

7月下旬以降世界の株式市場は引き続き信用不安で大幅下落となった。今回は米金融機関がサブプライムではなく、それよりも信用度の高いローンで損失を計上したことを発端に下落が始まった。8月上旬には、欧州証券系ヘッジファンドの資産凍結をきっかけにインターバンク市場へも混乱が飛び火し、各国金融当局が大規模な資金供給を行う事態となった。その後、一部米銀の資金繰り懸念に対応しFRBは公定歩合を引き下げるという対応を迫られている。本稿執筆時点ではやや安心感が広がっているが、市場の混乱は燻っており、依然予断を許さない状況である。

日本株も米信用懸念の余波を受け大きく下落した。邦銀のサブプライム関連のエクスポージャーは限定的で、一般企業の業績も好調であるにも拘らず、欧米株と比べても下落がきつい。いったいこの原因は何なのであろうか？

第1の理由としては外国人投資家の売りである。年初来日本の機関投資家や個人投資家が売り越すなか、外国人投資家は大きく日本株を買い越してきた。この背景には、昨年後半以降続いていた米国を中心とした世界的な景気減速が一巡し今年後半には回復感が強まるとの期待があった。世界景気の勢いが強まる時には、製造業を中心に景気敏感株の比率が高い日本株がアウトパフォームする傾向があるため、実際の回復に先んじてポジションを構築していたと考えられる。足下の下落は欧米市場の急落で損失をこうむった外国人投資家が、損失穴埋めのため日本株のポジションをたたむ動きが強まった結果であろう。

第2の理由としては、日本企業の海外売上への依存が高まったため、米国景気懸念と為替の円高により業績への不透明感が台頭しているためである。図1は、製造業の受注の先行指標となる機械受注総額の動きである。一般に機械受注は設備投資の先行指標としてみられることが多いが、ここでは、設備投資向けに加え、海外向け受注等を含んだ総額を使用している。さて、図1で02年以降の市場の動きを俯瞰してみると、日本株は機械

受注総額との連動性を強めていることが分かる。さらに図2で受注の内訳を内外需向けに分解してみると、エマージング経済を中心とした海外経済の好調から外需向け受注が趨勢的に高まっており、足下では国内向けを上回る寸前である。特に06年以降は、内需向けがピークアウトし減少しており、外需向けのみの増加による一本足打法的な動きとなっている。このため、受注総額も伸び悩んでいた。ここ1年の相場は、このような外需堅調、内需踊り場という需要面の動向を反映した2極化相場であったため、株価も高値圏では推移したものの、物色に広がりが見られず、上値が伸びなかったと考えられる。

米国サブプライム懸念は、外需主導の株式市場にとっては、やはり大きな懸念材料と言わざるを得ない状況であり、今後の動向はまだ予断を許さない。ただし、その先を見据えたときには明るい材料もある。機械受注の7-9月見通しからすると、7-9月は内需が下げ止まる見通しだ。設備投資を中心に日本の内需は02年以降の回復が一巡し日柄的な調整に入ったと考えられるが、その調整に一巡感が出てきたのかもしれない。過去日本株が米国株をアウトパフォームする局面は内需が増加する局面であった(図2)。今後内需が機械受注の予想通り下げ止まり底入れすれば、本格的ではないかもしれないが、日本株がアンダーパフォームする局面も終わり、米国株市場との連動性も弱まることを期待できる。

むしろ米市場の落ち着きと外国人のリスクリダクション・ポジション調整が一巡することが必要となるが、一方で8月上旬に市場で話題になった米大手証券系ファンドによる大口の解約売りや、市況関連を始めとした年初来の相場の牽引役が大きく売られていることは、外人主導の相場展開が転機を迎えていることを示唆しているのかもしれない。混乱の中、日本株市場は米国離れへの一步を踏み出しつつあるのではないかと考えている。

(2007年8月20日記)

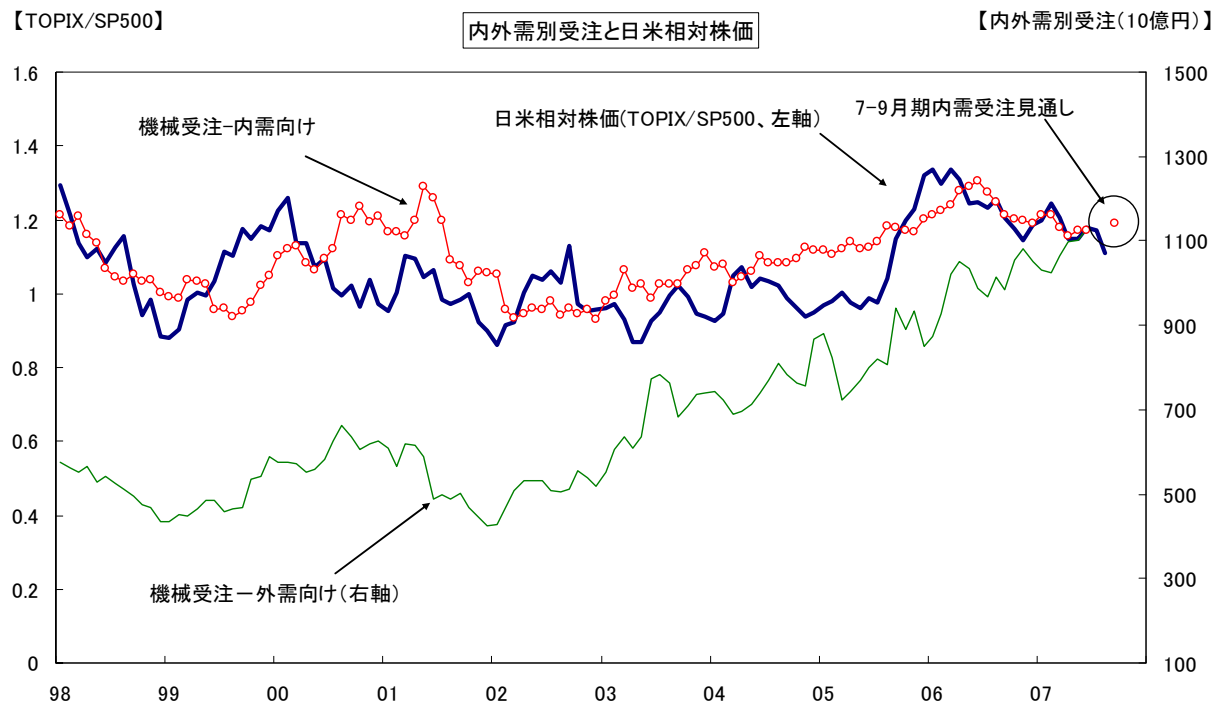
<図表：米国株離れの可能性>

○図1:受注と連動性を高める日本株



出所: Bloomberg,INDB より三菱UFJ信託銀行作成

○図2：日米相対株価と内外需向け受注



出所: Bloomberg,INDB より三菱UFJ信託銀行作成

◇ 本資料は、当社が投資家への情報提供のみを目的として作成したものであり、特定の有価証券の取引を推奨する目的、または特定の取引を勧誘する目的で提供されるものではありません。  
 ◇ ここに記載されているデータ、意見等は当社が公に入手可能な情報に基づき作成したのですが、その正確性、完全性、情報や意見の妥当性を保証するものではなく、また、当該データ、意見等を使用した結果についてもなんら保証するものではありません。  
 ◇ 本資料に記載している見解等は本資料作成時における判断であり、経済環境の変化や相場変動、制度や税制等の変更によって予告なしに内容が変更されることがありますので、予めご了承下さい。  
 ◇ 当社はいかなる場合においても、本資料を提供した投資家ならびに直接間接を問わず本資料を当該投資家から受け取った第三者に対し、あらゆる直接的、特別な、または間接的な損害等について、賠償責任を負うものではなく、投資家の当社に対する損害賠償請求権は明示的に放棄されていることを前提とします。  
 ◇ 本資料の著作権は三菱UFJ信託銀行に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを禁じます。

## 本資料について

- 本資料は、お客さまに対する情報提供のみを目的としたものであり、弊社が特定の有価証券・取引や運用商品を推奨するものではありません。
- ここに記載されているデータ、意見等は弊社が公に入手可能な情報に基づき作成したのですが、その正確性、完全性、情報や意見の妥当性を保証するものではなく、また、当該データ、意見等を使用した結果についてもなんら保証するものではありません。
- 本資料に記載している見解等は本資料作成時における判断であり、経済環境の変化や相場変動、制度や税制等の変更によって予告なしに内容が変更されることがありますので、予めご了承下さい。
- 弊社はいかなる場合においても、本資料を提供した投資家ならびに直接間接を問わず本資料を当該投資家から受け取った第三者に対し、あらゆる直接的、特別な、または間接的な損害等について、賠償責任を負うものではなく、投資家の弊社に対する損害賠償請求権は明示的に放棄されていることを前提とします。
- 本資料の著作権は三菱 UFJ 信託銀行に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを禁じます。
- 本資料で紹介・引用している金融商品等につき弊社にてご投資いただく際には、各商品等に所定の手数料や諸経費等をご負担いただく場合があります。また、各商品等には相場変動等による損失を生じる恐れや解約に制限がある場合があります。なお、商品毎に手数料等およびリスクは異なりますので、当該商品の契約締結前交付書面や目論見書またはお客さま向け資料をよくお読み下さい。

編集発行：三菱UFJ信託銀行株式会社 投資企画部  
東京都千代田区丸の内1丁目4番5号 Tel.03-3212-1211（代表）