

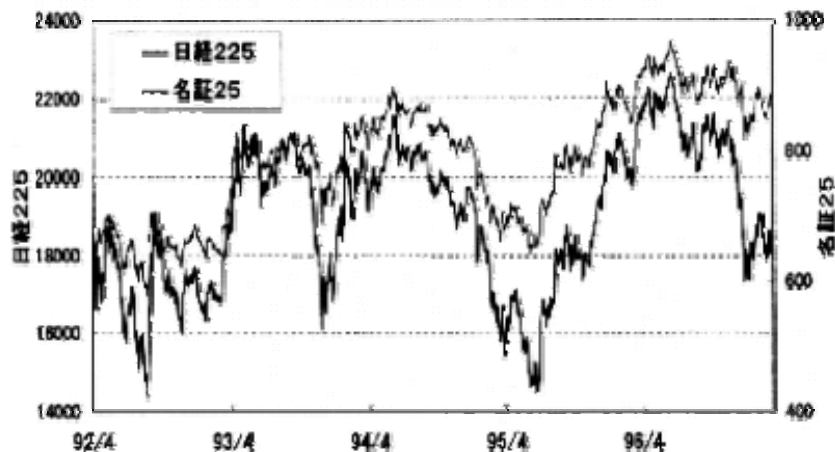
## 二極化した国内株式市場

### 1. 96年度の国内株式市場の特色

96年度の国内株式市場は、11月までボックス圏内で推移し、年末から年始にかけて日経平均で17000円台まで急落した。97年度に入り、日経平均は20000円台を回復したが、95年7月から約1年間にわたる上昇相場が一段落したと言えよう。図表-1を見ても、国内株式市場はこの5年間というものの、6カ月から1年かけた、上げ下げの局面が交互に続いていることがわかる。

だが、わが国を代表する大型株から構成された名証25が、この間、日経225よりも優位に立ち、特に年末以降の株価下落が比較的軽微であったことは注目に値する。

図表-1 日経225と名証25の推移



名証25（オプション25）に属する銘柄は次の通り。鹿島、麒麟ビール、東レ、王子製紙、住友化学、武田薬品、日本石油、旭硝子、新日本製鉄、三菱マテリアル、コマツ、日立製作所、NEC、松下電器、三菱重工業、トヨタ自動車、大日本印刷、東京電力、日本通運、日本郵船、NTT、三井物産、住友銀行、東京海上、三菱地所。

このように、銘柄間の収益率格差が大幅に広がる「二極化現象」の進展が、96年度の特色である。特に下半期には、自動車・電機・精密等の中の国際優良銘柄が高値を更新する一方で、銀行・建設等の規制緩和の影響を大きく受ける業種の株価が低迷した。

96年度の業種別収益率（東証33業種）の上位・下位10業種を図表-2に示す。

図表－ 2 96年度収益率上位・下位10業種  
(東証33業種)

No.	収益率上位10業種		収益率下位10業種	
1	医薬品	18.88	証券業	-41.87
2	輸送用機器	13.66	パルプ・紙	-32.76
3	ゴム製品	13.08	海運業	-32.45
4	精密機器	11.39	建設業	-31.35
5	電気機器	5.62	水産・農林業	-31.04
6	通信業	3.08	空運業	-30.04
7	その他金融業	0.46	倉庫・運輸関連業	-28.21
8	その他製品	-2.46	銀行業	-28.20
9	不動産業	-4.66	石油・石炭製品	-23.77
10	サービス業	-5.32	鉱業	-23.14

(出所) 東証月報の業種別株価指数を基にニッセイ基礎研究所作成

下落率上位の業種には、証券業、建設等6業種が3割を超す下げ幅で並んでいる。従来、低金利の恩恵を享受してきた銀行は、不良債権問題や規制緩和等のため、金利低下局面にもかかわらず、3割近い大幅な下落を記録した。

収益率上位の業種には、医薬品のほか輸送用機器、ゴム製品、精密機器、電気機器が並んでいる。また、通常ディフェンシブ・ストックとされている消費関連セクター(食料品、小売)の収益率は中位グループにあり、株価下落に対して必ずしも抵抗力がなかったのである。

昨年度の特徴は、業種間の収益率格差が大きかったことに加え、過去の経験則が当てはまらないようなセクターが出るなど、構造変化を予感させる点にあったと言えよう。

## 2. 二極化現象の中身

「二極化現象」の進展を見るために業種収益率を取り上げたが、二極化は業種だけに止まらない。別の角度からも、二極化の意味するところを見てみたい。

### (1) 業種内の二極化

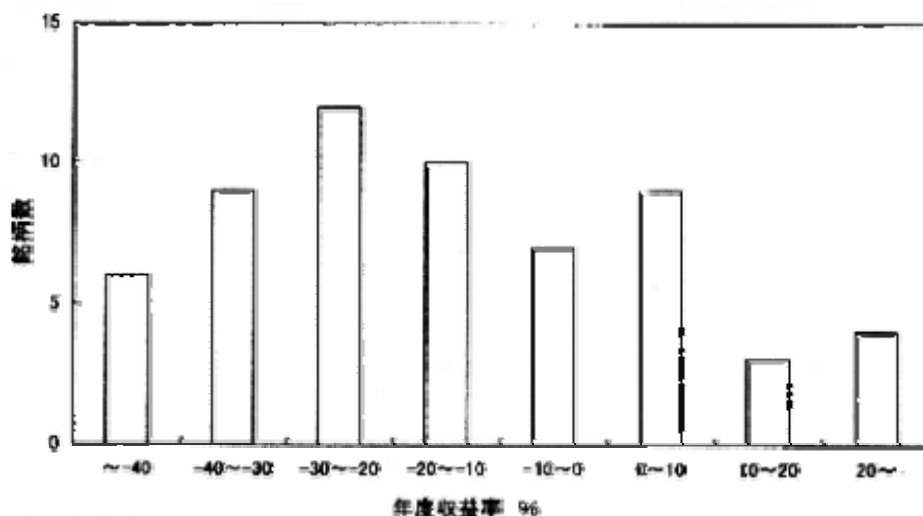
各業種の収益率を見ると、現在規制が多くて、今後規制緩和の影響を大きく受けそうな業種が相対的に低く、従来から海外市場を含め激しい競争にさらされている業種が相対的に高い傾向にあった。では次に、各業種の内訳を見ていこう。

まず、相対的に収益率が高かった業種の例として、輸送用機器と電気機器(東

証分類)を取り上げる。昨年度の収益率分布状況をヒストグラムにして、図表-3、図表-4に示す。

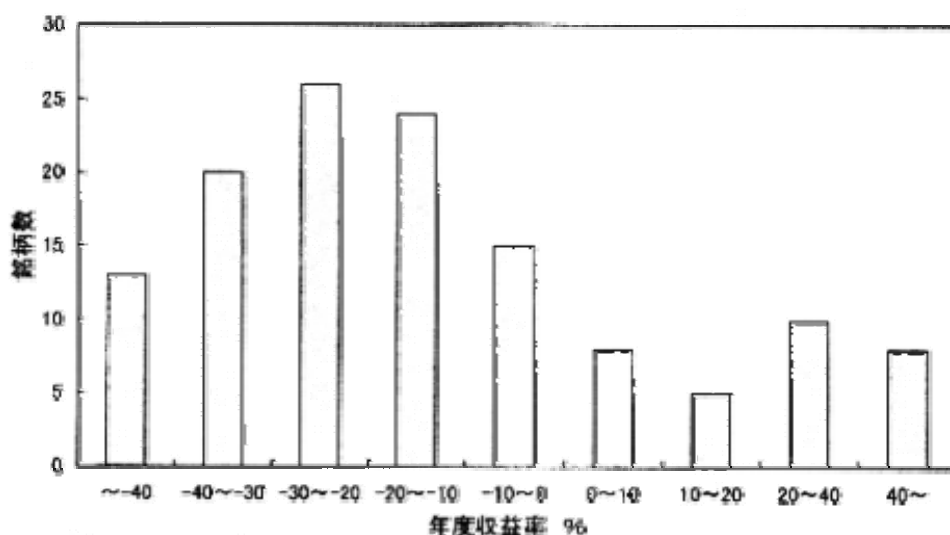
この2業種の相対リターンが高かったといっても、実はほんの一握りの企業の高リターンに支えられていた様子がよくわかる。多くの銘柄は、他の業種と同様に低迷していたのである。「自動車・電機は高リターン」との印象が強いが、そのような銘柄はほんの一部に過ぎない。つまり、二極化とは、一部の国際優良銘柄と、その他の銘柄群とに分かれることを意味している。

**図表-3 輸送用機器の96年度収益率分布状況**



(資料) ニッセイ基礎研究所作成

**図表-4 電気機器の96年度収益率分布状況**

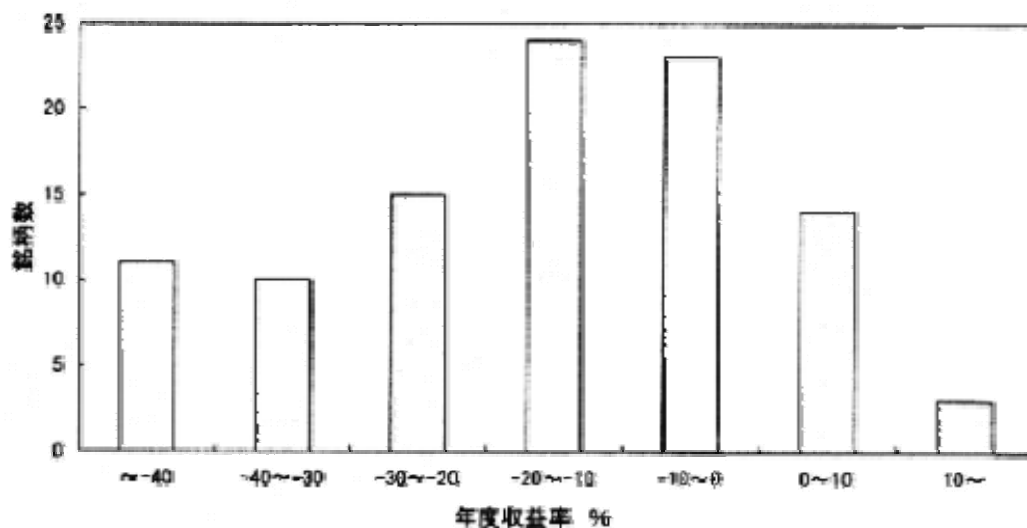


(資料) ニッセイ基礎研究所作成

つぎに相対リターンが低かった、銀行、建設セクターの昨年度の収益率分布状況を見てみる。両者のヒストグラムを図表-5、図表-6に示す。

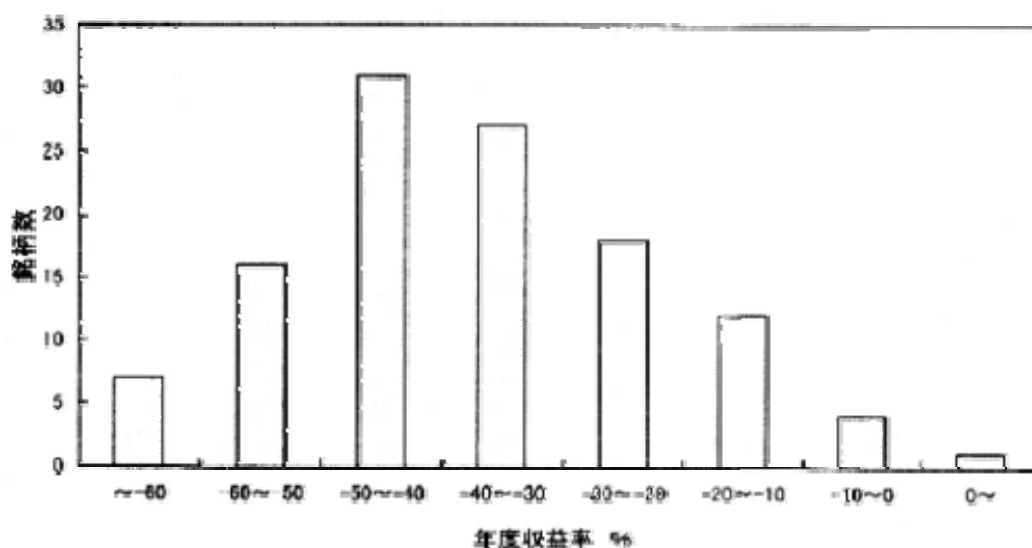
確かに、この2業種の中には高リターンと言える銘柄はない。だが、業種内の格差は、輸送用機器と電気機器に劣るものではない。つまり、業種を問わず、投資家の銘柄選別が進み、優勝劣敗が明確になってきている様子がうかがわれる。

図表-5 銀行の96年度収益率分布状況



(資料) ニッセイ基礎研究所作成

図表-6 建設の96年度収益率分布状況



(資料) ニッセイ基礎研究所作成

## (2) 投資尺度から見た二極化

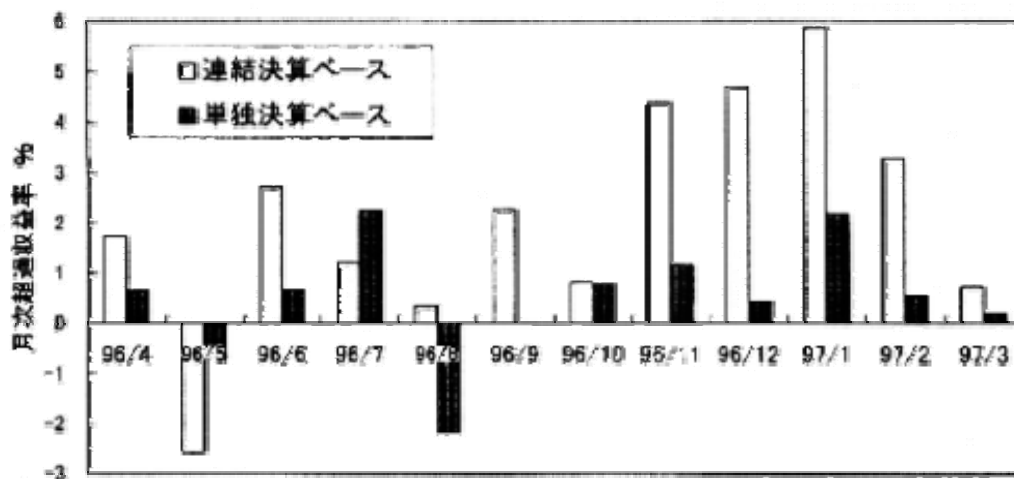
投資家の銘柄選別の結果がリターンの差となって表れている。では、投資家が銘柄を評価する基準は、何であったのだろうか。ここでは PER (株価/1株当たり当期利益)、ROE (株主資本利益率) に着目してみる。

東証1部上場銘柄を PER と ROE を基準にして降順に並べ替え、等しい銘柄数を持つ 10 個のポートフォリオを毎月作る。そのポートフォリオの時価総額加重収益率を毎月計算し、TOPIX の月次収益率との差 (月次超過収益率) を求める。単独・連結ベースの予想当期利益を用いて、それぞれ PER, ROE を計算した。

昨年度の PER 最割安グループ、ROE 最上位グループについて、超過収益率を図表-7、図表-8に示す。

96 年度下半期には、連結ベースで PER 割安銘柄、高 ROE 銘柄の収益率が、TOPIX を大幅に上回っていることが見て取れる。投資家の判断基準が、単独から連結決算ベースに移り、国際化が進み、グループ展開力が優れた企業を投資対象に選んだことが明瞭に表れている。

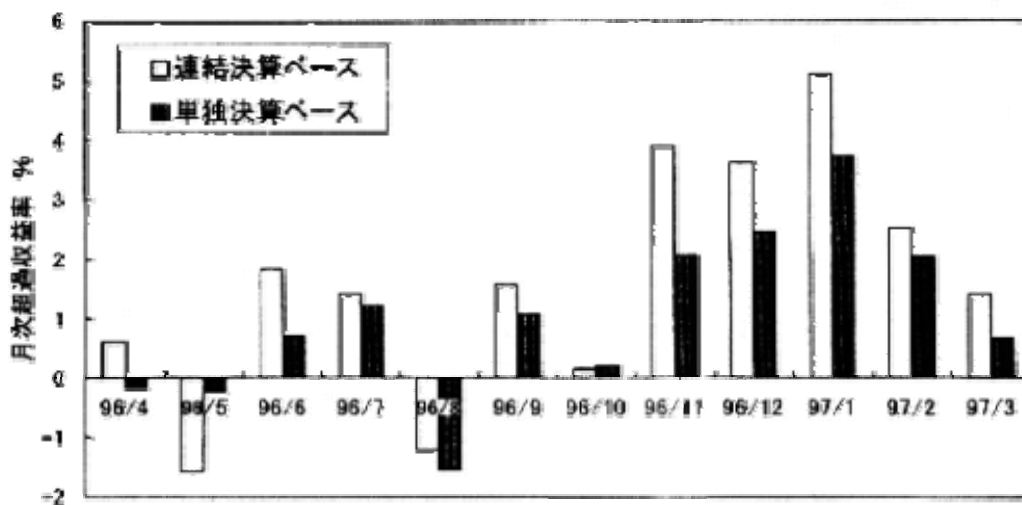
図表-7 PER最割安グループの月次超過収益率



(注) 月次超過収益率とは、ポートフォリオの月次収益率とTOPIXの月次収益率との差である。

(資料) 日本経済新聞社のデータを基にニッセイ基礎研究所作成

図表－8 ROE最上位グループの月次超過収益率



(注) 月次超過収益率とは、ポートフォリオの月次収益率とTOPIXの月次収益率との差である。

(資料) 日本経済新聞社のデータを基にニッセイ基礎研究所作成

### (3) 二極化に至る経緯

80年代後半は、市場全体で見れば右肩上がりの相場であったが、実は、個別銘柄の値動きに跛行性があった。出遅れ銘柄を順番に買う循環物色が幅広く見られたことが、この時期の特色である。そのため、PER、PBR等が銘柄の選択に有効であった。投資家が、実際にPER、PBR等を基準に投資判断したか否かは別として、少なくとも表面上は、投資尺度の相対的有効性が観察されたのである。しかし、これらの投資尺度は国際水準に比べて、はるかに割高で、株価の絶対水準に対する説明力を失っていた。そのため、投資尺度と言っても相対的なものに過ぎず、「日本人投資家は投資尺度を持っていない」との指摘が海外から行われていた。

90年以降のバブル崩壊後の株式市場では、個別銘柄の選択よりも、市場全体の指数動向でパフォーマンスが左右される「トレーディング」相場の色彩が強くなった。株価水準が右肩下がりの中で変動が大きかったのに加え、裁定取引等の先物・オプションを用いた取引が増加し、個別銘柄よりも指数の動きが注目されたのである。

株価の大幅下落に伴い、低金利であることを考慮すれば、株価が説明可能な水準まで下がった銘柄も出てきた。にもかかわらず、個別銘柄のファンダメンタルズを的確に反映した価格形成がなされているとは言い難い状態が続いていたのである。「尻尾(先物取引)が犬(現物取引)を振り回した」ことも一因であろう。だが、一番大きな理由は、バブル崩壊で企業理念が揺らぎ、拡散した事業や、不良資産

を再構築する過程で、投資家に対して、企業が適切な情報を提供しなかったことにあるだろう。

今ほど経営者のリーダーシップが求められ、また、それが業績や株価に反映される時代はない。事実、同一業種であっても、マネジメントによって収益力、成長力に大差がついている。また、株主重視の経営姿勢、ディスクロージャの優劣に対しても、市場は敏感に反応している。このように、二極化は、バブル崩壊後のリストラクチャリング過程では水面下にあった企業の対応力の差が、企業業績に如実に反映しだしてきたことが背景にある。

---

### 3. 米国の Nifty-Fifty の時代

わが国の株式市場では、最近、「二極化現象」が鮮明になっているが、米国でも「Nifty-Fifty (素晴らしき 50 銘柄)」と呼ばれる二極化が 70 年代初頭にあった。ここで、その歴史を簡単に振り返り、東京市場の今後を占う上での参考にしたい。

「Golden 60's (黄金の 60 年代)」の呼称が示すように、60 年代の米国経済は繁栄を極めたが、その裏でインフレが進行し、国際競争力が低下しつつあった。ドイツ、日本が復興し経済力を高める一方で、米国はベトナム戦争で国力を消耗していたからである。そして、米国株式市場も 70 年前半の国際投信 IOS の破綻を引き金に、上昇相場は終わりを遂げた。

この間の特筆すべき市場の変化は「機関化現象」の進展である。投資の主役が個人から機関投資家へと移行したのである。60 年代後半には「ゴーゴー・ファンド」と呼ばれるミューチュアル・ファンドが隆盛をみた。69 年から 70 年の下げ相場で、それらの攻撃的運用ファンドが淘汰された後は、年金資産を運用する大手信託銀行が主役となった。主役が代わっても、これらの機関投資家は、顧客から委託された資金でアクティブ運用の腕を競い、高パフォーマンスを追求していたのである。

以上のような背景のもとで、70 年の後半から 73 年にかけて、少数の急騰銘柄と、多数の低迷銘柄とに、市場が二分化したのである。この Nifty-Fifty の特色は、景気に左右されない成長力、マーケティング力、市場支配力等である。また、国際展開が進み、ドル安の恩恵を受ける、輸出比率の高い銘柄が多く含まれていたことも注目される。

当時、全盛の投資スタイルは、成長株投資であった。企業が利益成長を続ける限り、株価は上昇し続けるとの成長株信仰に基づいていたのである。また、大規模資金を運用するには、時価総額が大きく、流動性のある銘柄に投資せざるを得ないとの考え方もあった。もっとも、機関投資家は、この流動性が幻想に過ぎなかったことを、後で思い知らされることになった。機関投資家全員が買い上がってきた銘柄を売ろうとしても、それに見合うだけの買い手は存在しないからである。

2 年以上にわたり、50 銘柄の優良成長株が上昇し続けた結果、グラハム・ドッド流の割安株投資の信奉者達も、これらの銘柄を買わないリスクに耐え切れずに、あるいは顧客からの圧力に抗しかねて、買わざるを得ない状況に追い込まれた。



他の競争相手との比較、あるいはベンチマークとの比較で評価される場合には、上昇する銘柄を組み込まないと、少なくとも短期的にはパフォーマンスで遅れをとる。それから逃れるために、個々のファンド・マネジャーが最善と信じた合理的な行動が、投資尺度の適正水準からの大幅な逸脱をもたらした。いわゆる「合成の誤謬」が起こったのである。

だが、このような状況が永久に続くわけではない。Nifty-Fifty 相場は、73 年から加速した金利上昇と、73 年 10 月の第一次オイルショックのため、完全な終焉を迎えることになる。市場の主役は、成長株から資源株に取って代わられた。そして米国市場は、その後 10 年に及ぶボックス相場に入っていくことになる。ボックス圏を上抜けていくのには、「強いアメリカ」の再生を主唱するレーガン政権誕生を待たねばならなかった。

---

#### 4. わが国の「二極化」市場の今後 — 日米の比較を踏まえて

米国の Nifty-Fifty 相場を振り返ってみたが、わが国の「二極化現象」と類似点が、いくつか見受けられる。

まず、長期的好景気が終わり、企業間の収益格差が明確になった時期に起こったことである。好況時は全体のパイが大きくなるので、どの企業もそれなりに収益を拡大できる。だが不況下では、競争力や体力が劣る企業から脱落していき、企業業績に大きな差がつく。従って、株式投資においても、個別銘柄の選別が重要になってくる。

現在のわが国では、企業収益（フロー）面だけでなく、バブル崩壊で傷んだストック部分（不良資産、不良債権等）にも注意する必要がある。従来、米国と比較して、上場企業の倒産は少なかったが、ここにきてデフォルト・リスクも無視できなくなったからである。その結果、投資家の優良株への傾斜が強まっている。

第二の共通点として、投資主体の機関化が進んでいることが挙げられる。特に年金資産の運用規制緩和に伴い、投資顧問会社への委託拡大、特化型運用の採用等が進んでいる。年金資産の運用機関は、ベンチマークを基準に評価され、また、運用機関同士の競争も激化してきている。「パフォーマンス評価には、最低でも3年以上の期間が必要」と、運用評価機関は主張しているが、委託者は四半期毎の短期的成果を重視しがちなのが現状である。そうした中では、運用者に対して、企業内容や収益面で問題のない国際優良株を組み込むプレッシャーが働く。少なくとも短期的には、「買わざるリスク」があるからである。だが前述の通り、このような投資行動が「合成の誤謬」をもたらす可能性を否定できない。

第三の共通点は、国際化の進展である。米国の国際化と言うと奇異に感じるかもしれないが、そうではない。第二次世界大戦で欧州、アジアが戦場となり、生産設備が破壊されたことで、戦後しばらくは、米国経済が世界経済そのものといっても過言でなかった。それが、71 年にドル防衛策を打ち出す所まで追い込まれたように、ドルが大幅減価した。これは、米企業が海外市場に目を向ける契機になった



だろうし、また、市場を開拓する企業にとって追い風になったであろう。

現在のわが国も、1ドル=80円を超す円高から120円以上まで戻す円安修正があった。円高時にコスト削減努力を積み重ねてきた輸出企業は、円安に振れた結果、競争力を回復した。米国の好景気もあり、業績は大幅に改善されている。また、わが国の国際化は、単に現地生産や輸出拡大だけでなく、市場や経営がグローバル・スタンダードに近づくことを意味している。もちろん、衰退する企業も出てくるだろうが、新たな収益機会を積極的に活かす企業群が多く出現するだろう。

これまで、わが国の「二極化現象」と、米国の Nifty-Fifty 相場の類似点を見てきたが、相違点にも目を向けてみよう。

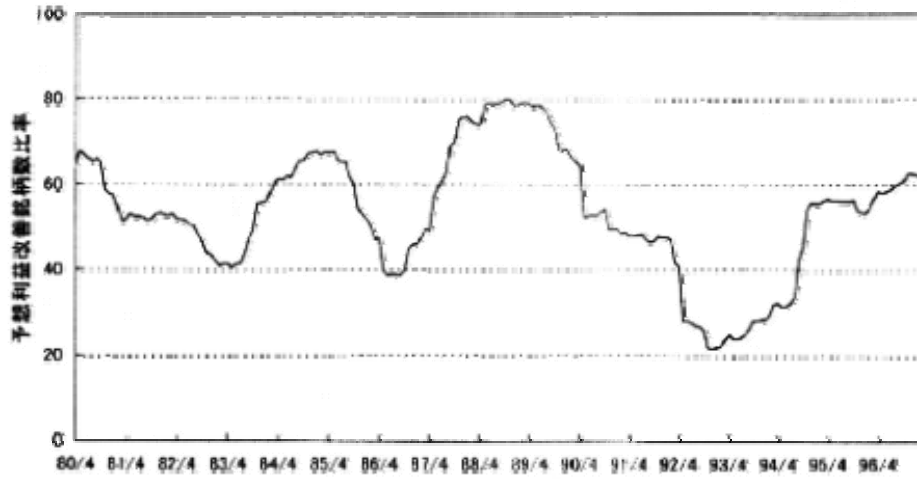
第一に、投資スタイルの相違である。Nifty-Fifty は成長株として高 PER まで買われた。中長期的な利益成長力が評価されたのである。しかるに、わが国の国際優良銘柄は、昨年度、株価上昇に見合うだけの増益率があったため、連結 PER で見ても、まだ割安感があることが買いの根拠とされている。確かに、他の国内銘柄に比べれば PER が割安で、今後も株価上昇が続く可能性もあるが、欧米の同業優良企業に対する割安感は必ずしもない。トヨタの時価総額が、米国のビッグ3の時価総額合計を上回った(97年4月末時点)ことが、象徴的である。今一度、国際優良株の投資尺度について再考してみる必要があるかもしれない。

第二に、現在の「二極化現象」が、国際優良銘柄の比較優位だけでなく、規制業種の比較劣位も反映している点が異なる。国際優良銘柄が市場平均に鞘寄せするだけで、比較劣位にある業種の構造改革が進まないと、今のような二極化は続くであろう。

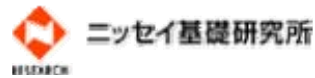
第三に、株式持ち合いの存在である。株式の含み益は、バブル崩壊後の株価下落と度重なる益出しにより、大幅に減少した。こうした中、各企業は採算に合わない持ち合いを解消する動きに出ている。特に規制緩和が進む業種では、取引と株式持ち合いの両面で、相手先の絞り込みが急ピッチで進むことになるだろう。

さて米国の Nifty-Fifty 相場は、成長株が暴落して、多数銘柄に吸収されることにより終焉を迎えた。わが国の「二極化現象」は、今後どうなるのであろうか。業績による銘柄選別の流れは続くであろうから、リストラクチャリングが遅れている業種や、銘柄の株価低迷は続くはずである。他方で、少数の国際優良銘柄が市場をリードし続けるという構図には無理があろう。図表一〇を見ても、企業業績は底を打ち拡大基調にある。輸出企業の堅調な収益が他に波及するかどうか、業績改善が株価に反映されずに割安に放置されている銘柄が見直されるかどうか、息の長い上昇相場を演出する鍵となろう。

図表－9 予想経常利益が前年同月より増加した銘柄数比率（東証1部）



（資料）日本経済新聞社のデータを基にニッセイ基礎研究所作成



ご意見・ご要望がございましたら、  
ニッセイ基礎研究所 [金融研究部](#)までお寄せ下さい。