

最近の日本の株価動向

専門研究員 古金 義洋

1. はじめに

今年2月、日経平均株価が1989年12月末に記録した3万8,915円を上回った。だが、当時と現在の経済環境は全く異なり、現在の株価についての評価は分かれる。

株価が割高か割安かをみる場合、単純に、株価収益率（株価÷1株当たり利益）でみることが多い。1989年当時の株価収益率は70倍程度、現在は20倍台であるため、現在の株価はさほど高くないという見方が多い。だが、株価は、金利や利益成長期待によっても左右される。金利が低ければ株価が高くても許容できるし、また、利益の成長期待が高ければ株価が高くても許容できる。

そこで以下では、1989年時と現在の株価を評価するに際して、株価収益率、金利、期待利益成長率という3つの要素を使うこととする。

株価＝企業の当期利益÷（割引率－予想利益成長率）、とする利益還元モデルから、株式益回り（株価収益率の逆数）＝実質金利－実質期待利益成長率＋リスクプレミアム、という式が求められる¹。リスクプレミアムというのは、株式というリスク商品への投資に際して投資家が求める対価のことだ。

同式を書き換えると、リスクプレミアム＝株式益回り－実質金利＋実質期待利益成長率、となる。つまり、株式益回りが低く（株価収益率が高く）、実質金利が高く、実質期待

利益成長率が低く、その結果として、リスクプレミアムが低ければ低いほど、株価は割高だということになる。

2. 1989年時と現在の経済状況の違い、当時と現在のリスクプレミアムについて

そこで、1989年当時と現在の経済状況を比較し、当時と現在のリスクプレミアムがどの程度かを試算してみることにする。

1989年当時の経済状況は「バブル経済」の時代だった。国民の多くは日本経済の高成長が長期にわたって続くはずといった楽観的な期待に疑問を抱かなかった。東京がニューヨーク、ロンドンに並ぶ金融都市になるとの期待もあいまって不動産価格が上昇し、それとともに株価が上昇した。1985年まで1万2,000円程度で推移していた日経平均株価は1989年末までの約5年間で約3倍に上昇した。

1989年末にかけ急騰していた株価が反転し、下落する直接的なきっかけになったのが、「総量規制」と金融引き締めだった。異常な不動産投機熱を冷ますため、1990年3月に、不動産向け融資の伸び率を総貸出の伸び率以下に抑える「不動産融資総量規制」の通達が大蔵省から出された。それが不動産向け融資減少につながり、不動産価格を下落させた。不動産価格下落が不良債権問題を誘発し、株価を下落させた。

1 株価＝企業の当期利益÷（割引率－予想利益成長率）、であり、当期利益を株価で割った株式益回りは、株式益回り＝割引率－予想利益成長率となる。割引率を金利部分とそれ以外の投資家が要求するリスクプレミアムに分け、さらに金利と予想利益成長率について、実質長期金利とインフレ期待、予想実質利益成長率とインフレ期待にそれぞれ分けると、最終的に株式益回り＝実質長期金利＋リスクプレミアム－予想実質利益成長率、となる。なお、リスクプレミアムについては、しばしば単純に株式益回りから実質長期金利（あるいは名目長期金利）を引いたものを指すこともあるが、本稿では、予想実質利益成長率部分と投資家が要求する本来のリスクプレミアム部分に分けることとする。

為替市場では、1985年9月のプラザ合意以降の急速な円高(1985年2月の262円から1988年11月に121円へ)の流れが反転し、1989年末に143円、1990年4月に159円と円安が進んだ。

金融政策は、1985年以降の急速な円高に対応して緩和政策が続けられていたが、1989年以降、政策は転換された。当時の政策金利である公定歩合は、金融緩和下にあった1987年2月以降の2.5%から、1989年5月に3.25%、10月3.75%、12月4.25%、90年3月5.25%、8月6.0%と引き上げられた。

実体経済については、少なくともバブルが崩壊するまでの日本経済は力強い成長が続いた。実質GDP成長率は1987年(10~12月期の前年比)6.4%、88年5.5%、1989年6.0%と、6%程度の高成長が続いた。

インフレ率は1986年から87年にかけて円高と原油価格下落によりマイナスに転ずる局面があったが、その後、次第に上向いた。消費者物価(全国コア)前年比は、1987年末0.8%、88年末1.0%から、89年末には同年4月に税率3%で消費税が導入されたこともあって2.6%に加速した。90年4~6月には消費税率引き上げの直接的な影響がなくなったとみられるが、その後も物価上昇率の加速は続き、消費者物価の前年比は2.6%、91年4~6月には同3.4%へと上昇した。

こうした経済状況からみた1989年末のリスクプレミアムはどの程度だったと考えられるか(表1参照)。まず、1989年末の株価収益率は約70倍だったとされ、その逆数である株式益回りは1.4%だったことになる²。

次に、実質金利については、この当時は実質金利の動向を示すとされる物価連動債が存在しなかったため、名目国債利回りから物価上昇率を差し引いて実質金利を計算すると、89年12月の10年国債利回り(月平均値)が5.6%で、3%程度で推移していたと考えられる消費者物価前年比を差し引いて2.6%と計算できる。

最後に、実質期待利益成長率は、当時の実質GDP成長率が6%であったことからすると、それとほぼ同等の6%程度だったとみる³。この結果、当時のリスクプレミアムは4.8%程度と試算できる。

これに対して、現在の日本の経済状況を反映した株式のリスクプレミアムはどの程度かを試算してみよう。

3月末時点の日経平均株価の株価収益率(ブルームバーグ調べ)は、実績ベース(株価÷1株当たり利益実績)で28.8倍、予想ベース(株価÷1株当たり利益予想)で23.3倍、その単純平均をとると26.1倍になり、その逆数の株式益回りは3.8%となる。

実質金利については、物価連動債利回りを

(表1) 1989年12月末と2024年3月末時点の日経平均株価の比較

	株式益回り①	実質金利②	実質期待利益成長率③	リスクプレミアム ①-②+③
1989年12月末の日経平均株価	1.4	2.6	6.0	4.8
2024年3月末の日経平均株価	3.8	-0.6	0.7	5.1

(出所) 当研究所作成

2 山一証券経済研究所『統計総覧』によれば、日経平均株価(225銘柄で計算される)に対応する、東証225種平均の1989年12月末の予想利益基準の株価収益率は71.96倍とされる。

3 マクロのGDPの増減に比べ企業の利益は大きく増減するが、一国内で労働力と資本を用いて生産され稼ぎ出された付加価値(GDP)は、労働者には雇用者報酬、企業には企業利益という形で分配される。このため、長期的にみて両者への分配率が変わらないとすると、企業利益の成長率はGDPの成長率に見合うものになると考えられる。

実質金利とみた場合、3月はマイナス0.6%（月平均値）。実質期待利益成長率については、最近の実質GDP前年比の動きをみると、経済再開の効果で、一時的に23年1～3月に2.6%に加速したが、4～6月2.3%、7～9月1.6%、10～12月1.2%と鈍化している。日本の潜在成長率は内閣府による直近の推計値は0.7%で、実質期待利益成長率はこの程度と考えていいだろう。

以上のデータから、現在のリスクプレミアムを計算すると5.1%と1989年末（4.8%）と大差ない。本稿は株価がバブルと言われた1989年時と現在の経済状況を比べ、株価が当時に比べて割安かどうかを評価しようというもので、確かに株式益回り（株価収益率）だけで比べた場合、現在の株価は当時に比べ割安に見える。だが、このリスクプレミアムでみると、現在の株価が当時に比べて明らかに割安とは言いにくくなる。

結局、1989年当時は株式益回りが低く、それが株価を割高にみせていたが、実は、「高成長が長期にわたって続くだろう」という期待成長率の高さがそれをカバーしていた。一方、現在の株式益回りは当時に比べ高く、実質金利の低さが株価の割高度合いを低める要因だが、期待成長率が極めて低いことが株価を1989年末に近い割高状態にしていることがわかる。

3. 日本株投資についてのその他の留意点

株高とあいまって1月から新NISA制度が始まったことで、国民の間で株式投資熱が高まっている。だが、前述したとおり、株価収益率、金利、期待利益成長率という3つの要素でみた株価水準は明らかに割安とは言いにくく、今後の金利動向によっては下落するおそれがある。加えて、以下のような点に留意する必要がある。

一つは、日本株の場合、長期投資が必ずしも

報われない場合があるという点だ。「株価は日々の変動が大きく、短期的に上下することがあるが、長期の投資を続ければ、必ずリターンは得られるはず」と言う人も多いが、日本株の場合、この指摘は必ずしも当たっていない。

例えば、過去において、毎月1万円ずつ、日経平均株価（連動型投資信託など）を、20年間購入した場合にどうなっていたかを検証してみよう。

過去の実績をみると、1970年1月から1989年12月までの期間で言えば、毎月1万円、20年間で総額240万円の投資は、1989年12月時点で、約6.7倍の1,607万円になっていた計算だ（[図1参照](#)）。しかし、1983年5月から2003年4月までの20年間では、総額240万円の投資は2003年4月時点で115万円に減少していた。元本割れどころか、半値以下になっていた計算だ。

1989年3月から2009年2月までの20年間でも、総額240万円の投資は2009年2月時点で118万円とやはり半値以下になっていた。

現在、株価が値上がりしているために、確かに、直近23年2月までの20年間（2000年3月～23年2月）の総額240万円の投資は624万円と約2.6倍になっている計算だ。だが、過去の実績からみて、そうした幸運が今後も続くかどうかは定かでない。

実際には、1989年12月から2023年2月までの34年3か月の期間のうち、元本割れだった期間は2000年10月～2006年11月、2007年11月～2013年2月で、累計11年7か月あった。つまり、過去の実績からみて、日本株への長期投資は、3分の1程度の確率で、元本割れになる可能性があると言える。

これに対して、米国株の場合、長期で投資していれば、確実にプラスのリターンを得られた。同様に、例えば、毎月100ドルずつ、ニューヨークダウ（連動型投資信託など）を、20年間購入した場合にどうなっていたかをみ

てみよう。これをみると、最もパフォーマンスが悪かった、リーマンショック直後の2009年2月までの20年間でも、総額24,000ドルの投資金額は3万ドル近い1.24倍になっており、元本割れすることはなかった。

もう一つは、日本株投資を含めた日本債券、外国株、外国債券など内外金融資産への投資に関し、通常は得られるはずの分散投資によるリスク低減効果が十分得られない可能性がある点だ。分散投資によってリスクが小さくなるためには、各資産の動きがバラバラで、株価との相関係数が小さくなければならない。だが、今の日本の状況を考えて、日本株とその他の資産の動きの相関関係は高まっている点に注意が必要だ。

まず、日本の債券と株価との相関だが、最初に述べた通り、現在の日本株の高値を支えているのは、低金利であり、つまり、債券の価格が高いことが原因だ。今後、日銀の政策が正常化に向かえば、金利は次第に上昇に向かい、債券価格は下落し、それに伴って、株価も下落する可能性がある。

一方、日本株と外国株、日本株と外国債券との相関も、為替相場の動きを通じて強まっている。図2に見る通り、2010年代以降の日本株とドル円相場との間には強い相関がある。というのは、円安が輸出企業などの売上や利益を押し上げると同時に、円安が外国株と比較した日本の株価の割安度合いを強めるとされているためだ。他方、円安は円建てで評価した外国株、外国債券の価格をも押し上げる。この結果、円安局面では日本株が上昇し、円建てでみた外国株、外国債券の価格も上昇する。逆に円高局面では日本株が下落し、円建てでみた外国株、外国債券の価格も下落することになる。為替相場の動きを通じて、日本株の価格と円建てで評価した外国株、外国債券の価格の連動性が高まっている。

(図1) 日米株への長期投資のリターン



(注) 当該期日までの20年間の投資資金総額が当該期日末に何倍になったかを示したもの

(出所) 当研究所作成

(図2) ドル円相場と日経平均株価



(出所) ブルームバーグデータより作成

以上の通り、現在の日本の経済・株価動向を1989年末の経済・株価動向と比較し評価した場合、現在の株価は株価収益率の動きだけで示されるほど割安ではないことがわかる。また、長期投資すなわち時間分散によって得られるはずのリスク低減効果や資産分散によるリスク低減効果も思ったほど大きくならないおそれがある。新NISA制度が始まり株式投資熱が高まっているが、今後の株価をみるうえではこうした点に十分注意する必要があるだろう。