

みずほマーケット・トピック(2024年3月6日)

世界の株価指数から見えるもの～中進国の容疑～

慢性的な円高や上がらない株価、低位安定する円金利や停滞する名目賃金などはデフレの象徴のように忌み嫌われてきた。デフレ脱却の暁にそれらの現象が逆転するのは不思議ではなく、現に足許ではそうなっているように見える。なお、過去1年間の主要株価指数の上昇率トップ10と当該国通貨の対ドル変化率を見ると興味深いことが分かる。対ドル変化率に関し、上位10か国平均が約▲26%、上位5か国平均が約▲40%にもなる。10か国において先進国は日本だけ。インフレになれば短期的には売上や利益が増えて、株価も押し上げられやすくなる。また、インフレになれば名目GDPも増えるので、600兆円到達が視野に入るのも不思議ではない。しかし、実質GDPがこれに追いつけていないのだから、「株高にもかかわらず内需に勢いがけない」のは何も不思議ではない。総じて起きていることが途上国を彷彿とさせる。現状の日本には中進国としての容疑がかかっている可能性。現状、実質GDPの世界で健闘できているのは輸出だけであるため、ここから国内(家計部門)への波及を期待するしかないだろう。

～株高は「見る目が変わっている」証拠としても・・・～

筆者は株式の専門家ではないが、今回、日本が直面している株高については「インフレの賜物」だと考える立場だ。先週の本欄でも同様の趣旨を議論したが、反響が大きかったので改めて深掘りしたい。植田日銀総裁を筆頭に日銀から物価目標達成を匂わせるような情報発信が相次ぎ、遂に政府・与党がデフレ脱却宣言に踏み切るという観測報道まで出ている。慢性的な円高や上がらない株価、低位安定する円金利や停滞する名目賃金などはデフレの象徴のように忌み嫌われてきた。裏を返せば、デフレ脱却の暁にはそれらの現象は逆転すると考えられる。現に、円安は終わらず、株価は急伸、円金利も(政策的に押さえているので僅かだが)浮揚が見られ、名目賃金も続伸している。もちろん、日本企業の業績改善を織り込んだ部分もあろうが、デフレ脱却というパラダイムシフトを前提として日本経済に対する「見る目が変わっている」という評価はできる。だが、後述するように、その「見る目が変わっている」が良い意味なのかは議論がある。

右表は日経平均株価指数が初めて4万円台に乗せた2024年3月4日について、過去1年間の主要株価指数の上昇率トップ10と当該国通貨の対ドル変化率を並べたものだ。対ドル変化率に関し、上位10か国平均が約▲26%、上位5か国平均が約▲40%にもなる。また、見ての通りだが、上位10か国において先進国は

世界の主要株価指数(上昇率トップ10)		株価指数	対ドルの自国通貨変化率
1位	アルゼンチンメルバル指数	322.69%	-76.5
2位	ナイジェリア全株指数	78.61%	-70.0
3位	EGX 30 INDEX	76.64%	-0.8
4位	istanbul100種指数	74.06%	-40.5
5位	Lusaka Stock Exchange AI	67.03%	-15.5
6位	istanbul BIST30指数	66.76%	-40.5
7位	カラチ KSE100指数	59.55%	-1.3
8位	ブダペスト証券取引所指数	49.53%	-2.2
9位	カザフスタン証券取引所指数	46.54%	-4.7
10位	日経平均株価指数	43.62%	-9.7
30位	NYダウ工業株30種	18.23%	-

(資料) Bloomberg.

23年3月3日～24年3月4日の12か月間。24年3月4日は日経平均株価指数が初めて4万円を突破した日。

日本だけだ。また、対ドル変化率について、日本より下落幅が小さい国は 4 か国、大きい国が 5 か国である。濃淡はあるものの、いずれの国も対ドルで下落しているという事実は共通する。

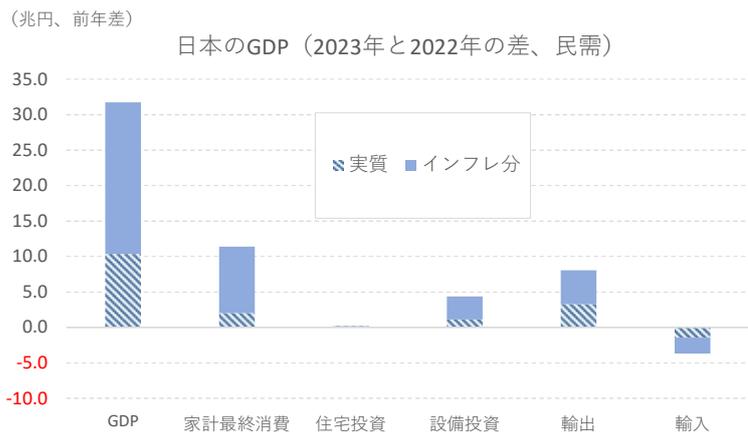
インフレ体質の国では自国通貨が減価しやすく、それにより自国通貨建てで見た株価指数の水準も押し上げられやすくなる。それは理論的に言って正しい姿だ。そのような症状は途上国に多く見られるが、日本のような先進国ではあまり見られるものではない。結局、日本経済に対する「見る目が変わっている」というのは先進国や途上国といった所属する国グループについて猜疑心が向けられているという意味ではないか。発展途上国から脱し、先進国に至る途上にある国を中進国と呼ぶことがあるが、その容疑がかかっているのかもしれない。

～GDP の名実格差に正しい理解を～

株高にもかかわらずそれを喜ぶ議論があまり見られず、実体経済の弱さばかりに焦点が行くのはそもそも日本の家計部門において株式・出資金保有比率が低いという以前に、インフレになった分が十分、家計部門に分配されていないという根本的問題があるだろう。「株式・出資金保有比率が低い」という点については目下、「資産運用立国」論を旗印として対処中であり、善し悪しは別として、今後は違った姿になることが期待される。この点は時間の問題であり、待つしかない。

しかし、株高がインフレ由来のものであったと考えた場合、当然、実体経済を分析する上では GDP の名実格差に触れないわけにはいかなくなる。デフレ下の日本では GDP の名実逆転(実質 GDP > 名目 GDP)が象徴的な事実として取り上げられてきた。しかし、インフレ社会となれば、通常想定される姿(実質 GDP < 名目 GDP)が定着することになる。既に政府見通しが出ているように、2024 年の日本経済は第二次安倍政権が掲げていた「GDP600 兆円」という目標達成が視野に入ると言われている(※安倍政権が「2020 年度までに 600 兆円」と掲げたのが 2015 年であった)。この点、非常に好意的な報道が目立ってきたと感じるが、そもそも 600 兆円は名目ベースの目標であり、実質ベースの目標については何も言及されてこなかったことに注意を要する。

インフレになれば名目 GDP は当然膨らむ。本質的に重要になるのはインフレを除いた部分、端的には実質 GDP でどの程度の伸びを実現しているかという点である。実質 GDP が成長を伴わず、名目 GDP だけが 600 兆円を達成しても何ら意味が無い。例えば 2022 年から 2023 年にかけて名目 GDP は約 560 兆円から約 591 兆円へ、約+31 兆円増えている。しかし、同じ期間に実質 GDP

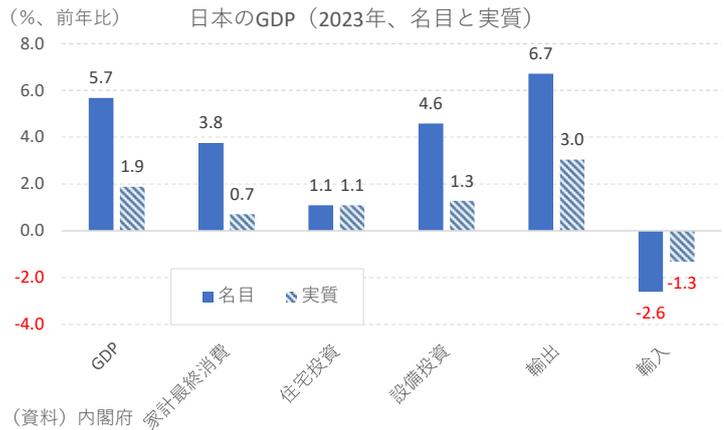


(資料) 内閣府

は約 548 兆円から約 559 兆円へ約+11 兆円しか増えていない。つまり、残る約+20 兆円がインフレによる上乗せであり、これは日本国民にとって成長でもなんでもない。このような状況もあって 2023 年の日本経済では名目 GDP 成長率+5.7%に対し、実質 GDP 成長率が+1.9%しかなかった。

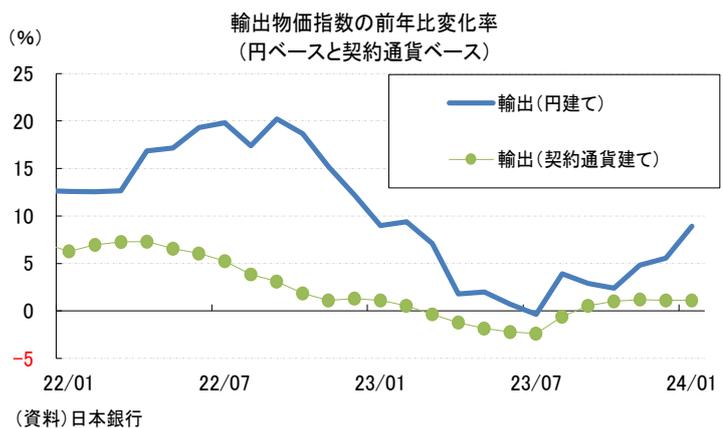
身近な例で言えば、家計最終消費は名目ベースでは約+11.4 兆円伸びているが、このうちインフ

レによる上乗せは約+9.4兆円で、実質ベースでは約+2兆円しか増えていない。成長率で見れば、+3.8%に対し+0.7%なので、殆どの消費行動がインフレに食われていることが分かる(図)。当然、インフレになれば短期的には売上や利益は増えて、株価も押し上げられやすくなる。しかし、それは消費者が「無い袖を振って」消費している部分も含まれている。「株高にもかかわらず内需に勢いが無い」というのは当然の話だろう。しかし、基本的に「無い袖は振れない」のだから、長期的には名目GDPと実質GDPの乖離が目立つ未来が待ち受けている。



～輸出が健闘している背景～

ちなみに前頁図を見ても分かるように、実質GDPの中でも、輸出だけは健闘しているように見える。名目ベースで約+8.1兆円増加しているのに対し、実質ベースでは約+3.3兆円、インフレによる上乗せ分は約+4.8兆円とやはりインフレ部分が大きいものの、家計最終消費や設備投資に比較すればましである。これは輸出企業が海外においてインフレ部分を価格転嫁できている証拠である。これは関連統計からでも確認可能だ。



2023年7月以降、輸出物価指数は契約通貨建て(いわゆる現地通貨建て)で見ても上昇基調に入っており、内外のインフレ圧力と整合的に価格転嫁を実現している様子が透ける。

理論上、円安が輸出企業に与える影響は「契約通貨建て価格の引き下げ→輸出数量増加」というものだ。例えば、実勢相場が「1ドル100円」の時に1ドルでボールペンを輸出していたとする。ここから「1ドル120円」に円安が進めば0.83ドル(0.83×120円≒100円)で輸出しても円建て売上高を維持できる。しかし、統計を見る限り、今の日本の輸出企業がやっていることはボールペンを1.2ドルや1.5ドルなどに引き上げる動きである。当然、円建て売上高も大きく膨らむ(例:1.2ドル×120円≒144円)。もっと言えば、この例よりも遥かに円安は進んでいる。

～中進国へのステップダウンを織り込む途上なのか?～

結果、輸出企業は実質ベースでの成長も相応に確保できているのだとすると、それを国内の家計部門(≒名目賃金)に還元できるかが焦点になる。いつも通りの焦点だが、それが十分ではないからこそ実質ベースで見た家計最終消費が殆ど伸びていないという実情があると言わざるを得ない。

日銀の言葉を借りれば、賃金・物価の好循環(第2の力)が発揮されているとはとても思えない。株高の背景にあるものが「インフレに押し負ける実体経済情勢」であり、それが先進国から中進国へス
テップダウンを織り込む相場だとすれば、まだこの円安・株高には先があるようにも読める。現状、そのような仮説を覆すだけの十分な材料が無いのは残念ながら事実だ。

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/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
2024年3月5日	ユーロ圏の賃金・物価情勢～妥結賃金は年内4%台か～
2024年3月1日	週末版(マイナス金利解除と円相場の関係性～ドル/円相場、数少ない押し目の考え方～)
2024年2月27日	ユーロ圏の現状と展望～金利と需給から～
2024年2月26日	日経平均株価上昇の理由～インフレの帰結～
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～進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(ソフランディングと賃金減速～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～チャレンジの真意～)
2023年12月7日	ECB、シュナーベル発言の読み方～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～外資資産の現状～
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	カネ関連収支でも広がるサービス赤字
2023年10月11日	赤字が広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」