

2015年4月14日  
No.2015-003

## 数字を追う～業種別にみると最近の株価上昇はどう評価できるか

調査部 主席研究員 吉本澄司

### 《要 点》

- ◆ 株価は、ここ1か月あまりで上昇ペースをはやめて2007年のピーク超え、20,000円台の一時的な回復といった節目を付けた。歴史的観点からの次の節目は、インターネットやコンテンツの関連事業の成長可能性が囃されて株価が上昇した2000年の株価ピークであり、その先には1996年、1994年、さらには1989年という、より高いピークが控えている。
- ◆ 最近の株価動向には、業種別に大きな違いが生じている。2000年当時の時価総額および株価指標押し上げでは電気機器と情報・通信業が突出していたが、最近はや安による増益効果を受けやすい機械関連の業種が中心である。一方で、銀行業をはじめ出遅れている業種も少なくない。
- ◆ 株価が2000年当時のピークを超え、さらにそれより高い過去のピークをも超えていくような状況が実現して定着するためには、時価総額が大きい情報・通信産業、銀行業をはじめ、より多くの業種の株価が上昇して全体を押し上げるような手厚い布陣が欠かせない。中でも、出遅れている銀行業の動向が注目される。
- ◆ 銀行業のうち大手行等では、金融再生プログラムが経営に与える影響に関して強い懸念が広がった2003年に時価総額縮小が顕著となったが、その後は回復の動きが認められる。一方、地域銀行は、2003年以降の変化では、大手行等に比べて時価総額回復が鈍い。これは、人口減少に象徴される経営環境の厳しさと、それを乗り越えるビジネスモデルの不透明性が重石となっているためである。再編への思惑が材料視される可能性はあるが、これまでの再編例の統合効果が必ずしも群を抜く内容ではなかったことを考慮すると、投資家を納得させるような経営戦略を伴わないと、持続的な株価上昇にはつながりにくいだらう。
- ◆ 株価が安定した上昇基調を続けるためには、より多くの業種に収益拡大と株価上昇が広まることが望まれる。それが実現するような経済環境は、景気回復が業種的にも地域的にも、より広範囲に行き渡った時であろうから、そのような状況になってようやく、株価上昇がアベノミクス成功の証左といえるようになる。

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

日経平均株価は、2015年4月10日の取引時間中に一時20,000円台を回復した。日経平均(以下では特に注記しない限り終値ベース)は3月6日に、前回のピークである2007年7月9日の18,261円98銭を約7年8か月ぶりに超え、その後も断続的に最近の高値を更新してきた<sup>1</sup>。2007年当時を振り返ると、6年目に入っていた米国の景気拡大や、新興国経済の高い成長などが追い風となって、日本経済は戦後最長の景気上昇局面にあった。

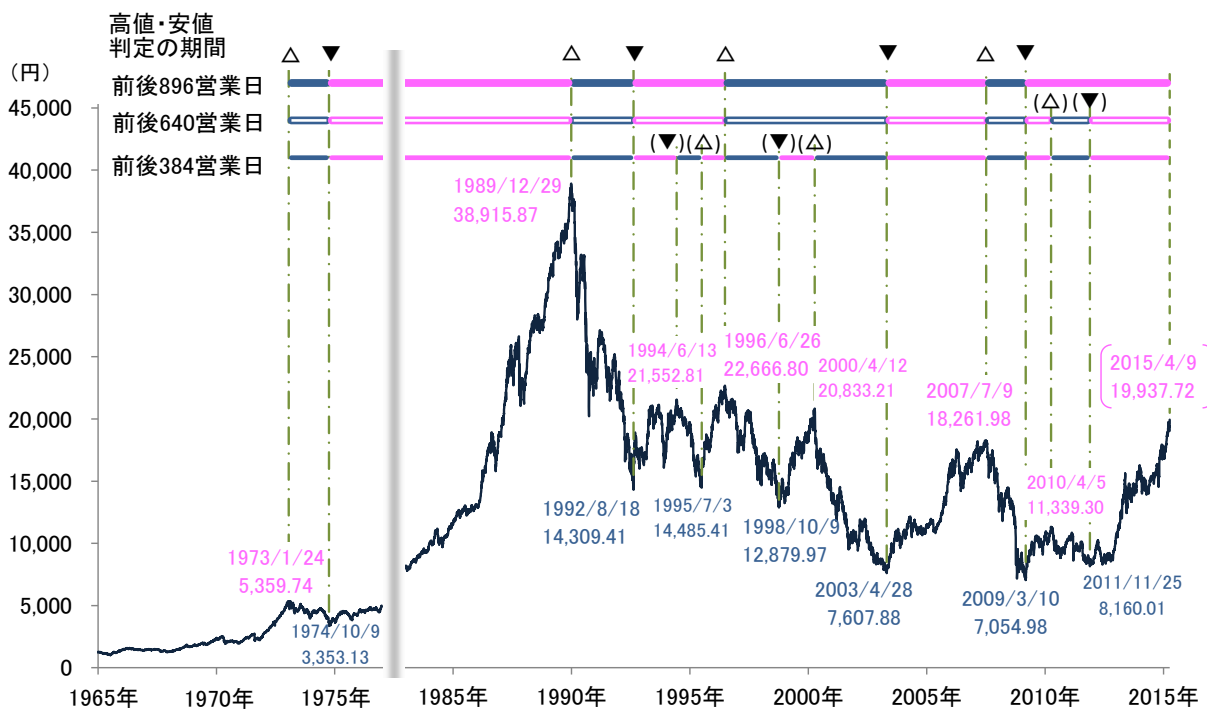
4月13日現在、今回の株価上昇局面における高値は4月9日の19,937円72銭である(取引時間中では10日の20,006円00銭)。既に上回った2007年より一段高いピークは、インターネットやコンテンツの関連事業の成長可能性が囃されて株価が上昇した1999~2000年の局面における20,833円21銭(2000年4月12日)である。一時的とはいえ20,000円台回復も達成済みとなったことから、歴史的観点からの次の節目は2000年の株価ピークである。

約2年前、今回の株価上昇局面の初期の段階で、①過去の上昇局面との比較や、②政策転換との関連などを論じたが(本稿最終ページの参考文献を参照)、今回は、主に業種別の動向を中心に、株価動向の特徴を探る。

## 2. 株価上昇局面の比較

業種別の長期的株価動向を観察する準備として、まず、市場全体の動向を整理しておこう(図表1)。上昇・下落局面の転換点がいづかは判定期間の長さの取り方に依存し、7年程度(前後各896営業日<sup>2</sup>)では、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

(図表1) 日本の長期的な株価動向



(資料) 日本経済新聞社「日経 NEEDS FinancialQUEST」

<sup>1</sup> 取引時間中の高値ベースでは、同じく3月6日に、2007年2月26日のピークを更新。

<sup>2</sup> 実際の暦とは異なるが、「256営業日=1年」とみなしている。

ークやボトムの中のいくつかが転換点と判定される。

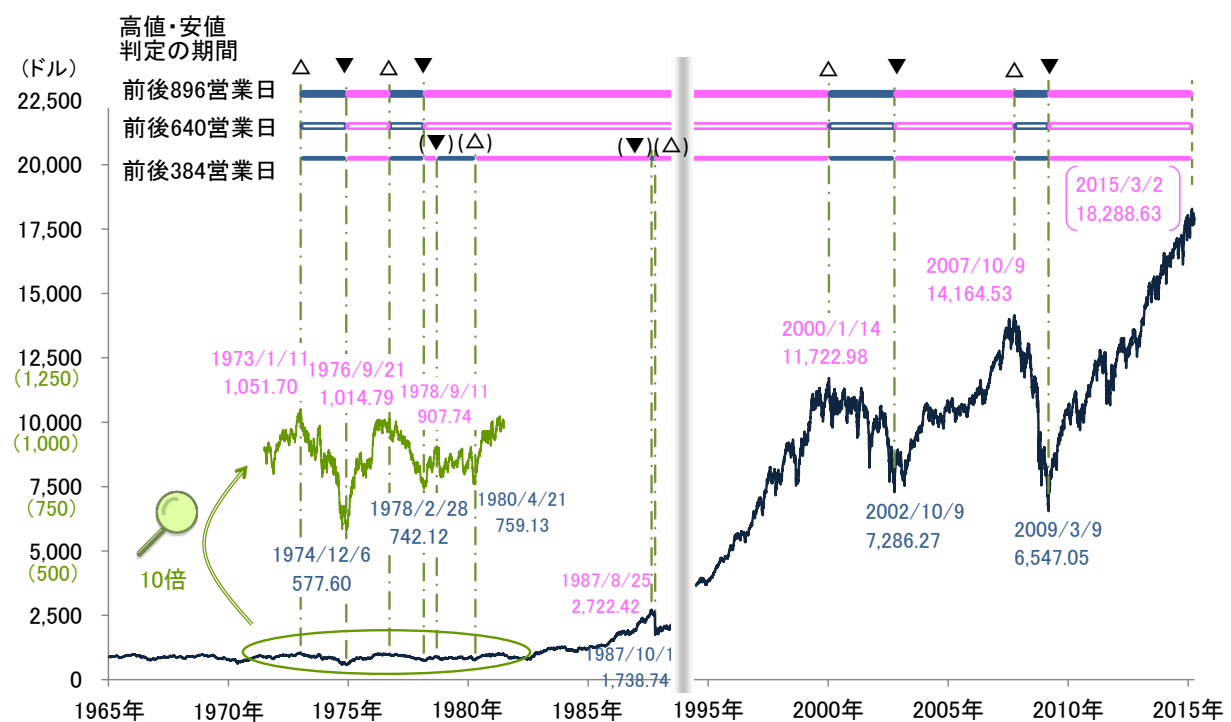
他方、数か月や半年といった短い期間では高騰や暴落として話題を集めたような変動であっても、長期的な観点で見れば、趨勢に影響がないような動きとなることも多い。例えば、約2年前、株価の動向についてまとめた際には（参考文献 2013 a）、直後に、米国の金融緩和縮小の観測や中国経済減速への懸念をきっかけに、当時としては話題となった株価調整が生じた。この株価下落に関しては、その前の約半年間の上昇が、政策への期待を背景に、企業業績に比べて先行する形であったために、早速、期待で市場を操ることはできないことの証左であるといったコメントが、数多く出された。しかし、始まったばかりの政策を、一度の株価調整によって評価を下すことは、結論を急ぎ過ぎである（参考文献 2013 b）。

改めて振り返ってみれば、話題となった2013年5月下旬以降の株価調整も、他の多くの短期的な変動と同じように、長期的動向の中に埋もれてしまって目立たない（前掲図表1）。経済・金融情勢の大きな流れや構造変化、政策動向などと絡めつつ株価動向を観察するには、長期的な視点が欠かせない。

米国の株価動向についても整理してみると、図表2のとおりである。米国の場合、今回の株価上昇局面は2009年3月から始まり、2015年4月13日現在、ピークは3月2日の18,288ドル63セントである（ニューヨーク・ダウ終値ベース、特に注記しない限り以下同じ）。

わが国との違いの一つは、言うまでもなく、株価の水準である。わが国の場合、2007年7月9日の水準を超えた後の株価動向は、その一つ前のピーク（2000年4月12日）の後の下落局面の中にある該当値と比較して約15年ぶりと表現されているが、別の見方をすれば、2000年4月12日の水準をまだ更新しておらず、その先にも1996年6月26日、1994年6月13日といった他のピークが残っている。史上最高値（1989年12月29日）は、はるか遠方である。一方、

（図表2）米国の長期的な株価動向



（資料）日本経済新聞社「日経 NEEDS FinancialQUEST」

米国の場合は、最近のピーク（18,288 ドル 63 セント）がそのまま終値ベースの史上最高値である。

もう一つの違いは、転換点の数である。判定期間によって違いの程度に差はあるが、1990 年以降、わが国の方が米国に比べて株価の転換点が頻繁に生じている。1970 年代から 1980 年頃までは、米国の方が日本より転換点が多かったことで、状況が入れ替わったことになる。その背景は、一つ目の違いとも共通するが、上向きの趨勢の強さの差である。上向きの趨勢が弱いと、市場の動揺などによって、ボトムが形成されやすい。ピークに関しては、極大値（局所的な最大値）は形成されても、史上最高値は容易に更新されない。

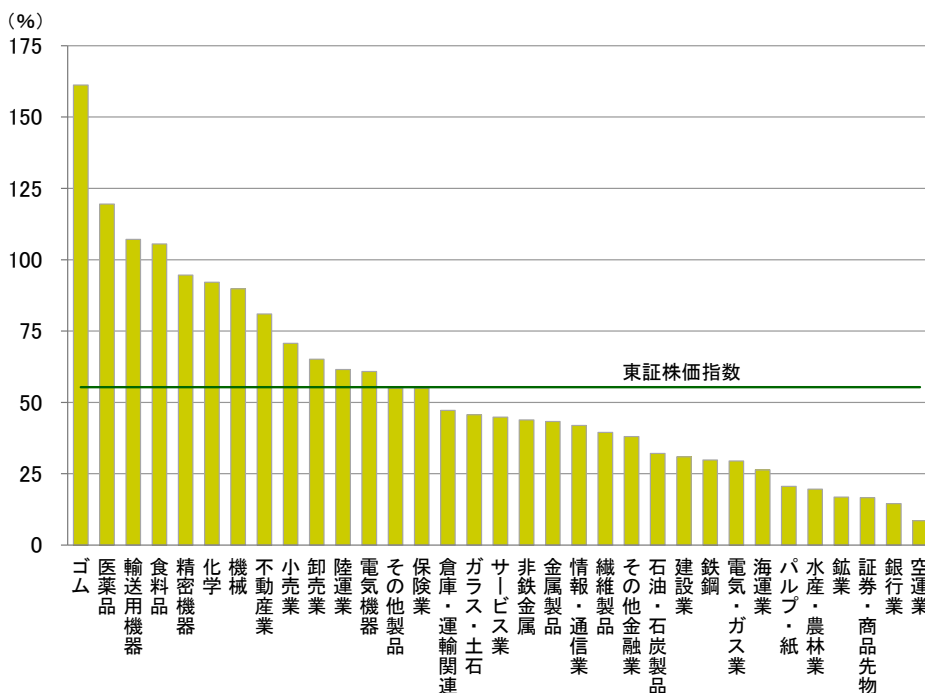
1970 年代の米国は、経済成長の鈍化と根強いインフレに悩まされ、株価はほぼ横ばいとなった。1973 年 1 月に付けた高値が更新されたのは、1980 年代の上昇局面の途中（1982 年 11 月）で、10 年近くを要した。しかし、その後はインフレの抑制に成功し、さらに 1990 年代以降は情報技術部門の牽引によって株価上昇が顕著になった。

一方、わが国では、高度成長期の株価上昇傾向が、安定成長期に入った後も続き、さらにバブル期には急激に加速したが、バブル崩壊後は長期にわたって上向きの趨勢が消えている。その結果、転換点が出現しやすくなり、バブル崩壊後の最初のボトムである 1992 年 8 月 18 日（14,309 円 41 銭）以降、1990 年代は 12,000 円台から 22,000 円台、2000 年代以降は 7,000 円台から 20,000 円台の間で、バブル崩壊前より短い周期の上昇・低下が繰り返されてきた。

### 3. 長期的な業種別株価動向の特徴

バブル崩壊後、前述のような価格帯の中で上昇・低下を繰り返してきたようにみえる株価であるが、業種別には大きな違いが生じている（図表 3）。日経平均と同じく代表的指標である東証株価指数の業種別動向について、最近の高値（政権交代の 2012 年 12 月以後の月次ベース、

（図表 3）業種別の株価回復、最高値更新状況（最近の高値／過去の最高値）



（資料）日本証券取引所グループ ホームページ（HP）、東京証券取引所「東証統計月報」、日本経済新聞社「日経 NEEDS FinancialQUEST」  
 （注 1）2012 年 12 月から 2015 年 4 月の間の高値（月次、ただし 2015 年 4 月は 9 日）を、2012 年 11 月以前の最高値（同）と比較した。  
 （注 2）業種別株価指数の最高値は、1999 年 1 月以降は月末値、1998 年 12 月以前は月中平均値から求めた。東証株価指数はすべて月末値。

ただし 2015 年 4 月は全体の株価が高値であった 9 日の業種別株価) と過去の最高値 (2012 年 11 月以前の月次ベース) を比較すると、ゴム製品、医薬品、輸送用機器、食料品が 100% 超となっているほか、精密機器、化学、機械は過去の最高値の 90% 前後まで戻しているが、他方で、33 業種中 19 業種が 50% 未満にとどまっている。

業種別の株価動向を、過去の最高値が生まれた時期はいつ頃か、最近の株価が過去の最高値に比べてどの程度回復しているかなどの区分によって詳しく整理してみると、図表 4 のとおりである。まず、2012 年 11 月以前に株価が最高値となった時期は、1987~1990 年 (局面 A) が 25 業種、1999~2000 年 (局面 B) が 3 業種、2006~2007 年 (局面 C) が 5 業種である。バブルの最終局面であった 1989、1990 年や、民営化され株式が上場された企業の株高が起きた 1987 年など、1987~1990 年で高値となった業種が、やはり多数を占めている。

(図表 4) 業種別の株価動向の特徴

局面	2012年11月以前の株価最高値(主峰)出現時期	左記の時代背景	最高値(主峰)の突出度	業種数	最近(2012年12月以降)の株価高値/過去(2012年11月以前)の最高値				
					100%超	75%以上100%以下	50%以上75%未満	25%以上50%未満	25%未満
					業種(時価総額%)	業種(時価総額%)	業種(時価総額%)	業種(時価総額%)	業種(時価総額%)
					4 (22.6)	4 (14.9)	6 (29.1)	13 (23.7)	6 (9.7)
A	1987~1990年	バブル景気、公社民営化	単峰型 A	17	食料品 (4.2)		陸運業 (3.9)	建設業 (2.5)	銀行業 (7.3)
								電気・ガス業 (1.8)	証券・商品先物 (1.2)
								鉄鋼 (1.5)	空運業 (0.5)
								ガラス・土石 (0.9)	鉱業 (0.4)
							非鉄金属 (0.8)	パルプ・紙 (0.2)	
							金属製品 (0.7)	水産・農林業 (0.1)	
							繊維製品 (0.7)		
							石油・石炭製品 (0.5)		
							倉庫・運輸関連 (0.3)		
			双峰型 A・B	2			小売業 (5.4)	情報・通信業 (8.6)	
			双峰型 A・C	4		化学 (4.2)	保険業 (2.0)		
						機械 (4.8)			
						不動産業 (2.9)			
			連峰型 A他	2	ゴム製品 (1.0)			その他金融業 (1.4)	
B	1999~2000年	ITバブル、コンテンツ事業	単峰型 B	2			電気機器 (12.4)	サービス業 (4.0)	
			連峰型 B他	1			卸売業 (3.9)		
C	2006~2007年	新興国、資源価格、証券化	単峰型 C	3	輸送用機器 (12.4)	精密機器 (1.3)			
			双峰型 C・A	2	医薬品 (5.0)		その他製品 (1.5)	海運業 (0.3)	

(資料) 日本証券取引所グループ HP、東京証券取引所「東証統計月報」、日本経済新聞社「日経 NEEDS FinancialQUEST」

(注) 時価総額構成比は 2015 年 3 月末。その他は、図表 3 の注を参照。

### (1) 過去の最高値 (主峰) が 1987~1990 年の業種

#### ① 単峰型の業種…銀行業など

1987~1990 年に最高値を付けた業種は、最近でも株価の回復が 50% 未満である場合が多いことが特徴であり、25 業種中 16 業種が該当する。とりわけ、1987~1990 年 (局面 A) で付けた株価最高値 (主峰) が他の局面に比べて突出している単峰型 A の業種に、その特徴が最もよく表れている。単峰型 A の業種の代表例として銀行業の株価動向を示す (図表 5)。主峰は 1989 年 12 月である。最近では、政権交代とともに始まった全体的な株価上昇の中で、高値 (2015



年2月)が、政権交代直前の2012年11月に比べて約1.9倍になっているが、1989年12月の主峰に比べれば約15%の水準にとどまっている。

このように、単峰型Aの業種の株価は過去の最高値に比べて低位である例が多いが、わずかに例外も存在する。食料品は、単峰型Aの中で過去の最高値(1989年12月)を更新している唯一の業種である(図表6)。

(図表5) 単峰型Aの株価動向の例…銀行業



(注) 図表3と図表4の資料と注を参照。

(図表6) 単峰型Aの株価動向の例…食料品



(注) 図表3と図表4の資料と注を参照。

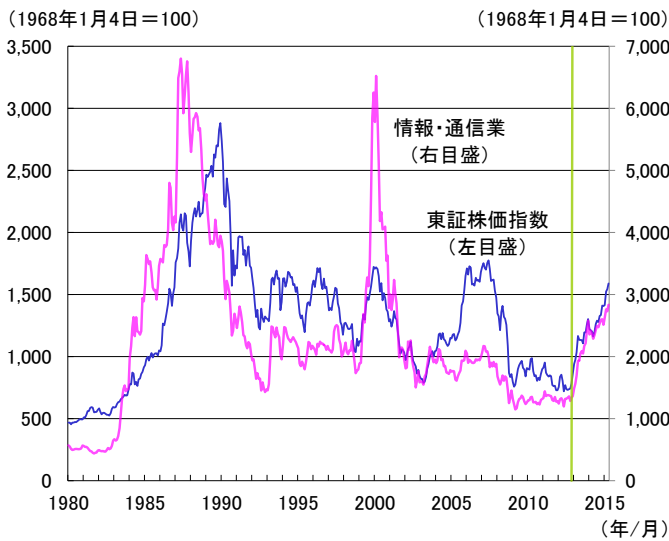
## ②双峰型の業種…情報・通信、不動産など

1987~1990年(局面A)に最高値を付けた業種の中には、その水準(主峰)と遜色ない別の高値局面を有するものもある。一つは、インターネットやコンテンツの関連事業の成長可能性が囃された1999~2000年(局面B)に次鋒がある双峰型A・Bの業種、もう一つは、新興国の成長や証券化商品がらみの需要が世界経済を押し上げた2006~2007年(局面C)に次鋒がある双峰型A・Cの業種である。

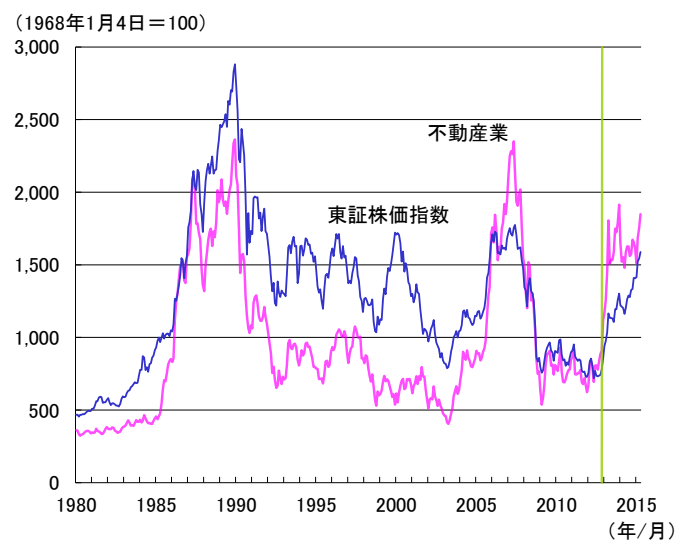
双峰型A・Bの典型例は情報・通信業である(図表7)。主峰は、民営化によって上場されたNTTの株価高騰の寄与によって通信業の株価が押し上げられた1987年5月、次鋒は局面Bの中の2000年2月である。ある意味でバブル色が濃かったとはいえ、インターネットやコンテンツ関連事業の成長可能性を理由に情報・通信業の株価が上昇した局面Bと異なり、局面Aでは、緩和が進む金融環境の中で、初めての公社民営化と株式上場(1987年2月)への期待と熱気が、一般売り出しにおける高い応募倍率と抽選によってさらに過熱した結果であった。情報・通信業は、最近の高値(2015年4月)が2012年11月の2倍を超えているが、1987年5月の主峰や2000年2月の次鋒に比べると40%強の水準である。

次に、双峰型A・Cの典型例は不動産業である(図表8)。主峰は局面Aの代表ともいえる1989年12月、次鋒は、大都市で徐々に地価上昇が進んだ局面Cの中の2007年5月である。不動産業の最近の株価のピークは直近ではなく2013年12月であり、その後は伸び悩んでいるが、1989年12月の主峰や2007年5月の次鋒に比べると約80%の水準であり、都心再開発の動きや金融緩和を背景に、全33業種の中では水準の回復が比較的進んでいる方である。

(図表 7) 双峰型 A・B の株価動向の例…情報・通信業 (図表 8) 双峰型 A・C の株価動向の例…不動産業



(注) 図表 3 と図表 4 の資料と注を参照。



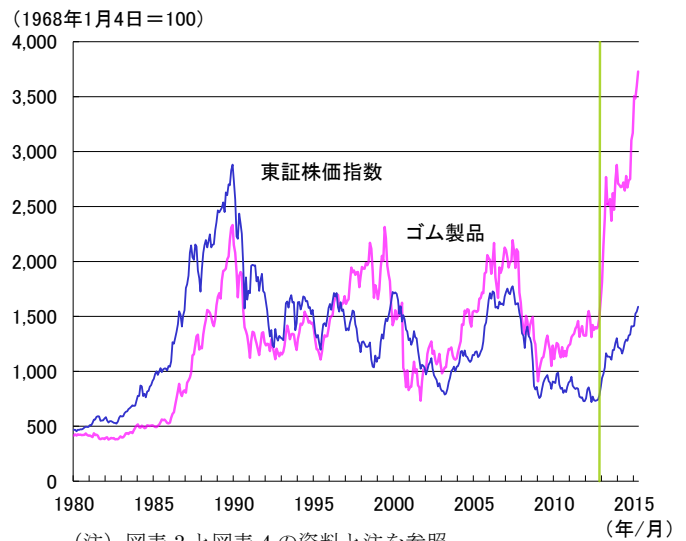
(注) 図表 3 と図表 4 の資料と注を参照。

### ③連峰型の業種…ゴム製品

ゴム製品は、1987～1990 年（局面 A）の中で過去の最高値を付けているが、1999～2000 年（局面 B）や 2006～2007 年（局面 C）におけるピークも高い連峰型 A 他である（図表 9）。後述する輸送用機器のように上向きの趨勢が強いと、最高値が局面 C の単峰型となった可能性がある。

ゴム製品には、輸送用機器（のうち自動車）の動向と関連が強いタイヤを製造している企業が含まれており、輸送用機器と同じく、2012 年 12 月以降の局面で過去の最高値を更新している。

(図表 9) 連峰型 A 他他の株価動向の例…ゴム製品



(注) 図表 3 と図表 4 の資料と注を参照。

## (2)過去の最高値（主峰）が 1999～2000 年の業種

### ①単峰型の業種…電気機器など

インターネットやコンテンツの関連事業の成長可能性が囃された 1999～2000 年（局面 B）に突出した主峰がある単峰型 B の典型例は電気機器である（図表 10）。当時は、電気機器メーカーが製造するハードウェア製品全般が注目されたのではなく、コンテンツ事業への注力や、情報・通信分野の製品が材料視された。なお、インターネットやコンテンツの関連事業という点では、既出の情報・通信業の方がより直接的であるが、前述のとおり、1987～1990 年に金融相場の中で公社民営化に絡んでバブルが生じていたため、1999～2000 年は次鋒となっている。

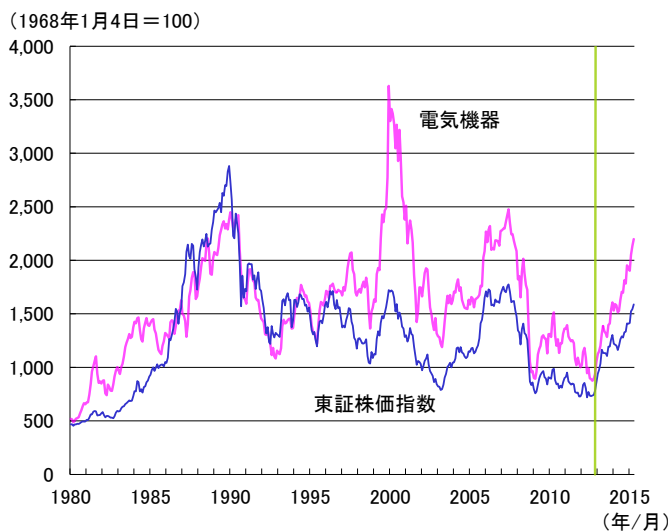
電気機器は、最近の高値（2015 年 4 月）が 2012 年 11 月の約 2.3 倍に上昇しているが、1999 年 12 月の主峰に比べると 60%弱の水準である。ただし、IT バブルの局面 B ではなく、局面 A



や局面Cの中の高値との比較では、90%程度の水準に回復している。

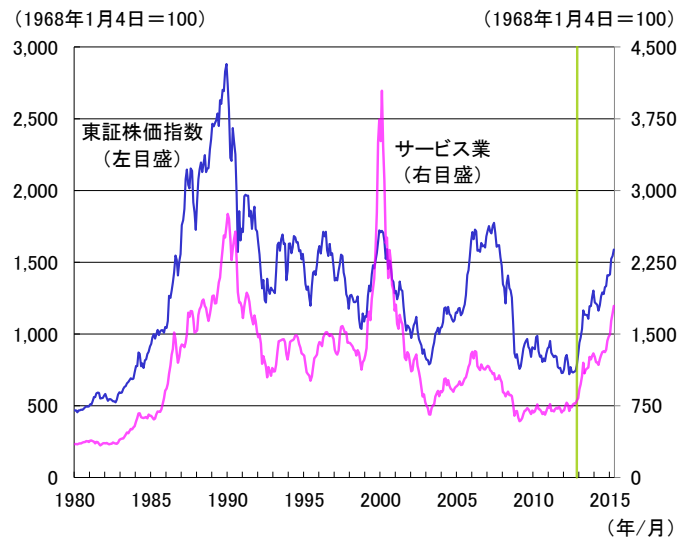
株価の動向だけで分類すれば、サービス業も単峰型Bである(図表11)。サービス業で留意しなければならない点は、後に情報・通信業に分類替えとなった企業群が、局面Bの時点ではサービス業として分類され、情報・通信分野の関連企業として株価が高騰していたことである。これらの企業群を除くと、ピーク当時のサービス業(調整後)の時価総額は、調整をしないベースの3割程度の規模でしかない。この点を考慮すると<sup>3</sup>、サービス業は実態的には単峰型Aとみることも可能だろう。サービス業は、最近の高値(2015年4月)が2012年11月の約2.2倍に上昇しているが、単峰型Bとしてそのまま局面Bと比較すれば44%程度、実態は単峰型Aとみて局面Aと比較すれば65%程度の水準回復である。

(図表10) 単峰型Bの株価動向の例…電気機器



(注) 図表3と図表4の資料と注を参照。

(図表11) 単峰型Bの株価動向の例…サービス業



(注) 図表3と図表4の資料と注を参照。

### ③連峰型の業種…卸売業

卸売業は、1999~2000年(局面B)の中で過去の最高値を付けているほか、1987~1990年(局面A)や2006~2007年(局面C)におけるピークも高い連峰型B他である(図表12)。

ただし、局面Bにおける最高値の形成に関しては、後に情報・通信業に分類替えとなった企業が、局面Bの時点では卸売業として分類され、情報・通信分野の関連企業として株価が高騰していた影響が大きい。この企業を除くと、ピーク当時の卸売業(調整後)の時価総額は、調整をしないベース

(図表12) 連峰型B他の株価動向の例…卸売業



(注) 図表3と図表4の資料と注を参照。

<sup>3</sup> 東証業種別株価指数は、基本的に時価総額の大きさによって変動する。

の半分未満の規模でしかない。この点を考慮すると、卸売業は実態的には前出の不動産業などと同じ双峰型A・Cとみることも可能だろう。卸売業の局面Aのピークは他の多くの業種と同じ1989年12月、局面Cのピークは2007年7月であり、局面Cでは、商社の資源開発ビジネスが当時の資源価格高騰によって囃されて株価が上昇した。

卸売業の最近の高値（2015年4月）は2012年11月の1.5倍強であり、この間の株価上昇は他の多くの業種に比べて緩やかである。その一因は、資源価格の足取りが弱く、商社の株価上昇の重石になっているためとみられる。連峰型Bとしてそのまま局面Bと比較すれば65%程度、実態は双峰型A・Cとみて局面Aや局面Cと比較すれば72~76%程度の水準回復である。

### (3) 過去の最高値（主峰）が2006~2007年にある業種

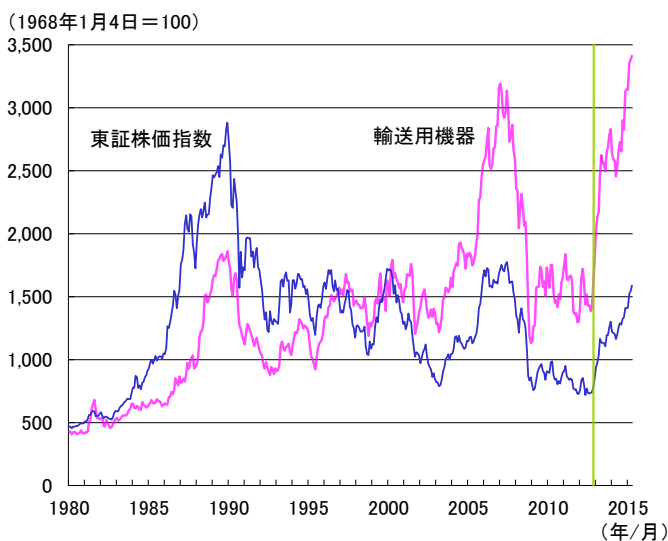
#### ① 単峰型の業種…輸送用機器など

過去の最高値（主峰）が2006~2007年の業種の株価動向は、上向きの趨勢によって局面Aや局面Bよりも局面Cの水準が高くなっているものと、局面Cの時代背景が追い風となって当時の株価が高くなったものに大別できる。前者の多くは局面Cに主峰がある単峰型となるのに対して、後者は局面C以外の株高要因の強さとの相対的關係によって形状が決まる。実際に分類してみると、前者には単峰型Cとして3業種、後者には、主峰が局面C、次峰が局面Aの双峰型C・Aとして2業種が該当する。

単峰型Cのうち輸送用機器と医薬品の動向は図表13、14のとおりである。輸送用機器の場合、2006~2007年の局面Cでは、上向きの趨勢だけでなく、新興国などでの自動車需要増大という時代背景も株高要因として加わったため、当時の主峰の突出度が目立っているが、高値ではなく安値の長期的な推移をみると、上向きの趨勢を確認できる。一方、医薬品は、局面Cの主峰が極端に高くないために、かえって上向きの趨勢がわかりやすい。

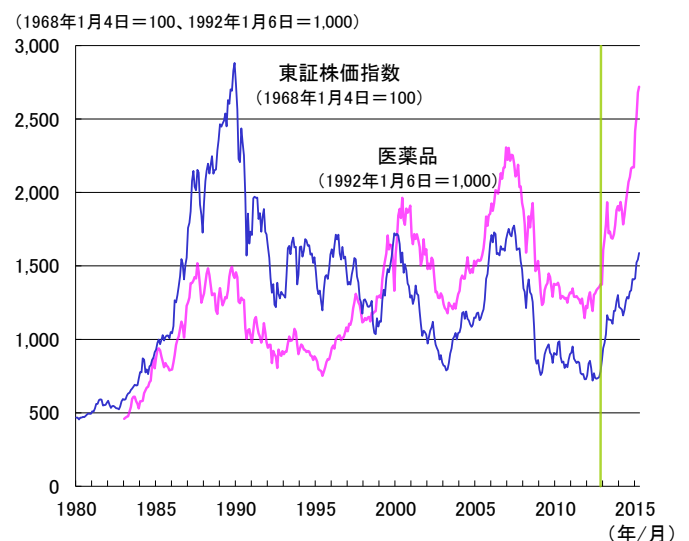
輸送用機器も医薬品も、最近の株価上昇局面の中で過去の最高値を更新している。

(図表13) 単峰型Cの株価動向の例…輸送用機器



(注) 図表3と図表4の資料と注を参照。

(図表14) 単峰型Cの株価動向の例…医薬品



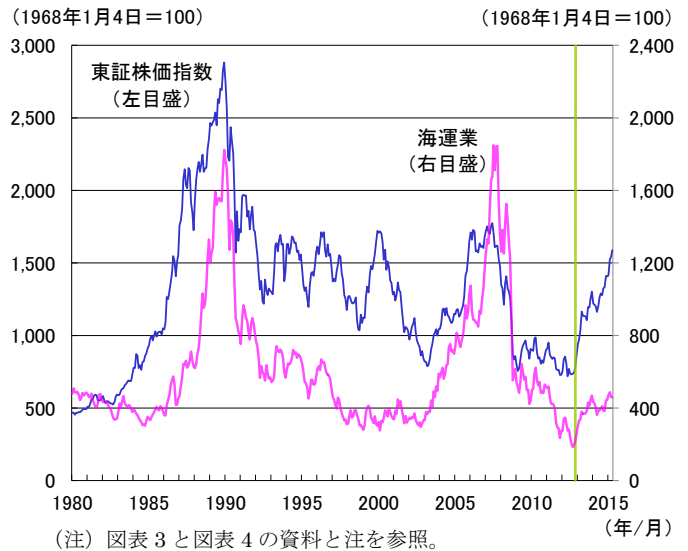
(注) 図表3と図表4の資料と注を参照。

②双峰型の業種…海運業など

2006～2007年（局面C）の主峰以外に、1987～1990年（局面A）に高い次鋒が存在する双峰型C・Aの典型例は海運業である（図表15）。主峰（2007年7月）がある局面Cでは、新興国経済の高い成長を背景に、資源や穀物、製品などの輸送需要が増加し、海運業の業績を押し上げた。次鋒（1989年12月）がある局面Aは、わが国のバブル期である。

海運業は、最近の高値（2015年2月）が2012年11月の2倍を超えているが、2007年7月の主峰や1989年12月の次鋒に比べると約26%の水準にとどまっている。

（図表15）双峰型C・Aの株価動向の例…海運業

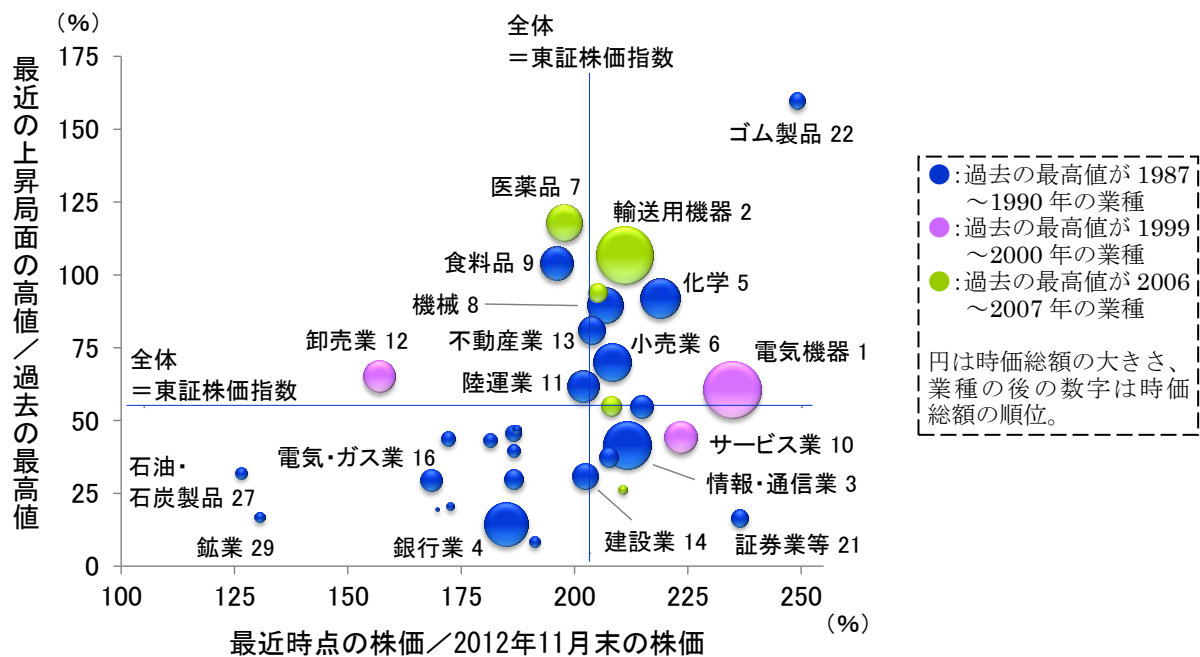


(4) 全体的な動向

これまでまとめてきた株価の歴史的推移を念頭に置きながら、改めて最近の業種別の動向を見てみよう。図表16は、2015年3月末の時価総額を円の大きさ（業種名の後の数字は総額の順位）で表現しつつ、横軸に、最近（2015年4月9日）の株価と2012年11月末時点との対比、縦軸に過去の最高値の更新状況を示したものである。

今回の局面における株価上昇が市場全体（東証株価指数）を上回り、かつ過去の最高値の更新・回復状況が同じく市場全体を上回っているのは電気機器、輸送用機器など8業種である（図表16の右上、第1象限）。電気機器は、液晶テレビ関連事業などの業績悪化による大手企業の

（図表16）主要業種の株価上昇と市場全体の動向との優劣



(注) 図表3と図表4の資料と注を参照。

株価不振によって 2012 年半ばから時価総額 1 位の座を輸送用機器に譲っていたが、2015 年 3 月に最大の業種に返り咲いた。ただし、今回の局面における株価水準上昇の大きさ（横軸）は、前述の理由によって当初の株価が低かったからという面もある（前掲図表 10）。加えて、IT バブルの局面で記録した過去の最高値が突出しているため、過去の最高値と比較した株価回復状況（縦軸）は、市場全体をやや上回っている程度である。

一方、輸送用機器は、今回の局面における株価水準の上昇（横軸）は特に飛び抜けているわけではないが、市場全体の動向に比べて株価に上向きの趨勢があり高値更新が起きやすいため（前掲図表 13）、過去の最高値と比較した株価回復状況（縦軸）は 100%を超えている。

このように個々にみれば違いはあるが、全体的には、今回の円安による収益押し上げ効果を受けやすい輸出関連の業種や、金融緩和や都心再開発といったプラス要因が連想される不動産業など、2012 年 12 月以降の経済・金融環境が、このグループの業種別株価の動向に反映されているといえるだろう。数では全 33 業種中 8 業種（24.2%）であるが、時価総額の大きい業種が中心となっているため、時価総額の合計では全体の 46.1%を占めている。

今回の局面における株価上昇は市場全体を下回っている一方、過去の最高値の更新・回復状況では市場全体を上回っているのは、医薬品、食料品、陸運業、卸売業の 4 業種である（図表 16 の左上、第 2 象限）。このグループは、いわゆるディフェンシブ銘柄が中心で、今回の上昇が始まる前の株価下落局面においても、総じて株価が堅調ないし低下が小幅であったために、2012 年 11 月を基準とした株価上昇は大きくない。しかし、株価の大崩れが少ないため、過去の最高値の更新・回復という面では、市場全体の動向より良い結果となっている。

代表は医薬品で、医薬品は、市場全体の動向に比べて株価に上向きの趨勢があり高値更新が起きやすい（前掲図表 14）。食料品は、市場全体が低迷する中で 2009 年 2 月をボトムに株価が回復傾向であったため、2012 年 11 月を基準とすれば株価上昇は大きくないが、2009 年 2 月のボトムからの上昇は大きい（前掲図表 6）。

このグループの 4 業種の時価総額合計は、全体の 17.0%である。

今回の局面における株価上昇は市場全体を上回っている一方、過去の最高値の更新・回復状況では市場全体を下回っているのは、情報・通信業、サービス業、証券・商品先物取引業など 7 業種である（図表 16 の右下、第 4 象限）。このグループは、バブル的要素の影響を受けて過去の最高値が突出して高いために、多少株価が上がっても過去の最高値の更新が容易でない業種が中心である。

代表は情報・通信業で、1987～1990 年と 1999～2000 年にある二つのピークが飛び抜けて高いために、それらを除いてみれば株価が長期的に下落基調というわけではないにもかかわらず、過去の最高値と対比すると最近の株価は低くみえる（前掲図表 7）。サービス業も 1999～2000 年のピークの高さが尾を引いているが、これに関しては、前述したように、後に情報・通信業に分類替えとなる企業群がサービス業として分類され、情報・通信分野の関連企業として株価が高騰していた影響が大きい（前掲図表 11）。

このグループの 7 業種の時価総額合計は、全体の 18.9%である。



今回の局面における株価上昇が市場全体（東証株価指数）を下回り、かつ過去の最高値の更新・回復状況が同じく市場全体を下回っているのは銀行業など14業種である（図表16の左下、第4象限）。このグループの業種は、すべて1987～1990年に最高値を付けていることが共通点である。業種数は、他の3グループに比べて多いが、銀行業を除くと時価総額上位の業種は少ないために、14業種合計の時価総額は全体の18.0%である。

銀行業は、1987～1990年に付けた最高値が飛び抜けて高いために、過去の最高値の更新・回復状況で市場全体を下回っていることに加えて、成長への課題を抱えた地域経済の中での収益向上の困難さや、バブル崩壊や国際的な金融規制に対応するためなどに必要となった資本増強、のROEへの影響などが重石となって、最高値以降、株価の足取りが弱いため、このグループに分類される結果となっている（銀行業については、別に後述する）。

#### 4. 業種別時価総額からみた市場動向

##### (1) 2000年、1996年、1989年と最近の動向

前半で触れたように、わが国の株価（日経平均）は、4月10日の取引時間中には一時、約15年ぶりに20,000円台を回復したが、その先には、過去2000年4月12日、1994年6月13日、1996年6月26日に付けた20,833円21銭、21,552円81銭、22,666円80銭といった節目が控えている。米国と異なり、史上最高値はそのまたはるか先である。

最近の株価水準に数字が最も近いピークが存在する2000年には、インターネットやコンテンツの関連事業が相場の材料となって電気機器（2015年3月末の時価総額1位）や情報・通信業（同3位）の株価は今よりはるかに高かった。1997、1998年の金融不安が小康状態となっていた銀行業（4位）の株価も、最近の約2倍であった。時価総額上位5業種のうち、当時の株価を上回っているのは輸送用機器（2位）と化学（5位）の2業種である。それより下位では、医薬品（7位）と食料品（9位）が当時を上回り、機械（8位）はほぼ同水準だが、小売業（6位）はまだ当時の7割程度の株価水準である。

業種別の時価総額の構成から、2000年当時と最近を比較してみると、図表17のとおりである。2000年当時の日次での高値は4月12日であるが、時価総額を月次（月末）でみた場合、4月末より3月末の方が大きいため2000年3月末を採用し、株価も同日の水準を示している。最近については、月次の時価総額の最新データとして2015年3月末を採用し、株価も同日の水準を示している。

新規上場や市場第一部への指定替えや上場変更など、市況要因ではない時価総額増加があったことが主因で、株価が高い2000年3月末より最近の時価総額の方が大きくなっているが<sup>4</sup>、時価総額の業種別構成などから、2000年当時と最近の違いを知ることができる。

2000年当時の時価総額押し上げ（同時に株価指標押し上げ）では、電気機器と情報・通信業が突出していたのに対して、最近は円安による収益増加効果を受けやすい輸出関連の業種が主役である。時価総額の大きさはやや小さいが化学や医薬品などがさらに積み重なることで、全

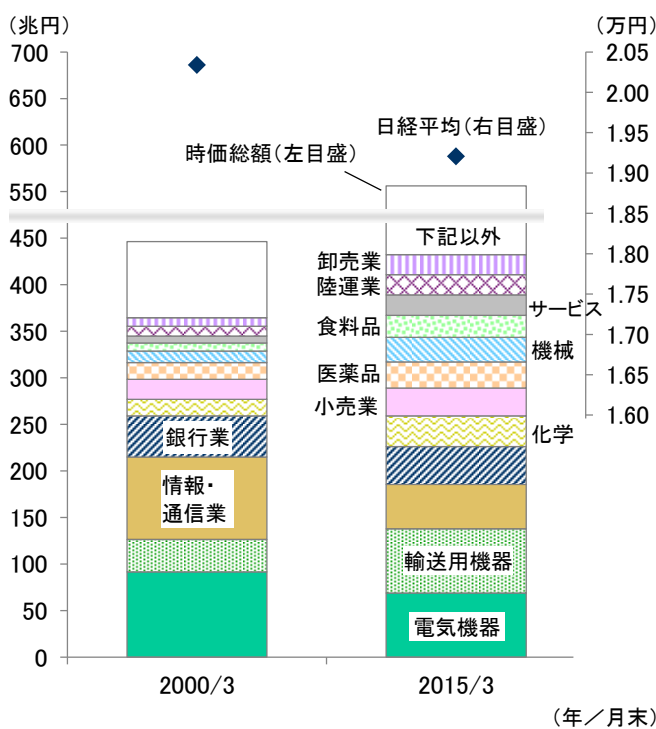
<sup>4</sup> その他、図表17に掲げた株価指標が、時価総額加重平均型の東証株価指数ではなく、株価平均型の日経平均であることも、わずかながら影響している。しかし、東証株価指数を掲げたとしても、株価水準と時価総額の大小関係は図表17と変わらない。主因は、あくまでも本文で述べたとおりである。



体の時価総額が大きくなっている。言い換えれば、これが最近の株価上昇の構図である。ただし、規模が相対的に小さい業種による一層の全体押し上げに過大な期待を持つことは難しい<sup>5</sup>。時価総額が大きい情報・通信産業、銀行業の株価が一段と上昇するようになれば、全体の株価指標が2000年当時のピークを超えるような状況が実現して定着する環境が整ってくる。電気機器は2000年当時のピークを超えていないが、(直前の株価水準が低かったとはいえ)今回の局面における時価総額回復が大幅であるのに対して、出遅れている銀行業(特に地域銀行)の動向が注目される(詳しくは後述)。

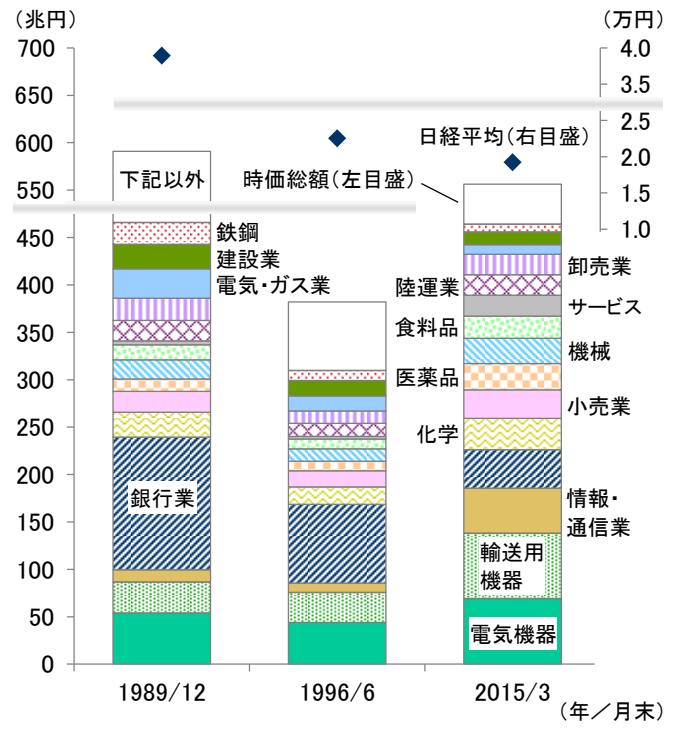
次に、1989、1996年当時と最近で、業種別の時価総額の構成を比較してみると、図表18のとおりである。1996年6月末は、2000年4月12日より二つ高いピークである1996年6月26日当時の状況をみるためのものであり(一つ高いピークである1994年6月13日当時の状況は、1996年と大差がないため省略)、1989年12月末は史上最高値当時の状況である。市況要因ではない時価総額変動を主因に、図表17と同様、株価が高い1996年6月末より最近の時価総額の

(図表17) 最近と2000年当時の業種別時価総額



(資料) 日本証券取引所グループ HP、東京証券取引所「東証統計月報」、日本経済新聞社「日経 NEEDS FinancialQUEST」  
(注) 2000年の情報・通信業、サービス業、卸売業、(図表には明示されていないが) その他製品に関しては、後に情報・通信業に分類替えとなった企業群が2000年に既に情報・通信業に分類されていたと仮定して推計した数値で表示している。

(図表18) 最近と1989、1996年当時の業種別時価総額



(資料) 日本証券取引所グループ HP、東京証券取引所「東証統計月報」、日本経済新聞社「日経 NEEDS FinancialQUEST」  
(注1) 1989、1996年の情報・通信業、サービス業、卸売業、(図表には明示されていないが) その他製品に関しては、後に情報・通信業に分類替えとなった企業群が1989、1996年に既に情報・通信業に分類されていたと仮定して推計した数値で表示している。  
(注2) 1989年当時の業種別は28分類であったが、現行の33分類ベースを推定して表示している。

<sup>5</sup> もっとも、株価は短期的には予想を超える大きな動きをすることがあるため、特殊な要因や一時的な要因などによって、下位の業種の寄与度が全体を少なからず左右することが皆無とはいえない。

方が大きくなっているが<sup>6</sup>、業種別構成から状況の変化を読み取れる。

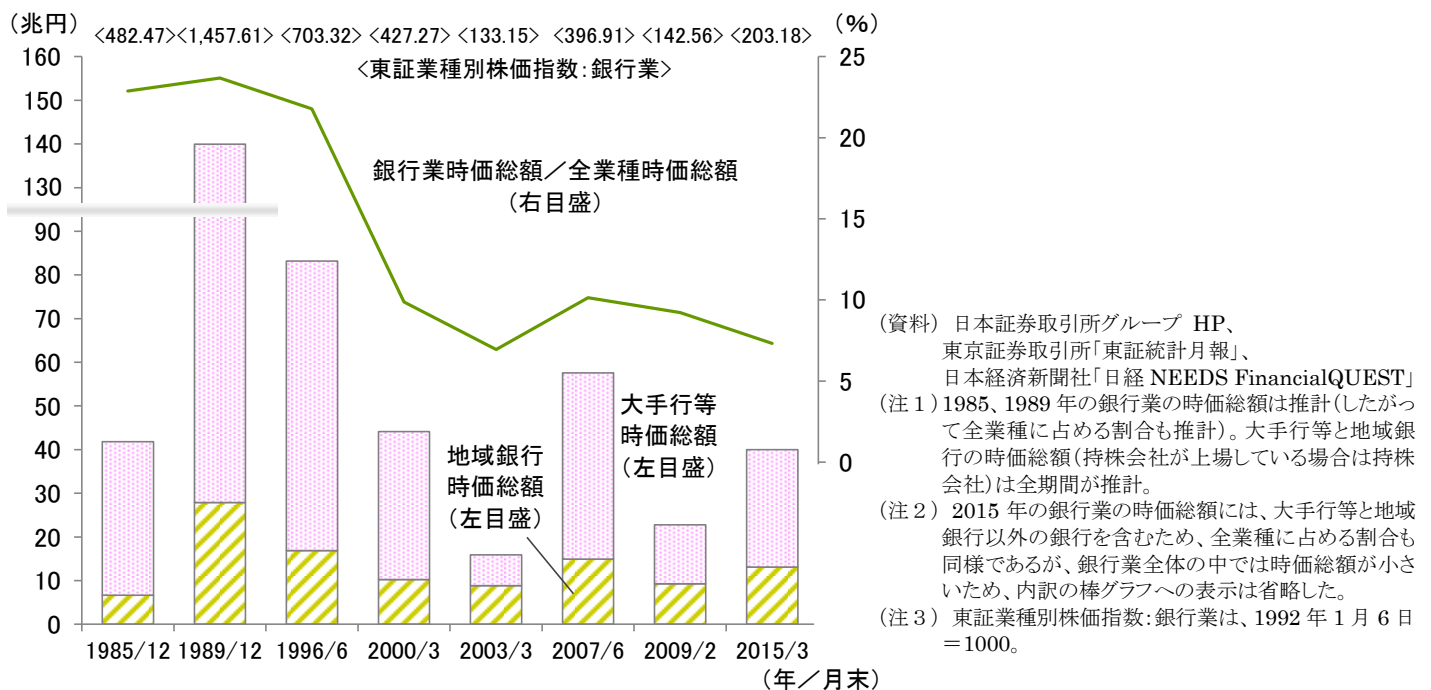
1996年6月末にはバブル崩壊が明白になって数年を経過していたが、時価総額の業種別構成は1989年12月末からあまり大きく変わっていない。別の言い方をすれば、ITバブルで電気機器、情報・通信産業が膨らんでいる点を除けば2000年3月末と2015年3月末の構成が比較的似ているのに対して、1989年12月末、1996年6月末と、2000年3月末、2015年3月末の間の差は大きい。

電気機器、輸送用機器の時価総額が拡大傾向にあったが、1996年6月末でも、両者を合わせた時価総額より銀行業の方が大きかった（1989年12月末ではさらに顕著）。情報・通信業はまだ小さく、最近では上位10位以内に入っている医薬品や食料品は圏外で、かわりに建設業や電気・ガス業の時価総額が10位以内であった。1996年6月末当時の22,000円台の株価は、そのような業種構成の下で成り立っていた。特に銀行業の存在が、2000年代以降に比べて大きかった。

## (2) 銀行業の時価総額等の動向

以下では、過去と比べて大きく変化した銀行業の時価総額の動向に目を向ける。これまで取り上げてきたいくつかの節目に加えて、バブルが本格化する前の1985年12月末、バブル崩壊後で東証第一部の時価総額が最も縮小した2003年3月末、リーマン・ショック前の時価総額ピークの2007年6月末、リーマン・ショック後の時価総額ボトムスの2009年2月末について、銀行業の関連指標をまとめると図表19のとおりである。バブル本格化前の1985年12月末、バブ

(図表19) 銀行業の時価総額と株価の動向



<sup>6</sup> その他、1989年12月末と最近の時価総額についても、(株価水準と時価総額の大小関係は逆転していないが、) 同様の理由により、株価水準の開きほど差がない。

ル・ピークの1989年12月末、バブル崩壊後の1996年6月末をみると、銀行業の時価総額も株価も大きく変動したが、全業種に占める時価総額の割合の変動は小さい。バブルが膨らんでいく過程でも、バブル崩壊後しばらくの間も、銀行業の時価総額や株価だけが特異な動きをしたのではなく、市場全体が似たような動きをしたことが示唆される。

しかし、1997年以降、断続的に起きた金融危機の影響で、2000年3月末、2003年3月末には、それ以前に比べて、銀行業の時価総額の水準だけでなく、全業種に占める割合も大幅に低下した。とりわけ2003年3月末の大手行等の時価総額減少が著しいのは、2002年10月30日に公表された金融再生プログラムが主要行の経営に与える影響に関して、強い懸念が広がったためである。

その後、主要行に対する2005年3月期までの不良債権比率半減目標の達成や、公的資金の完済（一部の銀行を除く）を経て、大手行等の時価総額は急速に回復したが（2007年6月末）、リーマン・ショックや、その後の混乱の中で強まってきた国際的な自己資本規制強化の動きを受けて、再び落ち込むこととなった（2009年2月末）。ただし、このように一直線とはいかなかった上に、最近時点でも国際的な規制の動向に不確定部分が残っていることが資本政策を保守的にさせている面はあるが、2003年3月末以降、大手行等の時価総額には回復の動きが認められる。

一方、地域銀行に関しては、2003年3月末以降の時価総額回復が、大手行等に比べて鈍い。その一因は、地域銀行の多くが本店を置いている地方圏で、将来、全国平均を上回るペースで人口が減少すると見込まれており、経営環境が厳しくなっていくことが懸念材料となっているためであろう。打開策として、2013年以降、再編の可能性が取り沙汰されるようになっており、実現例や構想例も出始めている。ただし、それ以前の例では、地域銀行同士の再編・統合は必ずしも群を抜く効果を生んでいない（参考文献2014）。

## 5. おわりにかえて

政権交代のあった2012年12月以降、政策への期待や業績の改善などから株価の持ち直しが顕著になってきた。特に、円安による収益押し上げ効果が大きい輸出関連の業種を中心に全体の株価が牽引されて、日経平均株価は、2015年3月6日に前回のピークである2007年7月9日の18,261円98銭を約7年8か月ぶりに超え、4月10日の取引時間中に一時20,000円台を回復した。ここより一段高いピークは、インターネットやコンテンツの関連事業の成長可能性が囃されて株価が上昇した1999～2000年の局面における20,833円21銭（2000年4月12日）である。

2000年当時の時価総額および株価指標押し上げでは電気機器と情報・通信業が突出していたが、最近では円安による増益効果を受けやすい機械関連の業種が中心である。時価総額の大きさのやや小さい化学や医薬品などがさらに加わって全体の株価が上昇している。

しかし、株価が2000年当時のピークを超え、さらにその先のピークをも超えていくような状況が実現して定着するためには、時価総額が大きい情報・通信産業、銀行業をはじめ、より多くの業種の株価が上昇して全体を押し上げるような手厚い布陣が欠かせない。中でも、出遅れ

ている銀行業の動向が注目される。

銀行業の中でも地域銀行は、人口減少に象徴される経営環境の厳しさと、それを乗り越えるビジネスモデルの不透明性が重石となっている。経営環境の厳しさを打開するための対策として、2013年以降、再編の可能性が取り沙汰されるようになっており、実現例や構想例も出始めているため、再編への思惑が、地域銀行の株価に関して材料視される可能性はあるが、これまでの再編例の統合効果が必ずしも群を抜く内容ではなかったことを考慮すると、投資家を納得させるような経営戦略を伴わないと、持続的な株価上昇にはつながりにくいだろう。

ここ1か月あまりで上昇ペースをはやめて2007年のピーク超え、20,000円台の一時的な回復といった節目を付けた株価であるが、安定した上昇基調を続けるためには、より多くの業種に収益拡大と株価上昇が広まることが望まれる。それが実現するような経済環境は、景気回復が業種的にも地域的にも、より広範囲に行き渡った時であろうから、そのような状況になってようやく、株価上昇がアベノミクス成功の証左といえるようになる。

以上

#### 【参考文献】

吉本澄司 [2013a] 「数字を追う ～最近の株価上昇をどう見るか」

『Research Focus No.2013-0006 (2013年5月22日)』(日本総合研究所)

<http://www.jri.co.jp/MediaLibrary/file/report/researchfocus/pdf/6780.pdf>

吉本澄司 [2013b] 「数字を追う ～パラダイム変更後の政策下の金融・経済動向」

『Research Focus No.2013-0008 (2013年6月21日)』(日本総合研究所)

<http://www.jri.co.jp/MediaLibrary/file/report/researchfocus/pdf/6847.pdf>

吉本澄司 [2014] 「数字を追う ～経営統合・再編で地域銀行の経営指標はどのように変化したか」

『Research Focus No.2014-044 (2014年12月12日)』(日本総合研究所)

<http://www.jri.co.jp/MediaLibrary/file/report/researchfocus/pdf/7770.pdf>