

みずほマーケット・トピック(2017 年 12 月 7 日)

株高の真因を考える～「付加価値の取り分」という視点～

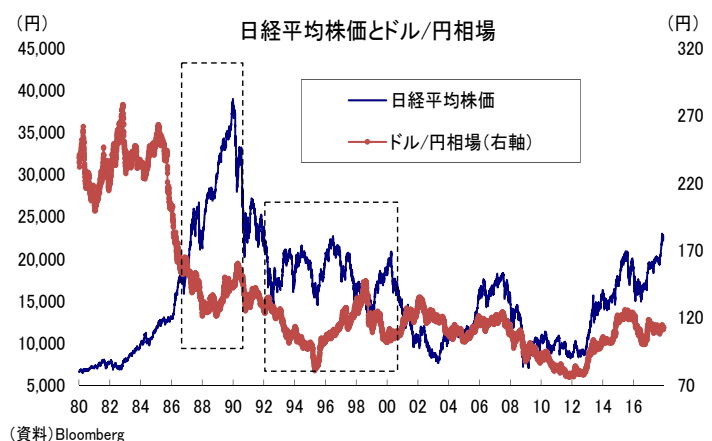
昨日の日経平均株価は今年最大の下げ幅を更新したが、ドル/円相場の下げは限定的なものにとどまった。株と為替のデカップリングは今年の本邦金融市場の大きなテーマの 1 つであるが、そもそも両者の相関は近年高まったものであり、長期的に見ればそれほど当たり前の事実では言えない。それよりも大事なことは、株高をもって好景気と重ねてみる風潮。株価は景気の先行指標と言われ、その写し鏡として解釈されることが多いが、現実はそうではない。過去 30 年以上、企業の売上高と人件費は横這いだが、経常利益が急伸する状況が続いている。「株高にもかかわらず、賃金が上がらない」という巷の言説は根本的に的を外しており、正確には「賃金が上がらないから株高になっている」という理解の方が本質に近そう。株と為替の相関という卑近な論点ではなく、「生み出された付加価値(GDP)の取り分」の問題として株高を考察したい。

～「株安下での円高」はもうないのか？～

昨日の金融市場ではトランプ米大統領がエルサレムをイスラエルの首都として認定する方針を表明するとの報道が伝わると中東情勢の先行き悪化懸念から日経平均株価が前日比▲445.34 円と 3 週ぶりの安値をつけ、下げ幅としても今年最大を更新した。これに応じて為替市場では円高・ドル安が進み、一時は 111.99 円まで値を下げている。だが、ドル/円相場は既に値を戻しており、これほどの株安にもかかわらず円高は限定的だったという印象は抱かれる。「株高時に円安で追隨してこなかったからといって株安時に円高で追隨しないとは限らない」という非対称性を筆者は警戒していたが、今のところ、そのような展開にはならず済んでいる。基礎的需給も円高に傾斜していると思われる中、株安の中でドル/円相場が堅調を維持するのは簡単ではないと筆者は引き続き考えているが、今年に入ってから株と為替の両者の関係に変化が生じているのは確かである。

～株と為替の相関は近年の話～

株と為替のデカップリングは今年の本邦金融市場の大きなテーマの 1 つであるが、そもそも両者の相関は近年高まったものであり、長期的に見ればそれほど当たり前の事実とは言えない。1980 年以降の両者の動きを振り返っても、プラザ合意後の超円高に関してはこれを抑止するための金融緩和が株高を招いたという経緯があったので除くとしても、米国が IT 革命を経てバブルに至った 1990 年代

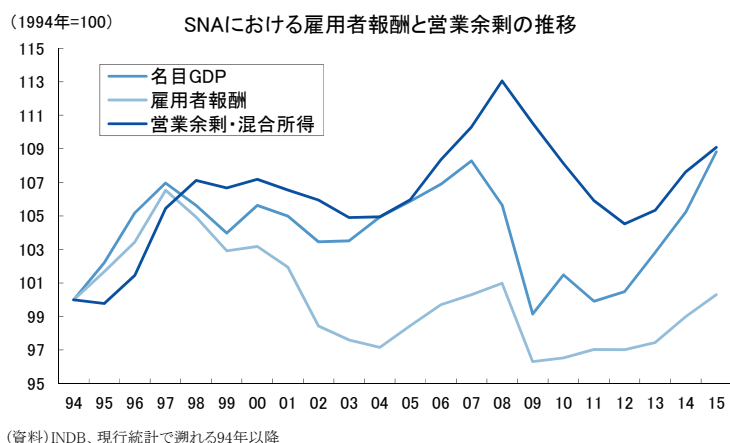
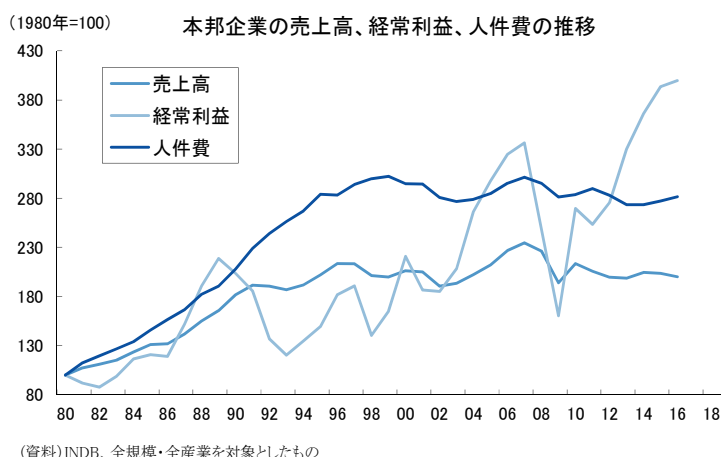


から 2000 年代初頭にかけての約 10 年間は日経平均株価とドル/円相場にそれほど高い相関はなかった。近年、両者の相関が強まったのはやはり 2007 年以降の金融危機で超円高が誘発されたことが契機であり、2013 年以降はその局面の終焉と共に株が買い戻されているという整理になりそうである。ゆえに、現状に関する評価として「円安になっていないにもかかわらず株高はおかしい」とは必ずしも言い切れない。そもそも、円安にしても輸出数量が増えなかった実績がある以上、両者が相関する理由はかつてよりも小さいはずである。

なお、円という通貨の持つ安全性に関し、市場参加者の見方が少しずつ変わっているという可能性もないとは言えない。いわゆる「リスク回避の円買い」という決まり文句の合理性が薄れているという話だが、依然として巨大な経常黒字を稼ぎ、世界最大の対外純資産が健在である中、その議論に至るのはまだ早いというのが筆者の基本認識である。現状の「円安なき株高」に理由を見出すならば、①日本株が元々過小評価だった、②足許の日本株が過大評価されている、③日銀の上場投資信託(ETF) 買いなどが考えられるだろうか。このうち③は事実であり、仮に日銀が執行していなくても、その存在自体が幾分かの買い安心感を醸成していることは認めなければならぬ。

～「株高にもかかわらず、賃金が上がらない」というのは誤解～

とはいえ、本邦企業の最高益更新が相次いで報じられる中、株高を過大と言いつけるのも難しいだろう。但し、その株高をもって好景気と重ねてみる風潮はそろそろ慎重になっても良いのではないかと思う。株価は景気の先行指標と言われ、その写し鏡として解釈されることが非常に多いが、現実はそうではない。右図・上は本邦企業(全規模・全産業)の売上高、経常利益そして人件費の推移である。売上高と人件費が横這いしないし微減となっている一方、経常利益が急伸している。賃金に代表されるコストを抑制ないしカットすることで利益が積み上げられており、その割引現在価値である株価が上昇しているのが実情なのだろう。割引率である金利は金融緩和により歴史的低水準にあるのだから、これも株高の一因となる。



右図・上で示されるように、1990 年と 2016 年を比較した場合は売上高と人件費は概ね横這いだが、経常利益の水準は別物である(具体的に売上高は約+18%、人件費は約+74%増えているのに対し、経常利益は約+200%である)。また、GDP 統計の元となる国民経済計算(SNA)の観点

から、家計部門に分配される雇用者報酬と企業部門に分配される営業余剰・混合所得を見ても、1990年代後半以降のいわゆる「失われた20年」における両者の動きは全く違うことが分かる。分配面のGDPは「雇用者報酬＋固定資本減耗＋生産・輸入品に課される税－補助金＋営業余剰・混合所得（純）」で構成され、その殆どが雇用者報酬と営業余剰・混合所得である。結局のところ、生み出された付加価値（GDP）の多くが企業部門に滞留し、家計部門は放置されたというのがこの20年の総括となるだろうか。

以上のような数字を見れば「株高にもかかわらず、賃金が上がらない」という巷の言説は根本的に的を外しており、正確には「賃金が上がらないから株高になっている」という理解の方が本質に近いのではないだろうか。株と為替の相関という卑近な論点ではなく、「生み出された付加価値（GDP）の取り分」の問題として株高を考察すると、本質的な事実が見えてくる。

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。

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> (Archives) http://www.mizuhobank.co.jp/forex/econ_backnumber.html

発行年月日	過去6か月のタイトル
2017年12月6日	6つの要人発言で振り返る2017年
2017年12月5日	テーバリングが改めて示唆するベースマネーの無意味さ
2017年12月4日	米税制改革の為替相場への影響について
2017年12月1日	週末版(「働き方改革」で給料は減るのか～残業代カットの影響について～)
2017年11月27日	メインシナリオへのリスク点検～中立金利の行方～
2017年11月24日	週末版(欧米中銀の会合議事要旨について～FRBは自信喪失、ECBは内部分裂～)
2017年11月22日	リバーサル・レート発言から考える「次の一手」や為替への含意 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2017年10月分)
2017年11月21日	欧州政局の流動化とユーロ圏経済・金融への影響
2017年11月20日	やはり「選挙の年」だった欧州の2017年
2017年11月17日	週末版
2017年11月15日	本邦7～9月期GDPを受けて～「デフレ脱却宣言」も視野？～
2017年11月14日	一足早い「2017年の為替相場」振り返り
2017年11月13日	利上げでも買えないボンドの苦境～BOE利上げの読み方～
2017年11月10日	週末版(円相場の基礎的需給環境～気がかりな需給と実勢相場の「ねじれ」～)
2017年11月8日	「常識的な論点」から見直したい相場の現状
2017年11月7日	「薄氷の上昇」と懸念すべきドル/円相場の現状
2017年11月6日	パウエル理事の議長指名を受けて～意識すべき論点～
2017年11月2日	週末版(FOMCを終えて～「危ない橋」を渡り続けるFRB～)
2017年11月1日	日銀金融政策決定会合を受けて～最もビビる片岡委員～
2017年10月31日	メインシナリオへのリスク点検～日米FTAと欧州政治～
2017年10月30日	ECB政策理事会を終えて～「弱気な強気」の正常化～
2017年10月27日	週末版
2017年10月24日	「円安なき日本株上昇」の実態と危うさ
2017年10月23日	衆院解散総選挙を受けて～増税可否、日銀人事、政策への影響～ 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2017年9月分)
2017年10月20日	週末版
2017年10月19日	為替政策報告書と日米経済対話～忍び寄る日米FTA～
2017年10月18日	ECB政策理事会プレビュー～「腫れ物」を触るかのような正常化～
2017年10月17日	「優等生の右傾化」が示唆する欧州のリスク
2017年10月16日	G20財務相・中央銀行総裁会議～最後のショイブレ節～
2017年10月13日	週末版(内部留保課税を巡る論点整理～何が正しくて、間違っているのか～)
2017年10月12日	FOMC議事要旨～危うい法廷弁護士のごとき政策運営～
2017年10月11日	円相場の基礎的需給環境～円高地合い続く～
2017年10月10日	米9月雇用統計を受けて～過信は禁物～
2017年10月6日	週末版(ECB政策理事会議事要旨(9月7日開催分)～APPは「小さく減らして長く延長」が有力～)
2017年10月5日	正規雇用の賃金は本当に上がるのか？
2017年10月4日	好調過ぎる日銀短観に見る危うさ
2017年10月3日	「賃金と雇用の断絶」に関するIMF分析について
2017年10月2日	カタルーニャ混乱と反EU機運の関係性について
2017年9月29日	週末版
2017年9月27日	次期ECB総裁人事に関する現状整理
2017年9月26日	メインシナリオへのリスク点検～本邦政局リスクは後退～
2017年9月25日	日銀金融政策決定会合を終えて～「寝た子を起す」反対票～
2017年9月22日	週末版
2017年9月21日	FOMCを終えて～短期は強気、長期は弱気金利見通し～ 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2017年8月分)
2017年9月20日	衆議院解散・総選挙の為替、日銀総裁人事への影響などについて
2017年9月15日	週末版
2017年9月14日	日銀金融政策決定会合プレビュー～総括的「再」検証も視野に～
2017年9月13日	ユーロ圏金融状況指数(MCI)に見るユーロ高の影響などについて
2017年9月12日	クーレ理事発言の真意～ユーロ高はもう看過できない～
2017年9月11日	円相場の基礎的需給環境～ドルインデックス半値押しで思うこと～
2017年9月8日	週末版(ECB政策理事会を終えて～解せないユーロ買い～)
2017年9月7日	タカ派の劣勢が強まるFOMC～フィッシャー辞任を受けて～
2017年9月6日	追い込まれる日銀～倒錯した政策運営の現状・展望～
2017年9月5日	ECB政策理事会プレビュー～テーバリングまで至るのか？～
2017年9月4日	ユーロ買いに対する現状認識について
2017年9月1日	週末版
2017年8月30日	メインシナリオへのリスク点検～急浮上してきた地政学リスク～
2017年8月29日	北朝鮮ミサイル発射と円急騰を受けて
2017年8月28日	ジャクソンホール講演～イエレン・ドラギ講演のレビュー～
2017年8月25日	週末版
2017年8月23日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2017年7月分)
2017年8月18日	週末版(ECB政策理事会議事要旨(7月20日開催分)～強まる為替への問題意識～)
2017年8月17日	FOMC議事要旨を受けて～疑われるフィリップス曲線～
2017年8月16日	17年上半期の対米証券投資～下半期に向けてのみどころ～
2017年8月15日	米インフレ期待の現状について～NY連銀消費者調査～
2017年8月14日	VIX急騰で断たれるキャリー取引の芽と不安な米株調整
2017年8月10日	週末版
2017年8月9日	2017年上半期の円の基礎的需給環境などについて
2017年8月8日	技術的難しさが極まるECBの量的緩和の現状
2017年8月7日	米7月雇用統計～加速しない賃金と伸び悩む「質」～
2017年8月4日	週末版(ユーロ圏のフィリップス曲線の現状～フラット化して下方シフト～)
2017年8月3日	フォワードルッキングという幻想～OECD景気先行指数を通じて～
2017年8月2日	フォワードルッキングという幻想～日銀議事要旨が示唆する戒め～
2017年8月1日	実効相場で考えるドル相場の現状～調整は始まったばかり～
2017年7月28日	週末版(メインシナリオへのリスク点検～新しいリスクは「安倍退陣」と「正常化ブーム」～)
2017年7月27日	FOMCを終えて～後任人事を見据えてハト派化も？～
2017年7月26日	ECB政策理事会の読み方～シントラ発言の火は消せず～
2017年7月25日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2017年6月分)
2017年7月21日	週末版(日銀金融政策決定会合を受けて～次の論点は外交的視点～)
2017年7月20日	最近のユーロ相場について～投機筋、PPP、金利差～
2017年7月19日	ECB政策理事会プレビュー～「火に油」を避けるべく……～
2017年7月14日	週末版(ドル/円相場の水準感について～現状の「異常さ」を見つめ直す～)
2017年7月13日	イエレン議会証言を受けて～花道の正常化は続く模様～
2017年7月12日	EU回帰でドイツは変わるのか？
2017年7月11日	正常化ブームの中で考えたい各国中銀の立ち位置
2017年7月10日	円相場の基礎的需給環境～円キャリーの兆候はあるか？～
2017年7月7日	週末版(ECB政策理事会議事要旨～ドラギ総裁はしじった模様～)
2017年7月6日	FOMC議事要旨～正常化は資産バブル対応？～