

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 月額5,830円(税抜5,300円)

104-8178 東京都中央区銀座5-15-8
©時事通信社2024

2024年(令和6年)
4月11日[木]
第11223号

時事トップ・コンフィデンシャル+

Contents 4.11

.corner	.page	.title	.writer
巻頭言	3	現代の「東京ブギウギ」はどこにあるのか	元大阪経済大学経済学部教授 熊倉修一
解説	4	株価動向から考えるバブル崩壊後の日本経済の現段階	龍谷大学経済学部教授 竹中正治
column 照一隅	9	なぜ日本だけ?	壮心不已
外交・国際	10	マクロンの「ウクライナ派兵」発言とその背景	帝京大学法学部教授 渡邊啓貴
解説	14	多様な働き方の実現に向けて フリーランス保護新法の概要と影響	ニッセイ基礎研究所金融研究部准主任研究員 原田哲志
column 采女橋	18	日銀に「救いの神」	

株価動向から考えるバブル崩壊後の日本経済の現段階

日経平均株価指数が1989年12月末の高値を超えたことがメディアで注目されているが、そのこと自体にはあまり意味がない。むしろ、デフレ・低インフレ時代が終焉し、日本企業の自己資本利益率が回復、向上する状況下、日本株の長期の投資リターンが向上していることに注目しよう。日本株の投資リターンのマイナスからプラスへの分岐点は、やはりアベノミクス開始の2013年だ。

特段の意味はない日経平均株価指数の高値更新

日経平均株価指数が1989年12月末につけた3万8915円の高値を更新、3月に入って4万円を超えた。こうした日本株の上昇は、昨年6月のコラム「インフレ率アップが日本企業のPBR、ROE、株価を押し上げる」(金融財政ビジネス2023年6月5日号)で書いた通り、筆者の中期予想に沿ったものだ。

しかしながら、メディアなどでは

日経平均株価指数の高値更新を巡って「失われた30年の終焉か」などの言説が出回っていることに筆者は強い違和感を抱いている。日経平均株価指数のバブル期の高値や4万円という水準を超えたかどうかに、特段の意味はないからだ。

そもそも1989年当時の日本の株価は平均的な株価収益率(PER)で60〜70倍という主要国の株式史上、途方もない過大評価水準にあり、持続不可能なものだった。そういう意味では当時の高値は「蟹気楼」のよ

うな相場であり、この蟹気楼相場と比べて今の相場が高い低いと議論すること自体愚論に思える。

見方を変えて、例えば株価の東京証券取引所の株価の時価総額に注目するならば、バブルのピーク、89年12月末の時価総額は611兆円だが、同時価総額は2015年5月末に620兆円となっており、とつくにピークを更新している。今年2月末時点では977兆円だ(図表1、灰色棒グラフ)。

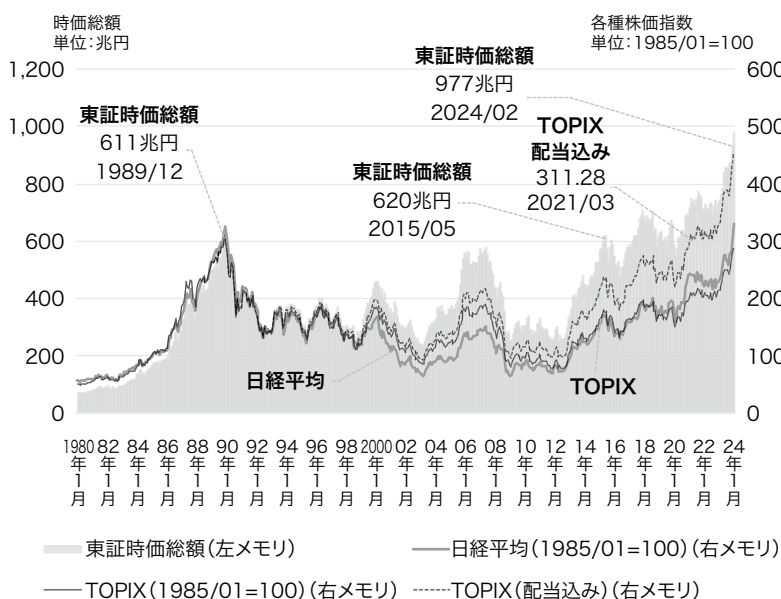
もつとも上場企業の時価総額は株

龍谷大学経済学部教授
竹中正治
たけなか・まさはる 79年東京
銀行(現三菱UFJ銀行)入行、
為替資金部次長、調査部次長、ワ
シントンDC駐在員事務所長、
国際通貨研究所チーフエコノミ
ストを経て、09年4月より現職、
経済学博士(京都大学)。最新著
作「資産形成のための金融投資
論」黄金の波に乗る知の技法
(Kindle、20年10月)。

価が上がらなくても上場される銘柄や株数が増えれば増加するので、投資家層全体にとつての投資リターンを見るのであれば、なんらかの株価指数で見る必要がある。ところが、日経平均株価指数は現代の株価指数としては控えめに言ってもかなり特殊で、はつきり言うとな細工でバイアスの強い株価指数だ。

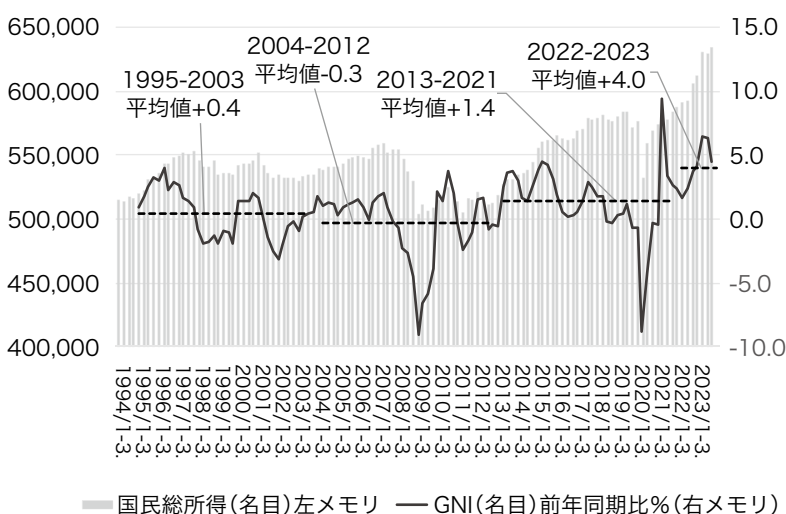
分かりやすく単純化して言うと、日経平均株価指数は日本経済新聞社が選ぶ225銘柄の合計を銘柄数で割り算する原理で計算される。ところがこれだと一株の価格が大きい銘柄(値がさ株)の影響度が強くなってしまう。もちろん一株価格の大小

〈図表1〉東証時価総額推移と株価指数(2023年2月末時点)



(出所)東京証券取引所 Investing.com

〈図表2〉名目国民所得(GNI)と前年同期比(%)



(出所)内閣府

とその銘柄の時価総額の大小は全く別である。実際には値がさ株の影響力が強くなりすぎることを抑制するために、株価に「株価換算係数」をかけて調整して日経平均は計算されている。しかし、その調整は全く不十分であり、値がさ株の変動が指数の変化に強く影響するバイアスが強い。これは株式市場関係者の間では

良く知られたことに過ぎない。一方、東京証券取引所が計算・公表する株価指数TOPIXは、上場されているプライム市場の銘柄(旧東証一部銘柄)などを対象に、組み入れ銘柄の時価総額を基準時点(1968年1月4日)の時価総額で割り算する方式で計算されている(時価総額加重平均)。このため各銘

柄の株価の変化が指数の変化に与える影響は、市場全体の時価総額に対するそれぞれの銘柄の時価総額の比率に基づいたものとなるので合理的だ。実際には単純な時価総額ではなく、浮動株比率が勘案された計算がなされている(浮動株時価総額加重型)。

図表1に示した灰色の折れ線が日経平均株価指数、黒い折れ線がTOPIXである。いずれも比較するために1985年1月末を100として表示してある。TOPIXでは1989年12月の高値を越えていない。さらに投資のリターンを考えるならば、株価指数の価格推移のみを見るのは適切ではない。株価指数に連動する投資信託を買って保有すれば、配当を得るので、配当リターンを含めて修正された株価指数も公表されている。図表1の黒い点線は、配当込みのTOPIXの推移だ。これで見ると、2021年3月末にはバブル期のピークを越えている。

しかしながら、習慣の力は非常に強く、日経平均株価指数は世間的に知られているが故に使われ続けており、読者にとっても日経平均で語る方が分かりやすいので、本論でも以下日経平均を参照しながら述べよう。

バブル崩壊の損失処理が峠を越した2003年

株価指数の高値更新をめぐる不毛な議論から離れて、バブル崩壊のくびきから日本の株式市場はいつ解放されたのか考えてみよう。1990年代末以降の過去四半期の日本経済

を株式投資家の目線で振り返ると、次の4つの時期に分けることができると思う。

①1990年代～2003年…不動産バブル崩壊による不良資産の大規模な発生、銀行が不良債権の損失処理に追われた時期

②2004年～2012年…ポスト・バブル崩壊後のデフレ期

③2013年～2021年…デフレは脱したものの、日銀のインフレ目標である消費者物価指数の伸び(前年比)が2%にとどかない低インフレ期

④2022年～現在…インフレ率の底上げ、2%インフレの持続、名目経済成長率が実質経済成長率を上回る状態の持続が見えてきた時期

関連して図表2をご覧ください。言いまでもなく社会生活全体の経済的な豊かさは名目GDPをインフレ率で調整した実質GDPの変化で測るのがスタンダードである。しかしながら、株式投資のリターンを考える場合は、株価自体が名目なので名目の経済規模の変化が問題になる。そこで図表2には、名目国民総所得(GNI)の推移とその成長率を示した。GDPに対外所得収支(海

外からの利息や配当所得の受け取りから、同支払いを引いた収支、2023年は約34兆円の受取り超過)を加えたものがGNIである。

まず筆者がバブル崩壊による損失処理の終焉を2003年とする理由を説明しよう。当時、日本の金融資本市場の最大の問題は、90年代の不動産バブル崩壊で生じた銀行の不良債権処理だった。その処理が進まない限り「銀行危機の勃発」という危機シナリオを払拭できなかった。

結局2002年3月期、03年3月期の2回で計16・4兆円(全国銀行ベース)の不良債権損失処理が進み、1992年度以降の累計では88・2兆円の損失が処理された。特に大手銀行については「損失処理の峠を越えた」という感触が出た。実際、その後の2004年度、05年度の損失処理額は半減、05年9月の中間決算では大手行(都銀、長信銀、信託銀行)は1928億円の処分益(引当金からの戻し益等)となった(データ・金融庁サイト「金融再生法開示債権の状況等について」より)。

ただし2003年初頭の段階では、大手行で唯一りそな銀行が抜本的な不良債権処理を行う財務体力に欠け

るのではないかという懸念が火種となっていた。ところが同年5月に2兆円の公的資本注入による事実上のりそな銀行の国有化が発表されると、銀行危機シナリオは払拭された。株価は日経平均で8000円台から1万円台を回復する上昇基調に転じ、2007年6月の1万8000円台まで上げトレンドとなった。こうした事情からバブル崩壊の損失処理は、2003年に峠を越え、そこから日本の金融資本市場の正常化、回復が始まったと筆者は判断している。

デフレが企業利益率の押下げ要因として継続

しかしながら銀行の不良債権問題は終焉したものの、日本経済にはデフレ・低インフレが定着してしまっただ。これが第2の2004～12年の時期だ。日本のデフレと米国の金融危機リーマンショック(2008年)による世界的な不況で、この時期の名目GNI成長率は平均マイナス0・3%の落ち込みとなり(図表2参照)、2007年にかけて一度回復した日本の株価も、リーマンショックでは再び日経平均1万円割れに落ちてしまった。

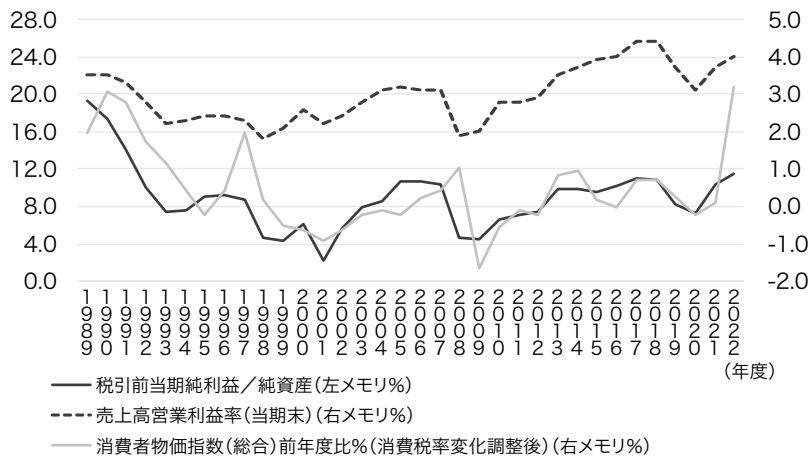
ここで重要なのは、冒頭に述べた

「インフレ率アップが日本企業のPBR、ROE、株価を押し上げる」(金融財政ビジネス2023年6月5日号)で示した通り、インフレ率と一般事業法人の自己資本利益率(ROE)の間には、高い関係性があることだ(図表3参照)。

今回改めて財務省法人企業統計のデータを使用し、長期の時系列データがとれる一般事業法人(全規模、除く金融・保険)を対象に、期間を1990年度から2022年度までに更新し(前掲論考では2021年度まで)、ROE(＝税引き前当期純利益／期末純資産)を被説明変数とした回帰分析を行った。説明変数は、①内閣府の景気動向指数(CI一致系列、前年度比差分)、②消費者物価指数(前年度比、消費税の影響を除くベース)の二つである。

結果は前回とほぼ同様で、二つの変数ともROEとの関係は有意であり(関係性が偶然でない)、説明度を示す補正決定係数は0・585と高い。これはROEの変化の約59%をこれら2つの変数で説明できることを意味する。また、消費者物価指数の1%の低下(上昇)はROEの1・93%の低下(上昇)に対応して

〈図表3〉企業の自己資本利益率ほか(全規模、全産業、除く金融・保険)
2023年3月末時点



(出所)財務省法人企業統計

ちなみにROEを「税引き後当期純利益」で計算して、同様の回帰分析をすると、やはり有意な結果が得られるが、説明度を示す決定係数は0・282まで低下する。これは法人税制の変更等がROEの要因として加わるからだろう。

この回帰結果に基づいて判断する限り、ゼロインフレの下では、2%インフレ下との比較で企業のROEは約4%¹⁾も押し下げられていたことになる。そして押し下げられたROEは株価を下げ、低PER(株価収益率)、低PBR(株価純資産倍率)の要因となってきた。これまでも日本企業のROEの低さは、コーポレート・ガバナンスの問題としてばかり議論されてきた。しかし2000年代のROEの低迷は、実はデフレ・低インフレというマクロ経済環境の影響が大きかったことが見過されてきたのだ。

アベノミクスでデフレ脱却の効果と限界

第3の時期は2012年12月から始まる「アベノミクス回復期」であり、第2次安倍内閣は2020年9月に終わるが、その後継である菅内閣の2021年10月まで、第3の時期としてとらえるのが妥当だろう。

この時期は、デフレは終焉したものの日銀が掲げる2%のインフレ目標にとどかない低インフレが持続した。雇用は正規雇用255万人、非正規雇用が258万人、合計513万人(2013年1月～21年10月)と大幅に増加したが、賃金の伸びは鈍く、名目GNIの成長率は平均1・4%に止まった。

それでも「デフレではない状態」が実現され、1ドル80円を割り込んでいた過度な円高が是正されたことも加わり、図表3が示す通り、企業の売上高営業利益率、ROEともに上昇基調に転じた。株価も日経平均で1万円台を回復し、2017年後半からは2万円台が定着した。

ただし株価の回復が製造業、サービス業双方の一般事業法人で全般的に起こった一方で、銀行部門の株価は取り残された。「アベノミクスの

3本の矢」の一つである「大胆な金融政策」として、黒田総裁の下で日銀は長期国債を含めた大規模国債購入で、長期国債利回りをゼロ%前後まで押し下げた。そのため短期から長期までの金利がゼロでフラット化してしまったことが、銀行収益を押し下げた大きな要因となっている。その結果、銀行の株価も大きく落ち込んだ水準で低迷した。

その解説は本論では省略するが、手短かに言うと銀行のバランス・シートには程度の差こそあれ、預金などを短期金利で調達し、長期貸付や長期国債など長期金利で運用する利鞘構造があり、長短金利格差のフラット化はその利鞘収益をゼロ化してしまうからだ。

また、この時期に至っても、賃金の伸びは抑制されたものだ。90年代後半から2000年代のデフレの時代に、労働組合は正社員の雇用維持を最優先とし

1 ご関心のある方は、筆者のホームページ(<https://masaharu-takenaka.jp/index.html>)で該当論考をご覧ください。

2 詳しくは次の論考をご参照願いたい。竹中正治「日本の銀行株高はどこまで続くか、さらなる上振れ余地の条件」ダイヤモンド・オンライン、2023年10月5日

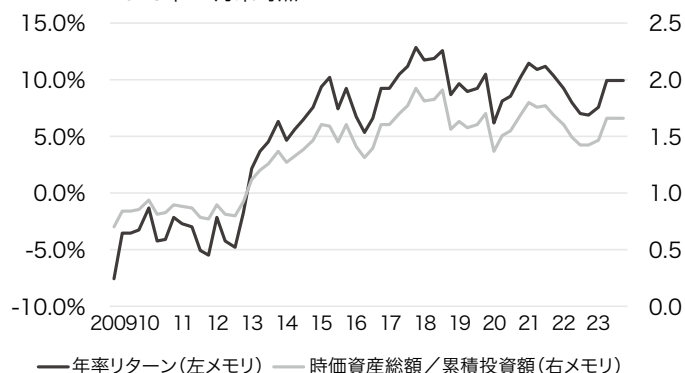
て掲げ、経営側はその見返りに賃金抑制を要求し、賃金と物価が凍結した状態が一種のノルム（社会的習慣）として定着してしまっただけである。その結果、人手不足感が強まったとしても、賃金はあまり上がらず、賃金と物価の相互循環的な上昇が起きなかった。

期待される賃金と物価の循環的な上昇

現在に至る第4の時期は、賃金と

【図表4】各時点過去10年間の毎月定額積立投資の年率リターン

対象株価指数: Morningstar Japan (TOPIXと同様)
2023年12月末時点



(出所) FIWA つみたてインディックで計算

物価が凍結した状態がようやく解凍され、相互循環的な上昇とその定着が期待できるようになった時期だと言える。2022年に起こった世界的な資源価格の高騰、円安による輸入物価の上昇という外因性の衝撃が、凍結していた日本の物価を押し上げ、人手不足も加わり、遅れて賃金も上がり始めた。

この点で今春の労働組合と企業経営の賃金交渉の結果が注目されていたわけだが、連合が3月22日に発表した春季労使交渉の第2回回答の集計結果によると、ベースアップと定期昇給を合わせた賃上げ率は平均5.3%（前年同時点は3.8%）、中小企業は4.5%と大きな伸びとなった。ベアと定期昇給を明確に区別できる1237組合で見ると、ベアの上昇幅は3.6%だった。今年2024年の消費者物価の上昇率が、インフレ目標通りの2%程度に落ち着くならば、ようやく実質賃金はプラスとなり、自律的な景気回復継続が期待できるようになる。

最後に日本株に対する長期の投資のリターンが、どのように推移してきたか、確認しよう。株価指数モーニングスター・ジャパン（TOPIXとほぼ同様）を使って毎月末に定額の積立投資を10年間行なった場合の3カ月ごとの各時点リターン（配当再投資ベース、年率）と累積投資額に対する資産時価増額の倍率（1以上ならキャピタル・ゲイン）の推移を図表4に示した。データが遡及でき、るのが1998年までなので、2009年1月が最初の10年になっている。

これで見ると、年率投資リターンがプラスに転じ、累積投資額に対する資産時価増額の倍率が1倍を超えるのは13年3月からだ。その後、23年12月までのリターンの平均値は+8.5%であり、10%超えは行き過ぎ、しかし5%割れはない。これはリスクに見合った株式投資リターンの復活だと言える。今後2%程度のインフレ率が定着し、長期国債利回りを2%と想定した場合、日本株投資の長期年率リターンは、無リスク資産利回り2%+リスクプレミアム5%として+7%程度は期待できるのではないと思う。