

みずほマーケット・トピック(2015 年 6 月 25 日)

約 18 年半ぶりの株高を受けて～実感はあるか？～

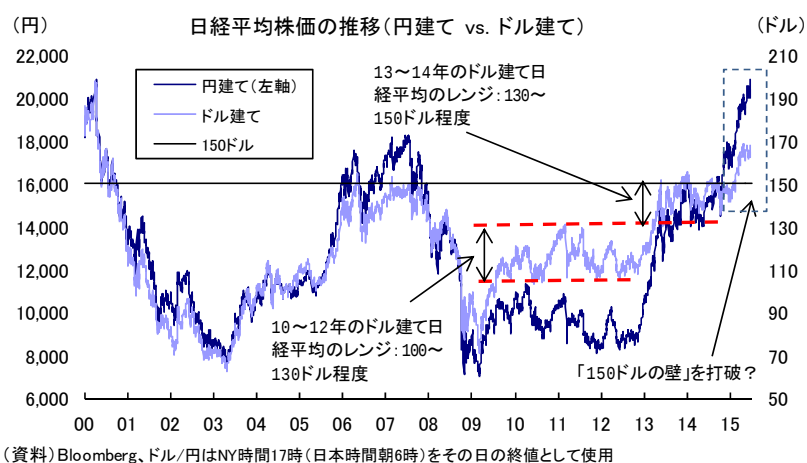
昨日の日経平均株価終値は 20863.3 円と約 18 年半ぶりの高値をつけた。ドル建て日経平均株価において、かつて強く意識されてきた「150 ドルの壁」も今年に入ってから、はっきりと上抜けしており、「円安で割安となった日本株を海外投資家が買い増しただけ」との解釈も難しくなっている。信託銀行等の国内勢が買い手に回っていることも株価上昇の一因と考えられるが、目先の経済・金融・政治情勢に関し、海外勢にとって最も買いやすいのが日本株だったという側面は確かに否めない。だが、株価と景気実感は必ずしも一致しない。アベノミクス以降の実質 GDP の伸び方は「実感なき景気回復」と呼ばれた前回の景気回復局面に酷似しているのはやはり気掛かり。

～6 月 30 日返済は相当厳しい情勢～

昨日の為替市場では前日の大幅下落の反動からユーロが反発しているが、依然ギリシャを巡る状況は流動的である。債権者側の要求を完全に飲んだ場合、ギリシャ議会を通過できない恐れがある一方、中途半端な内容で合意に達した場合はドイツ議会を円滑に通過できない恐れが取り沙汰されている。通常の手続きの流れを念頭に置けば、6 月 30 日の IMF 融資返済は相当厳しい情勢と言える。ギリシャ情勢の先行きに関しては、過去の本欄¹を参照して頂きたい。

～4 月以降加速した日本株買い～

ところで昨日の東京株式市場では日経平均株価が 4 日続伸となり、終値は 20863.3 円と、1996 年 12 月 5 日以来、約 18 年半ぶりの高値をつけている。なお、TOPIX の終値も 2007 年 8 月以来、約 7 年 10 か月ぶりの水準をつけている。ここにきて株高が加速した理由は判然としないが概ね円安に沿って進んできた印象

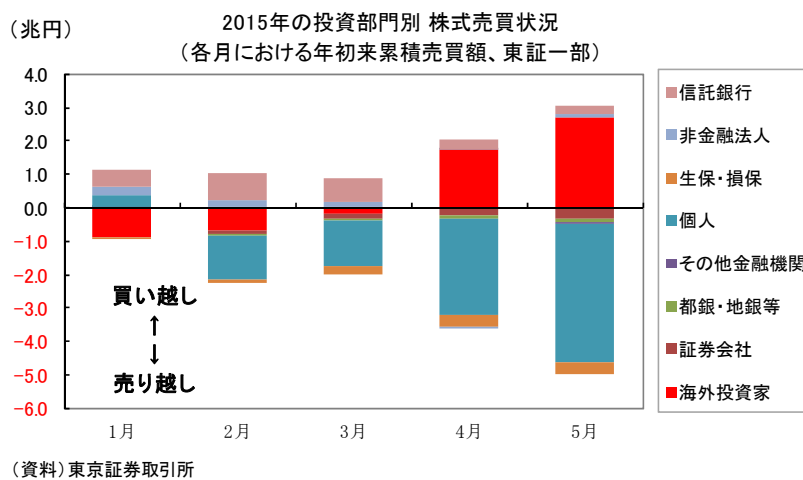


はやはり強い(図)。しかし、ドル建て日経平均株価において、かつて強く意識されてきた「150 ドルの壁」は今年に入ってから、はっきりと上抜けしている。筆者は過去 2 年間の株高に関し、「円安で割安となった日本株を海外投資家が買い増しただけ」と整理してきたが、ドル建てで見ても一段の加速が見られている以上、それだけでは説明がつかない。やはり空前の水準に達している企業

¹ みずほマーケット・トピック 2015 年 6 月 15 日号・19 日号・22 日号などをご参照下さい。

収益に呼応する格好で株価が上昇していると考えるのが最も自然なのだろう。しかしながら、本業である営業利益率と為替差益(営業外収益)を含む経常利益率の乖離が顕著に拡大しているという点には一抹の不安は覚える。あくまで株高は円安ありき、という点は変わっていない。

なお、信託銀行を筆頭とする国内投資家が買い手として参戦したことで、ドル建て額面とは関係なく、円建て日経平均株価が押し上げられたという面もあるだろう。投資部門別売買動向をみると、今年1～3月期は海外投資家が売り手に回る一方、信託銀行が買い手に回っていた。なお、2014年通年を振り返ってみても最大の買い手は信託銀行であり、

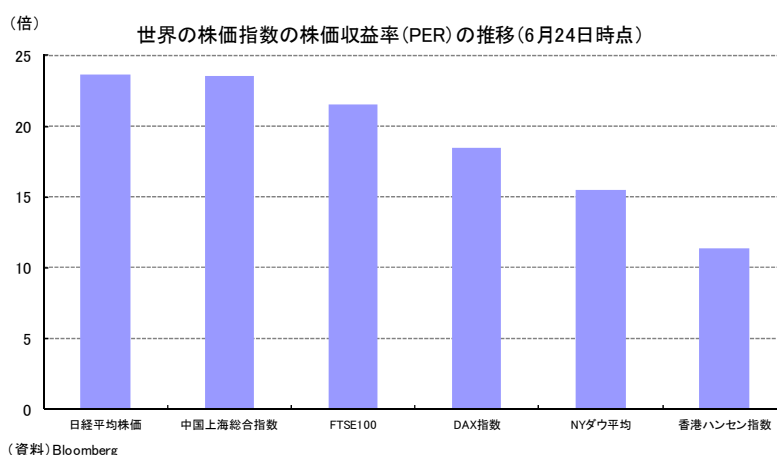


これに海外投資家が次ぐ格好だった。これがドル建ての割高感を押し切ってまで株価が上昇した一因でもあろう。だが、日経平均株価が2万円の大台に乗せた4月からは海外投資家が堰を切ったように雪崩込んでおり、5月末時点の買い越し累計額は3兆円弱に達している(図)。4月以降の株価続伸に関しては、海外投資家がけん引役になっていることは間違いないだろう。

～買いやすい日本株に割高感も～

なぜ海外投資家が日本株を選ぶのか。少なくとも目先の経済・金融・政治情勢に関し、不確定要素が最も小さいのが日本だからかもしれない。4月に公表されたIMF世界経済見通しによれば2015年/2016年の実質GDP成長率に関し、日本は+1.0%/+1.2%と米国の+3.1%/+3.1%、ユーロ圏の+1.5%/+1.6%に比べ劣後する。しかし、米国は利上げ&ドル高にまつわるノイズがあまりにも大きく、そもそも景気が耐えられるのかという疑問は根強い。そもそも株価を考えるにあたっても、イエレンFRB議長の口から割高との評価が出ている状況では買い増しするのも簡単ではない。

ユーロ圏も今年1月に導入された拡大資産購入プログラム(APP、いわゆるQE)を受けて株高の恩恵には授かっているが、ここにきてギリシャ情勢が混迷の度を深めており、9月以降はスペインで大きな選挙が立て続けに行われる。また、散発する金利乱高下を放置する姿勢などを含め、APPの安定的運営に対する信認は決して



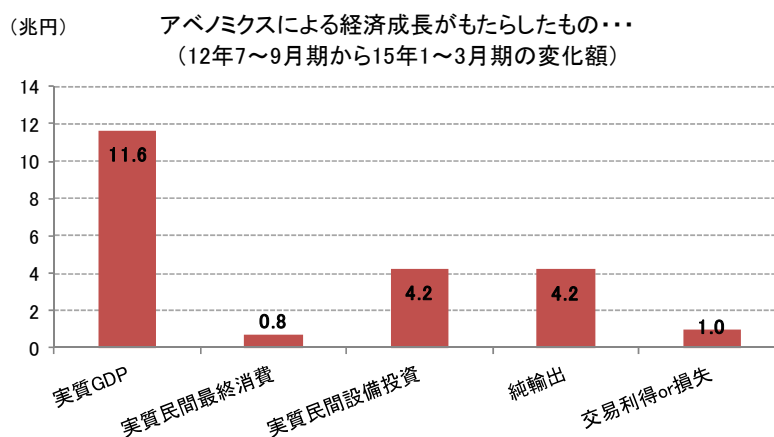
高いとは言えない。要するに、欧米に関してはリスク要因が多く、現状の成長率見通しの確度が疑われるのが現状なのだろう。これに対し日本は、少なくとも年内に関しては言えば金融緩和継続は自

明であり、原油価格下落を背景とした実質所得改善によって実体経済も底堅い。また、政治面では政府・与党の一強状態が当面は続きそうであることは周知の通りである。円の先安観が依然根強いことを踏まえれば、コスト面でも日本株が買いやすい対象であるのは直感的に首肯できる。とはいえ、主要株価指数の中で日経平均株価の株価収益率(PER)が頭 1 つ高いところまで来ているのも事実であり(前頁図)、ドル建て日経平均株価の加速と合わせて、高値警戒感は禁じ得ない。

～思い出したい「実感なき景気回復」～

しかし、株価と景気実感は必ずしも一致しない。日本のように家計金融資産における株式保有比率が低い国はなおさらである(14 年 12 月末で 9.5%)。一国の経済成長によってもたらされた経済厚生が本当に高いものであったのかどうか、言い換えれば、その成長によって本当に国民が高い幸福度合いを得たのかどうかはやはり家計部門の消費支出がどの程度伸びたのかという一点に現れるはずである²。裏を返せば消費回復を置き去りにした経済成長やこれに付随する株価上昇に本質的な意味を見出すのは難しい。足許で名目ベースでの賃金上昇が実現しているのは確かだが、本当にその経路が機能しているのであれば GDP 構成項目としての消費が膨らんでくるはずだ。

この点、アベノミクスが取り沙汰され始めた 2012 年 10～12 月期から直近(2015 年 1～3 月期)の期間に関し、GDP 及びそれを構成する各需要項目の伸びを比較したのが右図である。この間に実質 GDP は約 11.6 兆円増加したが、これは民間企業設備投資や純輸出といった企業部門に帰する需要項目で殆ど説明できる(合計で約 8.4 兆円)。民間最終消費の伸びは 1 兆円にも満た



(資料)内閣府、※季節調整済み実質GDPの金額を使用

ず、これだけを見る限り、今次景気回復が家計部門における経済厚生を押し上げることに成功したとは言い難い。少なくとも、こうした景気回復のパターンは 2002 年 1 月から 2008 年 2 月の 73 か月間続いた「戦後最長の景気回復」とほぼ合致する。約 18 年半ぶりの株高を目の当たりにしつつも、当時の景気回復が「実感なき景気回復」と呼ばれていたことの意味も真摯に考えたいところである。

以上

国際為替部
チーフマーケット・エコノミスト
唐鎌 大輔 (TEL:03-3242-7065)
daisuke.karakama@mizuho-bk.co.jp

当資料は情報提供のみを目的として作成したものであり、特定の取引の勧誘を目的としたものではありません。当資料は信頼できると判断した情報に基づいて作成されていますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。ここに記載された内容は事前連絡なしに変更されることもあります。投資に関する最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願い申し上げます。また、当資料の著作権はみずほ銀行に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを禁じます。

² 「経済厚生究極的な源泉」が「消費行為から得られる幸せの度合い」に依存する以上、一国の政策目標としてはいかに GDP を増やすかよりも、いかに「高水準で安定した消費を享受」できるかのほうが重要と斎藤誠・一橋大学教授は著書の中で述べている。筆者も同感である。斎藤誠『成長信仰の桎梏—消費重視のマクロ経済学』日本評論社 2002 年 5 月。

バックナンバーをご希望の方は以下のサイトからお取り頂くことも可能です
<http://www.mizuhobank.co.jp/forex/econ.html>

発行年月日	過去6か月のタイトル
2015年6月24日	ユーロ圏、ギリシャ以外の年内の火種は？
2015年6月23日	何故ユーロ相場は底堅いか？
2015年6月22日	ギリシャ向けエクスポージャーの現状把握
2015年6月19日	週末版(ユーロ圏財務相会合を終えて～舞台は首脳級へ引き継ぎ～)
2015年6月18日	FOMC及びSEPを受けて(6月16～17日開催分)
2015年6月16日	米4月対内・対外証券投資(TIC)レポートについて
2015年6月15日	当面のギリシャ情勢～考え得るシナリオや離脱後の相場～
2015年6月12日	週末版(黒田総裁発言の解釈～実質実効為替相場を考える～)
2015年6月10日	ユーロ圏1～3月期GDP(2次推計値)について
2015年6月9日	基礎的需給環境の確認～4月国際収支統計を受けて～
2015年6月8日	本当にFRBの早期利上げは可能になったのか？
2015年6月5日	週末版(ユーロ相場の急騰について～「壮大な投機」の後退:その②～)
2015年6月4日	ECB理事会を終えて～ボラティリティ許容発言の意図～
2015年6月3日	2年ぶりの実質賃金上昇～忍び寄る交易損失～
2015年6月2日	ECB理事会プレビュー～「完全なる実施」の強調～
2015年6月1日	G7を終えて～ドル高、交差する三極の思惑～
2015年5月29日	週末版
2015年5月28日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2015 年4月分)
2015年5月27日	「7年10か月ぶりの円安・ドル高」を受けて
2015年5月26日	ドル/円上昇をもたらした2つの要因～従前の想定は変わらず～
2015年5月25日	ECB理事会議事要旨(4月15～16日開催分)について
2015年5月22日	週末版(ユーロ圏に戻るリアルマネー～証券投資動向から占うユーロ相場～)
2015年5月21日	クーレ発言の真意とQEの実施状況について
2015年5月20日	本邦1～3月期GDPについて～消費&在庫が下支え～
2015年5月19日	足許のギリシャ情勢について～6月返済も危ういか～
2015年5月18日	ユーロ相場の急騰について～「壮大な投機」の後退～
2015年5月15日	当面のギリシャ情勢の整理～何度目かの佳境～
2015年5月14日	ユーロ圏1～3月期GDP(一次推計値)について
2015年5月13日	本邦3月国際収支統計と円相場見通しについて
2015年5月12日	本邦の雇用・賃金情勢について～完全雇用到達後の世界～
2015年5月11日	英国総選挙と今後についての論点整理
2015年5月8日	QQEの効果検証～「金利への回帰」の布石か～
2015年5月7日	欧州委員会春季経済予測について
2015年5月1日	週末版(日銀政策決定会合を終えて～勝負の秋～)
2015年4月30日	米1～3 月期GDP 及びFOMC について
2015年4月28日	投機筋の円ショート縮小をどう読むか？
2015年4月27日	最近のギリシャ情勢に関する整理
2015年4月24日	週末版(日銀政策決定会合プレビューその②～参院財政金融委員会での総裁発言を受けて～)
2015年4月23日	日銀政策決定会合プレビュー
2015年4月22日	本邦3 月貿易統計～黒字転化をどう評価するか～
2015年4月20日	重要な論点は「いつやるか」から「何回できるか」
2015年4月17日	週末版(ECB、PSPF の残高状況に関して～「12%」から何を読み取るか？～)
2015年4月16日	ECB 理事会を終えて～与信改善を強調～
2015年4月15日	通貨政策の変節と日銀～浜田参与発言を受けて～
2015年4月14日	ECB 理事会プレビュー～早くも聞こえ始めたtapering～
2015年4月13日	米為替政策報告書について～ドル高容認の継続？～
2015年4月10日	週末版
2015年4月7日	量的・質的金融緩和(QQE)導入から2年を受けて
2015年4月6日	米3 月雇用統計～6 月利上げの芽は潰れたか～
2015年4月3日	週末版(ECB理事会議事要旨(3月5日開催分)～“prudent optimism(節度ある楽観)”の先行きは～)」
2015年4月2日	日銀短観3 月調査～「需要不足」から「供給不足」へ～
2015年4月1日	外貨準備構成通貨の内訳(14年12月末時点)
2015年3月30日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2015 年2 月分)
2015年3月27日	週末版
2015年3月26日	本邦対内・対外証券投資の動向について
2015年3月25日	本邦家計部門の金融資産の現状について
2015年3月24日	円相場の基礎的需給環境の整理
2015年3月23日	ユーロ圏1月国際収支統計～対内証券投資が回復～
2015年3月20日	週末版(第3 回ターゲット型長期流動性供給(TLTRO)を終えて～ユーロ圏の与信機能に復活の兆し？～)
2015年3月19日	FOMCを終えて(3月17～18日開催分)
2015年3月18日	ECB、量的緩和政策(QE)に係るQ&A
2015年3月17日	ECBの国債・政府機関債購入額(第1週目)を受けて
2015年3月16日	ユーロ相場の水準感～佳境を迎えるユーロ売り～
2015年3月13日	週末版(米国はどこまでユーロ安を許容するのか～試される「強いドルは国益」～)
2015年3月12日	日銀の追加緩和はあるのか～払拭しきれない可能性～
2015年3月11日	3月レバトリ円高説について
2015年3月10日	なぜ為替と株価の相関が低下しているのか？
2015年3月9日	ECB理事会を終えて～後ろめたさを見せたドラギ総裁～
2015年3月6日	週末版
2015年2月27日	週末版
2015年2月26日	為替証拠金取引で外貨買いポジションが急増
2015年2月25日	イレレン議会証言を終えて～年央利上げに言質与えず～
2015年2月24日	円安シナリオをめぐる死角～リスク要因の点検～
2015年2月23日	ユーロ圏財務相会合を受けて～しばしの休息～
2015年2月20日	週末版(初のECB議事要旨公表を受けて～歴史に残る発行物に～)
2015年2月19日	本邦1月貿易収支について～輸出増に過信は禁物～
2015年2月18日	当面のギリシャ情勢に関する論点整理
2015年2月17日	ユーロ圏GDPや欧州委員会冬季経済予測を受けて
2015年2月16日	本邦10～12月期GDP(1次速報値)について
2015年2月13日	週末版(米国における雇用と物価の関係～デュアルマンデートの狭間で～)
2015年2月12日	イスタンブールG20を終えて～為替と財政への含意～
2015年2月10日	最近の対外証券投資とドル/円相場の関係について
2015年2月9日	本邦2014年国際収支状況を受けて～円買い復活？～
2015年2月6日	週末版
2015年2月4日	RBA利下げと今後の豪ドル相場の水準感について
2015年2月3日	独走するドイツの経常黒字が意味するもの
2015年2月2日	ユーロ圏12 月消費者物価指数(HICP)について
2015年1月30日	週末版
2015年1月29日	FOMCを終えて～どこまでドル高に寛容か？～
2015年1月28日	改めて確認する通貨・金融政策の立ち位置
2015年1月27日	2014年貿易収支と円相場～円安見通しのリスク～
2015年1月26日	米ドル建て投資信託が好調