

PRAEVIDENTIA WEEKLY (3月9日)

ドル/円と日経平均：愛（相関）が壊れるとき

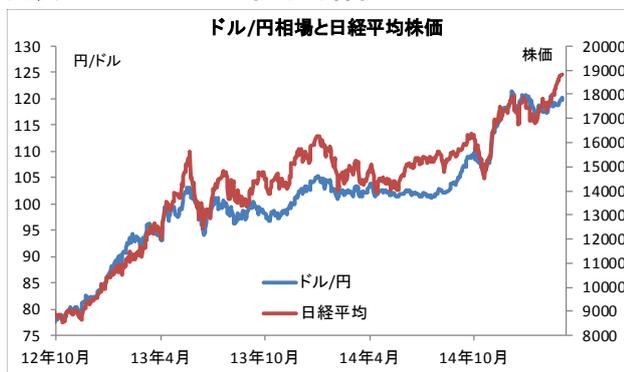
<要約>

アベノミクスの下でドル/円相場と日経平均株価の連動性が非常に高まり、両者とも概ね上昇基調で推移してきた。もっとも、ドル/円は割高水準に来ている一方で日経平均は未だ割安水準にあること、更なるドル/円の上昇が一部セクターの悪材料となり得ることなどを踏まえると、今後ドル/円と日経平均の連動性が低下する可能性もある。

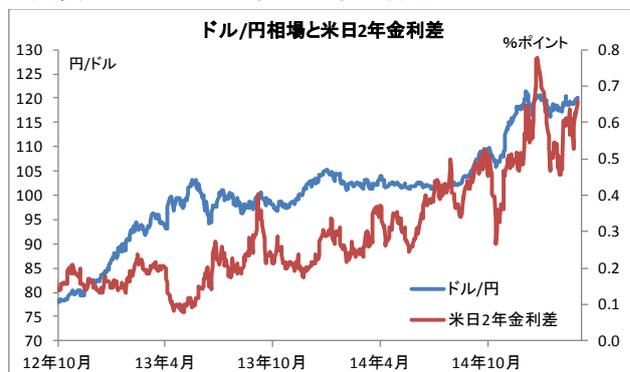
アベノミクス・カップリング

2012年10-12月期に安倍政権が誕生しアベノミクスが実行されていく中で、ドル/円相場と日経平均株価は連動性が非常に高まった（図表1）。この基本的理由は、アベノミクスの第1の矢である異次元金融緩和による円高修正・円安化が輸出企業の業績を押し上げ株価全体を押し上げるという面が強かったのと、金融緩和を中心とするリフレ政策が日本の景気を押し上げるという期待感を受けた日本株全体に対する需要増という側面もあった。他方、足許でこそ米利上げ期待の高まりを反映した米金利上昇・米日金利差拡大とドル/円の上昇の高相関もみられるが、特に2012年末から2013年半ばの円高修正局面では連動性は高くなく、日経平均との連動性の方が高かった（図表2）。

図表1：ドル/円と日経平均株価



図表2：ドル/円と米日2年金利差



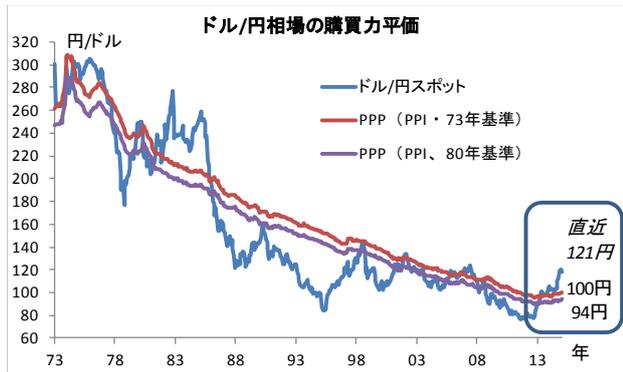
(出所) トムソン・ロイターよりプレビデンティア・ストラテジー作成

ドル/円は割高、日経平均は割安？

ドル/円と日経平均が2012年第4四半期以降、同時に大幅上昇した背景には、いずれも歴史的な低水準（円高、株安）にあったことも関係している。もっとも、現在の両者の立ち位置は微妙に異なっている。ドル/円相場は購買力平価が94~100円程度と試算される中で20%超の割高（円が割安）にあり、円の実質実効相場でも長期平均を1標準偏差以上上下回り、割安領域に入りつつある（図表3、4）。4月の統一地方選を控えて地方や中小企業からの円安懸念が高まり支持率が低下するのを恐れて、政府も円安をもたらす日銀追加緩和に対する牽制姿勢を続けていることも、政財界が円が必要以上に安くなり始めていると感じてきていることを示唆している。

他方で、日経平均株価については長期的に強気派が根強く、PER（株価収益率）やPBR（株価純資産倍率）といったバリュエーション指標も高過ぎる水準には来ていないようだ（図表5、6）。1989年12月29日の史上最高値である38,957円（これはこれでバブルの割高相場だったが）と比べて半分に過ぎないことも、多くの市場参加者が上昇余地の大きさを感じている一因となっているようだ。

図表 3：ドル/円の購買力平価（PPP）



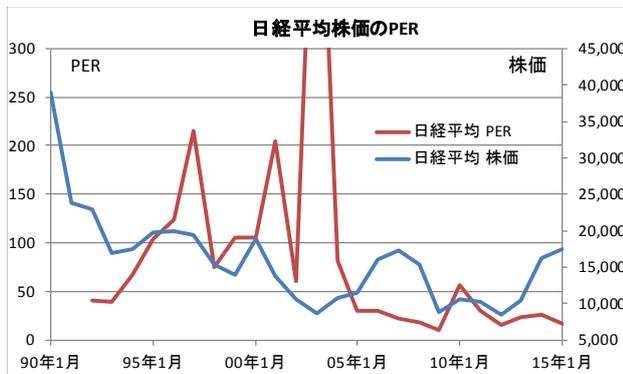
(注) 実質実効相場は、重要な貿易相手国の通貨に対する円相場を貿易比率に応じてウェイト付けして指数にしたものを、各国のインフレ率で調整して実質的な価値をみるもの。長期的に平均に回帰するとされ、ゼロを長期平均に合わせて標準化してある。

(出所) トムソン・ロイターよりプレビデンティア・ストラテジー作成

図表 4：日経平均と円の実質実効相場

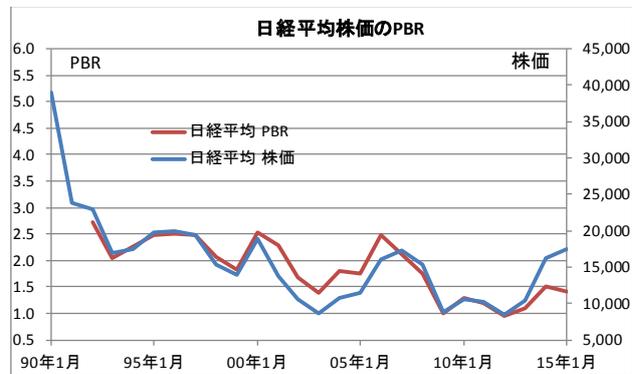


図表 5：日経平均の PER



(出所) トムソン・ロイターよりプレビデンティア・ストラテジー作成

図表 6：日経平均の PBR



愛（相関）が壊れるとき：シナリオ分析

こうした中、今後ドル/円相場と日経平均株価の間の相関関係が崩れ、デカップリングする可能性も高まっている。①、②の二つのシナリオが考えられるが、当社は①の可能性が最も高いとみているものの、上手くいけば結果的にデカップリングしない状況が来ることあり得る（シナリオ③）。

① ドル/円が 130 円方向へ続伸する中、円安の悪影響が強まり日経平均が反落へ

米国景気の回復が順調に続き、3月 FOMC で FF 金利据置に関する「忍耐強くいられる (patient)」との文言が削除され、6月 FOMC で利上げが開始される場合、ドル/円は 125 円方向を目指して上昇し、その後も利上げが継続されればドル高主導でドル/円は更に上昇する可能性が高まる。更に、日銀が原油安を主因にコア CPI がゼロ近傍へ低下する中、デフレマインドが再度復活することを恐れ、2%目標達成を目指し追加緩和を行えば、円安の側面も加わり 130 円も視野に入るだろう。当社は早ければ統一地方選後の 4 月末の会合、あるいは 7 月の決定会合で追加緩和が決定される可能性が高いとみている。円安が続き 125 円を超えてくると、これまでの政財界からの円安懸念が本物であれば、実際に企業業績に悪影響が出るセクターが主導して日経平均株価が下落する、というシナリオだ。

今回の円安局面でアンダーパフォームしている 5 業種をみると (TOPIX 対比、図表 8)、石油・石炭、鉱業、パルプ・紙、電気・ガスおよび空運となっており、やはり円安による原材料・燃料輸入コスト上昇が響く業種となっている。これらの業種は現在のところは円安が始まった 2012 年初対比でプラス圏で推移しているが、更なる円安により明確に下落基調に転じるようだと、証券業や輸送用機器といったアウトパフォーム業種 (図表 7) の業績改善度合いの鈍化との相対的關係で、株価全体が押下げられてくる可能性があるだろう。

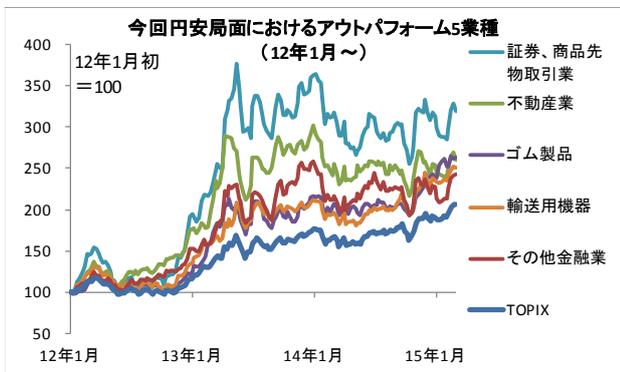
② 日経平均が2万円を超えて上昇を続ける一方、ドル/円は高値警戒感から伸び悩み

米国を中心とする世界的な株高や長期的にみた割安感、更には公的年金などの機関投資家による株式へのポートフォリオシフト継続などにより、株価は上昇を続ける。他方で、米国が低インフレ・低賃金等を背景に利上げ開始を先送りし、株高には繋がるが米金利上昇には繋がらない金融政策スタンスを取ったり、本邦サイドでも政府・日銀の更なる円安への懸念と追加緩和を行わない姿勢が続くと、ドル/円は上値が重い状況が続き、株価とドル/円の乖離が生じてくる。

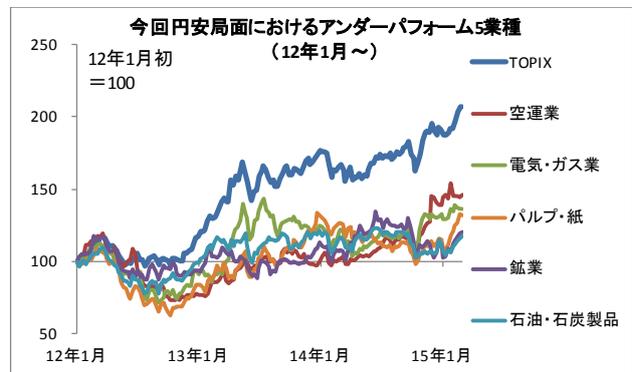
③ 円安が進んでも本邦企業・景気への悪影響は相対的に小さく、円安と同時に株高が継続

円安を通じた輸入インフレの家計への悪影響が目立たないほど賃金上昇率が高まり、円安化でアンダーパフォームしがちな業種の株価が大きく下落せず、かつ米国の景気が好調で、景気や株価を阻害しないかたちで利上げが行われているようなバラ色の状況であれば、政財界からの円安懸念は後退し、日銀も心置きなく2%インフレ目標達成のために追加緩和を行うことができ、株高とドル/円上昇が同時に起きる状況が続くこともあり得る。

図表7：今回円安局面のアウトパフォーム業種



図表8：今回円安局面のアンダーパフォーム業種



(出所) トムソン・ロイターよりプレビデンティア・ストラテジー作成

通貨	週次レポートバックナンバー・タイトル一覧 (14年7月以降)
円	「GPIF：円売りの先導役はいつまで？」(14年12月21日) 「JPY：限界を試す」(14年11月9日) 「JPY：パーフェクトストーム」(14年11月2日) 「ドル/円：デジャヴュかジャメヴュか」(14年9月21日) 「円安牽制：敵は己の内にあり？」(14年9月13日) 「ドル/円：少し行き過ぎた愛情の記録」(14年9月8日) 「円：GPIFパラドックス」(14年8月10日)
ドル	「ドルは高くない」(15年2月22日) 「USD：FedのBoE化リスク」(14年9月27日)
ユーロ	「EUR：分裂ある所に和合を、デフレある所にQEを②」(15年1月18日) 「EUR：分裂ある所に和合を、デフレある所にQEを①」(15年1月11日) 「EUR：他力本願から脱せるか」(14年10月26日) 「EUR：テルトロ、トロトロ」(14年7月26日)
ポンド	「GBP：明るくなるまで待つ」(14年1月25日) 「GBP：パラノからスキゾへ」(14年8月23日) 「GBP：スコッチお油割りは微妙なテイスト」(14年7月19日) 「GBP：タカ派の多寡」(14年7月5日)
豪ドル	「AUD：Vorsprung durch Politik? 反発は金融政策待ち？」(14年12月27日) 「AUDとNZD：反発は似て非なるものに」(14年10月11日)
NZドル	「NZD：覆水お盆後も返らず」(14年8月2日)
スイスフラン	「スイス中銀の美学：わけのわからなさ？」(15年3月1日)
スウェーデンクローナ	「SEK：リクスバンク・リスク」(14年12月6日)
主要通貨	「来年の主要通貨戦略：四字熟語で勝負」(14年11月24日) 「G4通貨：年内のカタリスト・リスト」(14年8月16日)
新興国通貨	「新興国通貨：夜明け前が一番暗い？」(15年2月1日) 「新興国通貨：救世主降臨」(14年11月16日) 「ブラジル大統領選：僅差に芽生える光明」(14年10月4日)
テーマ	「イスラム国：掃討は相当困難？」(15年2月14日) 「原油と為替：バレルに順バレルのは？」(14年11月29日) 「投資戦略再考：悲観の先にあるもの」(14年10月18日) 「リスクオフ」の解体新書」(14年8月31日) 「米株価(S&P)とポンド(Sterling Pound)」(14年7月12日)

ディスクレイマー

当資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、金融商品の売買や投資など何らかの行動を勧誘するものではありません。ご利用に関しては、全てお客様ご自身でご判断下さいますようお願い申し上げます。

当資料は信頼できると思われる情報に基づいて作成されていますが、当社はその正確性を保証するものではありません。内容は予告なしに変更することがありますので、予めご了承下さい。

当資料は著作物であり、著作権法により保護されております。全文または一部を転載する場合は出所を明記して下さい。当資料は購読者向けに送付されたものであり、購読者以外への転送を禁じます。

プレビデンティア・ストラテジー株式会社

金融商品取引業者(投資助言・代理業) 関東財務局長(金商)第2733号 一般社団法人 日本投資顧問業協会 会員番号012-02641