

明確になってきた、日米株のデカップリング（連動性の希薄化）

- 結論 -

- ・ 会計疑惑による心理的な影響が予想以上に尾を引き、米国株は主要指数が同時多発テロ時の最安値を割り込む展開となっております。その米国株の急落にもかかわらず、日本株は日経平均が1万円を引け値では下回らないなど底堅さをみせ、徐々に米国株離れを明確化しています。今後も米国株の波乱はあると思われませんが、その場合でも日本株は底打ちから上昇に転じるといった、米国離れが予想されます。
- ・ その理由は以下の通りです。
 - (1) 米国株下落の要因が、ハイテク分野の収益不安（日本のハイテク企業にも関係あり）から、会計不安など（米国独自の悪材料）へと変化しております。
 - (2) ドル円相場も、先週のグリーンSPAN発言に現れているように、米当局もドル安に危機感を持ってきており、これ以上対ドルでの円高が進むとは見込み難いと思われます。
 - (3) マクロ景気面で、日本の米国向け輸出への依存度は低下しており、アジア向け・欧州向けが輸出にプラスに寄与しております。また、円相場の影響も対ドルでの円高ばかりに眼が奪われておりますが、対ユーロでは円高ではありません。
 - (4) 企業経営面でも、株高の「宴の後」に苦しむ米国企業経営と、厳しい環境を耐え抜きリストラに邁進している日本企業の経営は、全くスタンスが異なります。
 - (5) 何よりも、日本はバブル崩壊後の大幅調整を見せた後であり、バリュエーション面でも割安が目立ちます。米国はようやく大規模な調整を済ませたばかりです。

(1) 変化している米国株下落の要因

このところ、米国株の急落が続いており、主要指数の中で唯一同時多発テロ後の最安値を割り込んでいなかったNYダウも、遂に下回りました（7月19日時点）。しかし、その割には日本株の調整は軽微であり、日経平均は終値が1万円超で踏みとどまっております。今後も米国株の波乱が予想されますが、それにもかかわらず、日本株が底入れから上昇する展開がありえましよう。

その理由の第一としては、米国株下落の背景が、ハイテクセクターの調整から、米国独自の要因へと、変化していることが挙げられます。

今年3月の高値からみると、6月末まで、確かに既に会計疑惑問題は取り沙汰されていましたが、他にITバブルの調整やハイテク企業に対する収益不安も大きな悪材料でした。例えば3月高値から6月末までの下落率をみると、NASDAQが3/8の終値ベースでの高値1,929.67から6/28の1,463.21まで24.2%下落したのに対し、NYダウは3/19の終値ベース高値10,635.25から6/28の9,243.26まで13.1%の下げに止まっています。

仮に、米国ハイテク企業の収益不安が下げの主要な原因であれば、日本のハイテク企業も米国を含むグローバルな市場で活躍しているため、日本企業についての不安も高まります。つまり、米国株の下落は日本株の調整圧力として働きうることになる訳です。

ところが7月に入ってから、米国ハイテク株の調整は緩み、会計疑惑の広がりなどを背景に、他セクターの調整が著しくなってきました。NASDAQとNYダウの下落率を、6月末(6/28)から昨日(7/22)までを取ると、NASDAQが12.3%の調整であるのに対し、NYダウは15.8%と、NASDAQをやや上回る下落となっています。

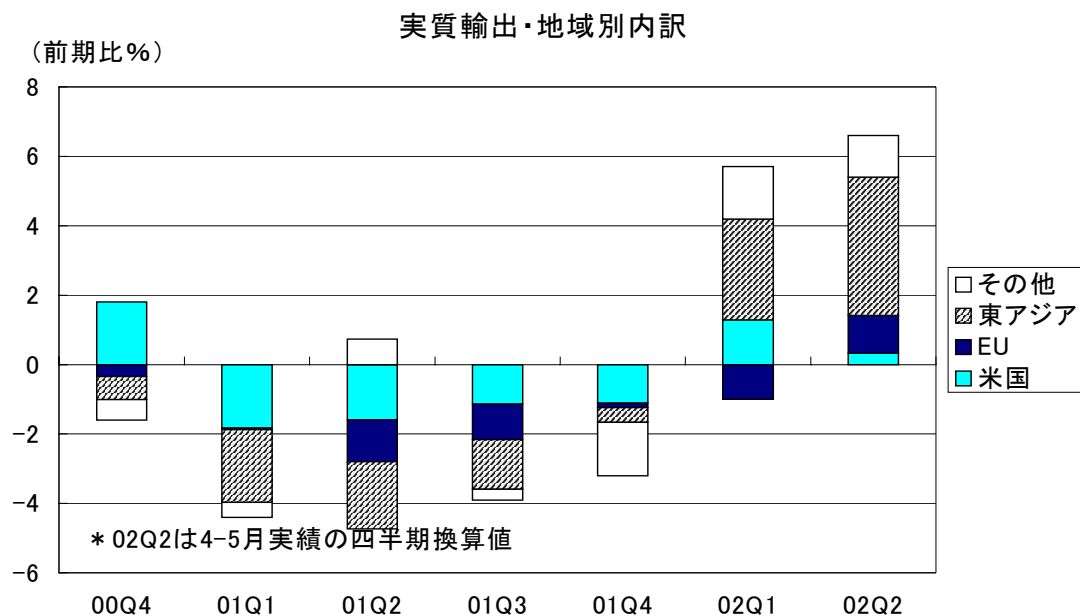
つまり、米国株下落の要因は、米国の会計疑惑へとシフトしてきており、調整が目立つのも、エネルギーや食品など、日本企業とはビジネス上あまり関係のない分野へ移ってきました。従って、日米株価の連動性が薄れてきたと言えます。

(2) 米当局もこれ以上のドル安には歯止めをかけたい意向

- ・ここ数日の米国株の大幅下落にもかかわらず、米ドルは対円でもユーロでもしっかりと推移しております。
- ・先週(7/16)グリーンズパン議長は、議会の銀行委員会で、「市場の一部のドル安予想には警告の旗を揚げたい」と、珍しくドル安観測に強い警告を発しました。この発言は、一段とドル安が進むと、今堅調な米国債券相場にも悪影響を与えかねないため、米当局内部に、ドル安についての強い危機感が表れた証拠であると思われます。
- ・為替市場は、こうした米当局の意図を汲み取っているのでしょう。円相場の落ち着いた推移が続けば、わが国輸出企業の収益の不透明感も払拭されていくことになると思われます。

(3) マクロ経済面でも、日本の米国への依存度が薄れる

- ・実態経済面でも、日米間の連動性は薄れつつあります。
- ・下図は、日本からの輸出伸び率（前期比）の地域別内訳ですが、今年に入ってから、東アジア向けの寄与が大きいことが分かります。確かにアジア諸国も米国景気の影響は受けますが、中国など高成長を続ける地域もあり、こうしたアジア向け輸出がわが国の経済を下支えることが期待できます。
- ・また、4月以降の欧州向け輸出増が注目されます。欧州も、もたつきながらも景気は回復の方向にあります。さらに、円相場を語る上では、どうしても対ドル相場に眼を奪われますが、円は対ユーロではほぼ横ばい推移しており、円高にはなっておりません（2000年以降で見ればむしろ円安方向）。この点にも注目すべきと思います。



(4) 企業経営の方向性も日米で大きな差

- ・現在の米国の企業経営は、過度な「株式市場主義」が、会計操作や従業員オプションへの依存などに表れ、今はそのつけの支払いに苦しんでいます。いわば、「宴の後」の状況です。
- ・一方、国内企業は「失われた10年」を経てリストラに汗を流し、その結果、固定費の削減に成功しております。わずかな売上増で、利益が大きく伸びる体質へと変貌しつつあります。
- ・こうした経営の方向性の差も、日米株価の動きが異なることに貢献しましょう。

(5) 大幅調整を既に済ませ、割安な日本株

- ・日経平均も NASDAQ も、最高値からは、共に株価が約 1/4 となっています。つまり、既に日経平均は大幅な調整を済ませてしまっており、ようやく NASDAQ が追いついた、という見方もできます。
- ・またバリュエーション面でも、PBR は日本株が 1.4 倍であるのに対し、米国株が 2.6 倍（7 月 19 日時点）であるなど、日本株の割安さが目立ち、下値不安が乏しいと思われます。

以上

日興アセットマネジメント
執行役員調査部長 馬淵治好