

NO.16 相場の後講釈 「円高・株安の謎」

常務取締役経済調査部長 有働 洋

今年になって12年ぶりに1ドル=100円割れの円高圏に突入した。世界の金融市場に不安が高まり、FRB（米国の連邦準備制度理事会）が金融緩和を迫られると、しばしばドルが売られ、同時に日本の株価も下落する。輸出企業の環境が悪化するため外需頼みの日本経済にとっては一見当然のようだが、昨年84兆円あった輸出額のうち米ドル建て比率は5割、一方73兆円の輸入のうち7割であり、価格転嫁を除く円高ドル安直接の影響は相殺されているともいえる。

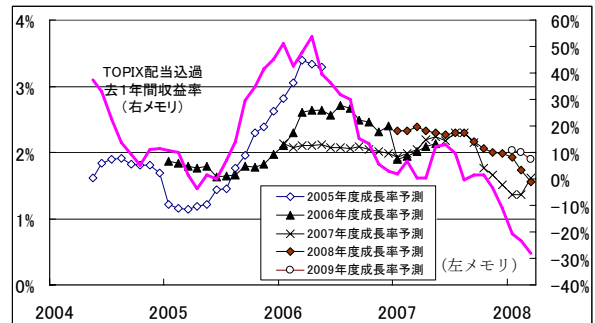
資料1で1990年以降の傾向をたどると、むしろ円高=株高の方が目立つ。1995年に生じた、1ドル80円割れの円高では、株価は一旦大きく下落し、その後円安と共に株価は上昇したが、それを除くと2005年の半ばまで、円と株価は概ね高安同じ方向で動く傾向にあったといえる。例えば、米国に比べ日本の経済ファンダメンタルズが相対的に良い方向にある場合、日本の株価が上昇し円高になるのは不自然ではない。

逆に最近のように円高=株安の組み合わせになる因果関係は、円高による国内景気の減速を織り込んでの株価の下落だと思われる。そこで民間の経済予測を集計したESPフォーキャスト調査を使い株価との連動を確認してみた。これによると2005年度の株価は経済見通しが上方修正されるにつれて上昇率を高めたが、2006年に入ると勢いが鈍り、2007年には成長率予測が横這いから前年比下落に転じている（2007年度に関する予測が後半急低下しているのは改正建築基準法導入による特殊要因）。一方、資料

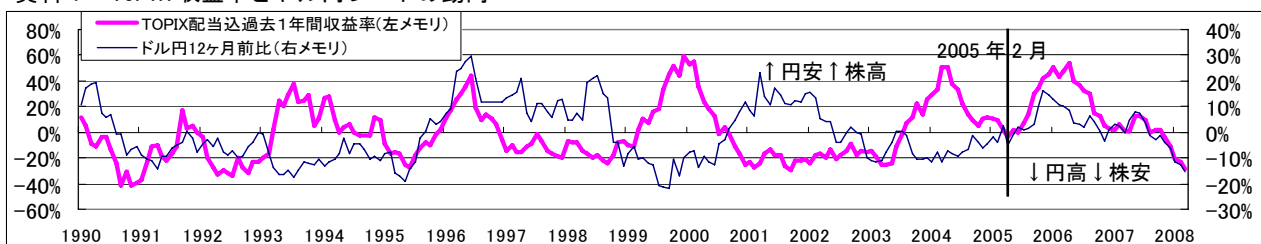
2のドル円レートの変動は2006年以降も株価の騰落ときれいに一致している。ここから背景を探ると、昨年からの株安は[円高→経済→株価]より[円高⇔株価→経済見通し]の流れの方が実感に近い。東京株式市場は海外投資家の動向に敏感だ。投資環境が落ち着くと、足の速い資金は日本株や海外のリスク資産に流れてドルと株式が買われ、悪化すると、円と安全資産へと逆流する図式が参加者に浸透している。

ドル円レートと株価の相関が変化した頃を振り返ると、2005年2月16日の議会証言に行き当たる。FRBグリーンズパン議長は、この状況下でこれだけ長期金利が低いのは「謎（conundrum）」だ、と語った。ここを世界の過剰流動性が金融市場変動の主要因として表舞台に立った時期だと考えればどうか。2006年、米住宅価格上昇の鈍化を機にマネーの流れに変調が生じ、日本株とドル回避の動きが始まった。すると今後も当面は円株逆行の変動の大きい相場が続くと見るべきだろう。もし逆行が崩れるとすれば、日本経済独自の強気材料あるいは悲観材料が市場に意識された時ではないか。

資料2 エコノミストの経済成長率予測と株価(収益率)



資料1 TOPIX 収益率とドル円レートの動向



(出所) 資料1,2 東京証券取引所、Bloomberg、経済企画協会「EPSフォーキャスト調査」