マーケットの視点

「株式市場」

実は恐ろしい「日経平均7万円シナリオ」

1 「デフレ脱却」で始まる日本株の長期上昇相場

2 「ROEの改善」のインパクト

3 実は恐ろしい「日経平均7万円シナリオ」

2023年の日本株は、さえない前評判を覆して好調に推移しました。日経平均株価（日経平均）は年始の終値25,716円86銭から11月ザラ場高値の33,853円46銭まで約3割上昇しましたが、こうした値動きに思わず「利益確定の売り」を出した方も少なくないでしょう。しかし、2023年の日本株の好調が長期の上昇相場の始まりに過ぎないとしたら、「早すぎる利食い」はその後の運用に影を落とすことになりかねません。そこで今回は「日経平均7万円シナリオ」と題して、長期的な視点から今後の日本株の動向を展望してみたいと思います。

※本レポートは複数の前提条件を基に試算したものであり、前提条件が異なることでシナリオと実際の値動きには大きな乖離が生じる場合があります。

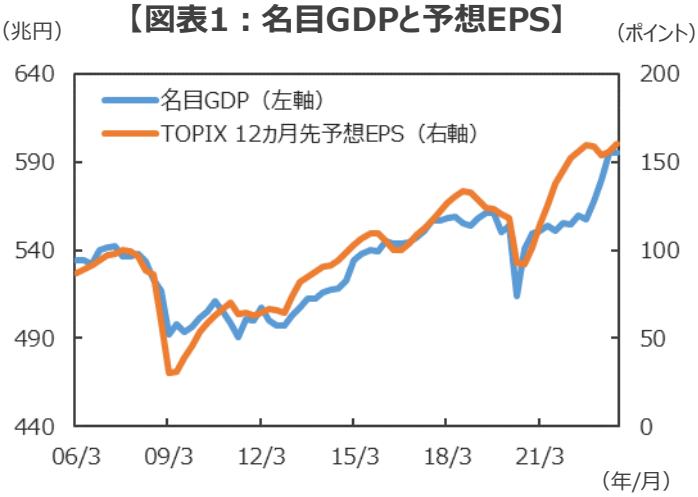
1 「デフレ脱却」で始まる日本株の長期上昇相場

■ 物価上昇と賃上げの好循環によるデフレ脱却への期待感が高まっています。こうした経済環境の変化から市場の関心を集めているのが、名目国内総生産（GDP）の推移です。GDPは国内経済の規模をあらわす経済指標ですが、私たちがよくニュースで耳にするのはインフレの影響を取り除いた「実質GDP」の数字です。一方、この「名目GDP」は、こうした調整を行わない素の数値の経済指標になります。

■ 名目GDPが注目を集めるのは、その拡大が企業の売上や利益と密接な関係にあるからです。例えば、2022年度の日本の税収は国・地方の合計で約71.1兆円に達し、コロナ禍前の2019年度の約58.4兆円から約2割も増加しました。これは、名目GDPの成長が、課税対象となる企業の売上や利益を大きく押し上げたためだとされています。そして、過去のデータを振り返っても、名目GDPと企業の一株当たり利益（EPS）は連動する傾向があることが確認できます（図表1）。

■ 弊社では、日本の名目GDPは底堅い実質GDPの成長とマイルドなインフレが続くことで、2023年度は＋5.5%、2024年度は＋2.6%の成長が続くものと予想しています。そして、デフレ脱却により日本の名目GDPが今後も長期にわたり年率+2.25%の成長を続けると仮定すると、EPSは同約9.1%増加する計算になります（図表2）。

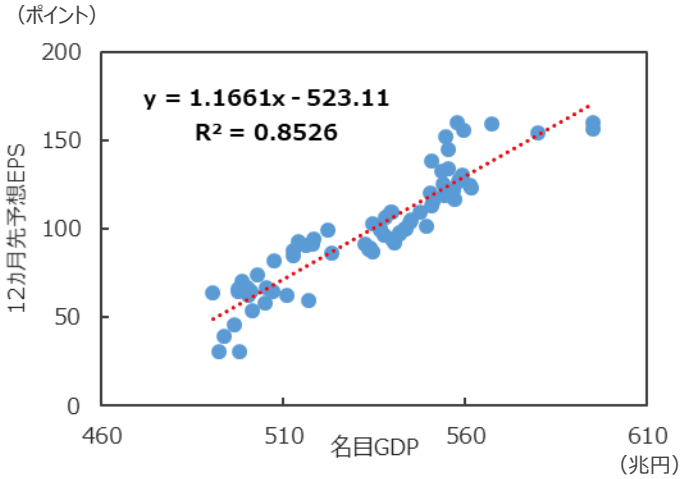
【図表1：名目GDPと予想EPS】



（注）データは2006年1-3月期～2023年7-9月期。名目GDPは季節調整済み年率換算値。
（出所）各種データを基に三井住友DSアセットマネジメント作成

■当資料は、情報提供を目的として、三井住友DSアセットマネジメントが作成したものです。特定の投資信託、生命保険、株式、債券等の売買を推奨・勧誘するものではありません。■当資料に基づいて取られた投資行動の結果については、当社は責任を負いません。■当資料の内容は作成基準日現在のものであり、将来予告なく変更されることがあります。■当資料に市場環境等についてのデータ・分析等が含まれる場合、それらは過去の実績及び将来の予想であり、今後の市場環境等を保証するものではありません。■当資料は当社が信頼性が高いと判断した情報等に基づき作成しておりますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。■当資料にインデックス・統計資料等が記載される場合、それらの知的所有権その他の一切の権利は、その発行者および許諾者に帰属します。■当資料に掲載されている写真がある場合、写真はイメージであり、本文とは関係ない場合があります。

【図表2：名目GDPと予想EPSの相関関係】



	名目GDP（兆円）	予想EPS（ポイント）	増益率（%）
2023年7-9月期	595	171	
名目GDP2%拡大	607	185	8.1%
同2.25%拡大	**608**	**186**	**9.1%**
同2.5%拡大	610	188	10.2%

（注1）回帰分析は2006年1-3月期～2023年7-9月期のデータで実施。
（注2）予想EPSはTOPIX12カ月先予想EPS。名目GDPは季節調整済み年率換算値。
（注3）予想EPSの増益率は2023年7-9月期の名目GDP実績値を基準とした感応度。
（出所）各種データを基に三井住友DSアセットマネジメント作成

シナリオA：「デフレ脱却」で9年後に日経平均7万円を達成

■ 株価はEPSと株価収益率（PER）の掛け算ですから、仮にPERが一定でもEPSの増加に合わせて上昇することになります。日経平均33,000円を起点に考えると、今後長期的に年率9.1%のペースで増益が続くなら、9年後の2033年には日経平均は72,266円（33,000×1.091^9）となり、7万円に到達する計算になります。

■ 「本当にそんなに上がるの？」と疑問に感じる方も少なくないでしょう。しかし、思い出していただきたいのは、2009年12月末以降、日経平均はデフレ経済に苦しみながらも14年間で約2.5倍に上昇してきたという事実です。この間、米国ではS&P500種指数は約4倍に、ナスダック総合指数は同約7倍に上昇しています。もちろん、昨今の米国株のような上昇を日本株に期待するのは欲張りすぎかもしれませんが、「デフレ脱却」という構造変化が本物であれば、企業業績の改善から9年後に日経平均が2倍以上になっても決しておかしくないでしょう。

2 「ROEの改善」のインパクト

■ 業績主導で9年後に日経平均が7万円を達成するのが「シナリオA」だとすれば、それに株主重視の経営による「資本効率の改善」や「株主資本利益率（ROE）の上昇」を織り込んだのが「シナリオB」になります。東京証券取引所による低PBR改善の要請を受けて、収益性の向上や資本効率の改善に取り組む上場企業がここもと増加中ですが、日本企業のROEが改善していくと、7万円到達のタイミングはより早まる可能性があります。

シナリオB：「ROE上昇」で日経平均は6年後に7万円突破

■ 具体的な数字で見てみましょう。仮に、日本企業の今後の増益率を9.1%、足元のROEを９%、配当性向を30%と仮定します。すると、日本の上場企業の株主資本は年率約7%増加して6年後には現在の約1.5倍になります。そして、市場全体で最終利益の30%に相当する額の自社株買いが実施されると（低PBR企業中心に平均PBR1倍の株価水準での実施と仮定）、発行済み株式の減少を通じた資本効率の改善が加わり、日本株全体のROEは6年後に約11.8%まで上昇する計算になります（図表3）。

■当資料は、情報提供を目的として、三井住友DSアセットマネジメントが作成したものです。特定の投資信託、生命保険、株式、債券等の売買を推奨・勧誘するものではありません。■当資料に基づいて取られた投資行動の結果については、当社は責任を負いません。■当資料の内容は作成基準日現在のものであり、将来予告なく変更されることがあります。■当資料に市場環境等についてのデータ・分析等が含まれる場合、それらは過去の実績及び将来の予想であり、今後の市場環境等を保証するものではありません。■当資料は当社が信頼性が高いと判断した情報等に基づき作成しておりますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。■当資料にインデックス・統計資料等が記載される場合、それらの知的所有権その他の一切の権利は、その発行者および許諾者に帰属します。■当資料に掲載されている写真がある場合、写真はイメージであり、本文とは関係ない場合があります。

【図表3：株主資本の増加、資本効率の改善、ROE上昇のシミュレーション】

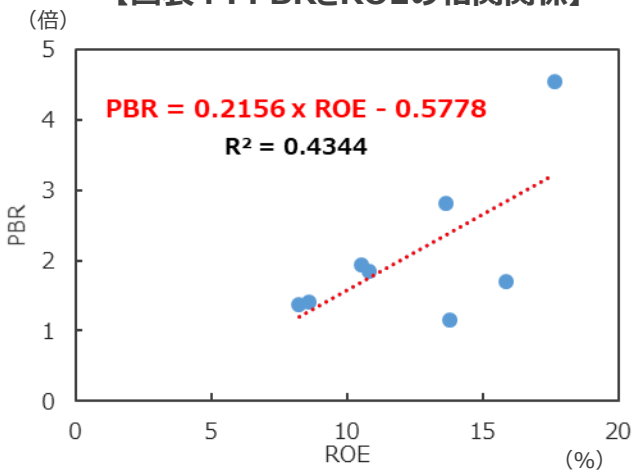
	現在	1年後	2年後	3年後	4年後	5年後	6年後
自己資本	100	107	114	123	131	141	152
資本効率改善		2.5%	5.1%	7.6%	10.3%	12.9%	15.6%
予想ROE	9.0%	9.4%	9.9%	10.3%	10.8%	11.3%	11.8%

（注）足元の全上場企業の株主資本を100、ROE9%、増益率9.1%、配当性向30%、自社株買いを含む株主還元比率60%で試算。
（出所）各種データを基に三井住友DSアセットマネジメント作成

■ ROEとPBRの間には概ね正の相関関係、平たく言うと「ROEが改善するとPBRも上昇する」関係があるとされています。そこで、主要先進7カ国（G7）と世界株価指数（MSCI ACWI）のROEとPBRの関係について回帰分析をおこない、日本（TOPIX）のROEが11.8%に改善した場合のPBRの変化を試算しました。

■ ROEが9%から11.8%に改善すると、日本のPBRは現在の1.40倍から1.97倍に拡大する計算になります（図表4：0.2156×11.8-0.5778=1.966）。つまり、デフレ脱却による業績拡大に資本効率の改善が加わると、33,000円の日経平均は6年後には70,582円（33,000円×株主資本1.52倍×将来のPBR1.97倍÷現在のPBR1.40倍）となり、7万円の大台クリアは3年早まる計算になります。

【図表4：PBRとROEの相関関係】



（注）データは2023年12月22日時点、G7とMSCI ACWIのPBRとROEの関係を回帰分析。
（出所）Bloombergのデータを基に三井住友DSアセットマネジメント作成

3 実は恐ろしい「日経平均７万円シナリオ」

シナリオC：2年で7万円達成の「夢?のシナリオ」

■ 「6年も待てないよ」というせっかちな方もいるかもしれません。そこでご紹介したいのが、最短2年で日経平均が7万円を突破する「シナリオC」です。「そんなおとぎ話のような話しがあるものか」とのお叱りを受けそうですが、是非最後まで読み進めてください。けっして夢物語ではなく、「悪夢のシナリオ」であることがご理解いただけるはずです。

■ 日経平均が2年で7万円を突破するシナリオCは、ハイパーインフレによる通貨下落をともなう株価急騰です。コロナ禍後の世界の株式市場では高水準のインフレと金融引き締めによる景気悪化懸念が重石となり、一部を除きパッとしない相場展開が続いています。そんな世界経済に吹き付ける逆風をものともせず抜群のパフォーマンスをたたき出しているのが、厳しい経済環境に苦しむアルゼンチンとトルコの株価指数です。

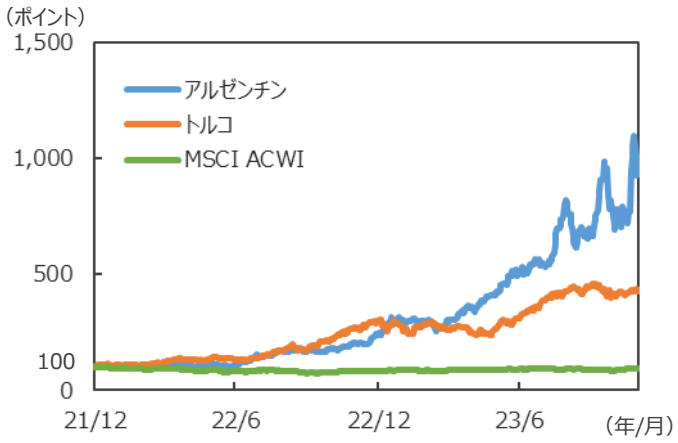
■当資料は、情報提供を目的として、三井住友DSアセットマネジメントが作成したものです。特定の投資信託、生命保険、株式、債券等の売買を推奨・勧誘するものではありません。■当資料に基づいて取られた投資行動の結果については、当社は責任を負いません。■当資料の内容は作成基準日現在のものであり、将来予告なく変更されることがあります。■当資料に市場環境等についてのデータ・分析等が含まれる場合、それらは過去の実績及び将来の予想であり、今後の市場環境等を保証するものではありません。■当資料は当社が信頼性が高いと判断した情報等に基づき作成しておりますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。■当資料にインデックス・統計資料等が記載される場合、それらの知的所有権その他の一切の権利は、その発行者および許諾者に帰属します。■当資料に掲載されている写真がある場合、写真はイメージであり、本文とは関係ない場合があります。

ハイパーインフレで暴騰する株価

■ トルコでは、「高インフレには金融緩和を」というエルドアン大統領の奇手が災いし、同国の消費者物価指数はこの2年ほどの間に約2.6倍に上昇しました。また、アルゼンチンでは度重なるデフォルトと通貨安から、消費者物価指数は同約4.8倍に上昇しています。一方、両国の株式市場はこの間急騰を続けており、トルコのイスタンブール100種指数は2021年末から2023年11月末にかけて約4.3倍に、アルゼンチンのメルバル指数にいたっては同約9.7倍に上昇しています（図表5）。

■ こうした数字を見て既にお気づきかもしれませんが、この間、トルコとアルゼンチンの株価パフォーマンスはインフレをしっかりとアウトパフォームしているのです。2021年末以降、トルコの株価はインフレ調整後でも約1.6倍に、アルゼンチンでも同約2.0倍に上昇しています（図表6）。仮に、日本で年率25%のインフレが生じ、インフレ調整後の実質株価が約1.4倍に上昇すると、33,000円の日経平均は２年後に約2.2倍の72,188円（33,000円×1.4×1.25^2）まで上昇する計算になります。

【図表5：アルゼンチンとトルコの株価指数】

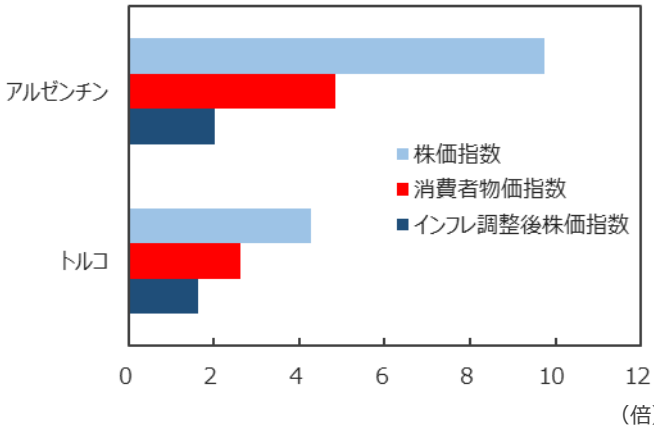


（注）データは2021年12月31日～2023年11月30日、2021年12月31日を100として指数化。
（出所）Bloombergのデータを基に三井住友DSアセットマネジメント作成

インフレヘッジとしての株式投資

■ ハイパーインフレの際に株価が上昇するメカニズムは、株価がインフレ調整前の「名目経済」に連動することに加え、ハイパーインフレそれ自体がビジネスにとって決して「悪い話ばかりではない」からです。というのも、現金の価値が猛スピードで減価してしまうため、人々は競って現金を物に変えようとします。このため、経済自体も猛烈なスピードで回転することとなります。そして、企業は人々の苦しみをよそに、流通段階で在庫をため込んだり、供給をしぼりながら価格を吊り上げることで、高い利益をあげることが可能になります。

【図表６：アルゼンチンとトルコの株価指数、消費者物価指数、インフレ調整後株価指数の推移】



（注）データは2021年12月～2023年11月、当該期間の期初から期末までの伸び。
（出所）Bloombergのデータを基に三井住友DSアセットマネジメント作成

■ 日本でも太平洋戦争直後の混乱期に、ハイパーインフレが発生しました。そして、正規ルートでは物資が枯渇する一方、日本各地に「闇市」が立ち、商売人たちは強力な価格支配力を行使して巨額の利益をあげました。例えば、巨大流通グループを一代で築いた創業者、石鹸販売を皮切りに大手菓子メーカーを育て上げたオーナー、そして政商として暗躍し戦後のフィクサーと呼ばれたような人たちも、闇市で様々な商品を売りさばくことで、その後の飛躍につながる資金を手にしたと言われています。

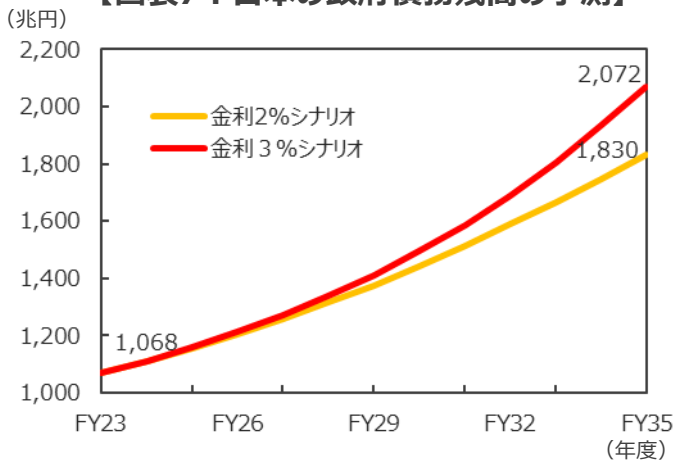
■当資料は、情報提供を目的として、三井住友DSアセットマネジメントが作成したものです。特定の投資信託、生命保険、株式、債券等の売買を推奨・勧誘するものではありません。■当資料に基づいて取られた投資行動の結果については、当社は責任を負いません。■当資料の内容は作成基準日現在のものであり、将来予告なく変更されることがあります。■当資料に市場環境等についてのデータ・分析等が含まれる場合、それらは過去の実績及び将来の予想であり、今後の市場環境等を保証するものではありません。■当資料は当社が信頼性が高いと判断した情報等に基づき作成しておりますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。■当資料にインデックス・統計資料等が記載される場合、それらの知的所有権その他の一切の権利は、その発行者および許諾者に帰属します。■当資料に掲載されている写真がある場合、写真はイメージであり、本文とは関係ない場合があります。

金利上昇により顕在化する日本の財政リスク

■ こういった議論になると、「日本を一緒くたにしてくれるな」という失礼なことを言う方が必ずあらわれます。しかし、そうしたことを言うのは「今日と変わらぬ明日がきっとくる」と信じて疑わない、一部の日本人だけではないでしょうか。例えば、近年のトルコの政府債務は対GDP比で約30～40%で推移しており、プライマリーバランス（様々な行政サービスを提供する経費を税収などでカバーできているかを示す指標）は2022年に黒字転換しています。

■ 翻って日本に目を転じると、政府債務の対GDP比は200%を超え、少子高齢化による社会保障費の増加から、プライマリーバランスの黒字化はなかなか見通せない状況にあります。そんな日本がこれまで財政破綻を免れて借金に借金を重ねてこられたのは、デフレ下でゼロ金利が続いてきたことが主因と言っても過言ではないでしょう。

【図表7：日本の政府債務残高の予測】



（注）データは2023年度～2035年度。現在の平均借入金利0.8%、平均残存期間9年2カ月、財政赤字年40兆円とし、新規の国債発行金利が2%となる場合と3%となる場合について試算。
（出所）Bloombergのデータを基に三井住友DSアセットマネジメント作成

■ 日本の国債残高は2023年度末で1,068兆円まで増加すると見込まれています。そして、年間の利払い費8.5兆円から逆算される国債の平均金利は約0.8%になります。また、国債の平均残存期間は約9年2カ月なので、残高の約11%の借り換えが毎年発生する計算になります。政府は2024年度の一般会計当初予算案で国債の想定金利を1.9%に引き上げましたが、デフレ脱却による金利上昇で国債の新規発行金利が仮に3%まで上昇すると、単純計算で12年後の2035年度には、日本の国債残高は2,000兆円を突破することになります（図表7）。

■ 日本が現在のような財政規律のまま「金利のある世界」へ突入した場合、国の信用力低下を材料に円安が進み、円安による輸入物価の上昇がインフレを加速させ、そしてインフレを抑え込むための金融引き締め・市場金利上昇がさらなる財政悪化を招く、いわゆる「負のスパイラル」に陥りかねません。そして、「いざインフレ」という時に頼りになるのは、日本人の大好きな現預金ではなく、インフレヘッジの機能を備えた実物資産や株式投資ではないでしょうか。

まとめに

日本のデフレ脱却が本格化すると、名目GDPの成長を通じて企業利益が増加するため、日本の株価は長期的に右肩上がりのトレンドを描く可能性が高まります。こうした日本の構造変化に企業の資本効率の改善が加わると、PBRの上昇を通じて意外と早いタイミングで日経平均は７万円に到達する可能性が出てきます。
とはいえ、日本がこのまま金利のある世界へと戻っていくなら、財政悪化、円安、そしてインフレが連鎖するリスクには注意が必要でしょう。こうしたリスクが顕在化した場合、インフレヘッジとしての株式投資の重要性は、これまでになく高まる可能性があります。

チーフグローバルストラテジスト
白木久史（しらき ひさし）

ここもチェック！
2023年11月30日 あなたの知らない「グローバル小型成長株の世界」
2023年11月 8日 「ドル建て日経平均」という都市伝説

■当資料は、情報提供を目的として、三井住友DSアセットマネジメントが作成したものです。特定の投資信託、生命保険、株式、債券等の売買を推奨・勧誘するものではありません。■当資料に基づいて取られた投資行動の結果については、当社は責任を負いません。■当資料の内容は作成基準日現在のものであり、将来予告なく変更されることがあります。■当資料に市場環境等についてのデータ・分析等が含まれる場合、それらは過去の実績及び将来の予想であり、今後の市場環境等を保証するものではありません。■当資料は当社が信頼性が高いと判断した情報等に基づき作成しておりますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。■当資料にインデックス・統計資料等が記載される場合、それらの知的所有権その他の一切の権利は、その発行者および許諾者に帰属します。■当資料に掲載されている写真がある場合、写真はイメージであり、本文とは関係ない場合があります。