

みずほマーケット・トピック(2014 年 1 月 28 日)

最近の日経平均株価の下落などについて

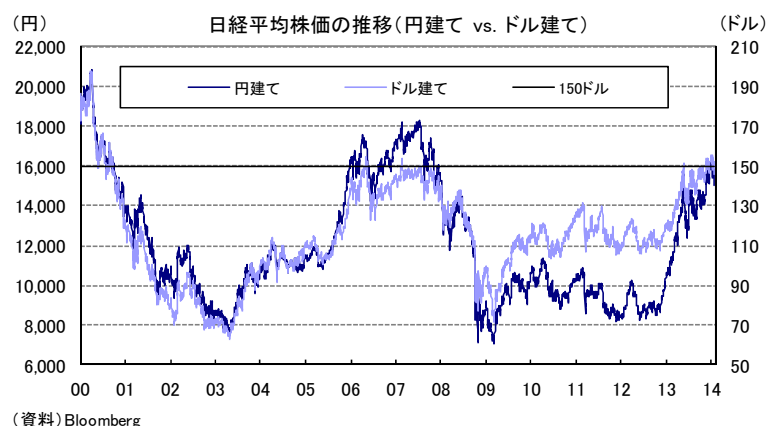
本欄では執拗に「ドル建て日経平均株価 150ドル超えを維持するのは困難」との主張を繰り返してきた。結局、昨年 11 月以降の上昇局面も年初の 155 ドル付近をピークに勢いを失っており、2007 年 2 月につけた最高値(154 ドル)と概ね同水準で跳ね返された格好。昨年の日本株買い越し額は円建てで 14.7 兆円、ドル建てで 1598 億ドルとなっており、円建てで見ればさほど目立つものではないが、ドル建てでは経験の無い大きさまで膨らんでいた。日本株には「円高が決して許されない状態」まで海外勢の期待が詰め込まれていたと考えられる。なお、巨大な貿易赤字や高まる輸入浸透度を前に、「円安だから株高なのだ」という安直な発想がいつまで正当化されるのか、そろそろ真剣に考えなければならない時期が訪れているように思う。賃上げ原資は雇用規制緩和で捻出されるべき筋合いにあり、円安・株高から賄えるものではないだろう。

～限界まで膨らんでいた海外勢の日本株期待～

為替相場は依然として先週末の市場混乱の傷跡が癒えておらず、ドル/円相場も102円台後半に定着するのがやっとという状況にある。昨日の日経平均株価(終値)は前日比▲385.83円安の15005.73円で一時は15000円の大台を割り込む展開となっている。急騰していたアルゼンチンペソの実質為替レートがこのタイミングで調整するとは予想できなかったが、本欄では

執拗に「ドル建て日経平均株価150ドル超えを維持するのは困難」との主張を繰り返してきた。結局、昨年11月以降の上昇局面も年初の155ドル付近をピークとして勢いを失い、2007年2月につけた最高値(154ドル)と概ね同じ水準で跳ね返された格好である。

円安・株高の安倍相場が始まって以降では、昨年5月下旬に続く2度目の150ドル超えチャレンジだったわけだが、結局、今回も失敗に終わった。国際金融市場がリスクオフモードに傾斜すれば、これまで積まれていた円売りポジションの巻き戻しが入り、円高が進む。元より、



年初来54週の株式への対内証券投資累計

	円建て(兆円)	ドル建て(億ドル)
2005年	18.9	1,134
2006年	18.2	690
2007年	23.5	322
2008年	-9.8	-730
2009年	-7.7	-15
2010年	9.1	257
2011年	21.5	4
2012年	7.4	253
2013年	14.7	1,598

(資料) 財務省、Bloomberg。※各年、年初来54週での買い越し累計額。
各週データのドル換算には金曜日の終値(Bloomberg)を使用。

ドル建てで見た日経平均株価が歴史的な高値水準にあったことを踏まえれば、少しの円高でもドル建てで見た日本株の割高感は一気に大きくなる。結局のところ、日本株調整の背景は円高であり、円高の背景は海外という昔からのメカニズムである。2013年の日本株の買い越し額は円建てで14.7兆円、ドル建てで1598億ドルとなっており、円建てで見ればさほど目立つものではないが、ドル建てでは経験の無い大きさである(前頁表)。ここもとの日本株は「円高が決して許されない状態」まで海外勢の期待が詰め込まれていたと考えるべきだろう。

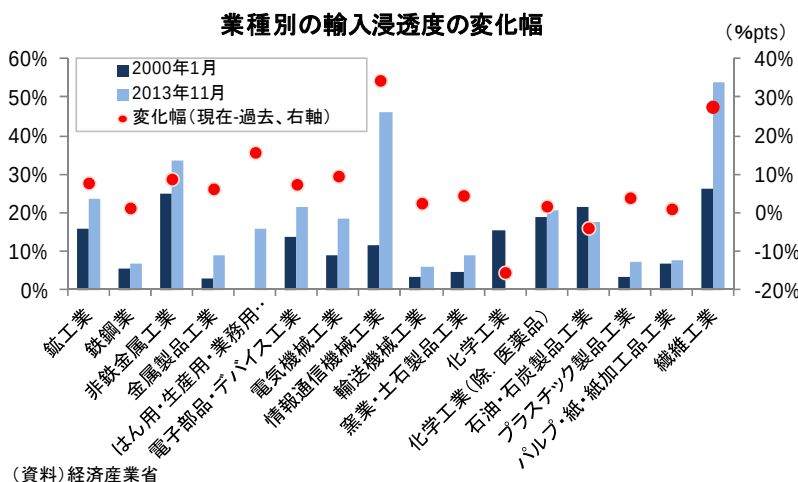
～インフレが止まるなら円安・株高も止まるのが必然～

なお、足許の円高・株安を先週の日銀金融政策決定会合における現状維持に求める向きもある。これは、明らかに無理筋である。会合で発表された内容はほぼ完全に市場期待のど真ん中と言っても過言ではなく、市場変動をもたらす筋合いはない。ただ、声明文において「消費者物価の前年は、当面、プラス幅を拡大するとみられる」との表現が「消費者物価の前年比は、消費税率引き上げの直接的な影響を除いたベースでみて、暫くの間、1%台前半で推移するとみられる」に変更され、インフレ率ピークアウトを日銀が示唆し始めたことは、少なくとも理論的には円安・株高の修正を意味する。繰り返しになるが、円安と株高を一度に正当化できる物価状態はインフレであり、今のところ消費者物価指数(CPI)はその通りに動いてきた。当面はその動きが止まることが示唆されたのだから、円安・株高も小康状態になって当然と言えば当然ではある。

～「円安だから株高」という発想に向き合う時～

もちろん、物価情勢如何に拘わらず、円安が企業業績を押し上げているのであれば、たとえ一時的に円高に振れたとしても、ここまで急激に株安になる必要はない。だが、昨日発表された12月貿易収支からも分かるように、結局、円安効果をフルに受けたであろう2013年は▲11兆4745億円と過去最大の赤字を大幅に更新した。暦年で3年連続赤字が続くのは現行統計開始以来で初めてのことである。また、本欄2013年1月16日号『燃料だけではない「円安→輸入インフレ」の実態』でも議論したように、既に日本ではあらゆる財・業種において輸入浸透度(国内出荷に占めるに占める輸入品の比率)が高まっており、国内で価格転嫁できない限りにおいては、むしろ円安が企業にとって不利になるような産業構造に変わりつつある(図)。これは物価面から言えば、円安にすればするほど、物価が高くなり易い、「物価の為替色が強い」状況であることも意味する。

こうした状況を客観的に認識すると、「円安だから株高なのだ」という安直な発想がいつまで正当化されるのかそろそろ真剣に考えなければならない時期が訪れているように思う。最近、「円安のコスト」が議論されるような場面が日本でも増えているが、これは過去にはあまり見られなかった光景



である。少しずつであるにせよ、日本経済が円安に向き合う姿勢が変わり始めているのは確かである。昨年4月、米倉弘昌・元経団連会長が100円付近で推移するドル/円を指して、「このへんが限度かなという気もする」と述べたことが報じられたが、経団連会長が円安方向の動きを牽制するような発言を行うことは歴史的にも稀なことだろう。

～賃上げ原資は雇用規制緩和から～

いずれにせよ、既存のリフレ政策(≡円安・株高政策)で日経平均株価を持続的に持ち上げることに拘るのであれば、裁量的なマクロ経済政策に加え、硬直的な雇用法制を打破することによって賃上げ原資を社会全体で捻出することが絶対に必要であると筆者は考えている。賃上げ出来なければ、円安・物価高による実質所得の目減りしか残らない。日本で賃上げが難しいのは極端な不利益変更法理が幅を利かせ、上げたら簡単に下げられないからである(さらに言えば、正規で雇用すれば解雇が実質不可能となるような、鉄壁の解雇権濫用法理も問題である)。これは、いわゆる「三本目の矢」が狙うべき的であり、今後の安倍政権に最も期待したいアクションの1つである。

以 上

国際為替部
マーケット・エコノミスト
唐鎌 大輔(TEL:03-3242-7065)
daisuke.karakama@mizuho-bk.co.jp

当資料は情報提供のみを目的として作成したものであり、特定の取引の勧誘を目的としたものではありません。当資料は信頼できると判断した情報に基づいて作成されていますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。ここに記載された内容は事前連絡なしに変更されることもあります。投資に関する最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願い申し上げます。また、当資料の著作権はみずほ銀行に属し、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。

バックナンバーをご希望の方は以下のサイトからお取り頂くことも可能です

<http://www.mizuhobank.co.jp/forex/econ.html>

発行年月日	過去6か月のタイトル
2014年1月27日	新興国市場の大荒れと円相場、当面の見通しなどについて
2014年1月24日	週末版(ユーロ圏11月国際収支について～需給面で支えられるユーロ相場～)
2014年1月23日	日銀金融政策決定会合を終えて～CPIピークアウトへの布石～
2014年1月22日	IMF世界経済見通し改定～ユーロ圏のデフレ確率は10-20%～
2014年1月21日	BIS実質実効為替レートで見た直近の円相場について
2014年1月20日	最近のEONIA(ユーロ圏無担保翌日物平均金利)上昇について
2014年1月17日	週末版(対外直接投資と円相場について～為替への影響は両サイド～)
2014年1月16日	燃料だけではなく「円安→輸入インフレ」の実態
2014年1月15日	円キャリー取引の検証～外銀本支店勘定は5年ぶりの水準へ～
2014年1月14日	潜在成長率が半減するユーロ圏～ユーロ圏四半期報告書～
2014年1月9日	週末版(ECB理事会を終えて～「悪いこと」に慣れ過ぎているECB。政策変更のトリガーが視界不良に～)
2014年1月8日	ECB理事会プレビュー～デフレ懸念を横目に現状維持～
2014年1月7日	2014年の円相場の見通し、論点おさらい
2013年12月27日	週末版
2013年12月26日	2013年を終えて～ブラザ合意以来の動きに挑む2014年～
2013年12月20日	週末版(動き出したユーロ圏単一清算基金(SRF)～主要論点の整理～)
2013年12月19日	FOMCを終えて～強まる「放って置けば円安」の地合い～
2013年12月18日	ユーロ圏労働コストから聞こえるデフレの足音
2013年12月17日	「アスムセンなき政策理事会」を考察する
2013年12月16日	最近の相場をどう解釈すれば良いのか
2013年12月13日	週末版(流動性逼迫とユーロ上昇、そして国債ウェイト問題などについて)
2013年12月10日	米7～9月期資金循環統計～米家計は約6年ぶりの貯蓄不足～
2013年12月9日	米11月雇用統計と年内taperingの行方などについて
2013年12月6日	週末版(ECB理事会を終えて～存在感を増す為替関連の問答～)
2013年12月5日	直近の対内・対外証券投資とドル建て日本株投資の過熱感
2013年12月4日	緩和観測は海外勢の希望的観測～春先に似る過熱感～
2013年12月3日	103円台と整合的な実質レート及び物価などを考える
2013年12月2日	ECB理事会プレビュー～現状維持も、リスクはM3か～
2013年11月29日	週末版
2013年11月27日	ECB、「次の一手」の整理～5つの選択肢を点検する～
2013年11月26日	ユーロ圏M3で見るユーロ相場の展望などについて
2013年11月25日	ECBも「連想ゲーム」に巻き込まれるのか
2013年11月22日	週末版(年金運用改革に係る雑感などについて～インフレ対策というよりも、諸外国対比の是正が主眼～)
2013年11月20日	本邦10月貿易統計などについて
2013年11月19日	最近の欧米資本フローから見る為替相場
2013年11月18日	再び挑むドル建て日経平均「150ドル」の壁
2013年11月15日	週末版(ユーロ圏7～9月期GDPなどについて～今後の焦点は加盟国間の成長率格差に～)
2013年11月14日	衆院解散表明から1年～「良いとこ取り」から「平常運転」へ～
2013年11月13日	バイトマン独連銀総裁による国債リスクフリーの否定を考える
2013年11月12日	ユーロ圏の主導するグローバルインバランスの拡大
2013年11月11日	11月ECB理事会について～ドラギ・ブットの芽生え？～
2013年11月8日	週末版
2013年11月7日	生保下期運用計画などからみる円相場の今後
2013年11月6日	欧州委員会秋季経済見通し～不安な内需主導シナリオ～
2013年11月5日	ECB理事会プレビュー～11月は現状維持も論点は多数～
2013年11月1日	日銀金融政策決定会合を終えて～市場出身審議員による警鐘は重要～
2013年10月30日	ノボトニー発言の読み方などについて
2013年10月29日	2014年、ユーロ圏銀行同盟の一里塚に絡む不安
2013年10月28日	低下する円相場のボラティリティとユーロ/ドルの警戒サイン
2013年10月25日	週末版(ユーロ圏固有のユーロ買い要因を考える～過剰流動性減少やドイツ市場の活況～)
2013年10月22日	Jカーブ効果を諦める時なのか？
2013年10月21日	勢いづく「敵手のユーロ高」の行方
2013年10月18日	外貨準備の民間委託報道などについて～「外貨準備の増加」は良いことか、悪いことか～
2013年10月11日	『2013年秋季IMF国際金融安定性報告書』について～分断化(fragmentation)の計量分析など～
2013年10月9日	2013年秋季IMF世界経済見通しについて
2013年10月8日	「火遊び」によるドル売りは買い場か
2013年10月7日	「2年で2%」の旗の降ろし方～日銀会合を終えて～
2013年10月4日	週末版(2大ドル売り材料を受けた為替相場の現状～ユーロは長期平均からも上離れへ～)
2013年10月3日	ECB理事会を終えて～芽生えるユーロ相場への高値警戒～
2013年10月2日	ECB理事会プレビュー～少なくとも期待するLTROアナウンス～
2013年10月1日	日銀短観(9月調査)～業況改善の裏で気掛かりなコスト環境～
2013年9月27日	週末版(対内証券投資を引き戻すカードはあるか～「期待に働きかける」局面を超えて～)
2013年9月26日	家計部門の外貨運用の現状と展望について
2013年9月24日	「決められないオバマ」はドル売り要因か？
2013年9月20日	週末版(13年6月末時点の本邦家計資産の状況～増加した内貨性リスク資産、減少した外貨性資産～)
2013年9月19日	FOMC(9月17～18日開催分)を終えて～4つの論点で考える～
2013年9月18日	欧米の証券投資動向と為替相場の関係などについて
2013年9月17日	次期FRB議長人事を巡る動向について
2013年9月13日	週末版(「懐かしのパターン」を警戒するユーロ相場～俄かに高まる南欧債利回り～)
2013年9月11日	何故ドル相場の上値は重いのか？～4つの理由で考える～
2013年9月10日	日米金利差とドル/円相場について～2年「1%ポイント」が鍵～
2013年9月9日	五輪開催決定、雇用統計、そしてFOMCの読み方
2013年9月6日	週末版(ECB理事会を終えて～「次の一手」は意外に近いか～)
2013年9月5日	米貿易収支について～ドル買い相場の援軍に～
2013年9月4日	ECB理事会プレビュー～慢心なく現状維持へ～
2013年9月3日	9月末に注目する配当金と円相場の関係～ドル/円の重石？～
2013年9月2日	taperingの煽りを食らうのはユーロ？
2013年8月30日	週末版
2013年8月29日	対内・対外証券投資動向が示すドル/円の底堅い理由
2013年8月28日	「有事のドル買い」に至らない理由などについて
2013年8月26日	米7月新築住宅販売件数の急落などについて
2013年8月23日	週末版(次に売られそう新米国通貨は……～東欧通貨は乗り切れるのか～)
2013年8月22日	FOMC議事要旨(7月30～31日開催分)について
2013年8月21日	豪ドル相場の水準感について
2013年8月20日	新興国通貨の急落について～ラジャンでも手詰まり感拭えず～
2013年8月19日	本邦7月貿易収支について～遂に数量指数が増加へ～
2013年8月16日	週末版(ユーロ圏経済はデイクオフ(離陸)し始めたのか？～「今がピーク」のリスクも～)
2013年8月14日	米7月小売売上高や米家計部門のB/S調整の進捗について
2013年8月13日	法人税減税とデフレギャップに求められる「新たな縮小余地」
2013年8月12日	本邦4～6月期GDPを受けて～3つの点からレビュー～
2013年8月9日	週末版(ECBバランスシートの縮小について～4つ目のユーロ買い要因？～)
2013年8月8日	2013年上半期国際収支を受けて～基礎収支の劣化は鮮明～