

# みずほ投信投資顧問 臨時マーケットレポート

お客さま用

2007年8月16日

## 内外金融市場の動向について

### 【海外株式・為替市場について】

#### 海外・為替市場の概況

昨日世界の株式市場は大幅に下落しました。主な市場で見ると、米国(ダウ工業株 30 種)で 1.3%、欧州(ダウ欧州株指数)で 0.3%、アジア(MSCI アジア・パシフィック指数)で 2.9%の下落となりました。

7/27 および 8/10 付けの弊社レポートでも述べた通り、このところの株式市場の下落は、米国サブプライムローン(信用力の低い個人を対象にした住宅ローン)問題の広がりによる世界の金融市場の動揺が背景にあります。

当初サブプライムローン問題が表面化した今年 3 月の時点では、サブプライムローンが商業銀行の貸し出しに占める割合が 2%程度に過ぎないことから世界の株式市場や実態経済への影響は限定的との見方が大勢でした。また当初数年間の金利を低く設定し、それ以降の金利が大幅上昇するタイプのサブプライムローン等が盛んに実行されていたことは以前から知られていたため、昨年来の住宅市場の低迷と考え合わせればサブプライムローンの延滞率の上昇はある程度予想されていました。それにも関わらず、サブプライムローン問題を発端として、株式市場が大幅な調整に至った大きな理由としては、以下のようなものが挙げられます。

#### 金融のテクノロジー化、グローバル化

サブプライムローンを貸し手である銀行が保有しつづける限り、不履行の増加による損害は銀行自身にとどまるため、実態把握は比較的容易でした。しかし、金融技術の発達によりローンが証券化され金融商品としてグローバルに流通した結果、最終的なリスクの所在がどこにあるのか、実態把握が極めて困難になっています。

#### ヘッジファンドブーム

サブプライムローンのリスクの取り手として指摘されているのがヘッジファンドです。多くのヘッジファンドが、出資者から募集した金額の何倍もの資金を銀行から借り(通常「レバレッジをかける」と言います)、元手の何倍もの資金をサブプライムローンなどの高リスク商品へ投資していたと見られています。サブプライムローンの不履行の増加によって運用が悪化した結果、ヘッジファンドに対し出資していた投資銀行や保険会社、融資していた銀行が大きな損失を被るのではないかと懸念が、金融システムの混乱につながったと見られます。

#### 上記の結果としての金融システムの混乱

今回の金融市場の混乱を受けて、欧米を始めとする世界の中央銀行が市場に対し大規模な資金供給を行いました。その迅速な対応は評価すべきものですが、一方で「中央銀行がこの問題を予想以上に深刻に捉えている」との不安が一層の株安を招いている側

本資料は、投資家の皆様に情報提供を行う目的で、みずほ投信投資顧問(以下、当社と言います)が作成したものです。本資料の作成にあたり当社は、情報の正確性等について細心の注意を払っておりますが、その正確性、完全性を保証するものではありません。本資料に記載した当社の意見等は、本資料の作成日現在のものであり、今後予告無しに変更されることがあります。また、本資料に記載した当社の意見等は、将来の株価等の動きを保証するものではありません。

面も否定できません。また、サブプライムローンを組み込んだ証券化商品に格付けを行っている大手格付会社も、問題が表面化した後に格下げを行っており、投資指標としての格付けの信頼性低下が投資家の不安心理を強めたとの指摘もなされています。

#### サブプライムローン問題の実態経済への波及懸念

先に5~7月期決算を発表した世界最大の小売企業である米ウォルマート・ストアーズの業績が市場予想を下回るなど、サブプライムローン問題が消費者や企業心理の悪化を通じて実態経済にも悪影響を及ぼし始めているとの懸念が高まっています。

為替市場においては、昨年来より金利の低い円で調達した資金を海外の金融市場に投資する、「円キャリートレード」が盛んとなり、株高と円安の一因とされてきました。株式市場の大幅調整と歩調を合わせて「円キャリートレード」も持ち高の解消が進み、株安と円高に拍車をかけた結果、円は対米ドルで0.7%、対ユーロでも1.6%上昇しました。

#### 今後の見通し

最近の大幅下落により世界の株式市場は年初来ほぼ横這い圏まで大きく調整しており、株式市場は徐々に落ち着きを取り戻すものと予想されます。以下の要因から株式市場が本格的な下落トレンド入りするとは見ておらず、世界の株式市場は中期的には反発に転じると予想します。

#### 堅調な経済ファンダメンタルズ(基礎的条件)

世界経済のエンジン役の1つであった米国経済の減速は緩やかなものにとどまり、2007年も2~3%程度の経済成長が見込まれております。そして、企業業績も拡大ペースは鈍るものの、引続き業績拡大が見込めます。また、もう1つのエンジン役である中国経済を始めとした新興諸国経済は引続き高成長が続いております。さらに、欧州経済や日本経済も着実に好転しています。

#### 債券利回りと比べた株式市場の割安性

株式市場下落を受けて米10年国債利回りは4.7%を下回る水準に低下しました。企業業績の拡大とあわせて株式市場の相対的割安感(益利回り、配当利回り)は強まっています。また、サブプライムローン問題への懸念が強まり、質への逃避から更に債券金利が低下すると、株式の割安感が強まることから、株式市場の下支えになると予想されます。

#### 金融政策への期待感の高まり

上記の通り世界の中央銀行はサブプライムローン問題に迅速な対応を見せています。市場では次回9月のFOMC(米国の金融政策を決定する会議)における利下げが織り込まれるなど、金融政策に対する期待感が株式市場を下支えすると見られます。

#### 企業の株主還元策強化の動き

良好な業績見通しを受け、企業は配当や自社株買いといった株主還元策を今後も強化する傾向があるため、株式市場の下支えになることが期待されます。

#### M&A(企業の合併・買収)期待の継続

投資家のリスク回避志向が強まれば、リスクの高い買収案件は減少することが予想されます。しかし一方では企業業績の拡大による手元現金の増加が続くことや、昨今の資源、銀行セクター再編で見られるように、グローバルな競争を勝ち抜くための業界再編が今後も進む可能性は高く、引続き買収期待が株価支援材料になると考えられます。

本資料は、投資家の皆様に情報提供を行う目的で、みずほ投信投資顧問(以下、当社と言います)が作成したものです。本資料の作成にあたり当社は、情報の正確性等について細心の注意を払っておりますが、その正確性、完全性を保証するものではありません。本資料に記載した当社の意見等は、本資料の作成日現在のものであり、今後予告無しに変更されることがあります。また、本資料に記載した当社の意見等は、将来の株価等の動きを保証するものではありません。

為替市場についても、海外では欧州地域を中心に追加利上げ実施の可能性が残る一方、日本では低金利が続いています。そのため、内外金利差は依然として大きく、引き続き「円キャリートレード」や個人投資家の海外証券投資が活発に行われる環境に大きな変化は見られないことから、急激な円高が続くことは想定しにくい状況です。

## 【国内株式市場について】

本日の国内株式市場は、東証株価指数(TOPIX)で前日比 26.69 ポイント( 1.67%)下落し、1,567.46となりました。昨日からの2日間の下落は4.27%に達し、年初来安値を大きく割り込みました。国内株式下落の背景には、米国サブプライムローン問題に端を発したリスクマネーの収縮があると見られます。このリスクマネーの収縮は、ヘッジファンド等複数の運用主体を巻き込んだ負の連鎖を伴い、複雑な証券化でローンが転売されるなど全体像が見えにくいだけに市場の不安感が増幅されています。また、リスクマネーの収縮により国際金融市場での企業の債券発行に急ブレーキがかかっているとの指摘もあり、この状況が長く続くと企業の経営、企業業績、各国経済にマイナスの影響を及ぼす可能性があります。当面はこの問題がどの程度实体经济に影響を及ぼすか見極める必要があるとみています。

一方で日米欧の主要中央銀行は、先週後半から金融市場に巨額の資金を供給し、金融機関が決済不能に陥る「金融システム危機」の発生を防ぐ手立てがとられています。各国が協調して時局に当たることで、信用不安の広がり、市場金利の急上昇を抑える効果が期待されます。

国内のファンダメンタルズにつきましては、マクロ景気は 2007 年前半を中心とした中弛み局面を秋口には脱出する見通しが大勢となっています。家計部門は雇用・所得環境を中心に改善傾向にあり、天候要因や税制改正などによる下押し圧力を除いた個人消費の基調は底堅く推移するとみています。また、設備投資に対する企業の積極姿勢は変わらず、早晩のデフレ脱却が視野に入るなか、設備投資主導の景気回復が持続し、2007 年度後半からは国内景気は再び拡大基調に戻るとみています。企業収益については、上場企業(全産業)の 2007 年度第 1 四半期の経常増益率を見ると、途中集計ながら前年同期比 19.5%増(8/4 時点、日本経済新聞社調べ)と堅調に推移しています。通期見通しについては、上記のサブプライムローン問題と米国景気の減速、為替の円高傾向などから期初時点の見通しを変更しない企業が多く、増益率は小幅に留まると予想されています。しかし、当社では、堅調な国内景気、新興国経済拡大の恩恵を考慮すれば、企業収益の好環境は持続すると見ており、上方修正余地は大きいと判断しています。

このような状況の中、国内株式市場については、海外株式市場が落ち着きを取り戻すまでは、短期的には乱高下する局面も想定されます。また、為替の円高傾向もファンダメンタルズへの悪影響が懸念されるため注意が必要ですが、中長期的には、堅調な企業収益や株主重視型経営の進展が国内株式市場を底支えし、徐々に下値を固める展開を予想しています。

## 【J-REIT市場について】

6月以降、J-REITの投資口価格は低迷しています。8月16日の東証REIT指数は、1,934.75ポイントと、指数の高値である5月31日と比較して26%下落しました。

これまでの上昇の調整といった側面に加え、以下の要因もあるものと見られます。

米国サブプライムローン問題の影響により、米国株式市場が調整局面となっていること。上記に関連し、欧米の機関投資家などが、サブプライムローンの債権を担保にし、証券化された金融商品を保有しているため、リスクの所在が見えにくくなっており、当該問題の収束時期が不透明なこと。

東京証券取引所が発表したJ-REITの投資部門別売買動向によると、外国人投資家が、6月の376億円に続き7月も203億円の売り越しとなり、J-REIT市場の需給が悪化したこと。

前述の については、サブプライムローンの問題は重大ではありますが、各国の中央銀行が信用収縮懸念を払拭するため、市場への十分な資金供給を行うと想定されることから過度に懸念する必要はないと考えます。 については、外国人投資家の動きは前述の に連動しているものと思われ、金融市場が落ち着きを取り戻せば、再度買い越しに転じるものと思われれます。

今後のJ-REIT市場については、短期的な調整局面は考えられますが、中長期的には底堅く推移するものと考えます。要因としては、以下の2点が挙げられます。

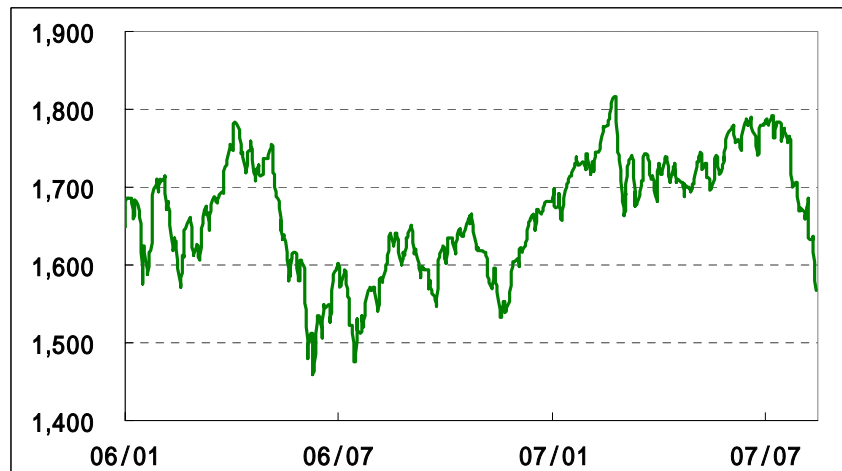
7月末の東京都心5区オフィスビルの空室率は2.80%、坪当たりの平均賃料は20,896円（前年同月比12.35%増）と、オフィス市況は堅調に推移しており、賃料収入の増加が更に期待できる局面と考えられること。

投資口価格の低迷に伴い、新発10年物国債利回りとJ-REITの市場平均利回りとの差が1.8%程度と相応の水準まで上昇していること。

(ご参考: NYダウ工業株 30 種の推移 2006 年 1 月 2 日 ~ 2007 年 8 月 15 日)



(ご参考: 東証株価指数(TOPIX)の推移 2006 年 1 月 4 日 ~ 2007 年 8 月 16 日)



(ご参考: 東証REIT指数の推移 2006 年 1 月 4 日 ~ 2007 年 8 月 16 日)



(出所: いずれも Bloomberg よりみずほ投信投資顧問が作成)

以上

本資料は、投資家の皆様に情報提供を行う目的で、みずほ投信投資顧問（以下、当社と言います）が作成したものです。本資料の作成にあたり当社は、情報の正確性等について細心の注意を払っておりますが、その正確性、完全性を保証するものではありません。本資料に記載した当社の意見等は、本資料の作成日現在のものであり、今後予告無しに変更されることがあります。また、本資料に記載した当社の意見等は、将来の株価等の動きを保証するものではありません。