

テーマ：中国発？の株安

発表日：2007年2月28日（水）

～“本震”の条件は世界の利上げ気運が高まってから～

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

## 最初に下げたのが中国株

2月27日の欧米市場では、株価が軒並み急落した。主だったところでは、NYダウが前日比▲3.3%、独DAXが同▲3.0%、英FT100が同▲2.3%となったほか、エマージング市場ではブラジルボベスパ指数が同▲6.6%、メキシコボルサ指数が▲5.8%、アルゼンチンメルバル指数が同▲7.5%、ポーランドのWIG指数が同▲4.4%、ロシアのRTS指数が同▲3.3%などとなっている。27日付のマーケットで最初に急落したのは中国株だ。上海A株指数は同▲8.9%、B株指数は同▲8.3%となっている。中国株が急落したのは、中国政府が株価上昇に絡んだ違法取引を取り締まると発表したことが背景とされている。

しかし、“中国株が引き金”という見方に疑念も残る。まず、同日のマーケットで、アジア市場では特段大きな反応を見せていないことが挙げられる。同日のアジア市場を振り返ると、日経平均は同▲0.5%、韓国総合指数は同▲1.1%、シンガポールST指数は同▲2.3%、香港ハンセン指数は同▲1.8%、台湾加権指数は同+0.0%、インドのSENSEX指数は同▲1.3%などと、急落の範疇には入らない程度の下げにとどまっている。これを「中国急落の影響を分かっていたいなかった」と片付けることもできようが、投機筋などグローバルにマネーが動く現状では、これほどの中国株の下げを受けて欧米のヘッジファンド筋などが当日のアジア市場で手をこまねいているとは考えにくい。実際、欧州市場の動きを見ると、取引開始から下げてはいるものの、米株市場が開けるまでの下げ幅は半分程度、すなわちアジア市場と同様▲1%程度にとどまっている。

## 主犯はアメリカ？

このような観点から消去法的に考えると、確かに中国株の下げが発端となっただけのもの、世界同時株価急落を“演出”したのは米国株ではないかとの見方が出てこよう。

そこで、“米国固有”の下げの材料を探すと、①こここのところの経済指標の低迷（当日の耐久財受注など）、②住宅市場問題（サブプライムローンなど）、③グリーンスパン前FRB議長発言（年末にはリセッションのリスク）などが挙げられる。こここのところ日本株は日経平均の1万8千円超えなど好調さが目立っていたが、米国株価は伸び悩みが続いていた。こうした米国固有の“弱気材料”と、中国株の下げが重なったことにより、米国株価が急落、他市場に波及している——とみるのが妥当だろう。

## 下げは一時的でも回復には時間？

もともと株式市場の厚みがないとされる中国市場の動向は気がかりではあるものの、米国固有の材料が今回の下げに“一枚かんでいる”とするならば、下げは一時的なものにとどまる公算が大きい。

その理由として、

- ① 米経済指標は確かに冴えないものが目立っているものの、もともと足元で米経済は未だ減速過程にある。12月から1月にかけての経済指標は暖冬で嵩上げされているものがある一方、1月から2月にかけては寒波で実態以上に落ち込んでいるものがあることも一因。最も早い回復の兆候を見せている住宅分野では、販売戸数など回復傾向を維持しており、先行き回復のシナリオを変えるようなシグナルはない。消費者マインドも高水準を保っている。
- ② 株安を受けて米金利が大幅に低下したことも景気押し上げ、株価押し上げ要因となる。一時は、早期利上げ懸念も台頭したが、これは前述①と同様、一時的に上ぶれた経済指標を受けてのもの。少なくとも年前半に利上げが模索されるような環境にはない。足元では実態以上に金利が低下したと判断され、そ

の分だけ景気や株価には押し上げ要因になると考えられる。

- ③ 27日の国際商品市況を見ると、銅が前日比▲4.6%、金が同▲3.3%とやや下げているものの、WTIは同▲1.9%、アルミが同▲1.2%、鉛が同▲1.5%、すずが同+0.6%、ニッケルが同+0.8%などと、通常の取引に終始した感があり、落ち着いている。などが挙げられる。

### リスクマネーの収縮ではない？

今回の下げについて、リスクマネーの収縮による本格的な市場の混乱を懸念する向きがあるかもしれない。しかし、上記③の点に着目すれば、現時点ではその可能性は低いと考えられる。

2002年頃から顕著となった世界的な過剰流動性の膨張が収縮に向かうとすれば、この間の上昇がきつかった、言い換えればバブル的な上昇をしていたマーケットから、まず資金流出が起こるのが過去のパターンである（MarketWatching「07年も市場のテーマは金利上昇に伴う急変リスク」06/12/27など御参照）。この点で、中国を含めたエマージング市場の株価の急落は、本格的なマネーフローの変調を疑うべき事象と言える。しかし、それ以上に急騰が目立っていた国際商品市場からの資金流出が見られていないことを勘案すれば、今回の下げはそれほど懸念すべき問題ではないと考えられる。

過剰流動性の収縮には、中央銀行の金融引き締めが必要条件となる。この点で、ECBは利上げを継続しているものの、日銀については次の利上げは“半年先”というのがコンセンサスだ。また、一時は懸念されたFRBの早期利上げ懸念も、現状では払拭している。したがって、この点からも過剰流動性の収縮に伴う本格的なグローバルマネーの変調が起こっているとは考えにくい。

### 安泰？

以上のことから、今回の株安は短期的なものにとどまる公算が大きいと考えられる。震源地とされる中国株が自立反発するとは想定しにくい、米国株が短期的に落ち着く可能性は高い。

一方で、日米経済が未だ減速過程にある中では、株価が短期的にもとの水準以上に回帰していくとも考えにくい。先行指標改善のタイミングを勘案すれば、上昇機運が再び高まるのは4月頃から、と見込まれる。日本株に限れば、今回の株安で為替レートが円高に振れたことにより（対ドルだけでなく対ユーロでも円高進展）、輸出企業に対する利益の期待値が下がる分だけ、株価の重しになろう。特に、日銀利上げ後の円安により、円安期待が高まっていた中で株高が進展したこともあり、急落前の水準を取り戻すには多少の時間がかかると見込まれる。

結局、総じて見れば“安泰”といった印象もあるが、今回の下げが短期的にとどまったとしても、これをもってリスクマネー収縮を伴う本格的な変調リスクが無くなったわけではない。とどのつまりリスクマネーの収縮が中央銀行の金融政策次第であることから、足元で利上げが想定されていない日銀やFRBが利上げの方向へ動き出すようなことがあれば、グローバルマネーの収縮に伴う“本震”に見舞われるリスクは高まる。

FRBに関しては、景気の一致指標までもが回復傾向をみせ、労働需給など更なる引き締めりに向かえば、利上げリスクは高まる。足元でのコンセンサスから判断すれば、年末に向けてそういった事態が訪れる可能性は十分にある。

日銀に関しては、“次の利上げは秋”がコンセンサスになっているが、【日銀のロジック】に照らせば、そこまで悠長ではない可能性がある。すなわち、“次は秋”との見方を支えているものは、消費者物価（除生鮮）がマイナスに落ち込む中での利上げは難しい——というものだ。しかし、日銀サイドから見れば、『物価は遅行指標であり、景気が回復感に向かえば、物価も上昇に転じる』ということになる。2月利上げに関しては、10～12月期GDP成長率を根拠とした“バックワードルッキング”的利上げと非難されたが、その轍を踏まないとすれば、“物価は遅行指標”として無視することは非難に値しないことになる。このことから、景気再加速の兆候をもって“低すぎる金利の修正”（＝利上げ）を行う可能性は予想以上に高いと判断される。景気先行指標の改善をその条件とするならば、4月以降は利上げのリスクがあると認識するべきだ。そのような

事態になった場合、市場は日銀の利上げペースは予想以上に速いことを織り込む必要が出てくる。これは、過剰流動性の収縮が予想以上に早いことを示すものでもある。したがって、グローバルマネーフローの変調に伴う“本震”は、日銀の予想以上に早い利上げ懸念などが生じた場合、意外に早く訪れるリスクがあり要注意だ。無論、その判断は日銀次第ということになるが、“世界市場の激変”というリスクを背負う中で、決して巧みとは言えない“市場との対話”など、舵取りは難しくなってしまう。