

# 金融財政

## ビジネス

# Business

時事通信社

昭和23年7月8日 第3種郵便物認可  
毎週2回 月・木曜日発行(但し祝日を除く)  
購読料金 税抜月額 5,300円

104-8178 東京都中央区銀座5-15-8  
©時事通信社2019

2019年(令和元年)  
12月9日[月]  
第10870号

時事トップ・コンフィデンシャル+

Contents 12.9

.corner	.page	.title	.writer
巻頭言	3	<b>香港デモの長期化と金融センターの将来</b> 慶応大学総合政策学部教授 白井さゆり	
解説	4	<b>日本株、長期上昇トレンド回復か</b> 20年代に日経平均3万円到達へ 龍谷大学経済学部教授 竹中正治	
column 照一隅	8	<b>巨大プラットフォーマーと政府の市場政策</b> 穀行者	
IPリーダー	9	<b>ビジネスモデル特許取得の効用</b> 正林国際特許商標事務所 所長弁理士 正林真之	
インタビュー	10	<b>【ネット証券トップに聞く①】 利便性と安さで波に</b> マネックスグループの松本社長	
column 藤原作弥のカラム・コラム	11	<b>ローマ教皇取材記</b>	
探針(Probe)	12	<b>新たな価値、社会に提供を</b> 挑戦する企業をつなぐ財務官僚	
column 本石町	13	<b>幸運の背景と持続性</b>	
キーパーソン	13	<b>香港</b>	
解説	14	<b>キャッシュレス利用 年齢、地域で差</b> 取り残されるシニア層と地方都市 ニッセイ基礎研究所 主任研究員 久我尚子	
1カ月の出来事	18	<b>11月(ヤフー・LINEが来秋統合など)</b>	
内閣府月例経済報告(11月)	19	<b>海外経済を下方修正</b> 米中摩擦長期化が影響	
放眼日中	20	<b>スラバヤ空港の珍事</b> コラムニスト・アジアンウオッチャー 須賀 努	

# 日本株、長期上昇トレンド回復か 20年代に日経平均3万円到達へ

バブル崩壊の1990年代以降、日本株には長期右肩上がりのトレンドが失われていた。今日でも日本株のトレンドについては慎重、あるいは悲観的な見方が依然多いように思える。しかし、2003年以降の企業利益の長期トレンドを見る限り、日本株の右肩上がりのトレンド回復は本物の可能性が高い。20年代にかけて景気後退でまた落ち込む局面はあるが、20年代には日経平均3万円が達成される公算が大きそう。少額投資非課税制度「つみたてNISA」や個人型確定拠出年金（iDeCo）など、税制優遇のある投資手段で資産形成をする人々には追い風となるだろう。

## 企業利益は長期右上がりが復活

過去四半世紀、日本株は大きな上下動はあるものの日経平均で見ると1万円割れを底値圏、2万円前後を高値圏とする大きな振幅を繰り返すのみで、長期右肩上がりのトレンドは失われたと思われてきた。そのため、株式は短期、中期の価格変動は大きいものの、リスク分散されたポートフォリオで長期に保有

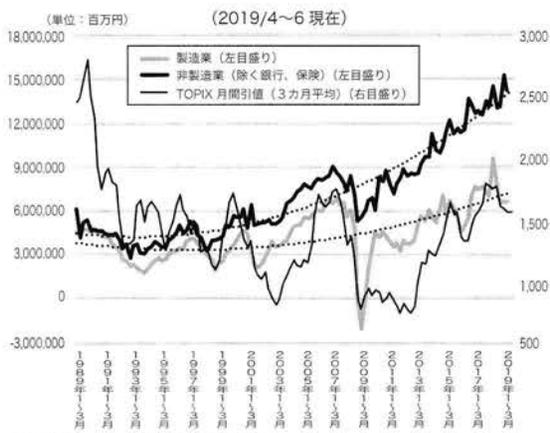
すれば、リスクプレミアムのみで高い投資リターンが得られるという米国を中心に世界的に一般化している観念から、まるで日本株は例外であるかのように思われてきた。かつては日本株についても「株を買ったら忘れておけ（長期では上がるのだから）」という格言があった。ところが、1990年代以降は株式投資家の間でも日本株は下がったところで買い、上がったら適当に売り

抜くというトレーディング志向が支配的になり、長期の保有でリスクプレミアムのみで高いリターンを上げる資産形成の手段としては悲観的な見方が増えた。しかし、こうした事情は大きく変わったと筆者は考えるに至った。日本株に右肩上がりの長期トレンドが戻った可能性が高い。そう考える根拠は、図表1の企業利益の推移である。財務省の法人企業統計が集計す

龍谷大学経済学部教授  
竹中正治  
たけなか まさはる 79年東大  
経卒、東京三菱銀行（現三菱  
UFJ銀行）為替資金部次長、調  
査部次長、ワシントン駐在員事  
務所長などを経て、07年1月国  
際通貨研究所チーフエコノミ  
スト。09年4月から現職。12年京都  
大学博士（経済学）。最新著作「稼  
ぐ経済学」『黄金の波』に乗る知  
の技法（光文社）。

る製造業と非製造業（除く銀行・保険）の経常利益の推移を示した（残念ながらこのデータは銀行・保険業については長期の時系列データがない）。製造業よりも非製造業の経常利益の伸び率が高い。90年ごろまでは両者はほぼ同額だったが、今や非製造業の経常利益（四半期ベース）は14・2兆円と製造業の6・5兆円の2倍強に増加している（2019年4～6月期実績）。バブル崩壊後のリストラを経て、グローバル化した経済、産業構造の変化に対応しつつ、日本企業も全体としては利益成長率を取り戻して来たのだ。株価の長期的な趨勢を決めるのは、

〈図表1〉民間企業部門 経常利益の推移



(出所) 法人企業統計 財務省

〈図表2〉実質TOPIX とS&P500



(出所) Yahoo Finance、労働省(米国)、総務省(日本)

03年3月末を起点に米国の株価

図表2をご覧ください。03年3月末を起点に米国の株価はいつかという、日本の大手銀行が90年代の不良債権の損失(銀行界全体で約100兆円)をおおむね終了した2003年3月、あるいは、不良債権処理が当時遅れていたたりその銀行が事実上国有化された同年5月だと筆者は考えている。この時を機に日本の「銀行危機説」は姿を消した。

### 日米株価推移を比較すると

そこです。03年3月を起点に日本の株価推移を比較することで、日本株の成長率がどのくらい回復したか見てみよう。03年3月は、米国もほぼこの時期にITバブル崩壊後の安値圏にあり、日米株価を比較する起点として比較的公平だ。さらに、米国株の成長率と比べる場合、物価上昇率(インフレ率)の格差を調整して比較すべきだ。投資家にとって重要なりターンとは名目ではなく、インフレ率を差し引いた実質リターンである。従って、株価の上昇率の比較もインフレ率で調整した実質で見ることが必要だ。

図表2をご覧ください。03年3月末を起点に米国の株価はいつかという、日本の大手銀行が90年代の不良債権の損失(銀行界全体で約100兆円)をおおむね終了した2003年3月、あるいは、不良債権処理が当時遅れていたたりその銀行が事実上国有化された同年5月だと筆者は考えている。この時を機に日本の「銀行危機説」は姿を消した。

将来にわたる1株当たりの利益の伸び率であり、企業利益率の改善に合わせて将来の株価の期待成長率も上がる。それでも日本株が長期右肩上がりのトレンドを取り戻したかか問えば、いまだに否定的な見方の方が多いただろう。世界の時価総額トップ10社のほとんどを日本企業が占めていた1989〜90年当時と、トップ10にランキングされる日本企業がゼロになり、代わって「GAFAM」を中心に米国系企業や一部中国企業が上位を独占している現在の比較表などを掲載して自(国)虐ネタにしているようなインターネット交流サ

イト(SNS)も見掛ける。しかし、こうした比較はどの時点と比較の起点にするかで印象が全く変わってしまう点に気を付けよう。そもそも89年当時の日本の株価は、株価収益率(PER)が60〜70倍と途方もない過大評価であり、持続不可能な水準にあつたからこそ「バブル」と呼ばれるわけである。その時点と比べても蟹気楼で見たオアシスを思い出しているようなものだ。日本経済の立ち直りに目を向けるならば、バブル崩壊とその損失処理が終わった時点、「ポストバブル損失時代」の起点とすべきだろう。そ

03年3月を起点に米国の株価はいつかという、日本の大手銀行が90年代の不良債権の損失(銀行界全体で約100兆円)をおおむね終了した2003年3月、あるいは、不良債権処理が当時遅れていたたりその銀行が事実上国有化された同年5月だと筆者は考えている。この時を機に日本の「銀行危機説」は姿を消した。

そこです。03年3月を起点に日本の株価推移を比較することで、日本株の成長率がどのくらい回復したか見てみよう。03年3月は、米国もほぼこの時期にITバブル崩壊後の安値圏にあり、日米株価を比較する起点として比較的公平だ。さらに、米国株の成長率と比べる場合、物価上昇率(インフレ率)の格差を調整して比較すべきだ。投資家にとって重要なりターンとは名目ではなく、インフレ率を差し引いた実質リターンである。従って、株価の上昇率の比較もインフレ率で調整した実質で見ることが必要だ。

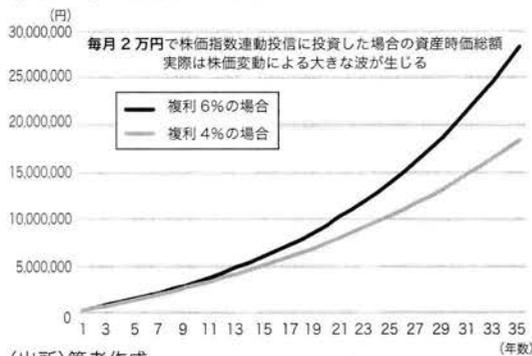
図表2をご覧ください。03年3月末を起点に米国の株価はいつかという、日本の大手銀行が90年代の不良債権の損失(銀行界全体で約100兆円)をおおむね終了した2003年3月、あるいは、不良債権処理が当時遅れていたたりその銀行が事実上国有化された同年5月だと筆者は考えている。この時を機に日本の「銀行危機説」は姿を消した。

〈図表3〉定額積立投資



(出所)Yahoo financeデータに基づき筆者作成

〈図表4〉定額積立投資



(出所)筆者作成

きい時はTOPIXの実質成長率がS&P500のそれを上回り、逆なら下回っていることを示している。18年以降この比率が1を下回ってや下がっているのが分かるだろう。

この点について「やはり米国株の成長率の方が高い」と判断するのは早計だ。18年以降の米国株の上昇率が相対的に高くなっている要因は、17年末に成立したトランプ減税により法人税率が引き下げられ、米国の企業利益が対前年比で押し上げられている影響が大きいと筆者はみている。ただし、対前年比での利益押し上げ要因は19年でほぼ消える。さら

に、目下のPERなどで見たS&P500のバリュエーション(株価評価)はTOPIXよりかなり高く、割高であることにも留意しておこう。

### 長期定額積立投資の資産形成力

次に、03年3月から19年10月までのTOPIXを基に、定額積立投資でどのくらいの資産形成ができるか試算してみよう。ここからの議論は名目である。

具体的には同期間中、毎月末(引値ベース)にTOPIXに連動する投資信託(あるいは上場投資信託

(ETF)を1万円購入する定額積

立投資を行った場合の配当再投資ベ-ースの結果を試算すると図表3の通りとなる。累積投資額200万円(200カ月)に対する資産時価総額(334万円)の倍率は1.67倍、年率リターン(内部収益率)は6.0%である(計算を簡単にするため、配当は東証1部企業の加重平均配当利回りを使用し、年1回12月末に配当を受け取り、全額再投資するものと想定した。手数料と税金は考慮していない)。

図表3上の折れ線グラフで描いた資産時価総額がグレーの縦棒で描いた累積投資額を上回る部分が評価益であり、下回る部分は評価損である。リーマン・ショックの08年から12年まで評価損期間がある。こうした局面に投資をやめずに継続することが、長期的に高いリターンをもたらす。

さらに、35年間にわたって同じく年率6.0%の複利で定額積立投資を倍額の月額2万円で継続すると、35年後には累積投資額720万円、資産時価総額2835万円(累積投資額の3.94倍)になる。年率4%だとしても資産時価総額は1838万円(累積投資額の2.55倍)にな

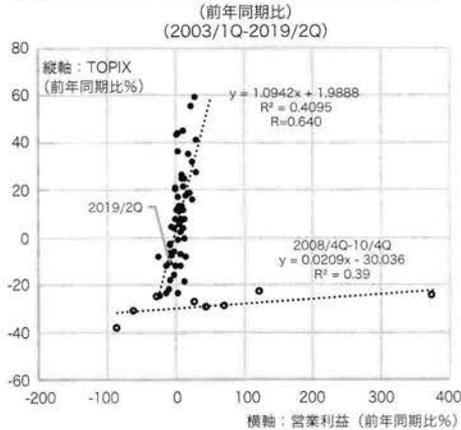
る(図表4)。

今年の夏に出回った「現役引退後、年金だけでは不足」「2000万円は必要」という騒動の2000万円など、5〜6%の年率リターンを前提にすると、例えば30歳から65歳までの35年間、わずか月額2万円の定額積立で実現できてしまうのだ。さらに、退職一時金の受け取りもあることを考えれば、長年正規社員として働いてきた人には「老後2000万円問題」は倍額でクリアできる。

ちなみに定額積立投資でも、できるだけ株価が低い時に始めた方が有利だと考えている方が多いが、それは全くの勘違いである。投資をいつ始めるかという「タイミングリスク」を平準化できるのが定額積立投資の最大のメリットである。その年率リターンは、対象資産価格の変動経路(どれだけ下がって、どれだけ上がるか)、評価時点(終点)の株価水準、そして投資期間に依存するが、投資の始期による影響は非常に小さい。つまり、高値圏だろうと安値圏だろうと、いつ始めてもよいのだ。

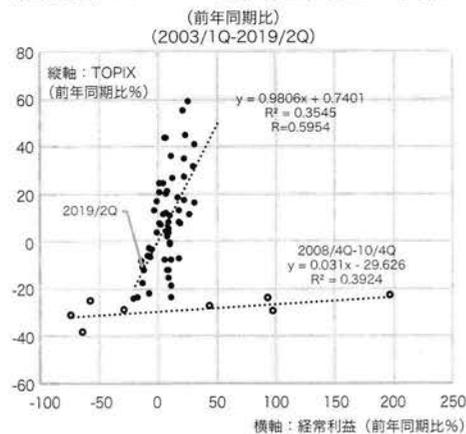
実際、前記の試算例で投資の始期を03年3月ではなく、株価がその水

〔図表5〕TOPIXと法人営業利益の変化



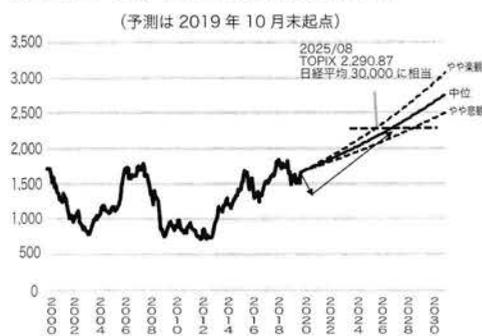
(出所)財務省, Yahoo finance

〔図表6〕TOPIXと法人経常利益の変化



(出所)財務省, Yahoo finance

〔図表7〕TOPIXの推移と将来予想



(出所)東証, 財務省データなどに基づき筆者作成

これは株価の名目成長率の予想だ。ちなみに、03年3月以来の消費者物価の年率上昇率は平均0・3%である。もし今後インフレ率が趨勢的にこれより上昇する場合には、それにスライドして株価の期待上昇率も上げてみるべきだろう。

もちろん、短期中期の上下動を伴って進むのが株価である。筆者は20年中に日米をはじめ世界的な景気後退局面に移行すると予想している。

では、最後に今後TOPIXをベイスに日本株にどの程度の成長が見込めるか、取りあえず30年までをめぐりに長期予想をしてみよう。株価指数の長期予想など「取らぬタヌキの皮算用」のようなものと思う方もいるかもしれない。しかし筆者に言わせると、どのぐらいのリターンが長

### 早ければ25年にも3万円

準から約50%も上昇した04年3月に始めたとして試算しても、年率リターンは前者が6・0%、後者6・1%でほとんど変わらないばかりか、0・1%上がっている。要するに始期のタイミングは投資リターンに関係がないのだ。

期で実現できるのか、前提を置いた試算もしないような投資はむしろ投資と呼ぶに値せず、ばくちに近い。長期的な株価の趨勢を決するのは、やはり企業利益の動向であると述べた。では、企業利益と株価の指数の関係はどの程度あるのだろうか。それを見てみよう。

TOPIX前年同期比(3カ月平均値ベース)と法人企業統計(財務省)の営業利益、あるいは経常利益(全産業、ただし銀行・保険を除く)の前年同期比の関係性を示したものが、図表5と6である。TOPIXも企業利益の変化も前年同期比(%)で計測しているが、リーマン・ショックを挟んだ08年第4四半期から10

年第4四半期の期間は、企業利益の急減と急反発で計測値が例外的な値となっている点に注意が必要だ(図中の白丸の分布)。

その期間を除くと企業利益と株価指数の間には安定的で有意な(関係性が偶然ではない)正の相関係数がある。TOPIXと営業利益の変化の相関係数は0・64、経常利益との相関係数は0・60である。また、利益の変化に対するTOPIXの変化の感応度(係数の値)はいずれもほぼ1に近い。すなわち、利益1%の増加にTOPIXが1%の上昇で対応している。

さらに、同期間の営業利益の増加は年率3・7%、経常利益の増加は

年率5・6%である。また、TOPIX自体の年率上昇率は4・6%(配当含まず)だった。そこで、今後のTOPIXの長期平均上昇率を03年以降の平均である4・6%(中位ケース)、やや楽観的な上昇率を5・6%、やや慎重な上昇率を3・7%と想定してみよう。

30年までの推移を示したものが図表7である。TOPIXよりも日経平均の方がなじみのある方のために、TOPIXを日経平均にラフに換算して、日経平均で3万円超え(TOPIXで2285超え)になる時期を示すと、やや楽観的なケースで25年8月、中位のケースで26年11月、やや慎重なケースで28年7月となった。

# 巨大プラットフォームと政府の市場政策

公正取引委員会はアマゾン・ドット・コムなどのいわゆる巨大プラットフォームフォーマーが、個人情報の提供を強要したり通販サイト出品メーカーに協力金を課したりすることが独禁法上の優越的地位の乱用に抵触する恐れがあるとみて、法律の運用見直し、規制強化を進めている。日本に先立ち米国でも同様の動きがある。

政府の市場政策上、GAFAG（グーグル、アップル、フェイスブック、アマゾン）に代表される巨大プラットフォームフォーマーの活動をどう捉えるべきか。

第一に、巨大プラットフォームと伝統企業のビジネスモデルには大きな違いがある。独占経済学や独禁法は基本的に企業の規模とその市場価格支配力に注目しているが、巨大プラットフォームは大量の消費者行動データを収集し収益機会を開拓するために、多くのサービスを無料で消費者に提供している。よく「世の中にフリーランチはない」といわれるが、消費者は「無料」サービスを受ける代わりに、情報提供を余儀なくされるという対価を支払っている。

ここで、価格支配力を通じて消費者に不利益を与えているかどうかという伝統的なアプローチは意味を成さない。

第二に、伝統経済学は巨大企業が独占を通じて公正な競争やイノベーションを阻害するとみる一方で、公益事業には膨大な初期費用が掛かり、また競争がむしろ非効率を生むとの考え方から「自然独占」としてこれを認め、その代わりに政府の一定の管理下に置くとのアプローチを採っている。

ソーシャルネットワークを立ち上げる初期費用は必ずしも高くはないと思われるが、既存のネットワークに対抗して新たな競争者になることは、フェイスブックや写真投稿サイト「インスタグラム」の例を見ても事実上難しい。また、そのビジネスモデルは、個々の利用者の効用がネットワークの利用者総数に依存し、また需要側（または供給側）の増加が反対側のメリットを増加させるクロスネットワーク効果を重視している。独占的な巨大プラットフォームを「自然独占」の延長で正当化できるか検討の余地がある。

第三に、伝統的な考え方は基本的に同一産業内での企業間競争を前提にしており、各国独禁法の競争概念も同様だ。しかし、巨大プラットフォームのビジネスモデルは新たな競争（あるいは共存）形態や、それに伴う問題をもたらしている。インスタグラムなどを傘下に持つフェイスブックのデータ収集力は競争者の出現を事実上不可能にするレベルであり、グーグルがその収入の8割以上を依存する広告収入は、寡占的なサーチ機能に伴うもので、そのサーチ結果にバイアスがないか懸念されている。

アマゾンは収入の8割以上を小売りビジネスに依存し、その米国内でのシェアは50%近くで、他産業の業者や商品との関係で競争上の問題が生じている。

新たなビジネスモデルの展開に、政府の市場政策がどう対応していくのか。独禁法を中心としたさまざまな法律的観点からの検討に加え、いわゆるネット経済学的視点からの議論が不可欠だ。

そうなれば日経平均は2万円割れ、場合によっては1万5000円（TOPIXで1223）近くまで下落が起る可能性が高い。すなわち、図表7に黒い矢印で示したような経路を筆者はイメージしている。

しかし、定額積立投資ならばいつ始めても、初期のタイミングは長期的なリターンにほとんど関係ないことを再度強調しておこう。折しも18年1月から開始された定額積立方式のつみたてNISAは、当初の37年までという期間制限が修正され、37年までならいつ始めても20年間非課税扱いに変更になった。つみたてNISAやiDeCoを利用して、日本、あるいは世界の株価指数と連動する投資信託などで資産形成することの優位性に目覚めた人たちがそうでない人たちの格差は、長期では非常に大きくなるだろう。

もちろん資産形成のための投資は、過去の資産市場分析から得られる教訓や傾向法則に基づきながらも、決して除去し切れない不確実性を引き受ける覚悟が必要であり、その点は投資家個人の自己責任が求められることを最後に強調しておこう。