

みずほマーケット・トピック(2015年8月25日)

円相場の観点で見つめ直す日経平均株価の水準感

為替の水準も気掛かりだが、今次円高は明らかに株価主導であるため、株の下げ余地に関して考察する必要がある。本欄では為替との相関が高い日経平均株価の水準感を推し量る上で、円建てだけではなく、ドル建てでの水準感も念頭に置くべきだと考えてきた。この点、歴史的には「150ドルの壁」が1つの高値警戒水準となってきたが、今年3月以降、この壁は突破され、一時、170ドル直前まで買い進められた。本稿執筆時点でドル建て日経平均は約150ドル(≈18000円÷119円)付近まで下がってきており、ここで一旦節目に到達したと見ることもできる。仮に、ドル/円相場が1ドル115円まで下落することを前提とした場合は17000円程度のイメージに。ドル建てという測度に照らした場合、日経平均株価は相応の調整を済ましたと見ることも可能。但し、企業収益に関しては、営業利益の経常利益に対する劣後が目立ち始めていることは気掛かり。

～「115.86円」が重要な攻防ライン～

中国経済減速を嫌気した金融市場の大混乱は昨日も続き、本日の日経平均株価も大幅続落となっている。NYダウ平均は一時、前日比▲1000ドルの大暴落となり、為替市場では円相場が急騰、ドル/円相場は日中高値である122円付近から約6円の円高・ドル安水準である116.15円まで急落した。その後、やや値を戻したが、株も為替もリーマンショック級の変動であり、「次の危機局面」(さしつけめチャイナショック)が到来したとの見方もあるがち誇張とは言えない。ドル/円相場の安値に関しては、スイスフランショック(1月16日)時につけた年初来安値115.86円が心理的節目と思われ、昨日の安値はまさにその日以来の水準となった。現状ではまだ距離があるが、ここを割り込んだ場合、市場はQQE2以前の110円割れを視野に入れ始めることが予想され、極めて重要な攻防ラインに差し掛かっていると言える。最近の傾向で言えば、ドル/円相場は東京時間こそ実需に支えられ底堅いが、こうしたフローが抜ける欧米時間に一気に崩れことが多い。今晚の欧米時間に「115.86円」を守り切れるかどうかが、残り4か月のドル/円相場の方向感を決するかもしれない。

～待たれる、流れを断つ「一手」～

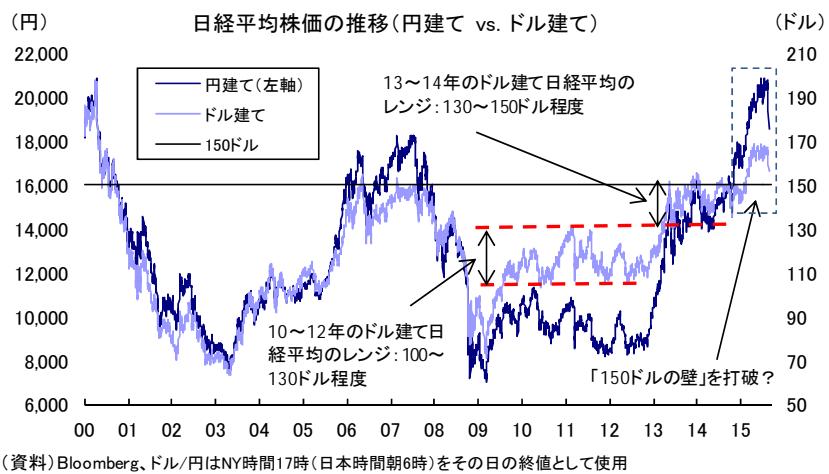
市場はこの流れを断つための政策当局による一手を期待している。今週は本日に米7月新築住宅販売、米8月消費者信頼感指数、27日に米4~6月期GDP(二次速報値)が公表され、27日から29日まではジャクソンホール国際経済シンポジウムが開催される。これらが不安心理を開拓する鍵になることはないだろう。今、待たれるのはリーマンショック直後に主要6中銀がドルスワップ協定を締結し事態の収束を図ったような、市場心理を落ち着かせるための国際協調色の強い一手である。もちろん、直接的には混乱の震源地である中国において、財政刺激パッケージの公表などが行われれば相場反転の契機と成り得るが、それに限らず中国を含む主要国が何らかの形でボラティリティ抑制に向けた意思表示を行うことが期待される。昨日、米財務省が公表したコメントは「通常通り

市場の動きを注視しており、規制当局、および市場参加者と定期的に連絡を取り合っている」といふべもないが、売りが売りを呼ぶ混乱の最中においては、中国を含めた何らかの枠組み(既存のものでは G20)において、世界経済の安定を損なう金融市場の変動は許容しない意思を強調することが決定的に重要となってくる。

～17000円程度が1つの節目？～

為替の水準も気になるところだが、今次円高は明らかに株価主導であるため、果たしてどこまで株が下がり得るのかについて、考察する必要がある。昨日の本欄でも述べたように、元より政策的要因が株式市場を下支えるとの期待から日経平均株価は堅調を維持してきた。海外投資家にとって「日銀が買うから。GPIF が買うから」が日本株を選好する理由となっていた節があり、その意味で「業績」以前に「需給」が注目を集めていた面も否めない。筆者は株の専門家ではないが、為替との相関が高い日経平均株価の水準感を推し量る上では円建てだけではなく、ドル建てでの水準感も念頭に置くべきだと考えてきた。元より、日本株は海外投資家の動きに振られやすい特徴を踏まえれば、尚のこと、その思いは強まる。この点、本欄では「海外投資家は日本企業の業績もさることながら、日本株が円安で割安だから買っている側面も大きい」との認識の下、歴史的には「150ドルの壁」が1つの高値警戒水準と考えてきた。だが、今年3月以降、この壁は突破され、一時、170ドル直前まで買い進められた(図)。これはITバブルに沸いた2000年5月以来の動きだが、少なくとも今の日本においてIT技術に匹敵するほどの生産性革命が起きているわけではない。投資家部門別の売買動向に現れるように、買い手として政策的意図を反映した信託勘定が存在感を高めていたことが、海外投資家に依存しない(よってドル建ての高値警戒は心配無用の)株高が実現したのではないかと筆者は推測している。

本稿執筆時点でドル建て日経平均は約150ドル($\approx 18000 \text{ 円} \div 119 \text{ 円}$)付近まで下がってきており、ここで一旦節目に到達したと見ることもできる。仮に、ドル/円相場が1ドル115円まで下落することを前提とした場合は17000円程度のイメージになる。ドル建てという測度に照らした場合、日経平均株価は相応の調整を済ましたと見ることも可能ではある(もちろん、115円を超える円高となれば、イメージされる株価水準も変わってくるわけだが)。

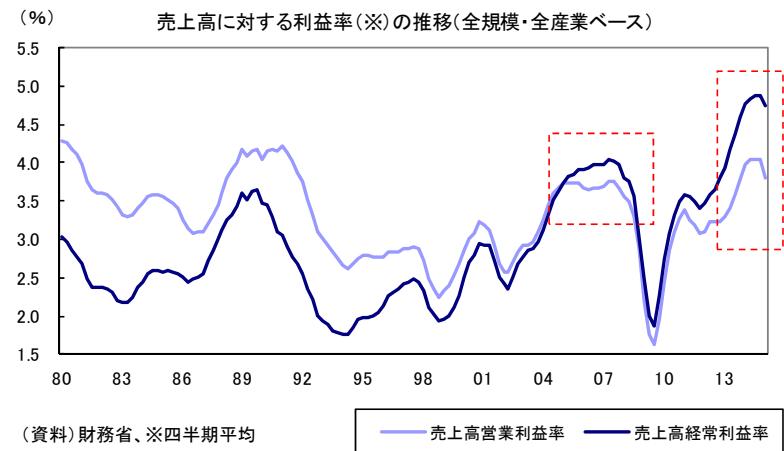


(資料) Bloomberg、ドル/円はNY時間17時(日本時間朝6時)をその日の終値として使用

～業績で見る日経平均:2005～07年との類似点～

「業績」以前に「需給」が重視されてきたと述べたが、もちろん「業績」が付いてこなかったわけではない。上場企業は過去最高益を達成しており、これに応じて株価が上昇するのは当然といった解説にも一理ある。しかし、昨年来、躍進を続ける経常利益に対して本業の儲けたる営業利益が劣後

しつつあり、両者の乖離が昨年から大きくなりつつある（図）。両者の差は営業外収益、端的に言えば為替差損益であり、円急騰が業績不安に直結し、株価が急落するのは理に適った動きである。なお、過去を紐解くと、経常利益が営業利益を凌駕する局面が 2005～07 年頃にも見られた。2007 年 8 月のパリバショックを境として円相場が急騰し、収益が急減少するに伴い、日本経



済も深い後退局面に入ったことはまだ記憶に新しいだろう。類似点が多いだけに今回も同様の軌道を辿ってしまうのか不安は抱かれる。但し、当時と違い、現状の日本は貿易赤字国としての立場が定着しており、かつてほどの円急騰が日本経済の腰を折るような展開はないとも考えられる。東京時間においてドル/円相場が底堅く推移するのは（本日も昨晩の安値から 3 円超円安に戻している）、輸入企業を含め、「安いドル」を欲しい経済主体が日本に多く存在するからだろう。

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
2015年8月24日	世界同時株安で台頭する「リスク回避のユーロ買い」
2015年8月21日	週末版(FOMC議事要旨(7月28~29日開催分)を受けて~「断固たる覚悟」は見えず~)
2015年8月19日	本邦7月貿易統計を受けて
2015年8月17日	日米欧4~6月期GDPを受けて
2015年8月14日	週末版(ECB理事会議事要旨(7月15~16日開催分)について~no reason for complacency~)
2015年8月13日	人民元切り下げとそれに付随する論点~その②~
2015年8月12日	人民元切り下げとそれに付随する論点
2015年8月11日	2015年上半期における円相場の基礎的需給環境
2015年8月10日	2016年日銀金融政策決定会合日程を受けて
2015年8月7日	週末版
2015年7月31日	週末版
2015年7月30日	FOMCを終えて~吹けば飛ぶような利上げ期待~
2015年7月29日	内閣支持率低下とドル/円相場
2015年7月28日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2015年6月分)
2015年7月27日	第三次金融支援でギリシャは幸せになれるのか
2015年7月24日	週末版(NZドルの現状や展望について~購買力平価(PPP)や実質実効為替相場(REER)からの評価~)
2015年7月23日	ユーロキャリー取引の妥当性を考える
2015年7月17日	週末版(ECB理事会を終えて~見直されるLLR機能~)
2015年7月16日	日銀金融政策決定会合を受けて
2015年7月15日	GPiF運用状況(15年3月末)から試算する円売り余力
2015年7月14日	ギリシャ第三次金融支援合意について
2015年7月13日	ユーロ圏、72時間以内の緊縮可決を要求
2015年7月10日	週末版(本当に本当の最後の会合~不安な「ギリシャ後の展開」~)
2015年7月9日	不運が続く円安シナリオ
2015年7月6日	ギリシャ国民投票を受けて~勝負の2週間~
2015年7月3日	週末版(拡大資産購入プログラム(APP)の現状と展望について~ギリシャ情勢を受けて問われる運営方針~)
2015年7月2日	外貨準備構成通貨の内訳(15年3月末時点)
2015年7月1日	ギリシャ返済遅延と離脱に係る損失試算について
2015年6月29日	一連のギリシャ動向について~デフォルトはメインシナリオへ~
2015年6月26日	週末版(2015年上半期を終えて~素直な政策金利相場だった上半期~)
2015年6月25日	約18年半ぶりの株高を受けて~実感はあるか?~
2015年6月24日	ユーロ圏、ギリシャ以外の年内の火種は?
2015年6月23日	何故ユーロ相場は底堅いか?
2015年6月22日	ギリシャ向けエクスポートジャーナルの現状把握
2015年6月19日	週末版(ユーロ圏債務相会合を終えて~舞台は首脳級へ引き継ぎ~)
2015年6月18日	FOMC及びSEPを受けて(6月16~17日開催分)
2015年6月16日	米4月対内・対外証券投資(TIC)レポートについて
2015年6月15日	当面のギリシャ情勢~考え得るシナリオや離脱後の相場~
2015年6月12日	週末版(黒田総裁発言の解釈~実質実効為替相場を考える~)
2015年6月10日	ユーロ圏1~3月期GDP(2次推計値)について
2015年6月9日	基礎的需給環境の確認~4月国際收支統計を受けて~
2015年6月8日	本当にFRBの早期利上げは可能になったのか?
2015年6月5日	週末版(ユーロ相場の急騰について~「壮大な投機」の後退:その②~)
2015年6月4日	ECB理事会を終えて~ボラティリティ許容発言の意図~
2015年6月3日	2年ぶりの実質賃金上昇~忍び寄る交易損失~
2015年6月2日	ECB理事会プレビュー~「完全なる実施」の強調~
2015年6月1日	G7を終えて~ドル高、交差する三極の思惑~
2015年5月29日	週末版
2015年5月28日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2015年4月分)
2015年5月27日	「1年10か月ぶりの円安・ドル高」を受けて
2015年5月26日	ドル/円上昇をもたらした2つの要因~従前の想定は変わらず~
2015年5月25日	ECB理事会議事要旨(4月15~16日開催分)について
2015年5月22日	週末版(ユーロ圏に戻るリアルマネー~証券投資動向から占うユーロ相場~)
2015年5月21日	クーレ発言の真意とQEの実施状況について
2015年5月20日	本邦1~3月期GDPについて~消費&在庫が下支え~
2015年5月19日	足許のギリシャ情勢について~6月返済も危ういか~
2015年5月18日	ユーロ相場の急騰について~「壮大な投機」の後退~
2015年5月15日	当面のギリシャ情勢の整理~何度目かの佳境~
2015年5月14日	ユーロ圏1~3月期GDP(一次推計値)について
2015年5月13日	本邦3月国際收支統計と円相場見通しについて
2015年5月12日	本邦の雇用・賃金情勢について~完全雇用到達後の世界~
2015年5月11日	英国総選挙と今後についての論点整理
2015年5月8日	QQEの効果検証~「金利への回帰」の布石か~
2015年5月7日	欧州委員会春季経済予測について
2015年5月1日	週末版(日銀政策決定会合を終えて~勝負の秋~)
2015年4月30日	米1~3月期GDP及びFOMCについて
2015年4月28日	投機筋の円ショート縮小をどう読むか?
2015年4月27日	最近のギリシャ情勢に関する整理
2015年4月24日	週末版(日銀政策決定会合プレビューその②~参院財政金融委員会での総裁発言を受けて~)
2015年4月23日	日銀政策決定会合プレビュー
2015年4月22日	本邦3月貿易統計~黒字転化をどう評価するか~
2015年4月20日	重要な論点は「いつやるか」から「何回できるか」
2015年4月17日	週末版(ECB、PSPFの残高状況にに関して~「12%」から何を読み取るか?~)
2015年4月16日	ECB理事会を終えて~与信改善を強調~
2015年4月15日	通貨政策の変節と日銀~浜田参与発言を受けて~
2015年4月14日	ECB理事会プレビュー~早くも聞こえ始めたtapering~
2015年4月13日	米為替政策報告書について~ドル高容認の継続?~
2015年4月10日	週末版
2015年4月7日	量的・質的金融緩和(QQE)導入から2年を受けて
2015年4月6日	米3月雇用統計~6月利上げの芽は潰えたか~
2015年4月3日	週末版(ECB理事会議事要旨(3月5日開催分)~"prudent optimism(節度ある楽観)"の先行きは~)
2015年4月2日	日銀短観3月調査~「需要不足」から「供給不足」へ~
2015年4月1日	外貨準備構成通貨の内訳(14年12月末時点)
2015年3月30日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2015年2月分)
2015年3月27日	週末版
2015年3月26日	本邦対内・対外証券投資の動向について
2015年3月25日	本邦家計部門の金融資産の現状について
2015年3月24日	円相場の基礎的需給環境の整理
2015年3月23日	ユーロ圏1月国際收支統計~対内証券投資が回復~
2015年3月20日	週末版(第3回ターゲット型長期流動性供給(TLTRO)を終えて~ユーロ圏の与信機能に復活の兆し?~)
2015年3月19日	FOMCを終えて(3月17~18日開催分)
2015年3月18日	ECB、量的緩和政策(QE)に係るQ&A