

# 株式市場から10年後の日本を考える

アモーヴァ・アセットマネジメント株式会社  
チーフ・ストラテジスト

神山直樹

## はじめに

2026年に10年後の日本を考え、10年後に読み直すとしたぶんに笑止千万の恐れがあるが蛮勇をふるってみたい。株式市場の観点から2036年を考える時に役に立つとすれば、産業構造とその動向を見ること、政治から金利などまでを幅広く視野に含むことだろう。10年後の日本経済について楽観視している。日本は、人手不足の継続から消費がけん引する日本経済へと需要面での転換が起こる一方、供給面からはAI・半導体関連産業などの成長を中心とした世界の成長に参画できるだろう。財政政策が成長志向への転換に成功し、需要・供給両面の成長の支援となると期待している。

## 1. 株式市場の現在地

株式市場の観点をスタートラインとして2025年から2026年3月初頭までを振り返る。2025年後半からの株式市場は、AI（人工知能）・半導体旋風であって、金利、為替、財政、政治的リーダーシップ、地政学などの影響は小さかった。しかし、このことはこれからの日本を考える上でのヒントになる。つまり、経済成長は何より

も人間の努力と工夫の成果としてのイノベーションが重要な役割を果たし、これからの産業構造がAIの拡大とそれに関わる半導体、データセンターに関わるクリーンな電力供給、冷却装置、不動産、建設など、イノベーションの波及効果を得られるようになるだろう。2026年に入ると、世界的な景気拡大継続や高市政権の衆院選勝利があった一方で、トランプ政権の関税違法判断と新関税導入、ソフトウェア関連企業のAIとの競争激化（「SaaS（Software as a Service）の死」懸念による関連銘柄株価のゆらぎ）、プライベート融資ファンドの換金停止に関わるクレジット市場のリスク認識の高まり、イラン紛争の拡大などが、執筆時点での市場の話題となっている。

日経平均もS&P 500もその計算上のウエートの大きな部分をAI・半導体関連銘柄が占めており、その意味で株価指数は経済全体とは乖離していた。イノベーションの波及効果がすでに期待されるとはいえ、雇用、金利、為替などから見れば影響は限定的に見えた。株価指数に代表される株式市場は、経済全体と乖離しようという点は重要な教訓であった。ただし、次の10年を考えれば、このイノベーションの波及効果は今以上に経済に埋め込まれるだろう。AI・半導

体、データセンター、それに関わる技術やサービスの供給はマクロ経済にさらに浸透し成長に寄与すると予想する。一方で、高市政権の（筆者の名付けるところである）「非伝統的財政政策」はAI・半導体、レアアースなどの供給面の拡大と、消費者を力づける政策による需要の成長に貢献すると期待しており、成長を志向する財政政策と新しい規律付けは高市政権後の政策にも影響を与えるとみている。

## 2. 10年後の日本を考える

日本の10年後の産業構造は大きく変わっていないと想定する。利益の比率と株価指数の時価総額比率（つまり成長を織り込んだ産業構造）が2026年度末とは異なることは想像できる。現状を敷衍して考えると、産業構造（供給面）は、今以上にテクノロジー関連の業容が関連セクターを巻き込んで拡大しているだろう。一方、需要面では、消費・内需が経済成長をけん引するようになってきていると想定する。内向きの米国が今後大きく変わらない、欧州なども追随せざるを得ないと想定すれば、日本経済が内需中心に自力で歩くように変わることは成長に必須である。

### (1) カギを握る AI・半導体

現時点で AI・半導体製造のバリューチェーンにおいて、半導体製造装置、検査装置、パッケージ、一部の部材などについて、日本企業は世界の企業群の中で群を抜いている。またデータセンターのような関連施設についてのケーブ

ル、電源、冷却設備などで強いとされる企業が存在している。これら AI・半導体関連企業の成長が、生成 AI から AI エージェント、さらにフィジカル AI に至るまで続くとするれば、10年後の半導体生産に合わせた関連業界の成長とユーザー側の生産性改善を含めた経済全体への高い波及効果が見込まれる。

厳しい競争環境下でも日本企業は勝ち残ることができるだろう。もちろん新しい技術が優位になれば、既存の業界秩序は崩れ、製造装置などのバリューチェーンも不安定になるかもしれない。現時点ではデータセンターへの電力供給などについて供給制約がリスクとして語られているが、技術革新により半導体の電力消費が大幅に減れば、現状の設備投資が過剰投資になってしまう恐れすらある。一方、政府の支援を受けた次世代半導体の製造企業のスタートなど官民一体の競争対応の成果に期待できる。現状の業界秩序が10年後にも継続しているとの想定は難しいが、現時点と同程度にはなんらかの分野で日本企業が AI に依拠する半導体など関連産業の成長の一翼を担い、日本経済は世界経済の成長と共にあるだろう。

### (2) サナエノミクスの産業政策に見る成長分野

高市政権の財政政策を見ると、政府が AI・半導体などの17分野<sup>1</sup>を選び支援するとしている。その17分野をそのまま10年後の日本経済を支えている産業であると予想するのは簡単なので、その中からいくつか選んでみよう。地政学の重要性が増す現代において、AI・ロボット（フィ

<sup>1</sup> 内閣官房「成長戦略の検討体制」『日本成長戦略本部／日本成長戦略会議』2026年2月24日確認 <https://www.cas.go.jp/jp/seisaku/nipponseichosenryaku/index.html>

ジカル AI) のみならず、宇宙開発、造船、防衛、核融合など、戦略的分野への投資と育成への政府支援は特に人為的成長政策として注目される。また、核融合分野は、現時点での AI (人工知能) と似た「消費者の生活を変えるような大きな変化」をもたらすと期待される。さらに、日本の水域で海底から多くのレアアースを産出することができれば、西側の経済安全保障の観点から、現在大きなシェアを持つ中国に対抗する勢力として成長する機会がある。このように技術開発の支援継続が日本経済を支える産業を育てる可能性がある。

### (3) サナエがクララを歩かせる： 消費テコ入れが日本経済のけん引役に

高市 (サナエ) 政権の財政政策には、(2) の供給面の産業政策のみならず、需要面について消費税率の一時的引き下げと給付付き税額控除のような消費のテコ入れを中心とした国内需要刺激が含まれる。手取りを増やすという観点からの所得税・消費税・社会保障の見直しが強まれば、長い間落ち込んでいた消費者心理が高まり日本経済の筋肉増強となるとみている。これまで消費者は、社会保障や財政が苦しいから消費税率を上げるといった論理でいわば後ろに回されてきた。しかも医療費自己負担増大も受け入れてきた。円安、インフレ、観光公害、特殊詐欺増加など生活実感の悪化への直接的な対応よりも、光熱費対策としてのエネルギー産業への補助など政府の企業経由での対応が目立ち、消費者は政府への期待を失い、消費者心理は悪化してきた。

コロナ禍以降の消費者態度指数 (30~40、季節調整済、経済社会総合研究所) は、コロナ禍以前 (40中心) に戻っていないままであり、80

年代 (40~50) から低迷し続けている。高市政権の消費者対応が戻りつつある消費者態度指数 (2026年1月末時点37.9) をさらに回復させ、80年代のように消費がけん引する経済にしていくことを期待する。消費者は、石破政権下での参院選で、国民民主党が手取りを増やすとの訴えを支持した。参政党の日本人ファーストとの主張も生活感覚に寄り添うことで支持されたと解釈する。手取りを増やすことになる社会保険料の削減も政治的な議論がしやすくなった。このような考えを取り込んだ高市政権が解散衆院選で支持を得て勝利したとすれば、歩くクララのために消費者 (= 選挙民) を支援することが政策目標のひとつとなるだろう。10年後に異なる政権となってもこの経験は政策に反映されるとみる。

クララとはもちろんアニメとして知られる「アルプスの少女ハイジ」の友人のことであり、病気が治ったことに気づかず寝ていた人、経済が改善しても設備投資増強や賃金上昇に進まなかった2024年ごろまでの日本を揶揄して筆者が使っていた言葉である。コロナ禍対応の財政政策の効果などから世界経済が立ち直った2021年ごろ以降も日本では行動制限が残ったことなどもあって、クララはじっとしているように見えた。しかし、2023年ごろについてクララは病気が治っていたことに気づいて、賃金を引き上げてでも人手を集めて生産を増やし、それでも足りなければ新鋭設備に投資するようになった。またソフトウェア投資も生産性改善を目的に拡大している。いまやクララは立ち上がったのである。

ではクララが歩くとは何か。ハイジのおじいちゃんがアニメで話したように、歩くためには筋肉を増やす必要がある。日本経済にとっての筋肉とは、自国消費拡大による (輸出依存では

なく) 自律的な経済成長のことだと筆者は考える。これまでの経済学や政策枠組みではこのような分配の変化による経済成長の変化は十分扱われていないので、確実にそうなるとは主張できない。多くの経済学者等が期間限定であっても消費税減税に反対していることも知られている<sup>2</sup>。

しかし、10年後の日本では、給付付き税額控除を含む消費者・中間層の消費インセンティブを高める(手取りを増やす)政策とその成果が含まれていると予想する。バブル崩壊後の公共事業と減税を組み合わせる経済政策がバラマキと呼ばれ成果を挙げることができず、小泉内閣・竹中プランから規制改革などによる経済刺激とプライマリーバランスの単年度黒字化の規律が導入され、25年ほどにわたって基本的に維持されてきた。しかし、世界のすう勢の変化(内向きかつ中間層重視)と共に、高市政権を皮切りに今後10年以上経済政策が消費者の満足を志向せざるをえなくなると考える。また、成長資金の供給は多年度で成果を図り、公務員給与など費用は単年度でモニターするなどの新しい規範が出てくるだろう。これらを「非伝統的財政政策」と位置付ける。この政策は、政治の様式として財政ポピュリズムに陥るのではなく、消費者の消費意欲に働きかけつつ多年度で産業育成に立ち向かうことで効果を発揮すると予想する。

#### (4) 供給制約の解消も必要

AI・半導体、防衛などの産業を政府が支援し成長を実現させようとするれば、人手不足が成長の制約となる恐れはある。AI・ロボットなどの

産業それ自身が人手不足を解消する手段ではあるが、製造業の機械装備充実や非製造業の生産性改善が技術革新を通じて今後10年行われると期待する。人手不足はそれ自体が制約でもあるが技術革新を生み出す母体でもある。雇用を重視するあまり人手の余剰を抱えていた日本企業は、設備の更新投資のみに集中し新鋭の機械で効率を上げることができなかった。新鋭設備は雇用の余剰を増やしてしまうからだ。しかし、人手不足の現状は、賃金上昇に加えソフトウェアを含む効率改善の資金投資を引き起こしている。このチャンスに生産性改善の投資を増やし成長による供給制約が減ることを期待する。

一方で、労働参加率を増やすことも望まれる。定年の定義の変更のようなプラクティスは徐々に変更されるだろうが、終身雇用制とつながる退職金の税制優遇の縮小など制度変更も手取りの拡大と同時に進行させることが望ましい。またいくつかの「〇〇万円の壁」をなくすことで、パートなどの供給不足を解消することも望まれている。また不足する建設技術者などを増やすリカレント教育などの支援を強化するなどでミスマッチを減らすことも期待される。

#### (5) 株主ガバナンスの行方

2025年以降の日本株の主要な指数の上昇をガバナンスの改善で説明することは難しいと感じているが、その分伸び余地は大きい。

まず、これまでの株価上昇やROEの景気サイクルでの上昇は、ガバナンス改善と本質的な「稼ぐ力」の改善の証拠にはならない。また、PBR1倍割れ企業がプライム上場を守りたいな

<sup>2</sup> 日本経済新聞「食品消費税ゼロ、反対88% 経済学者調査 社会保障、不安定に「インフレ加速も」」2026年1月30日付

ど一部企業に資本効率改善のインセンティブが働いただろうが限界的で、指数全体を押し上げる力とは言えない。実際、ガバナンス改善のカギを握る企業と機関投資家との対話について、スチュワードシップ・コードとコーポレートガバナンス・コードの導入以来の10年の歩みを振り返ると、10年前に想定したほどの成果を得たと言にくいとみる投資家が多い（木村、2025）<sup>3</sup>。ROEの国際比較では日本企業の劣位は続き、親子上場は減ったとはいえ100社以上が残り（神山、2026）<sup>4</sup>、資本効率が十分に競争的になったとの評価を与えることは難しい。企業との対話の中で、取締役会の適切な経営戦略設定と稼ぐ力のチェック機能の強化が進んだ印象は薄い。

言い換えると、株主ガバナンスの強化は、日本企業の今後10年の持続的成長と資本市場の健全化の観点から不可欠であり、いまだ伸び余地が大きい。内外機関投資家の一部はこの変化に期待して日本株を積極的に保有している。証券取引所の市場改革を通じての改善は、上場企業の動きを変えるものとして期待できる。東証は、「PBR1倍割れは、資本コストを上回る資本収益性を達成できていない、あるいは、成長性が投資者から十分に評価されていないことが示唆される1つの目安」<sup>5</sup>とした。PBR1倍以下を資本収益性の不足の側からみれば、伊藤レポート<sup>6</sup>

で示された「稼ぐ力」の回復の必要性と裏表の関係にある。現時点で不十分である稼ぐ力の強化のための経営戦略策定、取締役会の強化、資本効率の改善について、企業経営と投資家との対話の質的転換が定着すれば、株式市場の信頼も高まっているだろう。

もちろん、経済のソフト化で人的資本の重要性はますます増大し、株主が単なる株価上昇だけを望んで議決権を背景に企業に短期的な利益追求を望むことが最善ではない（江口・神山・黒田・楨野・村澤・山本、2025）<sup>7</sup>。そのうえで、より多くの上場企業が投資家との対話・熟議を通じて、次の10年の課題である少子高齢化や国際競争の激化を考慮し、規模と安定より効率と成長を重視する経営判断を強めてほしい。2026年のコーポレートガバナンス・コード改訂（CG改訂）でも株式投資家と企業の対話により重点が置かれるようである（執筆時点では草案）。従業員価値などを含む価値観の複雑化の環境下で、株式投資家の理解と共に、企業にはさらに価値を創造することが期待される。

## (6) 少子高齢化

少子高齢化そのものを今後10年で改善させる可能性は高くないとみている。しかし、少子化と人口減そのものは株価下落要因ではない。株

<sup>3</sup> 木村祐基編著／一般社団法人スチュワードシップ研究会（2025）『機関投資家によるスチュワードシップの実践と展望』同文館出版。

<sup>4</sup> 神山直樹「親子上場はなぜ問題なのか—投資家から見たガバナンス強化の要諦—」『企業会計』2026年5月号。

<sup>5</sup> 東京証券取引所（2023）「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応について」 jr4eth0000004w6n.pdf

<sup>6</sup> 経済産業省（2014）「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～」（伊藤レポート）[https://www.meti.go.jp/policy/economy/keiei\\_innovation/kigyoukaikai/pdf/itoreport.pdf](https://www.meti.go.jp/policy/economy/keiei_innovation/kigyoukaikai/pdf/itoreport.pdf)

<sup>7</sup> 江口高顕、神山直樹、黒田一賢、楨野尚、村澤竜一、山本功（2025）『人的資本を考える経営者と機関投資家との対話』中央経済社。

価は一株当たりの利益に基づくことから分かるように、規模の指標ではなく効率的成長の指標だからである（神山、2025）<sup>8</sup>。単純化すれば、規模が縮小する経済では、投入資本も縮小させればよい。人口減で需要が減る分労働供給も減るので長期均衡が壊れると考える必要はない。

高齢化は別の問題で、効率化を妨げがちであることが指摘されている。論理的には高齢化は成長にとって摩擦であって根本的な問題とは位置付けないが、経済全体としては社会保障改革や雇用延長と失職のセーフティネット拡大、その一方で価値観・慣習としての終身雇用や年功序列の廃止が進む必要がある。健康年齢が上昇すれば高齢者になる年齢は上がり労働参加率が高まることも考慮にいれたい。年齢差別としての定年制と退職金への優遇税制も時間をかけて見直すことになろう。企業行動としては事業継承時のM&Aなどによる物的・人的資本利用の効率化が望まれる。当面人手不足と給与上昇が継続する一方、10年後には高齢化の影響がさらに見えやすくなっているだろうから、さまざまな対策が進み経済成長を妨げないであろう。

### 3. 日本を取り巻く情勢

#### (1) 米国の内向き政策の継続と緩やかなドル離れ

日本を取り巻く環境として重要である米国の10年後を考えると、トランプ政権後に共和党のバンス副大統領などが後継者となるにせよ、民主党政権に変わるにせよ、米国は内向きであることを変えないだろう。そもそも民主党は保護主義的であり大統領選でハリス候補は中間層浮

揚を掲げていた。貿易や移民などに関して自由主義から介入主義に米国が変わることは止められないとみている。これは「アメリカは世界の警察官ではない」と述べたオバマ大統領に始まっており、トランプ政権はいわばそれを行動に移し強めたに過ぎない。バンス副大統領が注力する中間層浮揚も、これまでの自由貿易中心の政策から関税をかけてでも国内での生産拡大を志向する動きとつながっている。トランプ後の米国は、政権が民主党か共和党かで国際社会からの距離については変わるかもしれないが、経済政策は内向きのままだろう。中間層浮揚、関税や補助金による産業保護、AI・半導体、造船、製鉄、医薬品など戦略産業への投資、企業の立地や雇用への介入などが想定される。日本や韓国などの資金を利用した国内産業の立ち上げの成果も出てくれば、関連する日韓企業の成長に貢献する面もありうる。

外交や安全保障動向を含め米国離れが進むかもしれないが、投資先としての米国は重要であり続ける。日米欧を比較してマグニフィセント7のようなイノベーティブな企業群が次々と生み出される投資先は米国株しかなく、今後も続くとみている。しかし、金利や通貨については、政治的な要因が重要になるかもしれない。関税収入で潤う米国は、国債発行を増やさなくとも財政拡大が可能となる（違法とされた分の還付をするかなど不透明感はある）。インフレが収斂すれば金利の上昇要因は減ることになる。製造業の国内回帰に成功すれば、米国はドル高よりもドル安を志向する可能性もある。

中央銀行の独立性は、インフレを止め通貨価値を安定させるという意味で重要である。中央

<sup>8</sup> 神山直樹（2025）「人口減と株価には関係はない」[展望]『証券アナリストジャーナル』2025年2月号（63巻第2号）56頁。

銀行が大統領の意思に応じて政策金利を引き下げるとドル下落リスクを高める。トランプ大統領がFRB議長の選別プロセスで金利引き下げを条件にすると発信し実際に金利を下げる人を選んだと述べていることから、FRBの信任が低下しインフレ助長的にドルが下落し、10年後には現時点がボルカー以来の規範が壊れる変化点であったなどと位置付けられる恐れはある。結果として資産運用対象としての米国債の信任が低下する恐れはある。しかし、軍勢力などで含めた幅広い観点で、米国債の地位が大きく揺らぐとみる必要はないだろう。

## (2) 金融危機の可能性

資本市場は米国のプライベート・デットの動向に漠然とリスクを感じている。2023年にバイデン政権下で地銀の一角が破綻した際、イエレン財務長官とパウエルFRB議長は預金全額保護などの措置でマクロプルーデンス政策の健在ぶりを示した。それ以降最近までに、プライベート・デット・ファンドの解約停止の影響懸念、AIの興隆で競争が激化するSaaS業界への融資が多いファンドや事業開発会社の決算悪化懸念、米国の金融機関の融資先でもあった英国住宅金融会社の二重担保などにみる不正会計懸念などが報じられた。

これらはいまのところ個別問題とされているが、小さなショックが大きな金融危機に拡大する恐れはここ数年市場参加者の意識の中にあり続けており、今後の共和党政権の対応が注目される。米国ではリーマン・ショック（2008年）後のマクロプルーデンス政策の中で、モルガン・スタンレーやゴールドマン・サックスをFRBの監督下に置き、レバレッジの大きな投資を規制した。銀行も総じて資本を厚く持つこと

を要求された。

しかし、現政権はこのような規制を緩和し金融機関にリスクテイク拡大を求めている。米下院金融サービス委員会（2026年2月）での証言などから、ベッセント財務長官は銀行不安においては（預金保険など）既存のルールで対応すべき、前もって多すぎる規制で行動を制約すべきではないし何かあるたびに恣意的な対応をすべきではない、との意見と考えられる。ウォーシュ新FRB議長（上院承認後）も危機時においてすら量的緩和での中央銀行の市場への関与を限定したいと考えるかもしれない。金融危機が起きた場合の政府・FRBの対応がリーマン・ショック時のようになる可能性を以前ほど強く排除できない。危機対応について今後の関係者の追加的発言に注目している。

## (3) 地政学リスク

2026年は米国のベネズエラでの軍事行動で幕を開けた。そして執筆時点では、イスラエルと米国がイランの指導者を殺害、さらに軍事拠点等の破壊を継続、イランの報復攻撃はペルシャ湾岸諸国にも広がっている。今後さらに地政学的問題の拡大が予想される。米国が第2次大戦後の国際秩序を引き受けることをやめるからだ。これはトランプ氏個人の行為ではなく、米国が軍事のみならず経済的な負担に耐えられなくなり米国中心の行動規範に変わろうとしているからだ。これまでの自由貿易と米ドル基軸体制に支払ったコスト（例えば製造業の空洞化、ドル高による輸出業の圧迫）の回復などは、今後民主党政権になるとしても大きくは変わらないとみている。

ただし地政学リスクの高まりは多くの場合地域紛争やテロとの戦いとなり、主要国の正規軍

同士の戦争になるケースは国境紛争などあってもきわめて限定的と想定する。地政学リスクが市場心理にしばしば波風を立て、原油価格や金をはじめ、市場の懸念の程度に応じて金利や株式市場がリスクに応じて上下動することは増えるとみている。しかし、イベントの頻度が増えるとしても、主要国経済に大きな影響を及ぼし経済成長を押しとどめることが起こることはないというのがメイン・シナリオだろう。

## 4. むすび

10年後の日本を株式市場から考える時、現時点で注目するポイントを整理する。まず、日本経済については、AI・半導体が利益水準も成長期待も高いので市場をリードしている。高市政権の成長戦略にも含まれており、今後数年のリーダーと期待される。今後、生活を変える可能性がある核融合技術やレアアース開発などで日本が世界のバリューチェーンで核になるとすれば、関連業界が株価指数をけん引していることになろう。イノベーションは経済効率を高め成長に寄与する。

一方で2026年2月の衆院選で歴史的議席数を獲得した高市首相は、財政政策の考え方と規律を大幅に変更し、経済成長への政府の役割を拡大する。政府が未来の姿を描いて投資をする産業政策でこれまで以上に重要な役割を演じる可能性がある。AI・半導体、核融合、レアアース獲得などの新技術に期待したい。その時、注目点はそれを支える選挙民すなわち消費者の志向である。高市政権の消費税率の期間限定の一部引き下げとその先にある給付付き税額控除によ

る分配の変化が、過去に比べて大幅に弱まっている消費者心理を刺激し、消費を長期的な経済のけん引役にできるかもしれない。そうなれば、消費活発化、人手不足維持、賃金上昇と健全なインフレ持続、企業の売上と設備投資の拡大の好循環が続き長期的な成長率上昇につながると期待する。企業は取引所などがリードするガバナンス改革とともに株式投資家とも対話し、資本効率を高めながら人的資本や設備への投資を増やす。そうなると長短金利差が高止まりし、合従連衡を進めながら銀行業が利益機会を増やし株価指数を下支えしていく展開も期待できる。このような環境では緩やかな円高が進むとみている。しかし、内需の拡大は円高でも株高をもたらすだろう。

日本を取り巻く環境について、米国は自由貿易より国内中間層浮揚優先、国際秩序より第二次大戦後の安全保障投資の回収優先といった基本観を（仮に民主党政権になるとしても）継続するだろう。経済的にはコスト上昇をいとわないバリューチェーンのブロック化が進む（米中対立とデリスクキング政策と企業の対応について北見・馬場・宮島（2026）<sup>9</sup>を参照）可能性が高い。日本企業は、技術・生産・販売能力の面からこの環境に適応することが十分可能である。プライベート・デットに起因する世界的金融危機の恐れは残る。しかし、適切に対応が行なわれることで、人間の努力と工夫の成果としての投資リターンの獲得を10年後の我々に期待する。実質利益成長率が8%を維持できれば、（複利計算で）10年で株価はおよそ2倍になるはずだ。楽観的ではあるが日経平均10万円を2036年に達成可能なベンチマークとして提示しておく。

<sup>9</sup> 北見創、馬場安里紗、宮島董（2026）「企業経営と経済安全保障—「当事者」として対応を迫られる日本企業—」『証券アナリストジャーナル』2026年1月号（第64巻第1号）。