

ストラテジーブレティン (401号)

空前の好需給、爆騰日本株式の持続性

～積極財政で日本の成長率押上げと将来投資を推進できるか～

2013年に始まった日本株式の長期上昇相場は、年率11～3%程度の上昇トレンドにあったが、2023年以降加速局面に入っている。日経平均は2023年28.2%、2024年19.2%、2025年26.3%の後、2026年に入っても、イラン戦争と原油価格急騰にもかかわらず、5月13日までの4か月半で25.7%と急上昇している。2025年4月のトランプ相互関税ショック後の安値との比較では、13ヶ月で2倍の急騰である。相場のステージが変わったと考えられる。高市政権の積極財政により日本の成長加速を市場が確信できれば、日経平均は年内7万円、3年後10万円が視野に入るだろう。

(1) 壮大な上昇相場のエネルギー、超好需給

この急騰を引き起こした直接の要因は、急激な需給の改善である。NY市場でFOMO(fear of missing out)という言葉回しがあるが、まさしく株高に乗り遅れた投資主体が慌てて株を買いし始めているということである。各投資主体の状況を概観してみよう。東証出来高の6～7割と圧倒的シェアを占める外国人が、今回も相場の牽引車になっている。比較されるのは2013年前半のアベノミクス開始時の6ヶ月で8割上昇と言う急騰である。その時は買ったのは当時ソロスファンドに籍を置いていたベセント米財務長官など、外国人だけであった。この時外国人は2年間に20兆円日本株を買ったが、その後大半を売却し、日本株式の熱狂を冷やした。その外国人が昨年のトランプ関税ショック以降1年間で16兆円と言う大幅な買い越しに転じた。ただし外国人は先物で7兆円の売りポジションを積み上げており(4月末時点で)、強気一辺倒と言うわけではない。この売りポジションを解消しなければならないとすれば、それは更なる株高要因になる。

株式会社 武者リサーチ

代表

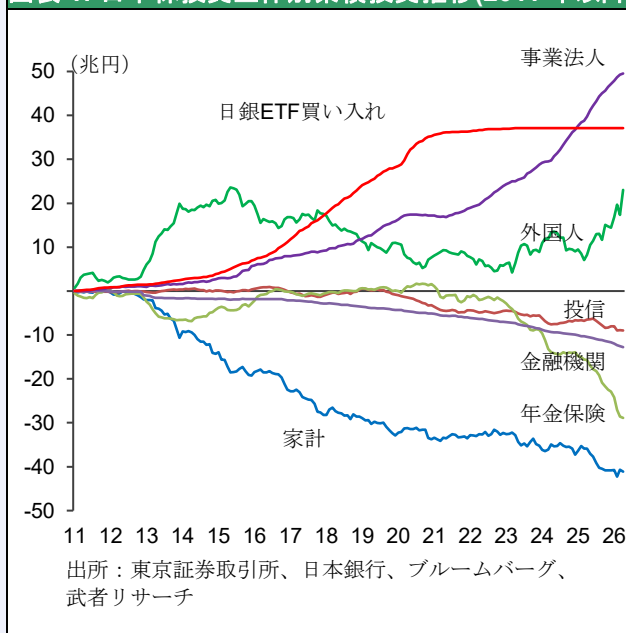
武者 陵司

E-mail: musha@musha.co.jp
www.musha.co.jp

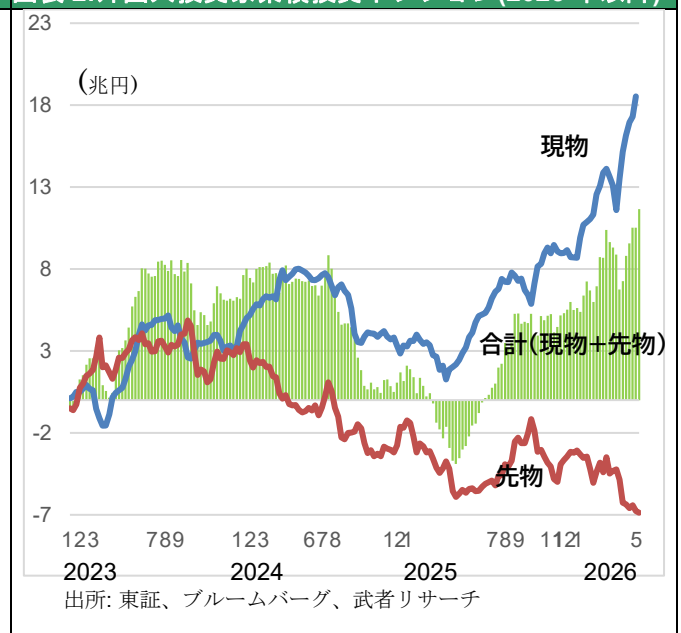
〒108-0075

東京都港区港南 2-16-7

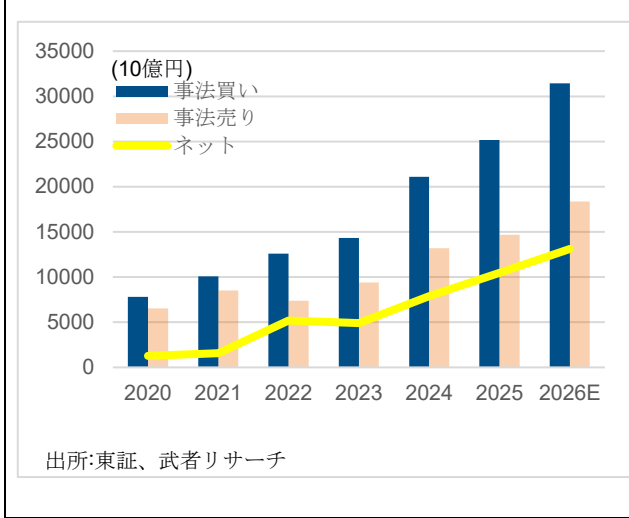
図表 1: 日本株投資主体別累積投資推移(2011年以降)



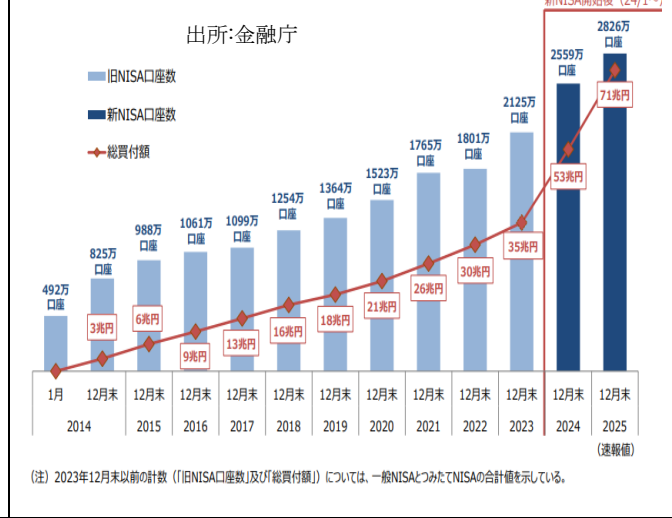
図表 2: 外国人投資家累積投資ポジション(2023年以降)



図表 3: 事業法人株式売買し純投資額推移



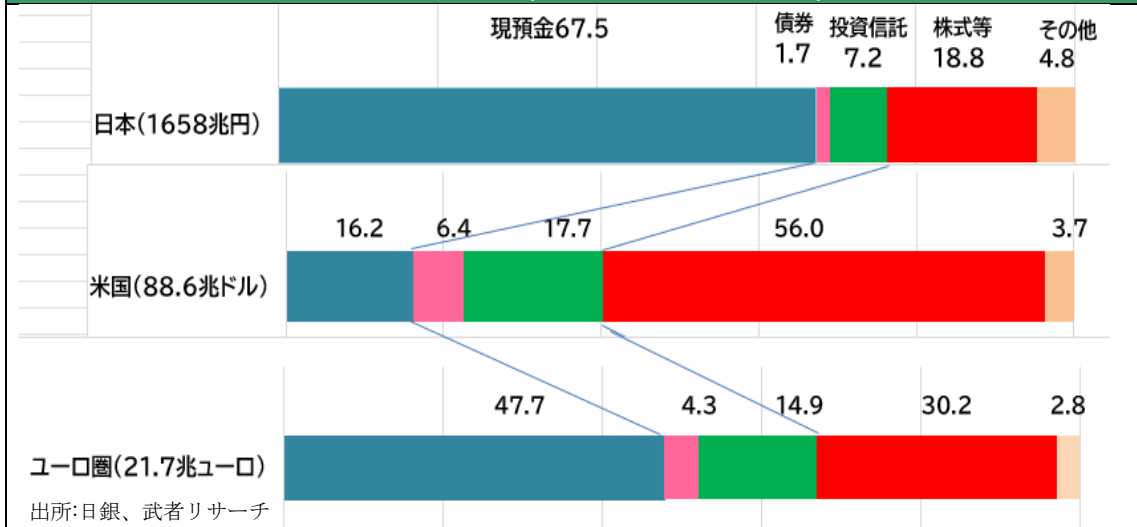
図表 4: NISA 口座と累積買い付け額推移(金融庁)



今回の急騰のもう一つの主役は企業の自社株買いである。アベノミクス当時は年間 1 兆円にも満たなかった自社株買い主体の事業法人の株式購入は、岸田政権の新しい資本主義政策導入を契機に急増している。2022年 12.6 兆円、2023年 14.3 兆円、2024年 21.1 兆円、2025年 25.2 兆円、2026年は4月まで 25%増であり、このペースいくと年間では 31 兆円に達する。PBR1 倍以下の是正を求める金融庁・東証の要請、現金の持ち過ぎが M&A ターゲットにされることの恐れ、自社株が最も有利な余資運用手段であること、等が理由である。外国人が売りに転じた 2015 年以降、唯一日本株を支えた日銀による ETF 購入が、最高時でも年間 5~6 兆円であったことを考えると、自社株買いがいかに大きく需給面を支えているかがわかる。

個人投資家も大きな買い主体に育ちつつある。2024 年の NISA 改革以降、NISA 口座からの新規買い付け額は、2023 年の 5 兆円から、2024 年、2025 年ともに 18 兆円に跳ね上がった。今のところ買い付けの大半が海外投信だが、日本株へのシフトが起きるだろう。年金など機関投資家もインフレ定着、金利上昇の下で日本国債投資比率の引き下げと株式シフトを余儀なくされている、政府による国公共済(KKR)など公的年金運用の積極化の要請等、が浸透していく。このように全ての投資主体が日本株に向かって押し出されている。

図表 5: 日米ユーロ圏の家計金融資産構成(除く年金保険の準備金)



この好需給は良好な株式バリュエーションに支えられている。株式は配当利回りだけで 2%、PER の逆数である益回りは 5%と国債利回り 2.5%を大幅に上回り、依然超割安の状態にある。それなのに日本の家計の 1624 兆円の金融資産運用(年金保険の積立金を除く)の 68%(1100 兆円)が利息ほぼゼロの現預金に預けられ、株式と投信はわずか 25%、著しく非理性的運用態度だと言える。ちなみに米国は 94.5 兆ドルの家計運用金融資産(年金保険の積立金を除く)の 74%は株式と投信で、現預金は 16%に過ぎない。今、日本人のリスク回避に凝り固まった運用姿勢に深刻な反省が巻き起こっている。

(2) 高市保守革命……高压経済政策が成長率を押し上げられるか

それにしても日本株の割安さは 10 年前から変わっていない。それなのになぜ今人々が割安さに気づき日本株に殺到し始めたのだろうか。日本経済が長期デフレ、長期停滞から抜け出すという期待が高まっているからであろう。

その起点は政策の転換である。過去を振り返ると日本の株式市場のトレンド転換は全て地政学的枠組みと政策選択に支配されてきた。戦後の画期は、

- ① 1950年6月の朝鮮戦争の没発(日経平均 90円から)
- ② 1989年12月末のバブルつぶしの金融引き締めによる天井(日経平均 38916円から)
- ③ 2003年5月のりそな銀行部分国有化・金融不良債権処理完了で底入れ(日経平均 8117円から)
- ④ 2012年11月14日の大底は解散総選挙から始まるアベノミクス変革の開始(日経平均 8664円から)、の4回あったが、
- ⑤ 高市政権の成立は、戦後5番目の長期トレンド形成になると考えられる。

図表 6: 政策・地政学イベントと日経平均



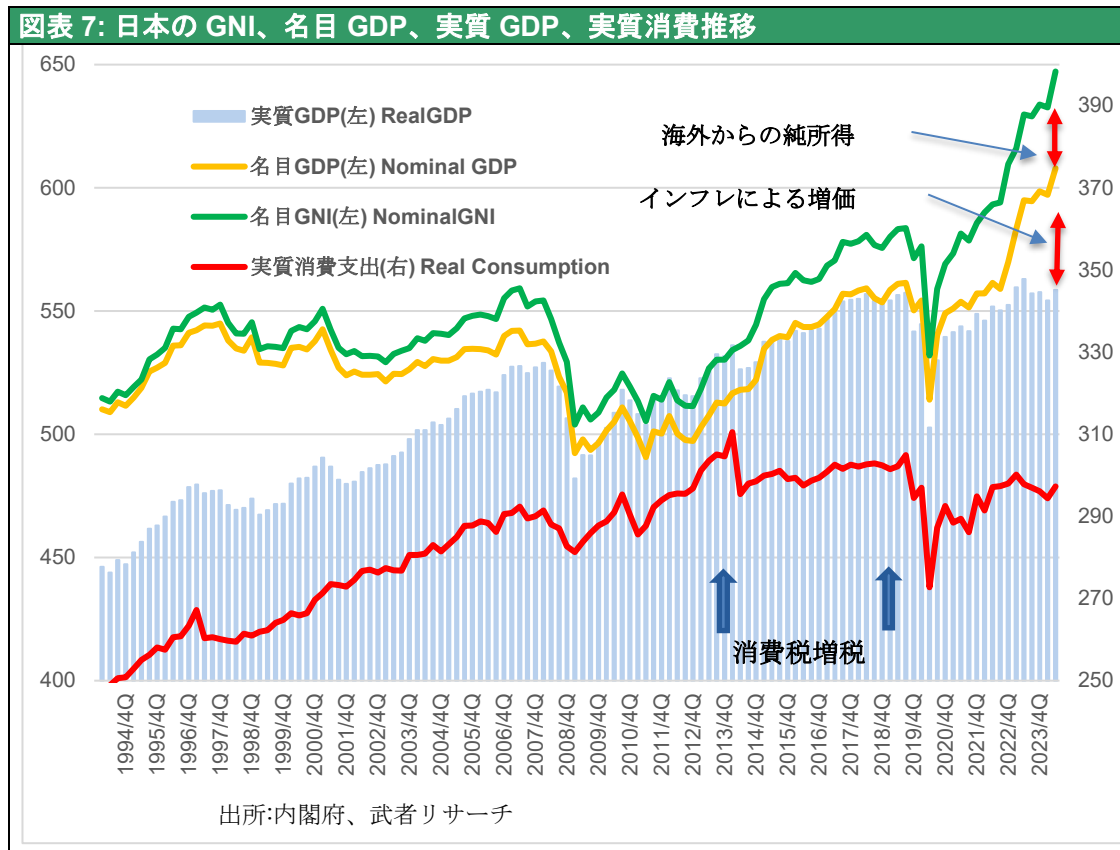
高市政権の成立で高市氏が推進する保守革命の輪郭が見えたことが大きい。2024年10月の石破政権の成立時、高市政権を期待していた株価急は急落した。それとは真逆に、2025年7月の参院選挙での自民大敗により、石破政権崩壊が見え始めたことで株価は騰勢を強め、10月20日の高市政権成立で株価上昇に弾みがついた。

では市場が高市氏に期待したものは何か。それは志半ばに終わったアベノミクスの完成であろう。安倍政権の成立時、日経平均は6ヶ月で80%の急騰を演じた。しかし消費税増税による経済停滞が顕在化した2015

年以降、株価は年率 6%と低迷を続け、市場は安倍政権に失望した形となった。2%インフレ目標は達成できずデフレと異次元の金融緩和からの脱却も先送りされた。最も大きな失望は国民生活の停滞が続いたことである。

アベノミクスがスタートした直前の 2012 年と 2025 年末とを比較すると、株式時価総額は 3.9 倍(301→1192 兆円へ)、法人企業経常利益は 2.4 倍(48.5→114.8 兆円へ)、一般会計税収は 2 倍(40.9→80 兆円強へ)、GPIF 運用益は 7.2 倍(25→180 兆円へ)、外人観光客 4.8 倍(835→4000 万人へ)と目覚ましい上昇を見せた。名目 GDP は 1.24 倍、就業者数は 1.09 倍、女性就業率 61%から 85%へ、最低賃金は 759 円から 1021 円へ、と大きく改善した。デフレが終わり 0%であった政策金利は 0.75%まで引き上げられた。85 円であったドル円レートは 156 円に上昇した。

また企業のビジネスモデルも大きく転換した。米国技術のコピーと、米国市場での販売を基本とした戦後日本企業のビジネスモデルは、Only one 分野、競争のない Blue Ocean へと戦略転換した。円高対応のグローバル化も大きく進展し、グローバルトップ企業も沢山出現した。米中対立と円安により世界需要が日本に集中し始めた。コーポレートガバナンス改革により株式資本主義がようやく日本にも定着し始め、企業の配当は対 GDP 比 0.9%(2000 年度)、1.8%(2012 年度)から 6.2%(2024 年度)へと米国以上の水準まで高まった。



このように日本の稼ぐ力が大きく復活向上した中で、ひとり国民生活は失われた 30 年のままである。実質家計消費は 2012 年度末 302 兆円、2013 年度末 311 兆円に対して 2025 年 4Q 299 兆円(2020 年基準)と、むしろ低下している。デフレ経済下で強行された「社会保障と税の一体改革」により国民負担率が、2011 年度の 38.8%が 2022 年度 48.4%、2024 年度(推)46.2%と急上昇したためである。最大の需要項目である消費が 10 年間落ち込んだままであるから、日本経済は先進国の中でも最低水準の成長率に甘んじている。IMF の 4 月経済見通し(2025 年→2026 年→2027 年)を比較すると、米国(2.1%→2.3%→2.1%)、ユーロ圏

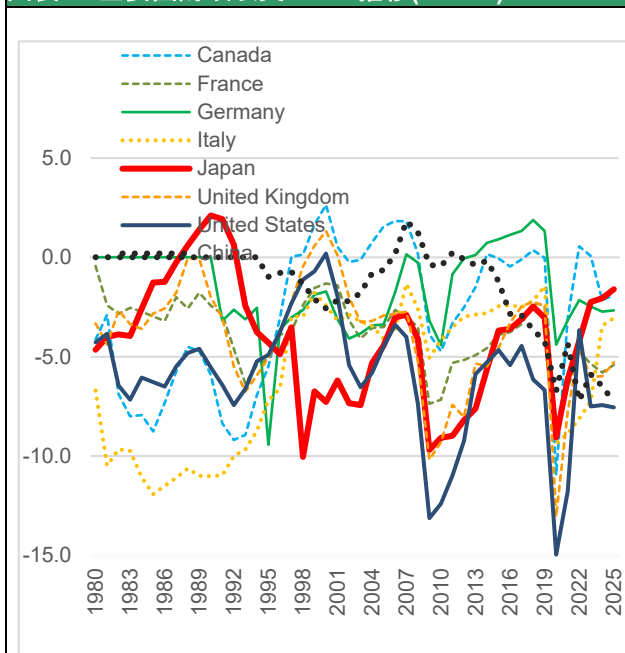
(1.4%→1.1%→1.2%)に対して日本は(1.2%→0.7%→0.6%)と大きく引き離されている。日本の物価上昇率が2025年3.2%、2026年2.2%と欧米を上回る水準まで上昇したため、実質成長率が押し下げられるという要素はある。しかしなぜ日本だけが実質成長率がこれほど抑圧されてきたのか。

(3) 健全財政路線を乗り越えられるか

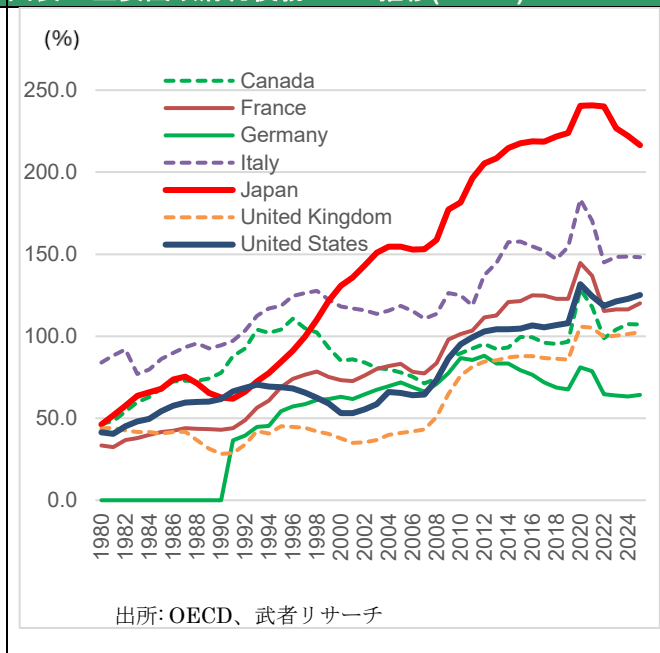
答えは税金の取り過ぎにある。2012年以降の「社会保障と税の一体改革」により社会保険料の引き上げや消費税増税などが打ち出され、デフレの下でも税の取りっぱぐれがない制度が仕組まれた。しかし想定外のインフレになり、税収が著しく増え経済のバランスが大きく崩れたのである。2021年以降、税収は当初予算を6~10兆円上回ることが常態化している。税収上振れ額はGDPに対して1.0~1.6%に相当する。これを財政再建と言うことで政府内に留保してきたため、著しい民需の押し下げ圧力が生まれたのである。実際OECD(2025年6月経済見通し付属データ)の一般政府財政収支対GDPをG7で比較すると、最も経済成長率が低い日本の財政赤字縮小が際立っていることが分かる。図表8に示す日本の財政赤字/GDPは2022年4.2%、2023年2.3%、2024年2.05%、2025年1.6%とG7最小の赤字が続いている。仮にインフレによる税の増収分がまるまる家計に還元されるとすれば、日本は米国に近い成長になっていたはずである。

他方同じOECDデータで政府の総債務の対GDP比(図表9)を見ると、日本は2025年217%で最悪となっている。こちらはメディアを通して誰もが知っている数字で、石破首相が日本の財政状況はギリシャも悪いと言ったことの根拠となったものである。驚くことに石破発言直後の昨年8月8日の日経新聞は、井堀利宏元東大教授の「危機的な財政状況を直視せよ」との論文を掲載し、日本の債務残高が世界最悪、ギリシャよりも悪いというこの図表を紹介している。日本財政は世界最悪なのか、それともG7で最良なのか、どの指標を取るかで結論は正反対になるのであるが、殆どの人は前者のデータの存在を知らずに、後者のデータだけで日本の財政は危機寸前だと思い込んでいる。これは危険である。

図表8: 主要国財政収支/GDP 推移(OECD)



図表9: 主要国政府総債務/GDP 推移(OECD)



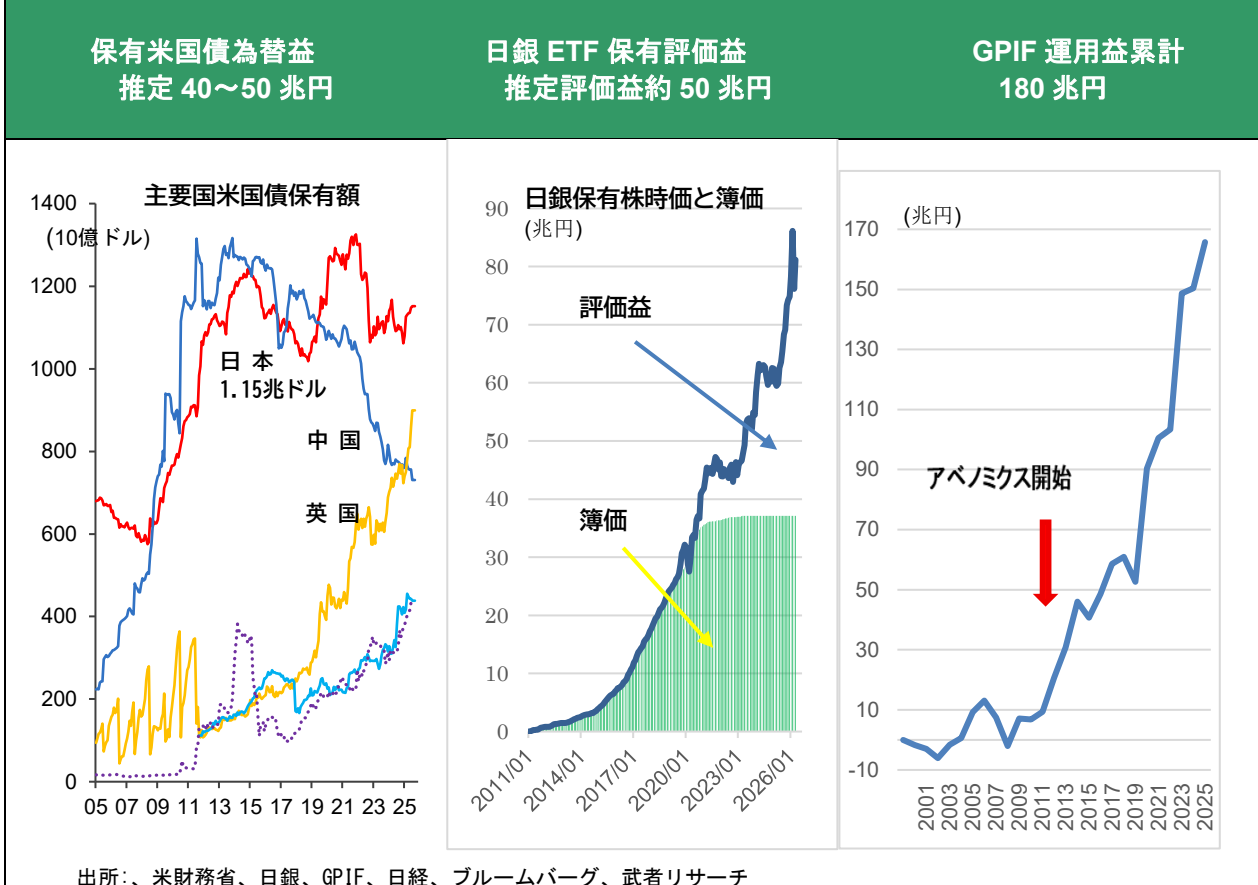
日本の政府の総債務が大きいのは、政府による金融資産保有額が巨大だからである。それを除く政府の純金融債務/GDPで比較すれば、日本は米国やイタリアよりも良好、ほぼG7の平均値と言うレベルである。また政府純利払い費/GDPは世界最低である。財政出動余力は十分にあると言える。

財政政策の活用は高市政権の成否にとって決定的に重要である。第一に税金の取り過ぎによって被害を受けている家計消費を助けなければならない。食品消費税 2 年間ゼロ政策は国民の支持を得て、先の総選挙での自民党大勝をもたらした。高市氏は減税により国民消費を強め、日本経済の成長率を引き上げる政策を早急にうちださなければならない。減税が出来ず、消費回復に失敗すれば、高市人気は下落し政策の求心力が失われる危険が出てくる。

第二に防衛、技術研究開発、産業育成、国土強靱化の全てで、積極的財政出動は必須である。幸いにして、税金の上振れに加えて、米国国債保有の替益 40~50 兆円、日銀 ETF 投資含み益約 50 兆円、GPIF 累積運用益 180 兆円等、巨額の隠れた投資原資もある。この巨額の投資原資を有効に将来投資に振り向けることで、長期繁栄の礎を築くことが出来る。

財政健全化にこだわる財務省とアカデミズム、メディアの攻勢を押し返さなければならない。染みついた清貧、貯蓄優先思考に基づいた経済思想を転換させることが出来るかどうか、鼎の軽重が問われている。現在社会保障国民会議とその有識者会議において、給付金付き税額控除を軸に家計消費の振興策が議論されている。その過程で高市氏の責任ある積極財政路線が形骸化すれば、急騰していた株価を反転させるリスクも高まる。

図表 10: 急増する政府部門含み益(外為特別会計、日銀、GPIF)



本書で言及されている意見、推定、見直しは、本書の日付時点における武者リサーチの判断に基づいたものです。本書中の情報は、武者リサーチにおいて信頼できると考える情報源に基づいて作成していますが、武者リサーチは本書中の情報・意見等の公正性、正確性、妥当性、完全性を明示的にも、黙示的にも一切保証するものではありません。かかる情報・意見等に依拠したことにより生じる一切の損害について、武者リサーチは一切責任を負いません。本書中の分析・意見等は、その前提が変更された場合には、変更が必要となる性質を含んでいます。本書中の分析・意見等は、金融商品、クレジット、通貨レート、金利レート、その他市場・経済の動向について、表明・保証するものではありません。また、過去の業績が必ずしも将来の結果を示唆するものではありません。本書中の情報・意見等が、今後修正・変更されたとしても、武者リサーチは当該情報・意見等を改定する義務や、これを通知する義務を負うものではありません。貴社が本書中に記載された投資、財務、法律、税務、会計上の問題・リスク等を検討するに当たっては、貴社において取引の内容を確実に理解するための措置を講じ、別途貴社自身の専門家・アドバイザー等にご相談されることを強くお勧めいたします。本書は、武者リサーチからの金融商品・証券等の引受又は購入の申込又は勧誘を構成するものではなく、公式又は非公式な取引条件の確認を行うものではありません。本書および本書中の情報は秘密であり、武者リサーチの文書による事前の同意がない限り、その全部又は一部をコピーすることや、配布すること