

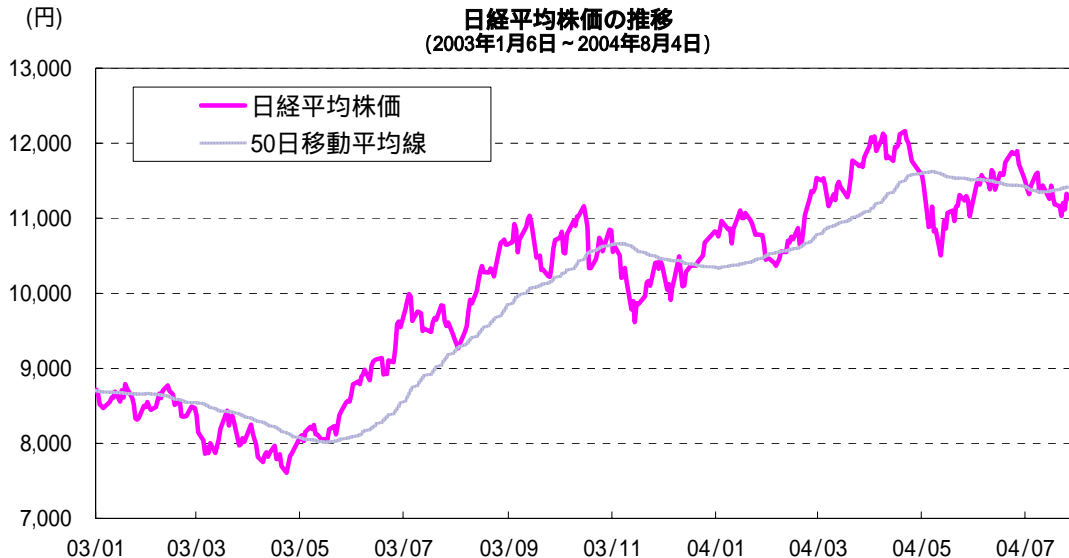
平成 16 年 8 月 5 日

投資家の皆様へ

**軟調に推移する日本株式市場と今後の見通しについて****【要 約】**

- 7月以降、株式市場は軟調な展開が続いている。8月4日（水）日経平均株価は一時11,000円を割り込み、終値は直近の高値（7月1日）から7.45%の下落となった。特に、中小型株の株価下落が大きい。
- 株価下落の要因としては、以下のものが挙げられる。
  - 原油価格の上昇と地政学的リスクの継続
  - 米国・中国の景気減速懸念
  - ナスダック市場を中心とする米国株式の下落
  - 半導体など一部製品の在庫積み上がり
  - アテネオリンピック後の「AV特需」の剥落懸念
  - 一部中小型株の株価上昇の過熱
- 一方、国内のマクロ景気や企業収益は依然好調であり、上記の悪材料も特に目新しいものではない。にも拘わらず株価が軟調なのは、投資家が今後の景気減速の度合いがどの程度なのかを確認したい心理状態にあるためと考えられる。
- したがって、オリンピック効果の剥落度合いが見え、中間決算の発表が行なわれることで今期の好業績が確認される10～12月頃までは上値の重い展開も想定されるが、むしろその方が、その後の株価上昇に弾みがつくものとも言える。
- 中小型株に関しては、より業績動向を重視した個別企業の選別色が強まるものと考えている。

7月以降、株式市場は軟調な展開が続いており、8月4日(水) 日経平均株価は、一時下値の抵抗ラインと見られていた11,000円を割り込みました。終値は、11,000円台を保ったものの、直近の高値(7月1日:11,896.01円)からの下落率は7.45%となっています。今回の株価下落は、今年最大の下げ幅を記録した5月の急落局面とは性質が異なり、大幅な下落局面は交えていないことや大型株に比べて中小型株の株価下落が大きいことが特徴です。そこで、株価下落の背景を検証するとともに、今後の市況見通しについて考えてみたいと思います。



(出所:各種データより日興アセットマネジメント作成)  
上記グラフはあくまで過去の実績であり、何ら将来の運用成果等を保証するものではありません。  
日経平均株価に関する著作権等の知的財産権その他一切の権利は、日本経済新聞社に帰属します。

## 1. 株価下落の背景について

### 原油価格の上昇と地政学的リスクの継続

原油価格がWTI先物で1バレルあたり一時44ドル台と史上最高値を更新し、景気に与える悪影響が懸念されています。また、原油価格上昇の背景となっているイラク情勢に絡む地政学的リスクについても、米国本土施設に対するテロが不安視されており、治安当局はニューヨーク、ワシントンDCにおける警戒レベルを引き上げました。

### 米国・中国の景気減速懸念

米国では、金利引き上げや減税効果の剥落などにより、小売売上高が前月比でマイナスに転じるなど、一部経済指標に陰りが出始めています。中国においても、金融引き締めマイナス効果が今後顕在化し、海外需要の減速が国内景気に影響を与えるのではないかと懸念が広がっています。

### ナスダック市場を中心とする米国株式の下落

世界景気の減速懸念を受けて、米国株式が下落基調となっています。NYダウが一時1万ドルの大台を下回ったほか、ハイテク株の比率が高いナスダック市場におい

てナスダック指数が年初来安値を更新する動きとなっており、同市場との連動性の高い日本のハイテク株にもその影響が波及しています。

半導体など一部製品の在庫積み上がり

7月の日銀「金融経済月報」においても、半導体など一部電子部品の在庫積み上がりが指摘されており、これら製品の供給能力が増強される中、電子部品の生産調整が近いのではとの見方が広がっています。

アテネオリンピック後の「AV特需」の剥落懸念

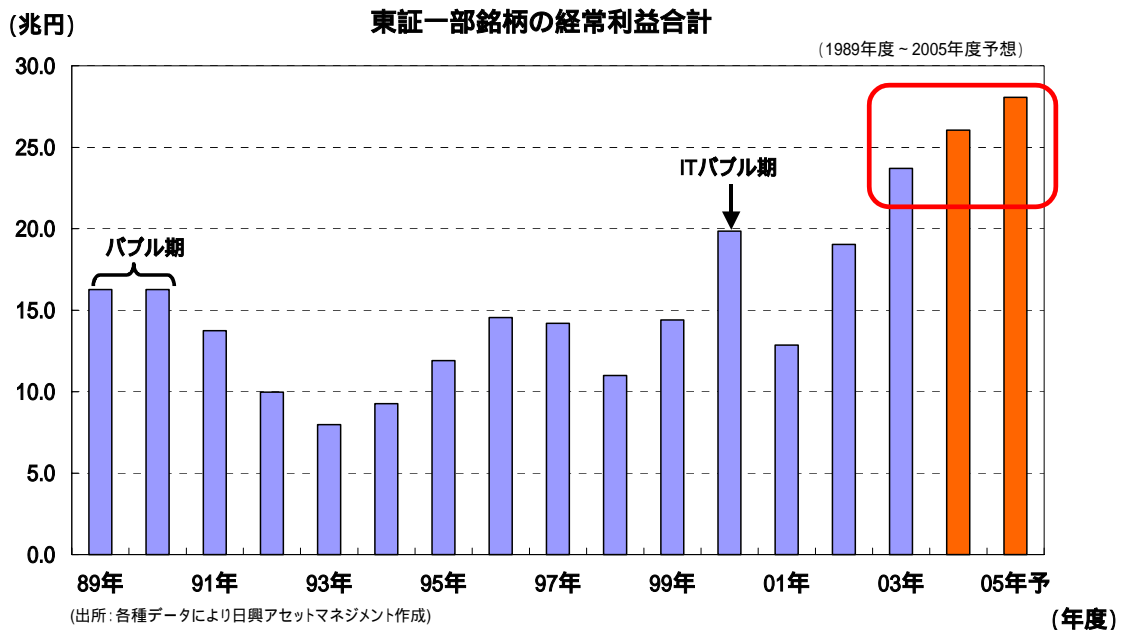
アテネオリンピックを控え、薄型大型テレビなど「デジタル家電」の販売が好調に推移していましたが、オリンピック終了後はこれら「AV特需」が剥落し、デジタル家電の販売鈍化が様々な関連産業に影響を与えることが懸念されています。

一部中小型株の株価上昇の過熱

ジャスダック市場や東証マザーズ市場などにおいて、一部中小型株の株価上昇に過熱感が見られました。特に、7月初旬以降株式市場が調整局面入りした後は、個人投資家などの資金が一部の中小型銘柄に集中し、現在その反動による株価調整が起っています。

2. 今後の市況見通しについて

- これに対し、実際の国内のマクロ景気や企業収益は好調に推移しており、景気拡大が一段と明確になっています。生産活動は輸出主導で拡大基調にあり、それが個人消費の回復など、内需にも波及しています。企業収益も、2004年3月期は過去最高となっており、今期・来期についても引き続き過去最高益を更新することが見込まれています。(下図参照) また、4-6月期の四半期決算においても、市場予想を上回る好決算を発表する企業が多く見られます。



東証一部上場銘柄のうち、金融と親会社が上場する子会社を除く  
 2004年度、2005年度は東洋経済予想(2004年6月末現在)  
 SEC基準採用銘柄は税引前利益で計算  
 上記データはあくまでも過去のものであり、何ら将来を保证するものではありません。

- 好調な経済・企業実態にも拘わらず株価が軟調に推移しているのは、投資家が、前述の不安材料が今後どの程度景気減速につながるのかを確認したい、との心理状態にあるためと考えられます。一般的に市場とは、将来の不確定な悪材料に直面した時に最も不安心理が拡大するものであり、それが積極的な買い控えや一時的な利益確定につながる傾向が見られます。
- ただし、実際に不確定要素の実態が明らかになると、例えそれが悪い内容であったにも拘わらず、市場は「悪材料出尽くし」と判断し、投資家心理が好転することによって株価が反発することは過去にも多く見られています。

以上のように、現在は、今後の景気減速を懸念する投資家心理の悪化を織り込んでいる局面であると考えられます。よって、アテネオリンピック後のAV機器の需要の落ち込み具合を確認し、各社の中間決算の実績と下期の企業収益の見通しが明らかになる10～12月頃までは、マクロ景気が強くても株価が景気とは連動せずに上値が重い展開となることも想定されます。ただしその後は、不安材料の後退により投資家心理は好転し、市場は企業収益などのファンダメンタルズ（経済の基礎的条件）をよりの確に反映することで上昇局面となると思われます。株価とは、経済の実態に先行する傾向があるため、むしろ現在株価が悪材料を一気に織り込む方がその後の株価上昇に弾みがつくものとも言えます。中小型株については、これまでのやや投機的な色彩が薄れ、より業績動向を重視した個別企業の選別色が強まるものと考えています。

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