

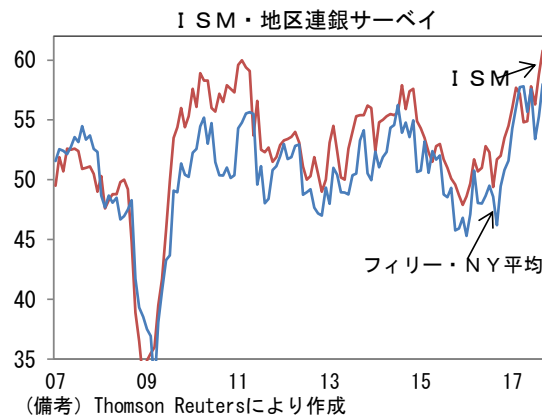
USD/JPY横ばい、株価13連騰 ～為替離れの背景～

2017年10月20日（金）

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】

- ・10月フィラデルフィア連銀製造業指数は+27.9と9月から4.1pt改善。市場予想（+22.0）を上回り、ISM換算では60.2へと1.5pt上昇した。内訳は出荷（+37.8→+24.4）、新規受注（+29.5→+19.6）が高水準から低下した反面、雇用（+6.6→+30.6）が著しく改善し、出荷遅延（+14.5→+21.6）と在庫（▲1.4→+6.0）も押し上げに寄与した。その他では週平均労働時間（+11.9→+19.4）の上昇が目立った。10月ISM製造業指数が60.8を維持できるかは微妙だが、すこぶる良好な水準は維持できるだろう。



【海外株式市場・外国為替相場・債券市場他】

- ・前日の米国株は続伸。本格化しつつある決算発表はまずまずの結果で業績拡大期待をサポート。そうしたなか好調な米指標を後ろ盾にNYダウは4日連続で最高値更新。WTI原油は51.29ドル（▲0.75ドル）で引け。
- ・前日のG10通貨はUSDがやや軟調となるなかで、ニュージーランド・ファースト党が労働党との連立政権樹立を決めたことが背景にNZDの弱さが目立った。USD/JPYは112半ばを中心に一進一退、EUR/USDは1.18前半へと水準を切り上げた。
- ・前日の米10年金利は2.318%（▲2.4bp）で引け。米国時間午前には株式市場が下落する中で2.3%割れを試したが、水準感が意識されるなか、次期FRB議長としてパウエル氏が有力との一部報道を受けて低下幅縮小。欧州債市場（10年）はドイツ（0.395%、▲0.1bp）、フランスが概ね横ばい、イタリアが金利低下、スペインが金利上昇。対独スプレッドはスペインがワイドニング。スペイン政府によるカタルーニャ州の自治権停止の決定が材料視された。

【国内株式市場・アジアオセアニア経済指標・注目点】

- ・日本株は米株高に追随できず反落スタート。もっともその後はUSD/JPYが上昇に転じるなかで日経平均は前日終値付近へと値を戻している（11:00）。

< #為替と株価 #USD/JPYとE P Sの連動性崩れる #輸出は増加基調 >

- ・19日までに日経平均株価は13日続伸。この間の上昇幅は1092円となり19日終値は21448円に達した。他方、この間のUSD/JPYは112を中心に上下1円程度でほぼ横ばい。この結果、2016年秋頃から観察されている日経平均とUSD/JPYの乖離が一段と拡大。2013年1月から2016年6月までの両者の相関関係を基にUSD/JPY113に整合する日経平均を推計すると約17000円という結果が得られた。議論を単純化すると、為替以外の株価上昇要因が約4500円分（=約21500円-約17000円）あったことになる。
- ・為替対比で株価が強い理由として、しばしば日銀や（準）公的年金（GPIF、地方公務員年金、KKRなど）による「官製相場」が指摘される。しかしながら、本質的には日本企業の業績が為替（円高）の影響を受けにくくなっていることが大きいだろう。下図をみれば一目瞭然であるようにTOPIXのE P S（先行き12ヶ月）とUSD/JPYの連動性は明らかに崩れ、USD/JPYがピークを打って2年以上が経過した今も業績拡大局面にあることがわかる。
- ・筆者はその一部を説明しているのが、日本の実質輸出の強さにあるとみている。実質輸出は、2013-15年にかけてUSD/JPYが80から125へと大幅に上昇したにもかかわらず横ばいで推移していたが、16年央以降は世界経済が息を吹き返すなかで水準を切り上げ、目下の水準は過去最高の更新が目前に迫るまで回復している。このように円高にもかかわらず、日本の輸出が増加し、業績を伸ばしてきたことが株式市場で評価されているのだろう。

