

テーマ：日本株は『買い』ではないのか（下）  
～“長期”、“愚直”に活路～

発表日：2007年11月28日（水）

第一生命経済研究所 経済調査部  
担当 嶋峰 義清 (03-5221-4521)

## 長期的には株価は経済規模に比例して推移

「Market Watching 『日本株は買いではないのか（上）』07/11/21」では、日本の企業業績や低い金利水準を考えれば、これまでの株安によって相応の割安感が指摘されるのはもっともだが、不透明な諸環境を勘案すれば、投資家の買いは入りにくいと述べた。

株価は、基本的に企業業績を反映したものであり、企業業績は全体としてみれば景気と不可分の関係にある。景気は循環的に動くものであるから、株価もこれにつれて上下する。したがって、3～4年と最も短い景気循環である在庫循環程度の視点で見れば、3～4年のどこが株価の底値で、どこが天井かを見極める必要が出てくる。ましてや、足元のように株価が乱高下しており、実態がつかめないような要因によって景気が失速するリスクも捨てきれないような状況では、株を“安く”買うことは困難を極める。

しかし、もう少し長い目で見れば、趣はやや異なってくる。長期的に見れば、株価の合計、すなわち時価総額は、その国の経済規模に比例して推移する。加えて、市場経済化が進むなかで、時価総額と経済規模の関係はある程度の上昇トレンドを描く。すなわち、長期トレンドを描けば、名目GDP成長率よりも速いペースで株の時価総額は拡大する。

ここで、この観点から長期的な日本の株価を推察すれば、基本的には上昇トレンドを描く公算が大きいと判断される。

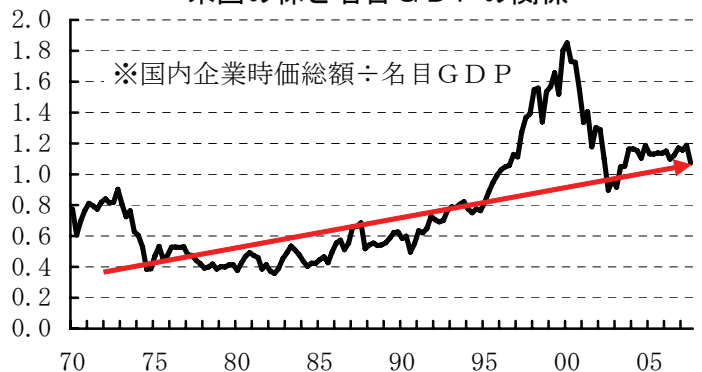
まず、日本のデフレ脱却が視野に入っていることで、名目GDPは緩やかながらも拡大基調を保つと期待される。日本の潜在成長率は1.5～2.0%程度というのがコンセンサスとなっている。デフレから脱却すればGDPデフレーターは少なくともゼロ以上の伸びになると見込まれるため、長期的な名目GDP成長率は少なくとも1.5～2.0%以上の伸びが期待される。このため、長期的な日本の株式時価総額は、少なくともこれ以上の伸びで拡大していくものと期待される<sup>1</sup>。

次に、自社株買いや形を変えた持ち合いの復活という流れのなかで、株価の上昇期待は更に高くなる。株価は、時価総額から株数を除して求められる。自社株買いは、償却すれば発行済み株式数の減少という形になるが、発行済み株式数が変わらない金庫株の形式をとっても、基本的には市場に再放出されないというコンセン

日本の株と名目GDPの関係



米国の株と名目GDPの関係



<sup>1</sup> バブル崩壊後の日本経済は、深刻な景気後退やデフレによって、特に93年度以降ほとんど拡大しなかった。このため、バブル崩壊後の株安には行き過ぎの面があったにせよ、経済規模の状況と照らし合わせれば上昇余地は無かったと考えられる。

サスがあれば、実質的には株数の減少と同じ効果を持つ。同業者同士や利害関係のある事業法人同士の株式持ち合いも、市場に流通する株数の減少という点では同様だ。長期的に見て時価総額が上昇トレンドを描く一方で株式数が減少すれば、株価は時価総額以上の上昇力を持つ。実際、国境をまたいだ企業買収が普遍化していくと見込まれるなかで、企業側が買収防止策として自社株買いや持ち合いを進めていく動きは、今後も継続すると予想される。

このように考えれば、日本の株価は“長期的に見れば”上昇トレンドを描く可能性が大きいと言える。とはいえ、我々日本人はバブル崩壊のトラウマから簡単には抜け出せない。ましてや、足元の状況は、下手をすれば世界的な流動性バブルの崩壊の序章かもしれない。“長期的には買い”と言っても、10年以上も株価が下落するなどということは耐え難いだろう。

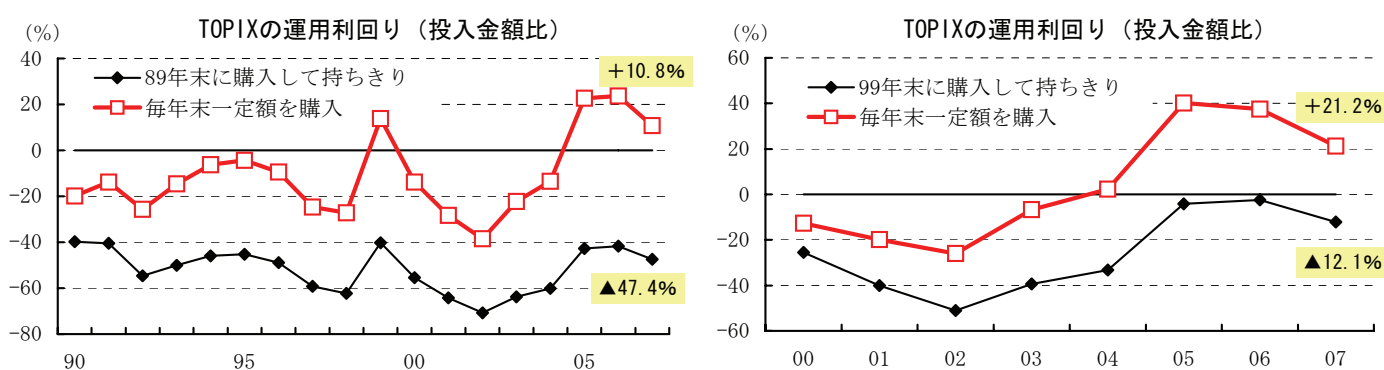
## 89年末に買った【TOPIX】も、買いようによっては“プラス”に

「現時点で割安なことはわかっているが、環境は激変しつつある」、「長期的に見れば上昇するかもしれないが、それは10年後かもしれない」といった状況下でも、買いようによってはこれらのリスクを相当程度軽減することは可能だ。月並みだが、『ドルコスト平均法』、あるいは『ナンピン買い』と呼ばれる買い方だ。具体的には、購入した株の価格が下がっても、下がった価格で更に買い増すことにより、一株あたりの平均購入単価を引き下げる方法だ。これにより、含み益が出る水準を引き下げることが可能となる。

そこで、【TOPIX】という株を<sup>2</sup>、史上最高値をつけた1989年12月末に購入し持ち続けた場合と、それ以降も毎年末に一定額を購入し続けた場合の含み率を計算した。

まず、89年12月に購入した後、買い増すことなくそのまま保有し続けた場合、簿価に対する時価、すなわち足元での含み損率は▲47.4%と、大きな損を抱えていることになる。もちろん、一時も含み“益”に転じたことはない。一方、89年末から毎年末に一定額を購入し続けた場合（今年の本稿執筆時点の11月29日の終値で購入したとする）は+10.8%の含み益となっている<sup>3</sup>。これを利回りに換算すると年率+0.6%にしかならないが（無論、配当などは除く）、未曾有のバブル崩壊のさなかという環境下でのリターンという点は考慮すべきだろう。ちなみにもう少し条件を緩くして、ITバブルのさなか、99年末から同様の条件で投資を行うと、最初に購入した後持ちきりのパターンでは▲12.1%の含み損となるのに対し、一定額購入していくパターンでは+21.2%の含み益、利回りも年率+2.4%が得られることになる<sup>4</sup>。

このように、過去あまり例の無いような長期、且つ大幅な下落局面においても、買い方によってはその後の持ち直し局面で予想以上に早いタイミングで含み益に転じることが可能である。



<sup>2</sup> TOPIX連動型、および日経平均連動型ETFが上場したのは2001年7月。

<sup>3</sup> 過去にも、99年末と2005年末以降は含み益が生じている。

<sup>4</sup> ちなみに日経平均で同様の資産を行った場合、89年以降持ちきりで▲60.1%、同一定額買い増しで▲0.4%、99年以降持ちきりで▲18.1%、同一定額買い増しで+21.0%となる。TOPIXと大きく乖離しているのは、日経平均銘柄入れ替えの影響によるところが大きいと判断される。

## 長期、且つ機械的な投資

ただし、『ドルコスト平均法』は投資家を選ぶ。たとえば、決算期毎に資産の時価評価を迫られる法人にとっては、決してリスク回避の手段とは言えない。“含み損が大きくなったので新たに買い増したところ、更に株価が下落して決算期末を迎える”といった例は、特に90年代から2000年代前半にかけて枚挙にいとまがない。

基本的には、このような投資方法は長期投資に向いている。仮に“投資家は常に判断を誤るリスクが高い”とするならば、敢えて恣意性を外して、機械的にタイミングを決めて一定額を購入していくのが良いだろう。

『ドルコスト平均法』は、投資期間が長くなればなるほど収益は安定し、例えば毎月末日に購入する場合と、毎月ランダムな日に購入する場合とでは、やはり投資期間が長くなれば、リターンの差はほとんどないのである<sup>5</sup>。

昨今、貯蓄から投資へというように、家計貯蓄のリスク性資産への流入の必要性が指摘されている。このなかで、団塊世代が退職を迎えるに当たり、その退職金である“団塊マネー”の株式市場などへの流入が期待されている。たしかに、団塊世代への各種アンケート調査などによると、退職金を株式などのリスク性資産で運用する計画を持っている人の率は高い。しかし、足元のような市場動向で退職金のうち数百万、ないしは数千円を株式に投資するのはかなりの勇気が必要だろう。一方で、『ドルコスト平均法』であれば長期間の投資によってかなりのリスク回避が可能になるものの、65歳時点での平均余命は20年前後であり、たまたま病気などによって多額の資金が必要なときに、足元のように株価が急落していくような局面であれば問題だ。したがって、できるだけ若い時からの投資に有利性がある。

前述したように、長期的には株の時価総額は名目GDP成長率を上回る傾向にある。一方で、無リスク性資産の代表格といえる10年債利回りは、長期的には名目GDP成長率程度になる。すなわち、国債に投資した場合の利回りよりも、株式に一定の方法で投資したときに得られる期待収益率の方が高くなる余地がある。無論、国債利回りよりも圧倒的に低い利率の預貯金とは比べものにならない。

## 日本の将来を信じられるか

このように、『ドルコスト平均法』などで長期投資を行った場合、戦後最も運用環境が悪いと考えられる90年代以降でさえ、足元ではプラスのリターンとなっていることがわかった。しかし、先行きもそうであるかどうかは確約されるわけではない。

最終的には、今後の日本の経済成長をどう見るか、すなわち日本の将来を信じられるかどうかにかかってくる。少子高齢化は今後ますます拍車がかかり、女性や高齢者の労働参入や、生産性の向上などが無ければ、株価上昇の前提となる経済規模の拡大さえ怪しくなってくる。長期的に経済規模が縮小、すなわち名目成長率がゼロ以下にしかならないのであれば、株の時価総額にも縮小圧力がかかりやすい。こうした事態を回避するためには、政策面で様々な対応が必要となることは言うまでもない（例えば当社が07年11月7日にプレスリリースした『日本経済の10年予測～市場競争社会への取り組み』などを御参照）。その点で、こうした対策が取られる時間的猶予は少なく、どうか失望させないで欲しい——というのが多くの人の本音でもあろう。

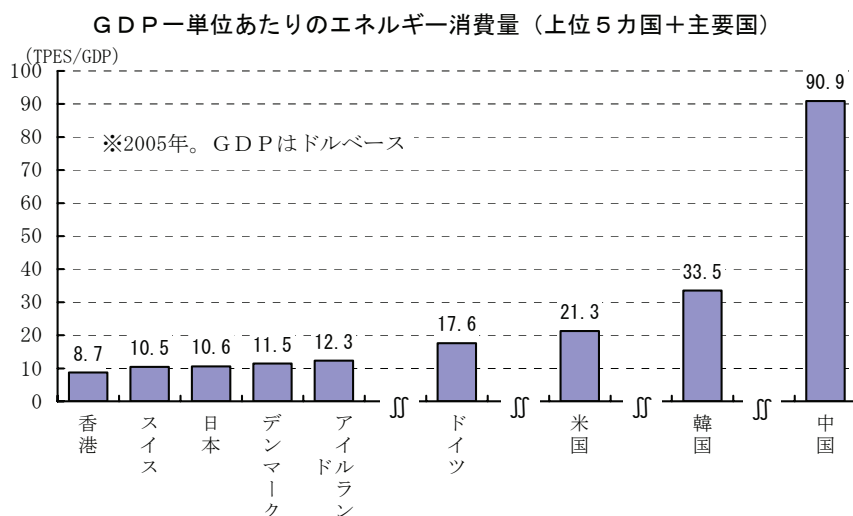
実際、こうした点を踏まえて日本の先行きに対する悲観的な見方は多い。それならばむしろこれからが期待される新興国の方がより期待がもてる、と考えるのは自然かもしれない。中国などBRICsをはじめとした新興大国は、一部にやや行き過ぎの面があるとはいえ、趨勢的に見れば相対的に高い成長が続くと期待される。一方で、“投資”という観点から考えた場合、市場制度の不備、政治（政策）の安定度合いなどの点で、日本への投資に比べればリスクが高いことも事実である。

発想を転換すれば、新興国の台頭という流れは続くものの、新興だからこそその投資リスクを回避するために何が必要か——ということを考えるべきだ。

筆者は、この点でも日本は長期的な投資にふさわしいと考える。足元のマーケットで特筆すべき点の一つと

<sup>5</sup> なお、ここでは株価指数（今ではETF）への投資を前提としている。個別企業の場合、投資期間が長くなればなるほど、破綻や合併など、上場廃止リスクも高まる点には注意が必要。

して、原油をはじめとした国際商品市況の高騰が挙げられる。その背景には、新興国の台頭により資源需給が急速に逼迫するという見方がある。実際、中国の平均所得水準が向上していくなかで、今後は安価な労働力を供給する国から、巨大な消費マーケットへと変貌していくことになる。すなわち、一部の財においては、今後より需要が拡大することになる。要するに、資源価格は今後も高水準で推移、ないしは一段と上昇する可能性がある。そうなった場合、企業に求められるのはどれだけ原材料コストを切り詰めるか、すなわち省エネ、省資源の技術であり、それが収益のカギを握るといふことだ。この点で、ミクロ面、すなわち個々の技術の例を挙げればキリがないが、マクロ面で確認しても日本の優位性は圧倒的だ。すなわち、GDP一単位あたりに投入されているエネルギー量は日本が世界第3位であり、おそらくは製造業として足元、ないしはこれから競争相手となっているドイツや米国、韓国や中国などと比べれば、効率度合いは極めて優れていると言えよう。これは、地下資源に乏しい日本企業が、必然的に辿った愚直な技術の成果といえる。



今後予想される時代において、世界が求めるであろう技術の一つをリードしているという点を考えれば、新興国の発展＝日本の発展という図式も成り立つ。こうした技術面での優位性は、人口減少、言い換えれば内需衰退の傾向がある日本経済の牽引役が輸出に偏る可能性が高い日本にとっては、重要なポイントだ。日本の名目GDPに占める輸出のウェイトは18%程度だが、今後ますますそのウェイトは高まろう。一方、TOPIXに占める輸出関連業種のウェイトは30%程度と高く、日本の名目成長率が内需の伸び悩みに足を引っ張られたとしても、輸出が好調に推移すれば株の時価総額は拡大していく可能性を示している。要するに、冒頭で述べた名目GDPと時価総額との関係において、将来的にはさらに時価総額の比率が高まる余地があることを示している。

そうした点を踏まえ、足元のマーケットの流れに惑わされず、長期投資を（日本の技術発展のように）愚直に行っていくことは、先々のリターンに繋がる活路となろう。

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。