

みずほマーケット・トピック(2025年3月5日)

ロ・ウ開戦後3年間の円相場を振り返る～後編～

一昨日の本欄ではロシア・ウクライナ戦争開戦から3年という節目を踏まえ、日本の経済・金融情勢を「利上げの遅延や資源価格の騰勢を背景として金利・需給両面から円売りが強まり、多大なインフレ圧力の輸入が行われ、実質ベースでの成長が滞った」と総括した。しかし、円安とインフレが顕著に進み、景気が停滞する中でも国内の株価は急伸した。これをどう解釈すべきか。筆者は日本の置かれた状況が先進国というよりも、高インフレを抱える新興国に近づいている兆候として株高を懸念している。「自国通貨安で高インフレに陥る国の株価指数は押し上げられる」という状況はトルコやアルゼンチンのような新興国で頻繁に見られる現象。日本を途上国と形容するのは過剰だが、先進国と新興国の間の中進国、敢えて方向感を付けるのであれば「先進国から新興国」へ矢印が伸びていることを踏まえ衰退国という形容はあり得る。

～株高に透ける日本の危うさ～

	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	CPI(※2)
1位	アルゼンチン ムルバル指数	1838.93%	-88.3	アルゼンチン	151.9
2位	イスタンブール100種指数	459.64%	-57.7	トルコ	61.9
3位	イスタンブール BIST30指数	441.92%	-57.7	トルコ	61.9
4位	EGX 30 INDEX	150.87%	-67.3	エジプト	21.8
5位	キプロス セネラルマーケット指数	144.97%	-2.3	キプロス(※1)	4.8
6位	Lusaka Stock Exchange AI	124.77%	-30.3	ザンビア	11.1
7位	ナイジェリア全株指数	109.48%	-73.7	ナイジェリア	23.3
8位	ブダペスト証券取指数	84.88%	-6.7	ハンガリー	11.8
9位	カラチ KSE100指数	78.72%	-36.3	パキスタン	22.0
10位	レバノン BLOM指数	69.54%	-98.3	レバノン	171.2
11位	ラオス総合指数	68.37%	-48.4	ラオス	25.2
12位	OMX コペンハーゲン20指数	67.60%	-2.6	デンマーク	4.4
13位	アテネ 総合指数	66.87%	-2.3	ギリシャ(※1)	5.4
14位	日経平均株価	57.29%	-28.8	日本	2.7
15位	カザフスタン証券取引所指数	54.64%	2.9	カザフスタン	12.7
16位	TOPIX(東証株価指数)	54.40%	-28.8	日本	2.7
17位	MONEX INDEX	52.69%	-2.3	モンテネグロ(※1)	8.6
18位	ルーマニア BET指数	48.31%	-2.9	ルーマニア	10.1
19位	チリ サンティアゴ IPSA指数	47.56%	-11.5	チリ	7.5
20位	スロベニア優良株指数	45.10%	-2.3	スロベニア(※1)	6.3

(資料) Bloomberg. 株価と通貨の変化率は22年3月1日～24年7月11日。24年7月11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。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・マルクを一時的に導入した経緯があり、ドイツと同じタイミングで一時的にユーロを導入

※2: 2022-24年平均

一昨日の本欄ではロシア・ウクライナ戦争開戦から3年という節目を踏まえ、日本の経済・金融情勢を「利上げの遅延や資源価格の騰勢を背景として金利・需給両面から円売りが強まり、多大なインフレ圧力の輸入が行われ、実質ベースでの成長が滞った」と総括した。しかし、円安とインフレが顕著に進み、景気が停滞する中でも国内の株価は急伸した。これをどう解釈すべきか。過去の本欄でも論じた点ではあるが、筆者はこうした株高は日本経済の置かれた状況が先進国というよりも、高インフレを抱える新興国に近づいている兆候として懸念する立場だ。この点は株価や為替、インフレの動きを国際比較することで見えてくる。本日の本欄ではこの点を掘り下げたい。

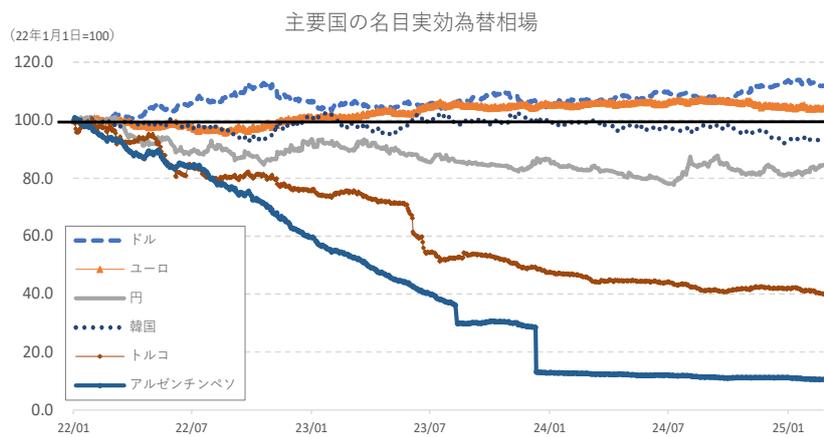
既報の通り、パンデミック以降の日本経済では不動産価格や株価が顕著に押し上げられている。

例えば日経平均株価は 2022 年 2 月 24 日から 2025 年 2 月 24 日までの 3 年間で日経平均株価は+50%近く上昇した(2 万 5970 円 82 銭→3 万 8776 円 94 銭)。教科書通り、通貨安に焚きつけられたインフレによって名目ベースの資産価格が切り上がっていると考えるのが自然だろう。図表を一瞥すれば分かる通り、「自国通貨安で高インフレに陥る国の株価指数は押し上げられる」という状況はトルコやアルゼンチンのような高インフレ・通貨安で悩む新興国に象徴的な現象である。

前頁の図表では、開戦直後となる 2022 年 3 月 1 日から日経平均株価が史上最高値(4 万 2224 円 02 銭)をつけた 2024 年 7 月 11 日までの主要株価指数の上昇率トップ 20 を抽出し、当該国通貨の対ドル変化率および当該国の消費者物価指数(CPI)の期間平均を比較している。株価指数ではトルコと日本の 2 つずつランクインしているため全部で 18 か国、通貨ではユーロ加盟国(モンテネグロは非公式導入国)が 4 か国入っているの計 15 個の通貨が対象となる。この中で G10 に属する国は日本だけだ。OECD 加盟 38 か国まで広げても、日本、デンマーク、ギリシャ、ハンガリー、スロベニアの 5 か国だけである。仮にも G7 の一角である日本は、かなり珍しい立ち位置にあると言わざるを得ない。少なくとも 2022 年 3 月以降の日経平均株価の上昇率は先進国としては極めて異例であることが分かるだろう。開戦後 3 年で日本の経済・金融情勢の局面は変わったのである。

### ～中進国ないし衰退国～

また、前頁図表に示すように、対ドルの自国通貨変化率では 15 個中 10 個の通貨が 2 桁下落率を記録している。上位 5 個の指数に関して当該国通貨(トルコリラが重複しているので通貨としては 4 つになる)の対ドル変化率を平均すると約▲49%と顕著な暴落である。上位 10 個の指数に関して当該国通貨(トルコリラが重複しているので通貨としては 9 つになる)の対ドル変化率を計算しても、平均で約▲51%とやはり大きい。片や、同じ期間の円は約▲29%とさほど遜色がない。繰り返しになるが、仮にも G7 の一角、外貨準備構成通貨としても相応の地位を誇る通貨としては異例な動きを強い



(資料) macrobond、25年2月25日時点まで。

過去 3 年間の名目実効為替相場(NEER)の推移で比較した場合(図)、円はドルやユーロには大きな差を付けられ、アジア通貨の中ではやはり弱かった韓国ウォンにも劣後する一方、トルコリラやアルゼンチンペソのような立場に至っているわけではない。

ちなみに、CPI で言えば、上位 5 個(重複するトルコ抜きなので 4 か国)の指数で約+60%、上位 10 個(重複するトルコ抜きなので 9 か国)で約+53%とやはり顕著に大きい。同じ期間の日本は約+2.7%だが、30 年近くゼロ%が状態だったことも考慮すれば大きな変化である。

以上のような数字は状況証拠でしかないが、ロシア・ウクライナ戦争開戦後の 3 年間で日本経済の悩みが通貨高から通貨安へ、そしてデフレからインフレへある程度不可逆的に変容した可能性

は高いだろう。そのような変容は現象として先進国よりも途上国というグループで起きているものに近いことは指摘できる。日本を途上国と形容するのは明らかに行き過ぎである。しかし、先進国と新興国の間の中進国、敢えて方向感を付けるのであれば「先進国から新興国」へ矢印が伸びていることを踏まえて、衰退国という形容はあり得るかもしれない。

起きている現象を直感的に表現するとすれば「先進国の立場から少しずつ下方向へシフトしつつある」というのがしっくりこないだろうか。少なくとも3年前に始まった円安相場について「米国が利上げして内外金利差が開いているから」だけで説明を試みようとするのはあまりにも事態を矮小化し過ぎている。大局観の変化を把握する姿勢を持ちたいところだ。

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](mailto: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](http://www.mizuohobank.co.jp/forex/econ_backnumber.html)

発行年月日	過去6か月のタイトル
2025年3月4日	トランプ発言を受けて～「円安はずい」の一点張り～
2025年3月3日	ロ・ウ開戦後3年間の円相場を振り返る～前編～
2025年2月28日	週末版
2025年2月27日	欧米デカップリングに対するECBの見解
2025年2月25日	ドイツ総選挙レビュー～「壁の内側」では何も変わらず～
2025年2月21日	週末版(不安漂う米国の消費者マインド～追加関税の副作用～)
2025年2月20日	トランプ就任1か月、金利・為替はどう動いたか 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2025年1月分)
2025年2月18日	円建て輸入物価で読む日銀の「次の一手」
2025年2月17日	本邦10～12月期GDPを受けて～鮮明になるインフレ税～
2025年2月14日	週末版(窮屈になりそうなECBの政策環境～追加関税とユーロ安～)
2025年2月13日	ドイツ総選挙の展望～重いメルケルの「負の遺産」～
2025年2月12日	デジタルに規定されるサービス赤字10兆円時代の足音
2025年2月10日	為替需給から整理する日米首脳会談
2025年2月7日	週末版(円高の背景整理～その持続性を疑う～)
2025年2月5日	関税相場と円相場～日米首脳会談を控えて～
2025年2月4日	「需給ギャップ」は利上げしえない理由になるか？
2025年1月31日	週末版(ECB政策理事会を終えて～極めて大きくなる欧米格差～)
2025年1月30日	FOMCを終えて～近づく「利下げの終わり」～
2025年1月28日	一抹の不安を感じる大統領と財務長官の齟齬
2025年1月27日	日銀会合を終えて～円安次第、変わらず～
2025年1月24日	週末版
2025年1月23日	ユーロ安の影響に言及したラガルドECB総裁
2025年1月22日	ワノッチは解消されたのか～日銀レビュー～
2025年1月21日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2024年12月分) 就任演説を受けて～気になる原油価格の今後～
2025年1月17日	週末版
2025年1月15日	「NISA貧乏」もインフレ税の結果
2025年1月14日	サービス収支赤字の長期試算～赤字▲10兆円の常態化か？～
2025年1月10日	週末版
2025年1月9日	円金利上昇でも円安～恐れていた事態～
2025年1月8日	早速、バリエーションを視野に捉えるユーロ/ドル相場
2025年1月7日	ブラックスワンとしての「ブラザ合意2.0」を考える
2025年1月6日	25年、円相場見直しポイント整理
2024年12月24日	家計金融資産の現在地～進んだ「貯蓄から投資」～
2024年12月20日	週末版(日銀金融政策決定会合を終えて～円相場は1月まで持つのか～)
2024年12月19日	FOMCを終えて～やはり高そうな中立金利～
2024年12月18日	ドル覇権への挑戦と第二次トランプ政権
2024年12月16日	スイスフランと円の差を考える～貿易収支の大きな違い～
2024年12月13日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2024年11月分) 週末版(ECB政策理事会を終えて～目指すは中立金利以下か？～)
2024年12月11日	本邦大手保険会社の海外企業買収報道を受けて
2024年12月10日	続・円相場の需給環境について～25年ポイント補足～
2024年12月9日	2025年見通しのポイント～金利編その②～
2024年12月6日	週末版(流動化する欧州政治とユーロ相場～内憂外患そのもの～)
2024年12月5日	2025年見通しのポイント～金利編その①～
2024年12月3日	2025年見通しのポイント～需給編その②～
2024年12月2日	2025年見通しのポイント～需給編その①～
2024年11月29日	週末版
2024年11月28日	英国ISAと新NISA、資本逃避を巡る似て非なる悩み
2024年11月27日	目標にすべきではない「実質賃金の上昇」
2024年11月25日	2年ぶりに注目されるユーロ/ドルのバリエーション
2024年11月22日	週末版(史上最大の受給資金も利下げ路線に影響なし～ユーロ圏7-9月期妥結資金を受けて～)
2024年11月21日	混迷が極まるドイツの政治・経済情勢
2024年11月19日	ECB政策理事会議事要旨を受けて～12月利下げの読み筋～
2024年11月18日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2024年10月分) 日銀にとって「渡りに船」となる好調な個人消費
2024年11月15日	週末版
2024年11月14日	「家計の円売り」は腰折れたのか？
2024年11月13日	内外物価格差で感じること～欧州を訪れて～
2024年11月12日	トランプ2.0で「仮面の黒字国」が主張すべきこと
2024年11月11日	弱まる「実需の円売り」vs. 強まる「投機の円売り」
2024年11月8日	週末版(ナローパスに嵌まるFRB～「トランプ2.0はインフレ2.0」～)
2024年11月1日	週末版
2024年10月28日	総選挙を終えて～「デフレ脱却」はもう刺さらず～
2024年10月25日	週末版(政治不安とトリプル安～政局不安で「日本売り」なのか？～)
2024年10月23日	アコード修正という物価高対策～最もイージーな一手～
2024年10月22日	投機の円ロングはあと半分～問題はその後～
2024年10月21日	衆院選を受けた金融市場の想定～メインとリスク～
2024年10月18日	週末版(ECB政策理事会を終えて～対照性強まるユーロとドル～)
2024年10月17日	インフレ率「0%超」目標をどう受け止めるか？
2024年10月16日	スルーされた台湾有事～やはりなかった「リスクオフの円買い」～
2024年10月15日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2024年9月分) 不透明過ぎる11月FOMC～1年後が気がかり～
2024年10月11日	週末版
2024年10月10日	世論が望むのは「デフレ脱却」ではなく「インフレ脱却」
2024年10月9日	失速が目立ってきたユーロ圏の経済・金融情勢
2024年10月8日	円相場の基礎的需給環境の現状と展望
2024年10月7日	円の基本シナリオに変更の必要は？～雇用統計を受けて～
2024年10月4日	週末版
2024年10月3日	日銀短観(9月調査)と日銀の「次の一手」
2024年10月2日	外貨準備構成通貨の近況について(2024年6月末時点)
2024年10月1日	「石破カラー」は当面お預け～「3年でデフレ脱却」の不安～
2024年9月30日	石破政権が市場にもたらすのは希望か、失望か
2024年9月27日	週末版(145円到達と日銀の「次の一手」～それでも「時間的な余裕はある」～)
2024年9月25日	家計資産の外貨比率は過去最高～避けたい日本版トラスショック～
2024年9月24日	改めて考える日銀10月利上げの難易度
2024年9月20日	週末版
2024年9月19日	FOMCを終えて～思い出される糊代論と今後～
2024年9月18日	自民党総裁選～各候補の立ち位置と変わらぬ前提～
2024年9月17日	円高の背景にある需給改善～金利差に限らず～
2024年9月13日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2024年8月分)