

テーマ：株式市場回復への高いハードル

発表日：2007年11月13日（火）

～更なる対策を織り込んで、混乱終息時期は年度末か～

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

## 疑心暗鬼相場、続く

市場の混乱が収まりそうで収まらない。日経平均株価は、一時15,000円を割り込んだ。ドル/円相場も、一時1ドル=110円を割り込んだ。いずれも昨年半ば以来の水準である。当時は、やはり市場が動揺していた時期であった。2004年から続いていた米利上げの累積的な効果が、住宅市場の減速となって表面化、5月から7月にかけて、世界的に株価は低迷した。足元の株価が為替相場は、未だ市場にサブプライムローン問題が広く認知されていない中での“伝統的な下げ”局面における水準に戻ったに過ぎない。今年8月の急落のあと、FRBの利下げなどもあって一旦終息するかに見えたマーケットの混乱は、金融機関の巨額の損失が明るみとなり、なおも追加損失が発生する中で、一層混迷の度を深めつつある。



今更指摘するまでもないが、世界的なマーケットの混乱が続いている主因は、“サブプライムローン問題に端を発する様々な問題”である。これに加えて、特に11月に入ってから株価下落について“原油高によるインフレ懸念、あるいは需要失速懸念”と“金融政策の遅れ懸念”があるのではないかと考えられる。さらに、日本株については上記の他に、“円高”や“11月特有の需給悪懸念”も株価下落に繋がっていると判断される。

こうした観点から、上記要因が払拭すれば、市場は再び落ち着きを取り戻すと考えられる。そこで、以下にそれぞれの要因について整理し、株式市場の混乱が沈静化する時期を探ってみたい。

## サブプライム問題～終息に向かうのは、早くても来年2～3月

サブプライムローンに端を発した問題は、単なる米住宅ローン問題ではなく、金融機関の業績に対する不安感というやっかいな問題に発展している。

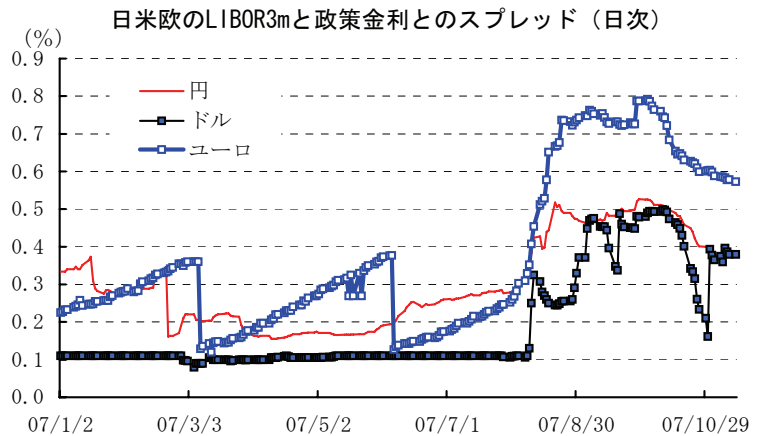
サブプライムローンを組み入れたRMBS（住宅ローン担保証券）やCDO（債務担保証券）といった証券化商品の価値毀損に伴い、これら証券化商品を保有する金融機関、およびSIV（ストラクチャードインベストメントビークル）など大手金融機関系列の投資ファンドなどが、相次いで巨額の損失処理を迫られた。7～9月期（一部投資銀行は6～8月期）の四半期業績発表で、欧米の多くの金融機関が大幅減益、ないしは赤字に転落した。こうした動きは、傘下に金融子会社を抱える一般事業法人にも波及、問題の拡がりを示した。さらに市場の心証を悪くしているのが、ここへきて10月以降の市場環境によって追加損失が発生しているとのアナウンスメントが相次いできていることだ。

追加損失が発生している背景には、証券化商品の下落に歯止めがかかっていないことなどが挙げられる。米住宅販売の減少傾向が続く中で、サブプライム問題が米住宅市場全体へ波及し、住宅市場全体の大幅調整（＝バブル崩壊）に繋がるのでは——という懸念が払拭できていない。このため、サブプライムだけでなく、住宅ローンを組み込んだ証券化商品全体に対する警戒感が強く、同市場の悪化が続いている。さらに、証券化商品の評価損が発生しているSIVなどが短期の資金繰りに窮し始めており、クレジットライン（信用供与枠）に

よって資金繰り悪化の際にこれを保証する義務を負っている大手金融機関の更なる損失拡大や業績悪化懸念に繋がっている。

このように、市場環境の激変による金融機関の業績悪化が更なる市場の悪化をもたらし、それが金融機関の追加の損失処理を迫らせる——という構図は、日本人の記憶に新しいところだ。市場環境悪化と金融機関を中心とした業績の悪化が、負のスパイラルとなって实体经济の悪化や他のリスク性資産に波及していく恐怖を、今のマーケットは警戒しているようだ。

このような負のスパイラルに歯止めがかかるためには、何よりも金融機関の損失処理が峠を越したとの確証が必要だ。無論、損失処理が峠を越すには証券化商品市場や短期金融市場の正常化が必要条件となるが、そのためには金融機関の業績改善・・・というトートロジーに陥る。日本のバブル崩壊、不良債権処理問題に照らせば、このトートロジーに楔を打つには、市場に任せていても埒があかない公算が大きい。1990年前後のS&L危機や、98年のLTCM危機がそうだったように、当局が市場に強く介入する必要があるだろう。現在、M-REC（米大手金融機関3行によるSIV保有資産買取基金：詳細は当社「Financial Trends『サブプライム対策 共同基金M-RECの評価』07/11/9 熊野首席エコノミスト」などを御参照）設立によって、こうした負のスパイラルに歯止めをかけようとしている。その市場での評価はまちまちだが、軌道に乗れば質の劣化したサブプライムローンに相当する部分の損失処理で歯止めをかけることが可能だ。



しかし、サブプライムローンにまつわる証券化商品で痛手を被っているのは、米系大手金融機関だけではない。この問題に関し、最大のリスクを取ったのは専ら欧州勢ではないかというのが市場の見方だ。その規模も、グローバルな展開を見せる大手金融機関から、中堅規模のものまで様々である。無論、日本勢についても、欧米金融機関に比べれば損失規模は小さいと言われているものの、市場の機能不全によって追加損失処理を迫られる可能性が大きい点において、市場が不安視する本質に変わりはない。

金融機関の損失処理が峠を越したかどうか見極めるには、最低でも次の四半期決算（10～12月期分）を待つしかない。言い換えれば、決算が発表される1月中旬から2月までは、市場の疑心暗鬼相場は続くことになる。もちろん、その時点で負のスパイラルに歯止めがかかるのは“最良のケース”である。過去の経験からいえば、そして欧州や日本では金融機関の開示が必ずしも十分とは言えないと市場が見ている現状から判断すれば、その段階で歯止めがかかるとは言い切れない。場合によっては、予想外に損失が拡大し、更なる混乱を招くリスクもある。

そうなれば、最終的には、政府がどのように迅速、且つ大規模に関与することができるかにかかってくる。すでに、米国の住宅市場に対しては、差し押さえの抑制、政府系機関によるローン債権買取上限規制の緩和や融資額の大きいジャンボローン投資など、さまざまな対策が打たれている。金利の低下を背景に、住宅ローンの申請自体は増加傾向にあることから、これらの対策と相俟って米住宅市場の加速度的な悪化に歯止めをかける効果が期待される。あとは、金融機関の損失処理に、各国政府がどのように関与することができるかが焦点だ。特に、開示が遅れ気味の欧州において、ECBをはじめとした当局の積極的な対応が望まれるところだ。

## 積極的な利下げには、原油高是正が必要

原油価格の高騰（高止まり）は、一方で企業業績の悪化や個人消費の減退を招く懸念があり、他方ではインフレ加速に繋がるリスクを持つ。このために、先行きの業績悪化懸念から株価が下落してもなかなか値頃感が

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。

出ず、投資に二の足を踏ませることに繋がっている。また、積極的な金融緩和を阻害することにより、混乱するマーケットを支えることができないでいる。

10月30日のFOMCでは、市場の事前予想通り▲25bpの利下げが実施されたが、反応は芳しくなかった。それどころか、その後のマーケットの展開を見ると、これをきっかけにマーケットの（期待の）テンションが下がったと見なすことができる。

ポイントは声明文にあった『委員会は今回の措置の後、インフレの加速リスクと成長の下振れリスクが概ね均衡すると判断した』という一文だ。前回の利下げ幅が▲50bpだったのに対し、今回は▲25bpと縮小したことを勧告すれば、『リスクが均衡』という表現の使用はノーマルと言える。しかし、市場が疑心暗鬼になる中、この一文は“FRBは本音では利下げしたくない＝腰が引けている”、すなわち市場の混乱に対して、FRBは後手に回るリスクが高いと見なされた可能性が大きい。

市場が抱えている流動性や信用不安に対して、先頭に立ってこれを取り除く役割を持つのが中央銀行である。その中央銀行が“後手に回るリスクが高い”と見なされれば、悪材料が出て株価が下落したときに、買い手不在となって値下がりが予想外に大きくなるのは無理のない話である。

市場は明らかに混乱しており、その動向次第では景気に深刻なダメージを及ぼしかねないにもかかわらず、FRBが市場の安心を買うことができなかったのは、声明文でも触れられているとおりインフレに対する懸念である。景気減速の圧力があるにせよ、現状では失速の兆候はない。世界同時長期景気拡大の中で、多くの国が需給ギャップが大幅に縮小、ないしは需要超過状態になっている。こうした中、原油をはじめとした資源、食料品の値上がりが世界的なレベルで生活必需品の価格上昇圧力となっており、一部は顕在化している。一方で、90年代に顕著に見られた生産性の向上にはブレーキがかかりつつある。このため、企業もコスト増を消化しにくくなっている。

生産性の向上に歯止めがかかり、資源価格が高騰する一方、生活必需品の上昇により期待インフレが上昇しやすくなっている中で、賃金までもが上昇ペースを速めれば、インフレ加速の下地は完全に揃ったと見なすべきだ。8月以降の市場混乱の中でも、多くの中央銀行が利上げを断行していることから、中央銀行のインフレに対する危機意識の高さが窺われる。当然、FRBも同じ懸念を共有していると考えられる。このことが、先のFOMCにおける声明文に如実に現れたと判断される。

世界各国の金融政策動向（07/11/12時点）

国	政策金利	現行水準	直近変更幅	変更日時	利上げ (利下げ) 局面開始前	利上げ (利下げ) 開始時期	通算変更幅	
利 上 げ 局 面	豪州	Cash Target Rate	6.750%	+25.0bp	07/11/7	4.250%	02/5	+250.0bp
	アイスランド	Repo Rate	14.750%	+50.0bp	07/11/1	5.300%	04/5	+895.0bp
	ルーマニア	Policy Rate	7.500%	+25.0bp	07/11/1	7.000%	07/11	+50.0bp
	南アフリカ	Repo Rate	10.500%	+50.0bp	07/10/11	7.000%	06/6	+350.0bp
	ノルウェー	Deposit Rate	5.000%	+25.0bp	07/9/26	1.750%	05/7	+325.0bp
	台湾	Discount Rate	3.250%	+12.5bp	07/9/21	1.375%	04/9	+187.5bp
	中国	Lending Rate, 1 Year	7.290%	+27.0bp	07/9/14	5.310%	04/10	+198.0bp
	スイス	3 month LIBOR Target Range	2.750%	+25.0bp	07/9/13	0.375%	04/6	+237.5bp
	スウェーデン	Repo Rate	3.750%	+25.0bp	07/9/7	1.500%	06/1	+225.0bp
	チェコ	2 week Repo Rate	3.250%	+25.0bp	07/8/30	1.750%	05/10	+150.0bp
	ポーランド	Reference Rate	4.750%	+25.0bp	07/8/30	4.000%	07/4	+75.0bp
	韓国	Target Overnight Call Rate	5.000%	+25.0bp	07/8/9	3.250%	05/9	+175.0bp
	NZ	Official Cash Rate	8.250%	+25.0bp	07/7/26	5.000%	04/1	+325.0bp
	カナダ	Overnight Target Rate	4.500%	+25.0bp	06/7/10	2.000%	04/9	+250.0bp
	英国	Bank Rate	5.750%	+25.0bp	07/7/5	4.500%	06/8	+125.0bp
	デンマーク	Discount Rate	4.000%	+25.0bp	07/6/7	2.000%	05/12	+200.0bp
	ユーロ	Minimum Bid Rate	4.000%	+25.0bp	07/6/6	2.000%	05/12	+200.0bp
	メキシコ	Official Overnight Rate	7.250%	+25.0bp	07/4/27	7.000%	07/4	+25.0bp
	インド	Repo Cut-off Rate	7.750%	+25.0bp	07/3/30	4.500%	04/10	+325.0bp
	日本	無担コール翌日物	0.500%	+25.0bp	07/2/21	0.000%	06/7	+50.0bp
マレーシア	Overnight Policy Rate	3.500%	+25.0bp	06/4/26	2.700%	05/11	+80.0bp	
利 下 げ 局 面	米国	Federal Fund Rate	4.500%	▲25.0bp	07/10/30	5.250%	07/9	▲75.0bp
	ブラジル	SELIC Target Rate	11.250%	▲25.0bp	07/9/5	19.750%	05/9	▲850.0bp
	タイ	1-Day Repurchase Rate	3.250%	▲25.0bp	07/7/18	5.000%	07/1	▲175.0bp
	インドネシア	Reference Interest Rate	8.250%	▲25.0bp	07/7/5	12.750%	06/5	▲450.0bp
	ハンガリー	2 week Deposit Rate	7.750%	▲25.0bp	07/6/25	8.000%	07/6	▲25.0bp
	ロシア	Refinancing Rate	10.000%	▲50.0bp	07/6/19	150.000%	98/5	▲14000.0bp
	スロバキア	2 week Repo Rate	4.250%	▲25.0bp	07/4/25	4.750%	07/3	▲50.0bp
	チリ	Nominal Overnight Rate	5.000%	▲25.0bp	07/2/8	5.250%	07/2	▲25.0bp

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。



とはいえ、金融政策のフォローなしに、マーケットの混乱が完全に収まるとは考えにくい。マーケットのインパクトという点では、米国が利下げ、ECBと日銀が利上げ見送りでも、一時的に市場を落ち着かせる効果をもったといえるが、足元の市場動向からも明らかなように、流動性不安が後退する形でリスクマネーが回復していく状況にはほど遠い。むしろ、多くの国が利上げを繰り返していることを勘案すれば、中央銀行がはっきりとした形で市場に“援軍”としての旗色を出していないと言える。このサインが見えない限り、市場の不安心理を払拭することは難しいだろう。

そこで、中央銀行が利下げ方向に舵を切るための条件として挙げられるのが、商品市況、なかでも原油価格の下落である。商品市況がはっきりと下落していくのであれば、過度にインフレを警戒する必要はなくなってこよう。これにより、米国では輸入インフレを警戒する必要性は薄れてくる。商品市況の調整は、期待インフレ率を押し下げる効果を持つため、政策金利にも下げ余地が生じる。また、足元で利上げをしている国でも、しばらく様子見姿勢に転じることができる。

原油価格を下落させるためには、供給を増やすことによって原油需給を大幅に緩和させることが必要だ（詳細は、『Market Watching 油を冷やせ 07/11/9 巖峰』を御参照）。特に、クリスマスセールスが悪い結果とならないためにも、11月中にはOPECによる増産声明や政府による戦略備蓄原油在庫の放出などが望まれるところだ。

### 日本株の重しとして最後まで残る円高

「サブプライムローンにまつわる損失が相対的に少ないのに・・・」、「企業業績は好調なのに・・・」なぜ、日本株のパフォーマンスが米国などに比べて悪いのか。その答えはやはり為替相場にあり。円キャリートレードの影響もあった時期の円相場は1ドル=120円台だった。それが無くなった今、為替相場は当時よりも円高方向に修正されてしかるべきである。その分だけ、企業業績全体にはマイナス要因となる。特に、07年度の企業の想定為替レートは1ドル=115円程度であることから、足元のドル/円相場は業績見通しにとってもマイナス要因となる（実際には、ユーロ/円相場なども加味して考える必要がある）

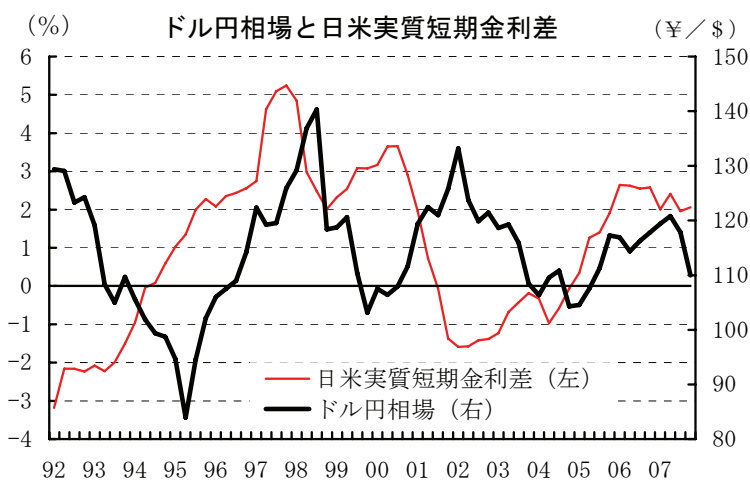
無論、企業は為替予約によって、ある程度将来の為替レートを決めており、足元の円高が直ちに業績に影響を及ぼすわけではない。影響が出始めるとすれば、08年度の業績についてであろう。しかし、業績の先行きを織り込んでいく株式市場にとっては、それでもマイナス材料としては十分である。足元で、7～9月期、および07年度上半期の業績発表が行われており、内容的にも“そこそこ”となっている。東証一部の予想PERは16倍台、日経平均ベースでも17倍と、日本株としてはかなり低い水準にとどまっている。従来であれば、値頃感から買いが入って株価を押し上げて良い水準にある。しかし、現行為替水準が続いた場合に想定される08年度業績と、1ドル=120円近い平均為替レートによって押し上げられた07年度上半期とを比較した場合、どの程度の減益要因になるか不透明である。加えて、原油価格の先行きや米国経済動向など、企業業績にとっては、07年度上半期とは大きく異なるファンダメンタルズで、今後の企業業績を見極める必要が出てくる。これらは全て業績にとってはマイナス要因となりかねないため、08年度業績を勘案したPERには上昇圧力がかかるリスクも出てくる。すなわち、値頃感による買いが発生しにくい状況にある。したがって、株価は悪材料に晒される局面では大きく値を下げやすく、そうでない局面でも戻りが鈍いという傾向になりやすくなる。

遅れてやってきた円高が、日本株の相対的パフォーマンスの悪化に繋がっていることは明白である。とはいえ、為替相場を思う方向に動かすことは極めて困難だ。特に、利下げ余地が極めて乏しい中で、円安方向へと為替相場を誘導することは不可能と言えよう。ただし、現状の為替レートが、“あるべき水準”よりも円高に行き過ぎているとするならば、やがて修正される可能性があるが、そもそも“あるべき為替水準”の算出も、不可能といえれば不可能だ<sup>1</sup>。足元の為替レートが、“円高”というより“ドル安”であるという本質を考え

<sup>1</sup> 経常収支や二国間の実質金利差などを説明変数とする関数推計などが伝統的な手法として用いられるが、特にドル/円相場の場合、かつては貿易摩擦など政治的要因によって大幅な水準調整を繰り返してきた歴史があり、過去のデータに基づく関数推計によって得られる“ファンダメンタルズに基づいた妥当値”には、政治的環境が異なる現状においては限界があると考えられる。

ば、一層円高是正を人為的に行うことは困難だ。せめて、日銀が利上げの妥当性を説く姿勢を改め、局面によっては利下げの選択肢もあることを明言するなどすれば、ある程度市場にサプライズを与えることにより、多少は円安方向へ押し戻すことができるかもしれないが、ドルが主導している現状の相場環境ではその効果も限定的だろう。

今後の展開を考えると、米国の利下げが進むほど日米間の実質短期金利差は縮小する。日本の金利水準の方が低いとはいえ、97～98年のアジア危機～LTCM危機時のように、金利差が逆転しなくても明確に金利差が縮小方向を辿れば円高が進展する局面もある。今回も、市場混乱と金利差縮小という状況から判断すれば、米利下げ期待が高まるにつれ円高が進むリスクは十分にある。加えて、米大手金融機関で巨額の追加損失などが明らかになれば、ドル売りに拍車がかかる恐れもある。円高ドル安の動きに歯止めがかかるには、市場の混乱が沈静化に向かい、米利下げ期待が後退するような局面にならないと難しい。このように、しばらくは円高リスクが先行きの企業業績悪化懸念材料となるため、日本株の相対的な好パフォーマンスも期待し難い。



(注) 日米実質短期金利差は、それぞれ政策金利をCPIコアでデフレート。

### 回復は早くても今年度末、放っておけば更なる混乱リスクも

株価は連日乱高下を繰り返すようにボラティリティが高まっており、下げが続いたあとはしばらく戻す——といった不安定な動きが続こう。しかし、これまで見てきたように、株式市場混乱が完全に終息するには、何よりも金融機関を中心に発生しているサブプライムローン問題に端を発した損失処理が峠を越す必要がある。しかし、過去の経験から、市場原理に任せていても、損失拡大が市場の更なる混乱を通して追加の損失を発生させるという“負のスパイラル”からは抜け出せない。さらに、損失がグローバルに発生している以上、対策もそれぞれの国が積極的に行う必要がある。

無論、金融政策面からのフォローも欠かせない。現状では、原油をはじめとした資源高によるインフレ懸念が、積極的な金融緩和を阻害している。金融面からの援軍を得るには、原油供給を増やすなどして、原油価格の押し下げを図らなければならない。

このような対策が打たれるとしても、市場が峠を越したと判断するには、次の四半期決算を待たなければならない。すなわち、市場混乱が終息するのは早くても来年2～3月頃と、予想以上に時間はかかる見通しだ。逆に、これらの対策が後手に回れば、混乱に拍車がかかるリスクもある。

なお、日本株については、円高の進展も株価にとって逆風となっている。円高を主導しているのがドル安であり、その主因は足元の市場混乱と利下げ期待にあることから判断すれば、市場混乱が終息するまでは、円高が日本株の重しとなる。

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。