

平成 14 年 7 月 26 日

**日経平均株価 3 日続落 されど日本株優位との見方は不変**  
 ~ 日米株のデカップリング (連動性の希薄化) の行方 ~

**結 論**

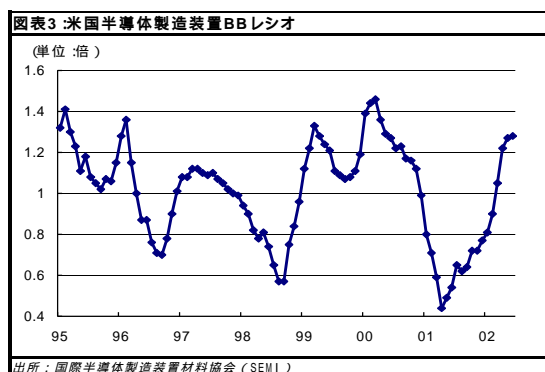
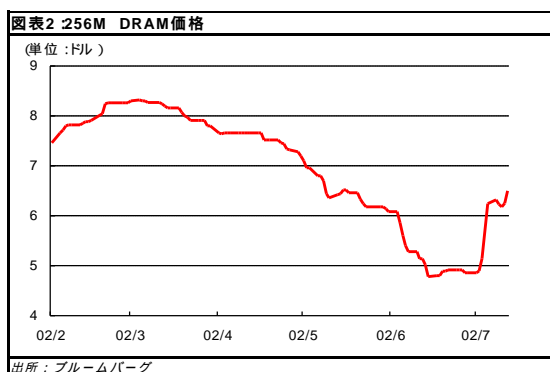
- ・弊社が 7/23 付で発信しましたレポート「明確になってきた日米株のデカップリング(連動性の希薄化)」では、日本株の米国株離れが生じ、日本株の底打ち、反転を予想する見方を紹介しました。それに反し、本日の日本株は軟調な展開を見せております。
- ・この日本株下落の背景として、先のレポートで紹介しました 5 つの理由のうち、(1) **変化している米国下落の要因**で言及しましたハイテクセクターの動きが、目先崩れていることが挙げられます。しかし、同セクターの実態から判断しますと、こうした動きは短期的なものに留まると見込まれます。
- ・先のレポートで紹介しました他の 4 つの理由には何ら変更はありません。
- ・需給面では、外国人の売りが目立ってきており、これをもって米国投資家が自国へと資金を引き揚げている、いわゆるリパトリエーションが起こっていると見る向きもあります。しかし、24 日に米国株式が大幅反発するなど、下げ止まりの兆しも出てきていることを考えますと、今後こうした動きを過度に心配する必要はないと考えます。また、直近での外国人投資家の売りに対しては、日本株の相対的な割安感から個人投資家や信託銀行(年金)、事業法人(自社株買い)が買い向かっております。
- ・以上より、日経平均株価が 2 月安値(2/6 の 9,420.85 円)を一時的に割り込む可能性はあるものの、その後大きく調整を強いられる展開は想定しにくいと考えます。

### (1). 足元の日本株の下落は、米ハイテク株の再調整によるもので、長くは続かない

- ・7/23 付レポートで紹介しました 5 つの理由のうち、(1) 変化している米国株下落の要因で言及しましたハイテクセクターの動きが崩れていることが、直近での日本株下落の最大要因であると考えます。
- ・上記レポートでは、6月末までハイテクセクターによる下落が目立ってきていたものの、それが7月に入って下げ止まり、これが日本のハイテクセクターの連れ安に歯止めをかけた、と分析しました。ところがここ 2 日間の市況展開では、ハイテクセクターが再び下げの主導となっ  
てしまいました(図表1 参照)。

	3月高値~6月末	6月末~7/22	7/22~7/25
NASDAQ指数	-24.4	-12.3	-3.3
NYダウ	-13.1	-15.8	+5.2

- ・実際、昨日(7/25)の米国株式市場の下落をみますと、下落幅の大きいセクターには、システム・ソフトウェア、各種金融サービス、半導体、総合電機通信サービス、ネットワーク機器等、ハイテク関連が多く並んでおりました。これを受け、本日(7/26)の東京株式市場でも、電機セクターの下げがきつくなっておりました。
- ・では、このままこうしたハイテク株の調整が続くか、ということが焦点になりますが、次に述べるような7月に入ってからの物色の変化(ハイテク売りの一巡)は確かなものであり、足元の調整は短期的なものに留まると見込んでおります。
- ・実態面を少し紹介しますと、DRAM(注: dynamic random access memory、半導体記憶装置の一つ)価格の持ち直しや半導体製造装置のBBレシオ(受注÷出荷)の回復など、明るい材料があります。特にBBレシオは、出荷が増えながら、それを上回るペースで受注が増えており、最も良い形での回復を辿っております。その結果、ハイテクセクターの調整は長く続かないと  
考えます。



当資料は投資判断の参考となる情報提供を目的としたものであり、弊社の個々のファンドの運用に影響を与えるものではありません。投資に関する最終決定は、投資家ご自身の判断をお願いいたします。また、当資料は信頼できると思われる情報に基づき作成されていますが、その正確性、完全性を保証したものではありません。当資料に示された意見や予測は、資料作成時点での見通しであり、事前の通知なしに変更することがあります。

## (2). 需給面での外人売りも、心配に及ばない

- ・7/23 付レポートで紹介しました他の4つの理由、(2)米当局もこれ以上のドル安には歯止めをかけたい意向、(3)マクロ経済面でも、日本の米国への依存度が薄れる、(4)企業経営の方向性も日米で大きな差、(5)大幅調整を既に済ませ、割安な日本株、については何の変更もありません。
- ・このところの投資主体別売買動向を見ますと、外国人投資家が7/19まで5週連続で売り越し、その合計売り越し額が3,868億円となるなど、外国人投資家の売りが目立っております。この動きをもって、「米国投資家が、自国株ポートフォリオの損失を穴埋めするため、日本株から資金引き上げているのではないか」という観測が一部で浮上しております。しかし、米国株式は24日に出来高を伴って大幅反発するなど、不安定ながらも下げ止まりの兆しが出てきております。今後こうした動きによる日本株の更なる大きな下落を心配する必要はないと考えます。
- ・また外国人投資家の日本株投資のスタンスにおきましても、
  - (1) バブル崩壊以降の長期間に渡るバリュエーション調整と株価水準訂正で日本株には相対的な割安感がある
  - (2) 年初来からの日本株の相対パフォーマンスの良さ
  - (3) 円の安定推移
 などから、思い切って日本株投資の比率を下げづらい状況にあります。
- ・外国人投資家が売り越す一方で、株価の下落局面においては、日本株の相対的割安感から個人投資家、信託銀行(年金)や事業法人(自社株買い)など国内投資家の買いが継続しており、株価を下支えするものと考えております。

以上

日興アセットマネジメント株式会社  
執行役員調査部長 馬淵治好