

## ストラテジーブレティン (362号)

## 生活実感から乖離した高株価は正当化できる

## ～円安によるJカーブ効果が数量景気を引き起こす～

7月31日の日銀利上げによって引き起こされた、3日間で7600円、20%の空前の株価暴落(日経平均)は、その後7日間で6500円、20%と急騰し、下落幅の85%が取り戻された。このV字回復は、株価下落がファンダメンタルズに基づいたものではなかったことを示唆している。だが人々が悲観に流されたのも無理からぬこと、と言えなくもない。これまで日本人の生活実態はほとんど改善されてこなかったからである。図表1によって実質個人消費支出を振り返ると、過去10年間では、2014年3月の消費税増税(5→8%)直前の2014年1～3月の310兆円がピークで、その後一度もそれを上回っていない。コロナパンデミック時2020年4～6期の272兆円から回復に転じ、直近の2024年4～6月は前期比年率4.0%と上昇したものの、依然として10年前のピークに比べ4%減の水準にある。この間企業利益は2.2倍、株式時価総額は3.3倍、一般会計税収は1.6倍になったのであるから、いかに個人生活が取り残されてきたかがわかる。

では株価や企業利益が全くの砂上の楼閣なのかと言うと、そうではない。8月15日に発表された4～6月期GDP統計によると、日本人が稼ぐ所得総額(名目GNI)は647兆円、前年同期の630兆円比2.7%増、前々年同期の593兆円比9.1%増と鋭角的拡大が続いている。実質GDPがここ2年間550兆円で全く成長していない中で何故名目GNIが急成長できたのか。第一に物価上昇により名目GDPが拡大した、第二に海外からの所得収支黒字が大きく増加したからである。企業利益も株価も税収も名目所得に連動するのであるから、それらが好調なのは道理に合っている。

株式会社 武者リサーチ

代表

武者 陵司

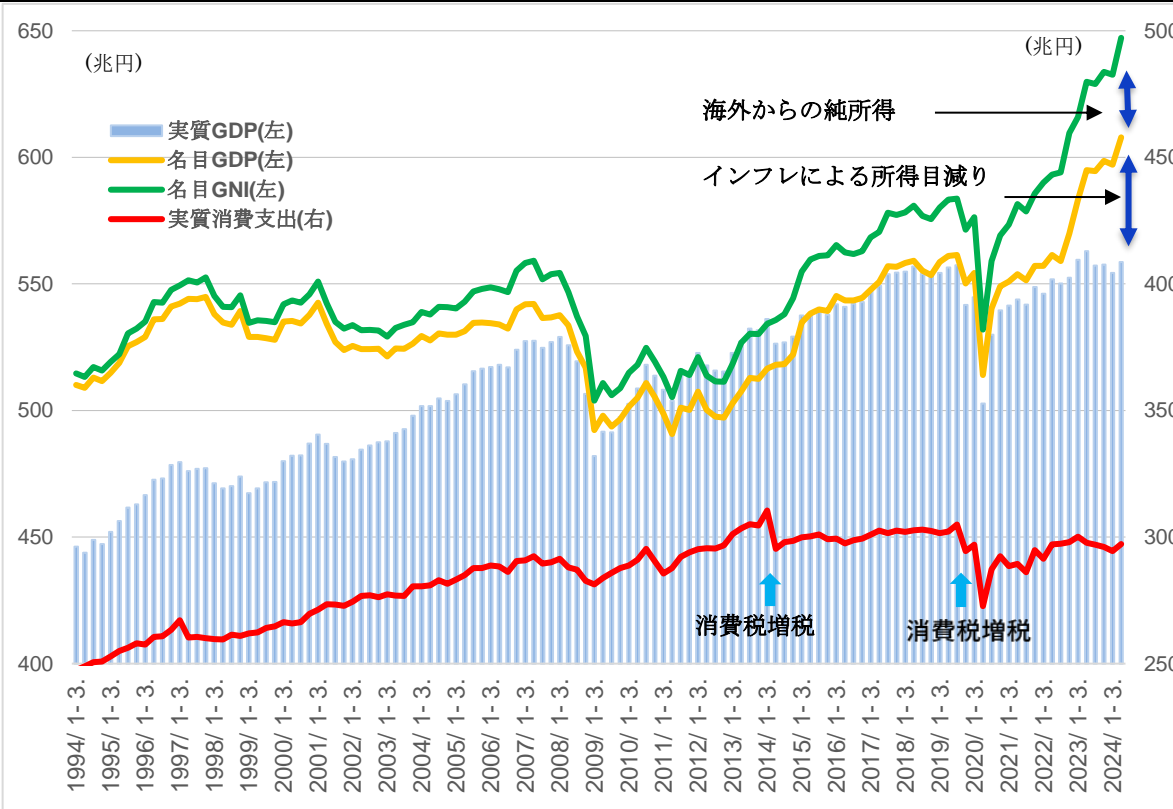
E-mail: musha@musha.co.jp

www.musha.co.jp

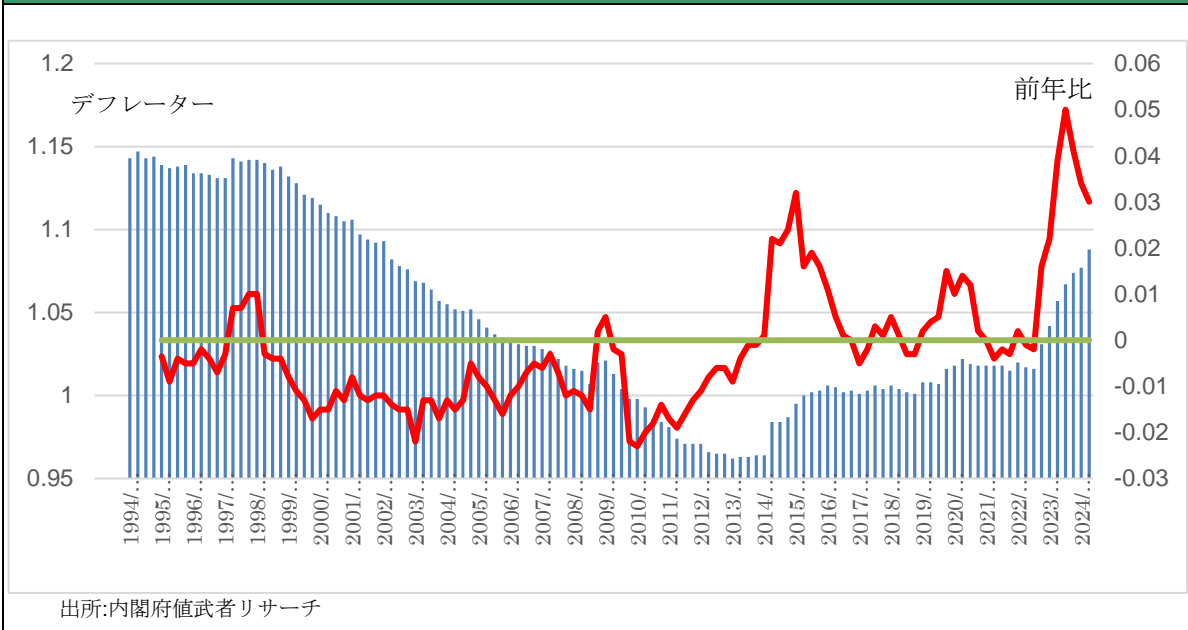
〒108-0075

東京都港区港南 2-16-7

図表1: 乖離する日本の名目総所得(GNI)・名目GDPと実質GDP・実質消費 (武者リサーチ)



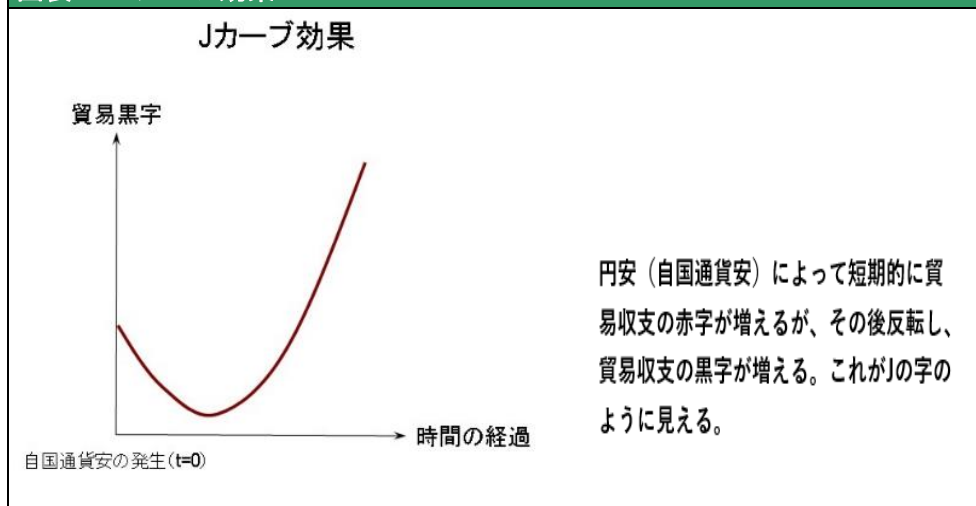
図表 2: GDP デフレーターと前年比



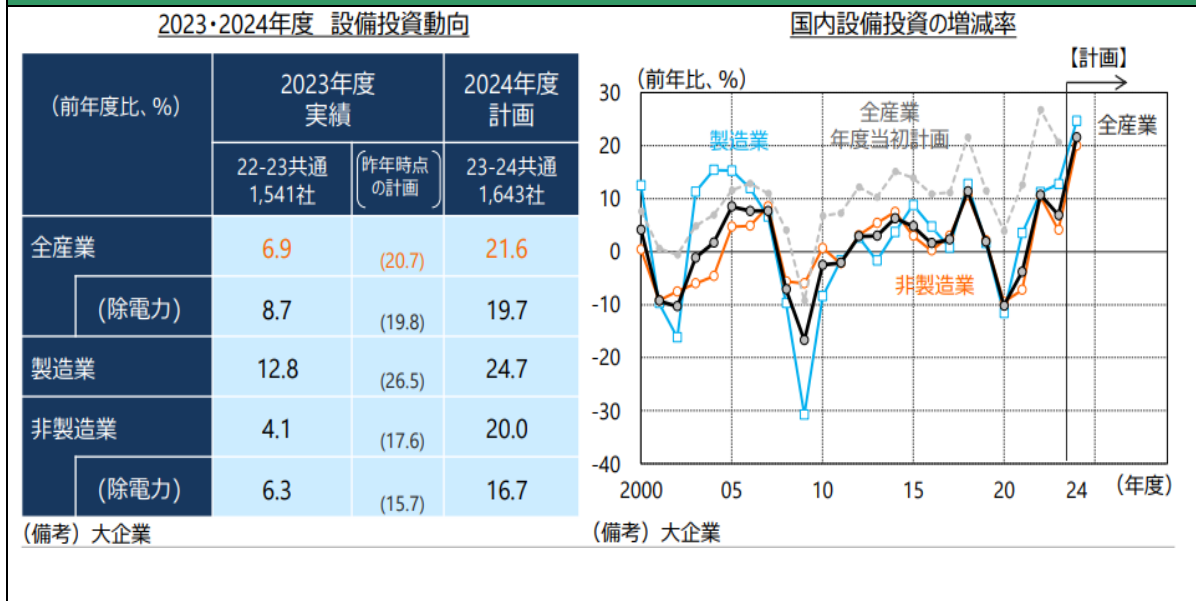
この好調な業績・株価と低調の実質消費との乖離は、今後どうなっていくのだろうか。武者リサーチは実質GDPと消費が成長率を高め、名目成長に追いついていくと予想する。

第一の理由は2024年後半以降の日本経済は数量景気が顕著となるからである。これまでの消費低迷の一因は円安によるJカーブ効果にあった。Jカーブ効果による円安初期の価格面でのマイナス場面は2024年1~3月期で終わり、すでに数量増の乗数効果が表れる時期に入っている。円安で日本の価格競争力が強まり、工場の稼働率が高まっている。また割高になった輸入品の国内生産代替が起きている。円安はまた、インバウンドを増加させ、外国人観光客が日本の津々浦々の地方内需を刺激する。安いニッポンに向かって、様々なチャンネルを通じて世界の需要が集中し、国内景気を活性化している。企業の国内における設備投資意欲は急激に高まっている。政策投資銀行による大企業の設備投資調査では2024年度は製造業で24.7%増、全産業で21.6%増と過去最高レベルの伸びとなっている。円安効果に加えて日本政府による合計4兆円に上る半導体支援が佳境に入り熊本、北海道、北上、広島などで投資ブームが起きていること、日本でも遅れていたEV投資が高まってきたことが推進力になっている。円安定着が確信できれば、企業はより国内投資に本腰を入れるだろう。

図表 3: Jカーブ効果



図表 4: 政策投資銀行 大業設備投資調査



第二に J コープ効果の初期に打撃を受けた家計の実質所得が回復し始めた。30年ぶりの5%という大幅な賃金上昇率に加えて、インフレが沈静化している。2022年以降の国際的インフレ(エネルギー価格、及びサプライチェーンの混乱による)は完全に終焉した。また急速な円安もほぼ一巡した。GDPデフレーターは2023年1~3月に前年比5%まで上昇したが、2024年4~6月は3.0%まで低下している。物価変動の影響を除いた実質の雇用者報酬は2024年4~6月期に前年同期比0.8%増と21年7~9月期以来11四半期ぶりにプラスとなった。家計消費は力強さを高めていこう。2024年4~6月期の実質GDPは年率3.1%でG7の中で最高の伸びとなったが、日本の相対的な好調さは今後も続くだろう。

図表 5: 主要経済指標、アベノミクス以降の推移

	2000	2010	アベノミクス 2012	アベノミクス 2019	2022	直近
名目 GDP	535兆	505兆	500兆(12)	558兆(19)	560兆(22)	592兆(23)
ドル円レート	107.7	87.7	84.7(12/12/25)	105.3(20/9/16)	131.5	157.8(24/6)
就業者数	6,462万	6,307万	6,280万(12年)	6,724万(19年)	6,787万人(23/12)	6766万人(24/5)
有効求人倍率	0.62	0.52	0.8	1.6(19)	1.28(22)	1.31(23)
最低賃金	659円	730円	749円	901円(19)	961円(23)	1004円(24)
女性就業率	56.7	60.1	60.7	70.9(19)	72.4(22)	
車証株式時価総額	361兆	310兆	301兆(12)	673兆(19)	705兆(22)	1004兆(24/6/28)
企業経常利益	35.9兆	43.7兆	48.5兆(12年度)	71.5兆(19年度)	95.2兆(22年度)	108.1兆(23年度)
公的年金累積運用益	-1.7兆円	11.4兆	25.2兆(12年度)	57.3兆(19年度)	108.4兆(22年度)	153.8兆(23年度)
一般会計税収	50.7兆	41.5兆	43.9兆(12年度)	58.4兆(19年度)	71.13兆(22年度)	72.1兆(23年度)
外国人観光客	476万	861万	835万(12年)	3,188(19年)	2507万(23)	3600万(24e)

出所: 各政府機関発表より武者リサーチまとり

著作権表示©2023 株式会社武者リサーチ  
本書で言及されている意見、推定、見直しは、本書の日付時点における武者リサーチの判断に基づいたものです。本書中の情報は、武者リサーチにおいて信頼できると考える情報源に基づいて作成していますが、武者リサーチは本書中の情報・意見等の公正性、正確性、妥当性、完全性等を明示的にも、黙示的にも一切保証するものではありません。かかる情報・意見等に依拠したことにより生じる一切の損害について、武者リサーチは一切責任を負いません。本書中の分析・意見等は、その前提が変更された場合には、変更が必要となる性質を含んでいます。本書中の分析・意見等は、金融商品、クレジット、通貨レート、金利レート、その他市場・経済の動向について、表明・保証するものではありません。また、過去の業績が必ずしも将来の結果を示唆するものではありません。本書中の情報・意見等が、今後修正・変更されたとしても、武者リサーチは当該情報・意見等を改定する義務や、これを通知する義務を負うものではありません。貴社が本書中に記載された投資、財務、法律、税務、会計上の問題・リスク等を検討するに当たっては、貴社において取引の内容を確実に理解するための措置を講じ、別途貴社自身の専門家・アドバイザー等にご相談されることを強くお勧めいたします。本書は、武者リサーチからの金融商品・証券等の引受又は購入の申込又は勧誘を構成するものではなく、公式又は非公式な取引条件の確認を行うものではありません。本書および本書中の情報は秘密であり、武者リサーチの文書による事前の同意がない限り、その全部又は一部をコピーすることや、配布することはできません。