

## TOPICS

## 世界同時株安を巡るいくつかのトピックス

2月27日の中国株の下落を引き金とするかたちで、米国株下落、日本株下落へと続き、あたかも世界同時株安の様相を呈することとなった。この背景として、中国の成長鈍化懸念、米国のサブプライム住宅ローン、円キャリートレード、日銀の利上げなどいくつかのトピックスが浮き彫りにされてきた。

では、それらがどのような経路で影響しあっていると考えられているのか。株価下落の前後の時期における金融経済のいくつかのトピックスについてクローズアップしてみたい。

## ■米国景気・金利動向と株価の下落

今回の株価下落の根底にある要因としては、米国経済の減速懸念が大きいといわれている。株安場面において話題になったのが、2月26日の「年内に景気後退する可能性がある」という趣旨のグリーンズパン前FRB議長発言である。

27日の株価急落を受けて、現職のバーナンキ議長は28日には「景気見通しに変化なし。緩やかな成長が続く」との見解を示し、市場には一定の安心感が広まったが、米国では、住宅着工の減少などにより経済成長の下振れが懸念されているところでもあり反応は早かった。

3月21日には、FOMC（連邦公開市場委員会）で政策金利であるFF金利（5.25%）を据え置くと共に、声明文で将来の利上げ可能性に言及する文言が削除されて利上げ観測が払拭される形となり、世界的な金融市場の混乱も落ち着きを取り戻しつつある。

そのなか、金融市場の混乱が世界的に波及した要因として、円キャリートレード、サブプライム住宅ローン、中国の景気過熱などが問題点として浮かび上がってきており、その周辺の状態をみる。

## 1. 日銀の超低金利解消と円キャリートレード

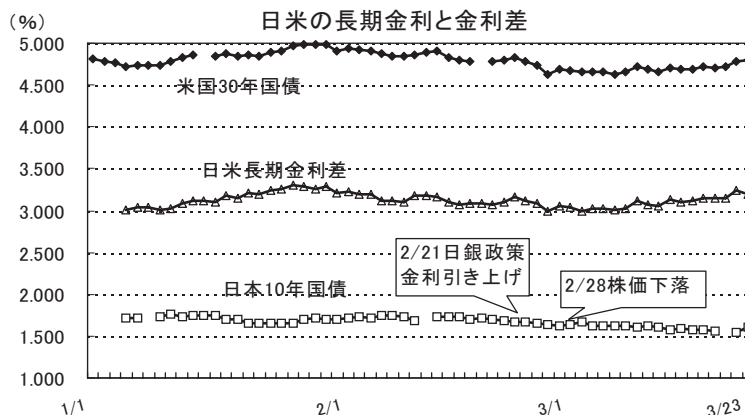
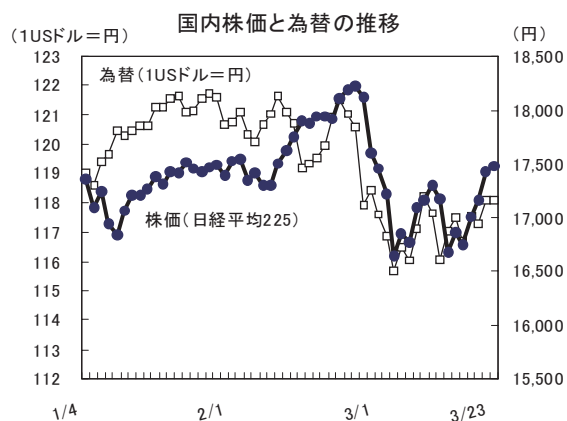
今回の、世界的な株価急落の要因の一つとして、円キャリートレードがあげられている。

これは、低金利の円で投資資金を調達し、それを高いリターンが期待できる国の通貨に換えて、株式、債券、商品、不動産などで運用するものである。

主に海外のヘッジファンドによって行われているが、金融商品だけではなく、原油や金などの商品相場が大きく押し上げられた要因ともいわれている。

円キャリートレードが行われる条件としては低金利であることと、為替差損を被らないように円安基調が必要である。ここ数年来、日本ではゼロ金利政策や量的緩和といった超低金利政策がとられ、それに加えて円安傾向が続いており、円キャリートレードが成功する条件がそろっていた。

そのため、日銀が行なった2月21日の金利引



き上げは、円キャリートレードの解消の動きを通じ、世界株安の要因となった可能性があると考えられている。

今回の株式相場下落では、キャリートレードの持ち高解消の動きが出たといわれ、外為市場では、ドルは円に対し大幅に下げ（円高）ている。

しかし、日本の長期金利は、利上げ後もむしろ低下基調にあったことから、持ち高解消があったとしても一部にとどまっていると考えられよう。ただ、円キャリートレードの存在をふまえ、今後、為替展開では日米の金利差に注目していく必要がある。

## 2. 米国住宅投資を巡るサブプライムリスク

米国において、昨年後半から、住宅着工の減少が顕著となり、住宅投資発の景気腰折れ懸念がくすぶっていた。ただ、建築の進捗ペースは堅調であることから、GDPに大きな影響は見られなかった。

しかし、2004年年初時点で1.00%であった米国政策金利（FFレート）は、堅調な米国経済の成長とともに、06年6月以降から現在に至る5.25%の水準にまで上昇しており、この金利上昇で、サブプライム住宅ローンの延滞問題が顕在化してきた。

これは、信用力の低い人を対象とした比較的金利の高い住宅ローンで、返済遅延や貸倒れの増加により、サブプライム住宅ローンを専門とする金融機関の破綻がみられたことから、金融機関の経営を揺さぶるのではないかとの懸念が台頭し、さらに、住宅ローンの焦げ付きによる中古住宅の発生が、住宅着工を一層減少させるとの憶測も呼んだ。

ただ、住宅ローン全体に占める割合は約10%程度と、その市場規模は小さく、住宅ローン全体では健全であるという見方が強く、また、住宅着工の一時的な減少は、過剰在庫による値崩れを防ぎ、中長期的には安定成長に繋がるという見方も出ており、悪いニュースに過敏に反応した面もある。

## 3. 中国経済と中国株の下落

2月末の急落以降、先進国、新興国を含め、株価は世界的に停滞から脱しきれずにいる。ただ、そうした中、その引き金となった中国の国内市場は速やかに持ち直しを見せている。

上海総合指数は、2月26日には当面の節目目標とされた3000ポイントを付けたが、27日には一転して8.8%の急落をみた。しかし、一週間後には立ち直り始め、3月半ばにはあっさりと3000ポイントを超えている。

近年、過熱感において際立っていただけに、高値警戒感からの波乱がみられてもおかしくない状況であったが、中国への投資意欲は健在といえよう。

ただ、バブルとも懸念される中国市場については、問題点はもっと中長期的な視点でみる必要があるだろう。

好調な中国経済・株式市場を支えているのは、銀行貸出であるが、その拡大は中央銀行である人民銀行によるベースマネーの供給増加を受けたものであり、それは大量の外貨の流入に起因している。

また、政府による設備投資の抑制政策がとられたものの、輸入の減少を通じて貿易黒字が拡大し、外貨流入を背景とする融資拡大圧力も増大している。

そのなか、中国人民銀行は17日、人民元基準金利の引上げを発表し、金融機関の一年期の普通預金及び貸出の基準金利をそれぞれ0.27%引き上げ、1年物貸出基準金利は年6.12%から6.39%に、同預金金利は年2.52%から2.79%とした。

しかし、10%前後に達する年間の経済成長率に比して低い金利であることに変化はない。

また、米ドルペッグを離れ、対米ドルでの元2.1%切り上げと通貨バスケット制を導入した2005年の為替改革以後、経済と為替変動の柔軟性は増したとはいえ、変動相場制のように経済に連動しているとはいえず、中国金融市場の抱える問題が短期間に解決される状況にはないことから、当面は流動性に翻弄される株価形成が続く可能性が強い。

