

みずほマーケット・トピック(2023 年 5 月 22 日)

資産価格が上がっているのか、円が下がっているのか

日経平均株価がバブル経済崩壊後の高値を 33 年ぶりに更新。これに合わせてドル/円相場も続騰している。株高の背景としては①日本企業の資本効率改善への期待や②著名海外投資家の日本株に対する強気姿勢、③インフレの定着、④円安による割安感などが指摘されている。いずれも相応の説得力を帯びるが、筆者は④に注目。大幅な円安の結果、2022 年の日経平均株価は円建てで見れば▲9%だが、ドル建てで見れば▲20%と下落幅が倍以上になる。海外投資家のポートフォリオにおいて日本株の存在感は円安の余波で意図した以上に小さくなっており、これをリバランスするための買い増しが合理的になっている可能性。結局、「安いから買う」というシンプルな事実があるだろうことも否定できず。なお、不動産価格が高騰していることも話題だが、これも円安の影響が指摘されてきた。ここでは円安以前に世界的な(賃金も含めた)コスト高も影響していそう。結局、今起きていることの殆どは REER の低迷に集約される。「価格が上がっているのではなく、日本人の目線が下がっているだけ」ではないのだろうか。

～株高・円安、その背景～

先週 19 日の東京株式市場で日経平均株価がバブル経済崩壊後の高値を 33 年ぶりに更新した。これに合わせてドル/円相場も続騰しており、一時 139 円付近の年初来高値圏まで値を上げている。巷では「海外投資家が為替ヘッジ付きで日本株投資を行う際、株価上昇分はヘッジを積み増す必要が生じるため追加的な円売りが生じる。結果、株高と円安のスパイラルが起きる」という主張をよく見聞きするが、その真偽は検証しようがない。しかし、直情的な為替市場では真偽はどれあれ多くの参加者がそのストーリーを信じてしまうと自己実現的にそれがトレンドとして根付きやすいゆえ、「株高起点の円安」を無視するわけにもいかない。同じような理屈での円安は 2013 年以降、アベノミクスが最も持て囃された頃も言われていた。当時同様の局面が今回も始まったのだとすると円安の先は長いという話になる。まずは起点とされる株高の背景や持続性を整理する必要がある。

2013 年当時は民主党政権から自民党政権への交代に日銀総裁の交代も重なった上で、形振り構わない財政・金融政策の拡張路線への転換も喧伝される状況だった。善し悪しは別として金融市場がレジームチェンジを強く認識したタイミングだったことは間違いなく、分かりやすい材料に飛びつきやすい外国人投資家の資本フローも引きつけられる状況にあった。今回はどうなのか。現状、株式市場(ミクロ的な視点)では日本株上昇の背景として①日本企業の資本効率改善への期待や②著名海外投資家(ウォーレン・バフェット氏)の日本株に対する強気姿勢が取りざたされている。これら①と②が絡み合って海外投資家に対する呼び水になっているという解説は多い。一方、マクロ的な視点に立って③インフレの定着や④円安による割安感なども日本株を支える要因として指摘されている。こうしてみると、2013 年当時のような「マネタリーベースを 2 倍にして 2 年で+2%」という分かりやすいスローガンがあるわけではないものの、確かに相応の理由はありそうに思える。

既報の通り、①は根拠の無い話ではない。今年1月、東京証券取引所がPBR(株価純資産倍率)が低迷する上場企業に対して改善策を開示および実行するよう要請したことを契機に自社株買いなどの株主還元策の公表が増え始めている。罰則を伴わないとはいえ、東証プライム市場と東証スタンダード市場に上場する約3300社を対象に要請した以上、「うちの会社は事情が違う」などの主張が展開しにくくなった雰囲気はある。低PBR企業の資本効率が改善し、収益が押し上げられれば割安株が買われるという解説は一応筋が通っている。また、②も事実として日本株への投資が進められている以上、説得力はある。片や、③は現時点での評価はそうなのかもしれないが、今年見られているような名目賃金上昇の持続性については諸説あるところであり、来年以降も約束されているものではない。とはいえ、日本が本当に「名目賃金の上がらないデスインフレ経済」を卒業できる日が近いのだとしたら、これに期待して日本株を買っておくという投資行動も理解はできる。①や②が事実 に即した買いだとすれば、③は未来に期待した買いという部分が大きそうに思える。

～「安いから買う」という現実～

筆者が注目するのはやはり④の理由だ。これは明確な事実である。昨年10月の152円付近から反落しているとはいえ、138円付近のドル/円相場は1年前対比で約▲8%、2022年初頭対比で約▲20%、2021年初頭対比で約▲33%、円安・ドル高である。例えば、2022年の日経平均株価は円建てで見れば▲9%だが、ドル建てで見れば▲20%と下落幅が倍以上になる(図)。



る(図)。海外投資家のポートフォリオにおいて日本株の存在感は円安の余波で意図した以上に小さくなっており、これをリバランスするための買い増しが合理的になっている可能性はある¹。結局のところ、「安いから買う」というシンプルな事実があるだろうことも否定できない。

～問題は同根、株も不動産も鮎もホテルも・・・～

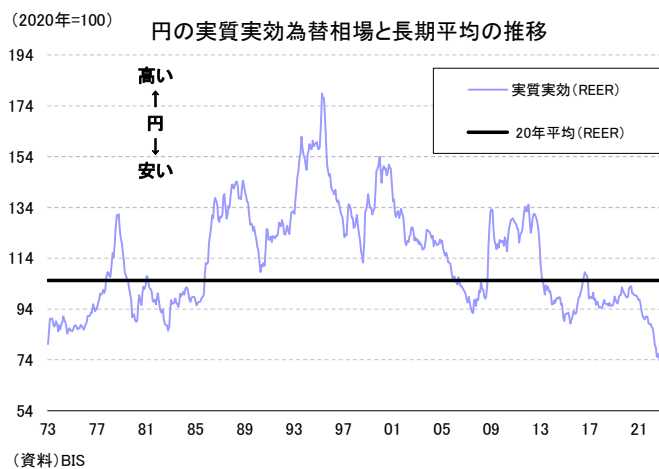
なお、日本全体の不動産価格が高騰していることも話題だが、ここでも円安の影響は指摘されてきた。外国人投資家が円安で割安になった日本の不動産を購入しているという話は上述してきた日本株買いの背景と重なる。だが、円安という日本固有の要因以前に資源高を背景として原材料費は世界的に切り上がっていた。また、世界的には賃金も上がっているので原材料費の価格上昇にはそうした高い人件費も織り込まれていると考えられる。日本の賃金も上がりつつあるが世界基準で見ればやはり劣後はある。こうして世界的な資源高・賃金高に大幅な円安と相対的な低賃金が合わさった結果、日本が体感する建設コストひいては仕上がりとなる物件価格は余計に押し上げられているというのが実情だろう。これは訪日外国人(インバウンド)の消費意欲の対象となる財・サービスにも同じことが起きるため、鮎に代表される日本食であったり、宿泊するホテルであったりも皆、

¹ 厳密にはファンドの基準通貨に依存する話だが、ドル建てで日本株が伸び悩んでいるのは事実である。

世界基準の価格に収斂される力が働くことになる。資産価格も財・サービス価格も問題は同根であり、価格が上がっているというよりも日本人の購買力が下がっているという風情がある。

こうした現状を凝縮した計数が「半世紀ぶりの円安」を記録している実質実効為替相場 (REER) である (図)。 低位安定する円の REER は「日本の通貨・物価が相対的に大きく下がっている」という現実を最も良く表現している。最近、日本で耳目を引く株や不動産といった資産価格にしても、財やサービスとといった一般物価にしても、それらが上がっている背景は価値尺度である円の価値が実質実効ベースで低くなっているという事実に起因している。

「価格が上がっているのではなく、日本人の目線が下がっているだけ」という結論に全てが集約され
るとは思わないが、現状起きていることの相当部分を言い当てているようにも感じる。



市場営業部
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。なお、当行は本情報を無償でのみ提供しております。当行からの無償の情報提供を望まれない場合、配信停止を希望する旨をお申し出ください。

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/egon.html> (Archives) http://www.mizuhobank.co.jp/forex/egon_backnumber.html

発行年月日	過去6か月のタイトル
2023年5月19日	週末版
2023年5月18日	1～3月期GDPを受けて～ペントアップ需要を阻む円安～
2023年5月17日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2023年4月分)
2023年5月16日	4月国内企業物価指数を受けて～変化率と水準の違い～
2023年5月15日	新しい外貨流出源～デジタル・コンサル・研究開発～
2023年5月12日	週末版(米連邦債務上限問題について～政府機関閉鎖は一時的な円高材料に～)
2023年5月11日	3月国際収支統計を受けて～インバウンドの功罪～
2023年5月9日	ECB政策理事会を終えて～持続する利上げ路線～
2023年5月8日	FOMCを終えて～利上げ停止でも円安持続という現実～
2023年5月2日	円相場の現在地～下がり続ける購買力、最強通貨はフランに～
2023年5月1日	植田体制初会合のレビューと円相場への影響
2023年4月28日	週末版
2023年4月26日	ユーロ/円相場、8年4か月ぶり高値の背景整理
2023年4月25日	日銀、初会合プレビュー～YCC撤廃確率は40%～
2023年4月24日	ECB政策理事会議事要旨と5月会合プレビュー
2023年4月21日	週末版(インバウンドの現状と展望～量、質ともに復調しつつあるインバウンド需要～)
2023年4月20日	本邦3月貿易収支～赤字は3か月で5兆円超え～
2023年4月18日	EU-ロシア貿易の構造変化～戦争の余波～
2023年4月17日	GFSRも重要性を訴える地経学的な思考
2023年4月14日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2023年3月分)
2023年4月12日	週末版(FOMC議事要旨と米3月CPIを受けて～円安見通しへの影響はあるか？～)
2023年4月11日	変わる直接投資とスローバライゼーション(slowbalization)
2023年4月10日	植田会見、「直ちに修正することは無い」の真意
2023年4月7日	第一次所得収支の内情～戻ってくる円は半分程度か～
2023年4月6日	週末版(日銀金融政策決定会合プレビュー～初戦は様子見を予想～)
2023年4月4日	次の危機はCRE危機か？～ECBの警鐘～
2023年4月3日	日銀短観3月調査を受けて～深刻さ極まる人手不足～
2023年3月31日	ユーロ圏3月消費者物価指数(HICP)の読み方
2023年3月30日	週末版
2023年3月28日	第1四半期の総括と今後の展望～円高始まらず～
2023年3月24日	ひっ迫感が強まるユーロ圏の雇用・賃金情勢
2023年3月23日	週末版(鳴りを潜める「安全資産としての円」～投機の円買いは縮小中～)
2023年3月22日	FOMCを終えて～年内利下げは未だリスクシナリオ～
2023年3月17日	年初来の主要通貨を概観する～変わらない円安～
2023年3月16日	退路を断ったECB～自信の誇示を優先～
2023年3月15日	週末版
2023年3月14日	ECBは「世紀の失策」を繰り返すか～利上げの行方～
2023年3月13日	企業物価指数の現状と展望～残る円安の爪痕～
2023年3月10日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2023年2月分)
2023年3月8日	先陣を切るECB～アフターSVBの金融政策動向～
2023年3月7日	SVB破綻、ドル/円相場見通しへの影響
2023年3月6日	週末版(1周年を迎えた米利上げ局面～やはり遠い円高シナリオ～)
2023年3月3日	1月国際収支統計を受けて～今後の注目点～
2023年3月2日	FRBより長引くECBの利上げ～ホルツマン発言について～
2023年3月1日	日本における「基調的なインフレ率」の現状と展望
2023年2月28日	週末版(賃金インフレへの懸念強まるユーロ圏～コアは加速、政策理事会の争点は賃金に～)
2023年2月27日	ECBのバランスシート政策について～状況整理～
2023年2月24日	植田総裁候補の所信聴取を受けて
2023年2月21日	週末版
2023年2月20日	利上げ減速のイメージが湧かないユーロ圏
2023年2月17日	現実味増すインフレ長期化～円安シナリオの再起動～
2023年2月15日	週末版(本邦1月貿易統計を受けて～史上最大、再び～)
2023年2月14日	本邦10～12月期GDP～3年経ってもコロナ前～
2023年2月13日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2023年1月分)
2023年2月10日	日銀、植田新体制への所感～Q&A方式での整理～
2023年2月9日	週末版
2023年2月8日	ユーロ圏、インフレ期待の現状～pivotは支持されず～
2023年2月7日	2022年の国際収支統計を受けて～意外な伏兵～
2023年2月6日	日本はドイツに追い抜かれてしまうのか～何が違うのか～
2023年2月3日	IMF見直し昇修正と為替見通しの関係について
2023年2月2日	週末版(ECB政策理事会を終えて～顕著に改善するユーロ相場の取引環境～)
2023年1月30日	FOMCを終えて～ドル/円見通しに影響なし～
2023年1月27日	23年、最初の1か月を終えて～言うほど進まないドル安～
2023年1月25日	週末版(当面のECBの金融政策運営の考え方～「追い風」を得てタカ派に持続性～)
2023年1月24日	神風に救われたユーロ圏経済～最悪からの復活？～
2023年1月23日	「投機の円買い」vs「実需の円売り」の行方
2023年1月20日	日銀タカ派とFRBハト派の併存は可能なのか？
2023年1月19日	週末版(史上最大の貿易赤字をどう捉えるか～輸入増加の次は輸出減少に？～)
2023年1月18日	日銀政策決定会合を受けて～現状維持とも言い切れず～
2023年1月16日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2022年12月分)
2023年1月13日	懸念されるユーロ圏のインフレ～コアは加速中～
2023年1月12日	日銀は本当に動くのか？～当面の展開を整理～
2023年1月10日	週末版(依然残る日本の閉鎖性～入国規制とインバウンド需要～)
2023年1月6日	米12月雇用統計を受けて～無理筋なハト派解釈～
2023年1月5日	週末版
2023年1月4日	FOMC議事要旨を受けて～23年利下げへの支持はゼロ～
2022年12月23日	2023年展望の「重要な前提」と「パス」のおさらい
2022年12月21日	週末版(史上最大の円安の年を終えて～円高を「押し目」とする視座～)
2022年12月20日	日銀の政策修正に関する論点整理～日銀Pivot～
2022年12月19日	米インフレ急減速を当然視する風潮は大丈夫なのか
2022年12月16日	円安で注目したい対内直接投資のポテンシャル
2022年12月15日	週末版(ECB政策理事会を終えて～「ターミナルレート3%」では不十分というメッセージ～)
2022年12月14日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2022年11月分)
2022年12月13日	FOMCを終えて～PCEピークアウトと利上げ停止時期～
2022年12月12日	米11月CPIを受けて～円相場に対する見方は不変～
2022年12月9日	23年、ドル/円相場のメインシナリオとリスクの要約
2022年12月6日	インバウンド復活は2023年春以降のテーマに
2022年12月5日	週末版
2022年12月2日	ECB政策理事会プレビュー～2つの注目点～
2022年12月1日	「日本人の円売り」は一過性の懸念で終わるのか？
2022年12月1日	週末版(135円台で考える「安い日本」～名目円高では解決しない根深い問題～)
2022年12月1日	まだ警戒が必要なユーロ圏のインフレ情勢