

## みずほマーケット・トピック(2014 年 7 月 30 日)

## ドル建て日経平均株価から滲み出る過熱感

金融市場全体でボラティリティが低下しているが、その中であって株価の堅調さは目につく。本欄で長らく注目しているドル建て日経平均株価の節目「150ドル」は7月に入ってからほぼ毎日超えており、アベノミクスが取り沙汰されてから最長の高止まり局面という印象。今後は①ドル/円相場が著しく上昇するか、もしくは②円建て日経平均株価が下落するか、いずれかの調整が必要になりそうだが、これまでの経験則からやはり②は警戒したい。問題は、円安&株高(円高&株安)という逆相関がこれまで通り安定し続けるかは分からないということであり、昨今のドル/円相場と日経平均株価の乖離は、株価調整が訪れても円高進行が限定的となる可能性も示唆していそう。

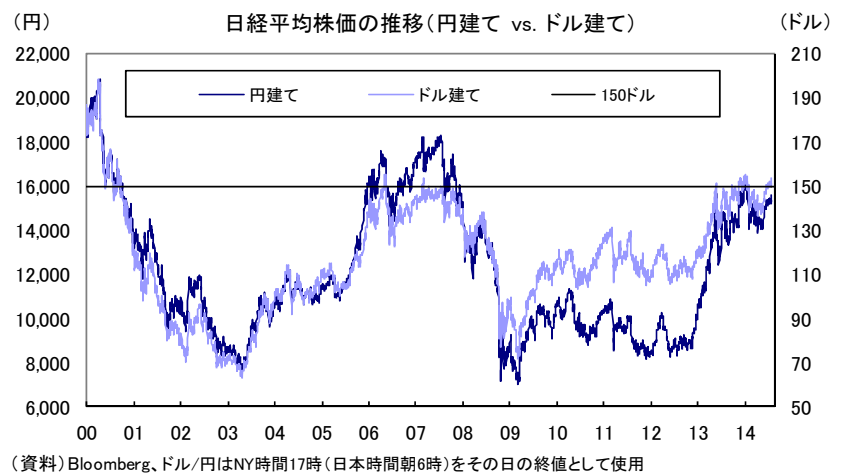
## ～8 営業日連続でのドル/円上昇～

昨日の為替相場もドル全面高の展開で、一時対ユーロで1.3404、対円では102.16円をつけている。なお、対円では8営業日連続での上昇となり、これが2012年10月以降では最長となる。米7月消費者信頼感指数が2007年10月以来の高水準をつけたことが好感された格好だが、今週1日(金)に公表される米8月雇用統計に関し強気な見方が漂っていることも影響していそうである。だが、本当にドル/円相場が方向感を得るためにはそれが利上げ議論に直結するかどうか肝心である。

## ～1か月に及ぶドル建て日経平均株価の「150ドル」超え～

なお、ドル/円相場を筆頭に、金融市場全体でボラティリティが低下しているが、その中で株価の堅調さは目につく。昨日の日経平均株価の終値は15618.7円と半年ぶりに15600円台で引けているが、ドル/円相場が102円付近まで上昇したことも影響しているとはいえ、性急な印象は否めない。

本欄では日経平均株価の水準感を推し量る上で、日本株における外国人投資家のプレゼンスが高いことに着目し、ドル建てでの議論を中心に進めてきた。その際、前回の景気回復局面(2002年1月～2008年2月)以降、「150ドル」が1つの節目となってきたことは繰り返し述べてきた通りであり、18300円付近まで上昇した2007年2月もドル建て



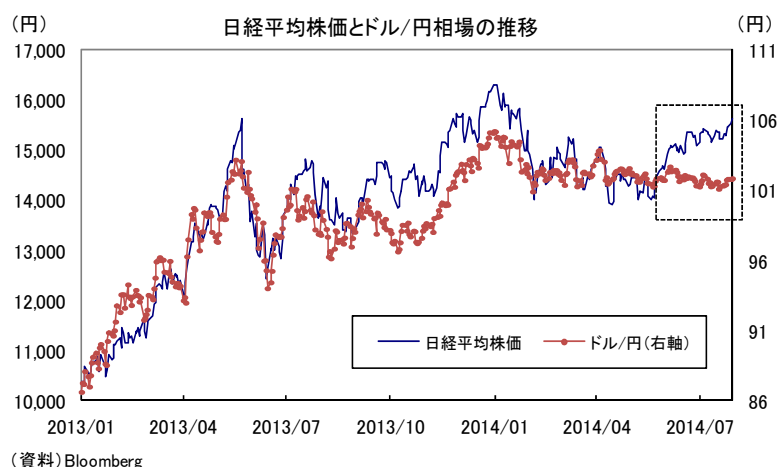
で見れば最大154ドル程度まで上昇して反転した。昨年5月そして昨年末から今年初めにかけての株価の騰勢もやはり同様で、最大154ドル弱まで上げきったところで反転している(それゆえ、正

確に言えば、同チャートで 154 ドルを一つの節目と見るべきかもしれないが、ここではキリの良い 150 ドルで議論を進める)。7 月に入ってからドル/円相場の動きがほぼ失われる一方で、日経平均株価が上離れするような動きが見られており、結果としてドル建て日経平均株価も上昇が続き、昨日時点で 153 ドルをつけている。なお、7 月はほぼ毎日、「150 ドル」以上での推移が続いており、アベノミクスが取り沙汰されて以降、ドル建て日経平均株価は最長の高止まりを実現していると言って良いだろう。

それだけに海外投資家にとっての日経平均株価が相当の過熱感を帯びている可能性も警戒したい。海外投資家のポートフォリオにおいて日本株のシェアが目立って引き上げられるほどのポジティブな材料が政府・日銀から発表されていれば別だが、現状ではそのような動きはない。今後については、①ドル/円相場が著しく上昇するか、もしくは②円建て日経平均株価が下落するか、いずれかの調整が必要になりそうな印象である。足許、米経済指標で良好なものが続いており、これに伴ってドル買いシナリオを支持する向きが多いことを踏まえれば、①のシナリオで走る可能性はあるが、これまでの経験則から②を不安視することも決して的外れではない。

### ～為替から独立しつつある日経平均株価～

問題は、本欄では何度か議論している論点だが<sup>1</sup>、そもそも円安&株高(円高&株安)という逆相関がこれまで通り安定し続けるかは分からないということである。仮に、②のシナリオで円建て日経平均株価が下落した場合、ある程度は一緒に構築されていた円売りポジションも巻き戻され、円高方向への調整は起きるだろう。だが、株安と同程度で円高が進行する保証はなく、需給環境を背景と



した円売りはある程度残る可能性がある。図示されるように、足許では明らかにドル/円相場と日経平均株価の動きに乖離が生じており、今後、株価の調整が到来したとしても、それにどの程度円高相場で付き合うのかは議論が分かれるところではないかと思われる。筆者は、現水準から 10% 程度の大幅な株価調整 (14000 円割れ) があつたとしても、その際のドル/円相場はせいぜい 99～100 円程度の水準を維持できるのではないかというイメージを抱いている。

以上

国際為替部

チーフマーケット・エコノミスト

唐鎌 大輔 (TEL: 03-3242-7065)

[daisuke.karakama@mizuho-bk.co.jp](mailto: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。

<sup>1</sup> 本欄 2014 年 2 月 5 日号『円安と株高の出自は違う～最近の為替・株式相場について～』などをご参照下さい。

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/esgn.html>

発行年月日	過去6か月のタイトル
2014年7月28日	ターゲット型LTRO (TLTRO) の展望とユーロ相場について
2014年7月25日	週末版
2014年7月24日	本邦6月貿易収支について
2014年7月23日	米消費者物価指数 (CPI) を受けて考える為替相場
2014年7月22日	格差が始めたユーロ圏住宅価格～BIS年次報告に絡めて～
2014年7月18日	週末版「事故的なイベント」は押し目の好機～狭いレンジでの処世術～」
2014年7月17日	『展望レポート』中間評価などについて
2014年7月15日	円相場は損益分岐点か？～『さくらレポート』などを受けて～
2014年7月14日	FRB、「今の利上げ」は「将来の利下げ」のため？
2014年7月11日	週末版(ポルトガルの銀行不安を受けて～金融不安は日本化懸念のダメ押し～)
2014年7月10日	巨額和解騒動から派生する決済通貨の多様化論
2014年7月8日	国際収支や対内対外証券投資などから得られる需給イメージ
2014年7月7日	「生活意識に関するアンケート調査」に見る日本経済の現状
2014年7月4日	週末版(ECB理事会を終えて～市場期待に苛立つドラギ総裁は日銀を思い返すべき～)
2014年7月2日	フィリップス曲線にみるユーロ圏の構造変化
2014年7月1日	ECB理事会プレビュー～QEを仄めかしつつ現状維持～
2014年6月27日	週末版「動かない相場」は企業の想定通り？～プラザ合意以降で最小の月間レンジに～)
2014年6月26日	14年前半の終わりを前に～史上最小レンジが視野に～
2014年6月24日	強まった「デフレの足音」～ユーロ圏労働コストなどについて～
2014年6月23日	ユーロ圏貿易収支などについて～縮小均衡？～
2014年6月20日	週末版(実質金利からみる最近の為替相場～ユーロに買い安心感、円に売り安心感～)
2014年6月19日	FOMCを終えて～アップサイドリスクを考える時？～
2014年6月18日	ユーロシステムの流動性と欧米中銀のバランスシート比較
2014年6月17日	成長戦略略案について～雇用規制はあらゆる問題の遠因～
2014年6月16日	麻生財務相発言と「蓄積する現預金」について
2014年6月13日	週末版(オバマ米大統領の空爆示唆から思索する為替相場への影響)
2014年6月12日	今の日本は本当に人手不足か？
2014年6月11日	第二次ユーロフォリア？
2014年6月10日	進行するユーロ圏の日本化現象～金利・為替の現状から～
2014年6月9日	ECBIにまつわる3つの「分かり難さ」
2014年6月6日	週末版(ECB理事会を終えて～「百害あって一利なし」のマイナス金利導入～)
2014年6月4日	ユーロ圏5月消費者物価指数 (HICP) などについて
2014年6月2日	ECB理事会プレビュー～プラスアルファの読み方～
2014年5月30日	週末版
2014年5月28日	2013年末対外資産・負債残高～過去最大の対外純資産に～
2014年5月27日	「5・23」ショックから1年で思うこと～「魅せる」政策は限界に～
2014年5月26日	労働時間規制について～「第三の矢」の担う雇用規制改革～
2014年5月23日	週末版(過去最大の中期債取得とユーロ債動向～順調に織り込まれるECBへの期待～)
2014年5月22日	日銀金融政策決定会合～緩和は「やるも地獄、やらぬも地獄」か～
2014年5月21日	IMF、対ドイツ第4条協議について～財政出動はもはや義務～
2014年5月20日	出生率目標設定も雇用規制緩和に通ず
2014年5月19日	ドルはどうして上がらないのか？～需給面からの解説～
2014年5月16日	週末版(ユーロ圏1～3月期GDPについて～6月緩和は既定路線に～)
2014年5月15日	欧州議会選挙プレビュー～「真の危機」はブリュッセルにあらず～
2014年5月13日	米金利低下の背景～むしろ間違っているのは米株か？～
2014年5月12日	13年度国際収支統計～強まる「成熟した債権国」の傾向～
2014年5月9日	週末版 (ECB理事会を終えて～賽は投げられた。始まる為替市場との心理戦～)
2014年5月8日	イエレンFRB議長議会証言について～利上げ観測の牽制～
2014年5月7日	ECB理事会プレビュー～無駄打ちを避け現状維持～
2014年5月2日	週末版(下振れるユーロ圏のインフレ期待などについて～マイナス圏へ沈むイタリア、スペイン～)
2014年5月1日	日銀金融政策決定会合や「展望レポート」を受けて
2014年4月25日	週末版(南欧債の金利低下をもたらす3つの要因～国債管理体制に組み込まれるユーロシステム～)
2014年4月23日	オーストラリア経済や豪ドル相場は持続可能なのか？
2014年4月21日	円キャリー取引を巡る環境について
2014年4月18日	週末版(日米欧の物価比較～PPIではもうデフレ。鮮明になってきたユーロ圏の劣後～)
2014年4月17日	完全雇用の背後にあるもの～賃上げ犠牲の果てに～
2014年4月16日	米為替政策報告書～滲み出るドイツ及びユーロ圏への不満～
2014年4月15日	説得力に欠けるユーロ高牽制～通貨政策への傾斜を考える～
2014年4月14日	アベノミクスを巡る国内外の温度差～豪州出張を終えて～
2014年4月11日	週末版
2014年4月7日	ECB版QEについて～14年4月3日は日銀化記念日～
2014年4月4日	週末版 (ECB理事会を終えて～「限りなく緩和に近い現状維持」。市場期待は臨界点へ～)
2014年4月3日	物価上昇は価格転嫁と賃金上昇が求められるステージへ
2014年4月2日	外貨準備構成通貨の内訳～ユーロ比率はボトムアウト？～
2014年4月1日	ECB理事会プレビュー～マジックを見せるなら今～
2014年3月28日	週末版(ユーロ圏M3や民間向け貸出について～貸出減少は本当に年内までか？～)
2014年3月26日	本邦10～12月期資金循環統計～際立つリスク性資産の伸び～
2014年3月25日	遂に動き出す欧州銀行同盟～不安を抱えながらの船出～
2014年3月24日	拡大する日米経常収支格差～対照的な日米需給動向～
2014年3月20日	週末版(FOMCを終えて～金利差が幅を利かせるのは14年後半から15年初か～)
2014年3月14日	週末版
2014年3月11日	今一度整理する経常収支の意味～「稼ぐ力」の誤解～
2014年3月10日	本邦1月国際収支などについて～年度赤字転落が視野に～
2014年3月7日	週末版 (ECB理事会を終えて～予想外の「手ぶら」、完全なるゼロ回答を決定～)
2014年3月6日	最近の証券投資動向～スタートダッシュに躍いた日本株～
2014年3月4日	ウクライナ情勢がEU & ユーロ圏へもたらす影響などについて
2014年3月3日	ECB理事会プレビュー～「手ぶら」は想定し得ない情勢～
2014年2月28日	週末版
2014年2月26日	欧州委員会冬季経済予測を受けて～デフレの分析～
2014年2月25日	佳境を迎えるECBの情報収集～プレ・プレビュー～
2014年2月24日	G20財務相・中央銀行総裁会議を終えて
2014年2月21日	ユーロ圏消費者信頼感指数やGDP稼働率、設備投資などについて
2014年2月20日	相次ぐユーロ高牽制の読み方～高コスト温存の代償として～
2014年2月19日	日本化を否定する独連銀理事講演の読み方
2014年2月18日	本邦10～12月期GDP統計に見る「実感なき景気回復」
2014年2月14日	週末版(ユーロ圏にとって期待インフレ率とは何か？～各種指標でみるユーロ圏の期待インフレ～)
2014年2月13日	混沌度を深めるECB政策運営～マイナス金利報道を受けて～
2014年2月10日	基礎的需給などで見る円相場～2013年国際収支を受けて～
2014年2月7日	週末版 (ECB理事会を終えて～現状維持というよりも緩和先送り～)
2014年2月6日	「リスク回避のユーロ買い」の考察～「資本流出への防波堤」～
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～
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