

NO.32 続・円高 株安の謎

常務取締役経済調査部長 有働 洋

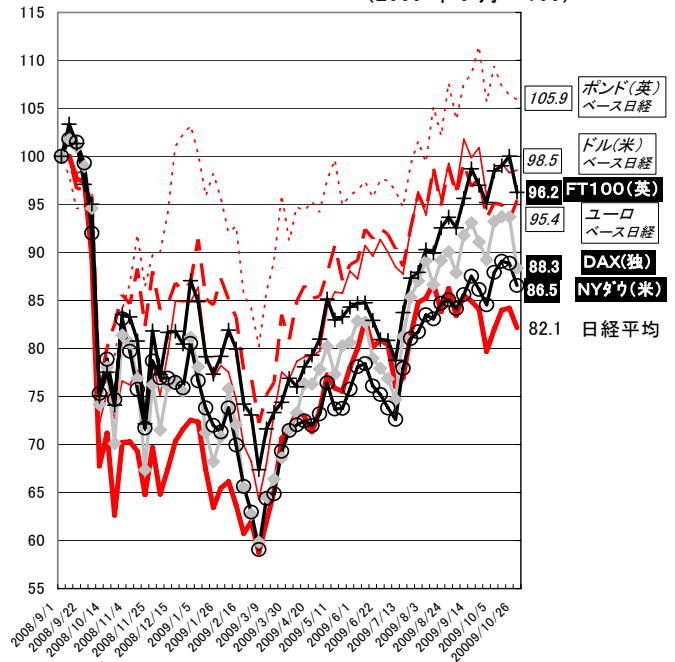
為替は10月から11月にかけて1ドル=90円を割り込み、年初来の円高水準に達した。一般的には「輸出企業の採算悪化で日本株式に売り圧力」と新聞などでは解説されている。そのような場合、東京株式市場で売買の主導権を握る外国人投資家が売りの主体と見られることもある。さて、外国人が円高で日本株を売ったのだとすると、新興国株や少なくとも自国株式投資の方が有利だと考えるのが自然だ。

リーマンショック直前から足元まで、各指数をそのまま比較すると、日経平均の出遅れが目立つ。しかし、外国人投資家がユーロ、ポンド、ドルの自国通貨ベースで、日本へ株式投資したとすると(資料1)円高効果により投資成果はかなり押し上げられる。しかもこの日経平均への投資は、自国の代表的な株式指数に投資した場合の成果を概して上回っている。

また同期間、この「自国通貨ベース日経平均対自国株価指数の相対的な強さ」と各通貨の対円レートとの相関関係を求めると(資料2)、円高時ほど欧米から投資した日経平均の方が自国の指数より強いという奇妙な関係が見られる。つまり、海外から日本株投資をすると株価でなく、円高効果で相対的にリターンが稼げたことになる。逆に日本の投資家の欧米株投資が円高でかなり不利だったことも示唆している。

円高を悪材料にしていながら、海外からの投資成果がそれ以上に為替要因で押し上げられるというのは理屈に合わない。実際の投資でこのようなリターンの裁定がそれほど重要でないにしても、当たり前に見える円高と株価の関係に説明しきれない点が残ることは事実だ。円高妥当説、円高メリット論も見られるが、今回取り上げた矛盾からは、むしろ理屈をこえた市場変動、円高の行き過ぎを感じる。

資料1 欧米通貨ベースの日経平均と各国株価指数 (2009年9月=100)

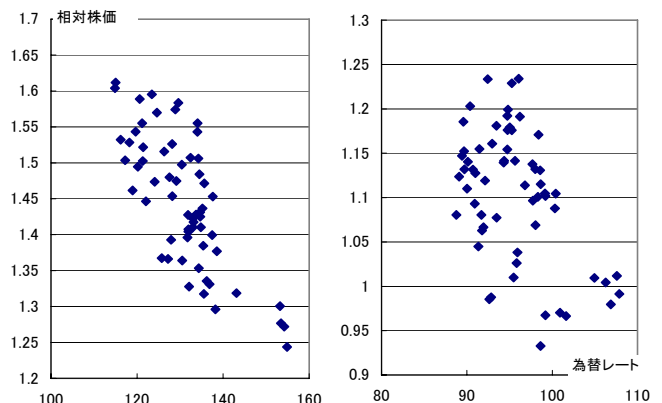


出所) QUICK。リーマンショック直前の2008年9月第一週末を100とする週末値ベースの指数。グラフ上の直近値2009年10月30日。

資料2 欧米通貨ベース日経平均と自国株価指数の相対関係と為替動向との相関

ユーロベース日経 対 DAX の相対株価 と ユーロ円レートとの関係

ドルベース日経 対 NYダウ の相対株価 と ドル円レートとの関係



左図 縦軸：(日経平均指数÷ユーロ円レート)÷DAX指数×100
横軸：ユーロ円レート(円) 相関係数：-0.75246
右図 縦軸：(日経平均指数÷ドル円レート)÷NYダウ指数×100
横軸：ドル円レート(円) 相関係数：-0.47671

出所) QUICK。期間 2008/9~2009/10、週次データ