

33年振り高値の日本株、ここからの見通しは？

～過去最高値更新を目指す展開を期待～

2023年6月、日経平均株価は1990年7月以来33年振りの高値となる33,000円台に到達しました。特に5～6月は、2カ月連続で日経平均株価が2,000円以上上昇するなど、急ピッチの上昇になりました。東証の投資家別売買状況によると、4月以降、海外投資家が株式を3カ月連続で買い越し、累計では現物・先物合わせて7兆円以上となっています。日本のデフレ脱却期待や東証によるPBR（株価純資産倍率）1倍割れ是正要請などから日本株が選好されたと考えられます。また、コロナ禍からの経済再開や日銀の金融緩和継続、それに伴う円安・米ドル高が進んだことも株価の押し上げ材料になりました。

一方、短期的に急上昇したことから、日本株の過熱感も指摘されています。海外を中心に経済の不透明要因が多いことなどもあり、目先は株価の調整を懸念する見方も出ています。

以下では、現在の株価水準をどう考えるか検証するとともに、今後の見通しを考えていきます。

※PBR（株価純資産倍率）＝ 株価 ÷ 1株当たり純資産額

◆今回の株価上昇の背景

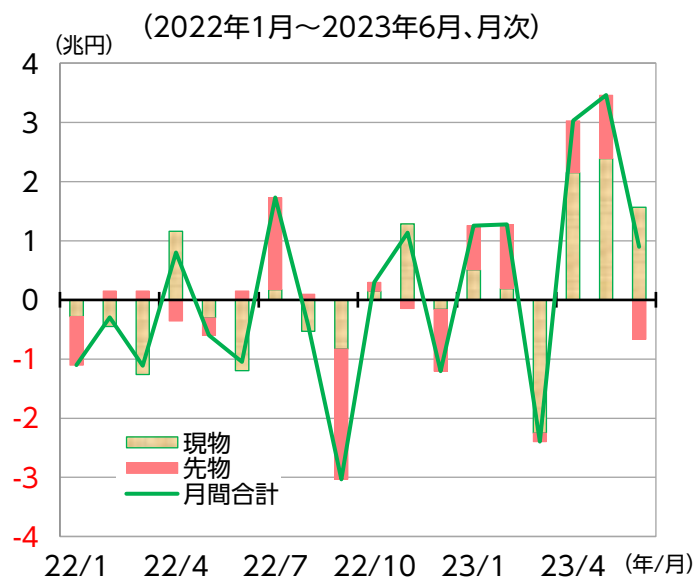
1. 日本経済の変化…デフレ経済からの完全な脱却

日本株が選好された主な理由の1つに、デフレからの脱却が挙げられます。デフレは先行きのモノの価値が下落するわけですから、株式を保有するメリットは見出せません。1990年代後半以降、日本は長いデフレの時代となり、名目GDP（国内総生産）が伸び悩みました。2012年末から政府・日銀のデフレ脱却を目指すいわゆるアベノミクス以降は、デフレではない状態にはなってきたものの、賃金の上昇にはなかなか結び付かず、デフレからの完全な脱却とはなりません。しかし、6月の日本の消費者物価（生鮮食品を除く総合）が前年同月比で+3.3%の上昇となる中、7月5日に公表された2023年春闘の回答集計によると、賃金上昇率は3.6%となりました。現状はデフレ下ではないと言えるでしょう。今後、「名目GDPが普通に伸び行く国」となるなら、株価上昇への期待も高まっていくとみられます。

日経平均株価の推移（超長期）



海外投資家の売買動向



(出所) Bloomberg、日本取引所のデータを基に三井住友トラスト・アセットマネジメント作成

2. 国内株式市場の変化…低バリュエーションの是正

2023年3月東京証券取引所は、プライム、スタンダード市場に上場する企業に対して、資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応を求める通知を出しました。特にPBRが長期にわたって1倍を下回る企業などに、中長期の価値創造に向けて市場評価を引き上げるための具体策を開示・実行するよう、強く要請しています。発表当初は、開始時期について具体的な定めがないことなどから実効性に疑問の声があったものの、4-6月において企業側から自社株買いや増配が相次いだほか、中期計画などでPBR向上へ向けた施策を打ち出した企業が目立ちました。今後も株価や資本コストを意識した企業が増えることが期待されます。

著名投資家のウォーレン・バフェット氏は、4月に日本の商社株を買い増す意向を示し、その後、実際に国内5大商社株を買い増していたことが明らかになりました。バフェット氏は割安な株を買い、長期間保有する運用スタイルとして知られていることから、追隨する投資家も多かったものと考えられます。

3. 国内市場の相対的な優位性

4月28日、日銀の植田総裁は、就任後最初の金融政策決定会合後の会見で「大規模金融緩和の継続」を強く打ち出しました。多くの先進国がインフレ抑制のための金融引き締めに動く中、日銀は緩和の継続を宣言しました。これにより、日本の株式市場は相対的な魅力度が増したとみられます。更に、遅れていたコロナ禍からの経済再開、インバウンドの復活など、消費の回復が期待される状況になりました。

また、米中関係の悪化を懸念した投資家が、中国への投資を日本に振り向けたともされています。リーマンショック以降、中国が大規模な景気てこ入れを行ったこともあり、世界中の投資資金が中国に向かいました。中国は一大生産地であり、14億の人口がいる大消費地でもあることから、生産設備や消費施設に加え、株式市場にも多くの資金が投入されました。これらの一部が同じアジア圏の日本に振り向けられた模様です。

自社株買いの状況

	自社株買い			6月末株価	発表前日～ 6月末上昇率	同期間の TOPIX 上昇率	対TOPIX比
	内容	発表日	前日株価				
三菱商事	上限3,000億円	5月9日	5,045円	6,930円	37.4%	10.5%	26.9%
SUBARU	上限400億円	5月11日	2,218円	2,703円	21.9%	9.7%	12.1%
鹿島	上限100億円	5月15日	1,836円	2,170円	18.2%	9.2%	9.0%
キャノン	上限500億円	5月17日	3,254円	3,790円	16.5%	7.6%	8.9%
東京ガス	上限1,130億円	4月26日	2,637円	3,143円	19.2%	12.1%	7.1%

(出所) 各種資料を基に三井住友トラスト・アセットマネジメント作成

◆バリュエーションで見る株価水準

現在の株価水準を代表的なバリュエーション指標であるPER(株価収益率)で見えます。コロナ禍からの回復期となった2022年以降では、PERは概ね13~15倍の範囲で推移していました。現在は15倍を超えていることから、割高との見方もあるようですが、2014年以降からコロナ発生前までは12~19倍での動きだったことから、PER15倍は概ね中心値付近と言えるでしょう。

※PER(株価収益率) = 株価 ÷ 1株当たり純利益

TOPIXの予想PER推移

(2012年12月31日~2023年7月24日、日次)



(出所) Bloombergのデータを基に三井住友トラスト・アセットマネジメント作成

1989年末当時は、東証第1部の予想PERは60倍を超えていました。同じくPBRについても、5倍を超えていました。もっとも単独決算、連結決算などの違いはありますが、さすがに当時のバリュエーションは異常な高水準だったと言えそうです。

東証1部の予想PERとPBRの比較

	1989年12月末時点	2023年7月24日時点
PER	61倍	15倍
PBR	5.6倍	1.3倍

(出所) 各種資料を基に三井住友トラスト・アセットマネジメント作成

◆短期的にはリスク要因も

ここまで堅調に推移している日本株ですが、短期的には株価を抑えるマイナス材料も考えられます。

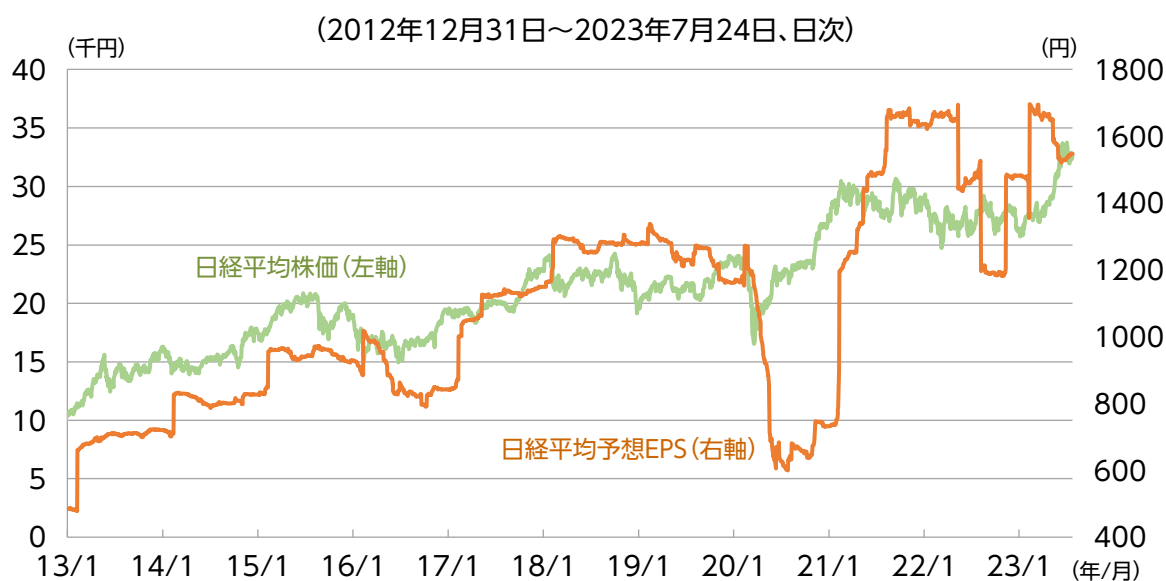
最も気になるのが、欧米の金利引き上げによる景気悪化の可能性です。コロナ禍からの経済回復やロシアのウクライナ侵攻にともなう資源高などを背景に、2022年は激しいインフレに見舞われました。FRB（米連邦準備理事会）やECB（欧州中央銀行）などは大幅な利上げを実施し、米国では1年余りで5%もの利上げを行いました。利上げは景気に対しマイナスに作用することから、今後の欧米での景気悪化が懸念されます。

また、中国経済の状況も懸念されます。長らくゼロコロナ政策を行ったことで経済が悪化していた中国は、ゼロコロナ政策を打ち切り、今年からの経済回復が期待されていました。しかし、消費回復はかなり遅れており、不動産市況の低迷も続いています。日本企業にとっても生産地であり、消費地でもある中国の回復が更に遅れるようであれば、日本企業の業績に水を差すこととなります。

◆デフレからの完全脱却と企業の価値向上が進めば、最高値更新も視野に

下記は日経平均株価と予想EPS（1株当たり純利益）です。ここまでの株価上昇は、過去のバブルのように期待が大幅に先行したものと違い、収益の裏付けを伴っているとされ、5～6月の急速な上昇は、高水準になっていた利益に株価が追い付いたとも考えられます。1990年代後半以降、日本の株式市場はしつこいデフレに苦しんできました。今般、賃金の増加を伴う緩やかな物価上昇が続いており、デフレからの完全脱却が進めば、日本の株式市場の魅力度が更に高まるものと期待されます。また、東証からの低PBR改善要請をきっかけに、企業価値の向上が進めば、株価の過去最高値更新が視野に入る可能性も高まると考えられます。

日経平均株価と予想EPSの推移（超長期）



(出所) Bloombergのデータを基に三井住友トラスト・アセットマネジメント作成

【ご留意事項】

- 当資料は三井住友トラスト・アセットマネジメントが投資判断の参考となる情報提供を目的として作成したものであり、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。
- ご購入のお申込みの際は最新の投資信託説明書(交付目論見書)の内容を必ずご確認のうえ、ご自身でご判断ください。
- 投資信託は値動きのある有価証券等(外貨建資産には為替変動リスクを伴います。)に投資しますので基準価額は変動します。したがって、投資元本や利回りが保証されるものではありません。ファンドの運用による損益は全て投資者の皆様に帰属します。
- 投資信託は預貯金や保険契約とは異なり預金保険機構および保険契約者保護機構等の保護の対象ではありません。また、証券会社以外でご購入いただいた場合は、投資者保護基金の保護の対象ではありません。
- 当資料は信頼できると判断した各種情報等に基づき作成していますが、その正確性、完全性を保証するものではありません。また、今後予告なく変更される場合があります。
- 当資料中の図表、数値、その他データについては、過去のデータに基づき作成したものであり、将来の成果を示唆あるいは保証するものではありません。
- 当資料で使用している各指数に関する著作権等の知的財産権、その他の一切の権利はそれぞれの指数の開発元もしくは公表元に帰属します。