

Topics

- ▶ 国内株価は、30年以上前に記録したバブル期の過去最高値に接近。国内株価が過去最高値を更新できれば、株価の面で「失われた30年」を脱却することに。
- ▶ 国内株価上昇の背景には、企業の「稼ぐ力」の高まりがある。特に、海外で「稼ぐ力」が高まる。
- ▶ 国内株価が過去最高値を更新しても、日本経済の本格的な復活に向けた課題は多い。賃金と物価の好循環による家計の所得環境の改善が重要と考えられる。

ストラテジスト 中野 貴比呂

過去最高値に迫る日本の株価

2023年に国内株価（本稿では、日経平均株価と東証株価指数を指すものとし）は大きく上昇しました。2024年に入っても堅調な推移が続いており、バブル期の1980年代後半につけた過去最高値に迫りつつあります。

日本の代表的な株価指数である日経平均株価は終値ベースで1989年12月29日に過去最高値をつけています。同じく日本の代表的な株価指数である東証株価指数は終値ベースで1989年12月18日に過去最高値をつけています。

国内株価はバブル期から30年以上最高値を更新していないこととなります（図表1）。

バブル崩壊後、日本経済は長期低迷

バブル崩壊後、日本経済は「失われた10年」「失われた20年」「失われた30年」などとも呼ばれる長期の低迷局面が続きました。バブル期から現在までの日本と先進国の実質GDPや消費者物価の伸びを比較すると、日本の伸びは先進国の伸びを大きく下回ったことが確認できます（図表2）。

30年以上前の過去最高値を更新できない国内株価は、日本の「失われた30年」を象徴するものの1つであると考えられることもできます。バブル期と現在では状況が大きく異なっているものの、国内株価が過去最高値を更新することができれば、「失われた30年」を株価の面から脱却することとなり、日本経済復活の象徴的な一歩になると考えられます。

国内株価上昇の背景に企業の「稼ぐ力」

株価はEPS（1株当たり利益）とPER（株価収益率）の積で表すことができます。EPSは主に企業の「稼ぐ力」を反映し、PERは主に企業の「稼ぐ力」に対する投資家の期待を反映すると考えることができます。

東京証券取引所が公表しているPERによると、1989年のPER（市場第一部、単体）はおおむね60～70倍に近い範囲で推移していました。一方、2023年のPER（プライム市場、単体）はおおむね20倍前後で推移しています。算出方法が異なるため単純な比較はできませんが、バブル期には「稼ぐ力」に対する期待によって株価が押し上げられた側面が強いと考えられます。一方、足元ではバブル期よりも「稼ぐ力」に株価が支えられている側面が相対的に強いと考えることができます。

次ページへ続く

※巻末の投資信託に係るリスクと費用およびご注意事項を必ずお読みください。

※上記図表などは、将来の経済、市況、その他の投資環境にかかる動向などを示唆、保証するものではありません。

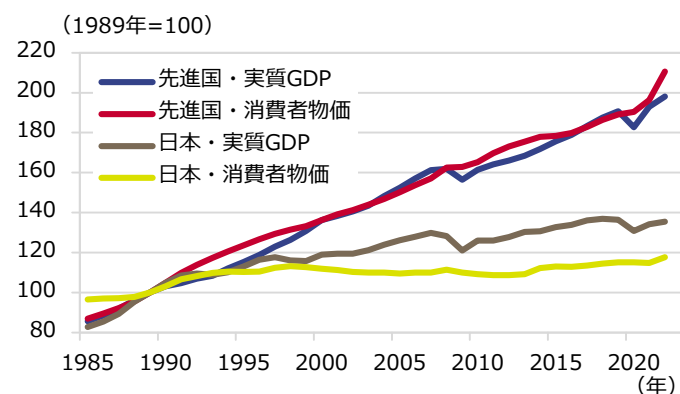
図表1 日本の株価の推移



期間：1985年1月4日～2024年1月24日（日次）。

出所：FactSetのデータを基にアセットマネジメントOneが作成

図表2 日本と先進国の実質GDP、消費者物価の推移



期間：1985～2022年（年次）。

注：1989年=100として指数化。先進国のデータはIMF（国際通貨基金）「World Economic Outlook Database, October 2023」による。日本の消費者物価は全国、総合。実質GDPの1994年以前は、簡易速及の値を使用。

出所：IMF、内閣府、総務省のデータを基にアセットマネジメントOneが作成

日本の企業は海外で「稼ぐ力」を高める

法人企業統計、海外事業活動基本調査から、バブル期から現在までの日本企業の「稼ぐ力」の動向を確認します。

国内企業（資本金10億円以上、金融・保険業を除く）の売上高、営業利益、経常利益の推移を見ると、いずれもバブル期から伸びています。そして、経常利益が最も伸びており、営業利益、売上高の順に伸びが緩やかになっています。また、海外現地法人売上高（調査対象の全産業）は経常利益よりも大きく伸びています（図表3）。

まず、売上高ですが、人口が増加から減少へと転じたことなどを背景とした国内市場の規模の制約から、伸びが緩やかなものにとどまるとみられます。法人企業統計は、国内企業を対象としており、連結決算ではなく単体決算を調査しています。そのため、基本的に国内企業の輸出は売上高に反映されますが、海外の子会社の売り上げは売上高には反映されないと考えられます。

続いて営業利益ですが、売上高の伸びが緩やかにとどまる中、効率化による費用の削減によって売上高営業利益率の改善が図られ、増加したと考えられます。ただし、このことは日本の雇用者の賃金の伸び悩みにつながった可能性があります。

そして、注目すべきは経常利益の増加です。営業利益と比べて大きく増加していますが、海外現地法人売上高の増加を踏まえると、海外子会社からの配当金が営業外収益の増加に寄与したと推測されます。子会社から親会社への配当は、連結決算ではグループ内部のお金の動きとなるため、計上されないよう処理されますが、単体決算では営業外収益に計上されたままになると考えられます。

日本の企業は、国内では利益率の改善によって「稼ぐ力」を高めるとともに、海外への事業展開によって、海外での「稼ぐ力」を大きく高めたと考えられます。

投資しやすい環境の整備は株価を下支え

また、バブル崩壊後の国内株価の上昇を支えた要因の一つとして、バブル崩壊後から現在までに投資しやすい環境の整備が進められてきたことが挙げられます。具体的には、金融商品取引法などの投資家保護法制の整備、NISA（少額投資非課税制度）のような税制優遇制度などがその一例です。

加えて、コーポレートガバナンス・コードやスチュワードシップ・コードの策定などによってコーポレートガバナンス（企業統治）の強化が図られてきたことも重要です。

もちろん、投資対象そのものに魅力がなければ、投資家には選ばれることはないため、企業の「稼ぐ力」が重要であることは間違いありませんが、投資環境の整備も国内株価を支える一定の役割を果たしたと考えられます。

日本経済の本格的な復活には課題も多い

ただし、国内株価が過去最高値を更新しても、日本経済の本格的な復活に向けて課題が多く残されていることに注意が必要です。

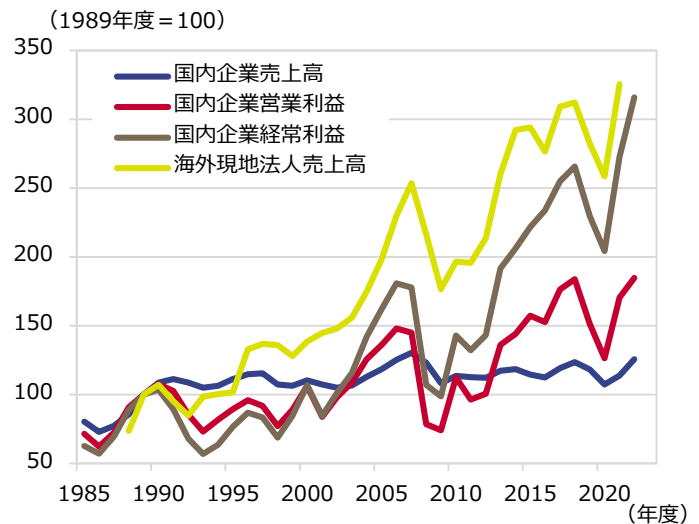
バブル期と直近の経済環境を比較すると、潜在成長率の落ち込み、経済的な存在感の後退、伸び悩み実質賃金、少子高齢化と人口減少、輸出競争力の低下、財政の悪化など多くの課題が確認できます（図表4）。

日本経済が長期的な低迷から抜け出し、本格的な復活を遂げるためには、国内需要の喚起を図る必要があります。そのため、家計部門の所得環境の改善が必要であると考えます。そのため、賃金と物価の好循環を実現することが重要であると考えます。

※巻末の投資信託に係るリスクと費用および注意事項を必ずお読みください。

※上記図表などは、将来の経済、市況、その他の投資環境にかかる動向などを示唆、保証するものではありません。

図表3 日本企業の売上高と利益、海外現地法人売上高



期間：1985～2022年度。データは年度ごと。ただし、海外現地法人売上高は1988～2021年度。

注：1989年度 = 100として指数化。国内企業売上高、営業利益、経常利益は金融・保険業を除く全産業、資本金10億円以上の企業。海外現地法人売上高は調査対象の全産業。

出所：財務省、経済産業省のデータを基にアセットマネジメントOneが作成

図表4 日本のバブル期と直近の経済環境の比較

時期(一部異なる)	バブル期 (1989年)	直近 (2023年)
名目GDP	429兆円	595兆円
1人当たり名目GDP	25,336ドル	33,854ドル
潜在成長率	4.2%	0.5%
対世界GDPシェア	9.0%	3.8%
消費者物価指数	86.9	105.6
名目賃金指数	100.3	103.4
実質賃金指数	111.8	97.3
人口増加率	+0.4%	▲0.5%
65歳以上人口比率	11.6%	29.1%
貿易収支	11.0兆円	▲8.0兆円
第一次所得収支	3.2兆円	35.0兆円
対外純資産残高	43兆円	477兆円
公債残高対GDP比	39%	180%
10年国債利回り	5.6%	0.6%

期間：1989年と2023年。ただし、人口増加率、65歳以上人口比率は10月1日時点。対外純資産残高と10年国債利回りは年末値。公債残高対GDP比は年度末値。バブル期の名目・実質賃金指数は1990年。直近の名目GDPは2023年7-9月期季節調整値の年率換算。1人当たり名目GDP・潜在成長率・対世界GDPシェアは2022年。名目・実質賃金指数は2022年12月から2023年11月の各月の平均値。貿易収支・第一次所得収支は2022年12月から2023年11月の合計値。対外純資産残高は2023年9月末。公債残高対GDP比は2023年度補正後予算、政府経済見通しによる。潜在成長率、人口増加率は前年比。

注：データは取得時点のもの。バブル期の名目GDPは簡易遡及の値。一人当たり名目GDP、対世界GDPシェアは「World Economic Outlook Database, October 2023」による。一人当たり名目GDPはドル換算。対世界GDPシェアはPPP（購買力平価）ベース。消費者物価は全国、総合。バブル期の貿易収支、第一次所得収支、対外純資産残高は、国立国会図書館保存の2006年2月9日時点の財務省ページによる。バブル期の第一次所得収支は旧国際収支統計の所得収支の値を使用。消費者物価指数と名目・実質賃金指数は2020年 = 100。出所：IMF、内閣府、総務省、財務省、厚生労働省、国立国会図書館のデータを基にアセットマネジメントOneが作成

投資信託に係るリスクと費用およびご注意事項

【投資信託に係るリスクと費用】

● 投資信託に係るリスクについて

投資信託は、株式、債券および不動産投資信託証券（REIT）などの値動きのある有価証券等（外貨建資産には為替リスクもあります。）に投資をしますので、市場環境、組入有価証券の発行者に係る信用状況等の変化により基準価額は変動します。このため、投資者の皆さまの投資元本は保証されているものではなく、基準価額の下落により、損失を被り、投資元本を割り込むことがあります。ファンドの運用による損益はすべて投資者の皆さまに帰属します。また、投資信託は預貯金とは異なります。

● 投資信託に係る費用について

[ご投資いただくお客さまには以下の費用をご負担いただきます。]

■ お客さまが直接的に負担する費用

購入時手数料：上限3.85%（税込）

換金時手数料：換金の価額の水準等により変動する場合がありますため、あらかじめ上限の料率等を示すことができません。

信託財産留保額：上限0.5%

■ お客さまが信託財産で間接的に負担する費用

運用管理費用（信託報酬）：上限年率2.09%（税込）

※上記は基本的な料率の状況を示したものであり、成功報酬制を採用するファンドについては、成功報酬額の加算によってご負担いただく費用が上記の上限を超過する場合があります。成功報酬額は基準価額の水準等により変動するため、あらかじめ上限の額等を示すことができません。

その他費用・手数料：上記以外に保有期間等に応じてご負担いただく費用があります。投資信託説明書（交付目論見書）等でご確認ください。その他費用・手数料については定期的に見直されるものや売買条件等により異なるため、あらかじめ当該費用（上限額等を含む）を表示することはできません。

※ 手数料等の合計額については、購入金額や保有期間等に応じて異なりますので、あらかじめ表示することはできません。

※ 上記に記載しているリスクや費用項目につきましては、一般的な投資信託を想定しております。

費用の料率につきましては、アセットマネジメントOne株式会社が運用するすべての投資信託のうち、徴収するそれぞれの費用における最高の料率を記載しております。

※ 投資信託は、個別の投資信託ごとに投資対象資産の種類や投資制限、取引市場、投資対象国が異なることから、リスクの内容や性質、費用が異なります。投資信託をお申し込みの際は、販売会社から投資信託説明書（交付目論見書）をあらかじめ、または同時にお渡ししますので、必ずお受け取りになり、内容をよくお読みいただきご確認のうえ、お客さまご自身が投資に関してご判断ください。

※ 税法が改正された場合等には、税込手数料等が変更となることがあります。

【ご注意事項】

● 当資料は、アセットマネジメントOne株式会社が作成したものです。

● 当資料は、情報提供を目的とするものであり、投資家に対する投資勧誘を目的とするものではありません。

● 当資料は、アセットマネジメントOne株式会社が信頼できると判断したデータにより作成しておりますが、その内容の完全性、正確性について、同社が保証するものではありません。また掲載データは過去の実績であり、将来の運用成果を保証するものではありません。

● 当資料における内容は作成時点のものであり、今後予告なく変更される場合があります。

● 投資信託は、

1. 預金等や保険契約ではありません。また、預金保険機構および保険契約者保護機構の保護の対象ではありません。加えて、証券会社を通して購入していない場合には投資者保護基金の対象ではありません。
2. 購入金額について元本保証および利回り保証のいずれもありません。
3. 投資した資産の価値が減少して購入金額を下回る場合がありますが、これによる損失は購入者が負担することとなります。

【当資料で使用している指数について】

● 「日経平均株価」は、株式会社日本経済新聞社によって独自に開発された手法によって、算出される著作物であり、株式会社日本経済新聞社は、「日経平均株価」自体および「日経平均株価」を算定する手法に対して、著作権その他一切の知的財産権を有しています。

● 東証株価指数の指数値および東証株価指数にかかる標章または商標は、株式会社J P X総研または株式会社J P X総研の関連会社（以下「J P X」という。）の知的財産であり、指数の算出、指数値の公表、利用など東証株価指数に関するすべての権利・ノウハウおよび東証株価指数にかかる標章または商標に関するすべての権利はJ P Xが有しています。