

世界時価総額比、日本復調と中国減衰の余地

日本デフレや BRICs ブーム「以前」への形勢修正焦点

(株) ジャパンエコノミックパルス

Japan Economic Pulse Co., Ltd.

info@j-pulse.co.jp

2024/1/24 (水)

日本株上昇と中国株下落が目立つなか、世界株の時価総額合計比では日本株の修復と中国株の減衰に余地が残されている。ブルームバーグ算出による世界株時価総額（ドルベース）では世界合計比で日本株は現状 5.7%と、円安による目減りはあっても2010-20 年にかけての 6.5-8%や、直近最高 2004-06 年時の 12%を下回ったままだ。一方で中国株は比率低下でも下振れ余地があり、日本でデフレが本格化した 1999 年以前や、中国株が急成長した 2003-05 年の BRICs ブーム始動といった以前への形勢修正が焦点になる。

日本株の対世界時価総額比、下振れに修正余地

「中国人民銀行（中央銀行）は 22 日、5 カ月連続で追加利下げを見送り。景気悪化やデフレ圧力、不動産と株価の下落といった逆風下でも、人民元の下落による資本流出リスクや、銀行の利ざや縮小と体力低下、それに伴う不良債権問題の深刻化リスクなどに配慮のジレンマ」、「中国の李強首相は 16 日、大規模な景気刺激策を用いるつもりはないと示唆。短期的な成長は迫及せず、中長期スパンで高成長から成熟化経済への移行を目指す姿勢をアピール」――。

1 月中旬以降の中国では、このように金融・財政政策での失望が相次いでいる。結果として中国株のほか、中国株の海外向け窓口でもある香港株は大幅な下落となっている。米欧の投資家のみならず、中国内の投資家からも、「中国・香港株から日本株への資金シフト」が活発化してきた。

その中でブルームバーグ算出による世界株式市場の時価総額（ドルベース）では、日本の対世界合計比が 1 月 21 日時点で 5.7%となっている。円安による目減りや米国株など世界株全体の好調さ、東証の市場再編によるテクニカル余波等もあり、統計のある 2003 年以降では最低水準が続いたままだ。

過去はリーマン・ショック後からコロナ・ショックまでの 2010-20 年にかけて、6.5%から 8%前後での推移が続いていた。直近最高は 2004-06 年時の 12%前後となっている。今後は円安による下振れ影響を加味したうえでも、現状比で一段の「対世界合計比」改善余力が注目されやすい。

一方で中国株の対世界合計比は、1 月 21 日時点で 8.0%となっている。直近最高である 2022 年 7 月の 11.5%などからは低下してきたが、直近最低は 2018 年 10 月の 6.8%などとなっている。過去には実質的な人民元の切り上げでドルベースでの中国株カサ上げがあった 2015 年の以前や、中国で金融市場の改革・解放が進む 2014 年の以前に、2010-2014 年に

かけて 5-7%前後での推移となっていた。中国株に関しては、世界合計比で下振れ修正余地が残存となっている。

日本株は現在、1999 年前後から本格化してきた複合デフレに対して、「脱デフレ」の機運が高まっている。その意味で世界株全体に対する相対位置付けも、1999 年以前の方向への復調余地が残されている。反対に中国株は BRICs ブームが始まった 2003-05 年からの急成長と市場発展について、一段落の流れとなってきた。中国の経済成長と株高を支援してきたグローバル化も、縮減の流れとなってきた。中国株に関しては、2003-05 年以前の水準への減衰と落ち着き所が焦点になっている。

対世界合計比での「中国株+香港株」は、1 月 21 日に 12.0%となった。12 月末の 12.3%や直近最高である 2022 年 7 月の 17%から低下してきたほか、2014 年 9 月以来の低水準となっている。それでも 2014 年時には 10%方向までの低下場面があったほか、リーマン・ショック以前である 2006-07 年には 5%から 10%での推移となっていた。「中国株+香港株」の総計ベースでも、一段の下振れ修正余地が残されている。

日本株、円換算比でも香港・中国株比で復調余地

日本株の対世界合計比は昨年 3 月以降、前年比変化幅でプラスの上昇傾向が持続している。連動して日経平均株価の月間高値は、前年比プラス基調が定着となってきた。過去の連動株高ケースでは、最低でも前年比+4000 円から+6000 円幅の前年比株高パターンが繰り返されている。

すでに今年 1 月は 23 日時点で前年比+9400 円以上の上昇となり、過去実績の踏襲を超えた株高が観測されている。今後の上値メドで参考になる昨年の月間高値は、11 月の 3 万 3853 円となっていた。先行き前年比+6000 円幅としても 3 万 9800 円となり、4 万円方向の可能性は残されている。

日本株は円安・ドル高影響を除外した円換算での比較でも、過去比で中国株や香港株に対して相対挽回の復調余地が残されている。

世界の機関投資家が参考にする株式インデックス「MSCI 先進国株指数」については、日本株、香港株ともに 1970 年代からの長期組み入れ実績がある。円換算比較での MSCI「日本株指数÷香港株指数」は、1 月 21 日時点で 0.493 となった。月末値の比較ベースでは、前月が 0.430、直近最低が 2022 年 6 月の 0.280 であり、日本優位の方向に上昇となっている（数字が大きいほど日本優位）。

現状は2006年8月以来の日本優位幅へと回復になってきた。それでも日本でデフレが本格化する1999年以前には、0.5から0.6という日本優位の水準にあった。まだ日本株には対香港株、連動性のある対中国株比で、「立ち位置の形勢修正」余地が残されている。

なお、現在の中国株下落と日本株上昇という逆行については、以下のような要因もある。

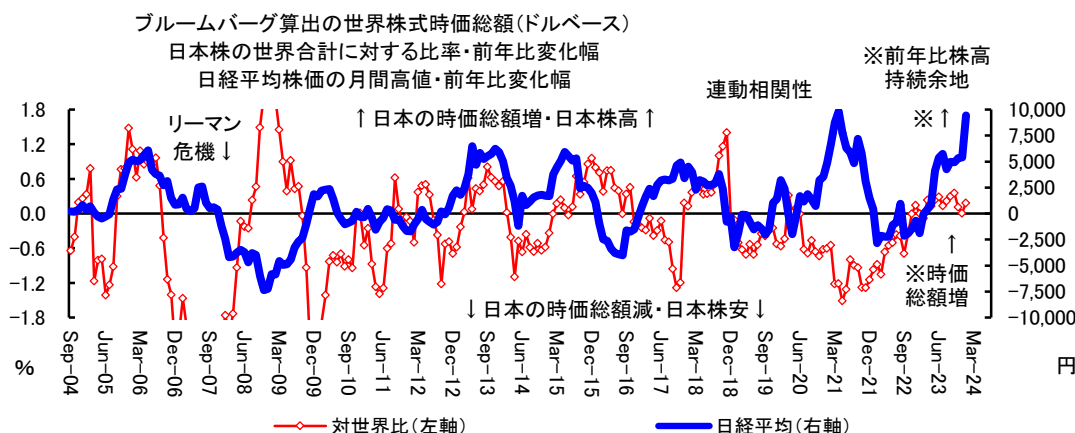
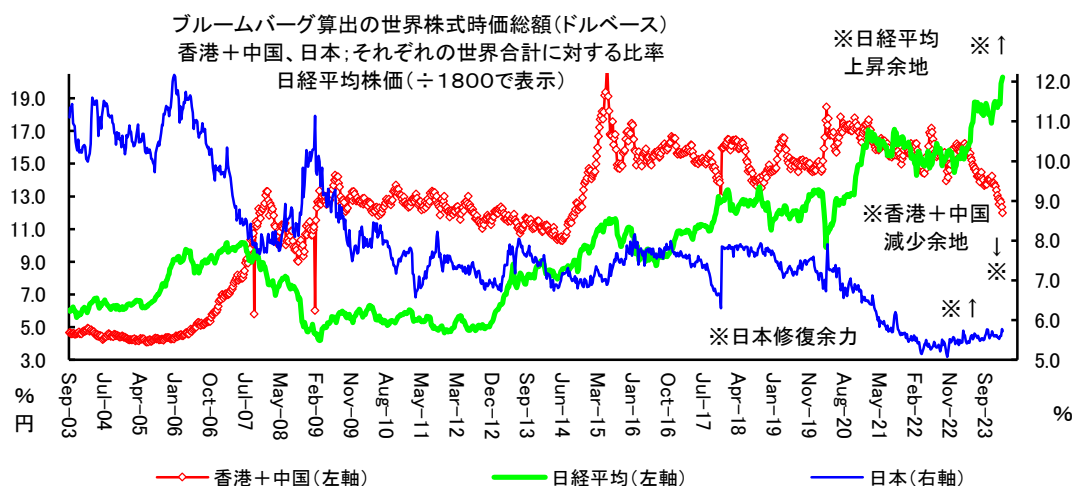
- ・世界的にAI（人工知能）やハイテクが投資テーマとなるなか、中国は米国などから包囲網が強化される一方、日本は米国や台湾などと官民で協力関係が強化されている。日本企業には米国の「AI・ハイテク勝ち組企業」との取引先や提携策が少なくない。
- ・中国ではハイテク関連などを含めて海外企業による撤退や進出減が続く一方、日本では台湾半導体メーカーなどによる拠点新設が増加している。
- ・米国と中国・ロシアの新冷戦が激化するなか、供給網（サプライチェーン）の再構築を含めて、経済安保関連で米国と日本の関係強化、米国と中国の関係冷却化が進行している。
- ・中国では習近平国家主席の独裁化と共産主義への

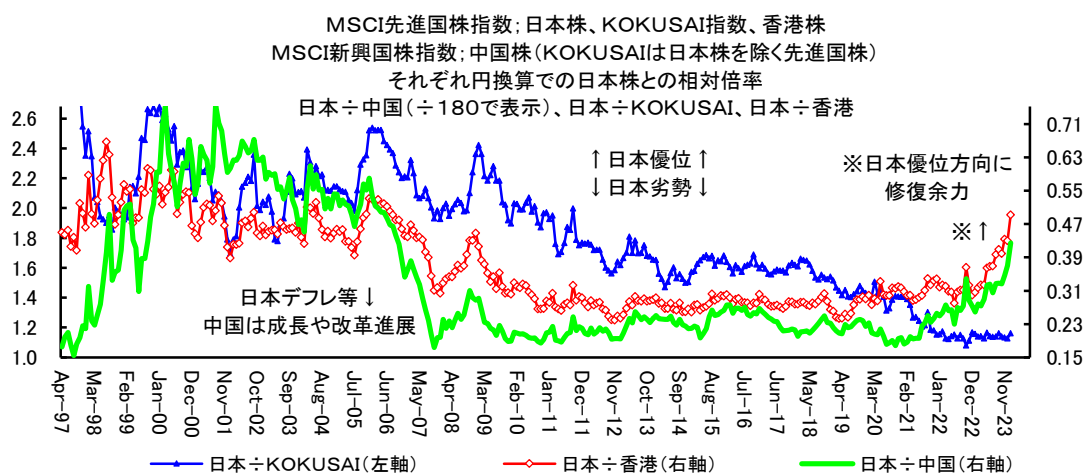
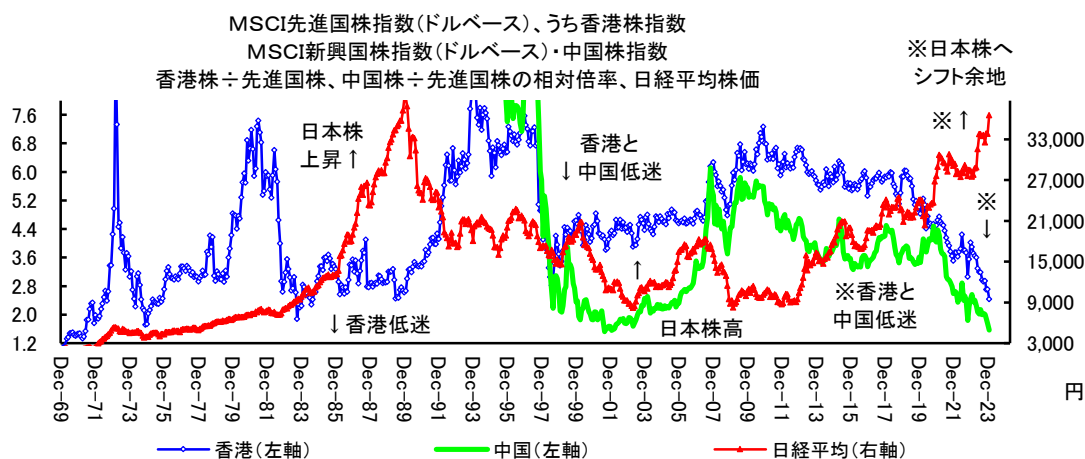
回帰に連動し、政府による企業の統制・介入・規制が強化されている。一方で日本では企業統治改革、PBR（株価純資産倍率）改革などで、「民間主導」による企業改革が進展している。

・中国では人民銀行による利下げに縛りがある一方、日本では日銀が超緩和策を維持させている。同時に中国では利下げ制約と物価下落（デフレ）で実質金利が上昇となる一方、日本では低金利維持と物価のプラス化（脱デフレ）継続により、実質金利は低位で抑制されている。

・中国では通貨安が資本流出や巨額なドル建て債務の負担増といったマイナス打撃となる一方、日本での通貨安は現状段階で企業収益増と株高、訪日外国人の増加といった恩恵があり、「中国の通貨安」との相対比較ではプラス面が多い。

・日本では1990年代以降、不動産バブルの崩壊や不良債権問題、少子高齢化と人口急減といった悪材料を先行経験してきた。まだ先行き試練は続くものの、中国は遅行追従でこうした悪材料の打撃ショックが大きくなりつつある（各悪材料の対応や覚悟の心構えでは、日本が先行進捗）。





お客様は、本レポートに表示されている情報をお客様自身のためにのみご利用するものとし、第三者への提供、再配信を行うこと、独自に加工すること、複写もしくは加工したものを第三者に譲渡または使用させることは出来ません。情報の内容については万全を期しておりますが、その内容を保証するものではありません。また、これらの情報によって生じたいかなる損害についても、当社および本情報提供者は一切の責任を負いません。本レポートの内容は、投資一般に関する情報の提供を目的としたものであり、勧誘を目的としたものではありません。投資にあたっての最終判断はお客様ご自身でお願いします。