

基礎研 レポート

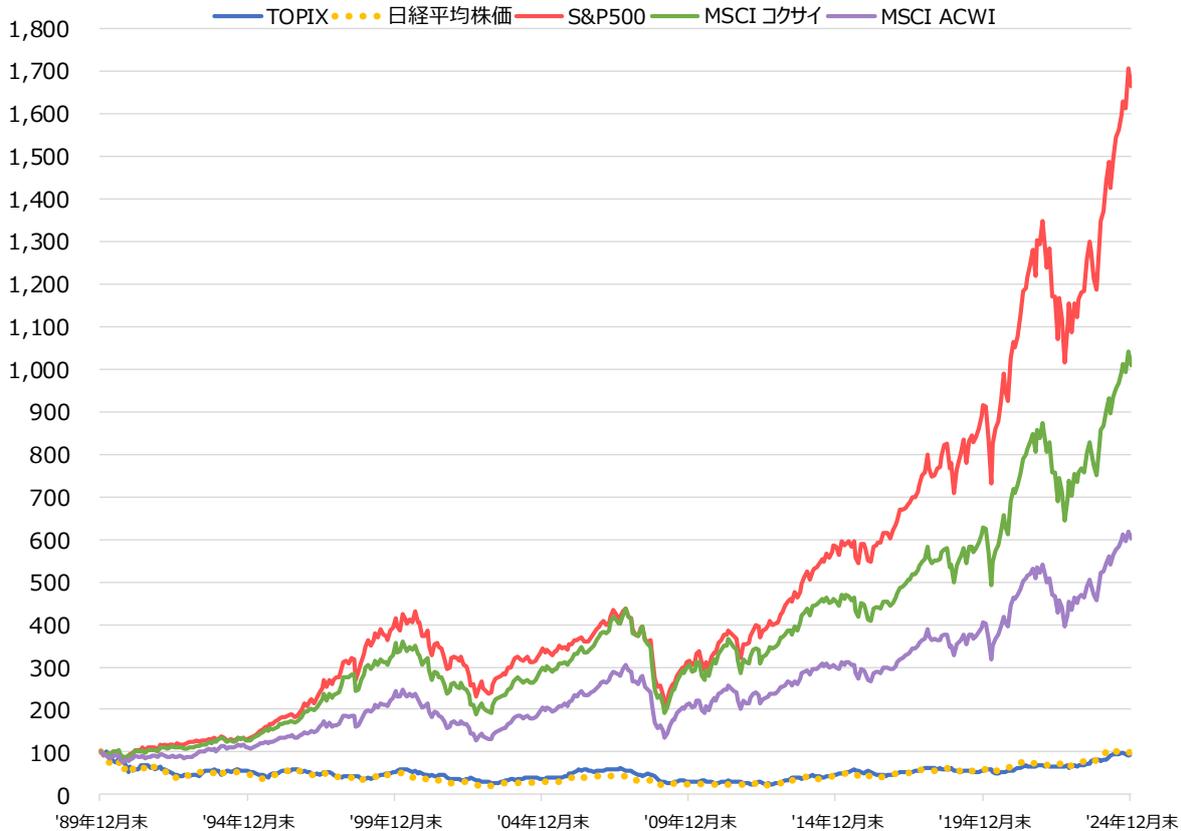
日本の株式インデックスは長期投資に向いているのか

～なぜ海外の主要な株式インデックスは上昇してきたのか

金融研究部 研究員 熊 紫云
(03)3512-1856 ziyunxiong@nli-research.co.jp

老後資金等の資産形成には、新NISAやiDeCoなどを活用しながら、株式インデックスへの長期投資を行うことが有効と考えられる。たとえば、新NISAのつみたて投資枠の対象商品を見ると、TOPIXや日経平均株価といった日本の株式インデックス、S&P500やMSCIコクサイといった海外の株式インデックスなどがある。このレポートでは、これらの株式インデックスが長期投資に向いているのかを考える指針の一つとして、PERとEPSに着目した分析手法を紹介する。

【図表1】主要な株式インデックスの過去35年間の推移(1989年12月末～2024年12月末)



(注) 1989年12月末から2024年12月末までの月次データ(日本の株式インデックス:円建て、海外の株式インデックス:ドル建て)を使用した。
1989年12月末=100として基準化。すべてのデータは配当を含まない。

(資料) Datastream、Quick より作成。

1—主要な株式インデックスの過去推移

まずは、主要な株式インデックスのパフォーマンスを簡単に振り返る。図表1は、日本の株式インデックス（TOPIX・日経平均株価）、米国株式インデックス（S&P500）、先進国株式インデックス（MSCI コクサイ）、全世界株式インデックス（MSCI ACWI）の過去データを示したものである。1989年12月末から2024年12月末までの35年間には、ITバブル崩壊、リーマン・ショックともいわれる世界金融危機、コロナ・ショックなどの様々な危機があったものの、S&P500が16.64倍、MSCI コクサイが10.11倍、MSCI ACWIが6.03倍となっており、総じて長期的に上昇してきた。一方で、同期間でTOPIXが0.97倍、日経平均株価が1.03倍となっており、日本の株式インデックスは長期的にわたり低迷していたことが分かる。

過去データに基づく限り、海外の株式インデックスのほうが長期的に高いリターンを享受でき、長期投資に向いているように見受けられる。ただし、2013年1月末から日本の株式インデックスはTOPIXが2.96倍、日経平均株価が3.58倍となっており、海外の株式インデックス（S&P500：3.93倍、MSCI コクサイ：2.73倍、MSCI ACWI：2.37倍）と同程度の上昇倍率を示している。今後、日本の株式インデックスも長期投資の選択肢の一つとして考えてよいのか、次章で考察する。

2—株式インデックスをPERとEPSで説明する

株価の割安や割高を判断する指標であるPERから、株価は次のようにPERとEPSで説明することができる（式1）。

$$\text{株価} = \text{PER} \times \text{EPS} \text{ ---- (式1)}$$

EPSは一株当たりの純利益を表している。このレポートでは、分析にあたってEPSの予想値¹を使用する。

PERは株価をEPSで割って算出される。現在の株価が将来の企業業績予想に見合うかどうか、投資家の期待や見方を判断する材料となり、PERが高いほど投資家が将来の企業業績を強気に見ている可能性がある。一方、PERが低いほど、将来の企業業績を弱気に見ている可能性がある。

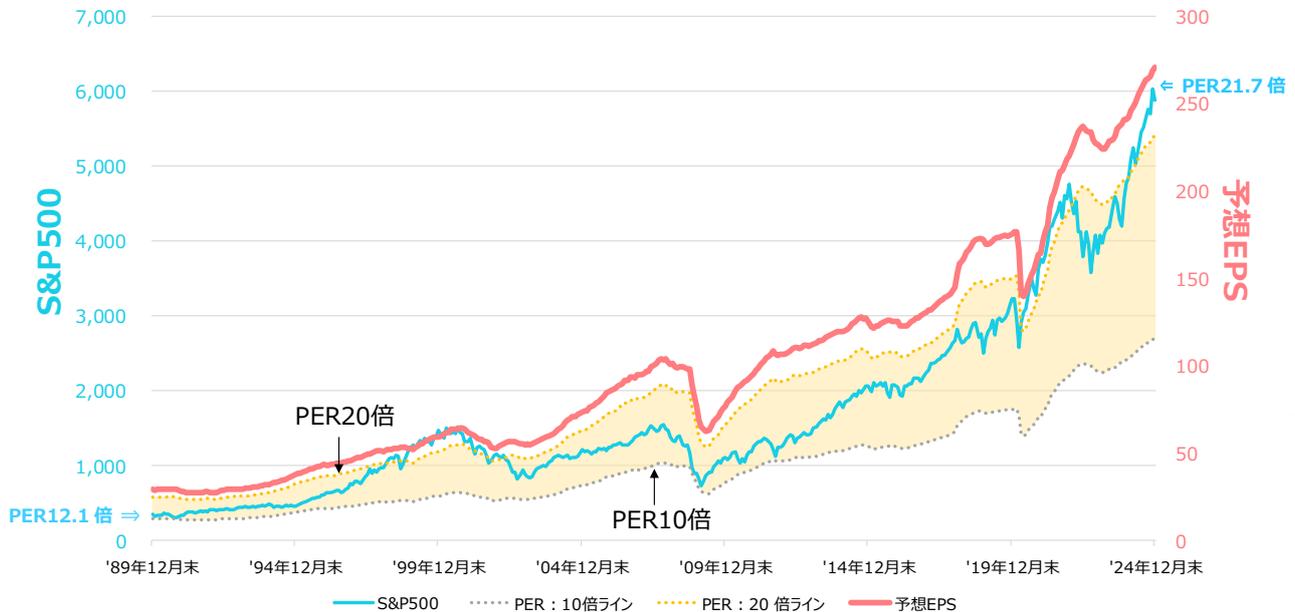
このレポートでは、以上の考え方をを用いて、海外の株式インデックスの1つであるS&P500と日本の株式インデックスの1つであるTOPIXをPERとEPSに分解して分析する。

¹ I/B/E/S 12か月先予想データを使用する。

1 | S&P500

図表2は、S&P500とEPSの過去の推移を示したものである。また、PERが10倍～20倍の範囲に該当する株価分布を黄色の帯で表している。S&P500はPERが12.1倍から21.7倍へと1.8倍程度の上昇にとどまる一方、予想EPSが29.3から270.8へと9.3倍に増えており、企業の利益成長がS&P500の上昇を牽引している。

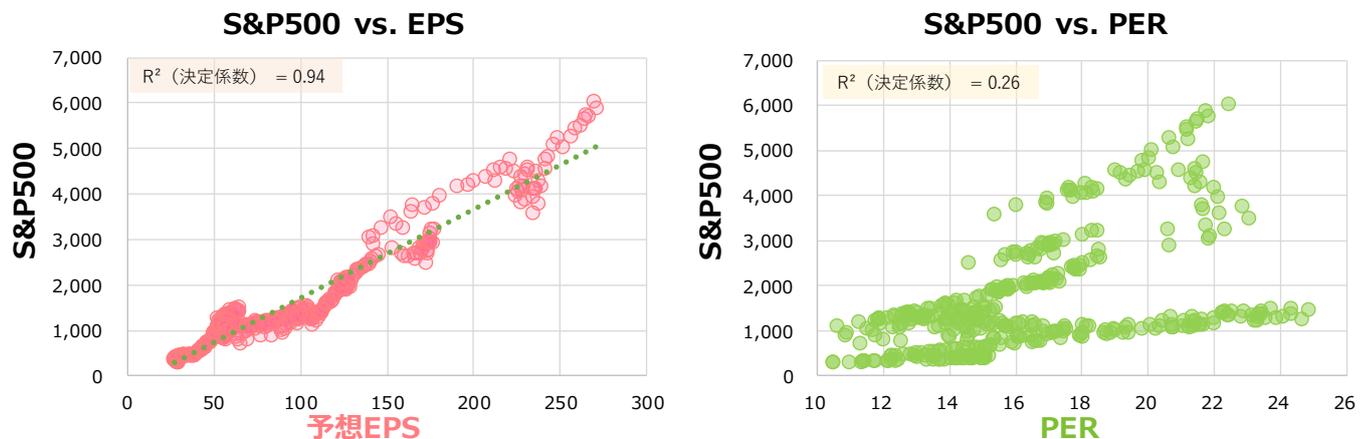
【図表2】S&P500とEPSの推移



(注)1989年12月末から2024年12月末までの月次データ(ドル建て・配当を含まない)を使用した。EPSは12か月先予想を使用した。
(資料)Datastreamから作成。

図表3はS&P500と予想EPSおよびPERとの関係を散布図で示したものである。PERを横軸、S&P500を縦軸に取ると(図表3:右側)、PERが主に10倍から24倍に分布しているが、PERとS&P500の間に一貫した関係は見られない。一方、予想EPSを横軸、S&P500を縦軸にとった散布図(図表3:左側)では、予想EPSが高くなるほどS&P500も高くなるという明確な関係が確認できる。

【図表3】S&P500とEPS、PERの散布図

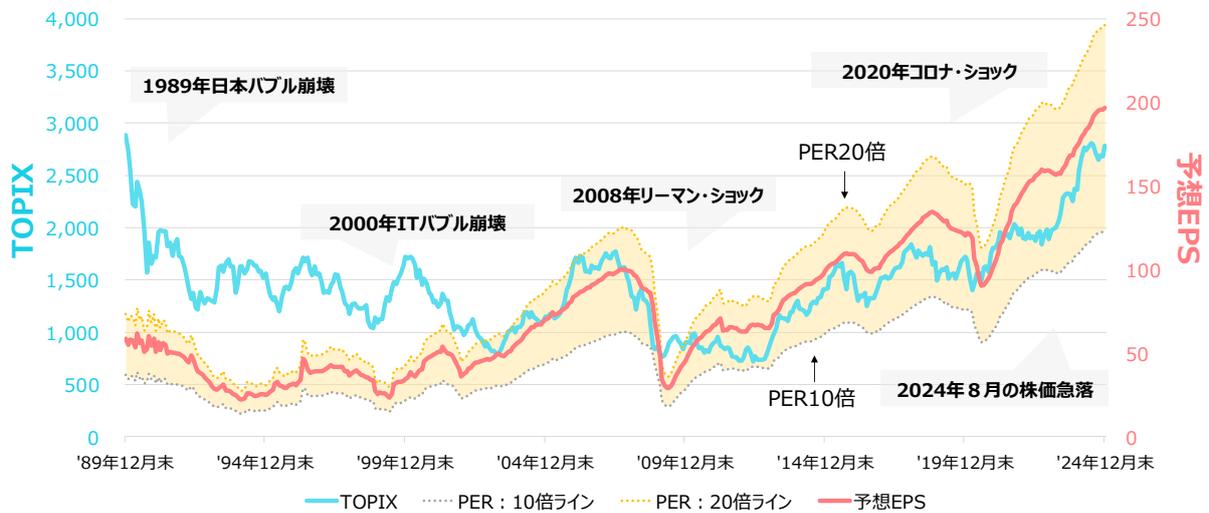


(注)1989年12月末から2024年12月末までの月次データ(ドル建て・配当を含まない)を使用した。EPSは12か月先予想を使用した。
(資料)Datastreamから作成。

2 | TOPIX

TOPIX の 1989 年 12 月末から 2024 年 12 月末までの推移を見ると、1989 年末日本バブル崩壊後から 2012 年頃まで長期にわたって低迷していた一方、2013 年頃から上昇が顕著になっている（図表 4）。

【図表 4】TOPIX と EPS の推移



(注)1989 年 12 月末から 2024 年 12 月末までの月次データ(円建て・配当を含まない)を使用した。EPS は 12 か月先予想を使用した。
(資料)Datastream から作成。

図表 4 では、図表 2 と同様に、PER が 10 倍～20 倍の範囲に該当する株価分布を黄色の帯で示している。1989 年のバブル崩壊後から 2000 年の IT バブル崩壊まで、TOPIX（青色線）は黄色の帯を大きく超えていた。これは、予想 EPS が低い水準にありながら PER が極めて高く、最近の水準である 13 倍～15 倍程度を大きく上回っていたことから、企業利益では説明しきれないほど株価は高かったと言える。

1990 年代半ばには、企業利益の低迷で予想 EPS が大きく下落したが、株価があまり下がらなかったため、実際の株価は最近の水準である 13 倍から 15 倍程度を大幅に上回り、実はその 4 倍以上も高かったことが分かる。その後、企業業績の回復が進まず予想 EPS の低迷が続いたため、1998 年頃には株価も下落したと考えられる。

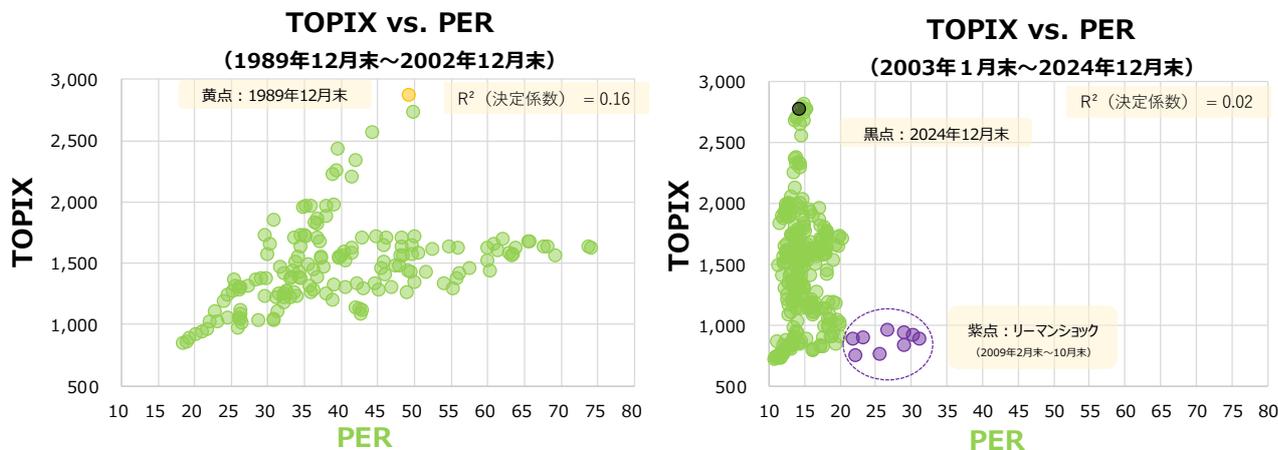
さらに、1999 年頃から IT バブルが始まり、企業業績や予想 EPS の回復とともに株価も上昇し始めたが、PER が 50 倍を超えるなど、株価の過熱感が強かった。

2003 年頃には PER が 18 倍程度まで低下し、株価は正常化に向けた調整の最終局面に達した。この頃から、TOPIX（青色線）は概ね予想 EPS（ピンク色線）との連動し始めたことが図表 4 のグラフから分かる。

なお、2008 年のリーマン・ショック時に株価は暴落したものの、予想 EPS の急速な低下ほど下落しなかったため、一時的に PER は急上昇した。これはショック時の一時的現象だったと言える。その後、予想 EPS の回復とともに PER が 15 倍を中心に 10 倍から 20 倍程度で安定的に推移し、TOPIX は企業利益（予想 EPS）の向上に連動して上昇するようになっている。

TOPIX と EPS および PER との関係を、1989 年 12 月末～2002 年 12 月末と 2003 年 1 月末～2024 年 12 月末の 2 つの期間に分けて散布図に示した（図表 5・6）。

【図表5】TOPIX と PER の散布図

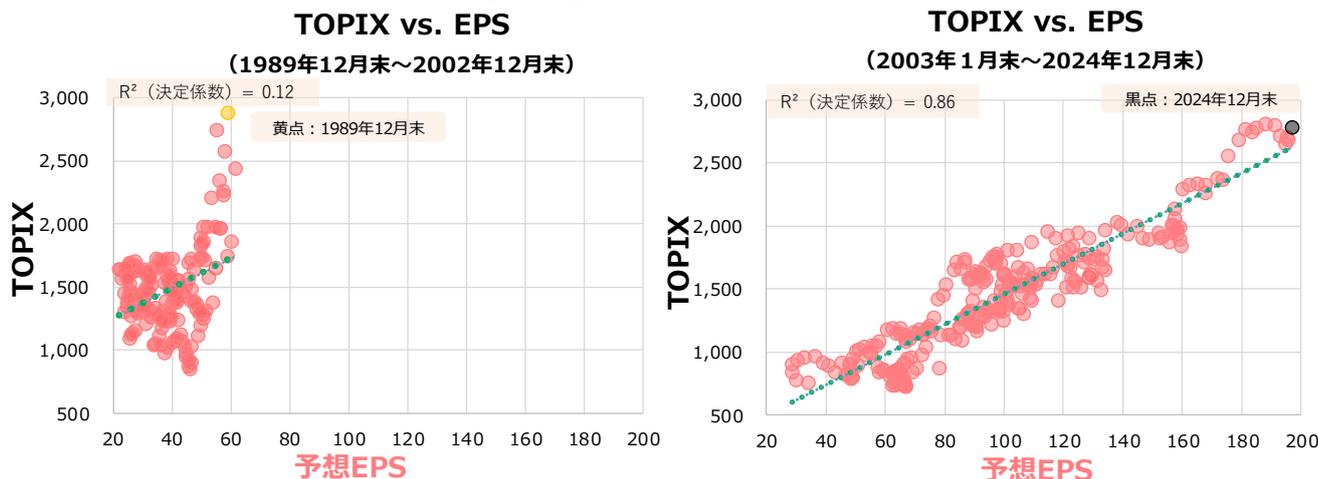


(注)1989 年 12 月末から 2024 年 12 月末までの月次データ(円建て・配当を含まない)を使用した。EPS は 12 か月先予想を使用した。
 (資料)Datastream から作成。

PERを横軸、TOPIXを縦軸にとると、1989 年 12 月末から 2002 年 12 月末までの期間では、PER が主に 20 倍から 70 倍の間に幅広く分布していた（図表 5：右側）。一方、2003 年 1 月末から 2024 年 12 月末までの期間では、先述したリーマン・ショックにおける外れ値（紫点）を除くと、PER は 15 倍を中心に 10 倍から 20 倍に分布する（図表 5：左側）。いずれの期間においても、TOPIX と PER の間に一貫した関係が見られない。

予想 EPS を横軸、TOPIX を縦軸にとると、1989 年 12 月末から 2002 年 12 月末よりも、2003 年 1 月末から 2024 年 12 月末までの期間で、予想 EPS の増加に伴い TOPIX が上昇する傾向が明確に確認できる（図表 6：右側）。

【図表6】TOPIX と EPS の散布図



(注)1989 年 12 月末から 2024 年 12 月末までの月次データ(円建て・配当を含まない)を使用した。EPS は 12 か月先予想を使用した。
 (資料)Datastream から作成。

2024 年 12 月末（図表 5・6 の黒点）の株価は 1989 年末の株価水準に回復したが、PER と EPS に分解すると、その内訳が大きく異なる。1989 年 12 月末（図表 5・6 の黄点）の PER が 49.0 倍、予想 EPS

が 58.8 円だったのに対して、直近の PER は 14.1 倍、予想 EPS は 196.9 円である。バブル崩壊直前と同水準の株価であっても、現在は企業業績に裏付けられた説明可能な水準だと考えられる。

以上をまとめると、S&P500 は長期的に企業利益（予想 EPS）の向上と連動し、企業利益の成長によって株価が牽引されてきたと言える。米国企業は Office アプリや iPhone、Android、アマゾンでの買い物、AI の活用など、日常に欠かせない商品やサービスを提供している。さらに、技術革新とイノベーションを通じて新しいサービスを提供することで収益の成長を実現し、投資家の高い期待に応えられていると考えられる²。

一方、TOPIX がバブル崩壊後に長期間低迷していたのは企業利益の低迷と当時の投資家の過度な期待（高 PER）が原因である。その後、2003 年頃まで株価の調整が進み、2013 年アベノミクス以降は企業利益（予想 EPS）の向上と歩調を合わせて、海外の主要な株式インデックスと同じように上昇していることが確認できる。

3—まとめ

このレポートでは、S&P500 と TOPIX の過去推移を PER と EPS に分解して分析した。その結果、S&P500 は長期的に企業利益（予想 EPS）の向上と連動して上昇してきたことが分かった。一方で、TOPIX はバブル期に企業利益（予想 EPS）では説明しきれないほど高い水準にあり、市場が大きく歪んでいたと言える。バブル崩壊後から長期間にわたって正常化が進み、2002 年頃までに市場の歪みがほぼ調整されたと筆者は考えている。2003 年以降は、TOPIX が基本的に企業利益（予想 EPS）に連動しており、理論的に説明できる合理的な値動きを示すようになって見られる。

株式インデックスへの長期投資は、インデックスの構成銘柄（企業）の長期的な利益成長に伴い、株価の上昇を期待する投資手法である。したがって、今後着実な経済成長が見込まれる先進国を中心とした株式インデックスであれば、その国・地域を代表する企業の利益拡大に伴って長期的な上昇が期待できるだろう。

日本の株式インデックスも、過去の歪みの調整が完了したことを踏まえると、長期的に上昇することが十分見込めるのではないかと考えられる。

2013 年アベノミクスや 2014 年に発表された「伊藤レポート³」の ROE 8% のガイドラインなどもあり、日本企業は ROE（自己資本利益率）の改善を通じた持続的成長、利益の効率性向上などを目指してきた。さらに、2022 年 4 月に始まった東京証券取引所の市場改革に向けて、日本企業は「資本コストや株価を意識した経営」に取り組むなど、中長期的な企業価値向上を推進している。今後、日本は

² 詳しくは 2024 年 4 月 12 日「[新 NISA、積立投資と一括投資、どっちにしたら良いのかーなぜ米国株式型が強かったのか](#)」をご参照ください。

³ 2014 年、「[持続的成長への競争力とインセンティブ～企業と投資家の望ましい関係構築～](#)」プロジェクト（伊藤レポート）

少子高齢化による人口減少といった課題を抱えているが、多くの日本企業はグローバル市場を対象にビジネスを展開しており、引き続き利益を上げることが期待できるのではないかとと思われる。

なお、分析の都合上、日本の株式インデックスとして TOPIX を分析対象としたが、2013 年 1 月末から 2024 年 12 月末までの過去データから、東証プライム市場上場銘柄の中から厳選された 225 銘柄で構成される日経平均株価の方が、TOPIX よりリターンが高かった。さらに、日経平均株価は新聞報道等で注目されることが多く、相場感覚を身につけやすい株式インデックスと言える（水野[2020]⁴）。そのため、筆者は日本の株式インデックスとして日経平均株価も推奨したい。

株式インデックス投資には為替リスクや市場の変動リスクなどによる元本割れの可能性がある点にも注意が必要だが、今後 15 年以上の投資期間⁵を確保できる人であれば、リスクを過度に恐れずに新 NISA や iDeCo などの税制優遇制度を積極的に活用し、成長が期待できる株式インデックスへの長期投資を始めてはどうだろうか。より安心して老後のための資産等を形成できるよう、本稿の分析が少しでも参考になれば幸いである。

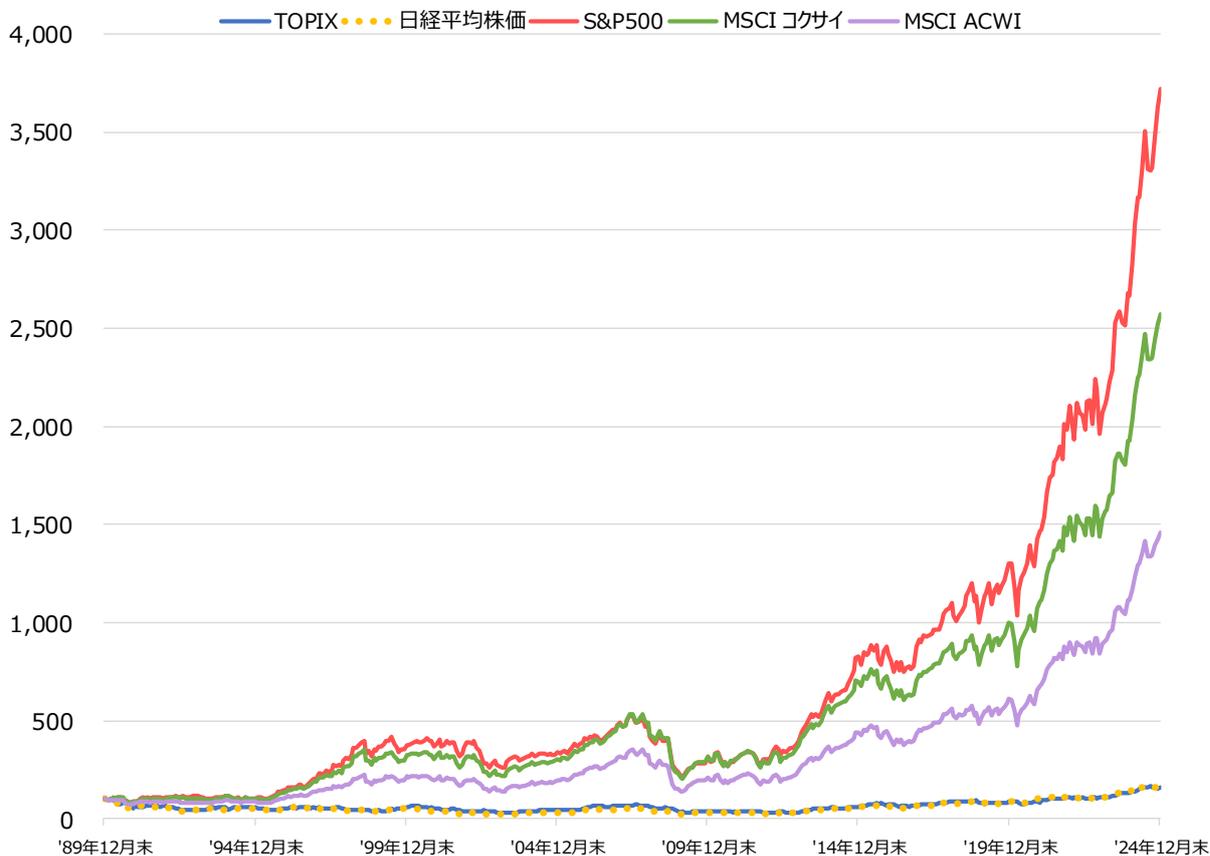
⁴ 詳しくは「[TOPIX と日経 225 の違い—どちらに投資した方が有利なのか](#)」をご参照ください。

⁵ 詳しくは 2024 年 7 月 19 日「[長期投資におけるリターンとリスク](#)」をご参照ください。

【参考】

株式インデックス投資のトータルリターンはキャピタルゲイン（値上がり益）とインカムゲイン（配当収益）に分けられる。図表1ではキャピタルゲインに注目した過去推移を示しているが、以下の参考図表では各株式インデックスの配当込みの過去推移を掲載している。

【図表】主要な株式インデックスの過去35年間の推移(配当込み:1989年12月末～2024年12月末)



(注)1989年12月末から2024年12月末までの月次データ(円ベース・配当込み)を使用した。1989年12月末=100として基準化。
(資料)Datastreamより作成。

(お願い) 本誌記載のデータは各種の情報源から入手・加工したものであり、その正確性と安全性を保証するものではありません。また、本誌は情報提供が目的であり、記載の意見や予測は、いかなる契約の締結や解約を勧誘するものではありません。