

2013年5月22日
No.2013-0006

数字を追う ～最近の株価上昇をどう見るか

調査部 主席研究員 吉本澄司

《要 点》

- ◆ 2012 年末以降、わが国の株価は大幅に上昇した。そのきっかけは、政策など、先行きに対する予想（期待）の変化であった。
- ◆ 株価の長期的な動きを局面整理すると、1989 年 12 月 29 日に史上最高値をつけた後、五つの転換点を観測できる。現在は四つ目の転換点であった 2007 年 7 月 9 日の戻り高値から、五つ目の転換点であった 2009 年 3 月 10 日の戻り安値を経た後の上昇局面に当たる。
- ◆ 1989 年 12 月前後、2007 年 7 月前後、そして最近の 3 局面を抜粋して、期待投資収益の考え方に基づいて検討を加えてみると、1989 年 12 月の史上最高値に向かう株価の動きは、個々の要因で説明し切れない「その他」の部分が多くを占め、その後は、「その他」の部分の縮小によって、株価が急落した。
- ◆ 2007 年 7 月の戻り高値に向かう株価の動きには、史上最長の景気上昇の中で 1 株当たり利益が増加したことが寄与したが、サブプライムローン関連証券化商品を通じて金融不安が米国から世界に伝播していった時期と歩調を合わせるように、「その他」要因が、株価下落への寄与を強めた。
- ◆ 最近に関しては、企業業績は、リーマン・ショック後の世界経済減速や急速な円高進行の影響が最も顕著に表れた 2009 年度が最悪期であったが、株価の動きは、1 株当たり利益の回復通りにはならなかった。これは、わが国の現状や将来展望に関して閉塞感が強まったことなどが影響したとみられる。しかし、2012 年末頃を転機に流れは変わり、経済活性化やデフレ脱却などへの期待、閉塞感の後退などから、リスクオンの動きと株価の上昇が起きている。
- ◆ 心理的要素の改善によって、株式市場の動きは一変したが、成長戦略やデフレ脱却を狙いとする政策が現実にとどの程度の効果を発揮するか、まだ実績を見極められる段階がなく、当面は、市場の期待を繋ぎとめておけるような運営に成功するか否かで、株価動向が左右されるとみられる。

本件に関するご照会は、調査部・主席研究員・吉本澄司宛にお願いいたします。

Tel: 03-6833-5327

Mail: yoshimoto.kiyoshi@jri.co.jp

1. はじめに

この半年、わが国の株価は大幅に上昇した。そのきっかけは、政策など、先行きに対する予想（期待）の変化であったと言ってよい。

昨年、衆議院解散・総選挙に向けて事態が一気に動いたのは、2012年11月14日の国会・党首討論であったが、その直前までの株価（日経平均・終値、以下同じ）は一進一退であり、11月13日の株価水準（8,661円05銭）は年初来平均を4.1%下回っていた（図表1-1）。

しかし、政権交代と政策変更が現実味を増すにつれて、株価は上昇基調となり、12月26日に安倍内閣が発足する前日には1万円台に乗った。各基準日から最近の戻り新値（2013年5月21日の15,381円02銭）までの上昇率は、それぞれ約53~78%となっている。

このような株価上昇は、消費者心理や資産効果を通じて個人消費を刺激している面もあるとみられ、金融面と実体経済面において、わが国に対する視線を変化させることに寄与している。

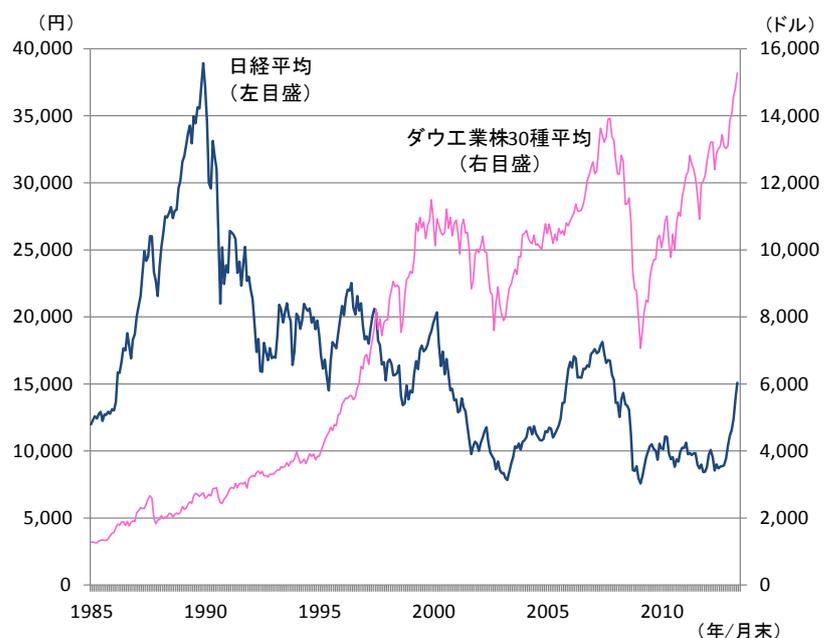
（図表1-1）2012年11、12月の節目の出来事と株価の動向

戻り新値までの上昇率算出の基準日	日経平均（終値）	2012年11月13日までの年初来平均との比較	基準日から戻り新値（2013年5月21日）までの上昇率
2012年11月13日 国会・党首討論における、野田首相（当時）の衆議院解散方針表明（2012年11月14日）の直前の立会日	8,661円05銭	▲ 4.1%	77.5%
2012年12月14日 第46回衆議院議員選挙投票日（2012年12月16日）の直前の立会日	9,737円56銭	7.8%	58.0%
2012年12月25日 第2次安倍内閣発足（2012年12月26日）の直前の立会日	10,080円12銭	11.6%	52.6%

株高が進み、2013年3月8日に、リーマン・ショック直前の水準（2008年9月12日の12,214円76銭）を上回ってからは、米国株価の史上最高値更新と絡めて、一対のような形で、リーマン・ショック直前の水準更新（日本）、何年何か月ぶりの高値更新（日本）という表現も多用されるようになった。

ただし、図表1-2で明らかのように、長期的な観点で見れば、わが国の最近の株価水準は、単なる戻り新値に過ぎず、米国で生じているような史上最高値更

（図表1-2）次元の異なる日米の「高値」更新

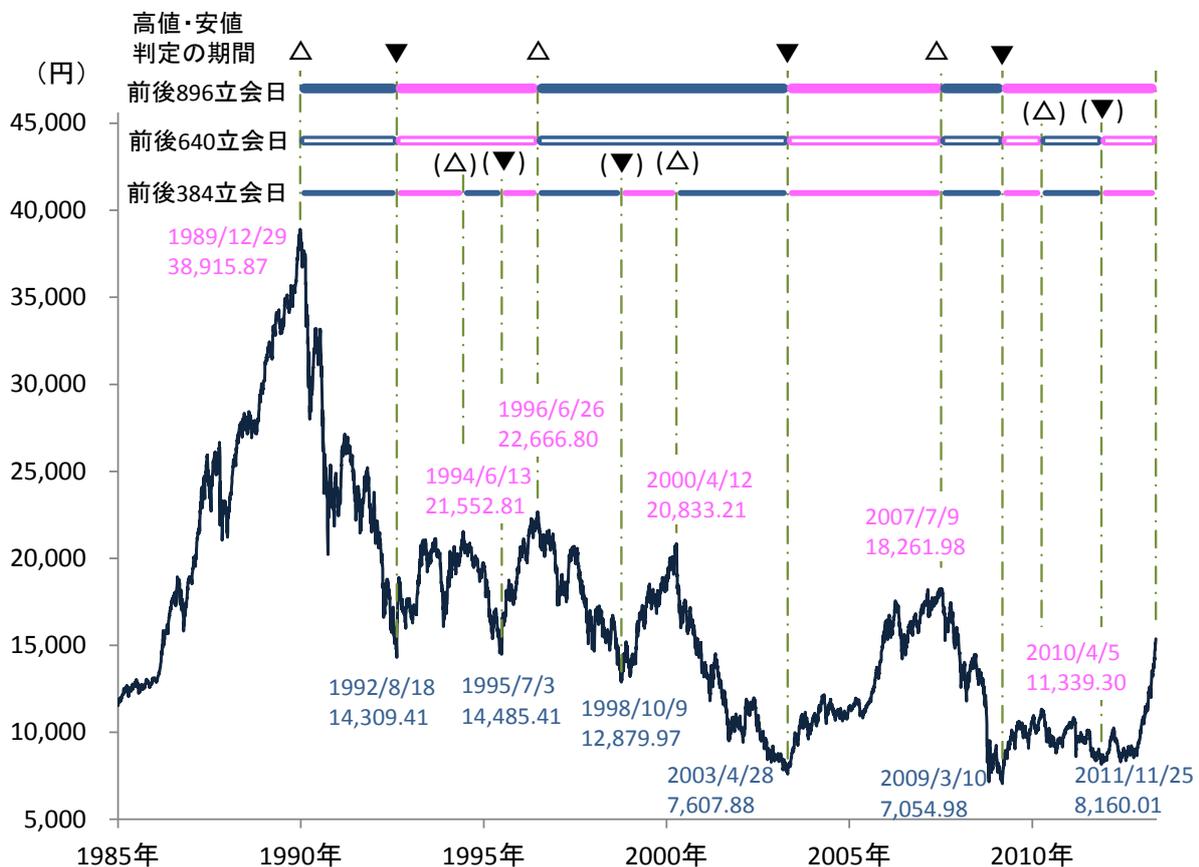


新はおろか、リーマン・ショック前の戻り高値（詳細は後述）にも達していない。株価上昇は、新たな政策への期待、日本経済の先行きに対するムードの改善などを象徴した現象であるといえるだろうが、その評価は冷静に行う必要がある。以下では、過去の株価動向と、その背後の経済・金融情勢を振り返りながら、今回との比較を試みる。

2. 株価上昇局面の比較

株価の長期的な動きの中で、いつ、どの水準を戻り高値、戻り安値とみなすかは判定期間の長さの取り方に依存するが¹、7年程度（前後各 896 立会日²）で試算すると、1989年12月29日の史上最高値（38,915円87銭）の後、五つの転換点を観測できる（図表1-3）。なお、判定期間を10年程度（前後各1,280立会日）としても、結果は7年の場合と同じであるが、3年（前後各384立会日）、5年（前後各640立会日）の場合には、中間のピークやボトムのいくつかは、戻り高値、戻り安値と判定される。

（図表1-3）長期的な株価動向（高値・安値）



¹ 例えば、判定期間を50年とすれば、最安値85円25銭（1950年7月6日）、最高値38,915円87銭（1989年12月29日）、戻り安値7,054円98銭（2009年3月10日）となり、転換点は三つに絞られるが、何らかの示唆を得ようとするには、大掴み過ぎる区分となる。他方、判定期間を半年、1年と短くすれば、戻り高値、戻り安値に相当する水準と時期が多く出すぎて、やはり示唆を得にくい。このため、期間の長さを変えながら、戻り高値、戻り安値の出方（判定結果）を比較した。

² 実際の暦とは異なるが、「256立会日=1年」とみなしている。

いずれの場合にも共通する戻り高値は、

- ① 住専処理法と金融三法の成立によって、当時の金融不安への対応策が整ったかにみえた、住専国会直後（1996年6月26日）の22,666円80銭と、
- ② サブプライムローン問題を端緒とする世界的金融不安の兆しが出始める反面、新興国経済の成長への期待も根強かった2007年7月9日に付けた18,261円98銭である。

後者が、リーマン・ショック前の高値に当たり、最近の株価水準に比べ、約2割高い。2012年11、12月以降、株式市場は久々の大幅な上昇に沸いているとはいえ、実際にはまだ単なる戻り新値であり、リーマン・ショック前の戻り高値にも達していない旨を前述したのは、このことを指している。

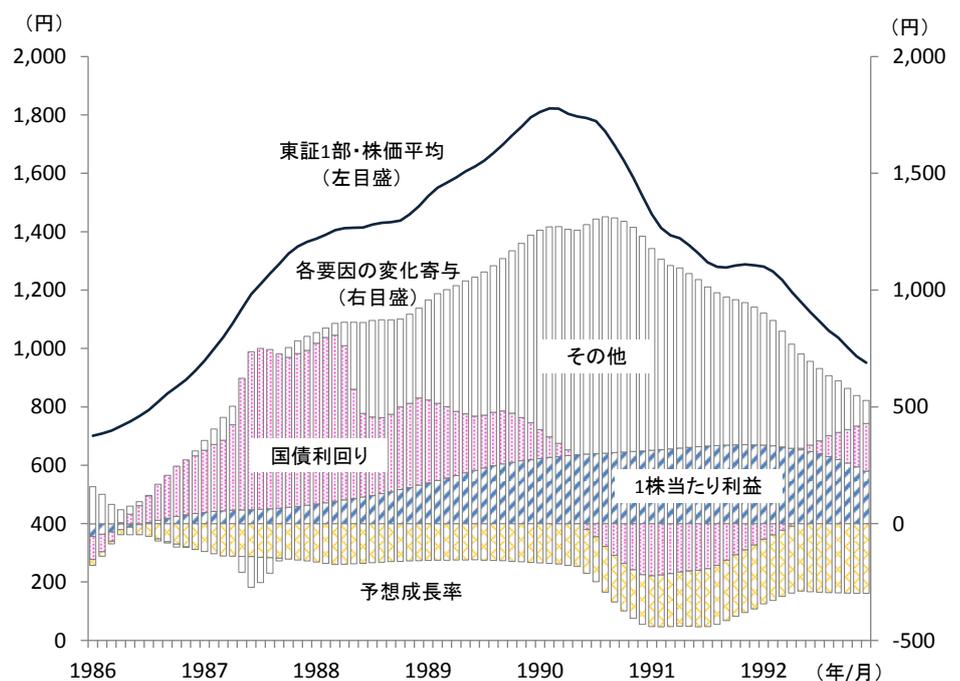
次に、図表1-2に示した株価動向の局面判定を手掛かりに、1989年12月前後、2007年7月前後、そして最近の3局面を抜粋して、期待投資収益の考え方に基づく簡便な方式³で検討を加えてみると、以下のような特色を指摘できる。

(1) 1989年12月前後

1989年12月の史上最高値に向かう株価の動きは、初期においては国債利回りの低下が寄与し、後に1株当たり利益の増加も部分的に寄与するようになったが、株価上昇の最盛期には、個々の要因で説明し切れない「その他」の部分が大きくを占めるようになった（図表1-4）⁴。

このようにバブル色の濃い株価上昇の結果として史上最高値を付けたが、その後は、「その他」の部分の縮小（バブル崩壊）によって、株価は急落した。

（図表1-4）1989年12月前後の株価動向



（資料）東京証券取引所「東証統計月報」、内閣府「国民経済計算」「企業行動に関するアンケート調査」

（注1）いずれも12か月移動平均値を表示。

（注2）株価は、単純平均値を東証株価指数の動きで調整。

（注3）各要因の変化寄与（交絡項を除く）は、1986年1月との差として求めている。

（注4）「その他」は、注3の各要因以外の部分であり、各要因の交絡項、リスクプレミアム要因、誤差などが含まれる。

³ 株価 = 1株当たり利益 / (国債利回り + リスクプレミアム - 予想成長率)

⁴ 史上最高値に関する説明や、2007年7月の戻り高値などの説明は、図表1-3の日経平均の動きによっているが、図表1-4は、東証1部・単純平均値に基づいている（図表1-5、同1-6も同様）。

(2) 2007年7月前後

2007年7月の戻り高値に向かう株価の動きには、史上最長の景気上昇（谷：2002年1月、山：2008年2月）の中で1株当たり利益が増加したことが寄与した（図表1-5）。

この利益増加を一面で支えた世界的な景気上昇の背後には、サブプライムローン問題を端緒とする世界金融危機や欧州債務危機など、後に大きな問題を生む伏線になった欧米経済の活況があり、その意味では、利益要因にはバブルの要素も含まれていたと考えられる。

しかし、この頃にも増して1株当たり利益にバブルの影響（押し上げ効果）が含まれていたと考えられる図表1-4（1989年12月前後）において、利益要因だけでは株価上昇の一部しか説明できず、多くの部分を「その他」要因で説明する結果になっていることに比べれば、状況は大きく異なっている。

図表1-5において「その他」要因は、サブプライムローン関連証券化商品を通じて金融不安が米国から世界に伝播していった時期と歩調を合わせるように、株価下落への寄与を強めている。これは、「その他」要因の中にリスクプレミアム要因が含まれるためと考えられる。

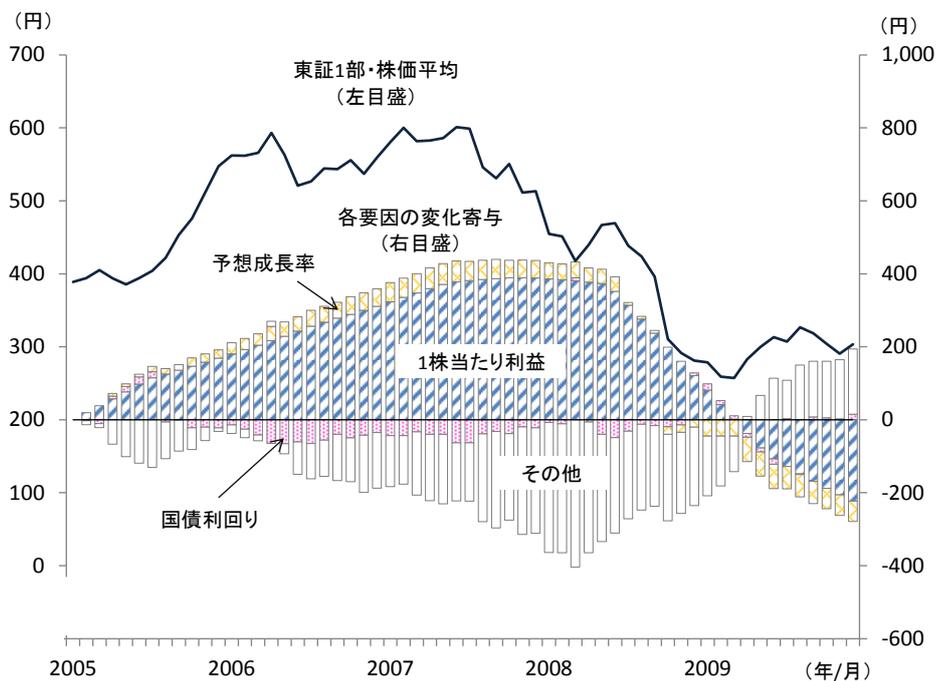
リーマン・ショック後の世界金融危機に対して、各国が金融安定化策や経済対策を実施し、混乱が徐々に収まるにつれて、「その他」要因による株価下落圧力は弱まったが、その頃になると、景気悪化によって企業業績の悪化が顕著となり、1株当たり利益の減少が株価下落の主因となった。

(3) 最近の動向

株価動向は、最近の半年で様変わりとなったが、それまでは力強さを欠いた。

企業業績は、リーマン・ショック後の世界経済減速や急速な円高進行の影響が最も顕著に表れた2009年度が最悪期であったが、株価の動きは、1株当たり利益の回復通りにはならなかつ

(図表 1-5) 2007年7月前後の株価動向

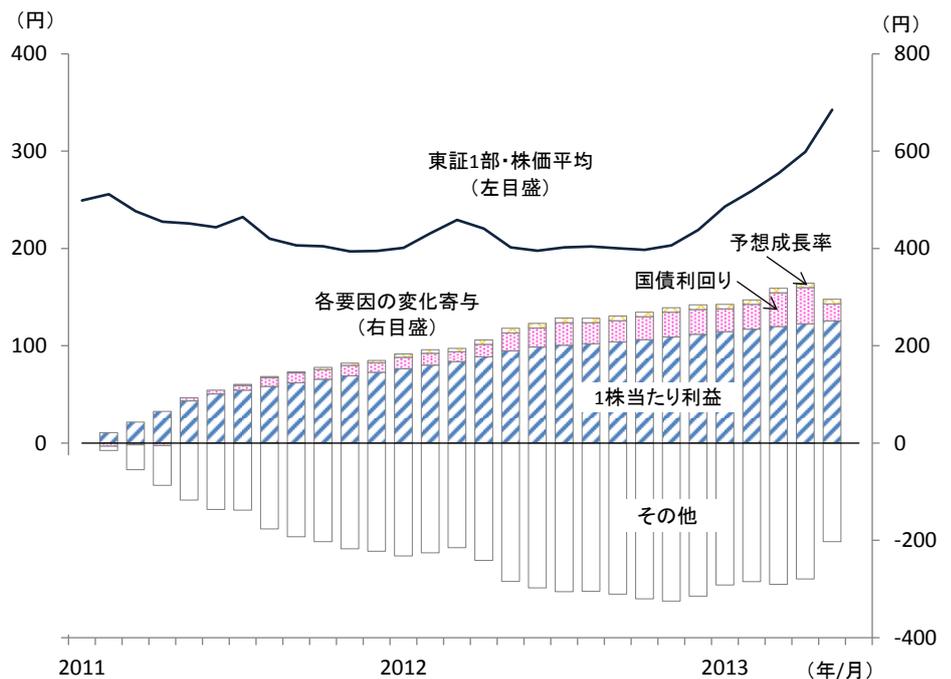


(資料) 東京証券取引所「東証統計月報」、内閣府「企業行動に関するアンケート調査」
 (注1) 株価は、単純平均値を東証株価指数の動きで調整。
 (注2) 各要因の変化寄与(交絡項を除く)は、2005年1月との差として求めている。
 (注3) 「その他」は、注2の各要因以外の部分であり、各要因の交絡項、リスクプレミアム要因、誤差などが含まれる。

た(図表 1-6)。これは、東日本大震災や原子力発電所の事故などによって、リスク要素としての先行き不透明感が増したことや、震災や原発事故への当面の対応に追われて、説得力を有する中長期的成長戦略を打ち出せなかったことなど、わが国の現状や将来展望に関して閉塞感が強まったことなどが影響したとみられる(「その他」要因による制約)。

国債利回りの低下についても、株価押し上げ要因として能動的に寄与したというよりも、デフレ脱却の見通し難(金利上昇=債券相場下落の懸念を抑制)や、リスクオフの動きを受けたものであったと考えることができる。

(図表 1-6) 最近の株価動向



(資料) 東京証券取引所「東証統計月報」、日本銀行「全国企業短期経済観測調査」、内閣府「企業行動に関するアンケート調査」
 (注 1) 株価は、単純平均値を東証株価指数の動きで調整。
 (注 2) 各要因の変化寄与(交絡項を除く)は、2011年1月との差として求めている。
 (注 3) 「その他」は、注 2 の各要因以外の部分であり、各要因の交絡項、リスクプレミアム要因、誤差などが含まれる。

しかし、2012 年末頃を転機に流れは変わり、経済活性化やデフレ脱却などへの期待、閉塞感の後退などから、リスクオン動きと株価の上昇が起きている(「その他」要因による株価制約が解消の方向)。ここ半年の株価上昇は、2012 年 12 月の政権交代、さらには 2013 年 3 月の日本銀行首脳人事など、政策の大幅な変更を予想させる出来事と軌を一にしており、財・サービス市場に比べて心理面の影響が大きく、価格の調整スピードが速い資産市場特有の動きとなっている。

他方、財・サービス市場の本格的な変化には、政策が仮に狙い通りの効果を持つにしても、より時間を要する。政府の成長戦略の具体像が固まり、法制度や予算を伴って本格的に動き出すのは今後のことであり、それによって各経済主体の活動が変わるにも一定の期間を要する。また、日本銀行は、4 月 4 日の政策委員会・金融政策決定会合で、「物価安定の目標」(消費者物価の前年比上昇率 2%) を、2 年程度の期間を念頭に置いて、できるだけ早期に実現するために、「量的・質的金融緩和」を導入したが、4 月 27 日公表の『物価・経済情勢の展望』において、2015 年度に 1.9% という見通し⁵を示しているように、そもそも金融政策の効果が物価に波及するまでに時間がかかることを見込んでいる。

⁵ 政策委員見通しの中央値。消費税率引き上げの影響を除く。

したがって、当面は、緊急経済対策による公的需要の増加や、円高の修正が輸出価格を通じて輸出数量に及ぼす効果、株高などに伴う資産効果などによる押し上げや下支えで切り抜けつつ、成長力強化にせよデフレ脱却にせよ、実現までに時間を要する政策への期待を維持できるかがポイントとなる。図表 1-6 でいえば、予想・期待、リスクの重視度合など心理的要素の動きに左右される「その他」要因がマイナス方向に拡大しないような展開が続くかどうか、ということになる。この要因に波乱が起きなければ、2012 年末からの流れが大きく崩れる事態は避けられるだろう⁶。

ただし、成長戦略やデフレ脱却を狙いとする政策の効果実現までのタイムラグが長い場合、その間、もともと変わりやすい心理的要素において好反応を維持し続けることは、必ずしも容易ではない。成長戦略の中身と現実的な効果の大きさ、財政再建への道筋など、市場で政策の信頼度に疑念の兆しが生じた場合には、対話力、説得力が問われるとみられる。

今のところ、短期的に政策の意図と多少ずれが生じているのは、国債利回りの動きが不安定となり、水準も「量的・質的金融緩和」導入前よりやや高くなっている点であるが、現状程度のずれであれば、影響は限定的である（図表 1-6 の 2013 年 4 月から 5 月にかけての動き）。

なお、国債利回りに関して、さらに先のシナリオを展望すると、将来的に成長戦略が奏功し、物価安定の範囲内でデフレ脱却が実現するような局面では、名目経済成長率の高まりを反映して、低成長とデフレが共存していた時期より高い利回り水準になるとみるのが自然である。しかし、この場合には、同時に 1 株当たり利益の増加、予想成長率の上昇が生じているはずであるため、国債利回り上昇の株価への影響は相殺される。

この対極のケースは、一定期間を経過しても実体経済に狙い通りの効果が表れず、むしろ財政状況の悪化、財政再建の実現性への疑念が材料視されて、国債利回りが上昇するケースである。この場合には、前述の例と異なり、1 株当たり利益、予想成長率のプラス要因は想定できず、むしろ長期金利上昇によって、これらの要因も悪化方向に動く可能性がある。加えて、心理的要素の動きに左右される「その他」要因が大きくマイナス方向に動くおそれもあり、株価は複合的な要因によって調整局面に入ると見込まれる。

3. おわりにかえて

以上、ごく基礎的な考え方に基づく簡便な方式によるものであったが、1989 年 12 月前後、2007 年 7 月前後、そして最近の 3 局面について、経済・金融情勢と株価変動の要因を整理した。

このうち最近の動きについては、戻り高値がどうなるかまだ確定していない、途中経過と言うべき段階であり、しばしば使われるリーマン・ショック前の水準更新、何年何か月ぶりの高値更新という表現も、比較対象の水準が半端という感がある（図表 1-3 に示したように、当時の戻り高値より低い水準との比較となっている）。

⁶ この部分だけでなく、本レポートすべての記述は、情報の提供のみを目的としており、何らかの勧誘を意図するものではない。

また、2012年12月以降の政策変更（構想段階を含む）は、予想・期待、リスクの重視度合など心理的要素の改善によって、株式市場の動きを一変させたが、成長戦略やデフレ脱却を狙いとする政策が現実にはどの程度の効果を発揮するか、まだ実績を見極められる段階になく、当面は、将来的な政策効果への市場の期待を繋ぎとめておけるような運営に成功するか否かで、株価動向が左右されるとみられる。心理的要素という、もともと変わりやすい性質を持つ要因次第で流動的ではあるが、成功するという楽観シナリオに立てば、図表1-6において「その他」要因がプラス方向に寄与を強めることも期待できるため、株価が、図表1-3に示した2007年7月前後の水準に近づく局面も考え得るだろう⁷。

以上

⁷ 当面、企業業績などのファンダメンタルズ面は改善が見込まれ、他方、最近の国債利回りの小幅反転も現状程度であれば影響は限定的であるが、2012年末頃に流れが変わるより前に観察されたように、企業業績などのファンダメンタルズ面の改善が見込まれても、心理的要素の動きに左右される「その他」要因が大きくマイナス方向に作用すると株価の低迷が生じる。このため、現実には、何らかのきっかけで展開が大きく変わってしまう可能性が大きく、確たる見通しは立てにくい。