

平成 14 年 10 月 7 日

バブル後の最安値を再び更新した日経平均株価

～株価下押し局面では中期的に投資妙味あり～

結 論

- ・日経平均株価は 9 月下旬以降、軟調に推移し、10 月 3 日には終値で 8,936.36 円と 19 年来の安値を更新しました。
- ・当初、「9 月後半以降には国内株式市場に渦巻く過度な悲観論が後退し、安定した動きになることが予想される」とのシナリオを紹介させて頂きました。しかし下記の理由により、日経平均株価はバブル後の安値を更新したため、このシナリオを変更するに至りました。
 - 循環的景気回復に対する不透明感
 - 不良債権処理に伴う影響
 - 民間による構造回復の鈍化
 - 外部環境への不安
- ・今後につきましては、上記の下落要因が短期間のうちに改善すると考え難く、今暫くは株価は軟調に推移することが予想されます。デフレ対策が発表されるであろう 10 月後半や、2002 年度上半期の企業増益が確認される 11 月前半辺りまでは、株式市場は最もつらい展開を迎え、短期的には日経平均株価が 8,000 円割れとなる可能性も否定できません。
- ・ただし、徐々に政策評価や 2002 年度の企業業績の増益に対する評価が株価に織り込まれていくことによって、その後、株式市場が底固く推移するものと考えております。そのため、下落局面では投資妙味があり、今後の投資機会を模索することができるかと思われます。

(1). 10月3日までの株価下落とその背景

- ・10月3日の日経平均株価は19年来の安値を更新し、8,936.43円となりました。直近の安値更新日である9月4日からまだ1ヶ月ではありますが、ここにきて日本株式市場は急速に下落基調を強めています。

この1ヶ月間を見ると、9月18日には日銀による銀行保有株式の買取りが発表され、また、9月末を越えたことで金融機関や事業法人による持合解消売りは峠を越えているにもかかわらず軟調な相場展開となりました。主な下落の背景は以下の通りと考えております。

循環的景気回復に対する不透明感

- ・生産面で見ると、8月の鉱工業生産が前月比1.6%増となり、2ヶ月連続で前月比プラスとなるなど着実に進展している。しかし、全国百貨店売上高や機械受注統計の7-9月期の見通しが軟調なことから、次の景気回復過程である個人消費や設備投資など内需の増大に結びつく兆しが見られず、景気回復に対する不透明感が払拭されていない。

不良債権処理に伴う影響

- ・竹中新金融相の「銀行の損失拡大を避けるために公的資金注入も辞さない」という発言に見られるように、不良債権問題への取組みについては、急速な展開が見られる。
- ・ただし、弱小な借り手企業の整理・淘汰といった不良債権処理に伴う痛みが前面に出ているため、失業の増大や景気失速に対する懸念がある。

民間による構造回復の鈍化

- ・日本企業の構造変革は進行しつつあるものの、まだ人件費削減などの後ろ向きなリストラを行なうにとどまっている。
- ・また、最近のスキャンダルの続発もあって、企業は内部の体制整備に目が向く傾向にあり、合併や事業統合などの前向きな改革に向かいにくい状況である。

外部環境への不安

- ・米国の景気指標から見ると、ミシガン大学消費者センチメントが4ヶ月連続で低下した一方、9月のISM（米供給管理協会）非製造業指数が回復（8月の50.9→53.9）するなど、まだら模様である。
- ・相次ぐ米国企業の収益下方修正発表や、米金融機関の財務内容の悪化（）、イラク攻撃の可能性から、米国株式市況などの外部環境が安定する見通しが立っておらず、外国人投資家を中心に日本株式投資を手控えている。
（）10/3にはバンク・オブ・ニューヨークが、通信会社や小売業界向け融資の返済の遅れを背景に、7-9月期の収益を下方修正し、銀行株が全般的に売られた。

（2）. 今後の展開について

- ・今後については、上述の日本株式市場下落の要因が短期間のうちに改善するとは考え難い状況です。従って当面、株価は軟調に推移し、市場が極端に弱気に傾き、心理的な売りが嵩んだ場合には、次の大台である日経平均株価8,000円を割り込む可能性もあります。
- ・ただし、株価が下押し局面では、中期的には以下の理由から投資妙味があると考えております。

景気回復路線に変更はなし

- ・確かに景気の循環的な回復には不透明感が広がっており、多少明るい材料があったとしても、今の市場は全く無視している状況である。しかし、生産の持ち直しや輸出の拡大などが引き続き予想されるため、いずれ株価のサポート要因として働くこととなる。

不良債権処理の加速化とデフレ対策

- ・不良債権処理問題を抜本的に解決するための金融庁のプロジェクトチームに、不振企業の市場撤退を強硬に主張する木村剛氏（金融コンサルティング会社社長）を登用することとなった。木村氏を登用することで、政府の不良債権処理に対する取組みが本格的であることを示した。今後、不振企業の整理・淘汰とそれに伴うデフレ圧力の高まりを緩和するための景気浮揚策（補正予算、不動産減税など）が発表されれば、株価の後方支援材料となる。
- ・9月に大幅な売り越しを行なった米国人投資家は、「ポリシー・ドミノ（ドミノ倒しのよう政策が次々と打ち出される様子）」が起こるのであれば、「日本株を前

向きに見直したい」との声も強かった。さらにデフレ対策に繋がれば、まさにドミノ倒しのように政策が次々出てくる状況となり、「日本株を買える」と考えているのである。

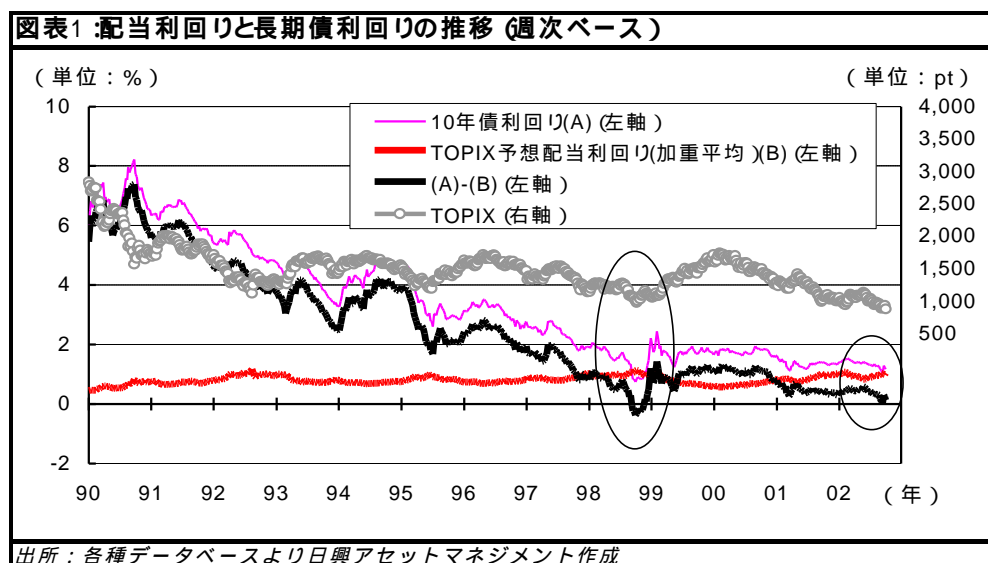
民間による構造回復の促進

- ・固定費削減を中心としたコストカットにより、2002年度の経常利益（除く金融ベース）は前年度比50%前後の増益が見込まれている。10月から11月にかけての中間期決算発表において、それが改めて確認されることとなれば、市場が好感する可能性がある。また、企業経営の選択と集中が進展する兆しが見られ、企業収益の改善を通じて株価に好影響を与えるものと期待される。

外部環境の安定の兆し

- ・先行きの米国株価動向は不透明であるものの、その要因であるイラク攻撃の可能性や企業業績の悪化は現在の株価調整により織り込まれていると考えている。今後、更なる悪材料がなければ、大幅な米株価調整を見込まなくても良いであろう。
- ・円相場の落ち着きから輸出企業の収益不透明感は拭われつつあり、その点は現在評価されていないものの、今後見直される可能性が高い。

- ・なお、市場の現在位置については、図表1のような国債利回りと株式配当利回りの関係から見ると、98年11月に非常に似た状況にあります。すなわち、現在は98年と同様、株価は売られ過ぎ、債券は買われ過ぎであると考えられます。



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。

・また、19 年来の安値ということなので、19 年前と比べてみれば（図表 2 参照）PER（株価収益率）や PBR（株価純資産倍率）のバリュエーション面で割安と考えられます。また、名目経済の規模、社会の IT 化、日本企業の国際化など、どれをとっても、当時と同じ株価位置であるというのはいかにも安すぎると考えられます。

図表 2 :19 年前 (1983 年) との比較表

	1983 年		2002 年
経済規模			
名目 GDP	286兆円		529兆円
バリュエーション			
PER (東証1部)	34.7倍 (実績ベース)		21.4倍 (予想ベース)
PBR (東証1部)	2.5倍		1.3倍
企業活動 (グローバル化の進展)			
製造業の海外生産比率	3.9%		14.3% (2001年度予想)
ITの普及 (技術の進歩の一例)			
	NEC8801シリーズ (PC)		インターネット (ブロードバンド)、DVD
	富士通オアシス (8インチFD、ワープロ)		デジタルカメラ、プラズマディスプレイパネル
	自動車電話		カメラ付き携帯電話
ゲームの進化			
	ファミリー・コンピューター (任天堂)		プレイステーション2 (ソニー)
			ゲームCUBE (任天堂)
(参考)政治			
	土光臨調 (増税なき財政再建)		小泉内閣による構造改革

注1：2002年の名目GDPは2002年4-6月期の季節調整値。
 注2：PERは株価収益率のことであり、株価を1株当たり利益で割って算出する。また、PBRは株価純資産倍率のことであり、株価を一株当たり純資産で割って算出する。どちらも株価の割安・割高を表すバリュエーション指標である。
 出所：各種データベース等から作成

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

- ご参考 - (過去のフォローアップメモ)

- 平成 14 年 7 月 23 日付 「今後の日本株式市場の見方」
- 平成 14 年 7 月 23 日付 「明確になってきた、日本株のデカップリング (連動性の希薄化)」
- 平成 14 年 7 月 26 日付 「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」
- 平成 14 年 8 月 16 日付 「FRB のスタンスは『景気配慮型』へ」
- 平成 14 年 9 月 4 日付 「バブル後の最安値を更新した日経平均株価」