

みずほマーケット・トピック(2024年7月11日)

株価、「正真正銘のバブル超え」の読み方

日経平均株価指数が連日史上最高値を更新している。TOPIX(東証株価指数)も史上最高値を塗り替える中、「正真正銘のバブル超え」というフレーズも散見される。過去の本欄では日本の株高に関し、实体经济を前向きに評価した結果というよりも、むしろデフレからインフレへの切り替わりに伴って起きている必然の帰結であり、ややもすれば、制御不能の通貨安と高インフレに悩んでいる新興国の症状を彷彿とさせると論じた。この見解は今も不変だ。現状、世界の株価上昇率と通貨下落率を並べて見ると、首位のアルゼンチンを筆頭にトルコやエジプト、アフリカや中東欧など、やはり新興国グループに属する国々が居並ぶ。この中で日経平均株価は15位、TOPIXは17位に入っており、やはり異質性を感じる。株価上昇率と通貨下落率のバランスを見る限り、日本に関し自信を持って「先進国グループの一員」と言うのは憚られる状況。なお、現在、株価の上昇している国の多くはスタグフレーションかそれに近い症状を患っている国々であり、最近の日本も似たような容疑がかかっていることは周知の通り。インフレ税やスタグフレーションは今の日本経済を読み解くキーワードであり、円安がその重要なパーツを担っている。

～通貨安とセットで評価したい株高～

日経平均株価指数が連日史上最高値を更新している。史上初の4万円台到達などに沸いた3月とは異なり、今回はプライム市場を中心とした上場企業の全体的な値動きを反映するTOPIX(東証株価指数)も1989年12月以来、約34年半ぶりに史上最高値を塗り替えており、「正真正銘のバブル超え」というフレーズがそこかしこに見られている。日本株の上昇に関し、3月当時の本欄で

世界の主要株価指数(上昇率トップ20)	株価指数	対ドルの自国通貨変化率	国	GPI(※2)	
1位	アルゼンチンメルバル指数	1767.94%	-88.3	アルゼンチン	10.6
2位	イスタンブール100種指数	448.07%	-57.7	トルコ	63.1
3位	イスタンブールBIST30指数	430.30%	-57.7	トルコ	63.1
4位	EGX 30 INDEX	152.45%	-67.3	エジプト	16.4
5位	キプロスゼネラルマーケット指数	144.44%	-2.8	キプロス(※1)	6.0
6位	Lusaka Stock Exchange AI	113.41%	-28.7	ザンビア	11.0
7位	ナイジェリア全株指数	110.19%	-73.1	ナイジェリア	21.8
8位	ブダペスト証券取指数	82.89%	-7.2	ハンガリー	15.9
9位	カラチKSE100指数	80.31%	-36.3	パキスタン	20.7
10位	レバノンBLOM指数	69.99%	-98.3	レバノン	171.2
11位	ラオス総合指数	69.21%	-48.2	ラオス	27.1
12位	アテネ総合指数	67.48%	-2.8	ギリシャ(※1)	6.7
13位	OMXコペンハーゲン20指数	66.47%	-3.1	デンマーク	5.9
14位	カザフスタン証券取引所指数	55.07%	1.7	カザフスタン	14.8
15位	日経平均株価	54.89%	-28.8	日本	2.9
16位	MONEX INDEX	52.69%	-2.8	モンテネグロ(※1)	10.8
17位	TOPIX(東証株価指数)	52.62%	-28.8	日本	2.9
18位	ルーマニアBET指数	46.87%	-3.3	ルーマニア	12.1
19位	チリサンティアゴIPSA指数	45.88%	-13.2	チリ	9.6
20位	ガーナ総合指数	44.49%	-55.8	ガーナ	34.6

(資料) Bloomberg. 22年3月1日～24年7月9日。24年7月9日は日経平均株価指数が史上最高値(当時)を更新した日。

※1: ユーロ採用国。なお、モンテネグロは公式な加盟国ではないが、内戦の最中、ドイツ・マルクを一方的に導入した経緯があり、ドイツと同じタイミングでやはり一方的にユーロを導入している。※2: 2022-23年平均

は「世界の株価指数から見えるもの～中進国の容疑～」と題し、日本における株高は実体経済を前向きに評価した結果というよりも、むしろデフレからインフレへの切り替わりに伴って起きている必然の帰結であり、ややもすれば、制御不能の通貨安と高インフレに悩んでいる新興国の症状を彷彿とさせると論じた。もちろん、日本を途上国と形容するのは性急だが、先進国と新興国の間に位置する「中進国」という国グループに転落しかけている容疑などは完全には否めない。

3月時点では日経平均株価が史上初の4万円台に到達した3月4日時点における過去12か月間に関し、株価指数の上昇率トップ10を並べて国際比較した。その際は首位のアルゼンチンを筆頭に高インフレと通貨安に悩む新興国がずらりと並び、10位に日本が滑り込んでくるという相応にショッキングな絵図が確認された。今回は今次円安局面の始まった2022年3月を起点として今週7月9日時点までのパフォーマンスを比較してみた(前頁表)。株価上昇率に関し、首位のアルゼンチンは変わらずでこれにトルコやエジプト、アフリカや中東欧など、やはり新興国グループに属する国々が居並ぶ。この中で日経平均株価は15位、TOPIXは17位に入っており、やはり明らかに異質性を感じる。通貨下落率を見ても、アルゼンチンやトルコと比べればまだ抑制されているとも言えるが、それ以外の国々と比べればに見れば遜色ない幅と言える。

唯一、日本より上位に位置し、先進国グループに属する国としてデンマークがあり、株価上昇率では13位に位置している。しかし、同国は欧州時価総額首位の製薬大手企業を擁し、2021年6月には同社の開発した肥満症治療薬がアメリカ食品医薬品局(FDA: Food and Drug Administration)の承認を得たことも話題となった。OMXコペンハーゲン20指数で最大のウェイトを有するのが同企業である。何より表中の通貨変動率を見ても分かる通り、ユーロや一部の管理通貨(カザフスタン・テンゲ)を除けば、デンマーククローネは明らかに安定しており、同国がEUでもインフレ率の安定した国として知られることを思えば、OMXコペンハーゲン20指数の上昇は周囲の国々とはまた違った目線で評価すべきであろうことは察しが付く。

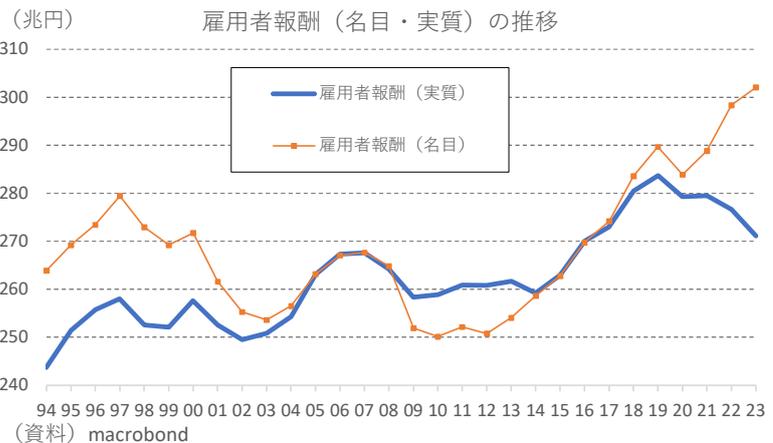
このほかトップ30まで広げれば25位にイタリア、27位に台湾、28位にスペイン、29位にドイツ、31位にオランダなど先進国グループと呼べそうな国々も入ってくる。ちなみに33位は米国(S&P500指数)だ。これらの国・地域について対象期間で言えば、ユーロは▲2.8%、台湾ドルは▲13.90%であった。世界的に地政学リスクの高まりが意識される中、台湾ドルの下落幅は非常に大きい、それでも円の下落幅の半分以下だ。株価上昇率と通貨下落率のバランスを見る限り、日本について自信を持って「先進国グループの一員」と言うのは憚られる。

～上位陣はスタグフレーションの容疑濃厚～

前頁表の上位陣は高インフレと通貨安が相まって実質所得環境が悪化し、実質消費が停滞している国が多い。端的に言えば、スタグフレーションかそれに近い症状を患っている国々だ。例えば2022～23年のインフレ率を見ると、多くの国は2ケタに達しており、中には3ケタの国すら見られる。こうした中、日本のインフレ率は非常に抑制されているケース(+2.8%)だが、2000年から2021年までの平均が+0.09%であったという経緯を踏まえる必要がある。その状況から2022年が+2.50%、2023年が+3.27%(2024年IMF予測が+2.24%)と明らかに段差のある変化に直面している。「デフレの終焉、インフレの始まり」と解釈するのも無理からぬ状況と言えるだろう。デフレ下では伸びない賃金、伸びない株価、伸びない物価などが問題視されてきた。仮にインフレが始まるのであれば、

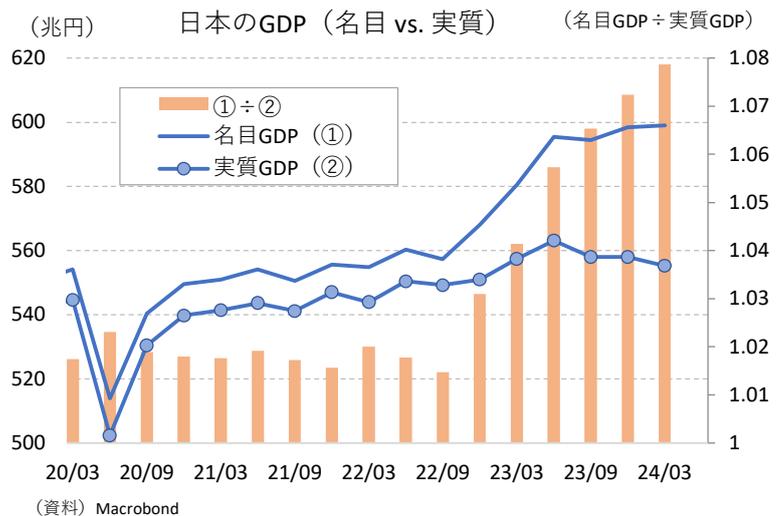
その逆回転(賃金・株価などの上昇)は予見される。

スタグフレーションの容疑は GDP の名実格差からも読み取ることができ。2023 年の GDP を例に取れば名目では+5.7%成長であったのに対し、実質では+1.9%と3分の1以下に縮まった。需要項目別に見ると、例えば家計最終消費支出は名目では+3.7%増加していたのに対し、実質では+0.6%と殆ど増えていなかった。この間、雇用者報酬を見れば名目で+1.7%増えているが、実質では▲1.8%減っている。



要するに、円安や資源高を背景とするインフレ税によって実質所得が目減りし、消費に回せる部分が減っているということだろう。スタグフレーションという症状が政府・日銀から公式に認定されることはないが、状況証拠はそうなっているように思える。

なお、インフレ税が発動している背景は円安や資源高といった外生要因だけではなく、人手不足という内生要因も効いていることは周知の通りだ。だとすれば、相応に持続性もあるかもしれない。図を見る限り、このような状況は2022年10~12月期以降に始まっており、2024年に入ってから是一段と状況が悪化している。明らかにインフレにより実質的な成長が食い潰されており、その代わりに株価や不動産などの資産価格が急騰している状況がある。



この状況を放置すれば、確実に日本社会の格差は拡大していくであろうし、それをもう実感しているという向きも多いかもしれない。過去の本欄でも議論したが、結局、円安を放置するということはこうした問題を助長するという話であり、円安功罪論について「最後は分配の問題」と筆者が繰り返し強調する理由でもある。

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

発行年月日	過去6か月のタイトル
2024年7月10日	最近の円相場の需給環境について
2024年7月8日	米大統領選挙、現時点の解釈～為替市場の視点～
2024年7月4日	円安功罪論について～総論と各論を分けるべし～
2024年7月3日	短観(6月調査)が意味するもの～利上げは可能か～
2024年7月2日	フランス政局の行方と金融市場への影響
2024年7月1日	24年上半期を終えて～円は正真正銘の最弱通貨～
2024年6月28日	週末版
2024年6月27日	家計金融資産の現状～外貨比率は最高値更新へ～
2024年6月25日	「隠れ円安」への正しい理解～実効円安を見る努力を～
2024年6月24日	為替政策報告書～日本のリスト入りは形式上の不備～
2024年6月21日	週末版(欧州委員会による財政是正措置勧告～フランス極右政党 vs. 欧州委員会～)
2024年6月19日	本邦5月貿易収支を受けて～思ったよりも減らない赤字～
2024年6月18日	久しぶりの欧州政治騒動～27年まで波乱無しが基本に～
2024年6月17日	日銀金融政策決定会合を終えて～上がる期待値～
2024年6月14日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2024年5月分)
	週末版
2024年6月13日	FOMCを終えて～中立金利上昇と為替見直し～
2024年6月12日	既に前年実績を超えてしまった「家計の円売り」
2024年6月11日	懸念される旅行収支赤字の頭打ちという未来
2024年6月10日	円相場の需給環境について～4月までの総括～
2024年6月7日	週末版(ECB政策理事会を終えて～利下げ局面入りへ～)
2024年6月5日	証券投資は巻き返すか?～収益率で考える未来～
2024年6月4日	敢えて考える対内直接投資促進の「負の側面」
2024年6月3日	強含む経済指標に囲まれるECB～ユーロ相場の考え方～
2024年5月31日	週末版
2024年5月29日	虚しく響く「33年連続、世界最大の対外純資産国」の肩書き
2024年5月28日	「This time is different」は利上げ予告か～内田講演～
2024年5月27日	加速したユーロ圏要約資金とECBブログの言い分
2024年5月24日	週末版
2024年5月23日	金利差縮小でも円安修正は進まず～議事要旨を受けて～
2024年5月22日	「もじろ」で注目される欧州の立ち回り
2024年5月21日	ユーロ圏経済の近況～「底入れ」という不都合な真実～
2024年5月20日	垣間見えたECBの「次の一手」～ECB理事インタビュー～
2024年5月17日	週末版(色濃くなるスタグフレーションの様相～窮屈になる日銀の政策環境～)
2024年5月16日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2024年4月分)
	円安抑止の処方箋～即効性と持続性のトレードオフ～
2024年5月14日	通貨政策化する金融政策～定着する「為替との戦い」～
2024年5月13日	1～3月期国際収支統計～需給改善を確認～
2024年5月10日	週末版
2024年5月9日	遂にインフレ税が始まったのか?～円安と債務～
2024年5月8日	FRBの「次の一手」と円相場の予想パスについて
2024年5月7日	円安抑止の処方箋～NISA国内投資枠～
2024年5月2日	週末版(レバトリ減税について～5%の摩擦」に拘るべき～)
2024年4月30日	日銀が回避した為替との戦い、今後のリスク
2024年4月26日	週末版
2024年4月25日	トランプ氏と為替～結局、何も考えていない?～
2024年4月23日	世界経済の下方シフトの背景にあるもの～IMF分析～
2024年4月22日	ドル高是正の国際協調に機は熟せず～G20とドル高～
2024年4月19日	週末版
2024年4月18日	IMF世界経済見直しを受けて～またも「分断」はテーマに～
2024年4月17日	前途多難な貿易収支～待たれる電源構成の変化～
2024年4月16日	最悪のシナリオは米利上げ再開～中東リスクと円安
2024年4月15日	依然赤字圏のCFベース経常収支～原油価格騰勢の足音～
2024年4月12日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2024年3月分)
	週末版(ECB政策理事会を受けて～6月利下げはほぼ既定路線へ～)
2024年4月11日	「でこぼこ道」が「再燃の入口」か～米3月CPIを受けて～
2024年4月10日	過去最高ペースだった「家計の円売り」～Q1を終えて～
2024年4月9日	対内直投のキーワードは「資本はアジア、業種は金融・保険業」へ
2024年4月8日	独歩安だった円相場～第1四半期振り返り～
2024年4月5日	週末版
2024年4月4日	ECBは6月利下げに向けて第一関門突破
2024年4月3日	外貨準備構成通貨の近況について(2023年12月末時点)
2024年4月2日	デジタル強国アイルランドの存在感をどう考えるか?
2024年4月1日	デジタル赤字は日本だけの問題なのか?
2024年3月29日	週末版
2024年3月27日	円安・円高双方のリスクになる連続利上げ
2024年3月25日	23年末資金循環統計を受けて～株・外貨共に過去最高目前～
2024年3月22日	週末版(FOMCを受けて～少なくなるドル/円相場の「押し目」)
2024年3月21日	「債券市場への優しさ」が助長した円安～日銀決定を受けて～
2024年3月18日	「噂で売って、事実でも売り」になりそうな円相場
2024年3月15日	週末版(「家計の円売り」は3月も続くのか?～試される個人投資家の芯～)
2024年3月14日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2024年2月分)
2024年3月13日	春闘と円高リスク～「異例の賃上げムード」というリスク～
2024年3月12日	最近の国際収支の状況について～CFでは初月赤字～
2024年3月11日	最大の円高リスクは日銀の連続利上げ
2024年3月8日	週末版(ECB政策理事会を終えて～6月まで材料なし～)
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～
2024年3月5日	ユーロ圏の賃金・物価情勢～要約資金は年内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～