

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25回 日経平均株価3万円の過去と現在

緊急事態宣言下の2021年2月、日経平均株価が約30年半ぶりとなる3万円の大台を回復しました。新型コロナウイルス感染症の影響が長期化している中で大幅な株価上昇に対しては、過熱感を指摘する声が多くありません。今回は、新型コロナ危機後の株価上昇の背景について概観するとともに、主要なバリュエーション指標等により過去との比較を行いたいと思います。

① 新型コロナ下の大幅な株価上昇 – ～約30年半ぶりの大台

2021年2月15日の東京株式市場において、日経平均株価が3万84円15銭で取引を終え、約30年半ぶりとなる3万円の大台を回復しました。

日経平均株価は、1989年12月29日に史上最高値（終値ベース、以下同様）となる3万8915円87銭を記録した後、バブル崩壊を受けて長期的な下落局面に入り、1990年8月2日（3万245円18銭）を最後に、一度も3万円を上回ることがありませんでした。

ここで、2020年の新型コロナ危機後の相場動向を簡単に確認しておきましょう。まず、各国の政府と中央銀行による史上空前規模の新型コロナ対策によって世界経済の急激な落ち込みが止まり、金融市場では緩和マネーが株式市場に流入して、世界的に「不況下の株高」の様相が強まりました。その後も、非常に緩和的な金融環境の下、新型コロナウイルスのワクチン開発の進展に伴う経済活動や企業業績の回復期待などから株価の上昇傾向が続きました。

2021年に入ると、国内の新型コロナウイルスの感染再拡大を受け、緊急事態宣言が1月上旬に再発出され、日経平均株価が弱含む局面もみられました。しかし、ワクチンの普及や米国の大規模な追加経済対策への期待を背景に、経済活動の正常化が進むとの見方が強まったことや、堅調な経済指標と企業決算が追い風となって、

日経平均株価は2月に一段高となり3万円台に乗せたのです。また、2021年に入ってから2月15日までの日経平均株価の上昇幅は約2600円（約9.6%）と、急ピッチな上昇だったことが分かります。

② 株価水準はバブル的な状況か？ – ～バリュエーション指標による評価

新型コロナウイルスの影響が長期化し、さらに、緊急事態宣言が再発出された状況下で記録した日経平均株価の歴史的な高値に対して、過熱感を指摘する声が多くありません。

確かに、世界各国の大規模な財政出動や金融緩和策で溢れたマネーが株高を加速させた面もあると思います。また、ビットコインに代表される暗号資産（仮想通貨）や個別株の一部が急騰したことに加え、原油や銅といった商品価格が大幅に上昇していることなどから、世界の投資家がリスク選好姿勢をかなり強めている様子もうかがえます。

それでは、3万円という日経平均株価はバブル的な状況といえるのでしょうか。それとも、妥当な水準なのでしょうか。この点に関して、日経平均株価のバリュエーション指標を確認したいと思います。

まず、株価水準の割安・割高を示す指標の1つであるPER（株価収益率）は、1株当たり純利益の何倍まで株価が買われているかを示すも



のであり、数値が小さい（大きい）ほど割安（割高）と判断されます。1990年8月時点のPERが46.39倍であったの対し、2021年2月時点は22.93倍と約半分の水準にとどまっており、後者の方が割安な状況にあると評価できます【図表】。なお、株価が同水準でPERが半分になったということは、企業の利益が2倍に増加したことを意味します。

次に、株価が会計上の解散価値に相当する純資産の何倍であるかを示すPBR（株価純資産倍率）を確認しましょう。この指標も数値が小さい（大きい）ほど割安（割高）となり、また1倍を下回っている場合、株価が企業の解散価値より低く評価されているということになります。2021年2月時点のPBR（1.31倍）は、1990年8月時点（3.61倍）に比べてかなり低く、割高感を感じられません。

これら2つの代表的なバリュエーション指標に基づくと、今回の日経平均株価3万円というのは、約30年半前との比較という点で割高感はなく、バブル的な状況とはいえないと考えます。

今後の株価動向を見通す上で重要なことは、経済活動が正常化に向かう中で企業業績の回復が続き、さらにバリュエーションの改善も進む

【図表】日経平均株価とバリュエーション指標等

	1990年8月2日	2021年2月15日
日経平均株価	3万245円18銭	3万84円15銭
PER	46.39倍	22.93倍
PBR	3.61倍	1.31倍
配当利回り	0.51%	1.70%
定期貯金金利	5.63%	0.002%

注1：PER（株価収益率）＝株価÷1株当たり純利益
 PBR（株価純資産倍率）＝株価÷1株当たり純資産
 配当利回り＝1株当たり配当金÷株価
 ※いずれも日本経済新聞社集計

注2：定期貯金金利は1年もの

出所：日本銀行、日本経済新聞社、株式会社ゆうちょ銀行、Bloombergより大和総研作成

のかという点ではないでしょうか。もし、企業業績が期待ほど回復せず、バリュエーション指標が上昇することになれば、日経平均株価の割高感が強まり、株式が売られる展開となる可能性があります。

③ 個人投資家は配当も重視 ～預貯金金利 V.S. 配当利回り

長期的な資産形成という視点からは、株価に対する1株当たり配当金の比率である配当利回りも重要な指標の1つです。1990年8月時点の配当利回り（0.51%）と比較すると、2021年2月時点は1.70%と当時の3倍超の水準にあります。当時と比べて配当利回りが上昇した背景としては、企業収益の拡大や株主還元の強化が指摘できます。

また、金融商品の選択では、預貯金の金利と配当利回りがよく比較されます。例えば、1990年8月時点の定期貯金金利は5.63%であり、現在の定期貯金金利（0.002%）や当時の配当利回りに比べてかなり高い水準にありました。定期貯金にお金を預ければ、結構な利息収入を得ることができたのです。

しかし、現在は預貯金の金利がほぼゼロであり、お金を預けても利息はほとんどもらえません。こうした中、最近、高配当株に投資する個人投資家が増えているようです。もちろん、株式投資には、株価下落といった価格変動リスクや企業業績の悪化による減配リスクがある点に注意が必要です。ただ、超低金利環境下の資産形成においては、投資リスクを考慮した上で、高配当株への分散投資や高配当ETF（上場投資信託）の活用も検討しておきたいところです。

おさない さとし 2006年早稲田大学大学院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年大和証券に外向（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）。CFP®認定者。執筆書籍：『デジタル化する世界と金融—北欧のIT政策とポストコロナの日本への教訓』金融財政事情研究会、2020年、共著。『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。