

みずほマーケット・トピック(2024 年 2 月 26 日)

日経平均株価上昇の理由～インフレの帰結～

既報の通り、先週 22 日の東京株式市場では日経平均株価が 89 年末につけた最高値を約 34 年ぶりに更新。「そのドライバーは何か」と聞かれれば「インフレの賜物」と答えたい。自国通貨が安くなるのも、株や不動産、その他実物資産(外車や高級時計など)が高くなるのも、インフレ圧力の高まりと整合的な現象であろう。「半世紀ぶりの円安」で張り付いている円の実質実効為替相場(REER)の然るべき調整経路も、結局インフレになることで決着がつくと考えれば、相応に納得感がある。「インフレで通貨安になっているから株価が上がっている」という例は海外を見れば明らか。今年 2 月 22 日時点における過去 1 年の主要株価指数の上昇率トップはアルゼンチンで、それにトルコが続いている。共に主要通貨では円よりも下落幅が大きい数少ない通貨を擁する国だ。結局、①通貨安になっていることで日本企業の海外利益が嵩上げされている、②円安発・輸入物価経由の外生的なインフレ圧力に加え、未曾有の人手不足も相まって内生的なインフレ圧力も高まっているといった状況を背景に株式を含めたあらゆる資産の名目価値が膨らみ始めていると整理するのが日本経済の実情に最も近いように思える。

～全てはインフレの賜物～

既報の通り、先週 22 日の東京株式市場では日経平均株価が 1989 年末につけた最高値(3 万 8915 円)を約 34 年ぶりに更新し、終値は前日比 836 円 52 銭高い 3 万 9098 円 68 銭で引けた。金融市場の話題は 1 ドル 150 円近傍で張り付くドル/円相場の値動きよりも、新高値更新に期待がかかる日本株の値動きに集中している。あくまで名目的な株価水準であり、途中で構成銘柄が大きく入れ替わっていることなども踏まえると、34 年前との単純な数字比較に統計的な意味を見出すのは難しい印象もある。しかし、シンボリックな動きとして取りざたされるのも分からなくはない。

筆者は株式市場の専門家ではないので、日経平均株価指数の割高・割安について言及することは避ける。だが、「そのドライバーは何か」と聞かれれば「インフレの賜物」と答えることにしている。自国通貨が安くなるのも、株や不動産、その他実物資産(外車や高級時計など)が高くなるのも、インフレ圧力の高まりと整合的な現象である。全て最近の日本で話題になっている論点だろう。同日、植田日銀総裁も衆議院予算委員会で 2024 年以降の物価見通しに関し「23 年までと同じような右上がりの動きが続くと予想して



いる」と述べ、「(日本経済は)デフレではなくインフレの状態にある」と踏み込んだ発言をしている。デフレがインフレに切り替われば実物資産を筆頭に名目価値が増加するのは必然ではある。後述するように、理論的な想定に反して歴史的安値で張り付いている円の実質実効為替相場(REER)の然るべき調整経路も、結局インフレになることで決着がつくと考えれば、相応に納得感はある。

～再びアルゼンチン、トルコの影～

「インフレで通貨安になっているから株価が上がっている」という例は海外にもしっかり確認できる。2022 年以降、本欄では「対ドル変化率で見た場合、円よりも慢性的に下落幅が大きいのはアルゼンチンペソとトルコリラくらい」と繰り返し論じてきた。右表は今年 2 月 22 日時点における過去 1 年の主要株価指数の上昇率トップ 10 を並べたものだ。アルゼンチン(メルバル指数)やトルコ(イスタンブール 100 種指数やイスタンブール BIST30 指数)が上位を占めている。同じく史上最高値更新が期待される NY ダウ工業株 30 種は 2 月 22 日時点で世界で 30 位だ。結局、①通貨安になっていることで日本企業の海外利益が嵩上げされている、②円安発・輸入物価経由の外生的なインフレ圧力に加え、未曾有の人手不足も相まって内生的なインフレ圧力も高まっていることで、株式を含めたあらゆる名目価値が膨らみ始めていると整理するのが日本経済の実情に最も近いと筆者は理解している。

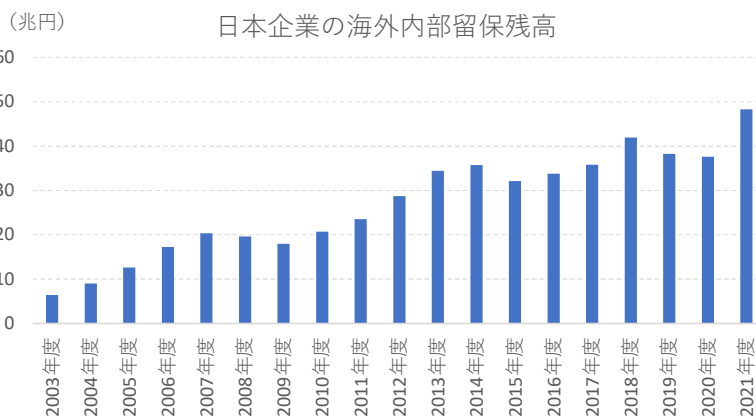
世界の主要株価指数(上昇率トップ10)

1位	アルゼンチン メルバル指数	339.70%
2位	ナイジェリア全株指数	86.39%
3位	イスタンブール100種指数	84.31%
4位	イスタンブール BIST30指数	76.87%
5位	EGX 30 INDEX	74.70%
6位	Lusaka Stock Exchange AI	60.93%
7位	カラチ KSE100指数	50.44%
8位	ブダペスト証券取指数	46.87%
9位	日経平均株価	44.25%
10位	カザフスタン証券取引所指数	40.21%
30位	NYダウ工業株30種	18.23%

(資料)Bloomberg, 23年2月22日～24年2月22日

～なぜ株高で GDP が不調なのか？～

予想通り、メディアを中心に「日本の GDP が不調なのに、株高は矛盾するのではないか」という疑問が取りざたされている。残念ながら、GDP の不調と株価の続伸の間に矛盾はない。かねて国際収支構造の分析と共に論じているように、日本企業が稼いだ収益は国内に還流せず海外に滞留している。これは第一次所得収支黒字の構造からも確認できる。筆者試算によれば、その円転率は年によって異なるが 25～30%程度と目される。+30 兆円の黒字を稼いでも、日本経済に還流してくるのは+10 兆円程度と考えておいた方がよい。こうした傾向はよりミクロのデータからも確認可能だ。図は経済産業省「海外事業活動基本調査」から遡及可能な 2003 年度以降について、日本企業が海外に保有する内部留保残高の推移を見たものだ。2021 年度調査(2021 年 4 月初頭～2022 年 3



(資料) 経済産業省「海外事業活動基本調査」

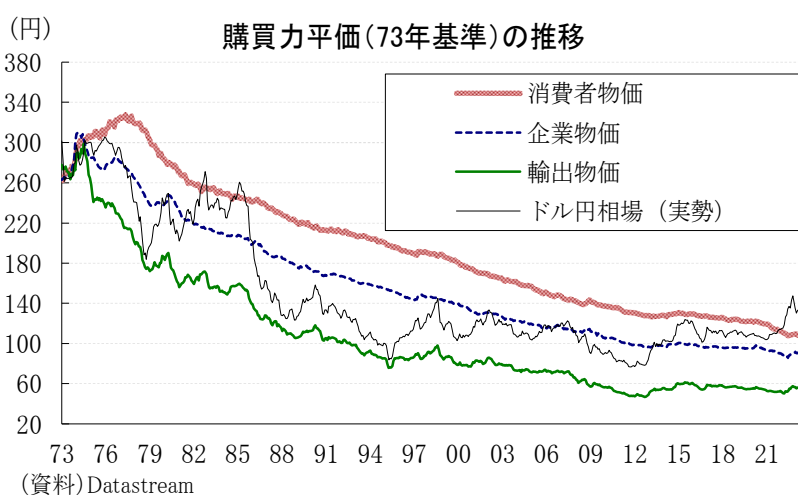
月末)は約 48 兆円と過去最大を記録している。円安が始まったのがちょうど 2022 年 3 月末なので、その影響は 2021 年度調査から既に織り込まれつつあるだろう。言うまでもなく、2022 年度や 2023 年度の調査ではより円安の影響が色濃く反映されるため、内部留保残高はさらに嵩上げされてくるはずである。国内経済情勢はさておき、こうした企業部門の現状が株価に反映されてくれば株価水準は当然、押し上げられてくる。

企業部門の収益が国内に還流されない以上、家計部門の所得環境も改善が遅れてしまう。結果、国内の消費・投資は振るわない。内需総崩れの様相と共に GDP が全く冴えない状況になっている現状は決して不思議ではない。大企業を中心として連日のように賃上げ報道がなされている背景にはそうしなければ労働力が確保できない状況がいよいよ顕現化しているからである。あと 10 年もすれば、生産年齢人口が現在の就業者人口を割り込む展開も可視化されるだろう。そこで起きることは労働者の奪い合いであり、名目賃金は必然的に上がらざるを得ない。原資のある企業から賃上げは始まっていくし、それがインフレ経済を定着させるし、株価も為替も新しい水準を目指す。

～REER の円高はインフレ待ち～

本欄 2 月 7 日号『PPP や REER をどう解釈すべきか～インフレ調整という未来』でも述べたように、「半世紀ぶりの円安」で張り付いている REER の調整経路は①名目ベースで円高が進む、②日本が相対的にインフレになる、もしくはその両方が考えられ、過去 2 年以上、筆者は恐らく②だろうと強調してきた。1 ページ目で見ると、日経平均株価指数と REER の乖離は著しく拡大しているが、インフレに応じて REER が押し上げられてくるのだとすれば足許の株高も特段の調整は不要だ。四半世紀以上、デフレが日本の経済・金融情勢を議論する大前提だったのだから、それが変われば、名目水準は一気に変わっても良い。インフレになることで実質ベースで見た円安感は解消され、名目ベースで見た円安感は放置される。「行き過ぎた円安」かどうかは時の物価水準で決まる。

ドル建て名目 GDP の日独逆転に際し、「為替レートが PPP からかつてないほど通貨安方向に乖離し、物価水準が低い日本では、名目でみると実力が大幅に過小評価される」という意見は未だ根強い。これは理論的に正しいが、現実的に正しいのだろうか。円が PPP から通貨安方向に大きく乖離して 10 年以上も経過している。今、分析者として疑う



べきは「実勢レートが正しいかどうか」ではなく「PPP が正しいかどうか」ではないのか。今後、日本がデフレからインフレに切り替わるのだとすれば、実勢相場が過小評価なのではなく、PPP が過大評価であるという見方もできる。実勢相場が過小評価とは言えないのであれば、ドル建て名目 GDP の収縮も過小評価とは言えない。言い換えれば、名目ドル建て GDP が「本当に正しかった規模」に修正されているという考え方もあり得る。

インフレ経済では株価は上がるし、不動産価格も上がるし、通貨は下がる。日銀総裁が「デフレからインフレへの切り替わり」を自認する今の日本においてインフレに付随して起きると想定されていることが起きているだけではないのか。筆者は株式市場の専門家ではないが、日本のマクロ経済環境に照らせば、株価上昇は必然の帰結なのではないかと捉えている。

金融市場部
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。なお、当行は本情報を無償でのみ提供しております。当行からの無償の情報提供を望まれない場合、配信停止を希望する旨をお申し出ください。

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

発行年月日	過去6か月のタイトル
2024年2月22日	週末版
2024年2月21日	1月貿易収支を受けて～24年も円売り優勢変わらず～
2024年2月20日	日独GDP逆転の本質～為替要因だから良いのか？～
2024年2月16日	週末版
2024年2月15日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2024年1月分) 本邦10～12月期GDPを受けて～総崩れ～
2024年2月14日	「新時代の赤字」と原油と同質性
2024年2月13日	投信経由の対外証券投資～滲む資産運用立国の未来～
2024年2月9日	週末版
2024年2月8日	仮面の黒字国～戻らぬ円とデジタル農奴～
2024年2月7日	PPPやREERをどう解釈すべきか～インフレ調整という未来～
2024年2月2日	週末版(ソフトラディングと資金減速～正当性を帯びる「夏」の重要性～)
2024年2月1日	FOMCを終えて～為替市場が狙う「次の獲物」～
2024年1月29日	日本円の現在地～独歩安で始まった2024年～
2024年1月25日	週末版(ECB政策理事会を終えて～「夏」がキーフレーズ～)
2024年1月24日	日銀金融政策決定会合～織り込んで円安の怖さ～
2024年1月23日	ECB政策理事会プレビュー～勝利宣言はまだ～
2024年1月22日	「家計の円売り」と「損保のレバトリ」の違い
2024年1月19日	週末版
2024年1月18日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2023年12月分) 「貯蓄から逃避」で進む円の独歩安～現状整理～
2024年1月17日	「新時代の赤字」の定点観測と今後の需給イメージ
2024年1月16日	マイルド・キャピタルフライト(後編)～需給への評価～
2024年1月15日	マイルド・キャピタルフライト(前編)～家計の円売り～
2024年1月12日	週末版
2024年1月11日	ユーロ圏インフレ率の近況～再浮揚の読み方～
2024年1月10日	震災と旅行収支の関係について～2011年からの教訓～
2024年1月9日	米大統領選挙の考え方～メインシナリオを覆すか～
2024年1月5日	週末版(能登半島地震の影響について～構造変化を経て「普通の通貨」になった円～)
2024年1月4日	24年・持つべきイメージは「長期円安局面の小休止」
2023年12月22日	週末版(本邦の家計金融資産動向について～外資性資産比率は「根雪」のイメージで～)
2023年12月20日	日銀金融政策決定会合～解除時期と円相場への影響～
2023年12月18日	2024年、円需給の考え方～円転率や貿易収支が課題～
2023年12月15日	週末版(ECB政策理事会を終えて～「利上げ→利下げ」の考え方～)
2023年12月14日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2023年11月分) FOMCを終えて～突然変わった節目、日銀への影響も～
2023年12月13日	最近の需給環境について～24年も脆弱性は残る～
2023年12月12日	12月日銀会合の行方～政治的観点、2000年との比較～
2023年12月11日	24年ドル/円見通し外観～「主戦場の変化」を確認する年～
2023年12月8日	週末版(円高と植田発言の読み方～チャレンジングの真意～)
2023年12月7日	ECB、シュナベル発言の読み方～拡大解釈を警戒～
2023年12月6日	対内直接投資の胎動と今後への展望
2023年12月4日	24年、円高シナリオの鮮度～130円割れはあれど～
2023年12月1日	週末版(ユーロ圏11月消費者物価指数の読み方～「最後の砦」となるサービス業～)
2023年11月28日	ユーロ圏経済とECB金融政策の現状と展望
2023年11月24日	週末版(貿易赤字国が迎える米利下げ～通貨高は当たり前ではない～)
2023年11月21日	円高とPPPの考え方～収斂するのか、しないのか～
2023年11月20日	過去最安値に肉薄する円の名目実効相場(NEER)
2023年11月17日	週末版(本邦10月貿易統計を受けて～繰り返される23年と同じ言説～)
2023年11月15日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2023年10月分) 1年ぶり2度目のCPIショックをどう評価すべきか
2023年11月14日	ユーロ/円、15年ぶりの高値をどう理解すべきか
2023年11月13日	24年は「家計の円売り」元年になるか～外貨資産の現状～
2023年11月10日	週末版(23年度上期経常収支の読み方～CFベースの黒字は10分の1に～)
2023年11月9日	「欧州の病人」は戻って来たのか？～企業の「ドイツ離れ」～
2023年11月2日	週末版
2023年10月30日	150円台定着を受けて～その背景と今後の論点整理～
2023年10月27日	週末版(ECB政策理事会を終えて～再投資停止を阻むイタリア国債利回りの上昇～)
2023年10月26日	ECBプレビュー～利上げ代替としてのMRR引き上げ～
2023年10月23日	サービス収支に透ける製造業の行動変化
2023年10月20日	週末版
2023年10月19日	本邦9月貿易統計～起きるべくして起きた23年の円安～
2023年10月18日	再び直面する天然ガスリスク～ユーロ安考察～
2023年10月16日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2023年9月分)
2023年10月13日	週末版(日独GDP逆転について～「弱い円」が原因としても・・・)
2023年10月12日	カネ関連収支でも拡がるサービス赤字
2023年10月11日	赤字が拡がるデジタル関連およびカネ関連の国際取引
2023年10月10日	円安シナリオを延命させる中東リスク
2023年10月6日	週末版
2023年10月5日	「底打ち懸念」も漂う米経済～米金利上昇の考え方～
2023年10月4日	続・インフレを輸入する日本～「人手不足」の波～
2023年10月3日	ユーロ圏のインフレ情勢とECBの「次の一手」について
2023年10月2日	インフレを輸入する日本～インフレ持続性の考え方～
2023年9月29日	週末版
2023年9月26日	円安シナリオを長続きさせる貿易赤字
2023年9月25日	日銀金融政策決定会合～マイナス金利解除の行方～
2023年9月22日	週末版
2023年9月21日	FOMCを終えて～「2024年こそ利下げの年」という危うさ～
2023年9月20日	23年4～6月期資金循環統計～「貯蓄から投資」の胎動～
2023年9月19日	「欧州の病人」は戻って来たのか？
2023年9月15日	週末版(ECB政策理事会を終えて～「事実上の利上げ停止宣言」の読み方～)
2023年9月14日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2023年8月分)
2023年9月13日	ECB政策理事会プレビュー～「見送り+α」の公算～
2023年9月12日	日銀の政策運営に関するQ&A～読売報道を受けて～
2023年9月11日	7月国際収支の読み方～為替需給変わらず～
2023年9月8日	週末版
2023年9月7日	日本の貿易収支が直面する2つの想定外
2023年9月6日	海外出張で体感した内外価格差について
2023年9月4日	BRICS共通通貨は「いつか来た道」
2023年9月1日	週末版(ECB政策理事会議事要旨と8月消費者物価指数について～9月利上げの行方～)
2023年8月30日	夏を終えても変わらなかった円の独歩安
2023年8月28日	ジャクソンホールで浮き彫りになるインフレに対する「当事者」感
2023年8月25日	週末版