株価上昇は円安と連動せず

～FOMC前後の基調の変化～

発表日：2016年3月17日（木）

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

3月のFOMCは利上げ姿勢が軟化して、円高が進んだ。このところの為替レートは、円安・株価上昇が連動するという従来の関係が崩れている。背景にあるのは、為替の変化である。2月から新興国通貨が通貨高に戻してドル安になった。一方、FRBの政策運営に対する警戒感が薄らいだことは、株価にプラスである。為替変動が従来とは違ってきたことは、日米金利差と為替の関係にも表れている。

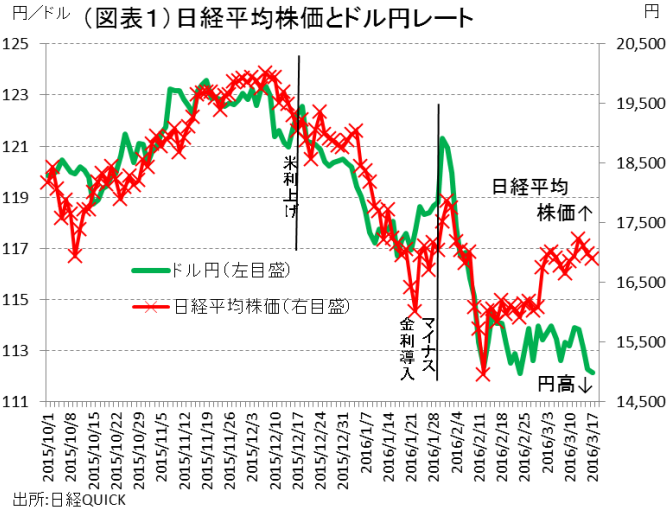
株価上昇でも為替は円安方向に動きにくい

３月のFOMCは、利上げを見送って様子見をした。四半期ごとの見通しでは、前回12月の政策金利見通しが2016年中4回の引き上げから、年2回の引き上げへと僅か3か月後であるのに下方修正された。目先のマーケットの混乱に、FRBは注意深くなっていることが鮮明になっている。

米利上げの観測が後退すると、ドル金利の上昇が見込みづらくなり、ドル安・円高になる。半面、株価は利上げペースがゆっくりになることを好感して趨勢として上昇することになろう。

そうすると、これまでの円安・株高の関係が崩れることになる。なぜ、ここにきて、株価と為替の連動性がなくなってきているのだろうか（図表1）。本稿ではその背景にある原理を深掘りしてみることとする。

（図表1）日経平均株価とドル円レート



出所:日経QUICK

これまでの円安のときは株価が上昇する関係は、次のように説明されてきた。円安＝ドル高だから、ドルの評価が上がっているときは、日米欧の株価も上昇する。例えば、米利上げが経済正常化と整合的であるのならば、自然な金利上昇＝ドル高になる。高金利のドルが買われるという資金フローが生まれる。この理屈は単純明快であり、2015年は米経済が十分に利上げできる環境になるという期待感から、ドル高＝円安、そして米株価上昇になっていた。

逆に、2015年12月に米利上げが開始されると、上記の理屈は正反対に動いた。米利上げに対する警戒感が強まって、米株価が下落する。米利上げが米経済拡大の妨げになると理解されると、ドル安→米株価下落に向かう。これまでは米利上げの警戒感が根強かったために、年初から最近までドル安＝円高→日本の株価下落となっていたと理解できる。

通貨高＋株価上昇の変化は、ユーロドルにも表れている。ユーロの変化については、3月10日のECBの理事会後の記者会見で、ドラギ総裁は「一段の金利引き下げが必要になるとは思わない」と述べたことで、先行きの追加緩和予想が萎んでしまったと解説されることが多かった。当初、多くの人が「ドラ

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。見通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。

ギ総裁が失言したから、ユーロ高になった」という説明に納得していた。

しかし、ECB の理事会後に欧州の株価が上昇したことで、ドラギ総裁の失敗を指弾する人は、かえって説明に苦慮することになった。実際、筆者は、ドラギ総裁の発言だけでユーロ高になったという解釈には懐疑的である。最近の為替は、対ドルで円安にもユーロ安にも振れにくい。FOMC 後に、円高・ユーロ高になっている動きもそれに沿っている。

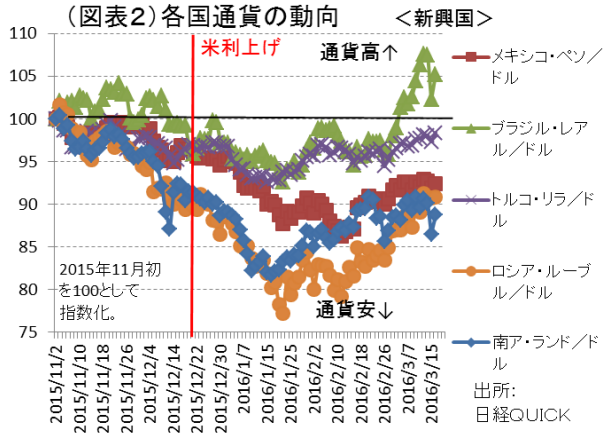
その理由は、背景にあるトレンドが、ドル安によって支配されている流れが強まっているとみられる。これは、FRB の利上げが実体経済を脅かさない程度のゆっくりしたペースになり、2015 年のような米利上げの想定ではなくなった。だから、ドル安なのだろう。米利上げが数回で終わり、そのことによって米景気はソフトランディングを果たせる。だから、ドル安→株価上昇という組み合わせに変わったのだろう。円を介在させると、ドル安＝円高→株価上昇ということになる。結果的に、ドル円と日経平均株価の連動性は見えなくなってしまう。

新興国通貨に対する不安の緩和

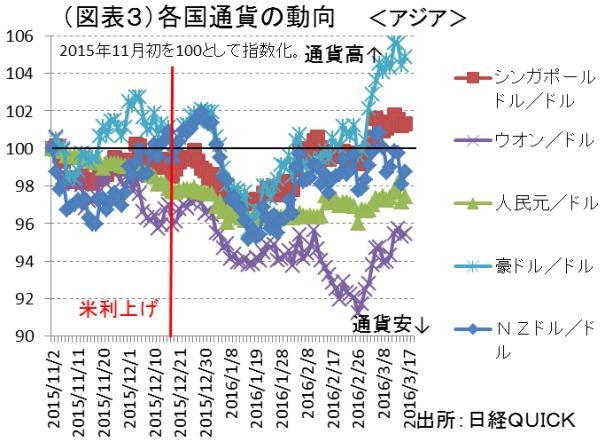
これまで米利上げが警戒されてきた理由に、新興国からの資金流出が起こることが挙げられていた。ドル高＝新興国通貨安になると、多くの新興国では輸入価格の上昇によって、内需が鈍化して、貿易収支が悪化する。米利上げの不安が、米国経済に止まらず、世界経済の火種と考えられてきた理由である。

それが、ここにきて FRB の利上げ見通しがゆっくりとしたものに変わってきたことで、これまでの新興国通貨安も和らいできた。いくつかの新興国通貨は、対ドル相場でみて 2 月上旬に通貨安が大底を打って、最近は通貨高の方向に切り替えしている（図表 2、3）。これが、ドル安＝新興国通貨高の傾向をもたらしていると考えられる。前向きに評価できるドル安という表現もできる。

（図表2）各国通貨の動向　＜新興国＞



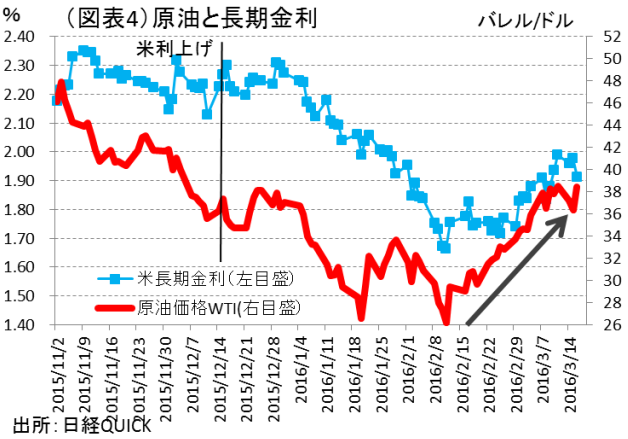
（図表3）各国通貨の動向　＜アジア＞



おそらく、新興国通貨の売りが止まってきたことで、世界経済の不安もいくらか後退してきた。原油価格についても底入れの動きがみられることは、世界経済の不安後退と関連しているだろう。

原油下落が一服してきたことは、米株価の下落にも効いている。１バレル 30 ドル台では、米エネルギー産業の体力を消耗させて、事業リスクを感じさせる。だから、過度の原油安が後退すると、米株価はそれを好感するという理屈になる。

（図表4）原油と長期金利



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。見通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。

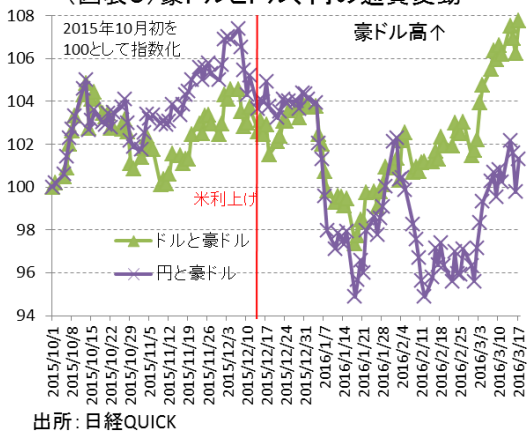
米利上げ懸念が薄らいだことで、趨勢として米長期金利が上昇することは一見するとわかりにくいかもしれない（図表４）。この変化は、原油価格の変化と重ねてみると、原油底打ち→米長期金利上昇という関係になっている。そこから理解できるのは、行き過ぎた原油安への不安が後退して、米経済が安定成長するという期待感につながっているという市場心理である。これは、FRB が利上げを急がない姿勢が、中長期的に米経済にプラスであるという評価を織り込んでいるという見方もできる。

日本や欧州については、原油反転はエネルギー･コストの上昇にはつながるだろうが、米経済の成長期待が強まったことを併せて考えると、バランスの取れた原油安局面に変わってきたという解釈もできる。

金利差で動かなくなったドル円レート

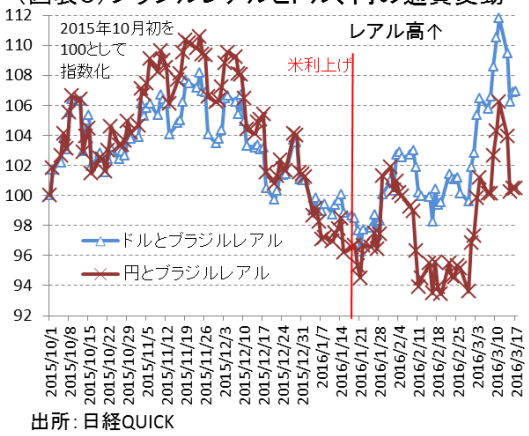
株価と為替の連動性がなくなったのは、為替の決まり方が従来とは変わってきたことに原因がある。具体的には、ドル円の決まり方である。ここにきてドルの価値は、新興国通貨の買い戻しによって減価している。一方、円はドル以外の通貨との間では動きにくかった（図表５、6）。円は専らドルが減価したため、対ドルで通貨高になった。このドル安の背後には、行き過ぎたドル高の是正があり、決してネガティブな反応ではない。だから、ドル安＋株価上昇の組み合わせになる。

（図表5）豪ドルとドル、円の通貨変動



出所：日経QUICK

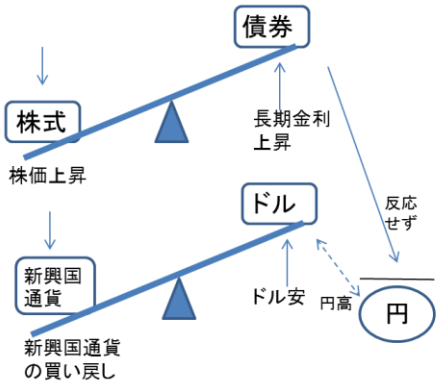
（図表6）ブラジルレアルとドル、円の通貨変動



出所：日経QUICK

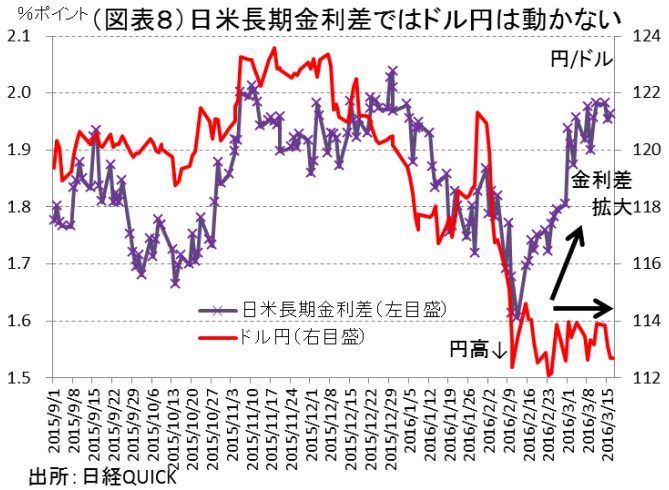
より詳細な点を述べておきたいのは、ドルが売られるときに、米債券が売られて、米株式が買われている点である。新興国通貨と株式が買われる反応は、いわゆるリスクオンの流れになる（図表７）。危機を避けるために、ドルを買い、米債券を買うという反応の逆の動きである。直感的に理解しにくいのは、米長期金利が上昇して、ドル安になるという反応である。しばしば、リスクオフになると円高になると言われるが、なぜかリスクオンになっても円安に戻っていないことが、ドル円レートが動いていない背景にはある。

（図表7）最近のリスクを取る動き



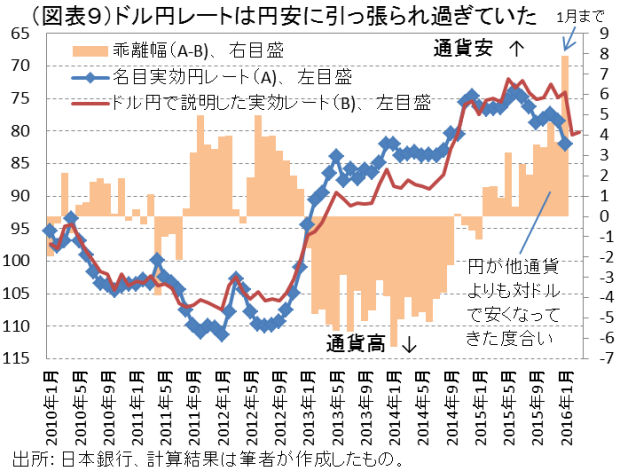
日米長期金利差が拡大したにもかかわらず、円安に動いていないのは不思議である。過去、日米長期金利差に対して、ドル円レートは緩やかに反応してきたが、2016 年２月頃からは、日米金利差の拡大に対して、ドル円レートはほとんど反応しなくなった（図表 8）。このことは、日米金利差が拡大しても、日本から米国への資金移動が起こっていないことを暗示している。

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。見通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。



マイナス金利は量的拡大を代用できたか

なぜ、日米金利差が拡大しているのに、資金移動が起こっていないかと言えば、日本の側に問題があるかもしれない。日銀は1月29日にマイナス金利政策の導入を決めたが、それに反応して継続的な円安にならなかった。マイナス金利は表面的には日米金利差を拡大させるが、マイナス金利になって、日本の金融機関がリスク許容力を高めるかと言えば、「否」である。マイナス金利にしておいて、「さあ、リスクオンだ」と言われても、それは無理筋である。逆に、マイナス金利を採用したことで、日本の金融機関の体力低下が想起されたことで、本来は表れるはずのリスクオンの反応が封じられたという見方もできる。マイナス金利は逆効果だったという訳である。



円の価値を他通貨で加重平均してみた名目実効レートでみると、2014年秋くらいから、円はドルに対して売られ過ぎが起こっていた（図表9）。それが2016年2月には一転して解消した。売られ過ぎの解消が、2月以降の円高状況をつくったとも解釈できる。

これは、1月29日のマイナス金利政策では、過剰になっていた対ドルでの円安予想をつなぎ止められなかったという見方もできる。2014年10月に日銀が量的拡大を一気に増やして、それが円安を大きく後押しした。名目実効レートでみたドル円の過剰な円安バイアスは、量的拡大のせいだとも理解できる。

一方、日銀は2016年1月にもはや量的拡大は難しいから、マイナス金利で円安促進を行うトリッキーな作戦に転じた。残念ながら、マイナス金利では、物価上昇の予想を喚起できなかった可能性がある。日銀の量的拡大は、過剰なマネーを海外投資に振り向けるという論法で、円安予想を生み出した。1月29日のマイナス金利の導入決定のときには、量的拡大は行われなかった。つまり、円安予想は日銀が思ったほどには高まらなかったのである。量的拡大の金融緩和の方針を、運用環境を厳しくして、投資家を困らせるマイナス金利で代用しようとしても、なかなかうまく事が運ばなかったという点も日銀の誤算だったのではなかろうか。

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。見通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。