

# ストラテジーブレティン (222号) 総悲観からの大転換が近づいている ～アルゴ手法による箱田氏との相場展望論議～



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](mailto:musha@musha.co.jp)  
[www.musha.co.jp](http://www.musha.co.jp)  
〒105-0021  
東京都港区東新橋 2-18-3  
ルネパルティエーレ汐留 901

私達は2011年の震災の年から毎年、年に1度のボランティア活動として各方面のご協力を得て義援金セミナーを開催しています。東日本大震災から8年。多くの犠牲者を出した未曾有の大災害のことを忘れることなく語り継ぎ、未来を展望しつつ足元の情勢と投資を語り合う場を提供したい、そんな思いで今年も『第9回義援金セミナー2019』を開催することになりました。

昨年のご来場者は、約330名。皆様からの義援金と証券会社13社からの協賛金を合わせて総額3,120,000円を『テイラー・アンダーソン記念基金』に寄付することができました。今年も皆様のご協力を宜しくお願い申し上げます。

◇ 詳細・お申込窓口はこちら ↓ ↓

<https://www.musha.co.jp/news/detail/5c81f525-0944-45aa-a096-0ba985f2cfe7>

----- 概 要 -----

日時 2019年5月12日(日) 13:30～16:40 (受付開始13:00)

会場 日経ホール 東京都千代田区大手町1-3-7 日経ビル3階

<http://www.nikkei-hall.com/access/index.html>

講演者 瀬口 清之 キャノングローバル戦略研究所

南川 明 IHS グローバル株式会社

張谷 幸一 株式会社いちよし経済研究所

武者 陵司 株式会社武者リサーチ

参加費 1口3000円 受付の義援金BOXに入れて頂きます。

《 プログラム 》 (敬称略)

13:00 受付開始

13:30～13:35 開会あいさつ 司会 若林恵太 岸田恵美子

13:35～13:40 テイラー・アンダーソン記念基金 理事長あいさつ 藤崎一郎

13:40～14:05 『改元から始まる日本飛躍の時代』 武者陵司

14:05～14:30 『米中对決と日本企業の投資機会』 瀬口清之

14:45～15:10 『ハイテク新時代、塗りかえられる地図』 南川 明

15:10～15:35 『2019年の投資環境とマイクロ動向、注目セクター』 張谷幸一

15:40～16:35 パネル (瀬口・南川・張谷・武者 MC/岸田)

16:35～16:40 閉会あいさつ 高松一郎 (義援金総額・協賛会社紹介)

## 箱田氏の価格指標による短期展望と武者リサーチの長期ファンダメンタルズ分析のコラボ

**Q)** 世界の株式市場は、1～2月の急反発場面を終え、足踏み状態です。3月22日のNY市場では、NYダウ工業株は460ドルの下落、前日比マイナス1.9%と、今年2番目の大幅下落になりました。続く3月25日の日経平均は650ポイント、3.01%の急落となりました。これが潮目の転換点なのか、単なる踊り場に過ぎないのか、今回は、独自のアルゴリズムによる短期市場予測の箱田メソッドを主催している、金融データソリューションズの箱田啓一社長をお迎えして、展望を考えていきたいと思えます。箱田メソッドは昨年の2回の急落をピンポイントで的中させ、注目を集めました。それでは最初に、武者リサーチの見解をお願いします。

**箱田啓一氏** > 1986年横浜国立大学工学部卒業。大和証券株式会社入社、株式部情報課、株式トレーディング室を経て、1999年BNPパリバ証券入社、2000年日経QUICK情報入社後に株式リスクモデルのアプリケーション(NPM)の開発。2007年12月株式会社金融データソリューションズ設立。

## 3月末の急落は絶好の買い場

**武者)** この下落は長期上昇相場の踊り場、絶好の買い場になる可能性大、と考えています。理由は世界経済がリセッションに陥ることはなく、むしろ今後米国・中国経済ともに浮揚力を強めていく可能性が極めて高いと考えるから。  
①去年の下落要因の懸念はほぼ消えた(米国金融引き締め、米中摩擦、中国景気失速)、②米中とも政策は景気てこ入れに大きくシフト、③昨年末の株価暴落が引き金となった自己実現的経済悪化が唯一最大の懸念であったが、経済心理はほとんど悪化せず、米国中国とも株価は下落の大半を2か月で回復した、④人々の過剰悲観は強く、それはかえって強気要因、等が理由である。もし当社のそうした見方が正しいとすれば、今後の株式市場には大きなポジティブサプライズが待っているのでは。

**Q)** それでは箱田社長、箱田メソッドに基づくと先週の下落をどのように評価されるのか、お聞かせください。なお箱田メソッドとは、過去の価格情報から独自のアルゴリズム解析が探り当てた規則性を基に短期市場をどう考えるか、と聞いていいですね。

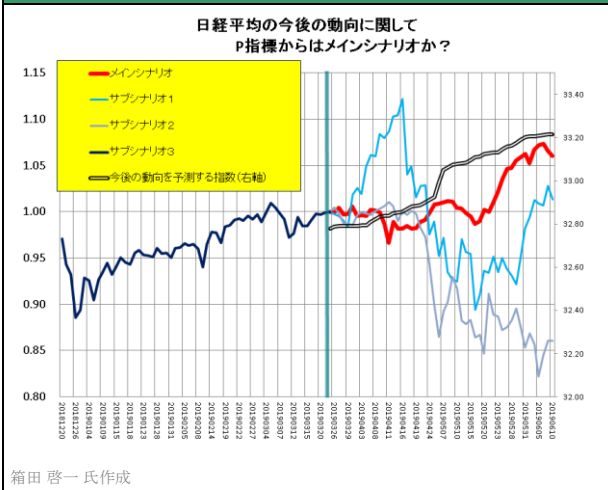
## 警戒すべきは5月初旬

**箱田)** 箱田メソッドに関してはそれで結構です。それではFDS(金融データソリューションズ)による、3月22日の相場下落の解釈を行いたいと思えます。直近の急落は上昇相場の踊り場、むしろ絶好の買い場なのは、との結論です。図表1は当社のアルゴリズム解析による日経平均の近未来予測ですが、3月末から堅調相場が5月連休中まで続き、5月初旬にあり得る米国株の調整場面での警戒期間を経て、6月にかけても上昇する可能性が強い、という結果です。図中にある3つのシナリオは過去の類似パターンから検出された相場トレンドで、最も確率が高いメインシナリオが箱田メソッドに近い形状となっています。

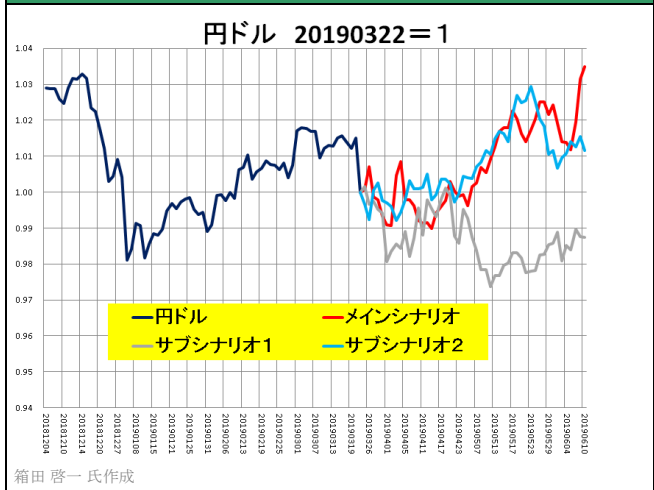
箱田メソッドでは3月22～25日の日米株価急落は予想できませんでした。ただ、米国10年債利回りの急低下は予想していました。10年債利回りの急低下が長短金利逆転をもたらし、それがアルゴリズムの売り指令の引き金を引いた可能性があると思えます。ただ箱田メソッドで予測できなかったということは、株価下落が過去の規則性から大きく乖離しているということなので、下落にファンダメンタルズの根拠がなかったとすれば、それは逆の修正もあり得ると思われれます。米国ダウ工業株は5月初旬までに史上最高値を更新すると予測されます。箱田メソッドはSea Change(相場の転換点)とPoisson(相場趨勢)の二つを出力していますが、米国株式は5月10～14日に天井の潮目を形成すると予想されます。

ドル円レートを箱田メソッドによって予測すると、しばらくの円安基調のあと、5月10日以降に円高転換する、5月末に再度円安転換の潮目が到来する、となります。図表2は過去の類似パターンから検出される短期相場パターン予想です。

図表 1：日経平均の短期趨勢予想



図表 2：ドル円レートの短期趨勢

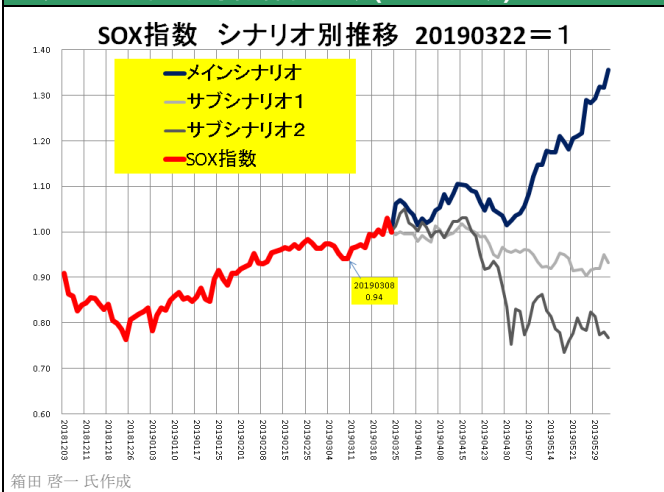


Q) 箱田社長は、箱田メソッドとは別に、ファンダメンタルズと株式需給の面からも、データを検証しているらしいです。箱田社長が今注目されている指標をご指摘いただけますか。

### 大ブームの予感、半導体株価史上最高値

箱田) ①米国半導体株価指数、②日経平均の構成セクター推移、③業績予想とEPS推移、④日本の自社株消却と日経平均採用銘柄発行済み株式数推移、に注目しています。まず、米国半導体株価指数(Sox 指数)は年初来 35%上昇し、昨年急落前水準のみならず、昨年3月の史上最高値をほぼ回復しています。3月22日の急落時も比較的堅調でした。これは米国の製造業の短期へこみ(ディップ)が終焉しつつあることを示しているかもしれません。当社の潮目算出システムから過去の類似期間を探ると、1996年と2012年が浮上してきました。ともに大幅上昇の起点でした。図表3は過去の類似パターンから検出された今後の相場想定であり、メインシナリオは相場の急伸が見込まれています。

図表 3：米国半導体株価指数(SOX 指数)の予想

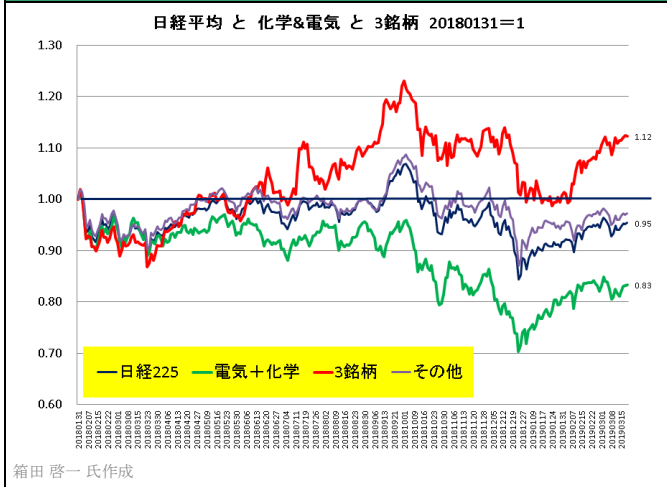


### 出遅れている日本株、特にハイテク

次に日経平均の3分割セクター動向に注目しています。3分割セクターとは①コア3銘柄(KDDI、ファーストリテイリング、ソフトバンク)、②電気+化学、③その他で、それぞれの構成比率は①15%、②29%、③56%となっています。図表4は2018年1月31日を起点とした3分割セクター及び日経平均の推移ですが、昨年10月以降の相場下落をけん引したのは電気+化学セクターでした。電気+化学セクターはハイテクの部品・素材・機械であり、中国中心に輸出依存で、世界の景気変動に敏感です。米中貿易戦争と中国経済減速の影響を受けていたことが如実です。

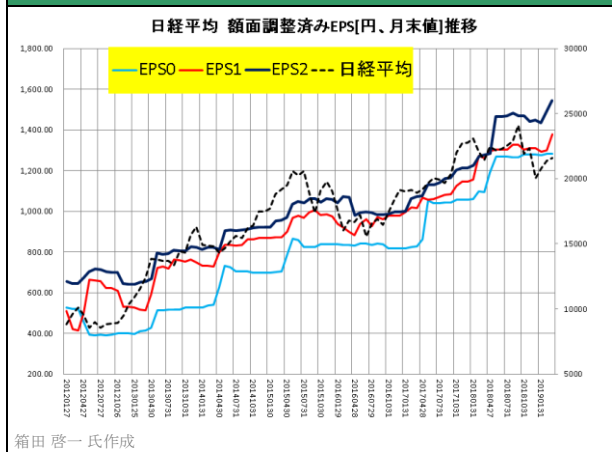
この電気+化学セクターは、米国のSOX指数に比較し著しく回復が遅れていますが、そのキャッチアップが起きるとすれば、今後の日経平均の大幅押し上げ要因になるでしょう。

図表4：日経平均3分割セクター(コア3銘柄、電気+化学、その他)の推移



図表5は日経平均予想一株利益(EPS)と日経平均推移ですが、このほど明らかになった2期先EPS予想が大きく上昇しているのに対して株価がむしろ下落し、両者の乖離がかつてなく拡大しています。これは近い将来、株価を押し上げる要因になるでしょう。EPS上昇の一因は、自社株買いと消却による発行済み株式数の減少です。図表6は日経平均採用銘柄の発行済み株式数の推移ですが、2015年の2500億株から2018年末には1900億株へと25%も減少しています。参考までに本レポートの末尾に図表15自社株消却額推移、図表16自社株累計消却額を示します。

図表5：日経平均予想一株利益(EPS)と日経平均推移



図表6：日経平均採用銘柄の発行済み株式数の推移



Q) 以上の箱田社長のご説明は武者リサーチの楽観的な見通しと重なる面が大きいようです。武者リサーチのスタンスをここで整理してください。

#### 悪材料は過大に織り込まれた

武者) ファンダメンタルズからは何が言えるかと言えば、今は nothing particularly new です。大きな潮目の変化は起きるとはほとんど考えられません。

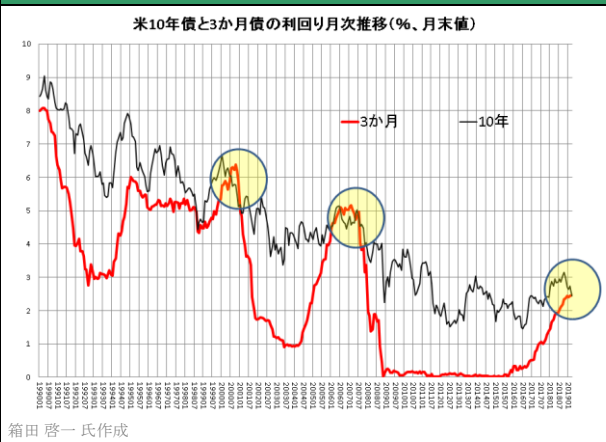
①米景気 → 6月に史上最長景気更新、景気指標好転により好ファンダメンタルズに焦点が当たるとでしょう。史上最長の景気拡大をもたらした米国経済の本質的強さとは何なのか議論が集中し、市場心理を強めるでしょう(3月4日付ストラテジーブレティン221号参照)。

②米国金融政策と金利 → 市場が心配する逆イールド化は杞憂でしょう。これまでの逆イールド化は(インフレ高進 → 短期金利上昇 → 逆イールド化)、今回は逆(低インフレ → FRBの緩和スタンスによる長期金利下落 → 逆イールド化)。

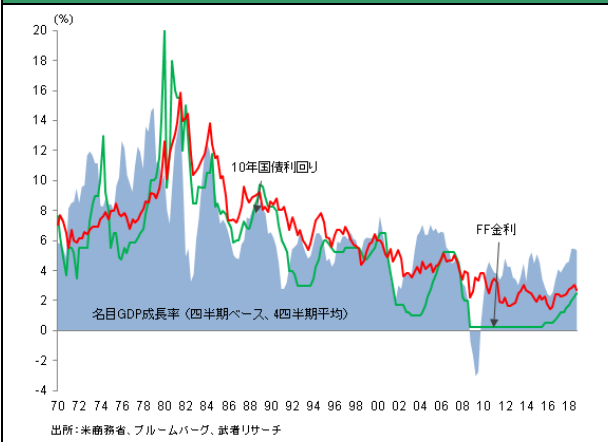


また図表8に見るように、過去の長短金利逆転からリセッションになった時期と今回は金利のレベルが全く違います。かつては、長短金利は名目GDPを上回る水準まで上昇しました。現在は、長短金利とも名目GDPの半分であり、依然資本コストは景気とリスクテイク促進型です。

図表7：米国債利回り-10年物と3か月物

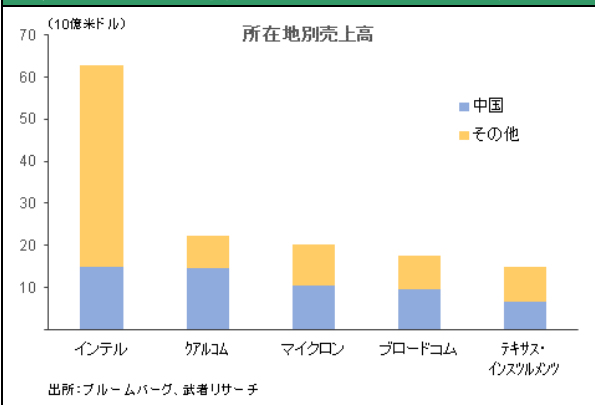


図表8：米国長短金利と名目GDP推移



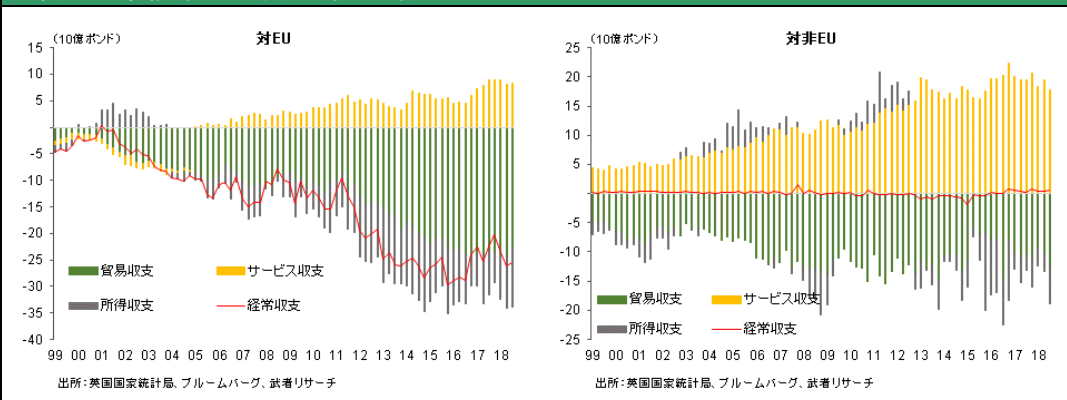
③米中摩擦と中国経済 → 早晩米国の勝利で決着し、不確実性消失、中国景気浮揚感が出てくることは確実でしょう。でなければ対中売上がほぼ50%を占める米国半導体企業の株価や、上海総合指数が昨年高値に面合わせすることなど考えられるのではないのでしょうか。

図表9：米国半導体メーカーの対中依存度



④欧州経済と Brexit → Brexit はもはや茶番めいてきました。2016年6月国民投票で Brexit が決定した直後の世界株式の急騰をみれば、多くの悲観は茶番に聞こえます。すでに全てのシナリオに対応済みで、結論が出れば不確実性消えるでしょう。中国経済の転換でドイツ経済の不安もなくなると考えます。図表10は英国の対EU及び非EUの経常収支、貿易収支、サービス収支の推移ですが、英国はEUにとって大いなる顧客、Brexitで困るのはむしろEUの側です。EUは関税調整などを通して対英輸出が減らないよう配慮せざるを得ないでしょう。または為替(ポンド高ユーロ安)で調整され、経済への深刻なダメージは回避されるのではないのでしょうか。

図表10：英国経常収支とその内訳



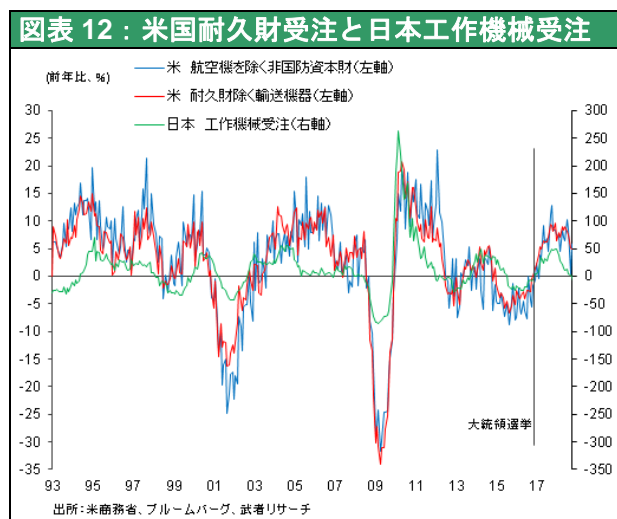
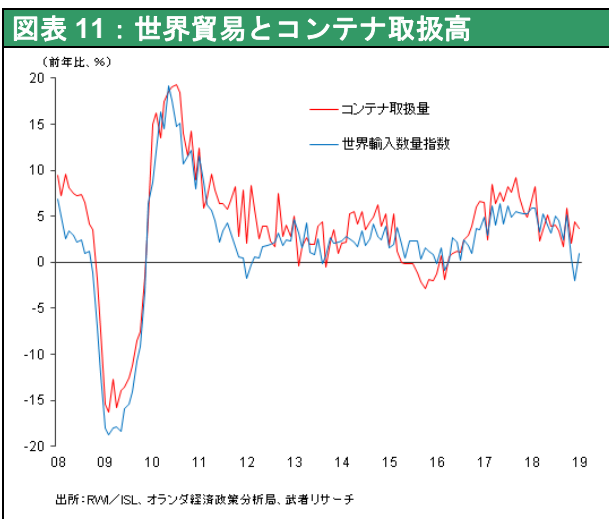
⑤日本経済指標 → 日本の景気悪化は、①中国急減速(米中摩擦・中国改革による)、②株価急落による心理悪化が要因ですが、いずれも大きく好転換すること確実でしょう。

⑥日本政策 → 追加金融緩和もあり得ますし、消費税増税は実施されても財政出動で悪影響は相殺されるでしょう。今後日本でも MMT(Modern Monetary Theory : 現代金融理論)など財政出動促進世論が高まるでしょう。

Q) それにしても株価の乱高下を引き起こしているのは海外投資家です。裁定買い残の大きな変化も海外勢による日本株売りが原因です。外国人投資家は依然として日本株に弱気のようなのですが、日本株の再評価は何によって起きるのでしょうか。

### 至極投機的日本市場、高ボラテリティ

**武者)** 日本株は国際分業上、資本財・生産財に特化し、最も景気変動に敏感です。故に昨年末からの生産下落の影響を強く受けました。それは今後大きく反発する条件になります。米国半導体株価の動きはすでに反発局面に入っていることを示唆しています。図表 11 世界貿易とコンテナ取扱高、12 米国耐久財受注と日本工作機械受注の二つは、世界の物量(ハードウェア)経済の短期循環を示します。2018 年に中国の改革(引き締め)と米中貿易戦争で失速しましたが、山は低く、早晚底入れはほぼ確実でしょう。



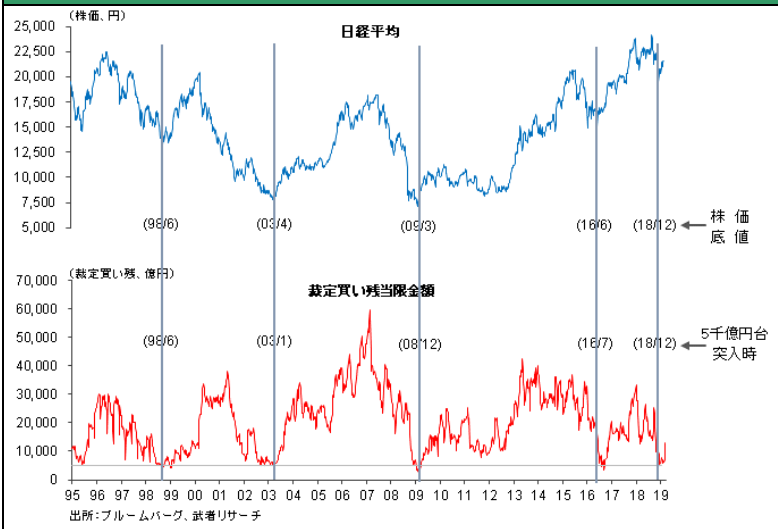
### 日本株式市場は、世界一投機的でボラテリティが高い市場である

- ① 日本経済はサービス化が進んでいますが、日本株式市場は製造業依存度がほぼ 5 割と高いです。しかも資本財・生産財(B to B)が中心。故に、生産と業績の振幅は他国市場より大きくなる傾向にあります。
- ② 日本固有の為替変動が景気変動の振幅を高めます。不況 → 円高、好況 → 円安
- ③ 日本人は極端な(間違った、意固地な)リスク回避姿勢にあり、株式取引は、外国人 7 割、国内 3 割と海外主導となっています。外国人特に先物を使った投機的トレーディングの餌食になっています。

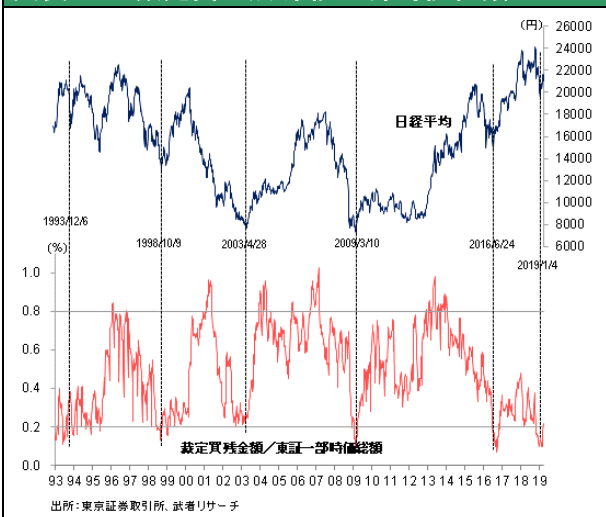
### 投機売りが、壮大な投機買いの土台をつくる

但し GOOD NEWS は、投機、トレーディングは方向ニュートラルということです。投機売りは必ず爾後に投機買いを誘発します。

図表 13：日経平均と裁定買い残の推移



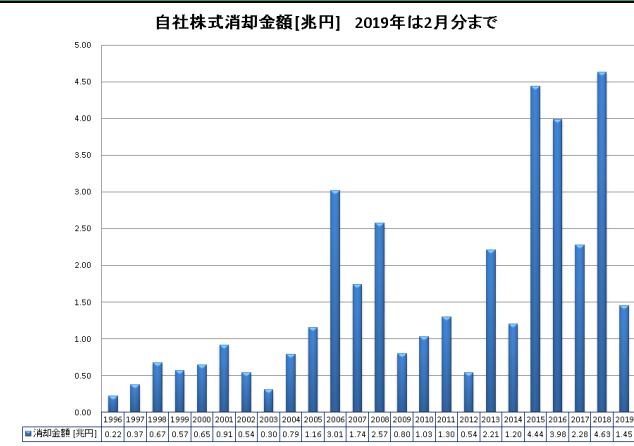
図表 14：裁定買い残/東証一部時価総額比



最後に図表 13 日経平均と裁定買い残の推移をご覧いただきたい。外国人主体の投機的売りの帳尻である裁定買い残の推移は、日経平均と強く連動しています。特に底値はほぼピンポイントで一致しています。日本株の底値は投機的売り崩しによって記録されるからです。裁定買い残 5000 億円レベル(図表 13)、裁定買い残/東証一部時価総額比 0.2%(図表 14)、は投機売りが極限に到達したことの証左です。1998 年、2003 年、2009 年、2016 年、いずれも 1 年から 1 年半の間に 6 割以上の株価上昇を実現しています。2018 年 12 月裁定買い残がこの水準に達した、ということは、2020 年半ばまでには日経平均は 30000 円をつける可能性があるということです。

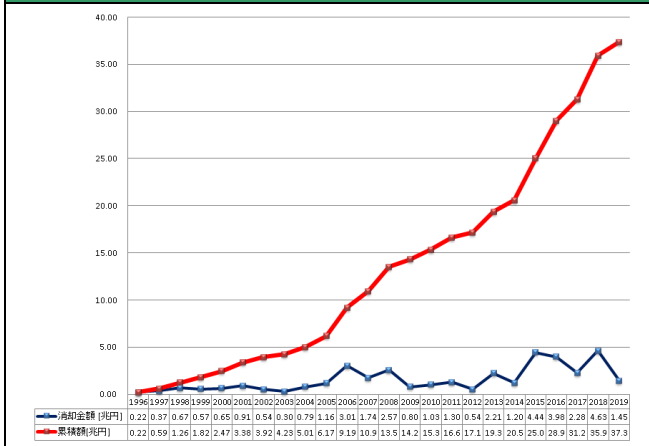
新天皇のもと新元号で、日本にも心機一転の風が吹く。悲観論が粉碎される日も遠くないのではないのでしょうか。

図表 15： 自社株消却額推移



箱田 啓一 氏作成

図表 16： 自社株累計消却額



箱田 啓一 氏作成

著作権表示©2019 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。