

## NO.5 円高と日本株安はなぜ同時に起きるのか

～世界的なリスク回避の流れが日本株の為替感応度を高める～

経済調査部 人見 小奈恵

### 企業の円高耐性は高まるも、株価の感応度は上昇

現在の為替相場は企業の想定よりも円高方向へ大きく乖離し、日本株の重石となっている。しかし、日本企業は過去にも円高局面を乗り越え、為替耐性を徐々に強めてきた。企業の海外生産比率は増加基調が続いており、海外からの逆輸入により円高の恩恵を受ける企業も存在する。また、円の実効為替レートも実質ベースでは名目ほど円高は進んでいない。

にもかかわらず、円高と同時に日本株が売られる傾向は、ここ数年むしろ強くなっている。07年夏以降、日本株の為替感応度は急速に高まった(資料)。これは、サブプライムローン問題に端を発した米金融危機、欧州の財政赤字問題等を受けて、世界的にリスク回避の動きが広がったためである。世界の投資マネーは株式から債券へ、高金利通貨から低金利通貨へ、より安全とされる資産へ逃避し始めた。東京市場でも円が買い戻されると日本株が同時に売られ、薄商いがその動きに拍車をかけてきた。

### 足元の円高は投資家のリスク回避姿勢を映す鏡

日本の低金利政策により、円は調達通貨としての役割を担うようになった。05年頃から円キャリー取引は活発化し、世界の投資マネーは好況下、より高い収益を求めて、低金利の円で資金を調達し、高金利通貨への投資を拡大させた。

しかし、07年以降、景気の勢いが弱まると、投資家はリスク資産を手仕舞い始めた。リスク資産の圧縮局面では反対売買により円が買い戻される。また、日本は世界最大の対外債権国であるため、外国資産の圧縮またはリスクヘッジに伴う円買いを招く。さらに、足元では先行き不透明感から主要先進国の国債へ資金が流入し、日本と各国の名目金利差が縮小傾向にあることも円高の一

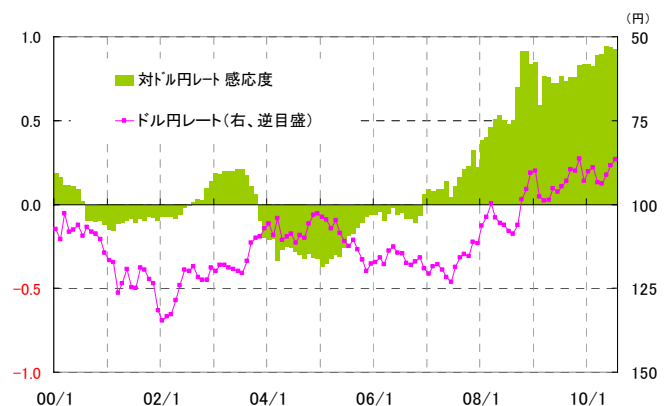
因である。つまり、投資家がリスクを回避する局面では円高が進みやすい環境になっている。

### 投資家心理の改善が円高＝株安の流れを変える

世界景気の減速懸念が広がる中、投資家はまだリスクを積極的に取れる状況ではない。しかし、現在の短期筋中心の株式市場は、悪材料に過敏に反応し、同一方向へ一気に傾いてしまう。海外や長期投資家等の投資マネーが株式市場へ回帰してくれば、円高によって日本株が機械的に売られるリスクは軽減されると思われる。

円高で意識されるのは、企業の業績悪化であるが、TOPIXの予想EPSは株価が下落基調に転じた4月以降も上昇するなど、企業業績は引き続き増益が見込まれている。また、バリュエーション面でもPBRが1倍程度まで低下する等、割安感も出ている。投資家の先行き不透明感が和らぎ、“リスク回避の円買い”が一服すれば、好材料にも目が向けられ、短期的に円安+株高へのリバウンドも期待できるのではないだろうか。

資料 日本株の対ドル円レート感応度



(出所) QUICK、Bloomberg より第一生命経済研究所作成

ひとみ さなえ (副主任エコノミスト)

第一生命経済研レポート 2010.10