

平成 15 年 3 月 12 日

約 20 年ぶりに 8,000 円を下回った日経平均株価
～ バブル崩壊後の最安値を更新したものの、今後はむしろ株価反発の可能性も～

【結 論】

- 日経平均株価は、3月に入って下落基調を強め、バブル崩壊後最安値を連日で更新し、11日には、約20年ぶりに終値ベースで8,000円を下回る7,862.43円となりました。
- 今回の8,000円割れについては、前回フォローアップ・メモ(2002/10/7)でもその可能性を指摘してきましたが、株価下落要因としては、当時の想定になかった新たな要因が影響を強く及ぼしています。
主な下落要因としては、以下の4点が挙げられます。
 - イラク・北朝鮮情勢の緊迫化
 - 株式需給の想定以上の悪化
 - 政府・与党等に対する不信
 - 銀行株の下落に伴う金融システム不安の再燃
- 今後の見通しについて、「現在の悪材料はなかなか払拭されない展開が続く」との見方が市場には多いものの、日経平均株価が7,000円台まで下落したことにより、すでに市場がこうした悪材料を織り込んでいるとすれば、短期的にはむしろ株価は反発する可能性を秘めていると思われます。
当面、今後の株価反発のきっかけとなりそうな要素としては、以下の3点が考えられます。
 - 緊迫化する国際情勢の緩和
 - 株式需給の改善
 - 景気対策などの経済政策に対する期待の醸成

(1) 今回の株価下落とその背景

日経平均株価は、前回のフォローアップ・メモ（2002/10/7）以降、ほぼ8,000円台のボックス圏で推移してきました。しかし、3月に入り日経平均株価は大きく下落し、バブル崩壊後安値を更新し続け、3月11日には終値で7,862.43円と、約20年ぶりに終値ベースで8,000円を下回りました。前回のフォローアップ・メモでは、日経平均株価の8,000円割れの可能性を示唆しましたが、今回の株価下落の主な要因としては、当時の想定にはなかったものを含む以下の4つが考えられます。

イラク・北朝鮮情勢の緊迫化

- ・米国が国連安全保障理事会でのイラクに対する武力行使を求める決議案が採択されない場合にも、武力行使に踏み切る可能性を示唆したことから、国際情勢が一気に緊迫化しました。加えて、北朝鮮によるミサイルの試射など、米朝間の政治的駆け引きの一環と見られる北朝鮮による武力示威行為も先行き不安感を高めました。特に、イラク問題は、原油価格上昇や米国企業および家計心理の悪化を通じて米国景気へ悪影響を及ぼすことが懸念されました。その結果、米国株式市場の下落とドル安（円高）が進行したため、日本の輸出企業の競争力低下といった悪影響が予想されました。

株式需給の想定以上の悪化

- ・金融機関や事業法人による持ち合い株式の解消売りや、厚生年金基金の代行返上・解散に伴う株式売却の本格化に加え、相次いで発表された大手銀行の優先株による増資が普通株へ投機的な売り圧力をもたらすなど、株式の売り材料が発生しました。一方で、今年1月から買い越しに転じ、株式市場の下支え要因となっていた外国人投資家は、2月半ば以降、イラク情勢の緊迫化に伴う先行き不透明感から様子見姿勢を取っており、需給バランスが悪化しています。

政府・与党等に対する不信

- ・最近の経済指標で景気の鈍化が明らかになる中、何ら有効な景気対策が打ち出すことができないために、小泉内閣に対する支持率が急速に低下しています。さらに、イラク問題での対米追随姿勢や、自民党代議士の政治資金規正法違反容疑による逮捕もあり、再び与党・政府に対する不信が高まっています。
- ・また、日銀の新幹部が決まりましたが、副総裁が財務省出身者であり、「財務省の意向を反映した国債買い入れの増額を実施する程度しかデフレ政策が新たに出ないのではないか」という観測が広がり、市場参加者の失望を招きました。

銀行株の下落による金融システム不安の再燃

- ・上記に挙げた需給悪化による株価下落を受けて、銀行が保有する株式の含み損が拡大、銀行の自己資本比率を悪化させるとの懸念が高まり、銀行株が大きく下落しました。その結果、金融システムに対する不安が再燃し、これが市場のセンチメントを悪化させました。

前回のフォローアップ・メモでは、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、民間による構造改革の鈍化、外部環境への不安の4つを株価下落要因と挙げておりました。今回の株価下落は、確かに、景気回復への不透明感など、前

回挙げた ~ の要因も影響しているものの、イラク情勢の緊迫化等で想定以上に外部環境に対する不安が高まったことや株式需給の悪化が大きな影響を及ぼしていると考えています。

(2) 今後の見通し

今後については、前述した株価下落要因が短期間で解決しないと見る向きが多いものの、これを裏返せば悪材料が株式市場に織り込まれつつあるという見方もでき、下記のような改善が見られた場合には、今春以降にも株価が反発する可能性があるとと考えております。

緊迫化した国際情勢の緩和

- ・イラク情勢を見ると、国連安保理事会においてイラク攻撃を容認する再決議案の行方が焦点となっていますが、米英は再決議案が採択されなくともイラクへ武力行使を始める意向を打ち出しており、開戦は避けられないとの見方が大勢を占めつつあります。しかしながら、イラク・フセイン大統領の亡命による戦争回避や、米英の強大な軍事力を背景とした短期での戦争終結など早期決着が仮に実現すれば、緊迫している国際情勢の緩和を促すと考えられます。

株式需給の改善

- ・例年通り持ち合い解消売りが3月半ばで一服し、期末要因による投機筋による空売りの買戻し等が起これば、今後、株式需給の改善を期待できます。

景気対策などの経済政策に対する期待の醸成

- ・4月の統一地方選挙・衆参統一補欠選挙や、9月の自民党総裁選等を控え、景気の低迷により低下した内閣支持率の回復を狙って、与党・政府が今後、景気対策および株価対策を本格化させる可能性があります。また、日銀の新幹部が、現在は言及していないETFなど国債以外の資産の買い入れの実施など、新たな金融政策が出てくる可能性もあると考えています。

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

~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」
- 平成 14 年 10 月 7 日付 「バブル後の最安値を再び更新した日経平均株価」