

## 株式市場の変調について

### 解せない

「解せないよな～」ハルキストたちの溜息が聞こえる。彼らは、フランス人作家のパトリック・モディアノがノーベル文学賞を受賞し、村上春樹が受賞を逃したことを嘆いているのだ。4月21日付レポート「[差異こそはすべて ALL YOU NEED IS GAP](#)」でも述べているが、僕は村上春樹文学のどこがいいのかさっぱりわからない。“ハルキスト”なんていう熱狂的ファンがいること自体、僕にしてみれば「解せない」ことである。

村上春樹の小説が、米国の作家カート・ヴォネガットの影響を受けていることは前掲のレポートでも触れたが、村上春樹の代表作のひとつ『海辺のカフカ』のタイトルからも明らかな通り、フランツ・カフカの傾倒も認められる。村上春樹は、フランツ・カフカ協会による「フランツ・カフカ賞」を2006年、アジア人で初めて受賞している。

カフカの作風(すなわち村上春樹にも共通する作風)は非現実的な世界を描くということだ。シュールレアリズムである(日本を代表するシュールレアリズム作家・安倍公房は、もう少し長く生きていたならばノーベル文学賞を受賞していたであろうと言われている)。「シュール」とは若干ニュアンスが異なるが、極めて近い概念である「不条理」というのも文学のひとつの 카테고리である。カフカの『変身』は不条理文学の代表作のひとつに挙げられることが多い。最も有名な不条理文学作品は、アルベール・カミュの『異邦人』であろう。カミュが46歳の若さでノーベル文学賞を受賞したのは、『異邦人』を書いたからであるといわれる。

不条理とは、不合理、すなわち「理に合わない」、合理的でない、理屈がたたない、理論的でないことをいう。解せないことの最たるものである。

解せないのは、このところの株式市場の変調である。明確な理由がない(尤も、さしたる理由などなくても、株価というものは上がったたり下がったりするものであるが)。一応、もっともらしい理由として巷間、

語られているのは<世界景気の悪化懸念>というものである。そのきっかけとなったのが、先日、国際通貨基金（IMF）が発表した最新の「世界経済見通し（World Economic Outlook）」だ。IMF は世界全体の実質国内総生産（GDP）の成長率を下方修正した。その理由は日欧の減速に加え、ウクライナ危機や中東の情勢緊迫化など、世界経済は先行きの下振れリスクが高まっているからだという。

表 1: IMF最新世界経済見通し(前年比、%)

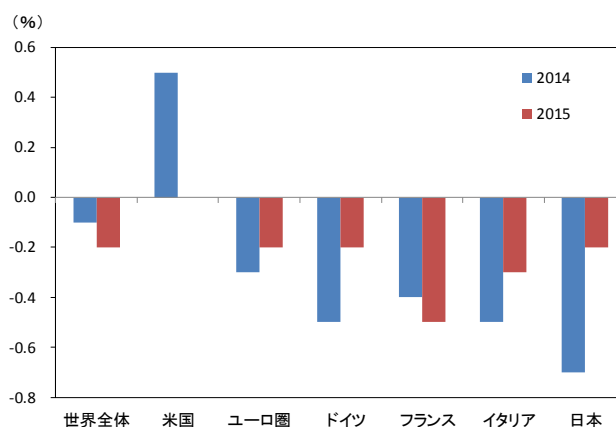
	見通し			2014年7月予測との差	
	2013	2014	2015	2014	2015
世界経済成長率	3.3	3.3	3.8	-0.1	-0.2
先進国・地域	1.4	1.8	2.3	0	-0.1
米国	2.2	2.2	3.1	0.5	0.0
ユーロ圏	-0.4	0.8	1.3	-0.3	-0.2
ドイツ	0.5	1.4	1.5	-0.5	-0.2
フランス	0.3	0.4	1.0	-0.4	-0.5
イタリア	-1.9	-0.2	0.8	-0.5	-0.3
スペイン	-1.2	1.3	1.7	0.1	0.1
日本	1.5	0.9	0.8	-0.7	-0.2
英国	1.7	3.2	2.7	0	0
カナダ	2.0	2.3	2.4	0.1	0.1
その他先進国・地域	2.3	2.9	3.1	0	-0.1
新興市場及び途上国・地域	4.7	4.4	5.0	-0.1	-0.2
独立国家共同体	2.2	0.8	1.6	-0.1	-0.5
ロシア	1.3	0.2	0.5	0.0	-0.5
除ロシア	4.2	2.0	4.0	-0.4	-0.4
アジア途上国・新興市場国	6.6	6.5	6.6	0.1	0.0
中国	7.7	7.4	7.1	0	0
インド	5.0	5.6	6.4	0.2	0.0
ASEAN-5	5.2	4.7	5.4	0.1	-0.2
欧州新興国・途上国	2.8	2.7	2.9	0.0	0.0
ラテンアメリカ及びカリブ諸国	2.7	1.3	2.2	-0.7	-0.4
ブラジル	2.5	0.3	1.4	-1.0	-0.6
メキシコ	1.1	2.4	3.5	0	0.1
中東、北アフリカ、アフガニスタン、パキスタン	2.5	2.7	3.9	-0.4	-0.9
サブサハラ・アフリカ	5.1	5.1	5.8	-0.4	0
南アフリカ	1.9	1.4	2.3	-0.3	-0.4

出所:IMF世界経済見通し(2014年10月)、マネックス証券作成

【解せない点その 1】 日欧の減速に加え、ウクライナ危機や中東の情勢緊迫化などというのは、「今ここで急に明らかになったリスク」であるのか？ 従前からずっと世界経済の重石であったのではないかなぜ、いまさら問題視されなくてはならないのか？

【解せない点その 2】 日欧は冴えないが、米国は0.5ポイントの上方修正である。悪い悪いと言われている中国でさえ「修正なし」、横ばいで変わらず。米中という二大経済大国がしっかりしている結果、世界全体の成長率が下方修正とはいえ、今年がわずか 0.1 ポイント、来年が 0.2 ポイントの小幅なものである。

グラフ 1:IMF世界経済見通し:14年10月予測と7月予測の差



(出所)IMF世界経済見通し(2014年10月)、マネックス証券作成

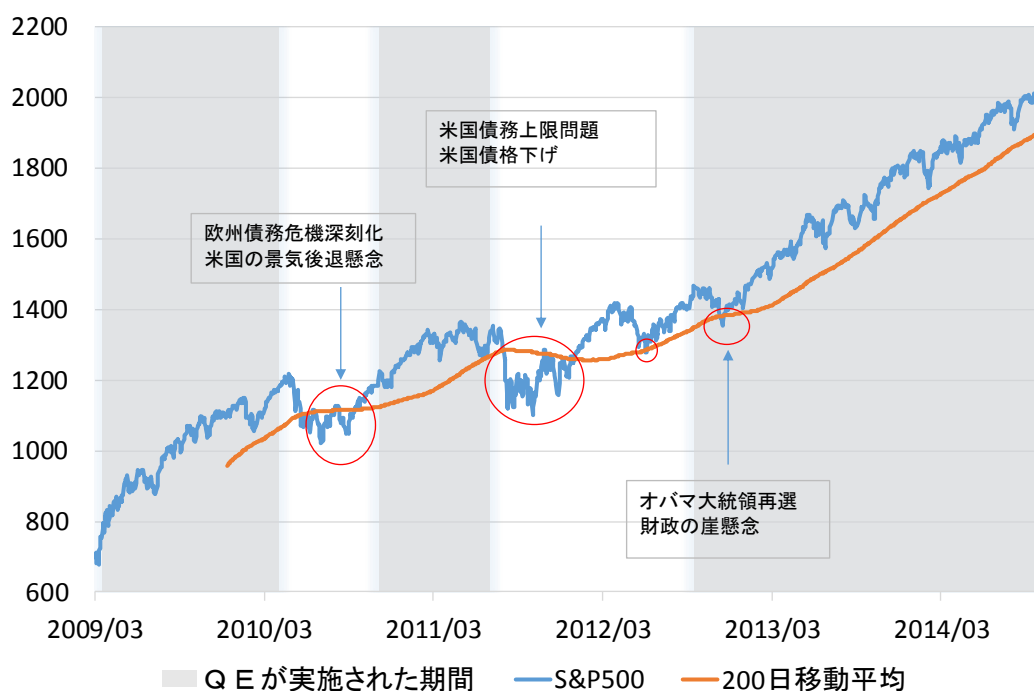
こうしたことを考えると、なぜここまで株式相場が急落しなければならないのか、本当に解せないのである。

## QE終了後の大幅調整

今回の下げのいちばん根底にあるのは、米国の金融政策が大転換点を迎える - すなわち、QE(量的緩和)が今月をもって終了する - ということに、相場が「敬意を払って」調整している、ということではないか。

リーマン危機後、株価が底打ちして以来、S&P500 が 200 日移動平均を割ったのは今回で 5 回目である。前はほぼ 2 年前、2012 年 11 月、オバマ大統領再選後の調整局面だ。オバマ再選で規制強化が嫌気され株式市場は下げたが、メインの悪材料は財政の崖懸念だった。しかし、この「財政の崖」、あとになって振り返ってみると、「なんだったのか？」というくらい、きれいに忘れ去られている(「〇〇懸念」というのは、たいてい、そんなものである)。2012 年は 6 月にも米国景気のソフトパッチ(ぬかるみ)懸念で 200 日移動平均を割っているが、この 2012 年の調整は 2 回とも短期で終了しすぐに 200 日移動平均を回復した。

### グラフ 2: S&P500の推移(2009年～)



(出所) マネックス証券作成

問題はその前の2回。どちらもQE終了直後のタイミングで起きている。2010年のケースでは200日移動平均からの乖離率がマイナス7%、2011年の時はマイナス13%にも達した。このパターンの調整になると、ここから更に1割前後の下げはあり得るということである。量的緩和終了後に株価が大幅調整したのがQE1、QE2と2回続いたので、今回も余計に警戒感が高まっているのだろう。但し、その2回のケースというのはQEの終了タイミングにたまたま欧州債務危機の深刻化や米国の債務上限問題が重なったという特殊事情がある。今回の株安の背景である世界景気後退懸念というのが、それらに匹敵するほど大きなリスクかというところではないだろう、と僕は思う。理由は上述の通り、①日欧の減速は従前から織り込み済み、②米国は見通しが上方修正されるくらいに景気が良好で、中国も横ばいを保っている、からである。

## 日本株の水準感

日本株の下落は、米国株の急落に巻き込まれたせいであるが、その米国株の下落率以上に下がっている(表2)。これもまた不合理に感じるが、日本株の脆弱性、投資家層の薄さを考えれば、納得がいく。事実、過去に何度もみてきたパターンである。さらに尤もらしい解説をすれば、最近のレポートで指摘してきた通り、日本の上場企業の半分がグローバル製造業であり、彼らの収益が日本株相場を支えてきた。そこに、曲がりなりにもく世界景気の悪化懸念がリスクとして台頭したとあっては、「グローバル景気敏感株」である日本株相場が大幅安となるのは避けられないところかもしれない。

	表 2: 高値	14日終値	変化率
ダウ平均	17279.7 (9/19)	16315.2	-5.6%
S&P500	2011.4 (9/18)	1877.7	-6.6%
日経平均	16374.1 (9/25)	14936.5	-8.8%
TOPIX	1346.4 (9/25)	1214.3	-9.8%

(出所) マネックス証券作成

日本株にとっては円高に巻き戻っていることも弱みになる。米国株安と円高がダブルパンチで効いてくる。しかし、円高が悪材料だとしても下げ過ぎであろう。円安が進む過程で、現在の107円台をつけたときは、日経平均はまだ1万5000円台の後半だった。為替の円安頭打ちで株価も下げて当然だが、ドル円が107円という水準から日経平均の1万5000円割れは説明がつかない。

スポーツの秋である。ゴルフには最高の季節だ。ゴルフのスイングではよく「インパクトゾーンを長くすることが大事」と言われる。インパクトとは、クラブのヘッドがボールに当たる瞬間のこと。だから現実問題として、インパクトは「点」でしかありえないのだが、「線」でとらえる意識を持つ、ということである。「ゾーン」とは、「地帯」という意味である。文字通り、「帯」のイメージを持つことが大事という意味だ。言葉で

言うのは易しいが、なかなか体がそう動いてくれないのが困りものである。

「ゾーン」(地帯)と似た言葉で「レンジ」(範囲)というのもある。こちらは相場でもおなじみの言葉だろう。よくテレビや新聞などで専門家が株価予想をする場合、「年末の日経平均は 16,000 円～17,000 円」などと「幅」をもって示す。ピンポイントではなく「レンジ」(範囲)で示されている。「日経平均の年末値」というのは、ひとつの値しかとりようがないのに、どうして、16,458 円のようにピンポイントで示さないのか？それは、「株価を確率変数と見なして、期待値とその分散で表示しようとしているから」などという高尚な理由からではない。ピンポイントの予想はできないから、なんとなくレンジで示しているだけである。

ゴルフで 2 パット圏内に寄せようと思ってパッティングするときには、実測 10.8 センチメートルのカップを直径 50 センチメートルぐらいの大きな穴だと頭の中でイメージして、その範囲内に収まればいいと思って打つ。言葉で言うのは易しいが、2 パット狙いのはずが何メートルもオーバーして返しのパットも入らず結局 3 パット、というのはよくある話である。

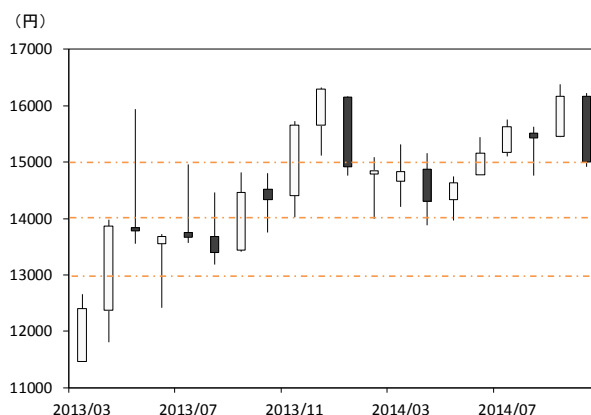
まあ、専門家の株価レンジ予想というのは、ゴルフの 2 パット狙いのイメージと同じようなものである。

結局、日経平均の水準感なんてものは、ざっくり 2000 円程度のレンジで考えるしかないのだろう。僕はよく「フェアバリュー(適正価格、理論値)」という言葉を使うが、1 万 6000 円がフェアバリューで、1 万 4000 円がフェアバリューでない、なんてことは本当は言えないのである。日経平均の EPS(1 株当たり利益)が 1000 円を超えている今、PER の水準が 1 倍違えば、株価は 1000 円違うのだ。PER は何倍なら適正か？14 倍なら割安で 16 倍なら割高か？そんなことは言えないのである。

## レンジで見る

僕はよく日経平均の月足チャートを見る。一か月の動きをローソク足で見ると、月内に起きた上振れ下振れは「ヒゲ」となる。昨年の 4～8 月までは日経平均の終値はずっと 1 万 3000 円台であった。2013 年 5 月には 16000 円に迫るところまで駆け上がり、バーナンキショックで一気に急落した。翌、6 月には 1 万 2000 円台にまで突っ込んだ。しかし、月末の着地はきっちり 1 万 3000 円台であった。

グラフ 3: 日経平均の推移(月足、2013年3月～)

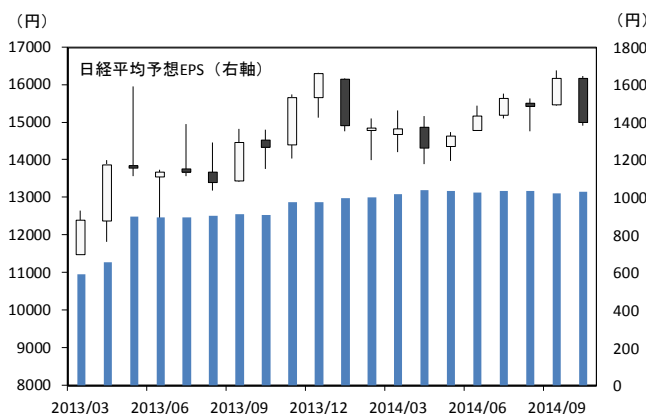


(出所) マネックス証券作成

9月に入るとようやく上放れを始めた。1万4000円台の終値を2カ月続けて、1万5000円、そして年末には1万6000円台をつけた。年が明けた2014年1月、1万6000円台から1万4000円台へ再び急降下。その1月を含め5カ月間、1万4000円台での推移が続いた。6月からようやく上放れを開始、そして9月にはようやく昨年末の高値を抜いて1万6000円台を回復。そしてこの10月の急落だ。

ざっくり言うと、昨年度の初めから今日にいたるまで、日経平均はレンジ内の動きを繰り返してきたということである。じりじりとしか上がらない。そして下がるときは簡単に下がる。しかし、それが株価の動きと言うものである。いや、それが日本の株価の動きだといったほうが正確だ。なぜか？ベースとなる業績見通しが変わらないのだから。日経平均の予想EPSはずっと1000円強で変わらない。ベースとなる業績見通しの上方修正なくして株価だけがふらふら上がると言

グラフ 4: 日経平均と予想EPSの推移(月足、2013年3月～)



(出所) マネックス証券作成

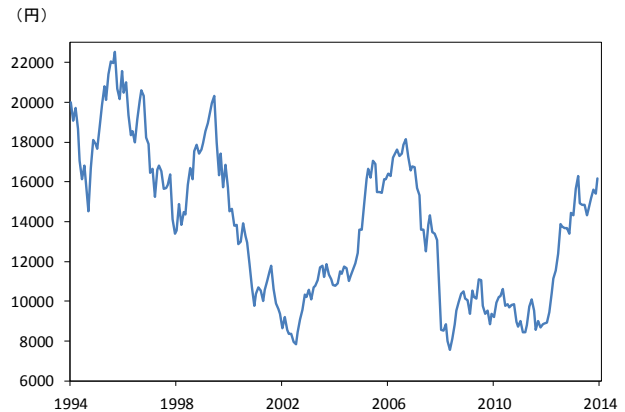
うのは、基礎ができていないのにバリュエーションだけが高くなるということで、そういう株価上昇は簡単に引き戻される。それでも去年よりは今年のほうがレンジが多少なりとも切り上がっているから、よしとするべきだ。日本株というのはそういうものである、と思うことが大切である。

レンジで見るとはいけないことか？「イケてない」ことである。だが、いけないことではない。むしろ、そのほうがいい。1～2年程度の月足を見れば、グラフ3の通り。狭いレンジ内でトレーディングでもするし



か儲けようがないように映る。しかし、グラフ5のようにもっと長い期間で見れば、大きなサイクルの動きで相場を捉えることができる。いまの相場の居所と言うのは、ようやく長期低迷の大底圏を放れ、最初の「踊り場」を迎えている - そんなイメージだ。

グラフ 5: 日経平均の推移(1994年10月～)



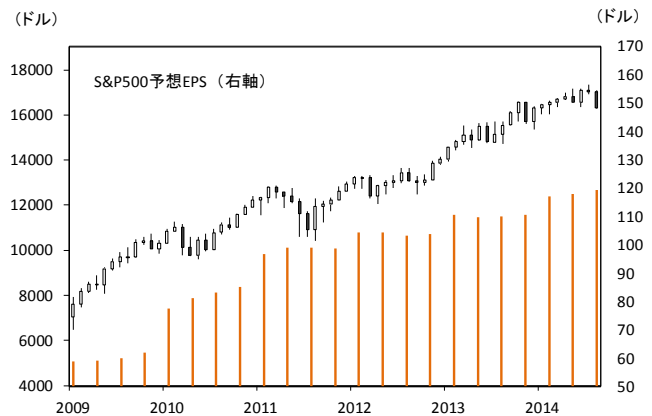
(出所) マネックス証券作成

### 市場は間違っている

米国株はレンジが切り上がるというより、株価のトレンドが右肩上がりである。なぜか？もう説明は不要だろう。ベースとなる企業業績が毎四半期ごとに切り上がっているからである。

米国では7-9月期決算発表が本格化する。アルコアを皮切りに始まった今回の決算、昨日のインテル、ジョンソン・エンド・ジョンソンなど出だしは好調である。トムソン・ロイターの調べによると、この第3四半期の主要500社の利益の伸びは6.5%増益が予想されている。第4四半期には10%、そして来年も二桁増益と利益成長が加速する見込みである。こうした企業の収益状況というマイクロベースのファンダメンタルズや雇用などマクロベースの統計など考え合わせると、米国経済の堅調さは揺るぎがないように思える。

グラフ 6: S&P500と予想EPSの推移(月足、2013年3月～)



(出所) マネックス証券作成

<世界経済への懸念>という、漠然としたものに怯えて変調をきたしている市場は、間違っていると思う。この「市場は間違っている」という表現は、議論を呼ぶだろう。過去も同じことがあった。以前から僕のレポートをお読みいただいている読者のかたはご記憶かもしれない。

<80年代バブルをやり過ぎたために、その後長きに渡るバリュエーション調整が必要だった。それが日本経済、日本株の「失われた20年」だった。この長期停滞が「日本株離れ」を招いた。成功体験が誰

にもなく、日本株は儲からない資産の代表格になった。それが現在の投資家不在の状況を生んでいる。市場に投資家がない。だから、見方が一方に偏ったまま、それを是正・修正する動きが入らない。

市場に関わる者にとって、市場は常に正しい。それは黄金律である。しかし、あえて云う。ここまで歪んだ日本株式市場は間違っていると。少なくとも、約5年来の高値圏にある米国株が、決算発表を控えたポジション調整で少し(0.8%)下げただけで、安値圏に沈んだままの日本株がそれに追随するどころか、ダウ平均の下落率の倍以上(約2%)も下げるといのはどう考えても行き過ぎである。まして、その理由が、漠然とした(具体的なデータに基づかない)世界景気の先行き減速懸念というものなら、なおさら「歪んでいる」としか表現のしようがない>

今からちょうど2年前、2012年10月10日付の「[PAST<FUTURE](#)」というレポートである。アベノミクス相場が始まる、まさに1カ月前のことでもあった。まったく今と状況が同じであることに自分でも驚く。市場に関わる者にとって、市場は常に正しい。市場は絶対である。松本大もしばしば、そう言う。

市場が常に正しい、市場で起きていることが絶対であるという見方は、ある意味、「実存主義」である。「実存は本質に先立つ」とするのが実存主義だ。本質はともかく、今、目の前で(市場で)起きていることがすべてであるというわけである。この思想は、今から50年前、ノーベル文学賞を受賞したサルトルによって広まった(但し、サルトルは受賞を辞退した)。前述した不条理文学の巨星、カフカ、カミュも実存主義の作家とされる。実存主義は不条理の哲学と不可分のものである。いうなれば、これら一連の思想や表現は、近代的自我が鮮明になる過程で生じる<不安>のようなものである。

フランスの詩人、ポール・ヴァレリーはこう言った。

「諸君、嵐は終わった。にもかかわらず、われわれは、あたかも嵐が起ころうとしている矢先のように、不安である」

今回の株式相場の暴落という嵐が終わった後も、市場は何度も<不安>に怯えることになるだろう。それは市場至上主義ともいえる実存主義的な思想が孕むおおいなる矛盾である。なぜなら、それが市場と言うものの<本質>をまさに突いているからである。





#### 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証券会社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。

- ・当社は、本レポートの内容につき、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、予想およ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。
- ・当社は本レポート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。
- ・本レポート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。

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