

市川レポート (No.98)

過去の米利上げ局面における為替と株価の動き (その1)

- 米国の金融引き締めと日本の金融緩和で必ずしもドル高・円安にはならなかった。
- 日米の株価は、米国の利上げ前に上昇し、利上げ後に下落するという傾向にあった。
- しかしながら値動きの検証には、各時期の政治情勢や経済環境の確認も必要。

米国の金融引き締めと日本の金融緩和で必ずしもドル高・円安にはならなかった

米連邦準備制度理事会 (FRB) は早ければ9月16日、17日の米連邦公開市場委員会 (FOMC) で利上げを決定する可能性が高いと思われます。米国の利上げは今年の金融市場における最大の材料とみており、為替や株価にも相応の影響を与えることが予想されます。そのため過去の利上げ局面において、為替や株価がどのように推移したかを整理しておくことは、先行きの相場をみる上で有効です。米国では、①1987年9月4日、②1994年2月4日、③1999年6月30日、④2004年6月30日が、直近4回の利上げサイクルにおける最初の利上げ実施日です。そこでドル円、ダウ工業株30種平均、日経平均株価について、利上げ実施日の前後それぞれ3カ月間における値動きを確認します。

はじめにドル円の為替レートについて検証します。参考までに日銀の金融政策は、①～④の期間はいずれも緩和スタンスにありました。実際の動きをみると、①では利上げ前後ともドル安・円高が進行、②および③では利上げ前がドル高・円安、利上げ後はドル安・円高が進行、④では利上げ前後と

【図表1：過去の米利上げ局面における為替と株価の動き】

① 87年利上げ	ドル円	ダウ平均	日経平均
87年6月4日 (3カ月前)	144.30	2,337.08	25,366.11
87年9月4日 (利上げ実施日)	141.75	2,561.38	25,744.03
87年12月4日 (3カ月後)	132.85	1,766.74	22,602.75
利上げ前3カ月間の変化幅	-2.55	224.30	377.92
利上げ後3カ月間の変化幅	-8.90	-794.64	-3,141.28

② 94年利上げ	ドル円	ダウ平均	日経平均
93年11月4日 (3カ月前)	108.23	3,624.98	18,949.79
94年2月4日 (利上げ実施日)	109.43	3,871.42	20,301.43
94年5月4日 (3カ月後)	101.86	3,697.75	19,570.21
利上げ前3カ月間の変化幅	1.20	246.44	1,351.64
利上げ後3カ月間の変化幅	-7.57	-173.67	-731.22

③ 99年利上げ	ドル円	ダウ平均	日経平均
99年3月30日 (3カ月前)	120.28	9,913.26	15,859.12
99年6月30日 (利上げ実施日)	121.10	10,970.81	17,529.74
99年9月30日 (3カ月後)	106.46	10,336.96	17,605.46
利上げ前3カ月間の変化幅	0.82	1,057.55	1,670.62
利上げ後3カ月間の変化幅	-14.64	-633.85	75.72

④ 04年利上げ	ドル円	ダウ平均	日経平均
04年3月30日 (3カ月前)	105.77	10,381.70	11,693.68
04年6月30日 (利上げ実施日)	108.77	10,435.48	11,858.87
04年9月30日 (3カ月後)	110.05	10,080.27	10,823.57
利上げ前3カ月間の変化幅	3.00	53.78	165.19
利上げ後3カ月間の変化幅	1.28	-355.21	-1,035.30

(注) 単位はドル円が1ドルに対する円、ダウ平均はドル、日経平均は円。当日が休場の場合は前営業日の終値。ドル円はニューヨーク市場の終値。なお87年の利上げは公定歩合。(出所) Bloomberg L.P.のデータを基に三井住友アセットマネジメント作成

もにドル高・円安が進行という結果でした（図表1）。米国の金融引き締めと日本の金融緩和という組み合わせはドル高・円安を連想しやすい材料ですが、過去において実際の相場は必ずしもその方向に動いていないということが分かります。

日米の株価は、米国の利上げ前に上昇し、利上げ後に下落するという傾向にあった

次にダウ工業株30種平均について検証します。①～④ともに利上げ前は上昇、利上げ後は下落という結果でした。日経平均株価も検証したところ、ダウ工業株30種平均とほぼ同じ動きとなりましたが、③のみ、利上げ前後ともに上昇という結果が確認されました。一般に、株価は利上げ開始前に警戒感から不安定になるものの、利上げ開始後は景気回復を背景に持ち直すというイメージがありますが、こちらも過去において実際の相場は必ずしもその方向に動いていないということが分かります。

しかしながら値動きの検証には、各時期の政治情勢や経済環境の確認も必要

金融政策は、株価や為替などの資産価格に大きな影響を与える極めて重要な材料ですが、それだけで相場の方向性が決まるものではありません。金融政策という1つの材料のみに焦点をあてるのであれば、前述の為替や株価に関する一般的な連想やイメージは極めて合理的なものといえます。しかしながら実際の相場には、金融政策以外にも様々な材料が複数存在します。それらを巡る市場参加者の思惑が交錯するなかで、相場の方向性が形成されていきます。例えば市場参加者が予期していなかった材料が急浮上した場合、それが金融政策の影響を上回って相場展開を主導することは往々にして起こり得ます。そのため過去の利上げ局面における為替と株価の動きを検証するにあたっては、各時期の政治情勢や経済環境を改めて確認しておくことも必要と思われる。そこで今回のレポートでは①～④について、それぞれの時代背景を探って参ります。

- 当資料は、情報提供を目的として、三井住友アセットマネジメントが作成したものであり、投資勧誘を目的として作成されたもの又は金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。
- 当資料に基づいて取られた投資行動の結果については、当社は責任を負いません。
- 当資料の内容は作成基準日現在のものであり、将来予告なく変更されることがあります。
- 当資料は当社が信頼性が高いと判断した情報等に基づき作成しておりますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。
- 当資料に市場環境等についてのデータ・分析等が含まれる場合、それらは過去の実績及び将来の予想であり、今後の市場環境等を保証するものではありません。
- 当資料にインデックス・統計資料等が記載される場合、それらの知的所有権その他の一切の権利は、その発行者および許諾者に帰属します。
- 本資料の内容に関する一切の権利は当社にあります。本資料を投資の目的に使用したり、承認なく複製又は第三者への開示等を行うことを厳に禁じます。
- この資料の内容は、当社が行う投資信託および投資顧問契約における運用指図、投資判断とは異なることがありますので、ご了解下さい。

三井住友アセットマネジメント株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第399号

加入協会：一般社団法人投資信託協会、一般社団法人日本投資顧問業協会、一般社団法人第二種金融商品取引業協会