

ストラテジーブレティン (163号) 堅調なファンダメンタルズと脆弱な日本株、 基底に円高をもたらし中国危機が

(1) フラストレーティングなリスクテイク環境

波乱の日本株式

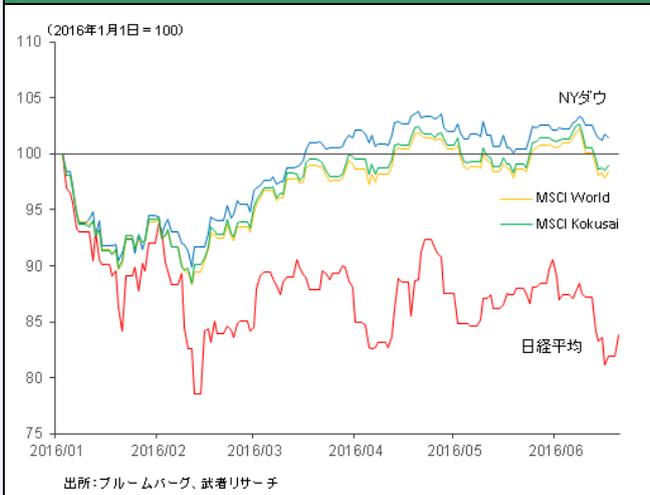
ファンダメンタルズに基づく投資家にとって、フラストレーションが高まる市場が続く。景気実態は素晴らしくはないが、悪くはない。年後半先進国世界経済は米国も、日本も欧州も着実な回復過程、いやむしろ緩やかに成長率が加速していくことが想定される。また失業率は米日独など主要先進国では完全雇用状態に近く、企業収益も過去最高水準にある。さらに株式バリュエーションは、歴史的に低下している国債利回りとの比較で著しく魅力的である。加えて中央銀行の金融政策はリスクテイクに限りなくフレンドリーである。となれば文句なく株式投資の魅力が高まるはずなのに、株式市場は波乱気味、特に日本株式は著しく低迷し、異常な乱高下を繰り返し、鉄火場の色彩を強め、多くの投資家の足を遠のかせている。年初来の株式騰落率は日本(TOPIX)-18%、米国 S&P+1.4%、英国 FTSE100-3.7%、ドイツ DAX-10.3%と日本株式一人負けが顕著になっている。当面は BREXIT(英国の EU 離脱)が最も懸念されている材料であるが、当の英国株価はむしろ堅調である。

株式会社 武者リサーチ
代表
武者 陵司

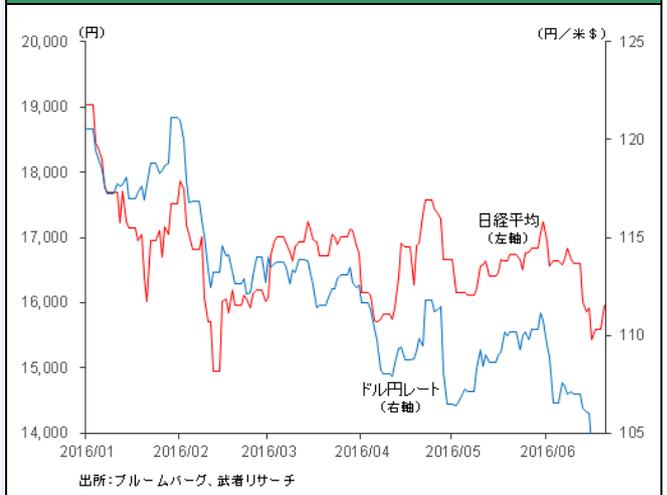
代表電話 (03) 5408-6818
直通電話 (03) 5408-6821
E-mail: musha@musha.co.jp
www.musha.co.jp

〒105-0021
東京都港区東新橋 2-18-3
ルネパルティーレ汐留 901

図表 1 : 2016 年初来の日本株一人負け



図表 2 : 日本株安円高の同時進行



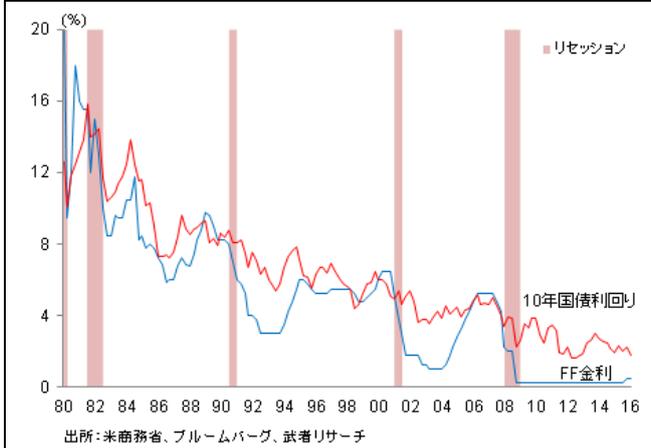
順調な米国のファンダメンタルズ

米国経済は順調であり、近い将来リセッションに陥る懸念は小さい。5月雇用は雇用数の増加が3.8万人と期待外れであったために市場に失望が広がったが、完全雇用の下での求人難が雇用停滞の原因、むしろ労働需給ひっ迫から賃金上昇圧力が強まっている。サービス関連の消費と投資も堅調で所得増、需要増、生産・雇用増の好循環が始動している。次期大統領候補はいずれも財政政策による景気刺激を主張しており、財政赤字対GDP比2%台と健全化した財政が新たな経済のけん引役になるだろう。それは上昇圧力を強めている物価・賃金をさらに押し上げるだろう。

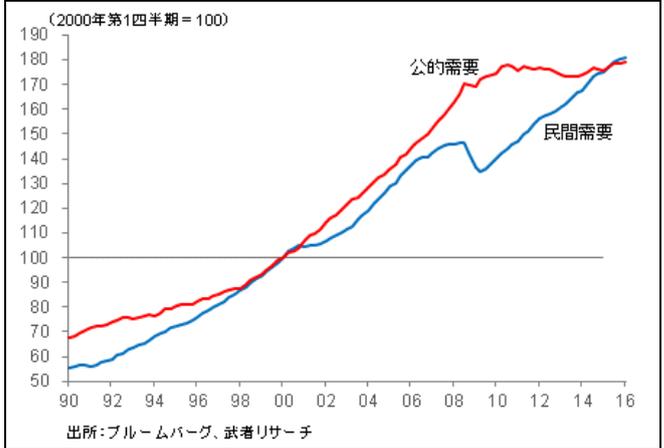
過去40年間で米国がリセッションに陥ったのはすべて、インフレ圧力の高まりによる過剰引締め(=オーバーキル)に起因する。1980年以降の4回のリセッションは全てFF金利の長期金利を上回る水準までの利上げにより逆イールドカーブになった後起きたのであるが、そ

の過剰引締めは過剰投資による不均衡・バブルか、または外部ショック(石油ショック)が原因であった。現在米国にはバブルや過剰投資はなく、考えられる唯一の外部要因は中国ショックである。そして万一中国ショックが起きたとしてもそれは石油ショックとは逆にデフレ圧力を強めるものなので、金融政策は緩和的となり、逆イールド(=過剰引締め)に陥るとは考え難い。唯一あり得るとすれば、米国長期金利が日独のようにマイナスに陥り、長短金利が逆転するというケースであるが、当面それも考えられないだろう。米国経済堅調の下で長期金利がマイナスのテリトリーまで低下するとすれば、それはもっぱら需給要因によるものとなるはずである。そしてそのような需給はよほどのグローバル資金のドル債への集中化によって引き起こされるが、それは強烈なドル高と米株高を伴うだろう。

図表 3：米国長短金利とリセッションの推移

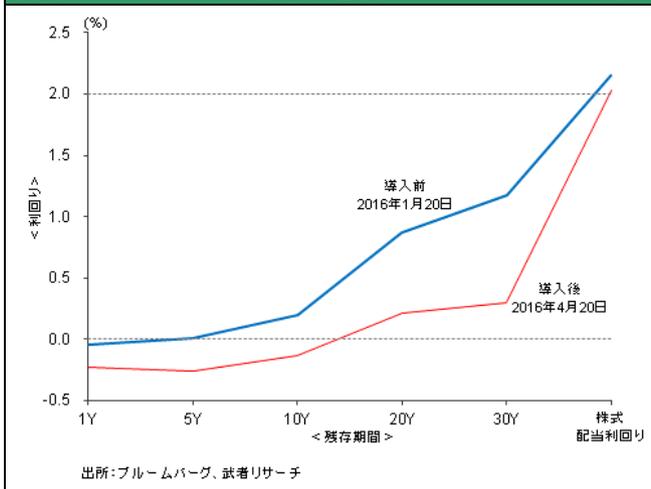


図表 4：米国公的需給・民間需給推移



日本経済も徐々に力強さ増すだろう。①消費増税先送り、財政拡大、②更なる金融緩和、③円高にもかかわらず堅調な企業収益、④実質賃金の上昇などのプラス要因が重なる。低迷してきた消費は上向く場面に入るだろう。かつてと異なり円高の企業業績へのマイナス影響は限定的とみられる。日本企業は非価格競争力、技術優位品に特化しており、円高の価格転嫁能力は大きく高まっていると考えられるからである。またマイナス金利は株式を含めた広義のイールドカーブをスティープ化させ、余剰貯蓄を、株式・不動産投資へと押し出す(図表 5 参照)。不動産サイクルも空き室率低下⇒賃料上昇が作動するスイートスポットに入っている(図表 6 参照)。

図表 5：マイナス金利導入前後のイールドカーブ変化



図表 6：空き室率と賃料の推移(東京ビジネス地区)



(2) リスク回避を余儀なくさせている円高のミステリー

円高が日本株不振の主因

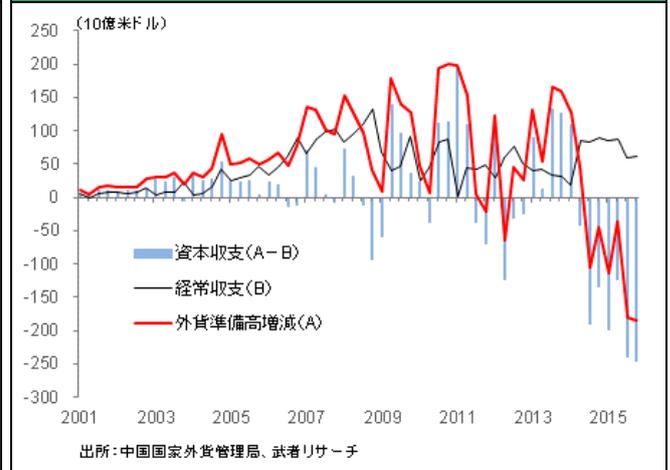
それならばなぜ、市場はかくも乱調なのか。それは究極的には中国に起因する、と言ってよいのではないか。中国危機が始まり、そのためにとりわけ円高が進行している、と考えられるのである。ここ半年間上述のように日本株式は一人負けしているのであるが、その原因はもっぱら日本円の異常高にあった。この間の各国通貨の対ドル変化は、円+15%、英ポンド-1%、ユーロ+5%と円の独歩高、しかしドルベースでの年初来の株価騰落状況を比較すると、

資本流出圧力が高まることは必至かもしれない。中長期的には中国の危機深化は避けられないとみられるが、それと円高の相関はここ半年ぐらいで消えていくと推測される。

図表9：人民元相場の推移



図表10：中国外貨準備高の増減



今後のシナリオは二本立てで行くべきであろう。目先は中国危機封印により過剰悲観の修正高の可能性もある。以下の3つの理由によりリーマンショックは再来の可能性は小さい、①過剰楽観は無く、先進国では資産バブルは見られない、②金融政策がフレンドリー、③高利潤持続、が理由である。9月の杭州 G20 サミットを前に中国危機が封印され続ければ意外な株高の可能性もあり得る。その後どこかの時点で中国危機の深化が起きればクライマックス的円高日本株安が起きる可能性はあるが、その先は円安転換となるだろう。

なお以上のシナリオは、英国が今週末の国民投票により EU 残留をするものと想定している。仮に離脱となった場合短期の市場は更なる円高と日本株安にシフトすることになるだろうが、その後の推移は上述シナリオを平行移動して考えればよいのではないか。その幅はドル円で-5円、日経平均で-1000円程度か。

著作権表示©2016 株式会社武者リサーチ

本書で言及されている意見、推定、見直しは、本書の日付時点における武者リサーチの判断に基づいたものです。本書中の情報は、武者リサーチにおいて信頼できると考える情報源に基づいて作成していますが、武者リサーチは本書中の情報・意見等の公正性、正確性、妥当性、完全性等を明示的にも、黙示的にも一切保証するものではありません。かかる情報・意見等に依拠したことにより生じる一切の損害について、武者リサーチは一切責任を負いません。本書中の分析・意見等は、その前提が変更された場合には、変更が必要となる性質を含んでいます。本書中の分析・意見等は、金融商品、クレジット、通貨レート、金利レート、その他市場・経済の動向について、表明・保証するものではありません。また、過去の業績が必ずしも将来の結果を示唆するものではありません。本書中の情報・意見等が、今後修正・変更されたとしても、武者リサーチは当該情報・意見等を改定する義務や、これを通知する義務を負うものではありません。貴社が本書中に記載された投資、財務、法律、税務、会計上の問題・リスク等を検討するに当たっては、貴社において取引の内容を確実に理解するための措置を講じ、別途貴社自身の専門家・アドバイザー等にご相談されることを強くお勧めいたします。本書は、武者リサーチからの金融商品・証券等の引受又は購入の申込又は勧誘を構成するものではなく、公式又は非公式な取引条件の確認を行うものではありません。本書および本書中の情報は秘密であり、武者リサーチの文書による事前の同意がない限り、その全部又は一部をコピーすることや、配布することはできません。