

ストラテジーブレティン (210号)

もっぱらテクニカル暴落、上昇波の跳躍台に

～ペンス副大統領の「米中冷戦宣言」が不確実性を高めるが、数週間で霧は晴れる～

テクニカル主因の暴落、米金利上昇、FRB 金融政策は大したリスクではない

Q) 10月4日以降、世界同時株安が突然起こりました。米国 S&P 指数は一週間で 8% 下落、日本株式も 27 年ぶりの高値を付けた 10 月 2 日をピークに日経平均は 9%、TOPIX 8% と、ほぼ同率の下落となりました。この一週間の動きは、今年の 2 月と似ているという声も多いですね。

武者) そうですね、ほとんど相似形だと思う。つまりファンダメンタルズとは全く関係なく、もっぱらテクニカルな要素が相場を著しく押し下げたということ。ただ敢えて 2 月と違うところは、今回は米中軋轢が深刻化し、単なる貿易摩擦から米中冷戦へとはっきり移行したこと、相場下落が始まった 10 月 4 日は後で触れますが、マイク・ペンス米国副大統領が事実上の米中冷戦を宣言したその日です。それが不確実性を高めていると思います。

Q) 2 月の時は雇用統計発表後に長期金利が上昇してそれが引き金になったという見方もあったようです。今回もアメリカの金利が上昇してきていますけれども金利と株の関係はどう見ていらっしゃいますか？

株式会社 武者リサーチ
代表
武者 陵司

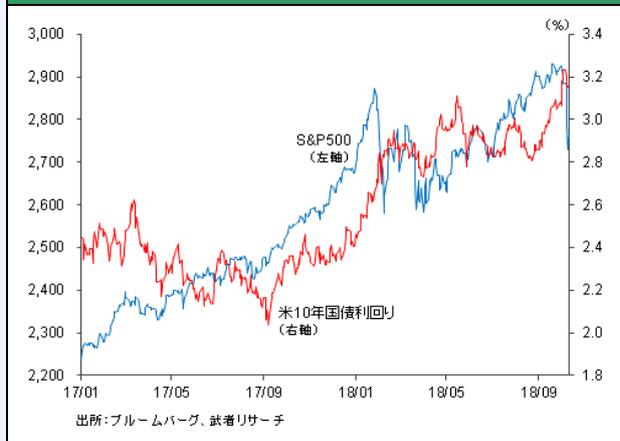
代表電話 (03) 5408-6818
直通電話 (03) 5408-6821
E-mail: musha@musha.co.jp
www.musha.co.jp

〒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：年初来主要国株価推移、各国通貨ベース



図表 2：2017 年以降の米国長期金利と米国株価



武者) その影響を 2 つに分けて考えなければいけない。第一は、ポートフォリオの変更を引き起こすもので、それは一過性で心配ない。恐らくヘッジファンドは、前提としている金利水準が変われば、彼らのポートフォリオを大きく変更する必要がでてくる。その結果、連鎖的な株売りが出てくるということがあり得る。2 月も今回も市場コンセンサスを超えた長期金利の上昇により、ポートフォリオのリバランスが起き、それが売り連鎖の引き金を引いたということはあったと思われる。ただ前回同様、CTA やリスクパリティなどのアルゴリズム取引が売り連鎖の主犯人ではないか。

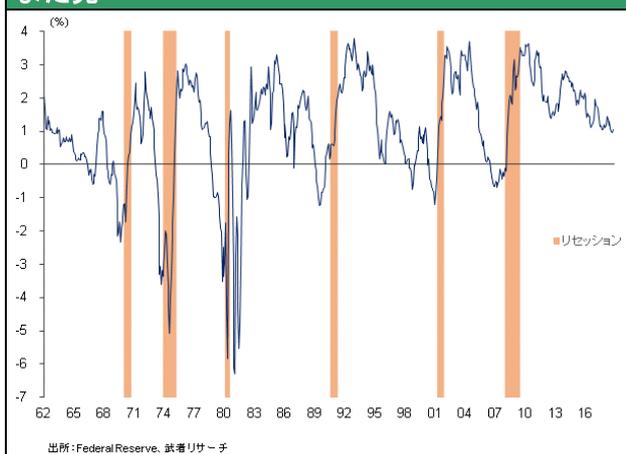
心配しなければならない第二の影響は、金利上昇が経済に悪影響を与えて景気拡大を失速させる可能性。長期的な下落相場になるかは、単純にヘッジファンドのポジションの問題ではなく、それ自身がアメリカの景気拡大を途絶えさせる可能性があるかどうかの見極めですが、今の時点でそれはほとんど考えられない。よってこの株価の下落は決して大きな潮目の転換ではなくテクニカルな調整に過ぎない、と結論付けられる。

Q) トランプ大統領は株が下がったのはFRBの利上げのせいだと仰っています。ここまでの米国株価上昇はトランプ大統領による経済政策が寄与している面も大きいと思うので、株価を意識する大統領による選挙を意識した発言だったのかなとも言われています。

武者) トランプ大統領の真意は分からないが、発言が中央銀行への政策介入としてネガティブにとられるのはあきらかですから、単純な無頓着発言ではないと思う。トランプ氏は過剰な引き締め(利上げや資産圧縮)が持続的経済拡大の障害になるという懸念を表明したのであろうが、それは正しい懸念だと武者リサーチは考えている。現在の技術革命が生産性を高め、供給力の天井が上昇している現状(労働力余剰、資本余剰、供給力過剰の常態化)では、リスクは常に抑制的マクロ政策→総需要抑制→デフレ惹起、という側にある。引き締めを強めるほうが弱めるほうよりリスクが高い、というのがベースラインである。

しかしパウエル議長が繰り返し述べているようにFRBの政策スタンスも、それにほぼ一致している。理屈ではなく実態・データに機敏に対応しながら政策を打っていくということ。現在の経済実態やインフレ金利の関係は過去と大きく異なり、過去の常識にとらわれていては、適切な政策が行えないという共通認識がある。想定される自然利子率(=中立金利)は大きく引き下げられている。過度の引き締め→長短金利逆転→リセッションというリスクの回避に全力を注ぐというものは、政権、FRBの共通認識であり、市場は過度に金融政策リスクを心配する必要はない。

図表3：米国長短金利差(イールドカーブ)逆転はまだ先



「米中冷戦宣言」、冷戦の経済と市場への影響は限定的ということが見えてくる

Q) 今回の株価暴落の背景としても一つ、市場が警戒しているのは貿易摩擦ですね。

武者) これは絶対大丈夫だと言えない要素はあります。10月4日ペンス副大統領がハドソン研究所において、非常に厳しい中国批判のスピーチをした。これまでの貿易や経済に限定した批判の枠を超え、政治、軍事、情報、技術、あらゆる面での中国の不正さを非難した。WSJ紙は「ペンス副大統領は第二冷戦の開始を宣言した」という論説(ウォルター・ラッセル・ミード氏)を掲載している。全面的な中国封じ込め政策にアメリカが転換したことの宣言であるとの評価だが、武者リサーチもそのように考えている。「いよいよアメリカと中国は根底から戦いの時代に入った。経済や市場関係者は、トランプ政権のこの転換を軽視している、国家安全保障が経済に優先する時代に入っていることを過小評価している」、と論説は主張するがその通りであろう。

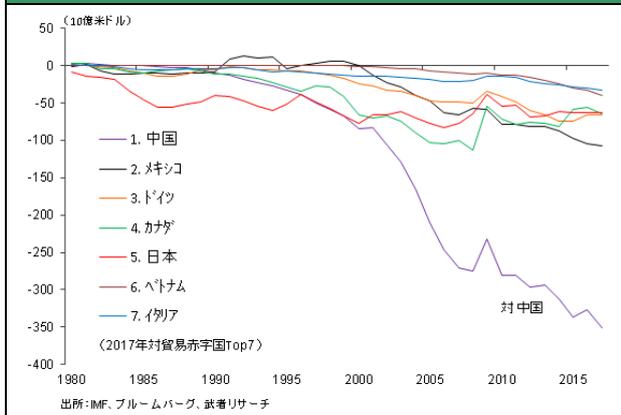
Q) 貿易戦争のみならず安全保障のところまでということですね。

武者) 中国がアメリカに代わって世界の覇権国の立場を狙うと言った時点で、アメリカは容認できないことはあきらかなので、アメリカ政府が対中敵視政策に転換するのは時間の問題である、と何年も前から武者リサーチは主張してきた。いよいよその時が到来したということである。となると、貿易や経済の問題ではなくて安全保障が関わ

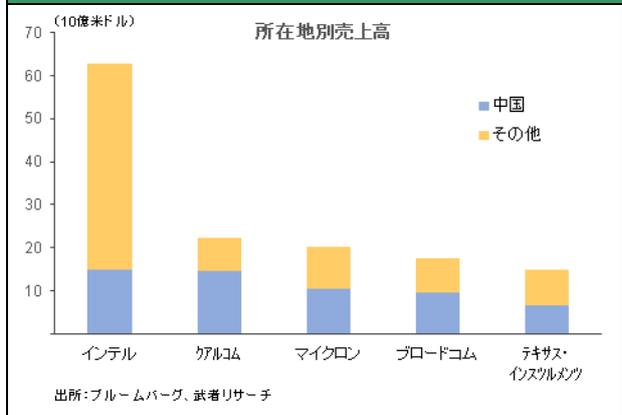
ってくるので下手をすると目先の経済にマイナスの影響を及ぼすということが起こり得る。これがマーケットの不安心理を高めている。ヘッジファンドはこの不安心理を利用する形で株式の売り仕掛けをしたということも、あったかもしれない。

但しこの問題に関しては、恐らく数週間から数か月の内に霧が晴れると思う。中国に対するアメリカの敵視政策への転換がどのような結果をもたらすかが見えないから不安定である。しかし、それが当面の経済や米中通商関係を破局させるようなことになる訳がないと考えられ、それが明らかになった時点で安心感が戻ってくると思われる。すでに説明している通り、グローバル・サプライチェーンの中核に位置する中国は、米国にとっても関係を遮断できない相手である。中国にとっては対米依存度はより強く、その遮断は命とりである。中国の人民元は今年1割下落しているが、それは米国による対中輸入関税10%引き上げが為替によって相殺されていることを意味する。長い目で見てグローバル・サプライチェーンの中で中国の地位が大幅に低下すると考えられるが、当面の経済への影響は限定的と考えてよいのではないかと。

図表4：冷戦下でも米中通商は維持される①
圧倒的米国の対中貿易赤字

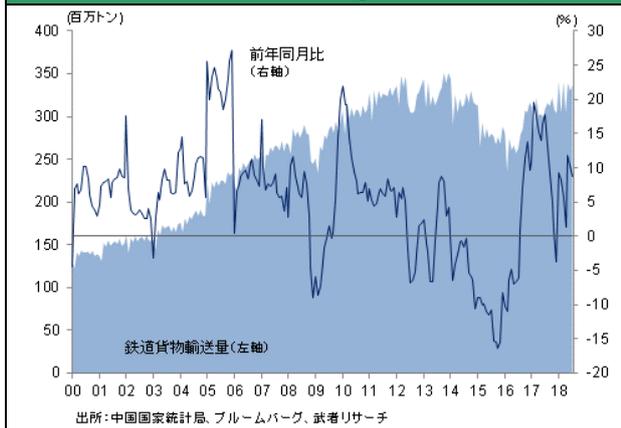


図表5：冷戦下でも米中通商は維持される②
米国半導体メーカーの著しい対中依存



最も重要な判断基準は、米中冷戦が、中国とアメリカの総需要をどう変えるかである。アメリカの総需要が変わることはまずないだろう。他方、中国に一定の影響はあり得る。アメリカは中国を叩き、中国は世界の工場になっている現実をアメリカは否定しようとしている。もはやこれから中国に投資できないということによって中国における投資活動に大きくブレーキがかかる事が起こりつつあるように見える。中国からの工作機械の受注減少等があらわれている。さらに、当局の外貨締め付けが厳しくなって、例えば中国人が海外に持ち出すお金の量を制限する、あるいは海外企業製品消費(特に米国製品)に対して、政府がネガティブな影響を及ぼす介入をする、などが無いとは言えない。それが起こると総需要に若干のマイナスの影響はあると思う。しかしそれとは逆に、中国政府は預金準備率を相次いで引き下げるとか、財政出動によって景気の失速を回避しようとしている。貿易戦争の最中に景気が底割れしたらそれこそ政府の信認に大きな影響を及ぼすので、景気失速を全力で回避しようとするはずである。貿易戦争はあるけれども、当面の経済への影響は限定的だと分かると、不安が遠のき1、2か月経過すれば、かなりクリアになっていくと思う。

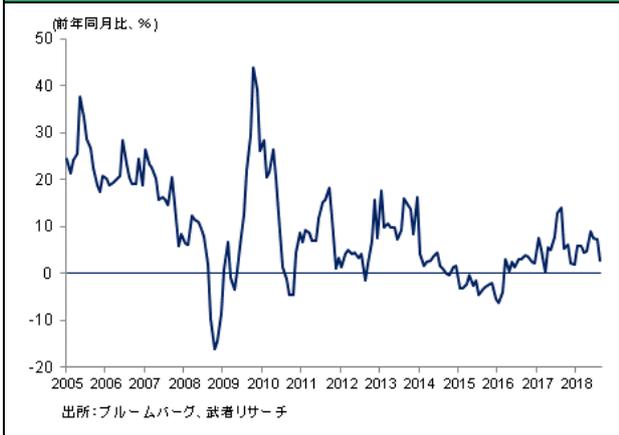
図表6：中国経済は底堅い① 鉄道貨物輸送量



図表7：中国経済は底堅い② 電力消費



図表8：中国経済は底堅い③ 粗鋼生産高



図表9：中国経済は底堅い④ 不動産開発投資



Q) ここ数日、欧米の高級ブランド株が下落、中国が海外の輸入ブランド品の規制を強化しているという見方が強まっています。これは中国政府の資本の流出を防ぐ手段と見られていますが、政府が景気をコントロールできているうちは大丈夫と言う事ですね。

武者) 中国は依然として財政出動の余地が極めて大きい。将来は問題になるかもしれないインフラ投資など、とりあえず景気対策の余地がありそれが当面の景気を支えている。過剰投資と思われる不動産投資も、前年比10%程度の増勢が続いている。今起こっている米国株価下落や将来に対する不安は、一過性のものと見て、マーケットは早々に立ち上がっていくだろうと見ています。

2月や10月のテクニカル相場下落は景気をむしろ延命させる

Q) 米国株式はかなり騰勢を強めていた面もあったので、ガス抜きになったかもしれませんね。

武者) 長期的に見て警戒しなければならないことは2つある。1つは景気が失速してリセッションになるという事が見えたら一気にポジションを閉じなければいけない。もう1つはバブル。楽観論が高まりバブル化してそれが崩壊した時には金融市場の逆回転によるリセッションが起り得る。今はファンダメンタルズからの景気失速はほとんど考えにくい。加えてバブルについては2月も今回の10月も、ちょっと上がると大幅に下落する、というように、警戒感が著しく強い。

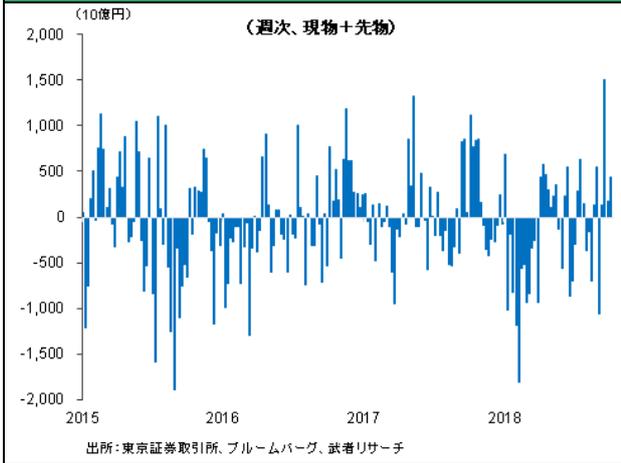
バブル化する可能性をマーケットが事前にチェックしているということだから、それはむしろ景気拡大を持続させる要因になりうる。懸念される長期金利の上昇やインフレの加速も、株価が下落することで逆に長期金利が低下する、また株価下落によってコンシューマーコンフィデンスなどが冷却されて景気の過熱を抑える要素になる。今の動きは深刻に構える必要はないと思う。

海外勢の日本再評価が起きる前夜にある

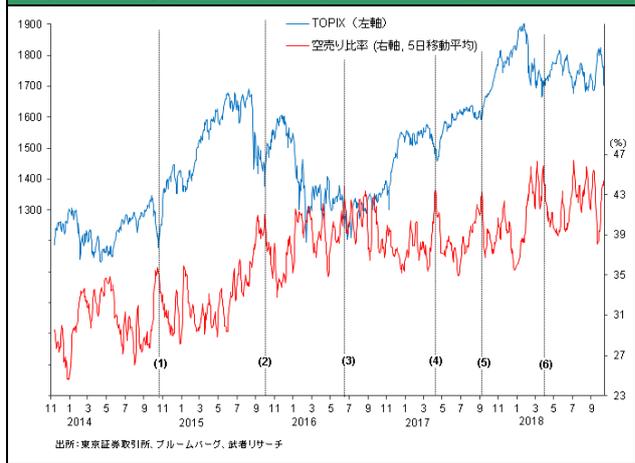
Q) 海外勢の日本株に対するスタンスをどう見ていらっしゃいますか？

武者) 依然として日本株式の潜在的強さを認識していないと思う。海外勢は相変わらず日本は世界経済の劣等生だと思っているが、武者リサーチの分析では日本は世界の優等生だ。企業のビジネスモデル、稼ぐ力という点で、世界最高の評価が適切になされるべきと考える。

図表 10：外国人の対日本株投資推移



図表 11：東証空売り比率と TOPIX 推移



東証出来高の 6~7 割を占める外国人投資の過半はヘッジファンドなど短期筋の取引であり、長期投資家は日本株式比重をせいぜいニュートラルにとどめている。特に今年は年初来累計で日本株式を売り越している。今回の相場クラッシュは海外の年金など長期投資家が日本株式のポジションを高める契機になるかもしれない。

ただこんな見方もできる。日本に対する直接投資は諸外国に比して著しく小さく、日本は投資障壁が大きな国との歪んだ評価がある。日本企業の対外直接投資が 175 兆円であるのに対し、海外企業による対日直接投資は 29 兆円と著しい不均衡となっていることが、その証拠とされている。確かに M&A などに関して日本企業には投資の閉鎖性がある。しかし他方、外国人はものすごい規模で日本株を買っている。外国人の日本株の保有比率は 1990 年 5% 前後、2000 年 18% から毎年増加し今では 30% に達している。株式投資で見れば、対外株式投資は 86 兆円に対して対内株式投資は 217 兆円と、ここでは逆の著しい不均衡がみられる。

外国人は日本において自らビジネスをするのではなく企業を買う形で日本に対する投資をしていると言える。日本の経営力を外国人が買うということで日本のビジネスに参画する、と言う事が起こってきたわけである。実は外国人が日本の企業のビジネスモデルを評価していることのあらわれと考えられるのではない。

海外勢の日本企業に対する評価が高いことを日本人が知れば、今度は日本の個人の投資家も株式を買い、市場はいよいよ厚みを増してくると思う。米中冷戦がはっきりしたことによって、日本の世界の地政学上のプレゼンスは著しく高まっている。日本は中国とアメリカの冷戦のどちらが勝つかのカギを握るポジションにいる。日本のポジションが地政学的に有利であるということは、日本の経済やマーケットに対して追い風になる。

著作権表示©2018 株式会社武者リサーチ

本書で言及されている意見、推定、見通しは、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。



詳細は弊社ホームページをご覧ください。 <http://c.bme.jp/18/1961/241/>

日時 2018年12月7日(金) 18:30～21:30 (受付開始 18:00)
会場 紀尾井フォーラム 千代田区紀尾井町4-1 ニューオータニ ガーデンコート 1F
受講料 20,000円(税込) 領収書有
 ※芝大門・社中特製サンドウィッチ Box&コーヒーor紅茶付き
 ※キャンセルは12月5日迄。キャンセル料が発生しますので代理の方のご参加をお願い致します。

講演者 **藤本隆宏** 東京大学大学院経済学研究科教授
南川 明 IHS グローバル株式会社 主席アナリスト
武者陵司 武者リサーチ 代表

お申込み方法 (下記3つの中からお選び下さい。)

1. 武者リサーチ HP から <https://www.musha.co.jp/>
 無料会員登録後、ログイン⇒マイページ⇒イベントのご案内⇒特別企画コラボセミナーへお進み下さい。
2. メール送信
 お名前・住所・電話番号・メールアドレスをご記入の上、sign-up@musha.co.jp へ送信して下さい。
3. 電話でのお申込みもお気軽にご連絡下さい。武者リサーチ ☎03-5408-6818 (平日 9:00～17:00)

プログラム

18:00～ 受付開始
 18:30～19:10 藤本 隆宏 氏 講演『デジタル化と日本のものづくり—課題と勝機』
 ・ケイパビリティとアーキテクチャから見る日本の産業構想
 ・現場の戦後産業史 - グローバルコスト競争から米中技術摩擦へ
 ・「上空・低空・地上」競争と日本企業 - 強い現場・強い本社へ
 19:10～19:50 南川 明 氏 講演『IoT時代に必要な半導体と技術開発テーマ』
 ・PC/スマホから 5G と IoT 時代へ
 ・IoT時代の技術開発の焦点と米中貿易戦争
 ・日本企業に有利なビジネス領域の展開
 20:00～20:30 武者 陵司 講演『経済と市場をどう見るか』
 ・新産業革命と株式市場の新段階
 ・米中貿易戦争、トランプ政権と日本の投資チャンス
 ・人生100年、日経平均10万円の確かさ
 20:30～21:20 コメンテーターからの論評、Q&A 会場を交えた討論
 21:20～21:30 皆様への講演者からのメッセージ