌を一にしているといつてよい。6月のFOMCで追加利上げが行われるとの観測が高まり金利が一段と上昇するようであれば、株価にはさらに割高感の修正が求められることとなろう。FRBが追加利上げをするか否かは、専ら今後発表される経済指標次第で決まってくるのが、バーナンキFRB議長をはじめとしたFed高官から再三指摘されていることもあり、当面は米経済指標に一喜一憂する展開が続くものと予想される。株価の下落余地という観点から見れば、①これまでの上昇が激しかったもの、②PER水準が高いもの、③債券利回りとのイールドスプレッドが小さいもの——ほど、下落リスクが大きい、ないしは上昇余地が小さいということになる。

なお、仮にFRBが6月に追加利上げを行うことになれば、金利の上昇が景気にブレーキをかける懸念が高まることによって、景気の減速、企業業績の下方修正といった株価にとってネガティブな要素が大きくなる。逆に、FRBが利上げを一旦休止したとしても、日本やユーロ圏では金利水準が未だ景気に対して刺激的な水準にあることから、しばらくは利上げが継続される公算が大きい。この場合、主要国とエマージング市場や資源国との金利差は縮小傾向を辿る、すなわち円やユーロの為替相場に上昇圧力がかかることとなる。そうなれば、エマージング市場や資源国からは資金流出圧力がかかり、株安や通貨安をもたらす公算がある。一方、日本やユーロ圏では米景気減速観測の高まりに加え、通貨高により、景気や企業業績の下方修正圧力がかかることとなろう。

インフレ加速に対する“リアルな”懸念がない中で、最終的には米国金利が低下に転じることによって、マーケットは落ち着きを取り戻すこととなろうが、そこに至るまでにどこまで金利が上昇するかによって、世界の株式市場の不安定な動きがいつまで続き、どの程度調整するかが左右されよう。