

# 低迷続く日本経済と 史上最高値更新の株価

日経平均株価は34年以上前のバブル期に付けた史上最高値を更新する一方、日本経済はマイナス成長基調に陥っており、経済や生活実感と株価の間にギャップが広がっている。「物価高」、「円安」、「金融緩和」の間での循環が株価上昇を支えている面があるが、その持続性には不確実性もあるのではないか。

## 景気低迷下での株高進行

2月22日に日経平均株価指数は、34年以上前の1989年12月29日に付けた史上最高値を更新した。しかし、バブル期の株価水準を超えたと言っても、生活実感が伴わない株高と捉える人が多いのではないか。実際、足もとの経済状況は低迷している。2023年10-12月期の実質GDPは前期比年率-0.4%と、2四半期連続でマイナス成長となった。実質個人消費は前期比-0.2%、実質設備投資は同-0.1%と、ともに三四半期連続のマイナスである。2024年に入っても、マイナス成長が続いている可能性が考えられる。

さらに、2023年の日本の名目GDPはドル換算でドイツに抜かれ、世界4位に転落してしまった。国際通貨基金（IMF）は2026年にインドの名目GDPが日本を上回ると予想しており、日本の名目GDPは近い将来、世界第5位にまで転落する可能性が高まっている。

こうした日本が置かれた経済状況とバブル期の史上最高値を更新した株価の動きの間には、大きなギャップがあり、まさに「実感なき株高」の様相である。

足もとの株価上昇は、日本経済や企業の成長力向上、国際競争力向上、生活水準の向上につながる労働生産性上昇といった、いわゆる「実質値」の改善を背景にしているようにはあまり見えない。むしろ株高を支えているのは物価高という「名目値」によるものであり、この点から水膨れの株高とも表現できるのではないか。

加えて、物価高下においても続く異例の金融緩和策も、実質金利（名目金利-期待インフレ率）の低下と円安の双方を通じて株高を強く後押ししている。株高現象

は、名目値の水膨れと金融緩和の結果ではないか。

## 実質賃金の低下と企業収益の拡大

さらに足もとの急速な株高は、「物価高」、「金融緩和」、「円安」の3つの要因の間での循環、相乗効果によって生じている面がある、と整理できるのではないか。

現在、物価高騰が続いているが、他方で、賃金上昇率は物価上昇率に追いついていない。厚生労働省が発表している2023年12月の実質賃金は、前年同月比-2.1%と大幅に下落しており、仮に今年の春闘で賃金上昇率が予想以上に上振れても、年内に実質賃金上昇率がプラスに転じる可能性は低い。

実質賃金が低下することは、個人の生活水準が悪化することを意味する。しかし、この実質賃金の低下によって所得の分配は企業側に偏り、企業の収益は逆に拡大するのである。その結果株価は上昇し、個人の生活実感との間でギャップが広がることになる。これが現在の株高の第1の構図だ。

他方、物価高騰が続く下でも、日本銀行は異例の金融緩和姿勢を維持してきた。日本銀行が、中長期のインフレ期待（予想物価上昇率）を安定させるという中央銀行の本来の役割を十分に果たさない中、企業・家計や金融市場の中長期のインフレ期待は上振れている。その結果、実質金利（名目金利-インフレ期待）は顕著に低下し、金融緩和の効果が事実上強化されている状況だ。

実質金利の低下は、通常では景気を刺激すると考えられるが、その影響は実際には明確に見られていない。その一方で、資産価格の押し上げには効果を発揮しているように見える。これが株高の第2の構図である。

さらに実質金利の低下は、円安の流れも強く後押ししている。円安は輸出企業の収益を拡大させることで株価全体を押し上げる。また、円安が進めば海外投資家にとって日本株が割安となり、それが日本株への投資を促すことで株高要因となる。これが株高の第3の構図だ。

物価高騰は金融緩和の効果を高め、それは円安を促す。そして円安は物価高をもたらす。こうして「物価高」、「金融緩和」、「円安」の3つの要因が相乗的に進むなか、それぞれが株価を大きく押し上げている。

## 日本銀行のマイナス金利政策解除は円高要因に

しかし、株高を支えるこれら3つの要因は、必ずしも持続的なものとは言えないだろう。コアCPI（生鮮食品を除く消費者物価指数）の上昇率は、過去1年間、明確な低下傾向を辿っており、今年の後半には前年比で+1%台が定着していくことが予想される。それは企業の収益拡大の期待を弱めていく一方、実質金利を上昇させる。それらは、円安の修正を伴う形で株式市場の逆風となるだろう。

さらに日本銀行は、早ければ3月にもマイナス金利政策の解除に踏み切ることが考えられる。それもやはり、実質金利を上昇させ、円安・株高の流れに水を差すだろう。日本銀行は、マイナス金利政策解除後も、政策金利は当面ゼロ近傍の低水準が続く、との見通しを示している。しかし、2%の物価目標の達成を宣言した上でマイナス金利政策の解除に踏み切るのであれば、政策金利を当面ゼロ近傍の低水準に据え置くことは、本来はおかしいこととも言える。それは、目標達成後も-2%程度の極めて低い実質金利で「超緩和」政策を続けることに

なってしまうからだ。

そうした日本銀行の説明の矛盾について、金融市場の一部で、マイナス金利政策解除後に、日本銀行は実際には比較的迅速に政策金利を引き上げていく、との観測が浮上すれば、それは長期金利の上昇や急速な円の巻き戻しを生じさせ、株式市場に逆風となるだろう。

## 株価と実体経済とのギャップを埋める努力を

「物価高」、「金融緩和」、「円安」の間の循環は、今までは株価を強力に押し上げてきたが、それがひとたび逆回転を始めれば、株価の強い逆風に転じる。足もとの株高と実体経済との間にはギャップがある。そこで、実体経済を改善させることを通じて両者のギャップを埋めるよう努めるべきではないか。企業が引き続き資本効率、収益性の向上に努めることが必要なのは当然だが、働き手も、リスクリング（学び直し）などを通じて技能を磨き、労働生産性向上に努めることが必要だ。さらに政府には、労働市場改革、少子化対策、外国人労働力の活用、インバウンド需要の拡大、大都市一極集中の是正などの成長戦略を推進することで、労働生産性上昇率や潜在成長率を高める努力が求められる。足もとの株価上昇に浮かれることなく、今こそ企業、個人、政府が足並みを揃えてこうした地道な努力を進めるべきだろう。

（※本稿は、3月の金融政策決定会合前に執筆）

## Writer's Profile



木内 登英 Takahide Kiuchi

金融ITイノベーション事業本部  
エグゼクティブ・エコノミスト  
専門はマクロ経済、金融政策  
focus@nri.co.jp