みずほマーケット・トピック（2014 年 2 月 5 日）

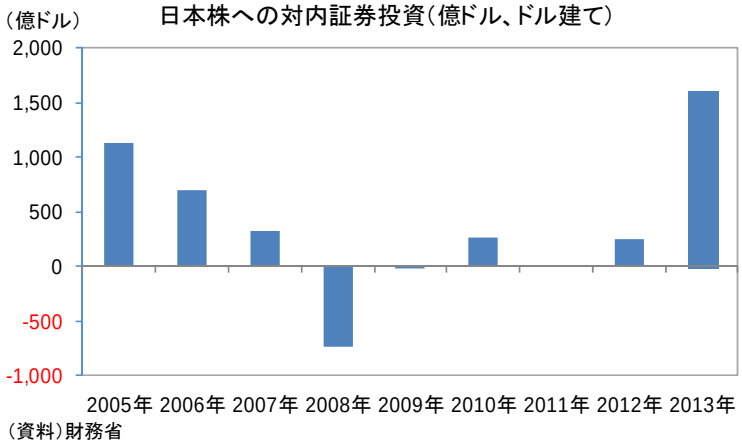
円安と株高の出自は違う～最近の為替・株式相場について～

最近の日経平均株価の急落は、ドル建てでの無理が祟ってピークアウトした印象が強い。片や、株が落ちている割にドル/円は比較的堅調である。そもそも円安と株高は出自が違うのであるから、調整スピードも違って当然である。円安は需給、株高は期待に支えられている部分が大きい以上、両者の調整が対称的に進むとは限らない。しかし仮に、「円安は需給、株高は期待」という理解が浸透した場合、期待が現実に変わらない限りは株安方向への調整が遠慮なく進む一方で、円高方向への調整は限定的に成る可能性もある。それは最悪のシナリオ。株安と円高に強い結びつきがあると思われている今のうちに、「第三の矢」が進展することを期待したい。

～ドル建てでの無理が祟ってピークアウト～

昨日の為替及び株式市場では引き続きリスクを落とす地合いが続いた。日経平均株価は前日比▲610.66 円の 14008.47 円で引け、海外時間のドル/円は一時 100.76 円まで値を落とす場面が見られている。本欄で執拗に主張しているように日本株はドル建てでの無理が祟ってピークアウトしたと言わざるを得ない。日本株が上昇する過程では「日本はインフレになるのだから株は上がって当然」や「海外投資家が日本株のポートフォリオシェアを引き上げている」などの主張が散見されたが、そもそも円安で輸出数量が伸びておらず、コストプッシュインフレにより実質賃金が下落している状況下、株だけが騰勢を強めるにはやはり無理がある。

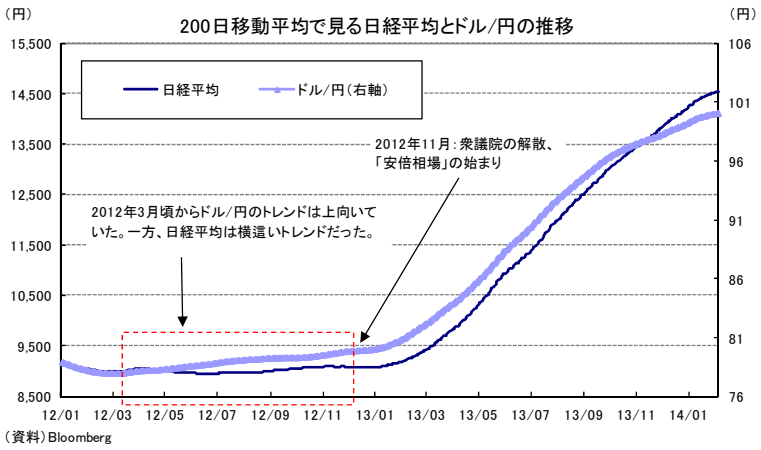
もちろん、ムードや期待を軽視するつもりはない。民間部門（特に企業部門）が貯蓄過剰となっているにも拘わらず、消費・投資行動を手控えているのは期待が委縮してしまっている部分が小さくないのだろう。問題は、株の弱気予想に対する反駁材料がそうした定性的なものしかないことである。輸出数量が増え、生産が伸び、設備投資が増え、そして賃金が上がるという王道を歩み始めてこそ、安心して株価上昇を見守ることができる。昨年末にかけて、僅かな輸出数量の増加が見られ始めているので、これが持続して賃金も追随してくれば株価の戻りも期待できるが、現時点ではそこまで至っていない。財務省の『対外及び対内証券売買契約等の状況』によれば、2013 年通年で日本株への買い越しは約 1600 億ドルに及んだが、これは 2005～2006 年の金融バブル絶頂時を凌駕する規模である（図）。ドル/円が 110 円まで上昇すると仮定し、日経平均株価は 16500 円（ドル建てで 150 ドル）が 1 つの節目になると筆者は考えている。



（資料）財務省

～値持ちするドル/円の背景～

片や、株が落ちている割にドル/円は比較的堅調である。この点も本欄で繰り返し強調している点だが、そもそも円安と株高は出自が違うのであるから、調整スピードも違って当然である。端的に言えば、円安は需給、株高は期待に支えられている部分が重要である。趨勢を表す 200 日移動平均線で見た場合(図)、日経平均株価が上昇に転じたのは 2013 年初頭だが、ドル/円相場は2012年3月頃である。これは2011年3月の東日本大震災を境として貿易赤字が定着し、需給構造が変わったことがラグを伴って為替市場に効いてきているのであって、アベノミクスという言葉が世に生まれる前から芽生えた動きであることが重要である。



元々日経平均株価は「少しでも円高へ振れればドル建てで割高」という水準にあったため、少々の円高にも過敏な反応を示す素地があったのに対し、基本的に売りに傾斜している円相場の上昇余地は限られているため、過去 2 週間で両者の調整スピードに差が出たのだろう。但し、円高・株安が大分進んだことでドル建て日経平均株価もボーダーと見られた 150 ドルどころか、今は 140 ドルも断続的に割り込んでおり、日本株へ若干の買い余地が生まれ始めていることも確かである。

～最悪のシナリオになっていないだけマシ～

なお、政権からも最近の円高＆株安を注視する声が聞こえているが、まだ円安＆株安になっていないだけマシだろう。仮に、上述したような「円安は需給、株高は期待」という理解が世の中に浸透した場合、期待が現実に変わらない限りは(≒持続的な賃金上昇が実現しない限りは)株安方向への調整が遠慮なく進む一方で、円高方向への調整は限定的になる可能性がある。株安になったとしても円高になれば、輸入価格抑制を通じて交易条件が改善し、海外への所得流出も抑制されるため、それは企業収益にとってプラスの面がある。最悪のシナリオは株安と円安の同時進行であり、そうなってしまった場合は景況感悪化とコストプッシュインフレが同時進行することになりかねない。株安と円高に強い結びつきがあるかのように思われている今のうちに、安倍政権は「第三の矢」に注力し、期待を現実に転換する政策を打ち出して欲しい。理屈の上では、円安＆株安が定着してもさほど不思議ではないのが日本の現状である。

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に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2月4日	ECB理事会プレビュー～3つの要素で判断する「次の一手」～
2014年2月3日	ユーロ圏、ソフトとハードの間に生じる「ねじれ」をどう考えるか
2014年1月31日	週末版
2014年1月30日	欧州系銀行の新興国向けエクスポージャーなどについて
2014年1月28日	最近の日経平均株価の下落などについて
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	燃料だけではない「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～プ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月雇用統計や年内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・プットの芽生え？～
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「敵失のユーロ高」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（次に売られそうな新興国通貨は・・・～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（ユーロ圏経済はテイクオフ（離陸）し始めたのか？～「今がピーク」のリスクも～）