

金融経済 ニュースの着眼点

株式会社大和総研
金融調査部 主任研究員
長内 智



第10回 日経平均株価の「失われた30年」

1989年（平成元年）12月29日、日経平均株価が史上最高値3万8915円87銭を記録しました。それから30年後の現在まで史上最高値を更新することはなく、まさに「失われた30年」といえる状況です。そこで、今回は30年という節目を機に、日本のバブル経済について簡単に振り返りたいと思います。

① 日経平均株価の最高値から30年 ～バブルで株価と不動産価格が急騰

今からほぼ30年前、平成最初の「大納会」（株式市場の年内最終取引日）となった1989年12月29日に、日経平均株価が史上最高値3万8915円87銭を記録しました。当時、日本経済はバブルの全盛期で株式市場に対して強気な見方が多く、日経平均株価は今後5万円に達するという声も聞かれました。しかし、年が明けると株式相場は大きく崩れ、1990年の大納会の日経平均株価は2万3848円71銭と、わずか1年で約39%も下落したのです。

株価の下落を追うように、1990年代初めに地価が下落基調へと転じ、経済成長率が低迷するなど、バブル経済の崩壊が明らかとなってきました。その後、日本経済・金融市場は、金融危機やデフレ不況に陥り、「失われた20年」ともいわれる長期経済停滞に悩まされることとなったのです。

日経平均株価が史上最高値をつけてから30年という節目を機に、ここで当時のバブル経済について簡単に振り返っておきたいと思います。

いわゆる日本のバブル経済とは、1980年代後半の超好景気のことであり、その発生のかきかけとされる出来事として、1985年の「プラザ合意」が挙げられます。プラザ合意は、先進5カ国（日本、米国、英国、旧西ドイツ、フランス）がドル高

是正に向けて協調することで合意したもので、これを受けて為替市場では円高が急速に進みました。日本の輸出関連産業が円高で大打撃を受けて国内景気が下振れする中で、景気後退を回避するため、政府は内需拡大政策を打ち出し、日本銀行は金融緩和政策を実施しました。

このような景気拡張的な政策を受けて、日本の景気が改善する中で、国内の資金が株式投資や不動産投資に回り、株価や不動産価格が上昇し始めることとなります。そして、今後も長期的に好景気が続くと考える投資家からの資金流入が一段と加速して、株価と不動産価格が大幅に上昇し、バブル経済が発生したのです。

バブル期は、個人消費が非常に活発で、高級車や高級ブランド、リゾートマンション、ゴルフ会員権などが良く売れました。現在、日本の

〔図表〕日経平均株価とNYダウ平均株価



出所：Bloomberg、日本経済新聞社より大和総研作成



消費者については節約志向の強さがよく話題となりますが、それとは対照的な状況にあったのです。

② 総量規制や利上げでバブルつぶし — ～株価をバリュエーションで評価

株式市場が1990年に入って下落基調へ大きく転じると、バブル経済は一気に崩壊へと向かっていくことになります。それでは、バブル経済が崩壊したきっかけは何だったのでしょうか。

主な要因としては、大蔵省（現財務省）による不動産融資の総量規制や、日本銀行の急速な利上げなどの影響が指摘されています。つまり、これらの景気引き締めの政策によって、いわゆる「バブルつぶし」が行われたというわけです。

ただバブル経済がひとたび発生してしまえば、こうした景気引き締めの政策が実施されなくても、その崩壊は時間の問題だったと考えられます。なぜなら、経済や金融市場の実態から大きく乖離するような形で株価と不動産価格が急上昇することになれば、政策の有無にかかわらず、いずれは巻き戻しが発生するためです。このことを踏まえると、バブル経済の教訓としては、バブルの芽を早い段階で摘んで、バブル崩壊の影響を抑えることも重要だと考えます。

実際にバブル経済であるかをリアルタイムに識別することは非常に難しいと思います。そこで現実的な対応としては、例えば、株価のバリュエーション（価値）に関する指標を複数利用して、現在の株価水準を評価することが重要です。代表的な指標として、「株価収益率（PER）」

や「株価純資産倍率（PBR）」が挙げられます。具体的には、これらの指標の長期的な平均値と現在の水準を比べ、現在の水準が平均値から大きく上振れしている場合には、株価は割高でバブル的な状況にあるかもしれないと注意する必要があります。

日経平均株価は、2012年末以降、企業収益の改善等を背景に大きな振れを伴いながらも上昇傾向が続いてきました。しかし、PERとPBRは長期的な平均値に比べてまだ低い水準にあり、その観点では株価に過熱感は見られません。

③ 令和時代に最高値更新を期待 — ～「失われた40年」の回避へ

現在、日経平均株価は2万円台で推移しており、30年前の平成元年に記録した史上最高値を大きく下回っています。株価に関しては、まさに「失われた30年」といえる状況です。

他方、海外の主要株式市場に目を向けると、この間に株価指数が史上最高値を何度も更新しています。

例えば、米国の株式市場では、2019年にNYダウ平均株価が史上最高値を何度も更新しました。NYダウ平均株価の水準が1989年末に比べて、約10倍に上昇した点も注目されます。

株価の先行きを見通すことは非常に難しいですが、今後、日本の経済再生とデフレ脱却が実現し、企業収益が一段と拡大することにより、令和時代に日経平均株価が史上最高値を更新して「失われた40年」を回避することに期待したいと思います。

P

おさない さとし 2006年早稲田大学経済学研究科博士課程単位取得退学、大和総研入社（金融資本市場担当）。2008～10年大和証券に出向（海外市場担当）、2010年大和総研に帰任（新興国、日本経済担当）。2012～14年内閣府参事官補佐として経済財政白書、月例経済報告などを担当。2014年大和総研に帰任（日本経済担当）、2018年より現職（金融資本市場担当）。執筆書籍：『この1冊でわかる 世界経済の新常識2019』日経BP社、2018年、共著。『日経プレミアシリーズ：トランプ政権で日本経済はこうなる』日本経済新聞出版社、2016年、共著。『リーダーになったら知っておきたい 経済の読み方』KADOKAWA、2015年、共著。