

日米株価の相似形

～ドル建て日経平均とダウはぴったり一致～

発表日：2010年11月15日（月）

第一生命経済研究所 経済調査部
担当 熊野英生 (TEL: 03-5221-5223)

ダウとドル建て日経平均株価の動きは、両者を指数化すると一致する。これは、海外投資家の影響力が日本株の株価形成に著しく強い効果を及ぼしている結果である。「円高になると日本経済・株価にマイナス」と言われるが、そのメカニズムは、円高のときはドル建て日経平均が増価するので、海外投資家が保有する日本株のシェアが突出しないように小さく削るような調整は行われているせいだ、という解釈ができる。ダウとドル建て日経平均の連動性は、国内マネーが日本株を動かす力が相対的に弱くなっている姿の裏返しでもある。

奇妙な経験則

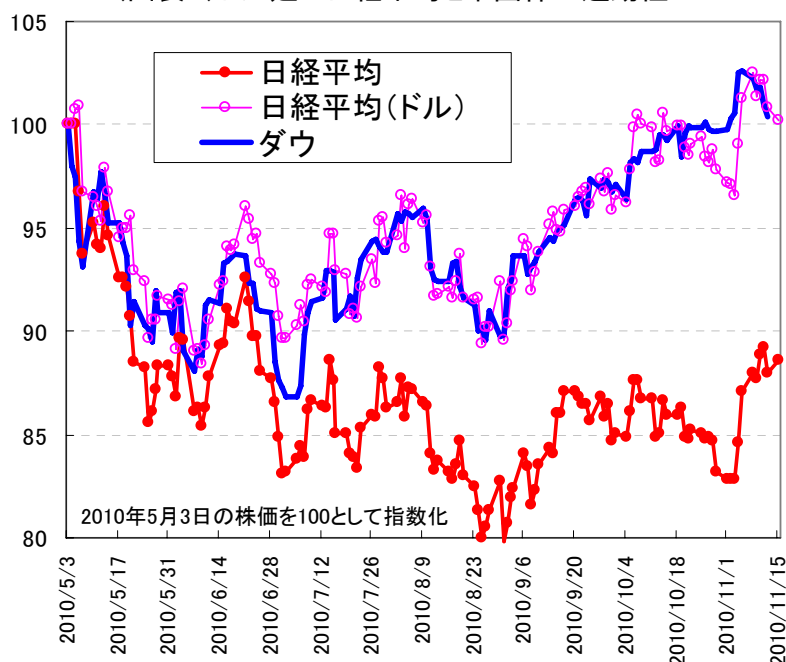
NYダウ株価指数は、11月に入ってリーマンショック直前（9月12日終値11,421.99ドル）の前後まで水準が回復してきている。それに比べると、現在の日経平均株価は、当時の株価（12,214.76円）まで遙か彼方である。日本の株価は、11月初から急反発してきてはいるが、まだ2割方も株価水準は低い。「なぜ、日本株が米株価に比べて出遅れているのか」と問うと、多くの人が異口同音に「円高のせいだ」と答えるだろう。その答えは正しいが、そのロジックはあまり正しくは理解されてはいないのではないのか。

まず、奇妙な経験則を紹介してみよう。時系列で株価の推移を比較しても、円高局面が始まった2010年5月の連休明けを基準にして日米株価を指数化すると、ダウとドル建ての日経平均株価は恐ろしくくらいにぴったりと一致する（図表1）。そして、ドルベースでは現在の日経平均株価は、リーマンショック以前までの水準を回復している。日経平均株価をドル換算して比較してみると、リーマンショック直前は107.4円/ドルで換算して113.2ドル、最近の日経平均株価は112～116ドルとその水準を回復させている。これは、投資家によってはドルベース*で投資していて、円高メリットを併せると、日本株の収益性は悪くないことを示している。

※ドルで借入をして、円で日本株に投資をしていると、ドル安円高が進むと償還コストが安くなるメリットも享受できる。

次に、なぜ、ダウがここ数ヶ月は上昇してきたのか。米株価が回復基調したきっかけは、米金融緩和に対する強い期待感からである。8月27日、バーナンキ議長はカンザスシティ連銀主催のジャクソンホールでのシンポジウムで、量的緩和政策の再開を示唆した。米株価の上昇は、その追加緩和に反応して、長期金利低下と同調するかたちで進んでいった。いわゆる流動性相場が始まったのである。

（図表1）ドル建て日経平均と米国株の連動性



本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

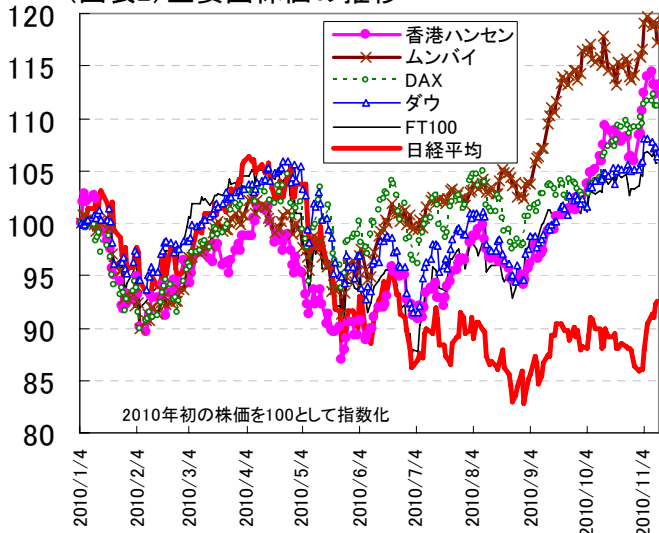
一方、日本株は9月以降の欧米株価の回復に対して出遅れた（図表2）。この流れは円高進行と軌を一にしている。ちょうど円高が85円台を切って、政府は円高対策へのシフトを強めていった時期である（図表3）。この頃、日銀は8月30日に臨時政策決定会合を開催し、6か月物の固定金利オペを新設し、総額30兆円の流動性供給を決めている。今考えると、日銀はこの頃からドル安容認に発展するFRBの量的緩和第二弾（QE2）の発動を先読みして、固定金利オペの拡充、10月5日の包括緩和と大規模な金融緩和に打って出ていったとみられる。単純に民主党政権からの政治的圧力に配慮して、日銀が金融緩和に踏み切ったというよりも、米国との間の通貨戦争に対抗するために3度目のゼロ金利政策に再突入したと解釈する見解が成り立つ。

それから、11月に入ると、米国のQE2がいよいよ発動される。今度はインフレ予想が高まって、米長期金利は上昇に転じ、日米長期金利差が縮小することを通じて、円高ドル安は修正される。日本株の反転は、この円安に反応するかたちで進んだ。

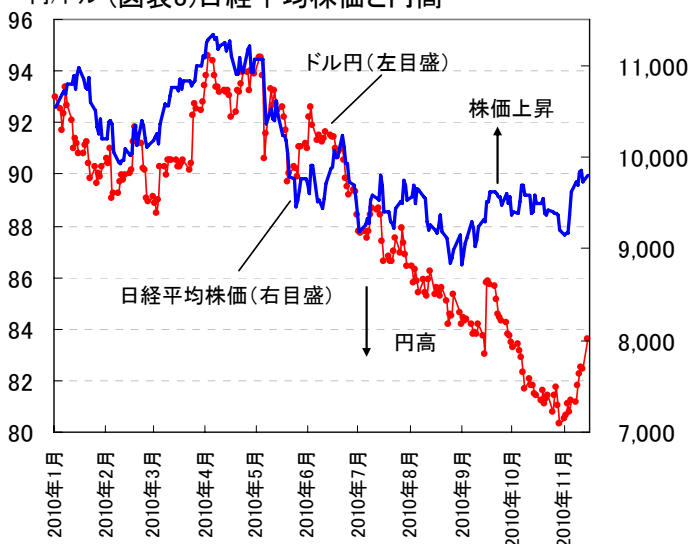
加えて、米国では、11月初に発表されたISM統計や雇用統計が改善する。この動きは、クリスマス商戦に向けて米景気情勢がいくぶん改善しそうだという観測を生み、債券売り・株式買戻しを進める。世界経済が安定成長に戻るとなると、リスク回避型^{※※}の円高が進むという流れが逆転して、為替が円安方向に修正される効果もあった。

※※ドル円レートは、恐怖指数（VIX指数）と強い逆相関関係にあることが知られている。

（図表2）主要国株価の推移



円/ドル（図表3）日経平均株価と円高

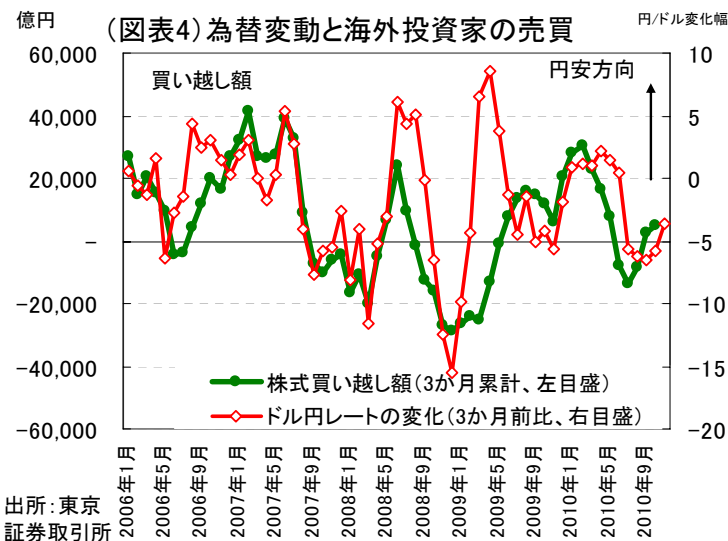


日本株を動かすのは海外マネー

では、なぜダウとドル建ての日経平均株価がこれほどまでに連動するのだろうか。「円高になると輸出企業の収益悪化が見込まれるから、投資家たちが円高を嫌気して売る」という理由は疑わしい。東証の株式売買統計で、金融機関・事業法人・個人の売り越し・買い越し状況について、為替変動との対応関係を調べると、国内投資家の売買は為替変動とはほとんど関連性がみられなかった（多くの場合、逆相関）。

むしろ、海外投資家の売買動向は、為替変動との間に関連性があり、円安になると買い越しが増す傾向が読み取れた（図表4）。

（図表4）為替変動と海外投資家の売買



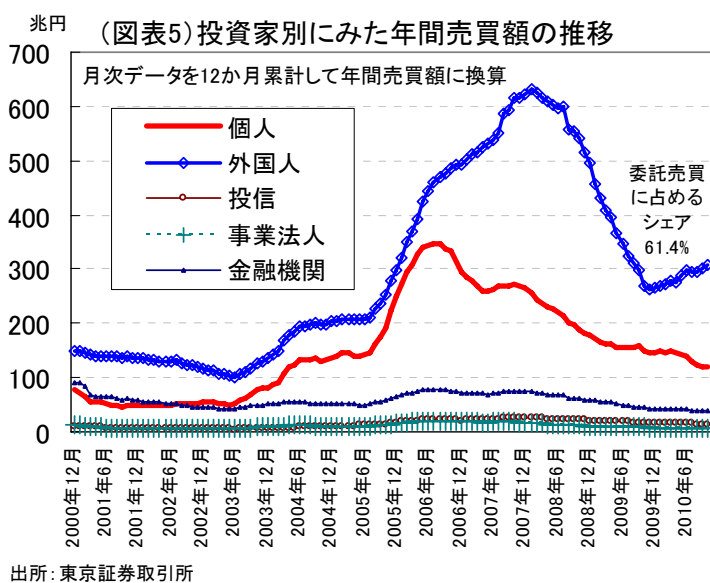
出所：東京証券取引所

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

この関連性は、海外投資家のポートフォリオの変化が、円ベースの日経平均株価よりも、ドル・ベースの日経平均株価との間に強い親密性があることが原因であろう。海外投資家の中で、国際分散投資を幅広く行っている投資家は、ドル・ベースの運用資産を各国株式に分散投資していて、ダウが上昇すると米株式資産のシェアが上昇する。そのとき、彼らは米株式資産のシェアを一定に保とうとして、欧米・アジアそして日本株を買う。そうしたリバランス作用は、米株価と各国株価の連動性を生み出す。

ただし、このときのリバランスは、ドル・ベースの日本株の保有シェアになるので、円ベースではなく、ドル・ベースでの売買調整が行われる。この関係からすれば、円高になるとたとえダウが上昇しなくても、海外投資家のドル建ての円資産のシェアが膨らんでしまうので、円資産の規模を圧縮しようという売り圧力が働く。見かけ上は、円高になって日本株が売られるので、「輸出中心の日本経済は円高に弱い」かのイメージが出来上がる。国内投資家には、海外投資家が為替変動で日本株保有を調整しているのをみて、それに同調して売買をする者がいたかもしれない。この状況がおかしいのは、「円高メリット・デメリット」を材料にしているのに、本来、円高で原材料が安くなるメリットのあるセクターまで円高で株が売られることである。

結局、ダウとドル建て日経平均の連動性は、国内マネーが日本株を動かす力が相対的に弱くなっている姿でもある。東証の三市場における投資家別の売買動向を調べると、売買高は個人を中心に2006年をピークに金額が減少しており、その流れは現在でも続いている(図表5)。国内投資家が率先して自国の株式を買わなくなっていることが、裏返しの結果として海外投資家の影響力を強めているというのが実情である。海外投資家の売買シェアは直近の2010年10月は67.5%(年間平均61.4%)と過去10年間で2番目に高い比率まで上昇している。



日本の株価は円高と米株価次第

今後、米国が量的緩和第二弾を強力に推進してくると、投資家たちのポートフォリオは、米資産が売られて、新興国資産が買われるような組み換えが進むであろう。そこで起こりそうなマネー変動について思考実験してみると、ドル安、新興国の通貨高、資源高となりそうだ。投資家たちが、新興国の高成長を投資収益に取り込もうとすると、資本市場の裾野が広くない新興国株式に投資するだけでは不十分なので、1国全体のパフォーマンスを表す通貨や、ボトルネックが生じやすい資源が買われるという構図になるだろう。

また、先進国の株式・債券については、インフレ懸念の行方がポイントになる。日本型デフレのような蓋然性が高まれば、金融緩和効果は債券市場に向かう。逆に、インフレ予想が高まるときは債券が売られて株式がより多く買われる。しばしば、「QE 2は実体経済にそれほど好影響を及ぼさない」と言われるが、このシナリオであればインフレ懸念が強まらず、長期金利は低位安定する。ドル円レートは、日米金利差に反応するので、米国のインフレ予想が高まったときは、米長期金利が上昇して円高是正の方向に向かうとみられる。

筆者のシナリオは、QE 2がインフレ予想を強め、ある程度は実体経済にも影響が出るという見方である。その場合は、新興国通貨高と資源高の組み合わせに、円高是正と株高・長期金利上昇が向かう格好になるとみている。

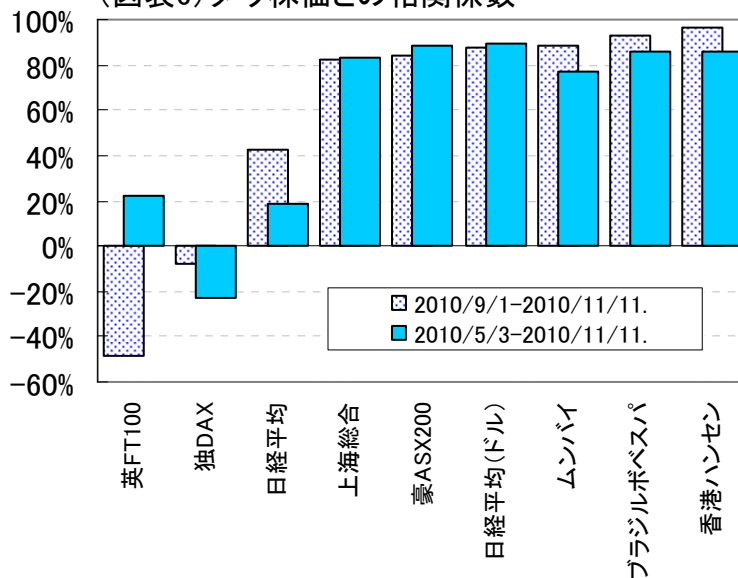
本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

なお、ダウの変動と各国株価について、2010年5月以降の関係^{***}を確認しておく、欧米株価と円ベースの日経平均は連動性がほとんど確認できず、ドルベースの日経平均や新興国株との相関関係が高いという結果になっていた(図表6)。QE2はこの流れを強めていくとみられるので、今後は円高には歯止めがかかり、ダウ上昇とともに日経平均株価も上昇するのではないかとみている。

^{***}ダウと日経平均の関係は、2007年についてはドルベースでも円ベースでも相関関係は希薄であった。2008・2009年はドルベース、円ベースともに相関関係は高まる。そして、円高が急進した2010年になると、円ベースの相関関係は低下して、ドルベースの相関関係が高まっていく。

まとめるような説明をすると、円ベースの日経平均株価が上昇していくとすれば、それはダウが上昇するとともに、円高に歯止めがかかるときである。1ドル=80円前後の円高が是正されるのは、米長期金利が上昇していくときになる。仮に、QE2の効果は实体经济を刺激して、株価上昇が米国のクリスマス商戦を後押しすると、インフレ予想も高まって日米金利差の縮小を通じて円高に歯止めがかかるだろう。当面は、ダウの動向と11月中旬からのクリスマス商戦の行方が注目される。

(図表6)ダウ株価との相関係数



本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。