

Contents

\*\*\*\*\*

特集：世界同時株安への考察	1p
< 今週の”The Economist”誌から >	
”A walk down Wall Street” 「綱渡りのウォール街」	7p
< From the Editor > 英国人の知恵	8p

\*\*\*\*\*

特集：世界同時株安への考察

2月27日に上海市場で発生した株安は、わずか1日で全世界を一周し、強烈な「世界同時株安」を招きました。発生から10日を経た現在、市場は落ち着きを取り戻しつつあるようですが、もちろん安心は出来ません。

今回は久しぶりの「市場の動揺」によって、あらためて今日の世界経済の特殊な状態が浮き彫りになった感があります。金融市場が派手に下落するときは、得てして世界経済に新しい変化が生じているもの。果たして今回の株安は、どんな理由によるものなのか。そして、その背後にはどんな新しい動きが隠れているのか。

中国 米国 日本という順序で、3つの株式市場を点検してみました。

上海発の売りの連鎖か？

普通、世界同時株安が発生するときは、売りが連鎖を呼ぶものだ。ある市場で大きな株価下落が発生すると、投資家は損を取り戻すために他の市場で持ち株を売ることになり、そのために他の市場でも株価は下落する。投資家は売り分を自国通貨に換えるので、当然のことながら為替も乱高下する。かくして市場の動揺は世界を駆け巡ることになる。

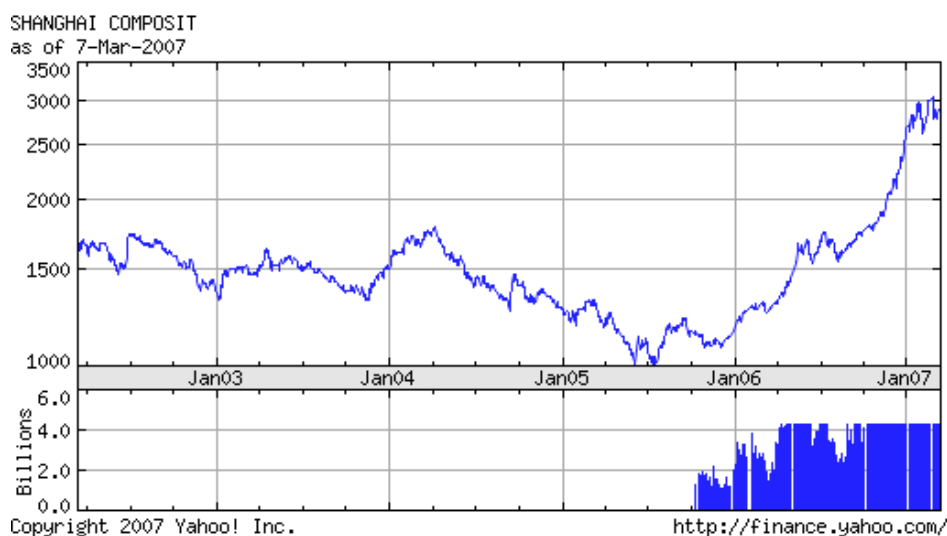
その点、今回の世界同時株安には理解しにくい点がある。最初に下げが発生した上海A株市場は、外国人の売買を制限している。そんなところで1日に8.8%の下げが生じたからといって、他の市場に売りが連鎖することは考えにくい。まして上海市場は、時価総額で言えば世界の2%程度を占めるに過ぎない。従って証券界では、当初から「中国市場が世界を揺さぶった」という見方には、疑問を呈する向きが少なくなかった。

実際、上海市場は今年1月にも大幅な下げがあった。その際には、他の市場にはほとんど影響がなかった。もっといえば、昨年1年で上海総合指数は2倍以上に高騰しているが、そのことが他の市場に波及した形跡もない。上海市場に参加しているのは、ほとんどが中国人投資家であり、彼らは海外投資を制限されている。いわば、国際的なマネーの流れの中で、上海は「孤高のローカル市場」である。

従って、「上海 ニューヨーク」という株価下落の連鎖があったとすれば、それは純粋に心理的なインパクトによるものであったはずである。今回の株安は「本質的には米国市場の調整」であり、上海市場の下落はそのきっかけに過ぎないと考えべきだろう。

それでは上海市場はなぜ下げたのか。これについては、様々な情報が乱れ飛んでいる。

もっともよく聞くのは、過熱気味の市場に対して、政府が「資本利得税」を課すという風説が流れたからだという説明である。しかし、「所得税も徴収できない現状で、株取引に課税できるわけがない」(中国財政部)。それでも中国の党・政府はかねてから景気過熱の引き締め躍起になっている。3月5日から始まる全人代において、何らかの投機防止策が打ち出されることは、十分に考えられる状況だった。



上記は過去5年間の上海総合株価指数の変化であるが、これを見ると2006年の上げがいかに強烈であったかよく分かる。今回の下げは、影響軽微といっていいただろう。

そもそも中国の株式市場は、まだまだ発展途上段階である。党や政府の介入が強く、流通株は少なく、情報開示や法令遵守などのルールは未整備であり、投資家の多くは未成熟である。しかも中国株の大型銘柄は、もともと国有企業を株式会社化したものが多い。発行株式の多くはなおも政府保有であり、政府は株価が上がるたびに持ち株を放出したいという誘惑に駆られる。売ると当然、需給関係が悪化するので株価は下げる。つまりは、日本におけるNTT株のようなもので、BRICs株がブームになる中であっても、中国株だけは低迷する状況が長く続いていた。

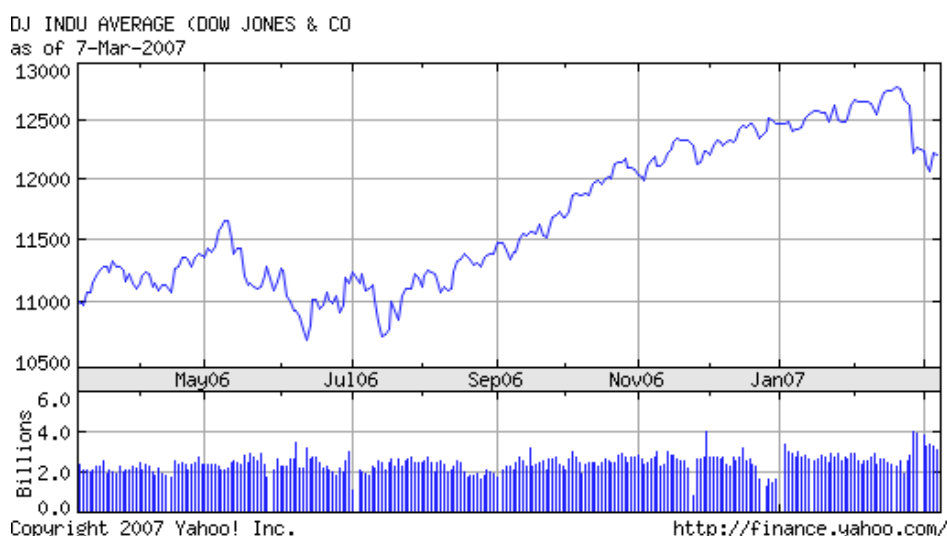
流れが変わったのは2005年の後半からである。この年の10月には、第11次五カ年計画が採択され、資本市場の育成が共産党の基本政策と位置付けられた。察するに06年には四大銀行の株式上場を控え、さらには2008年の北京五輪開催を控え、なりふり構わぬ株価対策がここから始まったのであろう。

にもかかわらず、今回は1日で大幅な調整が生じた。ただし株価が華々しく乱高下すること自体は、エマージング市場ではよくある話である。中国やインドにおける株価下落は、言ってみれば冬の最中に子供が外で遊んで風邪を引くようなものである。強い子供を育てたいならば、むしろ薄着で外遊びをさせた方がいい。成長期の市場においては、株価が下げたからといって大騒ぎする必要はないのである。

それよりも問題は、エマージング市場の下げに動揺してしまったニューヨーク市場の脆弱性にあるといえよう。

### リスクのご本尊は米国経済か？

ニューヨーク市場は、昨年9月頃から一本調子で上げてきた。ほとんど調整期間を置くことなく、ダウ平均は約半年で10%程度上げている。



この間の株価上昇は、いわゆる「ゴルディロックス・エコノミー (Goldilocks Economy)」と説明されている。米国経済は熱過ぎもせず、ぬるくもしない、ちょうど頃合いの湯加減であり、株式投資には理想的な状態という意味だ。

米国経済の景気のピークは、すでに04~05年頃に過ぎているので、普通であればこの先、インフレや景気後退(2四半期連続以上のマイナス成長)を警戒しなければならない。しかるに現状は長らく続いた利上げが景気の足を引っ張ることもなく、かといって過熱感もない。

しかも原油価格が下がり始めたので、家計の可処分所得が向上するとともに、インフレ懸念も遠のいた。この調子ならソフトランディングできそうだ。米連銀の次の行動は、利上げではなく利下げかもしれない。とすれば、投資家にとってこんなに旨い話はない。

ところが1月末あたりから、前途に不安を感じさせる経済指標が増え始めた。第4四半期GDPの下方修正、住宅関連指標の悪化、低調な耐久消費財受注などだ。なかでも最近、注目されているのが、「サブプライム」向けの住宅ローン<sup>1</sup>である。低所得者層向けローンの返済延滞率が上昇していることから、この分野の貸し出しを得意とする金融機関の経営が危ぶまれ、あるいは個人消費への影響が懸念され始めた。

「サブプライム」問題は、ここ数年の米国経済における「住宅バブル」の一断面である。少し前の日本において、「ゆとりローン」が借り手を苦しめるという問題が生じたのと似ている。そして米国における住宅ブームは、着実に昨年より沈静化しつつある。GDPにおける住宅投資の寄与度は、06年第2四半期からマイナスに転じている。

ところが、一部で懸念されていたように、「住宅バブル崩壊」という破滅的な事態は生じていない。住宅投資が米国経済に占める規模はそれほど大きくなく、今のところ住宅市場の調整が個人消費に与えている影響は軽微である。「サブプライム」も、耳新しいリスク要因ということで投資家の不安を掻き立てているものの、相場的には「知ったらしまい」となるのではないだろうか。足元の長期金利が低下するにつれて、延滞率がじょじょに改善に向かえば、すぐに忘れ去られてしまう材料ではないかと思う。

結論として、米国経済のソフトランディングシナリオが狂うのであれば、株価の相当な下落があっても不思議はない。とはいえその確率は高くはなく、今後の経済指標が悪化を示さなければ、調整は一過性のもものとなるだろう。

この半年間、ほとんど調整がなかったことも、今回の下げが大きくなったことの一因であろう。逆に言えば、今回の下げが適度なガス抜きとなって、株価は再び安定軌道に戻るのではないか。なんとなれば、現在の米国経済には原油価格の安定という強力な追い風がある。そして米連銀には「利下げ」という武器もある。過去の株価下落局面に比べれば、はるかに恵まれた条件を備えているのである。

## 日本市場の強さと弱さ

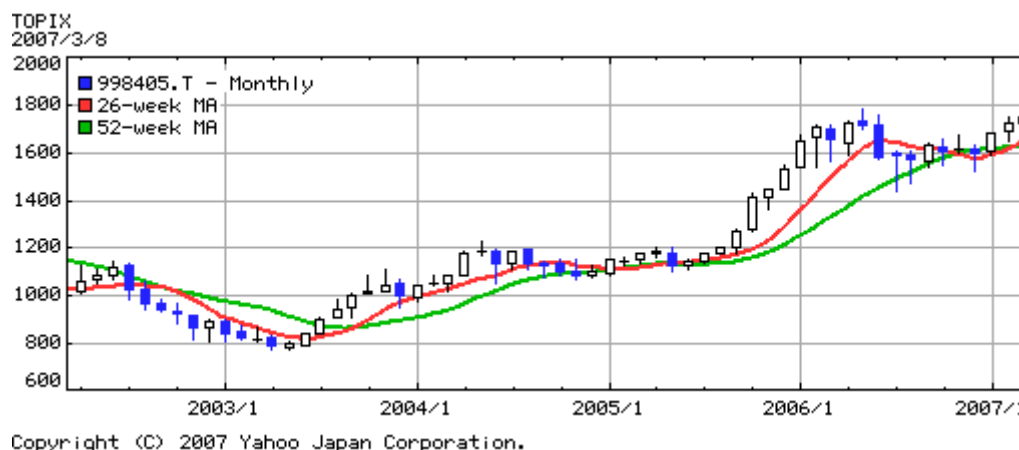
今回の下げ局面では、日経平均は1万7000円を割り込んだ。昨今の企業業績の好調さを考えれば、米欧の市場に比べて相対的な強さを見せても不思議はないところである。が、反発力はそれほど強くなかった<sup>2</sup>。

---

<sup>1</sup> 通常、年収2万5000ドル以下の低所得者層向けの住宅ローンのこと。この問題については、「ぐっちゃんさんのブログ」(<http://blog.goo.ne.jp/kitanotakeshi55/>)が早くから指摘していた。

<sup>2</sup> 世界同時株安と同時に、日興CGの上場廃止というテーマが重なったことも見逃せない。2月28日の日経新聞朝刊がこの件を報じ、東証はこれを否定。3月3日朝日新聞朝刊が重ねて報じるという展開だった。

ひとつには長年の株安に慣らされたことにより、日本には「逆張り」する投資家が多くない。むしろ外国人投資家が動き出すのをじっと待っているようなところがある。加えて低金利のせいもあって、もともと株式投資に対する期待値が低い。今回も、「米国や中国が戻るようなら、買っていい」と様子見を決め込んだ気配がある。



上記は、過去5年間の東証株価指数（TOPIX）の動きであるが、過去の景気回復局面において、2004年や06年のような偶数年は横ばいで、03年や05年のような奇数年に上昇していることが見て取れる。その分で行けば、今年は強い年の番である。

実体経済の面でも、今回の景気回復局面においては、偶数年に「足踏み期間」が生じるというバイオリズムがある。

- 2002年秋：竹中ショック、中国脅威論、地政学的リスク
- 2004年秋：アテネ五輪後のデジタル関連在庫調整、中国のマクロコントロール
- 2006年秋：所得の伸び悩み、消費不振、天候不順

景気の「足踏み」が「腰折れ」につながらないのは、中国経済などの旺盛な外需が下支えしているからだ。かくして年率2%程度の成長路線が持続しているわけだが、07年も実体経済の回復基調が、株式市場を支援することになるだろう。

### 「世界同時株安」の本質とは？

こうして振り返ってみると、今回の世界同時株安にはこれといった理由が見当たらない。強いて言えば、中国 米国 日本の順で「不安心理の連鎖」が起きたが、市場は比較的短期間で回復に向かいつつあるということになる。

その一方で、1987年のブラックマンデーや00年のハイテクバブル崩壊など、過去の世界同時株安の教訓が今回も通用しそうである。

(1) きっかけは些細なことである。下げに理由なし。

下げが起きると人々は理由を求めが、上がった株価が下がるのは自然の理というもの。犯人探しはあまり意味がない。

(2) 株安は、実体経済には思ったほど影響しない。

為替が一緒に動くと大事件になるが(例: 1997年のアジア危機)、株価の下げだけで景気が悪化するということは滅多にない。

(3) 後になって見ると、時代の変わり目であったことに気づく。

新しいものと古いものが拮抗しているときに、得てして市場には波乱が起きる。終わった後には、世界経済に質的な変化が生じている。

特に最後の点が重要である。今回の下げも、実態がどうであったかはさておいて、「[2007年2月27日、上海ショックが世界を揺るがす。中国経済のプレゼンスが高まったことを世界に印象付けた](#)」という形で歴史年表に残るのである。そういう認識が広がって、政治や経済がそれに反応してゆく。この辺は、市場が本来持つ魔力というものである。

それでは、世界の株式市場が共有した恐怖とは何だったのか。

ひとつの可能性は、「円キャリートレードの解消」である。その後、ほとんどすべての通貨に対して円高が進んでいることを考えれば、やはりある程度は起きているのであろう。その背景に、2月21日の日銀による再利上げが影響していることは想像に難くない。ただし、「時代の変わり目」というにはやや話が小さいようでもある。

筆者は今回の株安の正体が、「米中が牽引役になってきた、ここ5年ほどの世界経済のリズムが変わる」懸念だったのではないかと思う。

21世紀に入ってからの世界経済は、イラク戦争などの地政学的な問題を尻目に、高い成長を続けてきた。その原動力となったのが、グローバル化である。経済が外に対して開かれているお陰で、米国経済は供給力と資金の不足を、中国経済は需要と資源の不足を補うことができた。そして米国と中国がツインエンジンとなって、オールド・エコノミーを中心とする世界的な景気拡大が続いてきた。日本をはじめとする世界各国が、その恩恵を受けてきたことは言うまでもない。

しかし、どんないいことにも終わりがある。中国経済においては、いわゆる「チャイナ・コンセンサス」(2008年の北京五輪までは高度成長が続く)の期限が、1年と少し先に迫っている。米国経済も、ひょっとすると景気後退に陥るかもしれない。その場合、全世界が受ける衝撃は、グローバル化が今ほど進んでいなかった1990年代までとは、比較にならないものになるだろう。

「米中を牽引役とする世界経済の発展は、この後、どれだけ続くのか?」 これこそ、時代の変わり目と呼ぶにふさわしい疑問ではないだろうか。

< 今週の”The Economist”誌から >

”A walk down Wall Street”

「網渡りのウォール街」

On the cover

March 3<sup>rd</sup> 2007

**\* 2月末に世界を一周した世界同時株安。その正体は何か。 ”The Economist”誌によれば、問題は中国ではなくて米国経済にあり。今こそ足元を見直せとのことです。**

< 要旨 >

2月27日、中国の株式市場で起きた8.8%の下落は世界を駆け巡った。米国のトレーダーたちは自国経済への懸念に気づき、グリーンズパン氏が景気後退の可能性を示唆したと聞いて、恐怖に囚われた。NY市場で売買が成立しなかったのは2003年3月以来のこと。

株式市場が過熱している証拠はもとよりあった。投資家は今週になって、危険なゲームだと気がついた。それ自体が取引商品である、株式市場のボラティリティが上昇し、企業債券の信用スプレッドも拡大する。「キャリートレード」で低位にあった円も上昇中だ。

今週の激震は単なる足踏みか、それとも転落の始まりか。2000年や1987年や1929年の暴落の理由は今もなお論議を呼ぶ。今週の出来事に理由を求めるのは時期尚早だろう。

中国市場の下落は、リスクの大きさを再考させるきっかけに過ぎない。問題は米国経済にあり。年明けの景気は低調で債券市場も軟調。ただし株価には反映されていなかった。

景気減速を示す兆候のひとつは、耐久消費財への需要の弱さ。借り入れコストの安さと利益の巨額さを考えれば、米国企業は不思議なほど投資意欲に欠けている。3年半も二桁増益が続いた後で、利益予想の伸びが1桁になったせいもある。

それ以上に大きな懸念は住宅市場にある。住宅投資は下落しているが、すでに底入れしており、消費者支出はなおも明るいというのが大勢の見方である。今週の消費者信頼感指数は5年ぶりの強さである。心配することはどこにもなさそうだ。

しかし中古住宅の在庫はなおも高く、新築住宅の滞留分も増えている。住宅過剰は価格や建設にのしかかるだろう。住宅価格が消費支出に影響しないとは考えにくい。低所得者向けのモーゲージ市場では、すでに破綻や差し押さえが増えている。大きな市場ではないとはいえ、連銀によればすでに15%の銀行が貸し出し基準を厳しくしているという。

米国経済の減速が、他国に影響しないと考えるのは馬鹿げている。それでも、世界はなかなか好調だ。中国では消費支出は公式統計以上に強い。欧州経済も2~3年前に比べれば目覚めつつある。内需がユーロ圏の牽引力となっている。

いずれにせよ、米国の減速は予測されていた。グリーンズパン氏は不況になると言ったのではなく、企業収益が「安定し始めた」ので景気循環は終わりが近いと述べただけだ。

今週が注意を喚起することになればまことに結構。投資家は自問自答すべきである。そうしなかった場合は？ タイトロープから滑り落ちることになるかもしれない。

## < From the Editor > 英国人の知恵

ラインマーカーを引きつつ最後まで読み終えた瞬間に、また冒頭に戻って読み返し始めました。今週、出たばかりの『日本の選択』（ビル・エモット&ピーター・タスカ/講談社インターナショナル）は、それくらい満足度の高い一冊でした。

筆者はもともと”The Economist”誌とは長く付き合いですから、ビル・エモット前編集長のファンでありますし、日本で長くストラテジストとして活躍しているピーター・タスカ氏も以前からの気に入りの一人です。日本通の両英国人が、「日本の選択」を語るという本であれば、これはもう迷わず買いの一手であります。

ご両人が語るのは、経済や金融問題には留まりません。国際情勢を語り、米国の前途や中国の脅威を懸念した上で、「日本の選択」を語っている。特にタスカ氏の発言には、日本人として耳の痛い指摘が少なくありません。以下のような発言は、ここに記して拳拳服膺怠りなきように務めたいと思います。

「みんな（バブルのときの）ロックフェラーセンターのことは覚えていても、日産のテネシー工場のことはあまり覚えていません」

「日本の企業がグローバル化するためには、ブルーカラー以外の外国人を管理する能力を身につける必要があります」

「（日本の教育は）下から半分に関してはなんの問題もないのです。問題はトップにあります」

「いま日本がいるところは、前川レポートがめざしたところとはずいぶん違う。今の日本経済は、以前よりもさらに企業寄りで、生産性優先であり、余暇や消費に重きをおくものではない」

「大江健三郎と石原慎太郎には、よく似たところがあります。どちらも、日本は類いまれな国であり、世界のほかの国とはまったくちがっていると考えているという点です」

本書から啓発された内容が、今週号には多く反映されていることを申し添えておきましょう。

編集者敬白

本レポートの内容は担当者個人の見解に基づいており、双日株式会社および株式会社双日総合研究所の見解を示すものではありません。ご要望、問い合わせ等は下記あてにお願いします。

〒107-0052 東京都港区赤坂2-14-27 <http://www.sojitz-soken.com/>

双日総合研究所 吉崎達彦 TEL:(03)5520-2195 FAX:(03)5520-4954

E-MAIL: [yoshizaki.tatsuhiko@sea.sojitz.com](mailto:yoshizaki.tatsuhiko@sea.sojitz.com)