

## 「節分天井・彼岸底」 米国株の下落にいつまで付き合うか

米国株が高値を切り上げていくなか、日本株がさっぱり上がらない時、「米国株は最高値なのにどうして日本株は冴えないのですか？」という質問を受けた。それに対する僕の答えは、「別物だからです。」

アップルやグーグルやアマゾンやフェイスブックは日本の企業ですか？米国の会社です。彼らがグローバルに大成功して企業価値を高めた。だから市場はそれを評価して高い株価をつけている。日本にアップルやアマゾンのような会社がありますか？日本の株価は日本企業の価値に見合った株価がついている。それだけのことです。そう答えた。

では、先週からのこの下げはどう説明すればよいか。NY ダウ平均が 600 ドル下げれば日経平均も 600 円下げる。NY ダウ平均が 1000 ドル下げれば日経平均も 1000 円下げる。まるで鏡写しの相場である。しかし、これもまた現実だ。金融資本市場のグローバル化 - そのひとことで、ほぼ説明は可能であろう。

米国株急落の背景も、解説され尽くしたと言える。ドル安、原油高、労働市場の改善によるインフレ期待や債務の膨張に対する懸念の高まりを受けた米国金利の上昇。株価急落を受けたボラティリティの急上昇。ボラティリティを売るトレードの巻き戻しやボラティリティをリスクと捉える運用のポジション調整などを巻き込み下げ幅が増幅された面もある。ただし、ストラテジーレポートでも書いたように、本当の理由は特定できない。

マーケットはグローバルにつながっているので米国株が下げ止まらないことにはどうにもならないだろう。しかし、そうは言っても日本株は売られ過ぎである。はっきり言って、米国発の激震に、とばっちりを受けている。僕は週初のマーケット展望で、ここまで売られるとは予想できなかったが、本来、ここまで下げるような環境にない。景気動向指数は過去最高（つまり景気が良い）、上場企業の業績も 2 年連続で過去最高益更新の見込み。日本は日銀が強力に金利上昇を抑え込んでいる。リスクオフで円高になったとは言え、ダボス会議の要人発言で 108 円台前半まで円高が進んだ 1 月下旬の水準を越えていない。単に、米国株の大幅安に連れ安しているだけである。

いつもいう事だが、市場が間違っている（市場に関わる者として禁句であるのは重々承知のうえで敢えて言う）。そして、これが相場の常である。オーバーシュートするところまでいくのである。

日経平均とダウ平均は既に高値から 10%超調整しているが、昨年末の値を 100 として年初からの値動きを比べると日経平均のほうが下げ過ぎである。今日の前場の安値 2 万 1119 円で 92.8、ダウ平均は昨日の終値で 96.5 である。移動平均とのかい離をみても日経平均はほぼ 200 日線に支えられるところまで下げているが、ダウ平均はそこまで行っていない。米国発の下げにもかかわらず、日経平均のほうが調整度合いが深い。



出所: QUICKデータよりマネックス証券作成

日経平均日足チャート

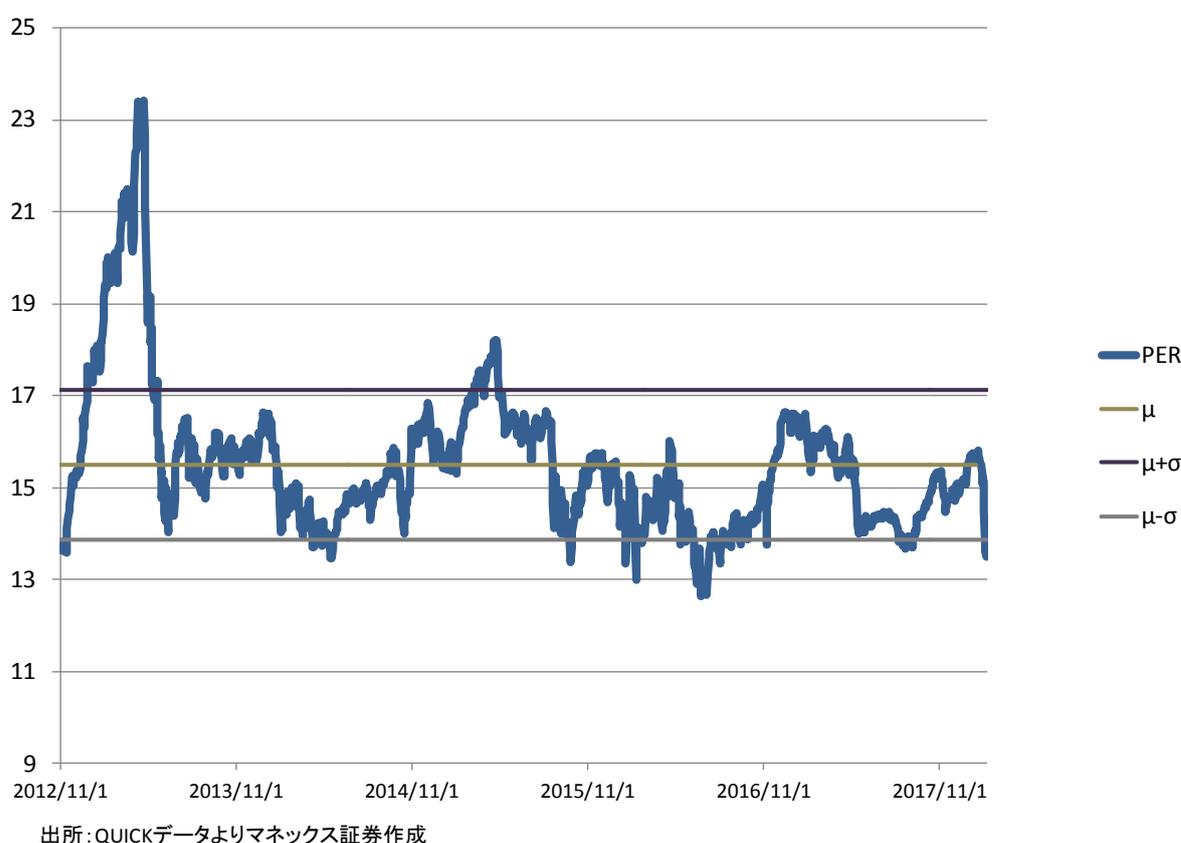


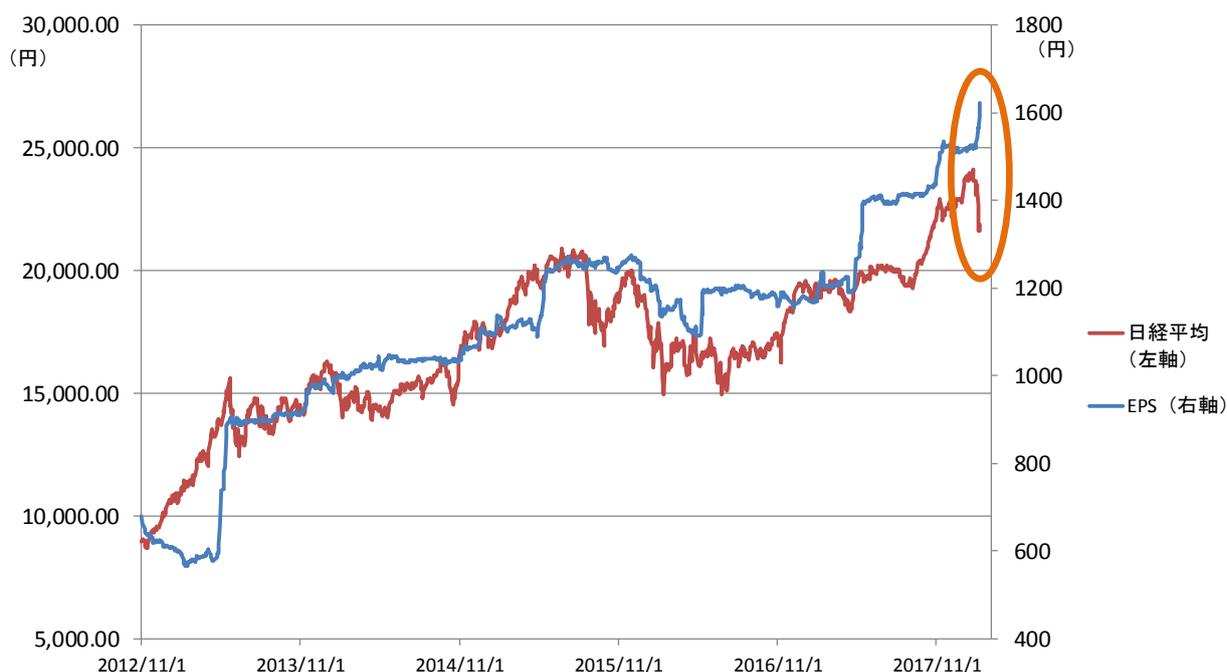
NYダウ平均日足チャート



出所: マネックス証券投資情報サイト

佳境を迎えている決算発表での業績上方修正を受けて、日経平均の EPS はついに 1600 円を超える水準まで上昇してきた。グラフから見て取れるように、26 年ぶり水準まで上昇してきた日本株は、上場企業の利益が向上するのに平仄を合わせてきたものである。バブルでもなんでもない。むしろ業績改善ペースに比べて株価上昇が遅いくらいだ。その反映としてバリュエーションが高まらない。そうしたなか、この米国発の急落劇に巻き込まれ、日経平均の予想 PER はすでに過去 5 年平均を 1 標準偏差下回るところまで低下。直近の最低は 2016 年 6 月の英国が EU 離脱を決定した国民投票時の急落で記録した 12.6 倍であるが、さすがに一時的なショック安ということからその後 PER は平均に戻る動きを見せた。





出所: QUICK データよりマネックス証券作成

足元で企業業績が過去最高にまで高まるなか、それに逆行する日本株はバリュエーション面ではほぼ下値に達したと言える。200 日線を下回るような下げは考えられない。

前段で、米国発の下げにもかかわらず、日経平均のほう調整度合いが深いと述べたが、逆に言えば、米国株は移動平均線とのかい離にせよ、バリュエーション面にせよ、まだ一段の調整があり得るということだ。

米国株が一段安となれば、日本株もまた連れ安するだろう。しかし、日本株はすでに相当リーズナブルな水準まで調整しており、ここからの一段安は理屈で説明できる範囲を超えている。オーバーシュートは相場の常と述べた。そういうオーバーシュートするような局面が絶好の買い場であったことは、いまさら説明するまでもないだろう。

いつ下げ止まるか。

「節分天井・彼岸底」ではないか。次回 FOMC は 3 月 20・21 日。まさにお彼岸の中日である。そこで利上げが見送られれば、市場の動揺は止むだろう。

今回の金利上昇のきっかけになった雇用統計での賃金上昇は特殊要因によるものだ。時間当たり賃金

が、前年同月比 2.6%程度を見込んだ市場予想に対して 2.9%と上振れしたが、労働時間が減っている。給与は変わらないが労働時間が寒波のために短くなったので「時間当たりの」賃金が上昇したの  
 である。週給は前年同月比 2.6%で市場予想通り。週給の前月比はむしろマイナス、給与が減っている。賃金上昇のペースが高まったわけではない。寒波の影響による特殊要因なので、来月発表になる  
 雇用統計では、その特殊要因が剥落し、もとの賃金上昇ペースに戻るだろう。そうなれば、FED が  
 利上げを急ぐ必要はなく、むしろ先走り過ぎている長期金利上昇による悪影響を考慮して 3 月利上  
 げが見送られる公算が高まる。市場もそう考えるだろう。

| HOURS AND EARNINGS<br>ALL EMPLOYEES<br>Total private             |          |          |          |          |
|--|----------|----------|----------|----------|
| Average weekly hours.....  | 34.4     | 34.5     | 34.5     | 34.3     |
| Average hourly earnings.....                                     | \$25.99  | \$26.54  | \$26.65  | \$26.74  |
| Average weekly earnings.....                                     | \$894.06 | \$915.63 | \$919.43 | \$917.18 |
| Index of aggregate weekly hours (2007=100) <sup>3</sup> .....    | 106.5    | 108.3    | 108.5    | 108.0    |
| Over-the-month percent change.....                               | 0.2      | 0.5      | 0.2      | -0.5     |
| Index of aggregate weekly payrolls (2007=100) <sup>4</sup> ..... | 132.4    | 137.5    | 138.2    | 138.1    |
| Over-the-month percent change.....                               | 0.4      | 0.7      | 0.5      | -0.1     |

Source: BLS US Department Of Labor

日本株も米国株も「天井」は節分の 1 週間～10 日前に来た。であれば「底」も彼岸の 1 週間～10 日  
 前、3 月半ばには底入れするだろう。

## ご留意いただきたい事項

当社は、本書の内容につき、その正確性や完全性について意見を表明し、また保証するものではありません。記載した情報、予想及び判断は有価証券の購入、売却、デリバティブ取引、その他の取引を推奨し、勧誘するものではありません。過去の実績や予想・意見は、将来の結果を保証するものではありません。提供する情報等は作成時現在のものであり、今後予告なしに変更又は削除されることがございます。当社は本書の内容に依拠してお客様が取った行動の結果に対し責任を負うものではありません。投資にかかる最終決定は、お客様ご自身の判断と責任でなさるようお願いいたします。本書の内容に関する一切の権利は当社にありますので、当社の事前の書面による了解なしに転用・複製・配布することはできません。内容に関するご質問・ご照会等にはお応え致しかねますので、あらかじめご容赦ください。

## 利益相反に関する開示事項

マネックス証券株式会社は、契約に基づき、オリジナルレポートの提供を継続的に行うことに対する対価を契約先金融機関より包括的に得ておりますが、本レポートに対して個別に対価を得ているものではありません。レポート対象企業の選定はマネックス証券が独自の判断に基づき行っているものであり、契約先証券会社を含む第三者からの指定は一切受けておりません。レポート執筆者、並びにマネックス証券と本レポートの対象会社との間には、利益相反の関係はありません。

マネックス証券株式会社 金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第165号  
加入協会: 日本証券業協会、一般社団法人 金融先物取引業協会、一般社団法人 日本投資顧問業協会