

(年金運用入門)：円高と株式市場

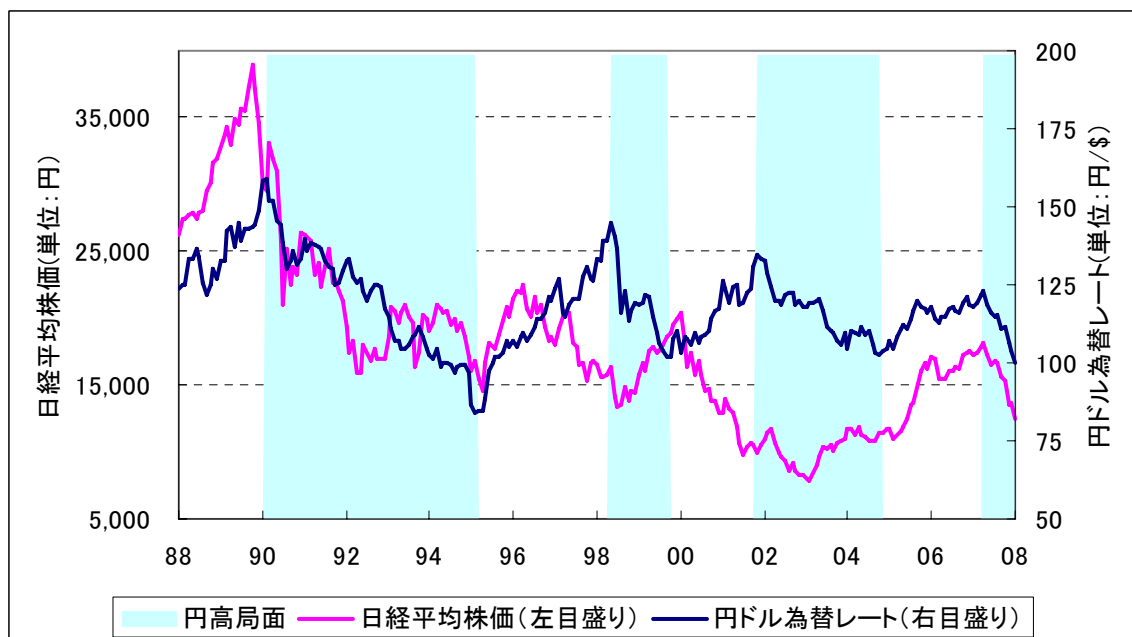
円高は、わが国産業の中心である輸出関連企業の利益を目減りさせ、株価の低下要因とされている。しかし、円ドル為替レートと日経平均株価の過去の動向を観察してみると、円高が必ずしも株安には直結せず、その時々内外景気動向にも関連が強そうである。

為替レートの変動は企業業績に影響を与え、株価もそれに依じて変動する。一般に、円高局面では、輸出が中心の企業では、海外での売上の円換算額が目減りし、会計上の利益が減少する。輸出企業の代表例は、わが国製造業の中心となる電器・自動車産業であり、円高で利益が減少し、株価も下落する傾向があるとされている。

一方、原材料を輸入して国内で加工・販売する輸入が中心の企業では、円高はメリットである。海外からの原材料等の調達価格が低下すると、利益は増加する。つまり、円高は株価の上昇要因である。もっとも、最近の原材料価格の値上りは、円高メリット以上の影響があろう。

わが国の株式市場全体では、輸出企業の影響が大きい産業構造であるため、一般に、円高は株価の下落要因と考えられている。そこで、過去の円高局面で、株価が下落していたのか20年間（1988年3月～2008年3月、月次ベース）の円ドル為替レートと日経平均株価の動き見たものが図表1である。水色の影の部分（筆者が独自に判断した）円高局面である。バブル崩壊直前からの過去20年で、大まかに言って4回の円高局面があった。そのうち、株価が下落したのが2回、上昇したのが2回であり、円高は必ずしも株価下落に直結していないようである。

図表1：日経平均株価と円ドル為替レート



(注)データ：データストリーム（月次ベース）。横軸の目盛りは各年の3月末。水色の影の部分は（筆者の判断による）円高局面を表す。

図表2：円高局面における円ドル為替レートと日経平均株価の収益率

| 円高局面 | | 円ドル 為替レート | 日経 平均株価 | 特徴 |
|-------|--------|--------------|------------|------------------------|
| 始点 | 終点 | | | |
| 90/04 | 95/04 | -47.0% | -43.2% | バブル崩壊 |
| 98/07 | 99/11 | -29.4% | 13.3% | ロシア危機による円高進行、IT相場で株価上昇 |
| 02/01 | 04/12 | -23.9% | 14.9% | 景気拡大による株価上昇 |
| 07/06 | (08/3) | -18.9% | -30.9% | サブプライム問題による円高進行、株価下落 |

(注)データ：データストリーム（月次ベース）。円高局面の始点・終点は筆者の判断による。

図表2は、4回あった各円高局面の円ドル為替レートと日経平均株価の収益率である。90年4月を始点とする約47%の円高は、わが国の累積経常収支の黒字拡大と米国の財政赤字拡大が要因の一つであった（平成7年経済白書より）。一方、株価は、バブル経済の崩壊とその後の長引く不況の影響を受けて約43%の大幅下落であった。この時期は、国内景気が低迷する中、円高も株価下落に寄与したものと考えられる。

98年7月を始点とする円高は、ロシア危機の影響によるもので、世界中でエマージング・マーケットから、安全性が高い米国債券に質への逃避が起こった。そのため、米国金利が急低下（債券価格が上昇）し、日米の金利差が縮小したことが円高の要因の一つであろう。しかし、株式市場は、急速な円高進行にも関わらず、いわゆるITバブルにより情報通信関連株を中心に値上がりし、株価は約13%上昇した。

2002年1月を始点とする円高局面でも同様に、円高の進行とは逆に株価は上昇している。この時期の円高は、購買力平価でみて妥当な動きで、概ねわが国の製造業の国際競争力を反映したもの（平成11年経済白書より）とされている。02年2月からの景気拡大の恩恵を受けて企業業績が回復し、株価も約15%上昇した。

最後に2007年6月からの円高は、米国のサブプライム問題に端を発するものであり、米国市場からの資金の逃避が要因ともされている。株価も日米の景気の先行きに対する不信により約31%下落している（2008年3月末現在）。

個別企業にとり、為替レートは企業の利益に直結する重要な要素であり、わが国の株式市場で大きな時価総額ウェイトを占める輸出関連企業は、円高局面で利益が減少する傾向が強い。しかし、近年の対ドル円高局面における株式市場全体の動きを見てみると、円高が必ずしも悪材料ではなく。過去の「3高（円高、株高、債券高）相場」のように、日本経済のファンダメンタルズが良好であれば、円高でも株価が上昇する場合もある。

このように、円高局面での株価の動きは、その時々国内や海外の経済動向に依存しているようであり、最近の円高・株安局面が過去のどのタイプに近いかが興味を持たれる。ここで、今回の分析では、為替レートとして米ドルを扱ったが、わが国企業ではユーロの利用も増えている。ユーロは米ドルと比べて、それほど円高になっていない。今後は米ドル以外の主要通貨についても注意を払う必要がある。（北村 智紀）