

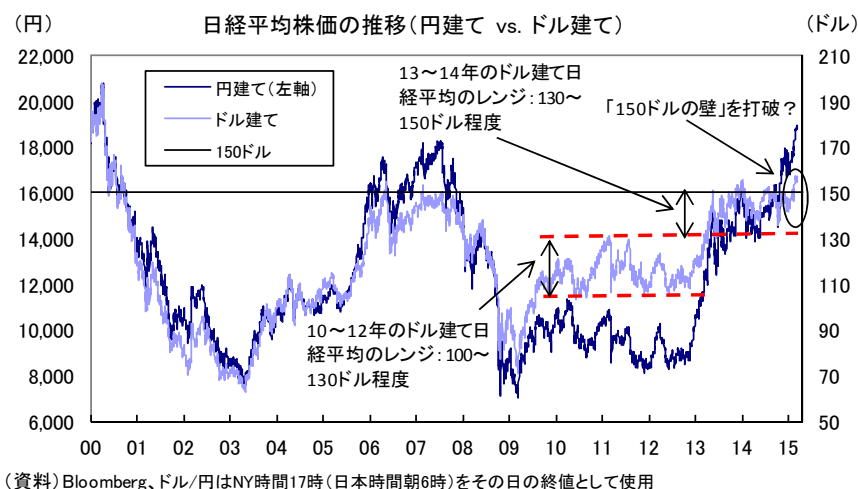
みずほマーケット・トピック(2015 年 3 月 10 日)

なぜ為替と株価の相関が低下しているのか？

日経平均株価とドル/円相場の相関低下が話題である。これまで本欄では、為替と株の相関を把握する指標として、ドル建て日経平均株価に着目してきた。具体的には、ドル建て日経平均株価の上値目途として「150 ドル」に注目し、この前後で過熱感が生じ、株価が反落しやすい傾向を注視してきた。実際、過去 10 年以上に亘って「150 ドルの壁」は巧く作用してきたが、ここに来て上離れ傾向が見受けられるのは何故だろうか。足許で見られている為替と株の相関低下に関し、直接的な要因を挙げるとすれば①海外投資家のポートフォリオにおける日本株のシェアが上昇した、②政策要因を背景に国内投資家が買い始めた、③ドル/円相場が出遅れているだけなどの要因が考えられる。現状をラフに踏まえる限り、②及び③の要因に注目したいところ。

～ドル相場は 03 年 4 月以来の高水準～

日経平均株価とドル/円相場の相関低下が話題である。これまで本欄では、為替と株の相関を把握する指標として、ドル建て日経平均株価に着目してきた。具体的には、ドル建て日経平均株価の上値目途として「150 ドル」に注目し、この前後で過熱感が生じ、株価が反落しやすい傾向を注視してきた。実際、2012 年 11 月にアベノミクス相場が始まって以降、この傾向は



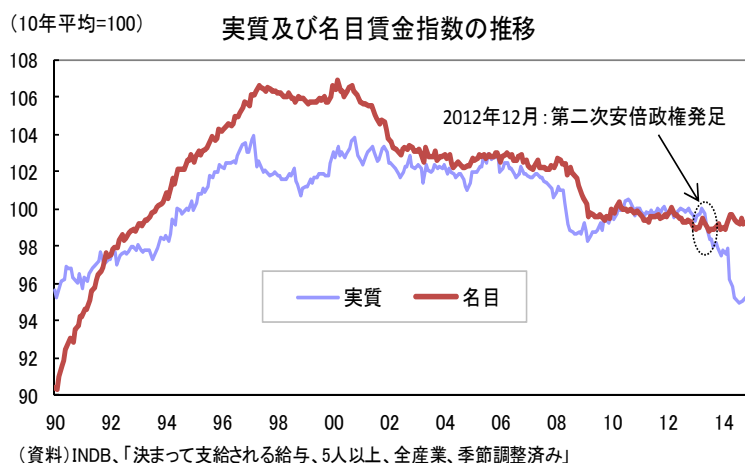
根強く、断続的に生じた株価の上昇局面でも 150～154 ドル程度で推移した後、反落を余儀なくされてきた。これは「戦後最長の景気回復」と呼ばれた前回の景気回復局面(2002 年 1 月～2008 年 2 月)まで遡っても同様で、2007 年 2 月及び 7 月に 18300 円の高値(当時)をつけて反落した際もドル建て日経平均株価は 154 ドル程度がピークだった。テクニカルな指標ながらも、過去 10 年以上に亘って相応に作用してきたのが「150 ドルの壁」なのである(図)。

足許で見られている為替と株の相関低下に関し、直接的な要因を挙げるとすれば、例えば①海外投資家のポートフォリオにおける日本株のシェアが上昇した、②政策要因を背景に国内投資家が買い始めた、③ドル/円相場が出遅れているだけなどの要因が考えられる。以下、これらの要因について、簡単に状況整理を行ってみたい。

～①:海外投資家が日本株を再・再評価しているのか?～

直感的には①が最もシンプルな回答となる。前頁図に示されるように、2010～2012年の3年間においてドル建て日経平均株価は概ね「100～130ドル」程度のレンジで推移してきたが、アベノミクスが本格的に取り沙汰され、量的・質的緩和(QQE)が導入された2013年4月以降は「130～150ドル」のレンジへと切り上がった。この間に経験した最も大きな変化は、日本経済を語る上でのキーワードが「円高・デフレ」から「円安・インフレ」へと変わったことであり、特に海外投資家のポートフォリオの中で日本株が「アンダーウェイト」から「ニュートラル」へ引き上げられたとの解説は良く聞かれる。第二次安倍政権の誕生を境として日本株を再評価する海外投資家が増えたのは確かであり、そうした解釈は概ね正しいものと思われる。この延長線で考えるのであれば、150ドル超へのレンジシフトは海外投資家のポートフォリオにおいてさらに日本株比率が高まるという局面、換言すれば海外投資家が日本株を再・再評価している可能性を検討することになる。

とはいえ、現状を見渡して、それだけの材料があるだろうか。「賃上げ機運が見え始め、国内景気の改善に賭ける海外投資家も出てきた。それゆえ円安はもはや株高の前提ではなくなった」という見方も耳にする。だが、実質賃金指数は依然として歴史的低位に沈んだままであり、明確に反転する気配はない(図)。また、昨日発表された昨年10～12月期の実質GDP成長率は市場予想を下回



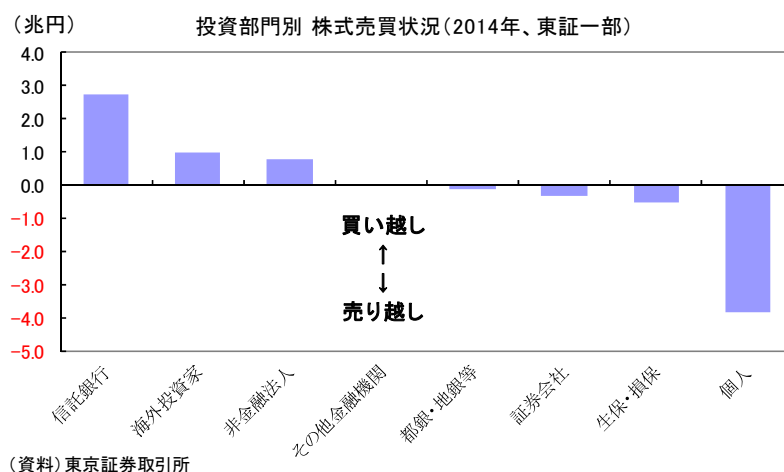
り、2014年暦年でもマイナス成長に陥った。こうした状況下、「海外投資家が国内景気改善に期待を寄せ始め、日本株買いを進めるようになった」という主張はやや解せない。一体何を見て、国内景気改善への期待を高めると言うのだろうか。同じく昨日発表された2月景気ウォッチャー調査でも円安進行を嫌気するような見方¹が散見されており、实体经济・為替・株価の関係性で語るのならば円安にならない方が、株が買われそうな雰囲気すらある。もちろん、突如として「円安停止→株高」の関係性に注目する投資家が増えたとまで言うつもりはないが、少なくとも今の日本経済は、景気改善を期待して株を買い進められるような状況にはないことは明らかである。

筆者は2012年11月以降の海外投資家による日本株買いはあくまで円安によって「日本株の割安感」が増したという論点が大きいと考えており、この点、現在のドル建て日経平均株価の上抜けには危うい印象を抱いている。海外投資家が日本を再・再評価するにあたって十分な材料が年初から提供されていないのだとすれば、安易に海外投資家の動きを理由に株価上昇を説明することには慎重でありたい。

¹ 「求人数は増加している。しかし、円安などがデメリットとなっている業種からの、事業主都合による離職者が増加傾向にある」、「円安の影響が企業では抑えきれず、消費者への価格転嫁が進んでいる」、「世間では円安と株価の上昇等で景気が良いと言われているが、受注量、販売量共に増加せず、景気が回復しているという実感はない」等々。

～②:国内投資家の背中を押す公的年金改革とポートフォリオリバランス効果～

となると、海外投資家ではなく国内投資家の動きに着目する②の要因が無視できないものになってきそうである。国内投資家の日本株買いを考える上では2つの視点が重要になる。1 つは公的年金改革、もう 1 つは民間金融機関のポートフォリオリバランス効果である。まず前者に関しては、政府の公的年金改革を受けて、年金積立金管理運用独立行政法人 (GPIF) を



筆頭とする年金資金が株そして外貨建て資産への資金配分を増やしているという論点になる。投資家部門別の株式売買動向(図)を見れば分かるように、2014 年で最も大きな買い越し主体は信託銀行であり、海外投資家はこれに次ぐ存在であった(買い越し金額で言えば、海外投資家は信託銀行の 3 分の 1 程度)。再三指摘されているように、信託勘定経由のフローは年金資金の動きを反映している可能性があって、「今の株高は株価維持政策 (PKO: Price Keeping Operation) の賜物」といった見方に繋がっている。実際、国内の株式売買動向に限らず、本邦から海外への対外証券投資においても信託勘定の買い越しが 11 か月連続で続いている。今や為替や株式の動きを考える上で、公的年金改革の影響は無視し得ない要因である。過去の本欄でも述べたように、円安のコストが政治的にも意識される状況下、為替への影響、要するに外貨投資に伴う円売りの「量」感に関しては GPIF がブレーキを踏む可能性も想定されるが(特に 4 月の統一地方選挙前は)、株に関しては上昇して困る主体はいない。年金系の資金が淡々と買いを継続することが、株価下支えに効いているという指摘は一考に値するものと考えられる。

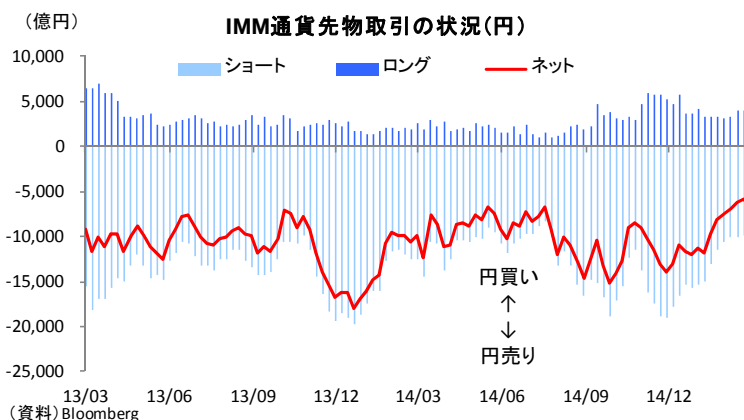
一方で、後者のポートフォリオリバランス効果の論点も見逃せない。QQE の影響によって国債金利が限界的な水準まで低下し、流動性の枯渇からボラティリティの突発的な上昇も見られている中で、国内投資家にとって国債が持ち難い資産になりつつある状況は少なからずありそうである。こうした運用難の状況を打開すべく、国債から株へという動きが勢いづくことはある程度合理的な動きであるし、そもそも QQE はそのような効果を企図した政策でもあった。

現状を見る限り、為替と株価の相関低下に関し、②の要因はかなりの程度的を射てそうである。だが、その背景を踏まえると「株高は需給の問題であって、ファンダメンタルズはさほど関係ない」という危うい状況も浮き彫りになり、その持続可能性が懸案事項と言わざるを得ない。

～「150ドル」への回帰に必要な 125 円～

なお、③の点に関しても一理あると言える。今年に入ってから頻繁に「株価は動くのに為替(円相場)は全然動かない」という声を聞くが、そもそも昨年 10 月末のハロウィン緩和から足許に至るまでにドル/円相場は 12 円動いており、これは年間レンジに匹敵する値幅である。株高に応じて円ショートを積むというアベノミクストレードが今一つ勢いを得られなかったとしても、それほど不思議ではない。

例えば、IMM 通貨先物取引にみられる円売り持ち高の水準はアベノミクスが取り沙汰され始めた 2012 年 11 月頃の水準まで調整しており、ここからさらに円売り持ちを増やせそうな体制が整いつつある²。仮に、海外投資家のポートフォリオにおける日本株のシェアがさほど変わっておらず、円建て日経平均株価自体も政策要因で下落しないのだとすれば、「150 ドル」に相応しい水準ま



で円安・ドル高が進む可能性も視野に入れたところである。その場合、仮に、足許の 18800 円を前提とすれば、1ドル 125 円程度が 1 つの目途となってくる。本日のドル/円相場は 121.50 円を超え、米 2 月雇用統計が想定外の上振れとなったことなどが手伝って 3 か月ぶりの高値をつけているが、日経平均株価は 18800 円程度で揉み合っており、ドル建てでは 155ドル割れを臨む状況になりつつある。

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

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。

² 2015 年 3 月 9 日発行『IMM 通貨先物のポジション動向（2015 年 3 月 3 日時点）～カナダドルの売り持ち高が 2014 年 4 月以来の高水準に～』

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
2015年3月9日	ECB理事会を終えて～後ろめたさを見せたドラギ総裁～
2015年3月6日	週末版
2015年2月27日	週末版
2015年2月26日	為替証拠金取引で外貨買いポジションが急増
2015年2月25日	イエレン議会証言を終えて～年央利上げに言質与えず～
2015年2月24日	円安シナリオをめぐる死角～リスク要因の点検～
2015年2月23日	ユーロ圏財務相会合を受けて～しばしの休息～
2015年2月20日	週末版(初のECB議事要旨公表を受けて～歴史に残る発行物に～)
2015年2月19日	本邦1月貿易収支について～輸出増に過信は禁物～
2015年2月18日	当面のギリシャ情勢に関する論点整理
2015年2月17日	ユーロ圏GDPや欧州委員会冬季経済予測を受けて
2015年2月16日	本邦10～12月期GDP(1次速報値)について
2015年2月13日	週末版(米国における雇用と物価の関係～デュアルマンドートの狭間で～)
2015年2月12日	イスタンブールG20を終えて～為替と財政への含意～
2015年2月10日	最近の対外証券投資とドル/円相場の関係について
2015年2月9日	本邦2014年国際収支状況を受けて～円買い復活？～
2015年2月6日	週末版
2015年2月4日	RBA利下げと今後の豪ドル相場の水準感について
2015年2月3日	独走するドイツの経常黒字が意味するもの
2015年2月2日	ユーロ圏12月消費者物価指数(HICP)について
2015年1月30日	週末版
2015年1月29日	FOMCを終えて～どこまでドル高に寛容か？～
2015年1月28日	改めて確認する通貨・金融政策の立ち位置
2015年1月27日	2014年貿易収支と円相場～円安見通しのリスク～
2015年1月26日	米ドル建て投資信託が好調
2015年1月23日	週末版(ECB理事会を終えて～今後の鍵は「25%ルール」の行方～)
2015年1月22日	日銀金融政策決定会合～ハロウィン・ロジックの行方～
2015年1月21日	ユーロ相場にまつわる資本フローについて
2015年1月20日	ECB理事会プレビュー～QE、4つのタイプ～
2015年1月19日	スイス関連のエクスポージャー～BIS統計より～
2015年1月16日	週末版(スイス国立銀行の政策決定について～日本に突きつけられた「撤退戦の難しさ」～)
2015年1月14日	本邦企業の海外進出と為替について
2015年1月13日	11月国際収支統計や12月対内対外証券投資について
2015年1月9日	週末版(外貨準備構成通貨の内訳について(14年9月末時点)～ユーロ比率の大幅低下をどう読むか？～)
2015年1月8日	ユーロ圏12月消費者物価指数(HICP)について
2015年1月7日	最近のユーロ相場に対する考え方
2015年1月5日	2015年、日米欧の3大コンセンサス
2014年12月26日	週末版
2014年12月25日	2015年の円相場～見通しのポイント～
2014年12月24日	2015年、最初のテーマはギリシャになるか？
2014年12月22日	ECB理事会、輪番制の解説
2014年12月19日	週末版
2014年12月18日	FOMC(12月17～18日開催分)を終えて
2014年12月17日	2014年の値幅と来年への含意～「97-98年」との比較～
2014年12月16日	最近の原油安について～混同しがちな因果関係～
2014年12月15日	衆院選挙後も注目はポリシーミックスの持続性
2014年12月12日	週末版
2014年12月11日	健在だったドル建て日経平均株価「150ドル」の壁
2014年12月10日	実質賃金と交易条件そして円安の関係
2014年12月9日	今、敢えて考える円高リスク
2014年12月8日	円安倒産報道に関し思うこと～円安の是非を超えて～
2014年12月5日	週末版(ECB理事会を終えて～expectation(期待)以上、target(目標)未満のintention(意思)～)
2014年12月4日	最近のユーロ/ドル相場について
2014年12月3日	「日本売り」に対する所感～懸念は尚早だが・・・～
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～