

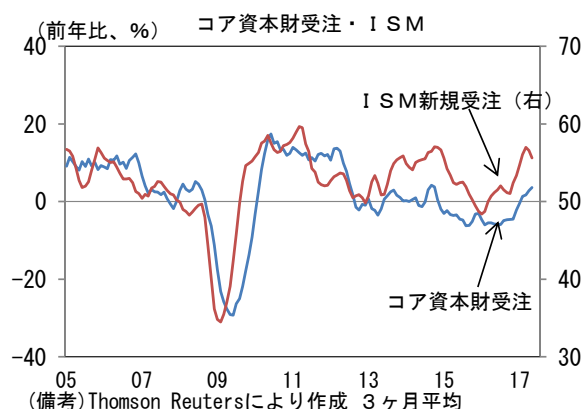
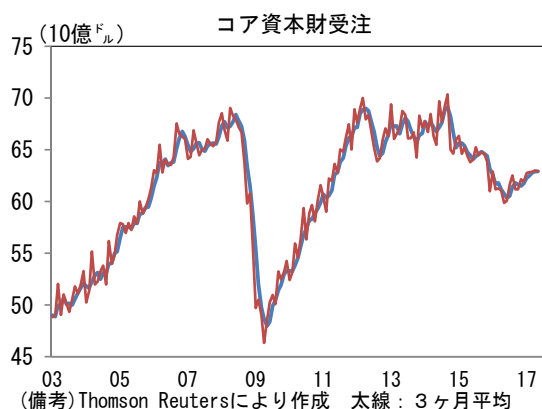
「円安を好感して株価上昇」 この解説に疑問 ～それでは何故、円安が不利に働く銘柄が上昇する～

2017年6月27日（火）

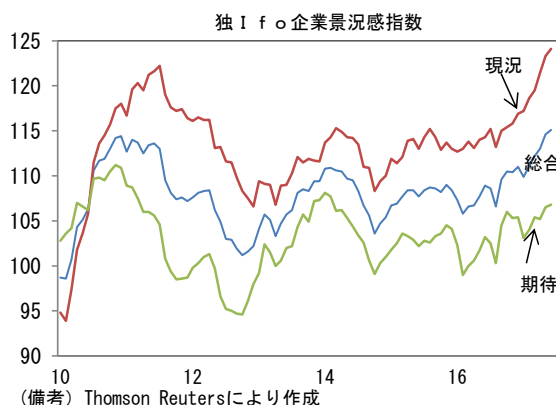
第一生命経済研究所 経済調査部
主任エコノミスト 藤代 宏一
TEL 03-5221-4523

【海外経済指標他】

- ・ 5月米耐久財受注は前月比▲1.1%と市場予想（▲0.6%）を下回った。自動車（+1.2%）が堅調だった反面、民間航空機（▲12.0%）、国防航空機（▲30.8%）が弱く、全体の数値は2ヶ月連続の減少となった。輸送用機器を除いたベースでは+0.1%と微増を確保したものの、最重要項目のコア資本財受注は市場予想（+0.4%）に反して▲0.2%と弱く失望的であった。なお、前年比伸び率は加速しているように見えるが、これは専らベースエフェクトによるもので強さが誇張されている。企業の設備投資は慎重にみておくべきだろう。



- ・ 6月I f o企業景況感指数は115.1と、東西ドイツ統一後の最高を記録。現況（123.3→124.1）が高水準から一段と改善したほか、期待（106.5→106.8）も過去最高には距離があるものの、2ヶ月連続で上昇。既発表のPMI速報値が6月に前月比低下していたことと整合しないが、両者とも異例の高水準にあることを踏まえると、景気モメンタムの減速を懸念する必要性に乏しい。今回の結果はドイツ経済が実質GDPの前期比年率+2%超に相当するペースで拡大することを示唆している。



【海外株式市場・外国為替相場・債券市場他】

- ・前日の米国株は小幅続伸。NASDAQは軟調となったものの、NYダウが上昇、S&P500は続伸となった。WTI原油は43.38ドル（+0.37ドル）で引け。
- ・前日のG10通貨は資源国通貨（AUD、CAD、NZD）が堅調だった反面、欧州通貨が全般的に弱く、JPYが最弱となった。USD/JPYは111後半へと水準を切り上げ、EUR/USDは1.12を割れ1.11後半へと水準を切り下げた。
- ・前日の米10年金利は2.137%（▲0.5bp）で引け。原油価格反発で予想インフレ率（1.710%→1.718%）が反発も資本財受注の弱さなどから成長期待が下方シフトしたことで予想実質金利（0.430%→0.416%）が低下。欧州債市場（10年）はドイツ（0.245%、▲1.0bp）に追随する形でフランス、イタリア、スペインが何れも小幅ながら金利低下。

【国内株式市場・アジアオセアニア経済指標・注目点】

- ・日本株は欧米株高に追随して高寄り後、もみ合い（10:00）。

< #円安→株高 #因果関係? #同時進行 >

- ・2017年入り後から日経平均とUSD/JPYの乖離が目立っている。この乖離の説明として筆者は[6月20日付の当レポート「為替と株の間に割って入るモノ～過去最高に迫る輸出～」](#)で、2015年半ば頃から2016年秋口までの円高にもかかわらず、日本の実質輸出が好調であることに着目。その結果、投資家が「円高→輸出競争力低下→企業収益悪化→株売り」という単純なトレードから距離を置いている可能性を指摘した。
- ・ここでもう少し深掘りして考えたいのが「円安→株高」という順序の因果関係。一般的な報道では円安が原因でその結果に株高があるとの解説が圧倒的に多いように思えるが、それは必ずしも正しいと言い切れない。円安で輸出企業の業績が潤うのは事実だが、株価上昇の説明として通貨安を主因にするのは本質的ではないだろう。
- ・認識しておくべきことは①「通貨安・株高」という関係が成り立つのは日本とスイス、そして2014年のマイナス金利導入前後から2016年半ば頃までのユーロ圏（特にドイツ）といった具合に少数派であること、②日本と同様に製造業の存在感が大きく非資源部門の輸出ウェイトが高い韓国でさえも「ウォン高・株高」の関係にあること、そして③2000年代前半の日本でも「円高・株高」の関係にあったこと。
- ・上記3つの事実を踏まえると「円安→株高」という因果関係説には一定の距離を置き、反対に同時進行説を重視すべきだろう。ここで筆者が定義した同時進行説とは、超低金利（マイナス金利）のJPYが世界景気の拡大局面、すなわち投資家のリスク許容度が高まる時に売られる傾向があることから、単に「円安と株高」が同時進行にしているに過ぎないというもの。現状の日本で「円安→株高」という因果関係が作用していること自体は否定しないが、日本と同様に①マイナス金利、②経常黒字国、③巨額の対外純資産保有国という極めて稀な性格を有するスイスにおいても「通貨安・株高」の関係が成立していることに鑑みると、同時進行説に説得力があるように思える。また2001-04年の日本でも「円高・株高」、「円安・株安」の関係にあったことを踏まえると、因果関係説はますます疑わしくなる。
- ・なお、同時進行説を主軸において日本株を解説すると「明らかに円安が不利に働く銘柄が円安で上昇する」——この現象も上手く説明できる。このように株価と為替の乖離が目立った時など、定期的に両者の関係を見つめ直すことに一定の意味があろう。また、何らかの構造変化で「円高・株高」の復活、或いは「無相関」の関係に移行する可能性を常に意識しておきたい。

