

テーマ：世界同時株安に歯止めかかるか

発表日：2007年3月6日（火）

～週末のイベントで波乱リスクあるも、一旦収束を期待～

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

5日のアジア株式市場は、軒並み2%超の急落を演じた。欧米ではアジア市場ほどキツイ下げにはならなかったものの、下落に歯止めをかけることはできなかった。6日のアジア市場はやや落ち着いた感はあるものの、浮揚感はあまりなく、まだ“気迷い”が続いているようだ。こうした混乱はいつまで続くのだろうか。

ファンダメンタルズ面から整理すれば、現段階で景気の失速を示唆するような兆候は確認されない。株式市場から債券市場への資金流入により長期金利は一段と低下、景気に対してさらに浮揚力をつける役割を担うはずだ。

これを前提とすれば、一連のマーケットの混乱は米景気に対する行き過ぎた楽観の修正から混乱が大きくなったものの、その後は専ら金融的側面によって支配されていると考えざるを得ない。そこで遠因を探れば、従来から指摘しているとおり過剰流動性に行き当たる（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）。FRBが景気を失速させずに引き上げられる限界まで短期金利を引き上げた上、ECBと日銀もその方向へと着実に歩を進めていくことが確実視され、過剰流動性は今以上に膨らむことは期待しにくくなった。唯一、ファンダメンタルズの改善期待が株価を押し上げていたが、市場への資金流入に限界が見えつつある中で、最近続いた弱めの米経済指標、住宅ローンの焦げ付き問題など株を売る口実ができたことが、為替相場を巻き込んだ資金の巻き戻しにまで繋がりがつつあるのではないだろうか。

一方で、長期的な需給逼迫期待で上昇している商品市場については、世界経済の失速懸念が無いことが資金流出が本格的になっていないことに繋がっている可能性がある。急落を続ける株価との違いは、商品市場が数年後の資源需給を見ているのに対し、株式市場は四半期の決算に支配されるというタイムスパンの差と言える。そうであれば、更なる引き締め懸念などによって世界的な景気失速懸念などが高まらない限り、商品市況からの資金流出は限定的なものにとどまろう。

無論、ここへきてリスク許容度の低下や資金フロー変化の兆候が見え始めている以上、その動きが徐々に拡散する可能性がある。例えば、ファンド勢や年金などが予想外の損失を抱え、益出しの動き（場合によっては精算のための）から株安が二次波及、三次波及という形で商品市場などに飛び火するリスクも出てくる。また、商品市場は株や債券の市場に比べて規模が小さく、同じ資金の流出入でも価格に与える影響は相対的に大きい。つまり、ボラティリティが高くなりがちで、リスクも大きいマーケットと言える。混乱がより大きなものとなるような場合には、リスク回避の動きが商品市場からの大規模な資金流出に繋がるおそれは十分にある。

以上からこれまでの株価急落の動きを整理すると、

- ① 上海株安が発端だが、これは爆騰とも言える中国株の必然的な調整
- ② 米国株が株安を増幅したが、主因は米景気減速懸念
- ③ 世界的な株安の連鎖は、当初は米景気減速懸念と株安に伴う益出しの動き
- ④ ただし、下落が止まらず下げ幅も大きくなったことを受け、円キャリートレードの解消を含めた投機的資金のポジション解消の動きが示現、株安を増幅したほか、他市場への波及も強まり始めるということになる。

また、その背景については、

- ① 2002年頃から顕著となった過剰流動性の発生により、世界的に各種資産（株、商品、不動産、債券）が押し上げられていた
- ② 一方で、米国に続き欧州が政策金利をほぼ中立ゾーンにまで引き上げつつあるほか、日本も金利正常化を謳って、段階的な利上げを模索、過剰流動性が吸収される方向へと転じた
- ③ 北半球に属する主要国が記録的な暖冬に見舞われた結果、06年末にかけての経済指標が総じて押し上げられたことにより、景気に対する強気な見方が席捲した。しかし、年明け後は暖冬が一服、北米や欧州では寒波が襲ったこともあり、経済指標に押し下げ圧力が働いた結果、景気に対する見方が急変したなどが考えられる。

以上の流れと背景を踏まえた上で、今後の展開を探ると、

- ✓ ファンダメンタルズ面から考えると、世界的株安を増幅したのが米国株式市場における景気減速懸念であることから、株価が上昇基調に転じていくためには、米経済に対するやや悲観的な見方が修正される必要がある。そのためには、事実の積み上げ、すなわち強めの経済指標の確認が必要。すでにそういった指標が混在している（住宅ローン申請件数、消費者信頼感、ISM製造業など）ことから、下げ止まる下地はできている。下落前の水準を超えていくためには、景気一致指標（生産など）の回復確認が必要と思われる。
- ✓ 一方、金融的側面から考えれば、足元でポジション調整的な動きが強まりつつあることから、当面は商品市場や為替市場を含めてボラティリティが高く、落ち着かない展開が続く可能性がある。特に、円キャリートレードの巻き戻しに伴い、日本株の下げと円相場の上昇が密接に絡む可能性がある。ただし、こうした巻き戻し的な動きは、歪に傾いていたポジションの調整が進むにつれ、圧力は小さくなる。すでに最初の下落から一週間が過ぎようとしており、調整は相当程度進んだと見られる。
- ✓ 短期的に見れば、前述したようにポジション調整の進展により、急落の連鎖には歯止めがかかりつつあると見る。ただし、今週後半に警戒すべきイベントがあるため、週末から来週初にかけてもう一波乱のリスクがある。まず8日（木）に予定されているECBの利上げである。元来インフレファイターの側面が強いだけに、この程度のマーケットの混乱では利上げを実施する公算が大きい。これ自体はマーケットに織り込まれていると考えられるものの、過剰流動性の吸収が粛々と進むとの印象を市場に強く与え、投資家心理にはネガティブに働こう。翌9日（金）には、日本で機械受注が、米国で雇用統計が発表される。いずれも市場の注目度が極めて高く影響度も大きい指標だが、内容的には冴えないものとなる見込み。両統計とも月毎のブレが大きいと、市場予想を大幅に下回るリスクもある。特に米雇用統計は、景気の遅行指標であること、天候の影響を受けやすいことなどから、下ブレリスクに要注意だ。その場合、来週初にかけてもう一周、株安の連鎖に見舞われる公算がある。ただし、繰り返しになるが、①急落前の“歪み”は相当程度解消していると思われること、②来週には米主要月次指標の発表が相次ぎ、比較的良好な内容の指標も混在すると見られることから、ファンダメンタルズに対する過度の悲観は薄らぐと予想されること——などから、もう一段の下げに見舞われたとしても、株価は比較的早期に底打ちから上昇に向かい、他市場も落ち着きを取り戻すと見られる。
- ✓ 中長期的に見れば、世界経済が年央には浮揚感を強めていくとのシナリオに変わりなく、ファンダメンタルズの改善を織り込む形で株価などは上昇に転じると見られる。今回の下落によって、各市場ともPER水準が低下、07年後半の景気が盛り返すことなどを勘案すれば、年央までには07年業績を織り込み

にいく展開が想定される。一方で、景気浮揚となれば、金融政策は引き締めの方へと向かいやすい。遅くとも年後半には日米欧同時利上げが懸念される可能性が極めて高くなる。現時点では市場金利の低下など、市場でこうした見方は主流とはなっていない。この段階で、ようやく02年以降続いていた過剰流動性相場は潰えると見られる。具体的には、エマージングマーケットや一部商品市場からの資金流出が懸念される。これは当然他市場へも波及しよう。

- ✓ 日本について特筆すべきことは、為替レート水準が大きく変わったことである。円高に振れた分だけ、輸出企業を中心に業績期待が下方にぶれることになる。このため、他市場に比べて株価の戻りは鈍く、急落前の水準を取り戻すのにも多くの時間を必要としよう。
- ✓ 為替レートについては、混乱が収まればもとのキャリートレードが復活、再び円安方向へ向かうとの見方もできようが、それは日銀の金融政策次第ということになろう。2月利上げ後、“次回利上げは半年後”との見方が強まり、これが一旦の円安に繋がった側面がある。しかし、市場が落ち着きを取り戻し、マクロ経済指標から先行き景気回復の兆候が確認されれば（米経済一致指標の回復や、日本の景気先行指標の回復など）、消費者物価上昇率がマイナス圏にあっても、これを遅行指標と片付けて、利上げを模索する可能性が極めて高い。その時期は遅くとも5月頃には訪れると考えられる。政治日程なども絡むため、実際に利上げが実施されるか否かは別として、そうした気運が市場に伝われば、これまで想定していた以上に速いテンポでの利上げを警戒せざるを得ず、日本と欧米金利との格差の予想以上に早い縮小懸念から、円キャリートレードはその規模を大幅に縮小しよう。こうした見方が出始めるにはまだ間があると思われるため、市場が落ち着いた後は多少円安方向へ戻ると見込まれるものの、1ドル＝120円を超えるような水準は想定しにくい。