

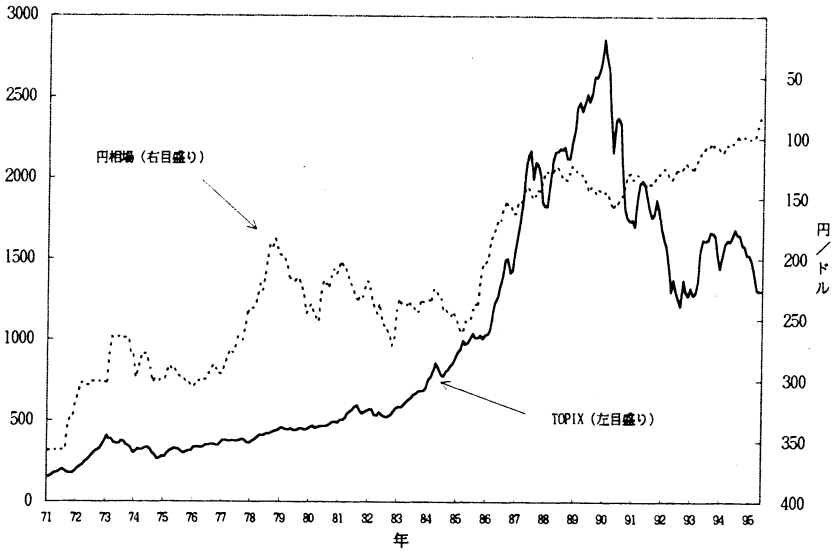
円高と株価

内田 ふじ子

一、はじめに

バブル崩壊後の株価は、九二年八月に底を打った後、史上最高値からの下落幅の三四％程度まで回復したものの、昨年六月をピークに再び下げ続けている。その主要な原因のひとつは円高にあるといわれている。とくに昨年末に発生したメキシコ通貨ペソの急落をきっかけとする急激なドル安円高は株価の底を見えなくしたという。円相場は、二五〇円台だった八五年以降波状的に上昇し

てきており、昨年半ばに一〇〇円を割り、本年四月には七〇円台を記録するに至った。この急激な円相場の上昇も六月に入って落ち着きを見せたといえるものの、依然として円高基調は続いている。円相場の変動は外貨建て資産や負債の評価のみならず実物経済にも大きな影響を及ぼすため、円高を巡る論議は毎年のように繰り返されている。株式市場については、円高は金利低下を期待させることから株価押上げ要因とされていたときもあったが、相場水準が高くなるにつれ日本の輸出産業の価格競争力の低下による業績悪化がクロ



ーズアップされ、株価引き下げ要因に挙げられるようになっていく。今回の円高についても景気が回復軌道にあった時期だけに、景気の先行指標といわれる株価の底が見えないことが実物経済に与える影響は大きい。四月に円高対策が発表されたがその後も株価は下げ続けている。株価に影響を与える要因は円相場だけではないが、株価と円相場の関係に注目したデータ分析を試みた。(株価は東証一部を対象とするTOPIX、円相場は東京・銀行間直物中心相場を用いた。)

二、円高末期から景気回復？

七一年のニクソン・ショックで戦後の一ドル＝三六〇円体制が崩れてからの二四年間で、ドルに対する円の価値は約四倍の高さになった。円が変動相場制に移行した七三年二月以降、五回の円上

円高と株価

昇期と五回の下降期が観測される(表1)。円下降期の相場下落率よりも円上昇期の相場上昇率のほうが大きいため、相場水準は趨勢的に上昇基調となっている。プラザ合意が発表された八五年九月を含む円の上昇局面では、八八年一月までの約四年足らずで円の価値は倍増している。ただし期間の長さを考慮して月当りで見ると、改正外為法が施行された八〇年一二月を含む円高期のほうが円高の速度は早い。前者は円高による不況と平成景気の初期にあたっており、後者は景気後退期(まだら不況)である。今回を除く過去四回の円相場上昇期のうち三回は、円高の末期に景気拡張が始まっている。円高に対応するため日本の輸出産業が合理化や技術進歩等生産性向上に励んだ結果、景気が回復し、内需拡大により円の上昇が鎮静化した、という図式が描ける。絶対水準の高さはともかくとして、大きなあるいは速度に関して

表 1

期間	円相場 変化率(%)	TOPIX 変化率(%)	相関 係数
73. 2~95. 5	228. 0(0. 4)	236. 8(0. 5)	0. 17
上昇期			
75. 12~78. 10	66. 2(1. 5)	38. 0(0. 9)	-0. 12
80. 4~81. 1	24. 6(2. 2)	9. 7(0. 9)	0. 37
82. 10~84. 4	20. 6(1. 0)	58. 3(2. 4)	0. 14
85. 2~88. 11	111. 3(1. 6)	135. 6(1. 9)	0. 17
90. 4~95. 5	86. 2(1. 0)	-39. 9(-0. 8)	0. 10
下落期			
73. 7~75. 12	-13. 5(-0. 5)	-16. 1(-0. 6)	0. 29
78. 10~80. 4	-26. 9(-1. 6)	5. 7(0. 3)	0. 35
81. 1~82. 10	-25. 6(-1. 3)	7. 1(0. 3)	0. 09
84. 4~85. 2	-13. 6(-1. 3)	9. 8(0. 9)	0. 30
88. 11~90. 4	-22. 3(-1. 4)	-2. 4(-0. 1)	0. 47

1) ()内は月率

2) 円相場変化率は中心値月中平均(1円当りのドル額)の期首と期末の変化率

3) TOPIX 変化率は月中平均値の期首と期末の変化率

4) 相関係数は TOPIX 月中平均値の対前月比変化率と 1円当りドル額の変化率の相関

は、今回の円高はいまのところ過去に経験済みであり、これからみる限りでは今後本格的な景気回復も期待される。

三、円相場と株価は無関係？

円上昇期と下降期の株価の動きはどうだったかをみよう。TOPIX（月中平均）の変化率をみると、今回を除く期間については、円高期の株価上昇率は大きく、円安期の株価は下落しているかないし上昇率が小さい。しかし、九〇年四月に始まった今回の円高期は、円高期であるのに株価が下落するという初めての現象となった。株価の動きと円相場の動きに相関関係があるかを相関係数でみてみよう。トレンドの影響を除去するため、原数値ではなく月ごとの変化率で相関係数を計算してみると、七〇年代の円相場上昇期以外はプ

スであったが小さく、今回の円高局面は一段と小さくなっている（タイムラグをもって相関している可能性を考慮していない）。円相場と株価だけをとりだしてみると、その間には明確な相関関係はなさそうであるが、今回の円高局面を除くと円相場の上昇期には株価も上昇傾向にあったということになる。今回が例外といえるのか、それとも相場水準の高さ等の要因で説明できるのか、今後の課題である。（ちなみに、変化率ではなく相場水準そのもので相関係数を計算してみると、今回の円高期は過去四回の円高期より大幅に相関が小さくなった。）

四、円相場と業種別株価

一般に、円高は輸出依存度の高い業種（電機、輸送用機器）の業績悪化につながり、原材料を輸

入している業種（電気・ガス）や内需関連業種（建設、不動産）に利益をもたらすであろう。業種別株価はそのような円高の影響の違いを反映しているだろうか。業種別 T O P I X （二三業種）と円相場の関係をみた。

業種別にみても、今回を除く円相場の上昇期にはほとんどの業種で株価も上昇しており、その上昇率もほぼ下降期より高くなっている。しかし、今回の円高期は全産業で著しい株価下落となっている。前回の円高期と今回を比較してみると、前回の円高期では、不動産、建設、電気・ガスの株価上昇率が比較的大きく、精密機器、電気機器、機械の株価上昇率は小さくなっており、合理的な結果を示している。しかし、今回の円高期ではそのような関係はみられず、円相場以外の要因が強く作用した結果と考えられる。ただ、八三年以降直至までの円相場と株価の業種別相関係数を計算し

てみると、数値は小さいながら電気機器と精密機器の株価が円相場と逆相関しており、電気・ガス、建設、不動産が相対的に大きい順相関を示した。（表2）

五、今回の円高局面の特異性

九〇年四月に始まった今回の円高期は、円相場が上昇しているにも関わらず株価が下落した初めてのケースである。株価形成要因に過去にはみられない変化が生じている可能性が考えられる。そこで、いくつかの代表的な経済指標と株価の関連性をチェックしてみた（表3）。

全体的にみてどの指標とも今回の円高期の株価との相関度は小さくなった。従来、金利水準と株価は逆方向に動いてきたが、国債利回り、コールレート、マネーサプライ等の金融関連の指標が過

表 2

	外国為替相場 TOPIX	相関係数	期首と期末の変化率(%)			
			円相場の上昇期		円相場の下落期	
			83.1~ 95.5	85.2~ 88.11 90.4~ 95.5	84.4~ 85.2	88.11~ 90.4
1	電気機器	-0.17	35.5	-46.3	1.6	15.6
2	精密機器	-0.17	13.2	-43.2	12.3	24.6
3	医薬品	-0.04	32.5	-39.3	38.6	2.1
4	輸送用機器	0.01	141.9	-40.5	3.5	-2.1
5	その他製品	0.01	129.6	-47.8	8.9	26.0
6	ゴム製品	0.02	217.4	-34.7	-2.9	8.7
7	金属製品	0.02	190.3	-48.8	7.7	62.5
8	機械	0.03	87.9	-52.0	-2.3	30.7
9	鉱業	0.03	58.5	-53.9	-13.9	38.3
10	化学	0.04	112.6	-43.5	4.7	-1.1
11	空運業	0.04	270.5	-51.8	56.2	2.5
12	通信業	0.04	24.6	-39.6	46.1	-36.0
13	繊維製品	0.05	99.3	-51.6	9.0	6.7
14	食料品	0.08	151.1	-41.9	14.0	-3.6
15	ガラス・土石製品	0.09	101.2	-45.6	16.4	-1.7
16	サービス業	0.10	192.5	-55.6	-8.9	31.0
17	小売業	0.10	166.8	-39.4	1.5	10.3
18	銀行業	0.11	145.2	-34.7	43.9	-8.9
19	非鉄金属	0.11	73.5	-47.4	-11.0	1.0
20	水産・農林業	0.12	235.7	-54.0	11.4	0.7
21	証券業	0.12	231.6	-47.5	34.0	-34.5
22	卸売業	0.12	101.1	-49.4	2.8	18.4
23	海運業	0.13	290.2	-64.0	-1.2	0.0
24	その他金融	0.14	83.8	-45.4	-15.1	7.1
25	鉄鋼	0.15	396.5	-53.1	-10.3	-26.7
26	パルプ・紙	0.18	202.2	-43.5	-4.4	-11.2
27	不動産業	0.18	342.1	-52.6	-3.7	-28.4
28	保険業	0.19	183.2	-44.9	31.0	-16.7
29	建設業	0.21	270.5	-51.7	0.1	24.3
30	倉庫運輸関連業	0.23	295.7	-39.4	7.0	2.6
31	石油・石炭製品	0.23	148.0	-31.5	-20.9	-13.6
32	陸運業	0.23	359.0	-44.0	12.0	-12.6
33	電気・ガス	0.28	270.2	-33.9	12.0	-21.5

1)外国為替相場は1円当りドル額

2)外国為替相場、株価指数は月末終値データを使用

3)業種別は相関係数が小さい順

表3 TOPIXとの相関係数

期間	国債利回		円高率		NYS総合		卸売物価	鉱工業
	外国為替		コル	ト			生産	貿易収支
73. 2～95. 5*	0.17	-0.11	-0.08	0.00	0.36	-0.18	0.04	-0.06
円相場の上昇期								
73. 12～78. 10	-0.12	0.01	-0.06	0.01	0.24	0.15	0.07	0.01
80. 4～81. 1	0.37	-0.38	-0.16	-0.86	-0.12	-0.44	0.16	-0.21
82. 10～84. 4	0.14	-0.06	-0.08	0.13	0.16	-0.03	-0.04	0.03
85. 2～88. 11	0.17	-0.23	-0.15	0.12	0.42	-0.20	-0.09	-0.04
90. 4～95. 5*	0.10	0.12	0.14	-0.11	0.40	-0.36	0.07	0.01
円相場の下降期								
73. 7～75. 12	0.29	-0.51	-0.22	-0.02	0.43	-0.29	0.05	-0.23
78. 10～80. 4	0.35	-0.54	-0.30	-0.08	0.48	0.16	0.32	-0.11
81. 1～82. 10	0.09	0.20	-0.39	0.08	0.43	-0.01	-0.30	-0.04
84. 4～85. 2	0.30	-0.41	-0.09	-0.08	0.56	-0.05	-0.02	-0.04
88. 11～90. 4	0.47	-0.15	-0.10	-0.01	0.40	-0.19	-0.15	0.16

- 1) 前月比変化率の相関係数
- 2) 鉱工業生産指数と貿易収支は季節調整値を使用
- 3) 外国為替は1円当りのドル額
- 4) * 期末月は、95年5月ではないものもある

去四回の円高期とほぼ逆になったことが注目される。さらに多くの指標を用いた分析を進めているので、ここでは計算結果の紹介にとどめたい。

六、円高について

以上のような簡単なデータ分析では円相場と株価に明確な相関関係が見られないという結果しか得られなかった。とはいえ、現象面でみる限りは無関係とは思われない。円高は長期的にはわが国にとってプラスだとはいえ、株式市場がこの低迷状態から抜け出すためには、円相場の安定は不可欠であろう。

円高の一因はわが国の恒常的な貿易収支の黒字にあり、円高は正には貿易黒字の削減が必要である。理論通りだと、円が高くなれば、輸出品の価格競争力の低下で輸出数量が減少する一方、交易

条件の改善で輸入数量は増加、その結果貿易黒字は縮小するはずである。実際、これまでの円高局面においては数量でみれば輸入は増加している。しかし、金額でみるとさほど増えていない。また、輸出については数量、金額とも一貫して増加傾向にある。したがって、円高は理論通り貿易黒字の縮小に結び付いていない。企業の合理化努力が円高による輸出品の価格競争力の低下をくいとめていることや内外価格差の存在に象徴されるように交易条件の改善が輸入品に反映されないような仕組みが、その背景にあると考えられる。前者については、円が高くなるたびに合理化努力ももう限界、といわれて久しいが、今後も海外生産の拡充や資材、製品の輸入などのかたちで円高を積極的に活用することで、企業はこの難局に対応していくであろう。したがって、貿易黒字の縮小への貢献が期待できるのは後者の改善である。無用な規

制があるならば極力撤廃し、開放的な市場にすべきであろう。四月一四日に発表された政府の「緊急円高対策」には、内需振興策はじめ規制緩和、円高差益還元策等が盛り込まれている。速やかに実施され、円高の是正が株式市場の活性化をもたらしよう期待したい。

* 新日本証券『証券調査』（八七年八月号）掲載の「円相場の上昇・下降局面と株式相場動向」を一部参考にした。

（つちだ ふじこ・当研究所主任研究員）