

世界連鎖株安**米国市場では何が起きているのか**

本日 8 月 26 日午前の米国株式市場は急伸して始まったが、中国・上海市場は同日まで 5 日続落して終わるなど、世界連鎖株安の流れに歯止めが掛かったのか、まだ予断を許さない。ダウ平均は 5 月 19 日に付けたピークから 25 日までの下落率が 14.4%、8 月 17 日から 25 日までの株価下落による米株式市場の時価総額の消失額は 2 兆ドルにそれぞれ達した。米国株式市場は本日 26 日の株価が反発して終わっても、今後しばらくは調整局面が続く模様である。そこで今回は以下、最近の米国株式市場と関連する経済・他の金融市場の動きを整理し、当面の展望を考えてみる。

1. 米国からみた世界連鎖株安の実態

米国株式市場は、先週後半から中国を中心とした世界経済の減速懸念を背景に下落が続き、週明けの 8 月 24 日にはパニック的な売りが発生してダウ平均は一時、前週末比 1000 ドル超の下げを記録、終値でも 588 ドル安と史上 8 番目の下落幅を記録した。8 月 25 日は中国人民銀行の追加緩和を受けて欧州市場の主要株価が反発、米国市場も午前中は 8 月の消費者信頼感指数の改善も好感してダウ平均は一時 400 ドル超高を付けた。しかし午後は、中国の追加緩和の景気刺激効果に懐疑的な見方が広がって中国・世界経済の先行き懸念が再び強まった上に、米国の利上げ時期を巡る不透明感も響いて、株式市場では売りが優勢になり終盤に加速、相場は下げに転じて取引を終えた。取引終盤の 1 時間でダウ平均が 500 ドル超も下落するという相場の急変動は、パッシブ運用の ETF（上場投資信託）のポートフォリオ調整の影響を指摘する声もあるが、不安定な市場心理を表していることも確かである。

2. 目先の展望：米国株式市場は調整局面を継続、弱気相場は回避へ

とはいえ、本日 26 日午前の米株式市場は反発している。これから米国市場が下落率 20% 超の弱気相場に入るとは、さすがにないだろう。弱気相場に転落するのは米国景気が後退に転じる時であり、今の米国経済にその兆候はない。雇用の着実な拡大を背景に個人消費は安定的な拡大を続け、最近では住宅市場の回復にも弾みがつき始めている。停滞気味だった設備投資も、先行指標となる非国防資本財受注（航空機除く）が 7 月に前月比 2.2% 増となっている。輸出は世界経済の減速から停滞する可能性が高いが、内需主導で実質 GDP は 4-6 月期の 2.3% 増（前期比年率）に続き、7-9 月期以降も 2% 台半ばの安定成長を維持できる見通しである。ここ数日の米株式市場は中国経済の鈍化懸念に非常に敏感だが、米国経済と中国経済の結びつきは現実には強くない。米国の対中国輸出、中国での売上比率の高い米企業はどちらも中国景気が鈍化すれば悪影響は避けられないが、どちらも米国の経済と企業収益に与えるインパクトは限定的である。逆に言えば、先週からの米株式市場が中国経済の鈍化懸

念にはかなりの過剰反応があり、今後はその修正が生じ得る。

株価も、今後の弱気相場入りが避けられないほど割高ではない。S&P 500 種株価指数の予想 PER（株価収益率）は今年に入って 20～21 倍といったやや割高な水準となっていたが、最近数日間の株価下落により同 PER は 17 倍台半ばまで低下した。同 PER の歴史的な平均の 14～16 倍に比べて割高感が多少残っている程度であり、大規模な調整は不要である。

そうなると今後の焦点は、米株式市場の弱気相場に入らない調整局面のレンジの中でどこまで下落しうるか、調整がいつまで続くかである。好材料の一つは、25 日の米国金融市場に投資家のリスク回避が一服する兆しが表れ、26 日午前の株価が反発していることである。投資家の不安心理の指標である VIX（CBOE 恐怖心指数）は 24 日に一時、リーマン・ショック直後の 09 年 1 月以来、6 年 7 カ月ぶりの高値である 53 を付けたが、25 日、26 日午前と低下が続いて 33 になった。平時の 10～20 というレンジよりはまだまだかなり高いが、拡大に歯止めが掛かったことは評価できる。25 日から 26 日午前にかけては、米長期金利と原油価格もそろって小幅だが反発し、円相場も 1 ドル＝119 円台に下落している。いずれも 24 日まで強まり続けた投資家のリスク回避姿勢に変化が生じた表れといえる。世界連鎖株安も、26 日は日本市場が反発で終わり、中国市場と欧州市場は下げたが新たな混乱は生じていないなど、局面が変わりつつある。このまま 26 日午後の米株式市場が 25 日と違って上昇して終われば、連鎖株安は一服したといえる状況になるだろう。

とはいえ、その後の米国金融市場における投資家のリスク選好の回復には相当の時間を要すると思われる。米株式市場では、24 日、25 日とも午前にいったん株価がかなり反発した後、午後に 450～500 ドルという規模の急落が発生した。午前は米国や世界経済の先行きに強気の投資家が割安とみた銘柄を拾う動き、午後は逆に弱気の投資家が午前の株価反発を受けて持ち高を手仕舞う動きがそれぞれあるのだろう。そして、規模では午後の弱気の投資家の動きが午前の強気の投資家の動きを大幅に上回って株価は下落、ETF のポートフォリオ調整で拍車が掛かったとみられる。この弱気の投資家は、総じてみれば中国の景気鈍化の米国経済への影響を過大評価していることから、今後その修正が進み安定した米国景気を再評価するようになって、株式市場でのリスク選好も回復していく可能性が高い。しかし、米国景気、中国景気、各国の政策対応、どこにも弱気の投資家心理をすぐに改善に転換させる材料が見当たらないために、短期でのリスク選好の回復は望めなくなっている。

3. 投資家を強気に転じさせる材料の乏しさ、当面は市場の米利上げ時期の見極めに注目

米国の金融市場では、中国の景気鈍化と株価下落に加え、当局はその中国経済を制御できないという認識も強まり、中国経済の先行きへの懸念が相当強まっている。米国への波及経路が限られる中国の景気鈍化に米株式市場が過剰に反応しているのも、それだけ今後の中国経済への不安が強いことが一因だろう。今後は中国当局が優れた対応力を発揮して中国経済が落ち着くという展開になることが望ましいが、これまでの実績からみてその可能性は非常に小さいとみるべきだろう。現に 26 日の中国・上海株式相場は追加緩和でも投資家心理を

落ち着かせられなかった模様であり、5 日続落で昨年 12 月以来の安値となった。

米国経済も、多くの投資家を強気に転じさせるような力強い景気拡大の可能性は低い。今後は緩やかに近い安定した景気拡大に落ち着く見通しである。しかも、米国景気が予想以上に上向く場合には、その先に市場では株価急落で遠のいた早期の米国の利上げ観測が再浮上し、米国の利上げが世界経済に及ぼす悪影響を考慮せざるを得なくなるという展開が待っている。中国の追加緩和が効いて株価も景気も落ち着き、米国景気は安定的な拡大に向かうが利上げは先送りという矛盾含みの市場には都合のよい展開が現実になる可能性は低いだろう。

世界連鎖株安は近く一服するとしても、その後は米国の利上げ時期を巡る不透明感が一段と強まるだろう。現在の米金融市場では、世界連鎖株安に加えて、原油安も響いて期待インフレ率が 1.5% 前後まで低下したことから、早期利上げ観測はいったん後退している。9 月利上げの予想は 4 分の 1 弱にとどまり、12 月利上げの予想も 50% を割り込んでいる。25 日には、サマーズ元財務長官と大手ヘッジファンドのブリッジウォーターの創業者であるレイ・ダリオ氏が FRB に利上げの見送りだけでなく、量的緩和の再開 (QE4) まで求めた。それでも米国景気は、世界経済を主導するほどの力強さはないが、早期の利上げは十分あり得るペースでの拡大は続け、それゆえに事態は複雑になっている。25 日に発表された消費者信頼感指数でも、雇用の着実な改善は示された。9 月 4 日発表の 8 月の雇用統計で力強い雇用拡大が実績として示され、それを受けて市場での早期利上げ観測が再拡大し、実際に FRB が 9 月 16-17 日開催の FOMC で利上げに踏み切る可能性はある。おそらく、市場は利上げ時期の見極めをそれまでつけられず、8 月 27 日からワイオミング州ジャクソンホールで開催されるシンポジウムでのフィッシャーFRB 副議長の講演内容、9 月 4 日の雇用統計の発表などに小刻みに反応する不安定な展開が続くと思われる。目先の長期金利の水準からみて、今後の利上げのペースは非常に緩やかという点では FRB と市場の見通しに大きな差はないが、株価は最初の利上げ時期に敏感に反応しやすい状態になっていることも要注意だろう。

米国の利上げ時期のコンセンサスが形成されるまでは、米国、欧州、日本、中国の株価も、為替相場も、原油など商品相場も、現在の水準からは大きく離れないものの、不安定な動きが続く可能性が高いのではないかと。その後は米国の利上げ時期の見極めがつけば、各市場がそれに応じた動きに落ち着いていくとみる。現時点では、我々として予想ができるのはそのような展開までであり、我々としても FRB 高官の発言や市場のコンセンサス形成に細心の注意を払って、重要な変化があれば速やかに報告していきたい。

以上／今村

本資料は公開情報に基づいて作成されていますが、丸紅米国会社ワシントン事務所（以下、当事務所）はその正確性、相当性、完全性を保証するものではありません。

本資料に従って決断した行為に起因する利害得失はその行為者自身に帰するもので、当事務所は何らの責任を負うものではありません。

本資料に掲載している内容は予告なしに変更することがあります。

本資料に掲載している個々の文章、写真、イラストなど(以下「情報」といいます)は、当事務所の著作物であり、日本の著作権法及びベルヌ条約などの国際条約により、著作権の保護を受けています。個人の私的使用および引用など、著作権法により認められている場合を除き、本資料に掲載している情報を、著作権者に無断で、複製、頒布、改変、翻訳、翻案、公衆送信、送信可能化などすることは著作権法違反となります。