

みずほマーケット・トピック(2014 年 12 月 3 日)

## 「日本売り」に対する所感～懸念は尚早だが・・・～

10月31日のハロウィン緩和(QQE2)に始まり、消費増税先送り、解散総選挙そして一昨日の日本国債格下げなど、日本絡みの派手なイベントが立て続く中で円が売られているため、「これは日本売りを含むものなのか」という照会を受けることが多い。結論から言えば、現段階で市場が「日本売り」をテーマ視していると考えるのは尚早だろう。ベースコストの背景にある真因を特定することは難しく、CDS も水準自体は低い。そもそも「日本売り」ならば株は買われないが、日経平均株価は年初来高値圏を維持している。但し、金利は金融緩和で、為替や株は公的年金改革などを通して需給が歪められている以上、「見えにくいリスク」を感じようとする姿勢は重要。

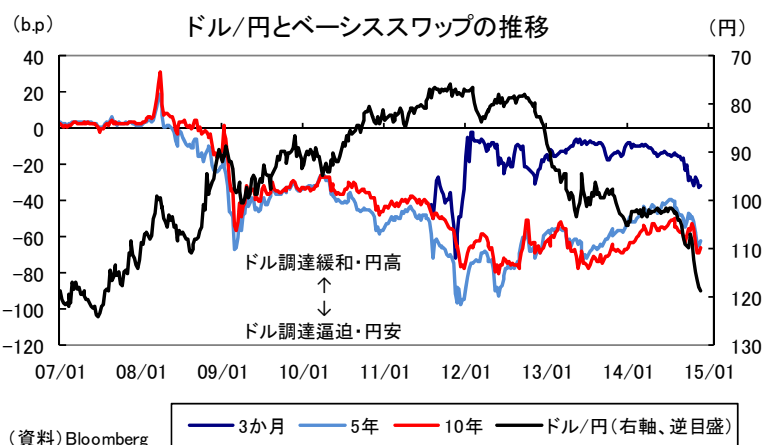
### ～「原油安はドル高」のシナリオがやはりメイン～

昨日の為替市場はドル相場が上昇する展開となった。目立った経済指標はなかったが、フィッシャーFRB 副議長が FOMC 声明文における「相当な期間」の文言削除を仄めかし、原油下落に関しても(デフインフレ経由の緩和延長ではなく)、それが米経済に対してプラス材料と成り得るとの認識を示したことがドル買いの口実となった模様である。今週月曜の本欄『原油価格下落が円・ドル・ユーロに与える影響について』では原油安が米金融政策に与える影響としてドル安(原油安→デフインフレ→緩和延長)とドル高(原油安→景気回復→正常化路線継続)の2つのシナリオがあることを紹介し、後者がメインと述べたが、フィッシャー副議長の発言はその見方を補強するものであったように思われる。こうした中でドルは対ユーロで 1.2377、対円で 119.29 円まで上昇している。

### ～「日本売り」のテーマ視は行き過ぎ～

10月31日のハロウィン緩和(QQE2)に始まり、消費増税先送り、解散総選挙そして一昨日の日本国債格下げなど日本絡みの派手なイベントが立て続く中で円が売られているため、「これは日本売りを含むものなのか」という照会を受けることが多くなっている。円投・ドル調達に係るベースコスト上昇、CDS 上昇などを捉えてそのような論調が展開されている印象だが、

現段階で市場が「日本売り」をテーマ視しているとは考え難い。ベースコスト上昇は今夏に始まったものであり QQE2 との直接的な関係があるとは限らないし、上昇の背景がソブリン信用に関わるも

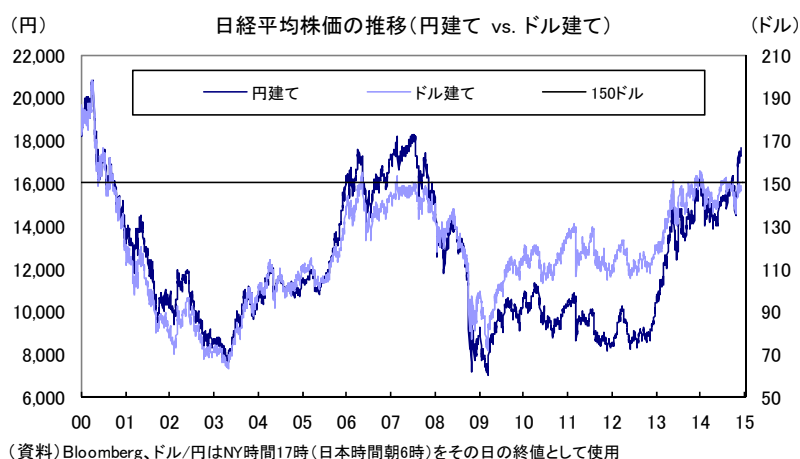


のなのか、それとも外債投資や事業法人のドル手当などを受けた前向きな実需なのかを切り分けることは難しい。CDS に関して言えば、方向感として上昇していることは指摘できても、水準自体は低いものである。もちろん、QQE2 や格下げを受けてこうした動きが加速したことをアラームと受け止める謙虚さは必要であり、特に金利市場が「自警団」の機能を果たせない現状を踏まえれば、尚のことその思いは強まる。しかし、だからと言って「日本売り」がテーマ視されていると考えるのは飛躍があるように思われる。

### ～「日本売り」なら株は買われたい～

何より、一時期と比べその不安定さを指摘する声はあれども、円安・株高の関係性はまだ維持されている。本当に「日本売り」がテーマとなっていれば、その国の株が買われる理由は無い。依然として「リフレ政策を擁する安倍政権は買い」というのが株式市場参加者の総意に近いと思われる。

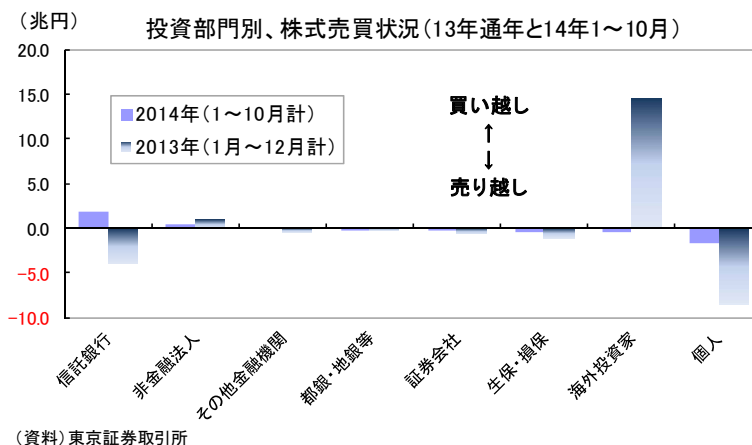
但し、アベノミクス開始当初から本欄では繰り返し述べていることだが、こうした日本株の動きがどこまで企業収益の改善に賭ける動きなのかは定かではない。図示されるように日経平均株価は円建てでは続伸しているものの、ドル建てでは「150 ドル」の壁を明示的に超えられない状況が慢性化している。本当に日本株をポートフォリオの中で顕著に増やす(オーバーウェイトにする)という動きが



支配的ならば、ドル建て日経平均株価も続伸するのではないかと。裏を返せば、2012 年以降、ドル建て日経平均株価が 150 ドル付近まで駆け上がる局面では日本株がそれまでのアンダーウェイトからニュートラルに引き上げられた動きなどが想像されるものの、今はそれほどの勢いを感じない。

### ～買い越し主体の変化には注意～

また、年初来の投資部門別売買動向(東証1部)に関し、2013 年1～12 月計と2014 年1～10 月計を比較したものが図となる。2013 年こそ海外投資家の圧倒的な買い意欲が牽引した様子が窺えるが、今年の最大の買い越し主体は信託銀行である。現状、財務省『対外及び対内証券売買契約等の状況(指定報告機関ベース)』では銀行の信託勘定経由の対外証券投資が加速しており、これが恐らくは公的年金絡みのフローではないかとの思惑が強いが、株式においても



同様の指摘ができそうである。こうなってくるとますます「業績ではなく需給で株買い」という一部の海外投資家が如何にも好みそうなストーリーが現実味を帯び、株式市場における「日本売り」が覆い隠される可能性があることは留意しておいても良いだろう。

また、そうした需給環境にも拘わらず株が下がる可能性はある。本欄では執拗に述べているように、家計部門に配慮して円安にやや距離を置く政府(通貨政策)と、円安により2%を追求する日銀(金融政策)の「捻じれ」はメインシナリオとしては2015年も続行だが、リスクシナリオとしては「政府の意向を汲んで日銀がQQEを後退的に修正する」ということも有り得る。具体的には「2年で2%」の「2年」を撤回する、または「2%」に関し現在のコアベース(除く生鮮食品)ではなく米国型コア(食料(酒類を除く)及びエネルギー)に切り替える、そもそも「2%」ではなく「1%」に引き下げる等の措置が考えられる。さすれば、原油安を相殺すべく円安にして物価上昇という無理筋な運営もせずに済むだろう。だが同時に、海外投資家による株売りは必至と思われ、それが理由でそのような政策運営に舵を切れない可能性は高い。

ちなみに、株下落時の円相場に関しては多少の円高は不可避としても、需給環境や大幅なマイナス実質金利に裏付けられた円安基調はそう簡単に終わらないというのが筆者の考えである。

### ～「見えにくいリスク」を感じようとする姿勢～

現状、「日本売り」を囃し立てるのは尚早と考える。そもそも世界最大の対外純資産(2013年末で325兆円)を保有する日本が一夜にしてギリシャ化するということは有り得ない。しかし、金利を筆頭に為替も株も政策的に演出された部分が少なからず含まれていることを差し引かなければ、そうした事態の兆候を感じることもすなわなくなってしまう。

金利は金融緩和で、為替や株は公的年金改革などを通して需給が歪められている以上、「見えにくいリスク」を感じようとする姿勢は重要である。事実として、来年の新発債の90～95%を中央銀行が購入するという政策を実施している以上(図)、本当に「日本売り」が到来した時に、指差されやすい状況はある。斯かる状況下で求められるのは無用な疑いを招かない政策運営、端的には消費増税に代表される財政再建姿勢の維持は絶対に必要なものと感じられる。

QQE2における長期国債購入イメージ

|   |                             |           |
|---|-----------------------------|-----------|
|   | 日銀保有国債残高<br>(2014年11月10日時点) | 1,870,225 |
|   | うち2015年中に償還の国債①             | 415,838   |
|   | QQE2における年間の長期国債買い入れ②        | 800,000   |
|   | 平成26年度カレンダーベース市中発行額         | 1,551,000 |
| A | うち短期国債を除く分③                 | 1,276,000 |
| B | QQE2で購入予定の長期国債(①+②)         | 1,215,838 |

(資料)日本銀行、財務省、Bloomberg

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。

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.mizuhoobank.co.jp/forex/econ.html>

| 発行年月日       | 過去6か月のタイトル                                          |
|-------------|-----------------------------------------------------|
| 2014年12月2日  | ECB 理事会(12月4日)プレビュー                                 |
| 2014年12月1日  | 原油価格下落が円・ドル・ユーロに与える影響について                           |
| 2014年11月28日 | 週末版                                                 |
| 2014年11月27日 | 最近のドラギ発言などを受けて～金購入なども含め～                            |
| 2014年11月26日 | GPIFの売買余地や基礎的需給への影響などについて                           |
| 2014年11月25日 | 解散総選挙後のアベノミクスを待ち受けるもの                               |
| 2014年11月21日 | 週末版                                                 |
| 2014年11月20日 | 豪ドル資産の軟調が目立つ                                        |
| 2014年11月18日 | 過去の円安局面と違う2つの要素～実質金利と需給～                            |
| 2014年11月17日 | 本邦7～9月期GDP～続く所得面の悪化～                                |
| 2014年11月14日 | 週末版(2周年を迎えたアベノミクス～何が変わったのか～)                        |
| 2014年11月11日 | 本邦9月国際収支統計などについて                                    |
| 2014年11月10日 | 【特別版】『中期為替相場見通し』の臨時改訂                               |
| 2014年11月7日  | 週末版(ECB理事会を終えて～正式に始まった「量」への挑戦～)                     |
| 2014年11月6日  | 当面は温存されそうな実現不可能なポリシーミックス                            |
| 2014年11月5日  | ECB理事会プレビュー～現状維持を予想～                                |
| 2014年11月4日  | 日銀金融政策決定会合(10月31日開催分)                               |
| 2014年10月31日 | 週末版                                                 |
| 2014年10月30日 | FOMC声明文を受けて(10月28～29日開催分)                           |
| 2014年10月28日 | カバードボンド購入額をどう読むか?                                   |
| 2014年10月27日 | 欧州ストレステストを受けて～本当の勝負はこれから～                           |
| 2014年10月24日 | 週末版(ユーロ圏PMIや域内のスラック(弛み)について～インフレ率が上がらない構造的背景～)      |
| 2014年10月23日 | ECB社債購入を巡る3つの問題点                                    |
| 2014年10月22日 | 現時点の消費増税に対する市場の反応イメージについて                           |
| 2014年10月21日 | カバードボンド購入プログラム(CBPP3)などについて                         |
| 2014年10月20日 | 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2014年9月分)                         |
| 2014年10月17日 | 週末版(米為替政策報告書について～ドル高容認か?～)                          |
| 2014年10月16日 | 昨日の相場混乱について～ドル/円は適正な水準まで調整へ～                        |
| 2014年10月15日 | 原油価格下落が日米欧金融政策に与える影響                                |
| 2014年10月14日 | G20を終えて～円とユーロで全く違う「通貨安の正当性」～                        |
| 2014年10月10日 | 週末版(ドル/円相場の新しい節目～均衡水準は20%円安に?～)                     |
| 2014年10月9日  | FOMC議事要旨(9月16～17日開催分)を受けて                           |
| 2014年10月8日  | 日銀金融政策決定会合を終えて～迫る期限の弾力化～                            |
| 2014年10月7日  | 経済財政諮問会議(10/1)議事要旨を受けて                              |
| 2014年10月6日  | 米9月雇用統計を終えて～経験則に照らせば利上げ?～                           |
| 2014年10月3日  | 週末版(ECB理事会を終えて～需要不足と向き合うECB～)                       |
| 2014年10月2日  | 短観9月調査に見る円安コストの陰                                    |
| 2014年10月1日  | ECB理事会プレビュー～「量」を評価軸とする難しさ～                          |
| 2014年9月29日  | ドル高を阻むもの                                            |
| 2014年9月26日  | 週末版                                                 |
| 2014年9月25日  | 安倍首相発言や最近の株高などについて                                  |
| 2014年9月24日  | ドラギ総裁の欧州議会証言について～「量」の再強調～                           |
| 2014年9月22日  | ケアンズG20 財務相・中央銀行総裁会議を終えて                            |
| 2014年9月19日  | 週末版(第1回ターゲット型長期流動性供給(TLTRO)について～厳しくなる「量」の追求路線～)     |
| 2014年9月18日  | FOMC(9月16～17日)を終えて                                  |
| 2014年9月17日  | ドル/円相場の水準感に係るヒント                                    |
| 2014年9月16日  | スコットランド独立についての論点整理                                  |
| 2014年9月12日  | 週末版(必要なのは「円安前提の成長戦略」～心配しなくても円安は進む～)                 |
| 2014年9月10日  | 官製相場となったユーロ相場への考察                                   |
| 2014年9月9日   | 円安を巡る財界要人発言を受けて～伸び悩む実質GDI～                          |
| 2014年9月8日   | 本邦7月国際収支統計などについて                                    |
| 2014年9月5日   | 週末版(ECB理事会を終えて～官製相場の様相を呈してきたユーロ相場～)                 |
| 2014年9月4日   | 9月レバトリの妥当性や今後の直接収益などについて                            |
| 2014年9月3日   | 105円台を受けて～日米2年金利差からの推計値など～                          |
| 2014年9月2日   | 再び迫る「市場のユーロ売りvs.SNBのユーロ買い」                          |
| 2014年9月1日   | ECB理事会プレビュー～最大の注目点は声明文?～                            |
| 2014年8月29日  | 週末版                                                 |
| 2014年8月27日  | 止まらない欧州金利の低下～財政が嫌なら介入のみ～                            |
| 2014年8月26日  | ドラギ総裁の「3本の矢」～驚きずくめのジャクソンホール講演～                      |
| 2014年8月25日  | イエレンFRB議長講演～「見たいように見る」相場～                           |
| 2014年8月22日  | 週末版(ユーロ圏からの資金流出見られず～俗説に反するユーロ圏6月国際収支統計～)            |
| 2014年8月21日  | FOMC議事要旨～「終わりの始まり」をどう考えるか～                          |
| 2014年8月20日  | 本邦7月貿易収支などについて                                      |
| 2014年8月19日  | 最近のサービス収支動向～旅行収支は経常収支を支えるか～                         |
| 2014年8月18日  | ユーロショートカバーに備える地合い～3つの契機～                            |
| 2014年8月15日  | 週末版(ユーロ圏4～6月期GDPなどを受けて～日本化議論は疑念を越え、予防的視点へ～)         |
| 2014年8月13日  | 本邦4～6月期GDP1次速報値などについて                               |
| 2014年8月12日  | 「国際金融のジレンマ」がもたらす金融政策の通貨政策化                          |
| 2014年8月11日  | 改めて認識する「放って置けば円安」シナリオ                               |
| 2014年8月8日   | ECB 理事会を終えて～量み掛けるような口先介入は焦りの表れ?～                    |
| 2014年8月7日   | ハードデータに及び始めたロシア・ウクライナ問題                             |
| 2014年8月6日   | ECB理事会プレビュー～「最良の地合い」で現状維持～                          |
| 2014年8月5日   | BIS国際与信統計における欧州とロシアの繋がりについて                         |
| 2014年8月4日   | ユーロ下落時のユーロ円化説の考え方～認識は変わらず～                          |
| 2014年8月1日   | 週末版(ユーロ圏7月消費者物価指数(HICP)などを受けて～ECBとしては「早く結果が欲しい」状況～) |
| 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                                 |
| 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  | 格差が出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(「事後的なイベント」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  | 巨額和解金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～                          |