

【緊急リポート】

世界同時株安：現状把握と今後の注目点

～現時点でリーマン・ショック時程の影響はみられず。クレジット市場と新興国への波及に留意～

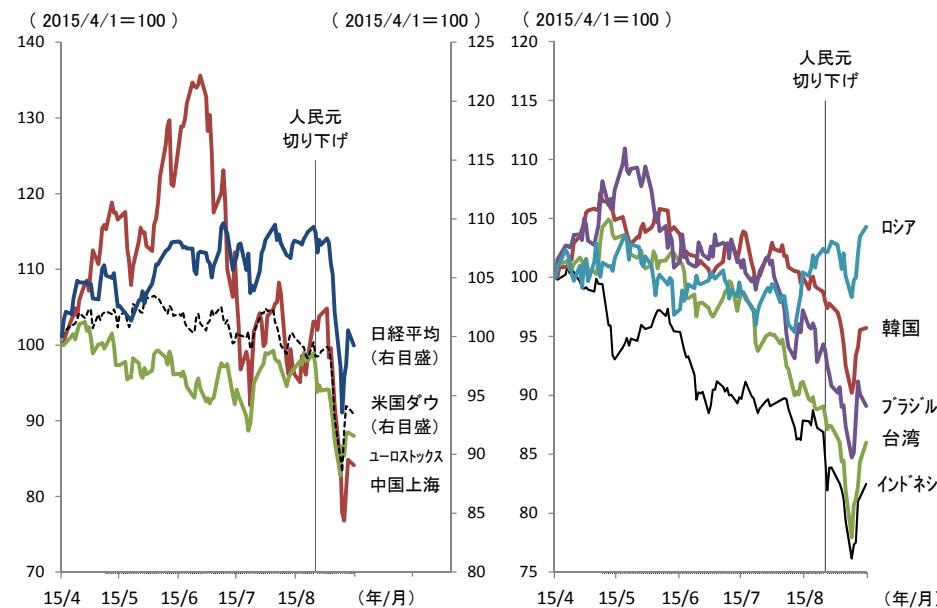
2015.9.1

みずほ総合研究所

世界同時株安～金融市場を震撼させた中国ショック

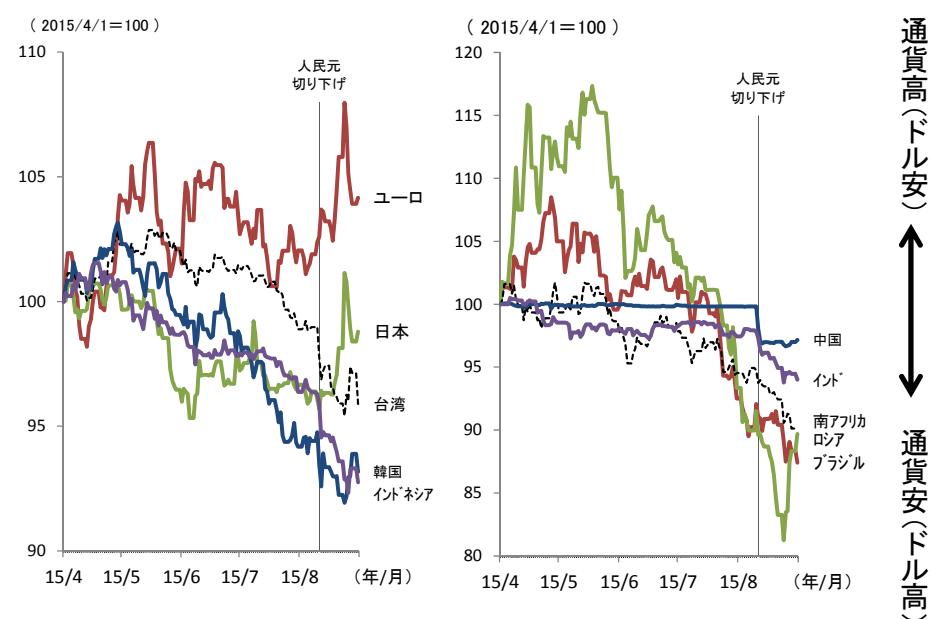
- 中国リスクの高まりと世界経済の減速懸念を背景に世界同時株安が発生
 - ・ 6月の急落後は一旦下げ止まっていた上海総合指数が8月に再下落。一時は月中最高値より28.8%安の2,851ptに(8/26)
—— 日経平均株価は一時17,714円(8/26、月中最高値比▲15.4%)、NYダウ平均株価は15,370ドル(8/24、同▲13.2%)
 - ・ 中国の経済指標下振れや人民元切り下げ、株価再下落、及び商品市況の下落などが不安心理を高めることに
—— 米国利上げを控え、割高感が意識されていた米国株の利益確定売りが一気に膨らんだという側面も
 - ・ 株価の急落を受けて市場は一気にリスクオフモードとなり、一時債券高・円高が進行

【株式相場】



(資料) Bloombergより、みずほ総合研究所作成

【為替相場】

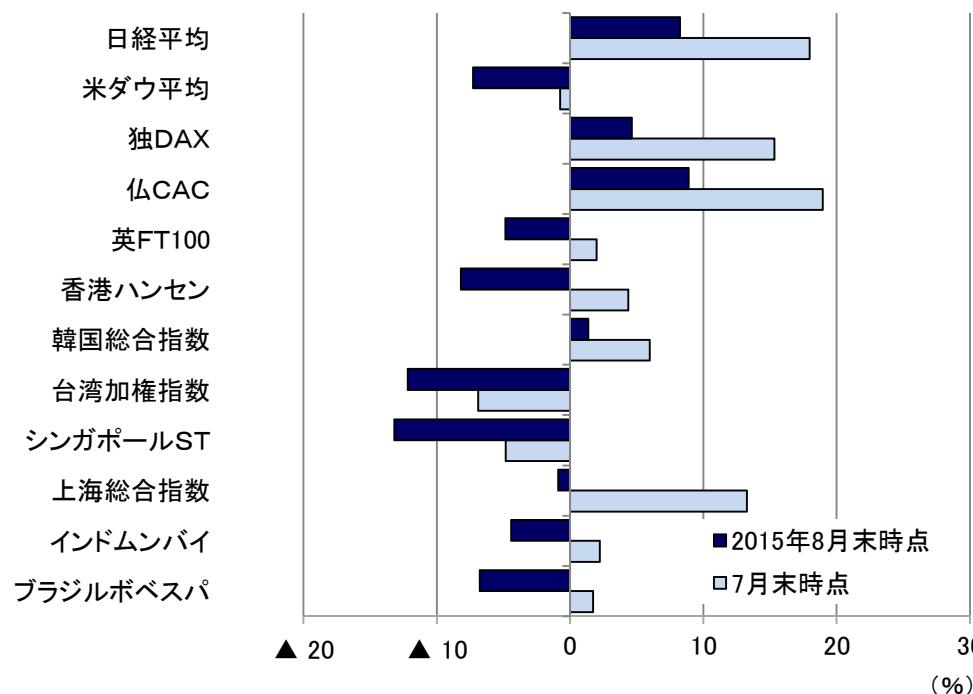


(資料) Bloombergより、みずほ総合研究所作成

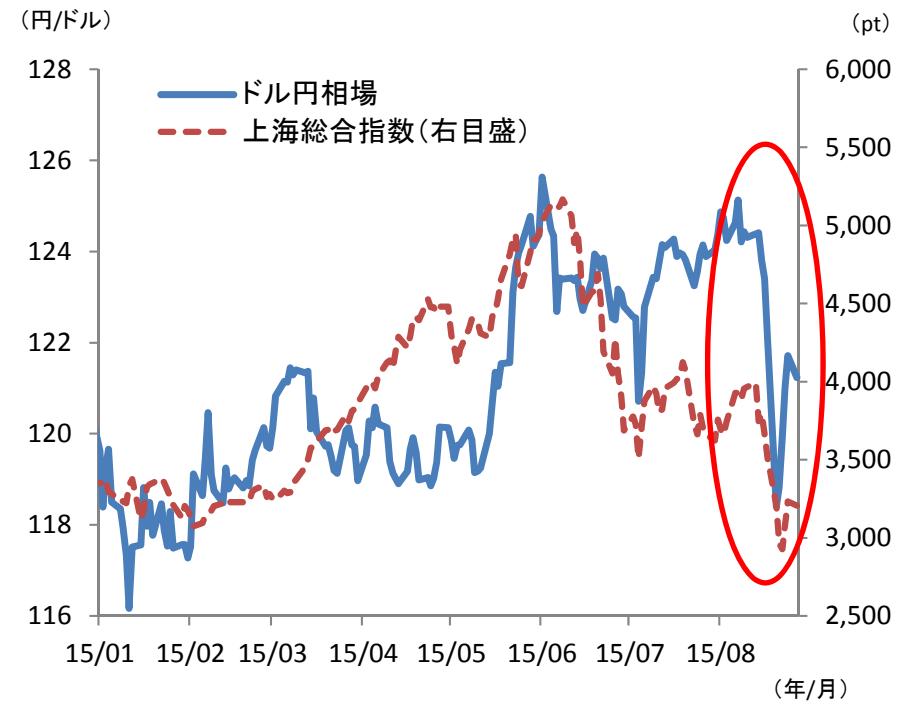
世界同時株安で日本株も下落、リスク回避と米利上げ後退観測で一時円高進展

- 世界的な株安により主要株価指数の年初来騰落率はマイナス圏に。日本株はプラスを維持するも上昇率は大幅に縮小
 - ・日本株はパフォーマンスが良好であったことから利益確定売りの対象となった側面も
- 株安を起点とした金融市場の不安定化懸念により、一時的にリスク回避の円買いが急速に進む
 - ・米利上げ時期の後退観測が高まったことも、円高進展を加速する要因に

【年初来騰落率の変化】



【ドル円相場と上海総合指数】



主要国の中銀の積極的な緩和による株高への反動という側面も

- 主要国の中銀の積極的な金融緩和による、①長期金利低下、②ドル高、③株高の反動の側面も
 - ・一部では、一時的なキャッシュ化による、①長期金利上昇、②ドル安、③株安の動きも
 - ・現時点では、資産アロケーションの大幅見直しや、実体経済への波及は見られず

【世界の金利水没マップ】

	1年	2年	3年	4年	5年	6年	7年	8年	9年	10年	11年	12年	13年	14年	15年	20年	30年	40年
スイス	-0.72	-0.72	-0.73	-0.67	-0.60	-0.49	-0.35	-0.31	-0.20	-0.10	-0.03	0.04	0.12	0.19	0.27	0.44	0.65	0.70
ドイツ	-0.23	-0.20	-0.12	-0.02	0.13	0.24	0.38	0.50	0.67	0.80	0.85	0.90	0.95	1.00	1.06	1.29	1.52	
デンマーク	0.12	-0.17	-0.07	0.03	0.13	0.41	0.54	0.67	0.84	1.00	1.03	1.05	1.08	1.11	1.13	1.26	1.52	
スウェーデン	-0.58	-0.52	-0.15	-0.04	0.08	0.20	0.32	0.51	0.61	0.71	0.77	0.84	0.91	0.97	1.04	1.37		
フィンランド	-0.21	-0.18	-0.05	0.06	0.24	0.35	0.61	0.70	0.84	0.97	1.06	1.15	1.24	1.33	1.43	1.47	1.57	
オランダ	-0.24	-0.19	-0.09	0.03	0.18	0.34	0.50	0.68	0.83	0.99	1.02	1.06	1.09	1.12	1.16	1.48	1.70	
オーストリア	-0.18	-0.13	-0.04	0.10	0.22	0.41	0.63	0.77	0.94	1.11	1.12	1.14	1.16	1.17	1.19	1.39	1.77	
フランス	-0.20	-0.14	-0.03	0.11	0.28	0.42	0.59	0.78	0.95	1.15	1.25	1.35	1.44	1.54	1.63	1.83	2.09	
アイルランド	-0.11	0.01	0.09	0.17	0.44	0.53	0.83	1.09	1.30	1.46	1.56	1.65	1.74	1.84	1.93	2.08	2.40	
日本	0.00	0.02	0.01	0.04	0.07	0.10	0.15	0.22	0.30	0.38	0.45	0.52	0.59	0.66	0.73	1.15	1.40	1.58
イタリア	0.04	0.19	0.38	0.62	0.92	1.20	1.42	1.69	1.86	1.96	2.06	2.15	2.25	2.34	2.44	2.71	2.97	
スペイン	0.05	0.17	0.42	0.72	1.04	1.43	1.70	1.84	2.02	2.11	2.21	2.31	2.41	2.52	2.62	2.80	3.16	
ノルウェー	0.58	0.68	0.77	0.87	0.97	1.10	1.23	1.32	1.41	1.50								
英国	0.49	0.69	0.91	1.15	1.39	1.50	1.66	1.76	1.85	1.96	2.02	2.08	2.14	2.21	2.27	2.43	2.58	2.46
カナダ	0.41	0.44	0.48	0.60	0.78	0.91	1.10	1.27	1.38	1.49	1.56	1.63	1.70	1.77	1.84	2.19	2.24	
米国	0.38	0.74	1.05	1.30	1.55	1.75	1.95	2.04	2.13	2.22	2.26	2.29	2.33	2.37	2.40	2.59	2.96	
ポルトガル	0.16	0.39	0.63	0.95	1.34	1.67	1.99	2.31	2.43	2.66	2.74	2.83	2.92	3.00	3.09	3.38	3.58	
中国	2.50	2.66	2.86	3.03	3.21	3.30	3.39	3.42	3.47	3.46	3.49	3.52	3.55	3.58	3.61			
トルコ	10.63	10.68	10.39	10.29	10.18	10.15	10.12	10.06	10.08	9.94								
インド	7.43	7.71	7.82	7.81	7.91	8.00	8.01	7.93	7.86	7.79	8.03	8.04	8.02	8.02	8.02	7.99		
ロシア	10.85	11.72	11.85	11.84	11.83	11.78	11.72	11.66	11.61	11.55	11.53	11.50	11.48	11.46	11.44	11.38		
ギリシャ		11.39	11.05	10.70	10.47	10.24	10.01	9.78	9.54	9.31	9.25	9.19	9.13	9.07	9.01	8.78		



(注)2015年8月31日時点の値。

(資料) Bloombergより、みずほ総合研究所作成

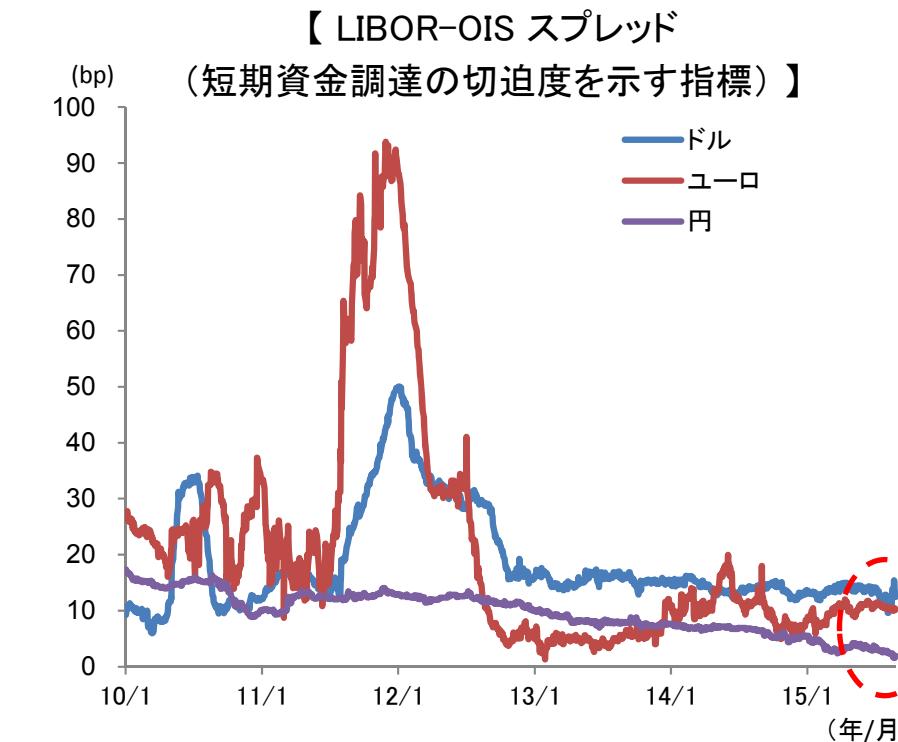
金融市場での価格調整は大きいが、短期金融市場、資本市場は比較的安定

- 投資家の不安心理を示すVIX指数は一時取引時間中にリーマン・ショック時の2009年1月以来となる53超まで上昇
 - ・足元では低下傾向にあり、金融市場は落ち着きを取り戻しつつある状況
- 一方で短期金融市場、資本市場は世界同時株安を受けても、現時点では比較的安定して推移（リーマン・ショック時とは相違）
 - ・資金調達の切迫度を示すLIBOR-OISスプレッドに大きな動きはみられず



(注) VIX指数はS&P500のオプション・インプライド・ボラティリティ指標で、20以上が不安心理の高まりを示すメルクマールに。

(資料) Bloombergより、みずほ総合研究所作成

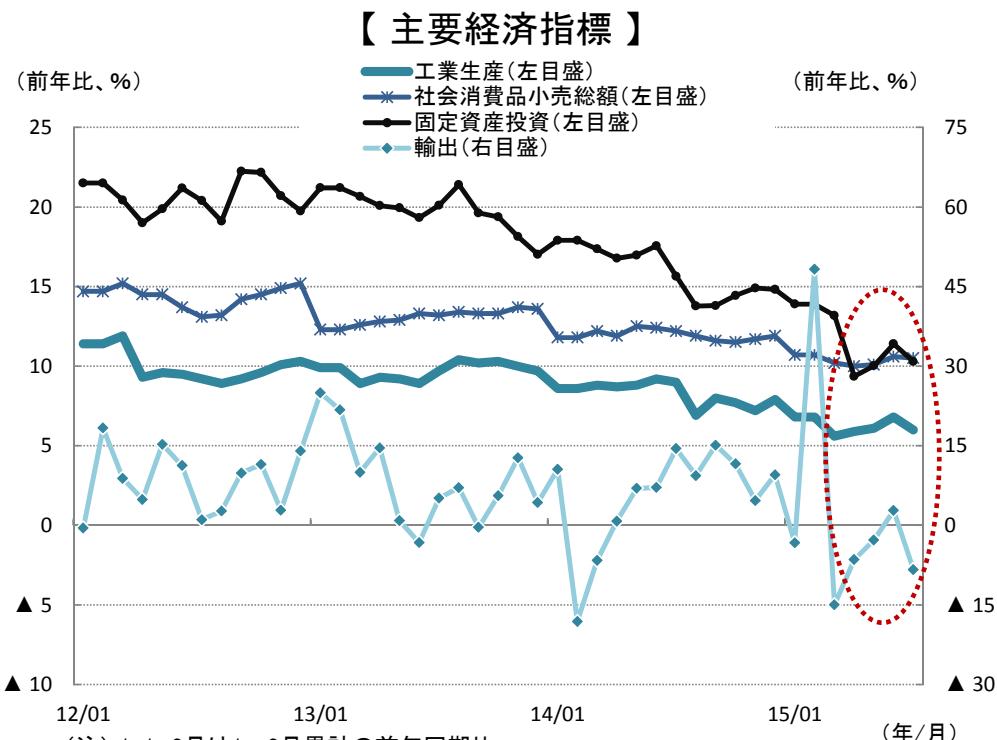


(注) LIBOR-OISスプレッドとは、ロンドンでの銀行間取引金利を示すLIBORと、一定期間の固定金利と変動金利を交換する金利スワップであるOIS(Overnight Index Swap)の差。差が大きいほど、将来期待される金利よりも、高い金利を払わないと調達できない状態を表す。

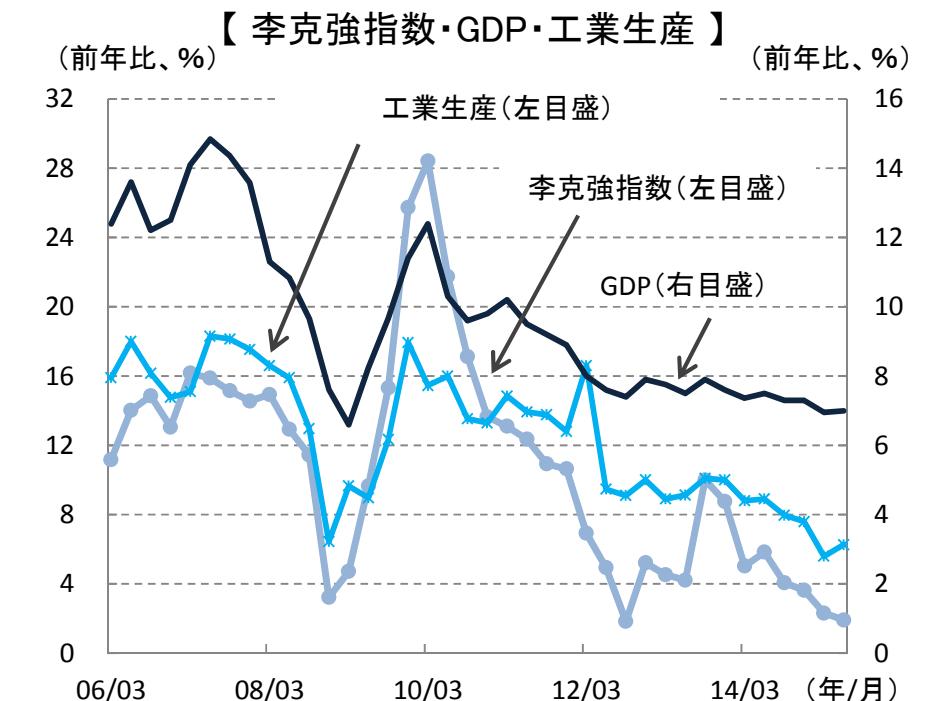
(資料) Bloombergより、みずほ総合研究所作成

中国経済の失速リスク～問われる中国政府の経済政策運営への信認

- 中国経済は減速傾向をたどってきたが、まだ底打ちの明確な兆しがみえない状態
 - ・7月の固定資産投資、小売、工業生産は再び弱含み。輸出の伸び率も再びマイナスに転化
 - ・8月21日に公表された財新製造業PMI(速報値)は47.1と、2009年3月以来の低さにまで下落
- 景気の実態はGDP統計等が示すよりも悪いとの声も
 - ・李克強指数(李克強首相がかつて景気の実態を把握するために参考していた指標の合成指数)はGDP以上の落ち込み



(資料)中国国家統計局、CEIC Dataより、みずほ総合研究所作成



(資料)中国電力企業連合会、中国鉄道総公司、中国人民銀行より、みずほ総合研究所作成

中国株の暴落～残存する更なる下落リスク

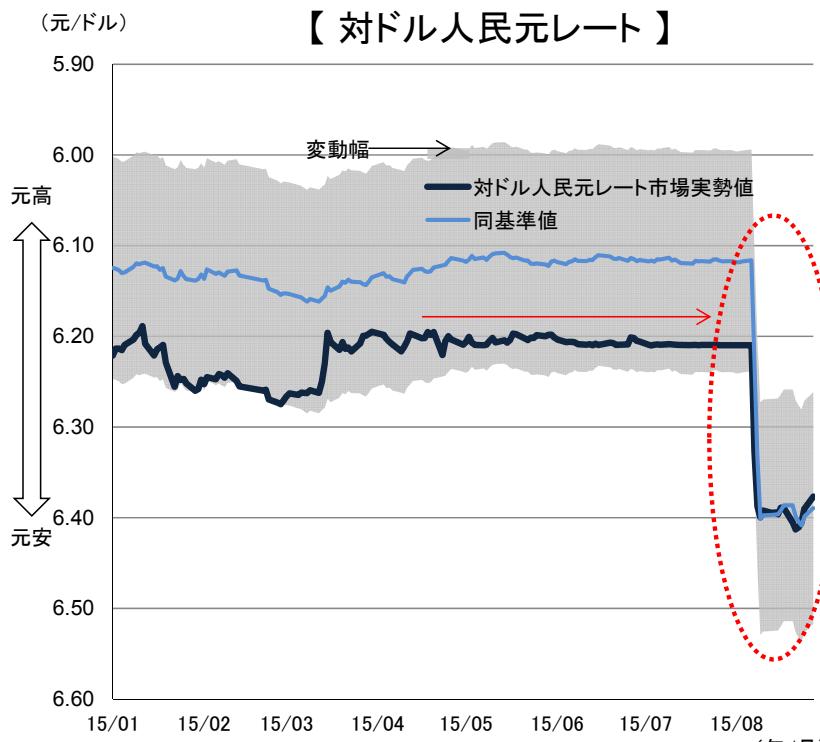
- 6月12日をピークに上海株が暴落。一旦はPKO(株価維持策)により下落に歯止めがかかるも、8月下旬に再度急落
 - ・ 経済の減速にもかかわらず、景気対策期待などを背景に株価が高騰。その調整を迫られることに
 - ・ 8月14日に証券監督管理委員会がPKOを手控えることを示唆。経済の先行き懸念も高まり、再度株価が急落
- 更なる株価の下落リスクは残存
 - ・ 香港市場・中国A株市場に同時上場している銘柄の株価を比較したAHプレミアムをみると、依然として中国A株市場の方が割高な状態



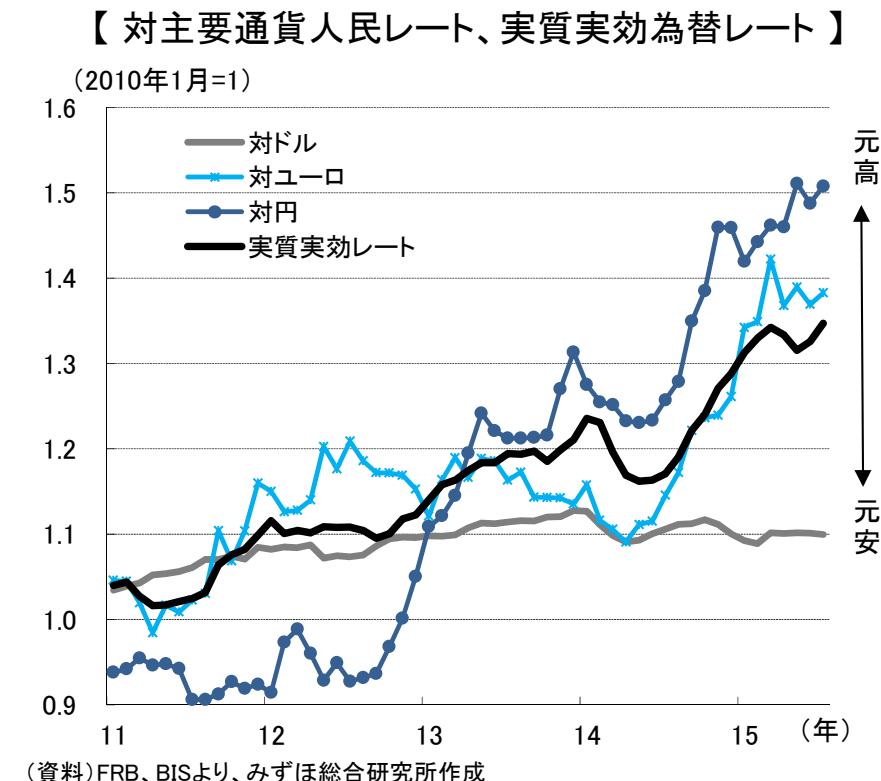
(注) 中国A株市場、香港H株市場双方に上場している銘柄を選び、両市場におけるこれらの銘柄の株価の高低を比較した指標。100を超えると、A株がH株に対し割高であることを意味する。直近値は2015年8月31日。
(資料) Bloombergより、みずほ総合研究所作成

人民元の切り下げ～強すぎるドルとのリンク遮断で輸出下支え

- 8月11日、人民銀行が対ドル人民元レートの基準値に市場実勢をより反映させるとして、基準値を切り下げ。13日までに基準値を10日対比で4.7%切り下げ。それを受け、対ドル人民元レートの市場実勢値も元安にシフト
- 人民銀行は、この措置を為替レート自由化に向けた措置と説明
 - ・ IMFも、人民元のSDR(特別引出権)入りの議論に直接関係しないとしつつ、為替レート自由化につながると評価(8月11日)
- 輸出不振を政府が懸念していたため、輸出下支えという副次効果が意識された可能性も否定はできず
 - ・ 対ドルレートの安定性が重視されてきたため、ドル高につれ、人民元の実質実効レートは大幅な元高となっていた



(資料) 中国外匯交易中心、Bloomberg、CEIC Dataより、みずほ総合研究所作成



中国政府の政策対応～先行き懸念払拭はできるか

- 景気の腰折れ回避を狙い、中国政府は景気へのこ入れを強化していく見込み
 - ・8月25日には、リーマン・ショック直後の2008年12月以来の貸出・預金基準金利と預金準備率の同時引き下げを発表
 - ・2016年実施予定の重要建設プロジェクトの前倒し、地方政府債務の借換債の増発等も実施される見込み
- ただし、過剰投資、過剰債務問題の更なる深刻化を招くような大規模対策は、回避される可能性大
- 一方で、大規模対策による先行き懸念払拭を求める市場の声も。市場とのコミュニケーション能力が問われる展開に

【財政・金融政策の現状と見通し】

		これまでに公表された施策	今後の政策方針や公表される可能性がある施策
財政政策	インフラ投資計画	<ul style="list-style-type: none">・「一带一路」共同建設に関するアクションプラン・長江中流域都市群発展計画・発展改革委員会認可の地方投資プロジェクト・4大インフラプロジェクト(都市軌道、现代物流等)・都市部地下総合パイプライン建設	<ul style="list-style-type: none">・中国鉄道総公司による貨物輸送鉄道敷設設計画(通年の計画8,000億元のうち、5,349億元分が未執行)・京津冀大都市圏の交通網整備計画(2015～16年で4,000億元)・東北地方やチベット等の地域振興インフラ投資・2016年度に予定している投資プロジェクトを前倒しで実施
	資金調達支援策	<ul style="list-style-type: none">・GDP対比2.3%の財政赤字(2015年度予算)・地方政府による借換債の発行枠を、6月末までに2兆元確保・借換債の発行枠を1.2兆元分追加(8/27発表)	<ul style="list-style-type: none">・財政部副部長が財政赤字拡大の可能性を示唆(6月末)
	その他	<ul style="list-style-type: none">・融資平台向けの貸出規制の緩和・重大プロジェクト向け債券の発行要件緩和・余剰財政資金回収及び利用・PPPの導入促進・政策性金融機関の資本増強	<ul style="list-style-type: none">・政策金融機関による金融債発行(3,000億元)・鉄道建設のための特別目的債の発行・PPPファンドの設立によるPPP導入の加速、など
金融政策	利下げ	<ul style="list-style-type: none">・7月までに合計4回実施(2014年11月含む)・さらに、8/26に1回実施(8/25発表)	<ul style="list-style-type: none">・今後も実施の可能性はあり(ただし年内1回程度か)
	預金準備率引き下げ	<ul style="list-style-type: none">・7月までに合計3回実施(分野を絞った引き下げを含む)・さらに、9/6に1回実施(8/25発表)	<ul style="list-style-type: none">・今後も実施の可能性はあり(年内2～3回程度)
	その他の流動性供給	<ul style="list-style-type: none">・公開市場操作・公開市場短期流動性調節(SLO)・常備貸出ファシリティ(SLF)・中期貸出ファシリティ(MLF)・担保補完貸出(PSL)	<ul style="list-style-type: none">・今後も、全体、または特定分野への流動性供給を継続

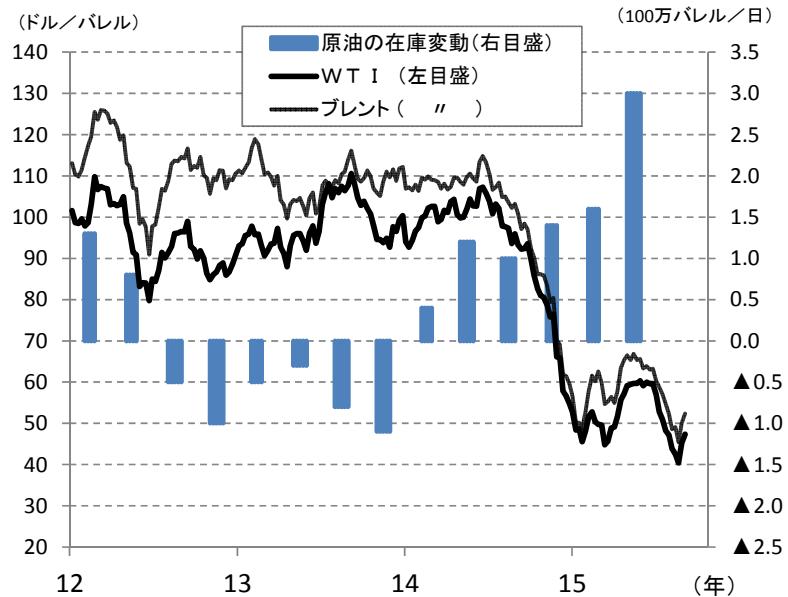
(注)2015年8月30日時点。赤字の政策は、同年8月24日以降に公表された政策。

(資料)各種資料より、みずほ総合研究所作成

二番底を探る原油市場

- 世界同時株安を引き起こした中国ショックを受けて、WTIは一時40ドルを割る展開に
 - ・過剰生産による超過供給が長期化する中で、中国経済の悪化懸念は需要(予測)の面からも原油相場を下押し
- 中国ショックの影響が一服し、再び40ドル台を回復するも、市場では原油相場の持ち直し期待は引き続き弱いまま
 - ・米国では、シェールオイルの増産に歯止めがかかったものの、依然高水準の原油生産
 - ・シェア拡大戦略をとるOPECも、当面、2014年より日量100万バレル以上の増産を維持する見通し
 - ・超過供給の長期化観測が台頭する中では、中国経済の悪化リスクが高まる局面で原油の急落が繰り返される可能性も

【 原油相場と原油需給 】



(注) 原油相場は週末値。

(資料) Bloomberg、IEAより、みずほ総合研究所作成

【 原油の先物曲線 】

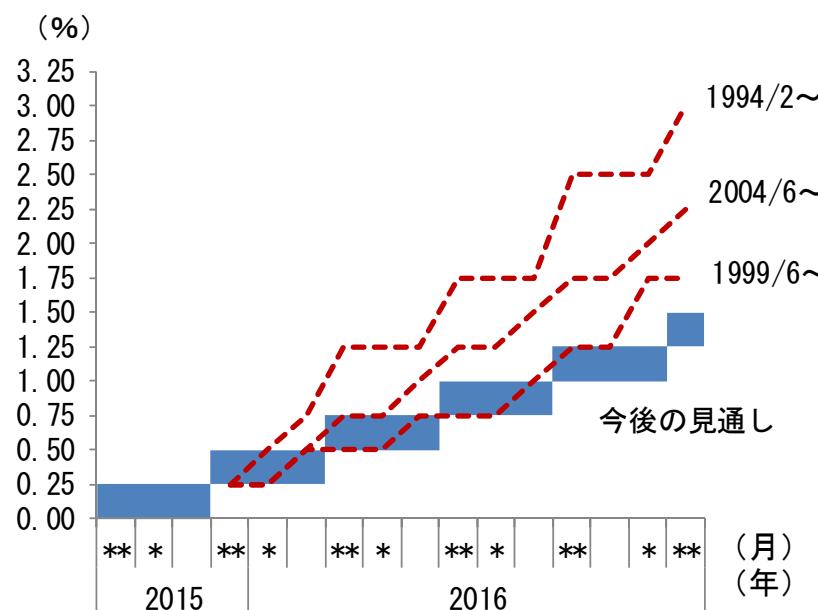


(資料) Bloombergより、みずほ総合研究所作成

米利上げ開始は12月に後ずれの公算大。ただし米国の経済指標と中国次第

- リスクオフが強まった国際金融市場の影響を見極めるため、米利上げ開始が先送りされる公算大。ただし指標と中国次第
- ・ダドリー・ニューヨーク連銀総裁は9月利上げについて適切ではなくなっているとの認識を示す(8月26日)
 - ・もっとも、米指標は足元堅調。今後、市場が安定し、米国で強い経済指標が続くなら(ショックを相殺)、利上げ前倒しも
—— 市場の安定化を左右するのは中国。同国の政策対応や経済指標の動向が重要
—— ジャクソン・ホール会合でのFRB高官らも、9月利上げ開始の可能性を排除せず

【米金利政策の見通し:過去の利上げペースとの比較】



(注) *はFOMCが開催される月。**はFOMC後にイエレン議長の記者会見がある月。
過去の利上げ局面における利上げ幅を、2015年12月を起点として点線でプロット。
(資料) FRBより、みずほ総合研究所作成

【CSI(累積的サプライズ指数)】



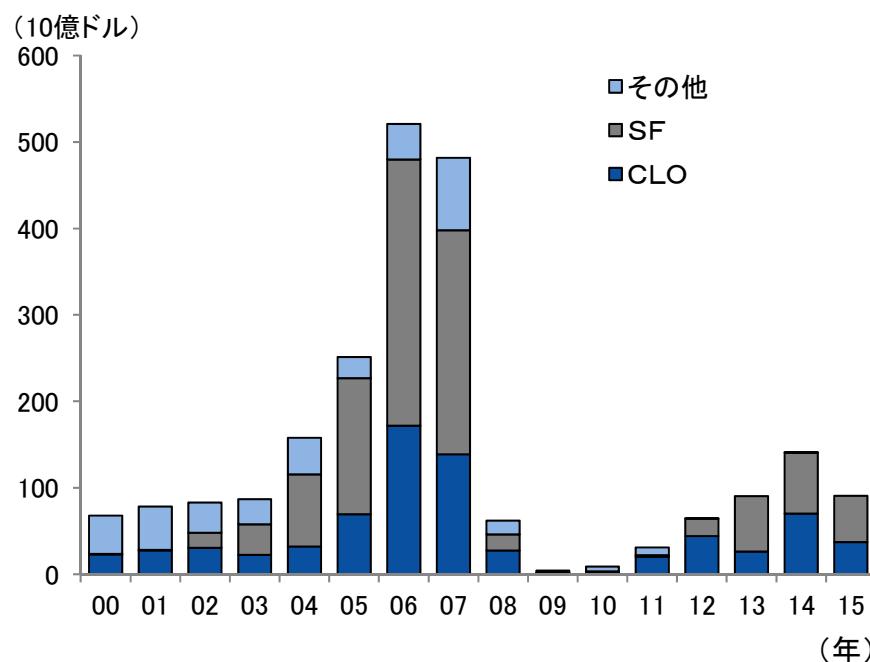
(注) 値が大きいほど(小さいほど)、市場予想と比べた指標の上振れ(下振れ)が
みられることを表している。
(資料) みずほ総合研究所作成

リーマン・ショック時と比べクレジット市場は安定も、混乱長期化による波及リスクに留意

○ リーマン・ショック時と比較すると、足元のクレジット市場は落ち着いているが、今後の波及リスクには留意

- ・ CDO(社債担保証券)の発行量は増加傾向にあるも、リーマン・ショック時に比して規模は小さく、信用拡大は限定的
- ・ 米ハイイールド債のスプレッドは足元拡大傾向にあるものの、リーマン・ショック対比での拡大幅は未だ限定的

【 グローバルなCDOの種類別発行額 】

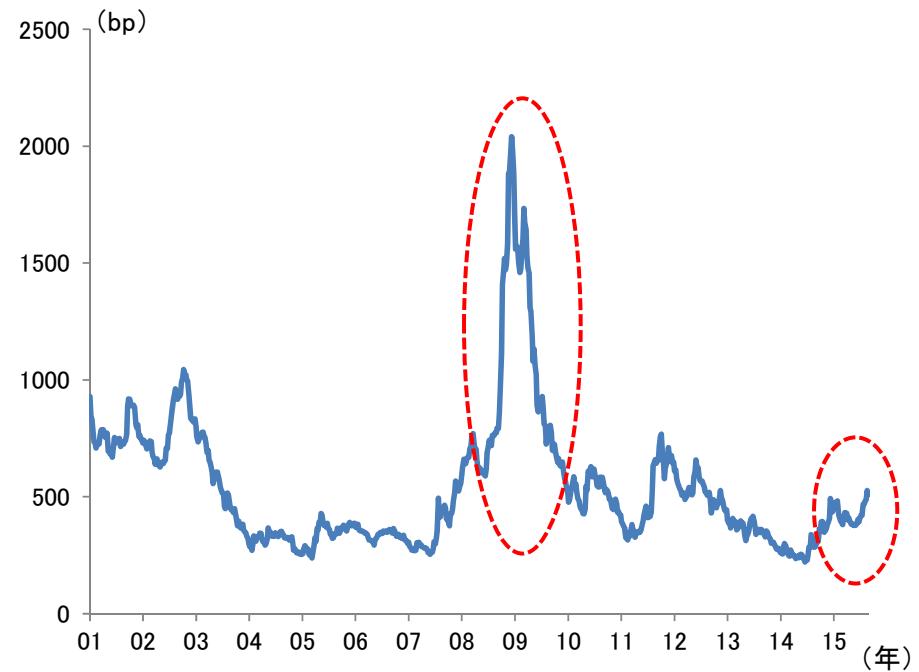


(注) CLO:ローン担保証券、SF:ストラクチャードファイナンスCDO(債務担保証券)。

その他はCBO(社債担保証券)など。2015年は第2四半期までの年率換算。

(資料) 米国証券業金融市場協会より、みずほ総合研究所作成

【 米ハイイールド債スプレッド 】



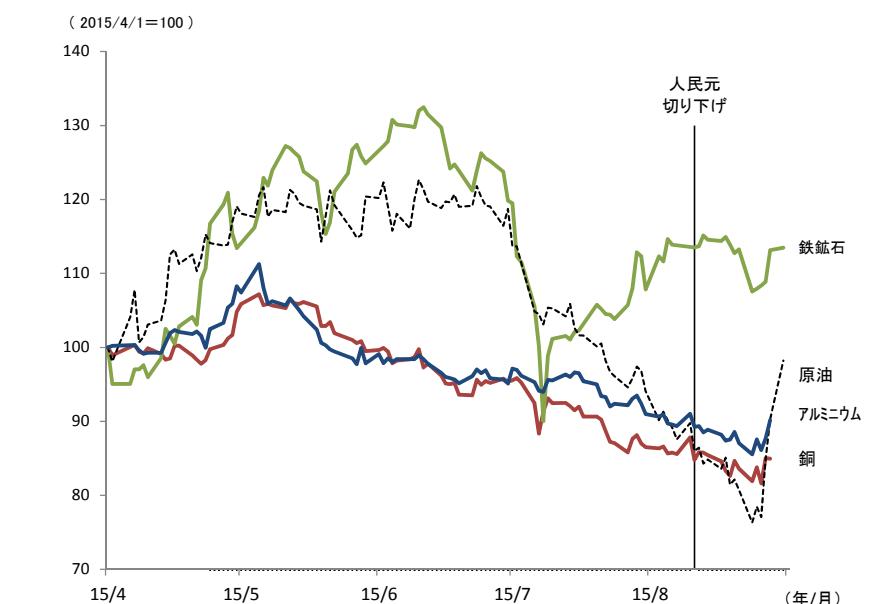
(注) 米国ハイイールド債利回りの対10年国債利回りスプレッド。

(資料) Bloombergより、みずほ総合研究所作成

商品市況、資源国・新興国への波及に要注視

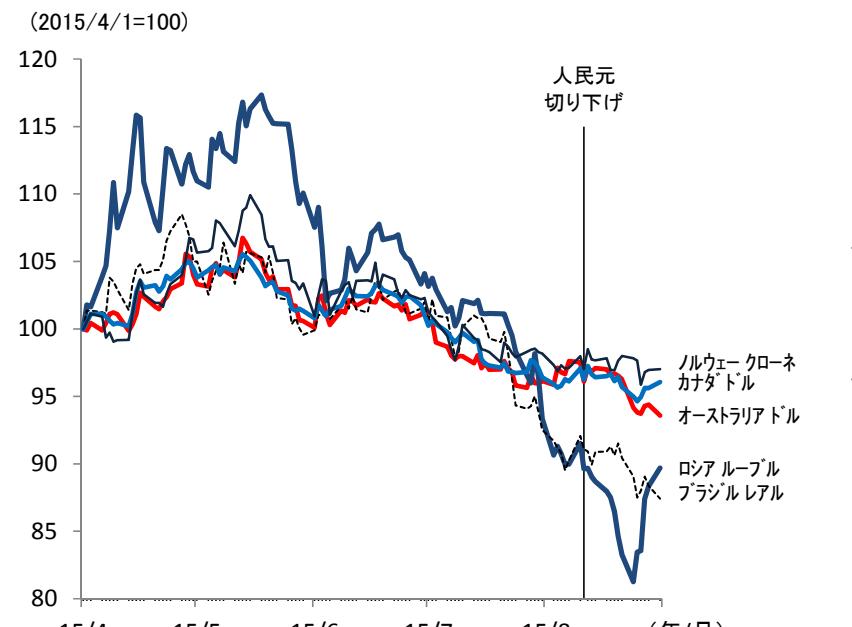
- 中国株の急落、人民元の切り下げを受けて、商品市況が一段安の展開
 - ・一旦は持ち直した鉄鉱石も、人民元の切り下げを受けて価格上昇が頭打ちに
 - ・銅やアルミニウムの市況は、中国ショックの一服に伴い足元でやや反発しているものの、安値圏の推移が続く
- 6月中旬以降の中国の株安とともに資源国通貨は下落、今後は資源国・新興国への波及にも注目
 - ・ロシアルーブルは人民元の切り下げ後さらに下落
 - ・下げ止まりの兆しが見えていた豪ドルも人民元切り下げで再び下落

【商品市況の推移】



(注) 原油はWTI、鉄鉱石は中国の輸入価格、銅およびアルミニウムはLME3カ月先物。
(資料) Bloombergより、みずほ総合研究所作成

【資源国通貨の対ドルレート】



(資料) Bloombergより、みずほ総合研究所作成

今後のポイント

- 世界同時株安は一旦落ち着きを見せたものの、中国経済の先行きが不透明な中、再び金融市場の混乱が起きる懸念も
・ 今後のポイントは中国の追加対策、米利上げ時期、G20での国際協調の可能性、ECB・日銀の追加緩和示唆の可能性
—— 上記判断に影響を与える、重要な経済指標に今後注視する必要

(※)みずほ総合研究所では、9月8日の日本GDP統計(4~6月期)発表を受け、内外経済見通しの改定を予定しています

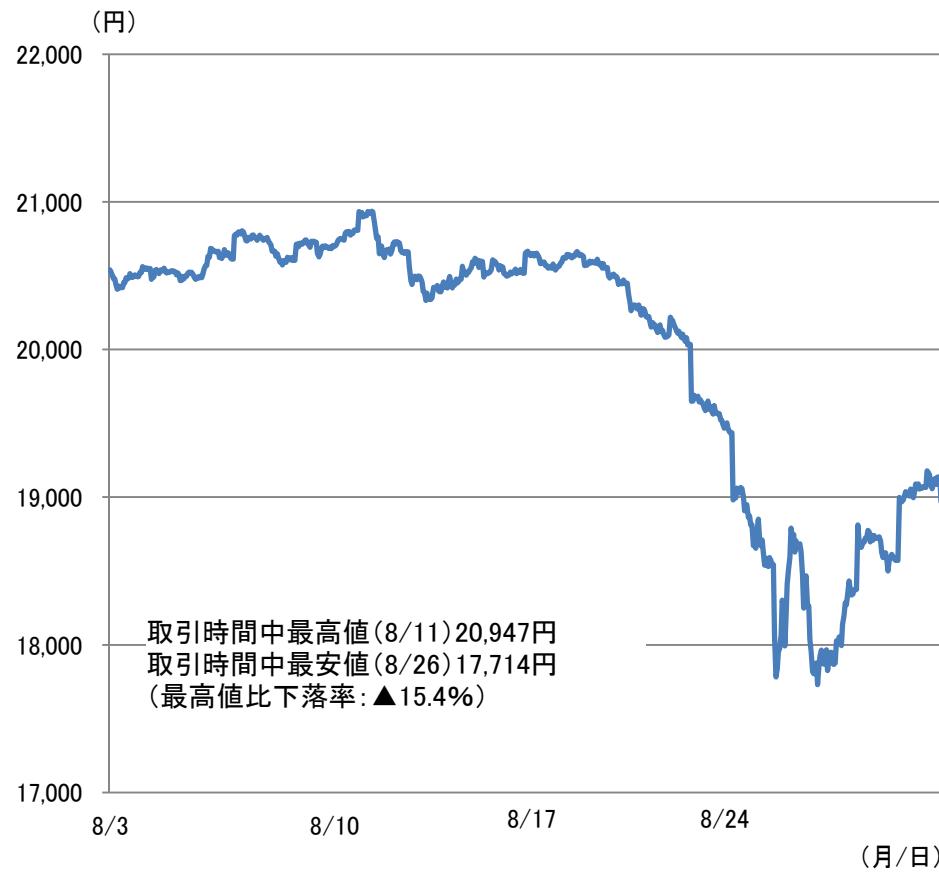
【 今後予定される主なイベント・経済指標(注目材料) 】

日付	9月の主なイベント・経済指標
9/1	米・製造業ISM指数、中・製造業PMI
9/2	米・ADP雇用統計、米・ベージュブック
9/3	中・抗日戦勝70周年記念式典、欧・ECB政策理事会
9/4	米・雇用統計
9/4-5	G20財務大臣・中央銀行総裁会議(トルコ、アンカラ)
9/8	中・貿易収支、日・GDP
9/13	中・小売売上高、中・鉱工業生産、中・固定資産投資
9/14-15	日・日銀金融政策決定会合
9/15	米・小売売上高、米・NY連銀製造業業況調査
9/16-17	米・FOMC
9/20	ギリシャ・総選挙
9/23	米・製造業PMI(速報)、中・Caixin 製造業PMI(速報)
(9月下旬頃)	米中首脳会談(日程未定)

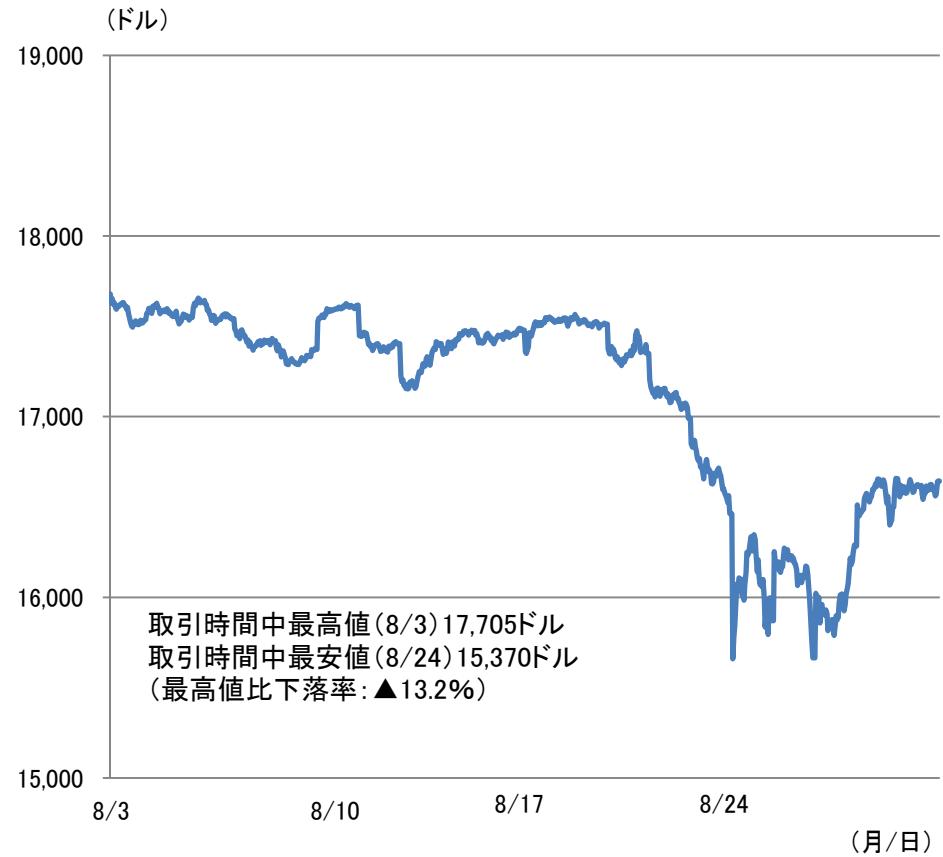
(資料) みずほ総合研究所作成

【参考】日経平均、ダウ平均推移

【日経平均株価】



【ダウ平均株価】

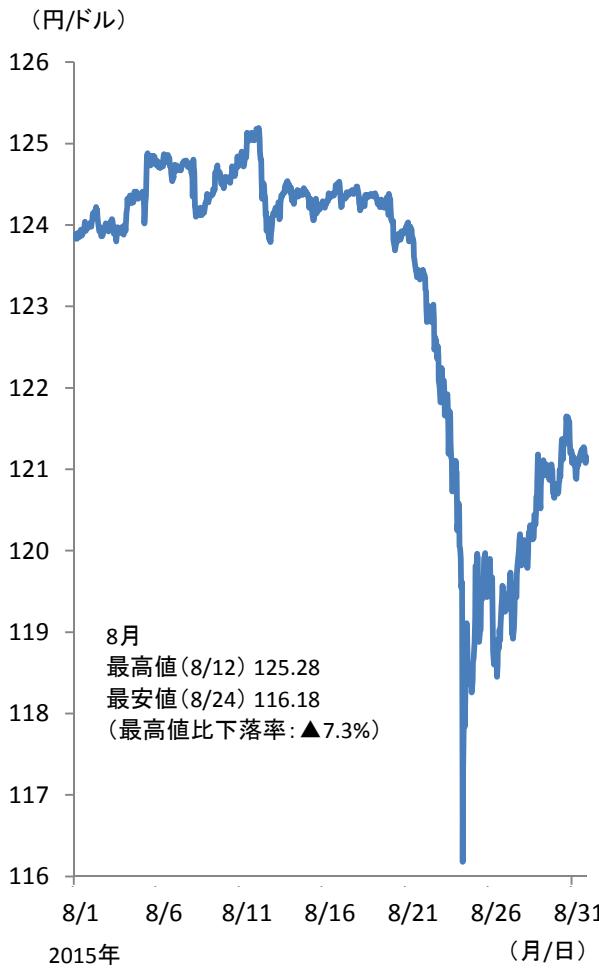


(注)2015年8月3日から2015年8月31日までの推移。
(資料) Bloombergより、みずほ総合研究所作成

(注)2015年8月3日から2015年8月31日までの推移。
(資料) Bloombergより、みずほ総合研究所作成

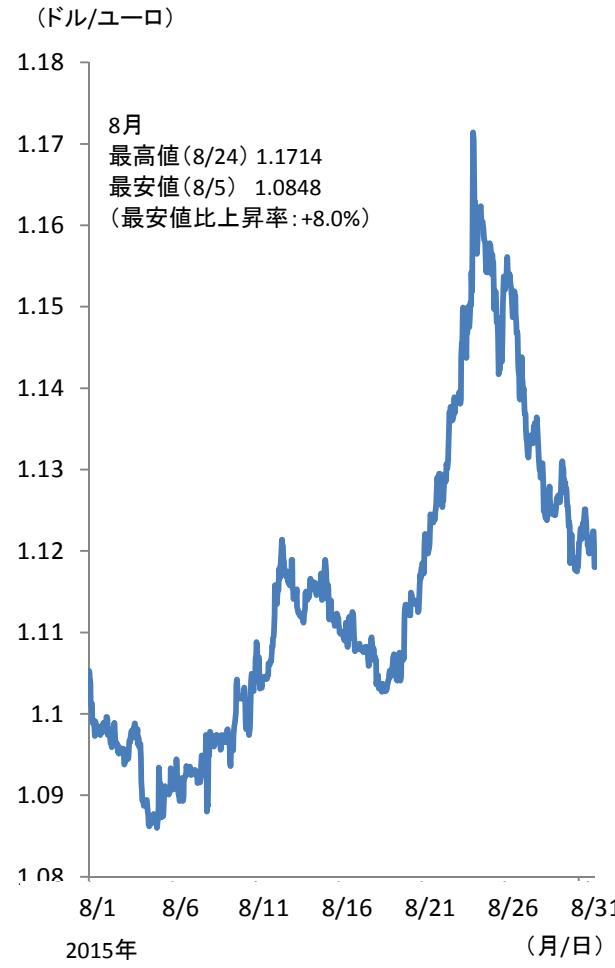
【参考】ドル円相場、ユーロドル相場推移

【ドル円相場】



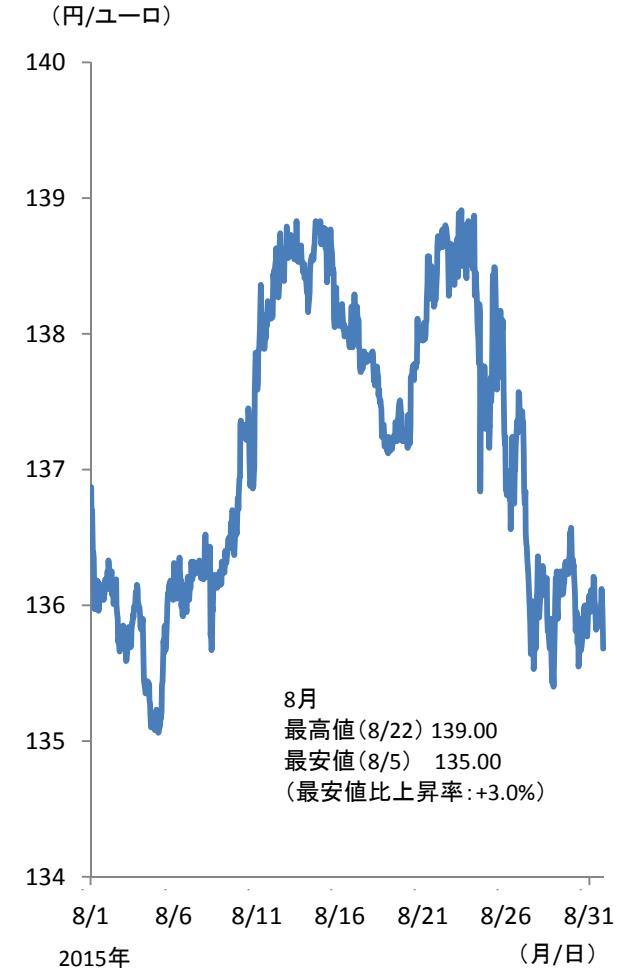
（資料）Bloombergより、みずほ総合研究所作成

【ユーロドル相場】



（資料）Bloombergより、みずほ総合研究所作成

【(参考)ユーロ円相場】



（資料）Bloombergより、みずほ総合研究所作成

[本資料に関する問い合わせ先]

みずほ総合研究所 調査本部

TEL : 03-3591-1244

本資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、取引の勧誘を目的としたものではありません。本資料は、弊社が信頼に足り且つ正確であると判断した情報に基づき作成されておりますが、弊社はその正確性・確実性を保証するものではありません。本資料のご利用に際しては、ご自身の判断にてなされますようお願い申し上げます。