

テーマ：円安期待の株価上昇の持続性

発表日：2012年11月19日（月）

～日銀にプレッシャーをかけるだけでなく、成長戦略が必要～

第一生命経済研究所 経済調査部
担当 嶋峰 義清 (03-5221-4521)

政権交代観測による円安が株高に繋がる

日本だけ、とも言える株価の独歩高が進んでいる。背景にあるのは円安の急進だ。野田首相が突然の解散方針を打ち出したのは11月14日に行われた国会での党首討論の場だ。これを受け、為替市場では円安が進展し、翌日の東京株式市場では円安を受けて株価が上昇した。さらに、自民党の安倍総裁が金融政策について、高めのインフレ目標やマイナス金利の実現、無制限の国債買取など、極めて大胆な金融緩和政策を提唱したことで円安が更に進展し、これを株価が追いかけるといふ展開が続いている。

この間、海外の株式市場は冴えない動きが続いている。前週末（16日）の株価水準は野田首相の解散方針後でみるとNYダウが▲1.3%、ドイツDAXが▲3.0%、上海総合が▲2.0%などと軒並み下落した。米国の“財政の崖”問題や、欧州の財政問題がリスク要因として強く意識されているうえ、経済指標も弱めのもの相次いだことが背景にある。これに対し、日経平均株価は+4.1%と急騰しており（19日引け値ベースでは+5.6%）、海外市場に振り回される印象が強いなかで異例とも言える上昇が続いた。

ここ数年、（海外の）株価の下落時には為替市場で円高となるケースが目立った。株価にとってネガティブな材料とは、大半の場合景気にとってネガティブな材料である。したがって、株価が下落する一方で債券が上昇する（金利は低下）。これにより内外金利差が縮小し、為替市場については円高圧力が増すこととなる。日本の株式市場は、海外株が下落した株式市場にとってネガティブな材料に、円高の進展という日本の製造業にとってネガティブな材料が加わることで、海外株よりもパフォーマンスが劣後しやすくなるのである。このため、解散が決定的となって以降の局面では、海外株安の中での円安の進展という“異例の展開”で、海外株安・日本株高という“違和感のある”相場が演出されていると言えよう。

為替相場以外のファンダメンタルズ

ドル/円相場が1ドル=81円台をつけたのは、今年4月以来のことだ。当時の日経平均株価が9,000円台後半にあったことを勘案すれば、こここのところの株価の急上昇はそうした水準へ近づいていく“過程”にあり、足元の水準も“通過点”という見方もできる。

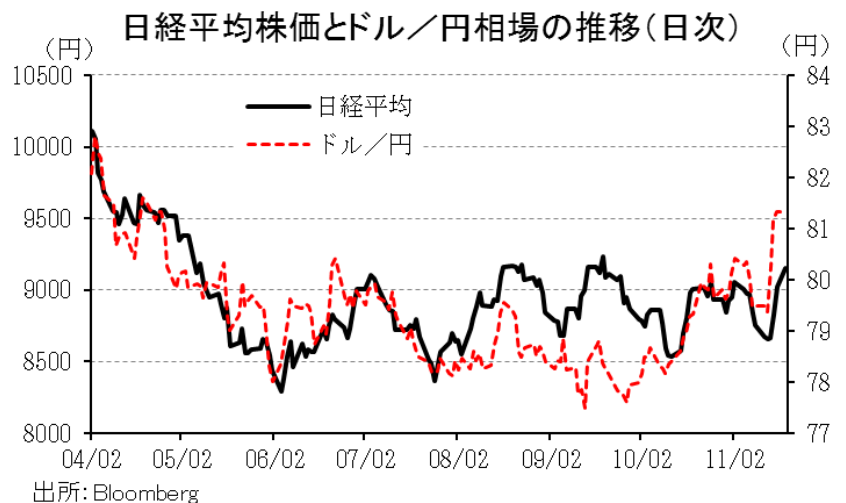
しかし、為替相場以外のファンダメンタルズは当時と比べても厳しさを増している。まず、足元で日本経済はリセッション入りしているとの指摘

も目立つなど、ここへきて政策効果の剥落を主因に急減速している。今期

（2013年3月期）の企業業績については、年度始に比べて大幅に下方修正されており、予想PERは足元で14倍

（東証一部ベース）程度と、すでに割安とも言えない水準にある。さらに、“財政の崖”という極めて重大な懸念材料が聳え立っており、この問題の取り扱い次第では米国を中心に世界経済が失速するリスクもある。

このように考えれば、円安への流れ



が途切れてしまえば、日本株の独歩高の持続も難しくなるはずだ。一方で、円安への流れは、衆院選で自民党が勝利し、次期首相の座に安倍自民党総裁が就くという市場の思惑に支えられているのみであることを勘案すれば、意外に脆弱な根拠の上に成り立っているという見方もできる。

まず、市場の思惑通りの選挙結果になるとは限らない。今後の世論調査などで自民党の勝利が確実なものではないような展開が見えてくると、政府が大胆な金融緩和を日銀に求めるという期待も萎むリスクがある。また、あくまで日銀の独立性が守られるとするならば、インフレ目標などに対して日銀が頑なに拒否する姿勢を見れば、円安の前提となる日銀のより踏み込んだ金融緩和に対する期待が萎むことになる。安倍総裁は個人的な考え方として、来年4月で任期が切れる白川日銀総裁の再任に否定的との立場を表明、次期日銀総裁にはインフレ目標の導入に賛成の立場である人が望ましいとしているものの、それほど先の総裁人事、及びその後とられるであろう日銀の金融政策を、少なくとも年内の市場が織り込んで動くことは困難だろう。

円安無くとも

このように、株価を押し上げている円安の流れ自体、持続性を問われれば疑問符がつく程度のものである。したがって、逆風が多い中で株高を演出している円安の流れがとまれば、日本株の上昇にも歯止めがかかるばかりでなく、財政の崖などの先行き不透明感を勘案すれば“絶好の益出し”の場となる可能性もある。

もともと、日本株の上昇が単に円安に支えられているだけでなく、バブル崩壊後続いている様々な構造問題に衆院選後の新政府が真正面から取り組んでいくとの期待に支えられている部分があるとすれば、円安の流れが途切れたあとも、株価の上昇基調は崩れないと考えられる。しかし、足元までのところ各党とも具体的な成長戦略などは打ち出していないうえ、株式市場が関心を持つ多くの政策（TPP問題やエネルギー問題など）においては各政党も明確に一本化されてはいないようだ。

以上のことを勘案すれば、現状では円安に歯止めがかかった場合、日本株だけが上昇基調を保つというここ数日の展開は、早晚崩れる可能性が高い。ただし、衆院選に向けて各政党が今後より具体的な成長戦略などを主張することによって、一時的な期待に踊らされないしっかりとした日本株の上昇局面が訪れる期待は持つことができる。