

(資産運用)：日本株式市場のバブル局面を比較する

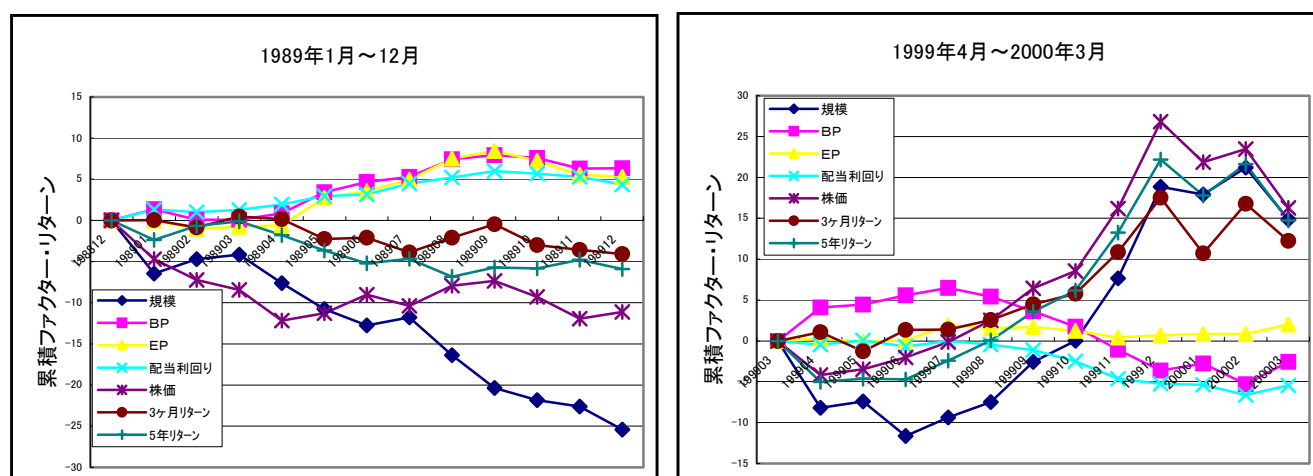
日本株式市場ではバブル局面と言っても、1980年代末期（特に1989年1月から12月）とITバブル期（1999年4月から2000年3月）とはまったく異なる相場である。前者は小型低位株相場であり、後者は大型値嵩株相場であった。また、前者ではバリュー指標が有効であったが、後者は典型的なグロース相場だった。このようにバブル局面といっても中身が異なることもある以上、過去のバブル相場との類似性を安易に求めるのは危険である。

上昇相場が続くと、「ITバブルに似てきた」と言い出す人が周囲にいないだろうか。株式を保有していたり運用に携わっていたりすれば株価上昇を望んでいるだろうから、そのように思ったがる気持ちは理解できる。でもなぜ「ITバブル」なのだろうか。バブルと言えば1980年代末期にも株式市場にバブルが発生していたはずだ。

その理由は簡単である。1980年代末期の株式バブルを経験した人は、運用会社でももはや部長クラス以上にしかおらず、運用現場にはITバブルしか知らない人が大半になってしまったからである。だが、株価の上昇をITバブルと関連付けることは果たして妥当なのだろうか。1980年代末期（1989年に焦点を当てる）とITバブル期（1999年4月から2000年3月）を比較して考えてみたい。

バブル相場と言えば、過剰流動性を背景に「上がるから買う。買うから上がる」とばかりに回転を利かせて出来高を伴う上昇相場が展開されるというイメージをお持ちかもしれない。そうであれば投資スタイルとしてはグロース相場になるだろう。実際はどうだったのか、ファクター・リターン（月次リターンを平均0、標準偏差1に基準化したファクター値でクロスセクション回帰したときの傾き）で見よう。図表1に累積ファクター・リターンの推移を1989年1月から12月と1999年4月から2000年3月までの期間について比較して示す。

図表1 累積ファクター・リターンの推移（1989年と1999年4月～2000年3月）



なお、回帰はTOPIX対象銘柄について等加重で行った。

両者を比較すると、まったく異なった様相を呈していることがわかるであろう。1980年代末期は、小型株・低位株相場でありバリューストック指標も秋口までは有効であった。短期や長期のリターン・リバーサルが見られることからわかるように、まだ上がっていない銘柄、相対的に安い銘柄が次々を買われるという循環物色が起きたのだ。一方、ITバブル期はまったく逆である。大型株・値高株が物色対象となり、株価モメンタムが観察されることからわかるように特定銘柄群に集中投資される一方で、バリューストック指標が効かないという典型的なグロース相場であった。

つぎにどのような業種が物色対象となったのか調べてみよう。東証33業種の時価総額加重の12ヶ月リターン（1989年1月から12月と1999年4月から2000年3月）の上位・下位5業種を図表2に示す。

図表2 東証33業種別12ヶ月リターン上位・下位5業種

リターン	No.	1989年1月～12月		1999年4月～2000年3月	
		業種名	年リターン(%)	業種名	年リターン(%)
上位	1	鉱業	98.84	証券・商品先物取引業	158.32
	2	機械	60.58	情報・通信業	154.86
	3	金属製品	60.25	卸売業	112.67
	4	海運業	59.89	サービス業	106.30
	5	卸売業	54.00	電気機器	81.19
下位	1	情報・通信業	-11.19	鉱業	-41.43
	2	電気・ガス業	-0.88	建設業	-29.58
	3	証券・商品先物取引業	-0.27	倉庫・運輸関連業	-26.65
	4	鉄鋼	8.16	空運業	-26.00
	5	医薬品	9.71	金属製品	-24.66
		業種リターン標準偏差	22.24		52.04

1980年代末期の場合、小型株の多い業種が上位に来ている一方で、1987年4月に高値をつけた「証券・商品先物取引業」や1989年1月に高値をつけた「電気・ガス」が下位となっている。循環物色のため、すでに高値をつけた業種は相対的にリターンが低くなっている。なお「情報・通信」の場合、1987年2月のNTT上場を受けて他のセクターと異なる動きを示した。ITバブル期の場合、証券・商品先物取引業を含む広義のIT関連業種が高リターンとなっていることからわかるように、物色対象の広がりを感じられない。業種リターンのばらつきもITバブル期の方が大きくなっており、業種間格差の大きさを示す結果となっている。つまりインターネットの普及を受けてIT関連株だけがバブルとなったのであって、それ以外は蚊帳の外であった。

このように株式バブルと言っても、1980年代末期とITバブル期とは中身がまったく異なっている。先入観をもっていると、人間の脳は何にでも自分に都合の良いパターンを見出してしまうものだ。上昇相場だからと言って、バブルになるとは限らないし、ましてやITバブルと類似しているとも限らない。人間のパターン認識能力は侮れないとはいうものの、投資ではファンダメンタルズを冷静に分析して中身を判断していくことが重要であろう。

(遅澤 秀一)