

# 「日経平均株価10万円説」の根拠 ――三つの独自シナリオで読み解く――

山崎養世  
山崎養世事務所代表

「日経平均株価10万円も夢物語ではない」と聞けば、たいていの人は驚くだろう。バブル崩壊から一五年。日経平均株価はピーク時の四分の一に当たる一万円台を低迷している。長期不振から脱却する力はどこにあるのか。資産運用のプロである筆者が、三つのシナリオを提示する。

かつて米国経済がどん底だった

一九八二年、ニューヨーク・ダウ平均株価はわずか八〇〇ドル、S&P500株価指数は一〇〇ポイントにすぎなかった。それが現在では、それぞれ一ドル、一〇〇〇ポイント超の水準までいる。二三年で一〇倍以上に上昇したのだ。

米国が世界最大の経済大国として復活した要因の一つは、株価が上昇し、資産価値が上がったことがある。

八〇年代初頭には、米国の多くの企業年金（確定給付型年金）が破綻していたといわれていたが、今では株価上昇のおかげで年金資産が大幅に増え、追加支出が急減。年金費用がゼロになつた企業も少

なくない。

個人も株価上昇の恩恵を享受している。個人金融資産は約四〇〇兆円にまでふくらんだ。銀行信託の強い日本人の貯蓄率は高いといわれるが、意外なことに一人当たりの金融資産額で比較すると米国のほうが多い。

ひるがえって、日本はどうか。

八〇年代に五〇〇〇円から四万円近くまで跳ね上がった日経平均株価はバブル崩壊を経て一万円台に低迷している。株価が上昇しないために、企業年金は巨額の積み立て不足を抱え、個人消費にもいま一つ弾みがつかない。八〇年代における米国とよく似た状況である。

## 日経平均株価は実力の三分の一！

まず、現在の一万円という株価は、日本企業の収益力および保有資産からいって明らかに安い。とりわけ、保有資産が過小評価されている。現在の上場企業株のPBR（株価純資産倍率）は平均で約

しかし、筆者は現在の一万円と

いう株価は明らかに割安だと考へている。日経平均株価は最低でも三万円に上昇する余地があり、さらに筆者が考える三つのシナリオが実現すれば「一〇万円」も夢物語ではない。以下に、その論拠を述べよう。

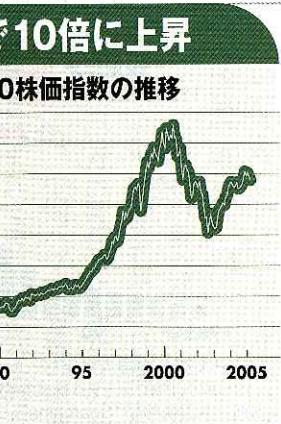
## 株価上昇を牽引する三つの「キーワード」

が外資系企業にも解禁される。上場企業の保有資産より時価総額のほうが安いというゆがみは修正され、PBRは米国並みの三倍に上昇すると見る。すると、日経平均株価は現状のままで三万円に上昇する理屈だ。

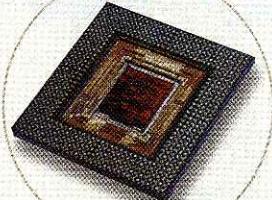
これに対して、二一世紀には資源不足、環境問題を解決するための技術が求められる。その最先端を進んでいるのが、トヨタ自動車の「プリウス」だ。

世界の民生用石油の半分を消費しているのは自動車である。だが、原油価格はわかに高騰し、しかもこれが一過性のものではない。という予測が大勢を占めている。埋蔵量が減少し、油田探査が進まず、B R I C S（ブラジル、ロシア、インド、中国）の成長によるエネルギー消費が増加する局面にあつて、課題となるのは資源循環型経済への移行だ。

この点、かつて第一次オイルショックを真っ先に切り抜けた日本の強さは変わっていない。その象徴がプリウスであり、「トヨタ」が世界で切望されるようになるのは確実だ。



## 20世紀——「インテル・インサイド」



インテルのマイクロプロセッサがパソコンの世界標準となつたように、トヨタ自動車が開発した低燃費エンジンが新たな世界標準となれば、莫大な富が日本に流れ込む

## 21世紀——「プリウス・インサイド」



も、その企業を丸ごと買ったほうが安くつくわけだ。その意味で、村上世彰氏率いるファンダが、ニッポン放送株や百貨店の松屋株を大量に買ったのはきわめて合理的な投資判断といえる。ニッポン放送が保有するフジテレビジョン株、松屋が保有する銀座店の価値を考慮に入れれば、株価は割安だったのである。

八〇年代の米国でも似たような状況があつた。ガulf石油を丸ごと買収すれば、相場の三分の一で同社が保有する油田を入れることができる——といった例は枚挙にいとまなく、そのゆがみを狙つた買収劇が続出した。結果、米国における上場企業株のPBRは約三倍に収斂した。

今後、日本でも、こうした買収劇は珍しくなくなるだろう。一時的に凍結されたとはいえ、近い将来には「株式交換による企業買収」

が外資系企業にも解禁される。上場企業の保有資産より時価総額のほうが安いというゆがみは修正され、PBRは米国並みの三倍に上昇すると見る。すると、日経平均株価は現状のままで三万円に上昇する理屈だ。

そのキーワードは、「プリウス・インサイド」「高速道路無料化」「ロボット」だ。これら三つのキーワードは、日本ひいては世界が直面している重大な状況変化に対応するものである。

世界の民生用石油の半分を消費しているのは自動車である。だが、原油価格はわかに高騰し、しかもこれが一過性のものではない。という予測が大勢を占めている。埋蔵量が減少し、油田探査が進まず、B R I C S（ブラジル、ロシア、インド、中国）の成長によるエネルギー消費が増加する局面にあつて、課題となるのは資源循環型経済への移行だ。

この点、かつて第一次オイルショックを真っ先に切り抜けた日本

D Pの一〇%を占めているが、時価総額ベースでは一%にとどまつていて。だが、資源循環型経済への移行に伴つて、自動車や環境・省エネルギー関連に強い日本の株価が見直される公算は大きい。「プリウス・インサイド」が、その起



A thesis

## 高速道路無料化の「経済効果」



第二のキーワードは「高速道路無料化」である。日本では、全国上の3%に八二〇〇万人の人が住み、それが高コストの元凶となっている。この二〇世紀型のビジネスモデルである「東京一極集中」を排し、地方分散を進めることは焦眉の急だ。

そのため最も効果的で、かつ永続的な手段が「高速道路無料化」である。右のイラストを参照してほしい。東京湾アクアラインを使えば、最大の波乱要因は



\*日本は各年3月期。中国は2002年、2003年が12月末、2004年は3月末、2005年は2004年12月末の数字

「中国バブル崩壊」

日本平均株価一〇万円を阻む最大のリスク要因は、いまや日本にとって最大の貿易相手国となつた

高速道路を無料にすれば、最大の特殊法人である道路四公団の廃止にもつながり、道路財源の地方移譲も視野に入る。米国では大企業のニューヨーク脱出が続き、今ではダウ三〇銘柄のうち本社がニューヨークにあるのは七社しかない。対する日本では、東証一部上場企業の七割が東京に本社を置いている。「高速道路無料化」による地方分散なくして、経済活性化はありえない。

中国の「バブル崩壊」であろう。中国バブルは臨界点に達している。しかも、オイルショック当時に似た資源価格暴騰、米国経済の失速と相まって、世界同時恐慌の引き金をひく危険をはらんでいる。右ページ下のグラフを見ればわかるように、中国は年率一〇%近いGDP成長を維持している。しかし、高度成長の陰で株価はすでに暴落している。日本だけではなく、韓国、台湾もそうだが、高度成長期に株価が暴落した例はほかには見られない。

加えて、銀行が抱える不良債権問題がある。銀行の貸出金に占める不良債権比率は、中国では一三・二%（二〇〇四年二月末）。邦銀の不良債権が最もふくらんだ二〇〇三年三月期でも八・九%だか

ねば羽田空港まで二〇分という至便な場所にあるのに、千葉県・木更津の地価は現状では一坪当たり六万円にすぎない。そこでアクアラインの通行料（三〇〇円）を無料にすれば、東京から木更津付近への地方分散が始まることになる。それに伴って、木更津の地価はグッと上昇する。浦安並み（一坪当たり一〇〇万円）

に上昇すると仮定すれば、大きづかに試算しただけでも、なんと一坪当り一〇〇万円もの経済付加価値が生じる。電話半分として八兆六二〇〇億円だ。

そのときにカギを握るのが、ロボット技術だ。ソニーやホンダ、ファナックの例を引くまでもなく、日本の自動化・ロボット技術は、頭地を抜いている。将来的には、ロボットは工場だけでなく、介護など生活の場にも浸透していくだろう。ロボットで世界をリードする日本は、その基幹技術を世界にともいわれる。

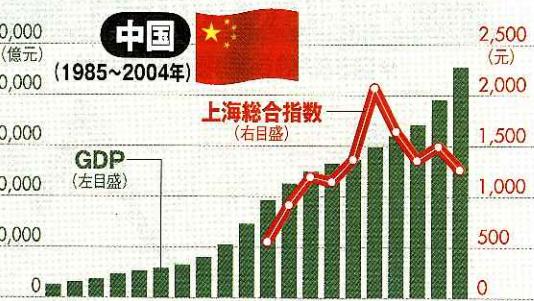
第三のキーワードは「ロボット」だ。今後、日本を含めた先進諸国では高齢化社会の到来によつて、熟練労働力が不足してくる。発展途上にある中国、インドなどでは、日本より高齢化が進んでいる（ともいわれる）。

そのときにカギを握るのが、ロボット技術だ。ソニーやホンダ、ファナックの例を引くまでもなく、日本の自動化・ロボット技術は、頭地を抜いている。将来的には、ロボットは工場だけでなく、介護など生活の場にも浸透していくだろう。ロボットで世界をリードする日本は、その基幹技術を世界に

## 中国バブル崩壊の兆し①



\*GDPは実質、日本円ベース  
出所：内閣府経済社会総合研究所、ブルームバーグ



\*GDPは名目、中国人民元ベース。上海証券取引所は1991年12月19日取引開始、データは株式指数(A株・B株合算、元建て)  
出所：中国情報局(Searchina)、ブルームバーグ、上海証券取引所

人問題を大きくしたような状態だ。加えて、外資導入によって不動産バブルも生じているという非常に恐ろしい状況にある。四月中旬、ブッシュ大統領は国内向けではあるが、「元・ドルの変動相場制を導入すべし」とのメッセージを出した。現状で元・ドルの変動相場制を導入すれば、元が乱高下し、中国への資金流入がストップしかね

やまさき・やすよ四六歳。東京大学経済学部を卒業し、UCLAで経営修了取得。大和証券勤務を経て、ゴードマン・サックス投信社長、ゴードマン・サックス米国本社パートナーなどを歴任。徳島県知事選への立候補、民主党の政権公約ともなった「高速道路無料化」で話題を呼ぶ。著書に『勝つ力』（弊社刊）など。

売り込むことができる。少子高齢化社会という逆境が、ビジネスチャレンジに変わるわけだ。

以上の状況変化は、今後二〇年、二〇年の単位で必ず起ころる「高速道路無料化」だけは政治的判断に頼るしかないが、民主党はすでに正式な政権公約として掲げている。過去二〇年で米国の株価は一〇倍以上になった。ならば、今後二〇年で日本の株価が一〇倍になつてもおかしくはない。何十年に一度の世界的な変化の波に乗るだけの技術が、すでに詳述してきた。日本には蓄積されているからだ。筆者が言うところの「日経平均株価一〇万円説」の論拠も、正しくここにある。

売り込むことができる。少子高齢化社会という逆境が、ビジネスチャレンジに変わるわけだ。