

2. トピックス

GDP 規模上位 30 か国の株価比較

日本の株価は世界各国の株価に比べると、驚くほど低い水準にある。先進国との比較ではそれほど大きな差はないが、先進国を除く国々との比較では極めて低い水準にある。理由は名目 GDP に代表される経済成長率が低いことにある。

以下では、名目 GDP 規模 30 か国について、①株価と GDP の関係、②株価と石油価格の関係に分けて分析してみた。

(1) はじめに

日本の株価は 2012 年後半以降に大幅上昇したが、世界全体の株価の中でみると上昇の度合いは小さい。ちなみに、図 1 は GDP 規模で見た上位 30 か国の株価を先進国（13 か国）、石油純輸出国（2015 年時点において石油輸出額が輸入額を上回る 7 か国）、中国、インド、ブラジル、インドネシアなどのその他国（9 か国）の平均株価を日本の株価と比較したものである。

日本の株価は 2000 年～04 年=100 とする指数で、2016 年 1～9 月平均（以下同じ）は 116.5 であるが、先進国は 147.5 と日本より +26.6% 高い。石油純輸出国は 455.3 と日本より +290.8%、その他国は 600.9 と日本より +415.8% も高い。

なぜ、諸外国の株価が日本に比べて高いかということ、最大の理由は経済成長率の違いにあり、それは名目 GDP の差にあらわれている。

図1 株価指数(GDP規模の上位30か国)

(2000年～04年=100)

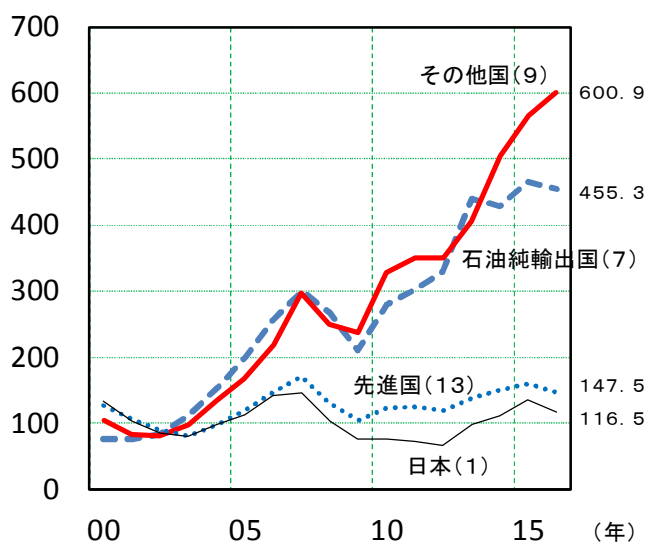
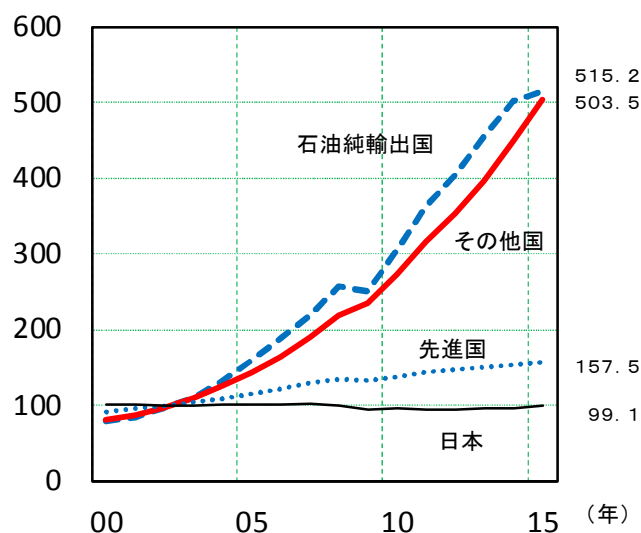


図2 名目GDP(現地通貨建、上位30か国)

(2000年～2004年=100)



(注1) 石油純輸出国は、2015年において石油の輸出額が輸入額を上回っているロシア、ナイジェリア、サウジアラビア、ノルウェー、メキシコ、カナダ、イランの7か国。石油収支のGDP比の大きい順

(注2) 先進国は、アメリカ、ドイツ、イギリス、フランス、イタリア、韓国、オーストラリア、スペイン、オランダ、スイス、スウェーデン、ベルギー、オーストリアの13か国。GDPの大きい順。

(注3) その他国は、中国、インド、ブラジル、インドネシア、トルコ、アルゼンチン、台湾、ポーランド、タイの9か国。GDPの大きい順。

(出所)IMF、OECD、各国証券取引所

(出所)IMF

図2は、同じ4つのグループについて名目GDPの平均値を比較したものである。日本の名目GDPは2000年～04年=100とする指数で2015年は99.1とほとんど横這いであるが、先進国の平均指数は157.5、石油純輸出国の平均指数は515.2、その他国は503.5と、それぞれ日本を+58.9%、+419.9%、+408.1%も上回っている。

一般に株価は個々の企業の収益が増加すれば上昇し、減少すれば低下する。一国経済においては、企業収益は名目GDPと大体同じように変化してきたため、株価と名目GDPはほぼ比例的な関係にあるわけである。

それにしても、その他国や石油純輸出国の株価の上昇率と名目GDPの増加率の大きさには目を見張るものがある。その他国の株価は2000年から2016年までの17年間で年率(単純平均)+29.5%も上昇し、名目GDPも+24.4%増加した。同じ期間の日本の株価の上昇率は+2.4%、名目GDP成長率は▲0.1%であるから、その差はあまりにも大きい。

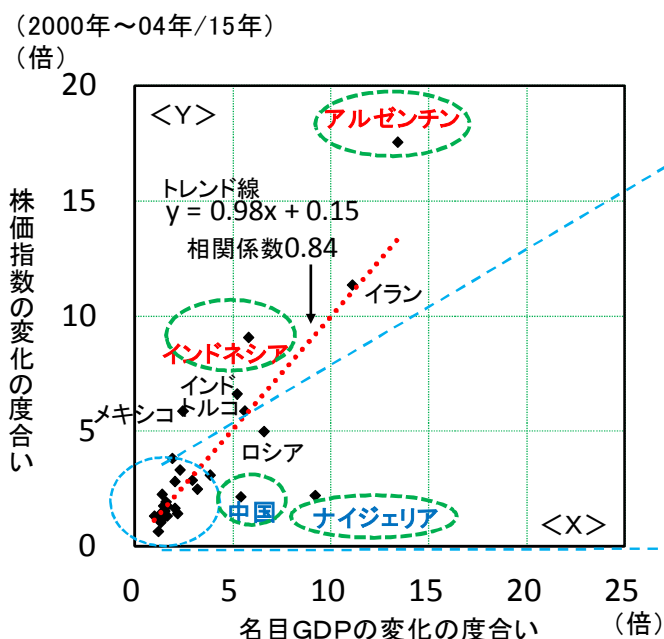
以下では、これら30か国の株価と名目GDPの関係等について考えてみた。

(2) 株価と名目GDPの関係

このように、いくつかの国をまとめてみると、株価と名目GDPの間には比例的な関係が認められるが、国により緊密度には濃淡がある。

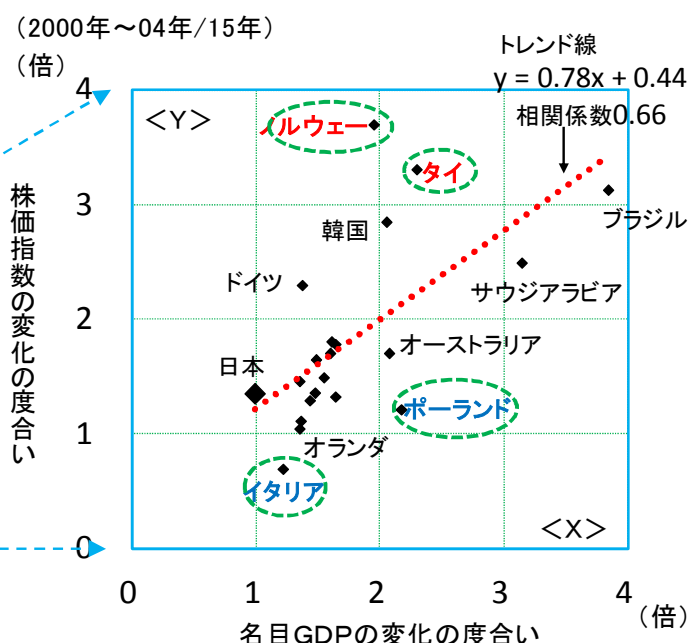
図3は、株価の2000年から15年までの16年間の変化の度合い(倍数)を縦軸に、名目GDPの同じ期間における変化の度合い(倍数)を横軸とし、その分布を30か国についてみたものである。達観すれば、名目GDPの増加の度合いが大きい国ほど株価の上昇幅が大きいという比例的な関係はあるが、株価がより大幅に上昇している国(たとえばアルゼンチン、インドネシアなど)がある一方、株価の上昇幅が相対的に小さい国(たとえばナイジェリア、中国など)もある。

図3 株価指数と名目GDPの分布



(出所)IMF、OECD、各国証券取引所

図4 図3の左下隅の21か国の拡大図



(出所)IMF、OECD、各国証券取引所

また、**図4**は、**図3**の左下隅に集中している21か国について、同じように縦軸を株価の変化の度合い、横軸を名目GDPの変化の度合いとして拡大したものである。平均的には右肩上がりの分布になっているが、名目GDPの変化幅に比べると、株価の上昇幅が大きい国（たとえばノルウェー、タイなど）がある一方、株価の上昇幅が比較的小さい国（たとえばイタリア、ポーランドなど）がある。

この間、日本は大体トレンド線上にある。このことは日本の株価は名目GDPとの関係では概ね平均的な関係の中にあることを示している。

以下では、株価の上昇幅が名目GDPとの関係で大き目の、①アルゼンチン、②インドネシア、③ノルウェー、④タイと、逆に名目GDPとの関係では小さ目の、⑤ナイジェリア、⑥中国、⑦イタリア、⑧ポーランドの8か国について個別に株価と名目GDPの関係を調べてみた。

（株価の上昇が大き目の4か国）

①アルゼンチン

図5は、アルゼンチンの株価と名目GDPの関係を図示したものである。名目GDPの増加とともに株価が上昇している姿が見取れるが、このところの株価の上昇幅は大きく、それが株価の上昇幅を相対的に大きくしている。同国は2002年の通貨危機によって経済は破綻したが、変動相場制に移行してからは通貨安が輸出の増加につながり、再建を果たしている。2015年以降の株価の上昇は、ペソの対ドル相場が下落している（14年8.47ペソ/ドル→15年12.93ペソ/ドル→16年15.31ペソ/ドル）ことに加え、17年には実質GDPの前年比伸び率がプラスに転じる見通しにあること（16年▲1.8%→17年+2.7%、IMF経済見通し<2016年10月>）などが好感されているものと思われる。

②インドネシア

図6は、インドネシアの株価と名目GDPを図示したものである。名目GDPは過去16年間に5.8倍になったが、株価は9.9倍になった。インドネシアはASEAN（東南アジア諸国連合）の盟主の立場にあり、2015年の名目GDPは世界第16位、人口は中国、インド、アメリカに次いで4番目に多い国である。インドネシアは東南アジアの中でも有数の高い成長を続けており、輸入超過から2012年を境に通貨ルピアは毎年低

図5 アルゼンチンの株価指数と名目GDP

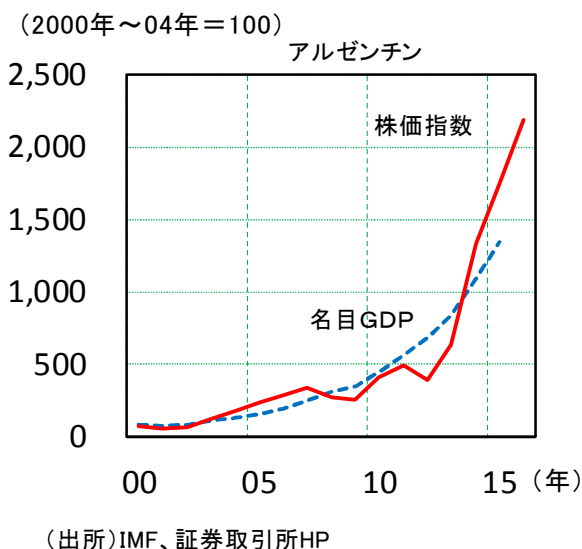
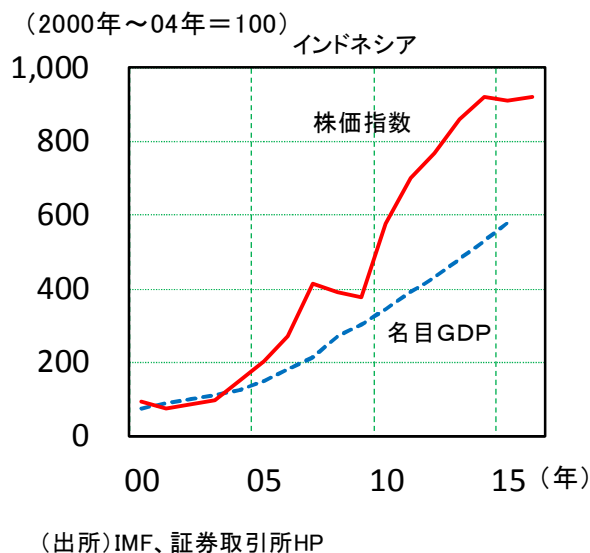


図6 インドネシアの株価指数と名目GDP



下を続けてきた（12年9,793ルピア／ドル→15年13,788ルピア／ドル）。こうした事情が株価を名目GDP以上に押し上げてきたものと考えられる。

③ノルウェー

図7は、ノルウェーの株価と名目GDPである。名目GDPは過去16年間に2.0倍になったのに対し、株価は3.7倍になった。ノルウェーの名目GDPは世界で28番目に大きい、1人当たりでは3位と、高度に社会福祉が発展した国として知られている。北海油田から産出される石油、天然ガスが同国経済を潤してきたが、2014年以降の石油価格の大幅低下によりダメージを受けている。もっとも、石油輸出の減少に伴って通貨ノルウェークローネが2割以上も下落したため、水産会社や製造業などの伝統的な産業に利益が生じており、2017年にかけて経済が上向くものとみられている（16年+0.8%→17年+1.2%、IMF経済見通し<2016年10月>）。

④タイ

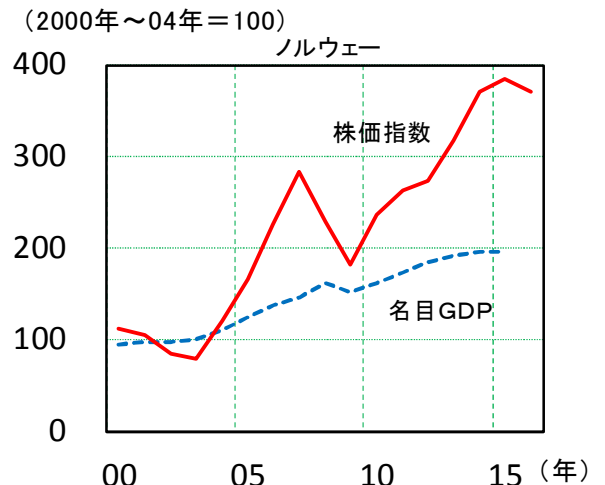
図8は、タイの株価と名目GDPである。名目GDPは過去16年間に2.3倍になったのに対し、株価は3.3倍になった。タイの名目GDPは世界で27位である。2010年頃までは株価は名目GDPと大体同じ動きをしてきたが、12年頃から大幅に上昇している。これには、中国の人件費増加等を嫌気した日本やアメリカ、ドイツなどの外資系企業が、タイに工場を移転させる動きを強め、タイ政府もこれに積極的に協力してきたことが影響しているとみられる。

（株価の上昇が小さ目の4か国）

⑤ナイジェリア

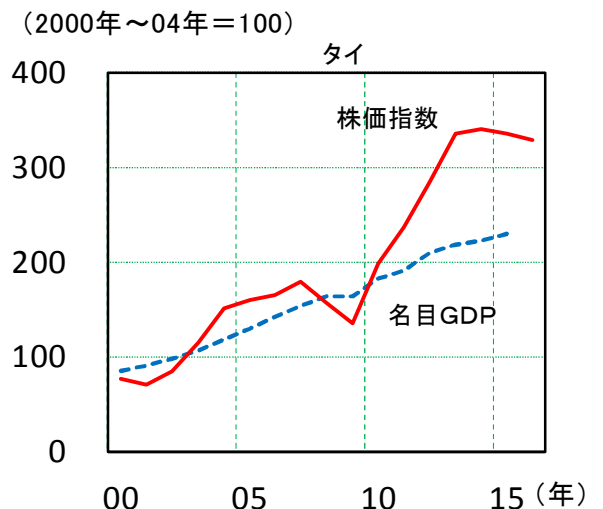
図9は、ナイジェリアの株価と名目GDPを図示したものである。名目GDPは過去16年間に9.2倍になったが、株価は1.9倍とあまり上昇しておらず、しかも2010年以降を均してみれば

図7 ノルウェーの株価指数と名目GDP



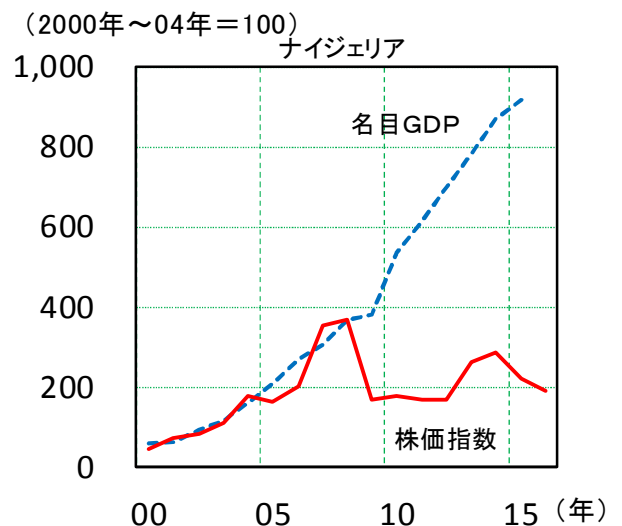
(出所)IMF、証券取引所HP

図8 タイの株価指数と名目GDP



(出所)IMF、証券取引所HP

図9 ナイジェリアの株価指数と名目GDP



(出所)IMF、証券取引所HP

ほとんど横這いである。ナイジェリアは、アフリカ第1の産油国で天然ガスの推定埋蔵量も世界9位である。経済は南部海岸地帯を中心に急成長を遂げている。しかし、内陸部、特に北東部の国境付近では2014年にイスラム過激派ボコ・ハラムが多数の女子生徒を拉致誘拐する事件が発生、未だに女子生徒たちは解放されていないなど、治安の悪さが懸念されている。石油価格の低下も株価の下押し要因となっている。

⑥中国

図10は、中国の株価と名目GDPである。名目GDPは過去16年間に5.4倍になったが、株価は2.2倍に止まっている。中国は高い経済成長を続けてきたが、株式市場に対しては強い規制を敷いてきた。このため、株式投資を行う主体は投機的な利益を目的とする個人投資家に偏り、自由で公正な市場が形成されていない。こうした事情が名目GDPの大幅増加と株価の低迷という形であらわれていることになる。

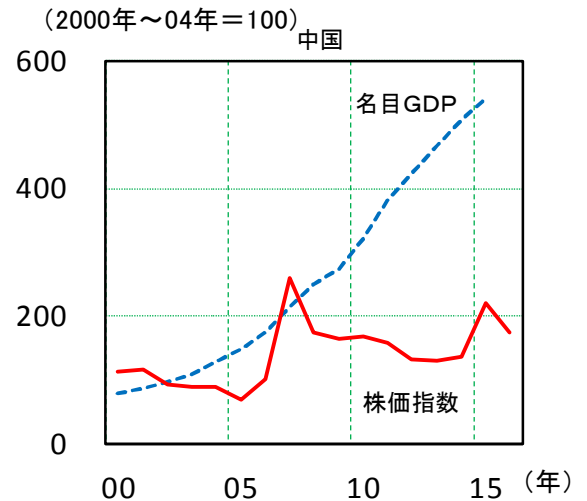
⑦イタリア

図11は、イタリアの株価と名目GDPを図示したものである。名目GDPは2008年までは年率+2.7%で成長していたが、2011年以降は年率▲0.0%とほとんど横這いの状態にある。イタリア経済が伸び悩んでいるのは、経営効率が低い中小企業の割合が大きいという、賃金上昇率が高いため、輸出競争力が見劣りしていることにある。加えて、リーマンショック以前に積み上げてきた不良債権の処理が遅れていて、金融システムに対する不安が強い。ここ数年の株価指数の低迷はこのような要因が背景にあるとみられている。

⑧ポーランド

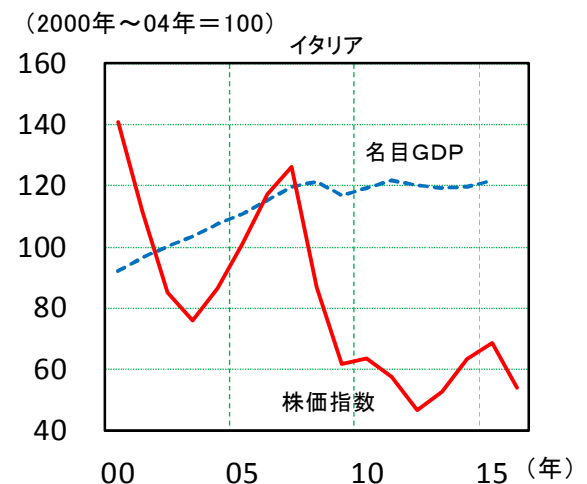
図12は、ポーランドの株価と名目GDPである。名目GDPは過去16年間に2.2倍になったが、最近の株価は2000年頃とほとんど同じ水準に止まっている。ポーランド経済は隣国のドイツ

図10 中国の株価指数と名目GDP



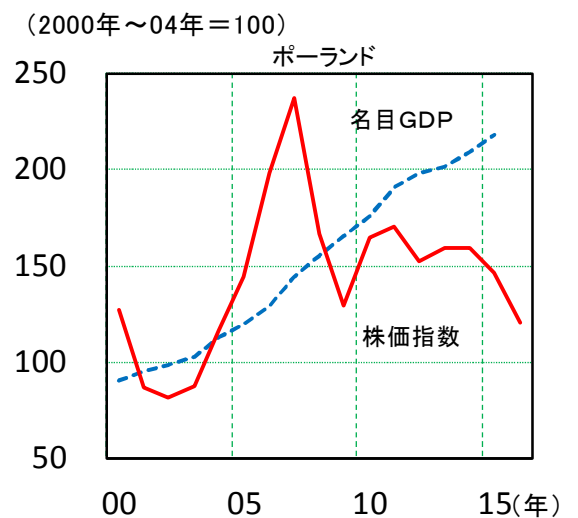
(出所)IMF、証券取引所HP

図11 イタリアの株価指数と名目GDP



(出所)IMF、証券取引所HP

図12 ポーランドの株価指数と名目GDP



(出所)IMF、証券取引所HP

ツ経済に依存するところが大きく、名目 GDP はこれまで概ね順調に増加を続けてきた。しかし、リーマンショック前の株価の大幅な上昇の反動で、株価はその後長期にわたり低迷を余儀なくされてきた。2014 年にウクライナ情勢が悪化してからは、同国にも隣接するポーランドに対する不透明感が強まり、株価は再び値を下げている。

(3) 株価と石油価格の関係

このように一般的には株価と名目 GDP は比例的な関係にあるが、先行きの株価を考えるに当っては、石油価格との関係も重要である。なぜなら、石油価格が大幅に変化してきたなかで、石油純輸出国の株価がその影響を大きく受けて変化してきたからである。

以下では、名目 GDP 世界上位 30 か国を石油輸出ウェイトの高い国（2015 年の石油純輸出額が名目 GDP の 1%以上の 7 か国）、石油輸入ウェイトの高い国（2015 年の石油純輸入額が名目 GDP の 1%以上の 10 か国）、石油依存度の低い国（2015 年の石油収支が名目 GDP の±1%以内の 13 か国）の 3 つに分けて考えてみた。

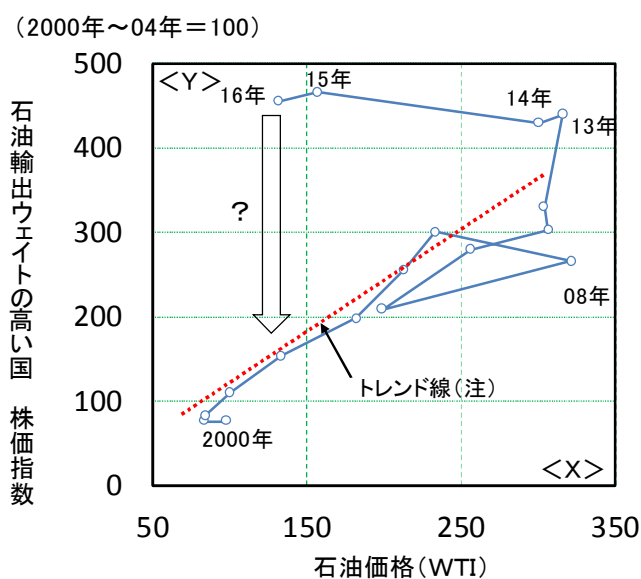
① 石油輸出ウェイトの高い国

（ロシア、ナイジェリア、サウジアラビア、ノルウェー、メキシコ、カナダ、イランの 7 か国 <比率の大きい順>）

図 13 は、石油輸出ウェイトの高い 7 か国について、縦軸を株価（単純平均）、横軸を石油価格（米ドル建て）とし、2000 年以降の分布の軌跡を図示したものである。石油価格は 2001 年を底に 08 年まで上昇を続けたあと、09 年に大幅に下落したが、その後は再び上昇、14 年 6 月にピーク（1 バレル 105 ドル）をつけた。しかし、2014 年後半から大幅に下落し今日に至っている（16 年 11 月 45 ドル / バレル）。

この間、石油輸出ウェイトの高い国の株価は、石油価格が上昇すると値上がりし、石油価格が低下すると値下がりする関係にあったが、2015 年と 16 年の株価はそこから大きく乖離し、ほとんど下落していない。2015 年から 16 年にかけての株価の下落率は▲2.3%と、過去の石油価格と株価の関係から計算される 2016 年の株価水準（140.9）に比べると 3.2 倍も高い。このことは、今後、金融緩和の方向に変化が生じた場合、株価が現在の値の 3 分の 1 近くまで下落しても不思議はないことを示唆している。

図 13 石油輸出ウェイトの高い国の株価指数と石油価格



(注) 図中のトレンド線は、 $Y=1.21 X - 18.32$
 計測期間 2000年～14年、相関係数 0.92（強い相関）。
 なお、計測期間 2000年～16年のトレンド線は、
 $Y=0.93 X + 74.30$ 、相関係数 0.60。
 (出所) US.E.I.A、IMF、各国証券取引所

それにしても、なぜ株価が高止まりしているのでしょうか。

2つの理由が考えられる。一つは、現在の石油価格の下落を一時的なものと市場が考えているのではないか、ということである。しかし、2014年後半からの石油価格の大幅下落の主因は米国のシェールオイル供給量の増大にあり、現在では合理化努力もあって1バレル当たり40ドル台でも採算が取れるようになった油井もあるといわれている。そうであるなら、少なくとも今後2~3年は石油価格がかつての水準に戻ることは考えられず、株価がもっと下落しても不思議はないことになる。

もう一つ考えられる理由は、石油輸出ウエイトの高い国においては、これまで割高な石油価格が続いたため、その「余熱」もあって国内経済はそれほど疲弊していないのではないか、ということである。IMFの経済見通しによると、2016年から21年までの6年間の名目GDP成長率（年平均）は、ロシアが+6.7%、ナイジェリアが+25.5%、サウジアラビアが+6.8%、ノルウェーが+5.1%、メキシコが+6.9%、カナダが+4.6%、イランが+12.8%と高く、7か国平均では+10.0%である。この数字は名目GDP規模上位30か国の平均（+7.3%）に比べても高い。世界的に金融緩和の状況にあるため、余剰資金がこれらの石油輸出ウエイトの高い国々にも集まっている可能性がある。とはいえ、石油価格は現在明らかに低い水準にあるわけで、それとの関係では株価が下がっても不思議はない。石油輸出ウエイトが高い国の株価はそのような意味での「下方リスクを内包している」ことになる。

② 石油輸入ウエイトの高い国

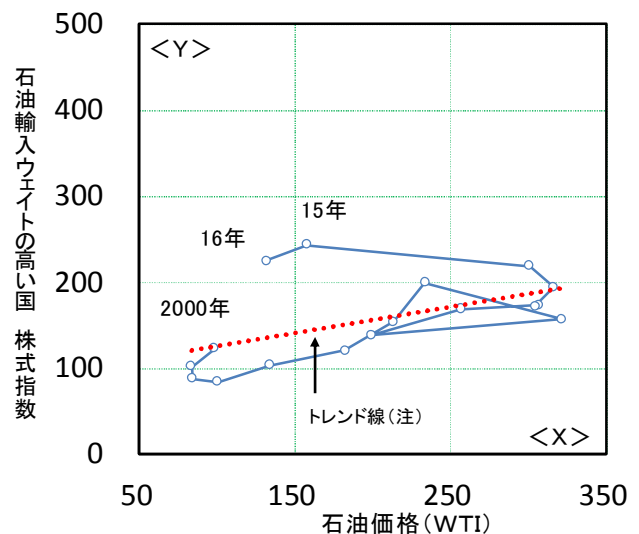
（インド、タイ、スペイン、韓国、オランダ、日本、ベルギー、ドイツ、中国、スウェーデンの10か国 <比率の大きい順>）

図14は、石油輸入ウエイトの高い10か国について、縦軸を株価（単純平均）、横軸を石油価格（米ドル建て）とし、2000年以降の分布の軌跡を図示したものである。

石油価格が上昇すれば、石油輸入ウエイトの高い国の輸入コストが上昇して経済が苦しくなるわけであるから、株価に対しては下落要因として働くはずである。それにも拘わらず、株価と石油価格のトレンド線が緩やかとはいえ右肩上がりになっているのはなぜだろうか。

考えられるのは、世界経済が活発になると、それは株価の上昇要因になるとともに、石油価格に対しても需給面から押し上げ要因になる、という関係

図14 石油輸入ウエイトの高い国の株価と石油価格
(2000年~04年=100)



(注)トレンド線: $Y=0.30X+96.69$
計測期間 2000年~16年 相関係数 0.68
(出所)US.E.I.A、IMF、各国証券取引所

である。石油価格が上昇すれば産油国の経済は潤い、大量消費国の経済は逆に悪化する、というのが一般的な考え方であるが、大量消費国の経済は少なくとも株価の面ではあまり影響を受けてこなかったことになる。

ただし、図15にあるように、日本について縦軸を株価（単純平均）、横軸を石油価格（米ドル建て）とする分布の軌跡を描いてみると、相関はない。石油価格が上昇しているときに株価が上昇している時期もあれば（2003年～07年）、石油価格が下落しているときに株価が上昇している時期もある（2013年～15年）。

③ 石油依存度の低い国

（アメリカ、イギリス、フランス、イタリア、ブラジル、オーストラリア、インドネシア、トルコ、スイス、アルゼンチン、台湾、ポーランド、オーストリアの13か国〈名目GDPの大きい順〉）

図16は、①と②を除く石油依存度の低い13か国について、縦軸を株価（単純平均）、横軸を石油価格（米ドル建て）とし、両者の分布の軌跡をみたものである。

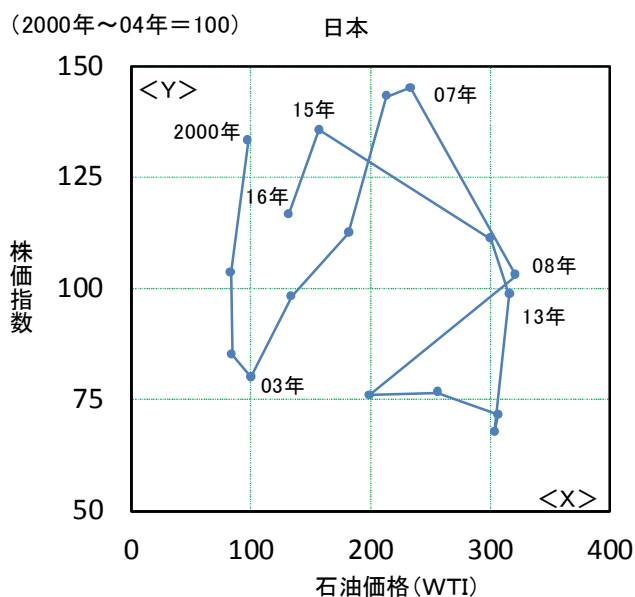
緩やかな右肩上がりのトレンド線になっているが、両者の相関は弱い。基本的には②と同様で、株価は世界経済の変動によって大きな影響を受けるが、石油価格の変動からの影響はそれほど大きなものではないことになる。

（5）おわりに

以上、株価を名目GDPと石油価格の動きと比較してきた。これらの関係を改めて整理すると以下の3点になる。

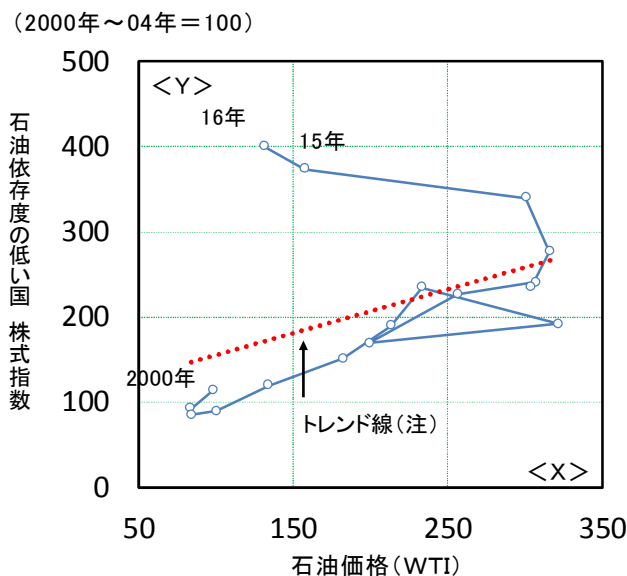
第1点は、日本の株価は先進国の平均値に比べて上昇の度合いが小さいだけでなく、日本よりも経済規模が小さい国々と比較しても上昇の度合いは非常に小さい、ということである。

図15 日本の株価と石油価格



(注)トレンド線: $Y = -0.06X + 115.09$
計測期間 2000年～16年 相関係数 0.20 (無相関)
(出所)US.E.I.A、IMF、日本取引所

図16 石油依存度の低い国の株価と石油価格



(注)トレンド線: $Y = 0.51X + 104.66$
計測期間 2000年～16年 相関係数 0.46 (弱い相関)
(出所)US.E.I.A、IMF、各国証券取引所

第2点は、このような日本の株価の低迷の原因としては、名目 GDP に代表される経済成長率の低さが挙げられる、ということである。株価は名目 GDP の伸び率だけに依存するわけではないが、名目 GDP を押し上げる努力をしない限り、日本の株価を押し上げることは出来ないことになる。

第3点は、株価と石油価格との関係は、その国が石油の大幅な輸出国であるか、大幅な輸入国であるか、などによって大きく異なる、ということである。

一般的には、石油価格が上昇すれば石油輸出ウェイトの高い国の株価は上昇し、石油輸入ウェイトの高い国の株価は下落するはずである。しかし、現実には、石油輸出ウェイトの高い国の株価が上昇するだけでなく、石油輸入ウェイトの高い国の株価も上昇する。理由は、石油価格が上昇する時には、世界経済全体が需要超過から景気が良くなっているためと考えられる。

(2016年11月15日 京都総合経済研究所 小堀 潔)