

# 株式市場は本格回復 に入れるか

## 盛り上がり欠ける株式市場



金融研究部門 井出 真吾

side@nli-research.co.jp

### 1—はじめに

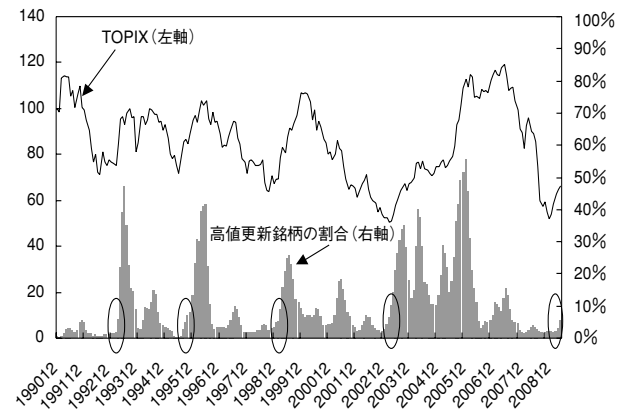
2007年8月のパリバ・ショックに端を発した金融危機は、昨年のリーマン・ショックに発展し、世界中で株価が急落するという事態を招いた。各国政府や中央銀行による金融政策などもあって、ある程度の落ち着きを取り戻したように見える。わが国でも、東証株価指数（TOPIX、月末ベース）は2009年7月まで5ヶ月連続で上昇している。一方で、景気の本格的な回復は今年末か来年以降になるとの見通しも根強く、株価が本格的に回復するのか予断を許さない状況が続いている。そこで、7月までの株価上昇の中身を点検した。

### 2—今回は高値更新銘柄が増えていない

図表-1は、1991年以降のTOPIX（1990年末を100として指数化）と、東証1部の中で高値を更新した銘柄（過去1年間の自身の最も高い株価を当月中に更新した銘柄）の割合を示している。これまで、TOPIXが本格的に上昇

に転じる過程では高値更新銘柄の割合が増加した。通常、株式市場が本格回復する過程では、一部の銘柄が買われて割安感が薄れると、まだ割安に放置されている他の銘柄が買われるという循環物色が起こるため、多くの銘柄が次々と高値を更新するといった構図だ。

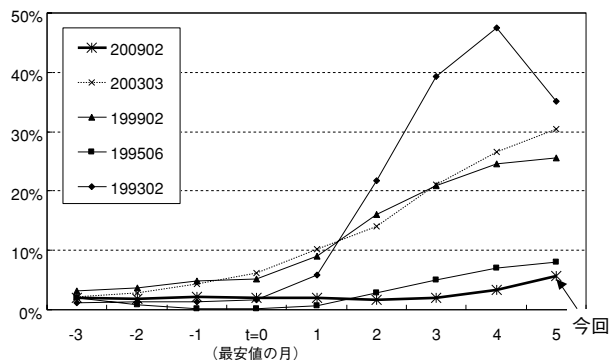
[図表-1] TOPIXと高値更新銘柄の割合



(資料) ニッセイ基礎研究所

この様子を詳しく見てみよう。図表-2は、TOPIXが最安値をつけた月（ $t=0$ ）を起点として、その前3ヶ月（ $t=-3$ ）と後5ヶ月（ $t=5$ ）の間における高値更新銘柄の割合を示したものである。過去は、1995年6月を除いて、TOPIXが上昇に転じると高値更新銘柄の割合が増え、3ヶ月目には東証1部全体の20%、5ヶ月目には30%程度となっていた。しかし、今回は5ヶ月目でも6%程度に止まっている。

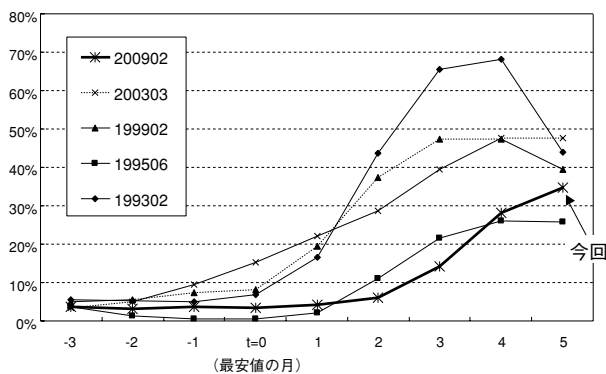
[図表-2] 高値更新銘柄の割合（過去1年）



(資料) ニッセイ基礎研究所

この理由として、今回の金融危機による株価の下落があまりに急激であったため、少くらしい株価が反転しても過去1年の高値を更新するに至らないためとも考えられる。そこで、“高値更新銘柄”の定義を「過去6ヶ月間の最高値を当月中に更新した銘柄」に変更すると、TOPIXの上昇開始から3ヶ月目(2009年5月)に10%を超え、その後も増え続けているが、それでも過去と比べて見劣りすることには変わりはない(図表-3)。

[図表-3] 高値更新銘柄の割合(過去6ヶ月)



(資料) ニッセイ基礎研究所

### 3—少数の銘柄に物色が集中

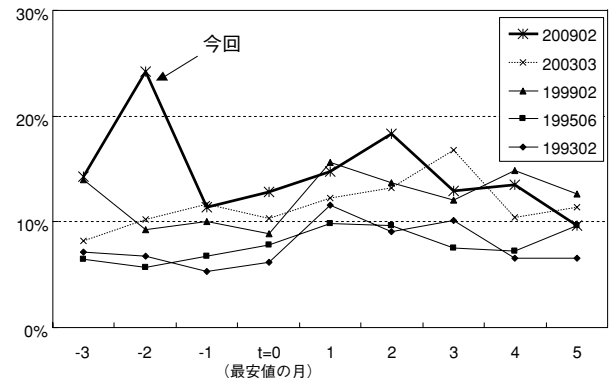
次に、物色の様子を見るために、クロスセクション・ボラティリティを観察してみよう。ここでのクロスセクション・ボラティリティは、各月における個別銘柄の株価リターンのばらつき度合いを示す。前述のように、株式市場が本格回復する過程では、市場全体ではなく一部の銘柄が循環的に物色されるため、値上がりする銘柄とあまり株価が変動しない銘柄のリターン格差が広がり、クロスセクション・ボラティリティが高まるものと考えられる。

図表-4を見ると、最安値の月(t=0)の前からクロスセクション・ボラティリティが高

まり、TOPIXの上昇開始から概ね3ヶ月以内をピークに、その後は低下している。

この傾向は今回も同様だが、最安値の月の前も含めて全体的にクロスセクション・ボラティリティの水準が高いことが特徴だ。つまり、過去の株価回復期と比べて、一部の少数銘柄に投資家の物色が集中している様子が伺える。

[図表-4] クロスセクション・ボラティリティ



(資料) ニッセイ基礎研究所

### 4—今後の動向がカギ

パリバ・ショックに始まった金融危機是最悪期を脱し、今年3月以降TOPIXは上昇を続けているが、その中身を見ると、過去の回復期とは少し様子が違っている。即ち、今回は高値更新銘柄が少なく、より一部の少ない銘柄が循環物色されており、株式市場全体に上昇エネルギーがみなぎっているとは言いがたい。国内外の景気回復(≒内需や輸出関連企業の増益)を見越した積極的な投資行動というよりは、投資家がどこか疑心暗鬼の中で、大きく売り込まれた銘柄にターゲットを絞って買い始めた状況に過ぎないと言えよう。

今後、さらにリーマン・ショック以前の水準まで値を戻す銘柄が増えてくるかどうか、本格的な株価回復に期待しながら注目してみたい。