

水を差すつもりは無いが・・・

2013年3月26日(火)

第一生命経済研究所 経済調査部
副主任エコノミスト 藤代 宏一
TEL 03-5221-4523

15:01 現在

<主要株価指数>

	終値	前日比
日経平均株価	12471.62 円	▲74.84 円
TOPIX	1044.42 pt	▲2.87 pt
NYダウ	14,447.75 ^{ドル}	▲64.28 ^{ドル}
DAX (独)	7,870.90 ^{ドル}	▲40.45 ^{ドル}
FT100 (英)	6,378.38 pt	▲14.38 pt
CAC (仏)	3,727.98 pt	▲42.31 pt
上海総合※	2,297.69 pt	▲29.028 pt

<外国為替>※

ドル円	94.20 円	0.03 円
ユーロ円	121.26 円	0.23 円
ドルユーロ	1.2873 ^{ドル}	0.002 ^{ドル}

<長期金利>※

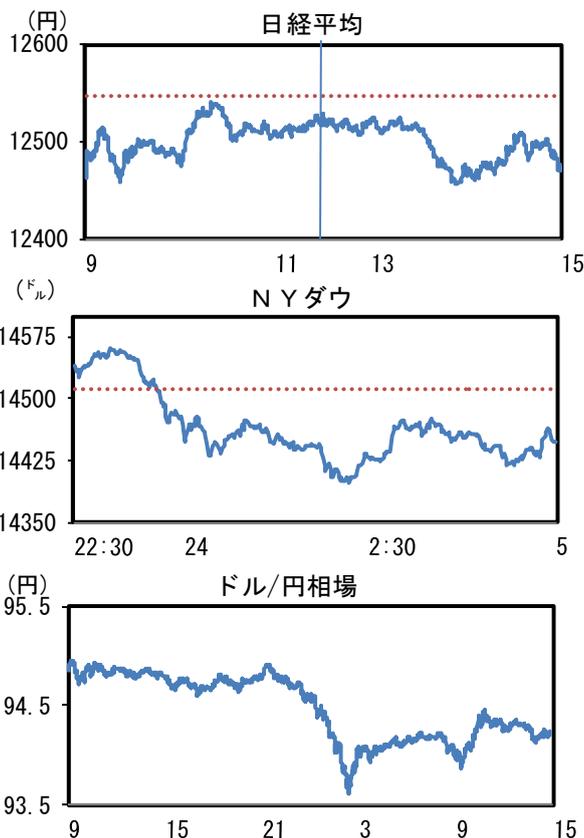
日本	0.535 %	▲0.020 %
アメリカ	1.920 %	▲0.005 %
イギリス	1.803 %	▲0.049 %
ドイツ	1.327 %	▲0.052 %
フランス	2.017 %	▲0.002 %
イタリア	4.612 %	0.097 %
スペイン	4.959 %	0.104 %
オーストラリア	3.579 %	0.023 %

<商品>

NY原油	94.81 ^{ドル}	1.10 ^{ドル}
NY金	1604.50 ^{ドル}	▲1.60 ^{ドル}

※は右上記載時刻における直近値。図中の点線は前日終値。

(出所) Bloomberg



【海外株式市場】 ～すっきりしない結末、キプロス問題～

25日の米国株式市場、NYダウ平均株価は反落。前日比▲64.28^{ドル}の14447.75^{ドル}で取引を終了。キプロス支援が合意に至り、同国のデフォルトは回避されたものの、ユーログループ議長の発言を受けて買いが手控えられた。また、バーナンキ議長がパネル討論で金融緩和の正当性について言及したものの、反応は限定的。

ダイセルブルーム議長は「今回のキプロス支援策は、今後のユーロ圏銀行危機における問題解決のモデルになる」との考えを示した。(金融市場の動乱を受け?)その後「キプロスは例外的な特殊な事情を伴った事例であった」との認識を示し、発言を事実上修正したものの、市場の不安心理を払拭することはできなかった。これまで当局は「キプロス支援に関する一連の措置は特殊ケース」と主張してきただけに、市場が疑心暗鬼になるのは当然だろう。

バーナンキ議長、ダドリーNY連銀総裁は金融緩和の正当性について言及したが、従来からの主張を繰り返したに過ぎず、FRBのベクトルの変化は感じとれなかった。

【外国為替相場・債券市場】 ～通貨高懸念はいずこへ？（ユーロ圏）～

25-26日の外国為替市場では、ユーロがドルや円に対して売られた。（25日）日本時間はキプロス支援の合意を受けユーロが買い戻されていたものの、ユーログループ議長の発言を手掛かりに再びユーロが売られる展開となった。一旦は、リスクオフのアンワインドから買い戻されたユーロだが、ユーロにはキプロス問題以外にも、利下げ観測、イタリア、スペインの政局不安といった弱気材料がある。また、3月ユーロ圏PMIが失望的な内容だったほか、独IFO指数も弱く、ファンダメンタルズの回復は予想以上に遅々としており、積極的にロングポジションを積み上げる理由は乏しい。

【国内株式市場】 ～そう簡単には崩れない世界的リスク選好～

26日の東京株式市場、日経平均株価は反落。前日比▲74.84円の12471.62円で取引を終了。前日の欧米市場が総じてリスクオフに傾斜する中、海外時間中に進行した円高が嫌気された。もともと、3月期末の配当取りを狙った買いが入り、下落幅は限定的。

キプロス問題をはじめ、欧州サイドからは度々ネガティブな材料が出てくるものの、米国では、個人消費が底堅いほか、企業マインドも改善している。また、29日発表の日本の鉱工業生産も増加が見込まれており、日米経済は予想以上に底堅い。世界的リスク選好は、そう簡単には崩れないだろう。

【注目点】 ～水を差すつもりはないが・・・～

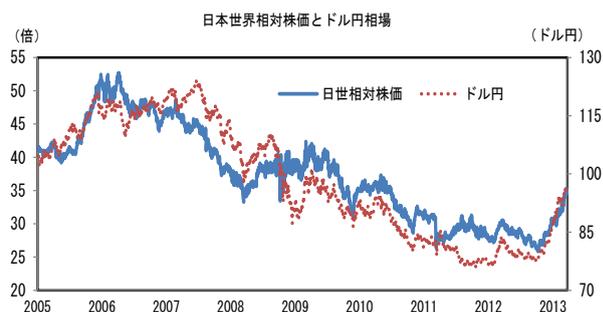
「円安→輸出企業の業績拡大→株高」（以下、因果関係説）というロジックは、その“分り易さ”から株高の説明として市民権を得ている。実際に、円安局面で輸出関連株は大きく上昇する。本邦輸出企業の業績は通貨価値と比較的強い関係があるため、円安が株高要因として作用することに疑いの余地は無いだろう。

しかし、主要先進国で「通貨安・株高」の関係が成り立つのは主に日本とスイスのみで、かつての日本や現在の他国では「通貨高・株高」の関係が成立しており、「因果関係説」では説明がつかない。

新興国を例にとってみると、株価が上昇するのは、主として世界経済の回復期待が高まる時、すなわち金融市場がリスク選好に傾斜する局面だ。また、こうした局面は投資家のリスク許容度が改善し、新興国通貨（≒高金利通貨）が買われ易い局面でもあるため、日本以外の市場では、通貨価値と株価の間に直接的な因果関係は存在せず、単に通貨高と株高が同時進行していると考えられる。通貨高が企業業績の抑制要因として作用するものの、世界経済の回復期待が勝るということである。

他方、低金利の「円」が売られ易いのは、世界経済の回復期待が高まり、安全資産としての需要が減衰する局面だ。繰り返しになるが、こうした環境下は企業業績の拡大期待が高まり、株価が上昇し易い局面でもある。こうした関係に鑑みるに日本の円安と株高も他国と同様、単に同時進行している部分が多いのではないだろうか。日本とスイスのみ、通貨価値と株価の関係において別の要因が存在するとは考えづらい。

これらを踏まえた上で、今次局面の日本株の突出したパフォーマンスを再考すると、株高局面で通貨安が追い風となる日本株が相対的に優れたパフォーマンスを残すのは、ある意味、当然の結果と言えよう。他国とは異なり日本は、リスク選好下で通貨高に悩まされないからである。なお、これは従来から観測されていた事象である（図）。アベノミクスに水を差すつもりは毛頭無いが、“海外投資家の日本を見る目がガラリと変わった”と判断するのは拙速ではないだろうか。



(備考) Bloombergにより作成。世界株価はMSCI AC WORLD Index、日本株はN225。指数の上昇は日本株の相対パフォーマンスが優れていることを示す。

【NYダウ・日経平均株価予想レンジ（5営業日内）】

NYダウ 14100～14700^{ドル}

日経平均株価 12000～12650円

ドル円 93.0～96.0円

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。