

## 収まらない市場の動揺 この先の展望は？

---

お断り:【マネックス証券入社5周年記念レポート】「光と波」PART2をお届けする予定でしたが、市場の動揺が収まらず、不安になられているお客様も多いことから、より「相場っぼい」ことを述べる内容に変更しました。

お断り2:【マネックス証券入社5周年記念レポート】「光と波」は、一見すると浮世離れしているようですが、実は相場の本質的なことを述べているので、本当はPART2を淡々と書いてもよかったかな、と思います。

お断り3:次のレポートは「私、中国の味方です - 中国経済崩壊論の浅薄さ」というタイトルで用意していますので、【マネックス証券入社5周年記念レポート】「光と波」PART2はさらにその後になります。どうぞご了承ください。

### 当面の底値に到達

結論から言うと、この辺りで一旦下げ止まるだろう。なぜか？根拠はない。勘である。ここで読者からいっせいに突っ込みが来る。「根拠はないだと？勘だと？それでプロか？そんなこと誰だって言えるよ！」

それは違う。誰だっては言えない。実際、世の中のエコノミストやストラテジスト、アナリストたちのコメントをしてみるがいい。根拠はないとか勘ですとか言っているひとは皆無だろう。誰でも何かしらもっともらしい「根拠」すなわち「理屈」をつけて相場を解説しようとするが、ここまで壊れた相場にどんな理屈を言ったって、意味はない。ここでの値段はあつてないようなものだからだ。

仮に、市場価格は企業の実態価値を反映して決まるとしよう。それが正しいなら、わずか数日のうちに企業価値が何千円も吹き飛んでしまうものなのだろうか？1日のうちに何百円も企業価値が上がったり下がったりするものなのだろうか？無論、そんなことはないわけだから、この急変動の相場は企業価

値(およびその先行きの変化)を反映したものではないということだ。ファンダメンタルズを反映しない相場に理屈はないということである。

## 市場が織り込んでいないリスクは何か

米国の雇用統計が発表されたが、利上げを巡る観測はなお迷走したままだ。しかし、米国の利上げ開始時期が9月か10月か12月か、あるいは年内にはないのか、というのは問題の本質ではない。中国景気とか米国の利上げとかは散々言われてきた<目に見えるリスク><手垢のついた材料>だ。それだけなら、株価の動くスピードは速いのですでに織り込んでいるはず。これだけ不安定な相場が続くということ自体、前回指摘した通り、市場がまだリスクを織り込み切れていないという証拠である。すなわち、「織り込んでいないリスク」がまだ別のところにあると考えたほうが無難である。

ようやく新興国のドル建て債務に対する懸念が指摘され始めたが、本丸は歴史的な水準に膨れ上がっている米国企業の債務が問題になるときではないかという気がしている。本当の危機はいつもバブルが弾けるところから始まる。今、何がバブルかと言えば、異例の金融緩和で膨らんだ債券バブル、すなわち債務のバブルだろう。そこに火がつくのは米国が利上げしたその後の話だ。本当の大底はまだ先にある。

G20の共同声明も却って将来の禍根の種になる気がする。それで各国の政策は縛れない。米国には米国の、中国には中国の、ユーロにはユーロの事情があり、それらをすり合わせて三方丸く収める最適解はない。今後、どこかが初めに動けば国際協調体制の破綻と映るだろう。

1987年のブラックマンデーの遠因となったのは金融政策を巡る米国とドイツの対立軸。ドル安是正を図りたい米国の意向を無視し、国内のインフレ抑制を優先したドイツの抜け駆け的な利上げによって、国際協調の軋みが浮き彫りになった。現在は米国と中国とユーロおよび新興国の思惑が絡み合う。一応、そのなかに日本も加えたとすれば、対立軸はマルチアングルとなって一層混沌を極める。今回の世界株安が、リーマンショックよりもブラックマンデーに類似していると言われる所以である。

## 急落のメカニズム — おさらい

先日紹介したジョージ・ソロスの「再帰性理論」は、投資家が投資行動をとった結果、証券価格が変動し、すると今度はその証券価格の変動が投資家の判断に影響するというものだった。投資家が売り買

いするから価格が動くのではなく、価格の動きそのものが投資家の売り買いを促す。こうしたメカニズムをバブルの研究で名高いロバート・シラー教授は「フィードバック・ループ」と呼んでいる。

心理面だけでなくシステマティックな面からも、ファンダメンタルズに関係ない売りが出ている。ヘッジファンド、自己勘定取引、クオンツ戦略などのリスク管理の制約によるポジション調整である。ボラティリティの低い状況が長期に及んだため、市場の急激な動きにより推定リスク量が引き上げられ、エクスポージャーを落とせという指令が出る。売りたいなくても強制的にリスク・ポジションを削減させられるわけだ。リスク管理というのは本来損を出さないようにするためのものだが、それがドミノ倒しになって余計に損失が膨らむという皮肉な結果である。これと同じことがブラックマンデーでも起きた。ポートフォリオインシュランスという一種のヘッジ機能が下げを広げたことは前回のレポートで述べた通りである。

こうしたメカニズムを投機筋は熟知している。「売り仕掛け」というのは、単に大量の売りを出せばよいというものではない。価格の動きが投資家の判断にもっとも影響を及ぼしそうな時、「フィードバック・ループ」が発生しやすい時を狙って仕掛ける。ボラティリティが上がってリスク管理の側面からリスク・ポジションをとれないような状況(=逆張りが入りにくい状況)であることも無論承知のうえである。(先週金曜日の急落は、雇用統計前で大半の投資家が動けないところを見透かした売り崩しであった。)

## この先の展開

相場のごときは相場に聞け、という。僕には底値固めに入っているような動きに見える。海外市場が安くても日本株は独自に自律反発する局面が何度かあった。相場の底というのは、こういう繰り返してじわりと固まるものだろう。

この先の展開は読みづらいが、このあたりで底を打ち、遅くとも 10 月下旬から始まる 4-9 月期決算発表のころには 2 万円程度までは戻すだろう。ブラックマンデーの再来といわれた 8 月 24 日週の急落のあと初期反騰で 1 万 9000 円まで戻った。2 万円回復は遠いという声があるが、真空地帯をずっと落ちた相場である。その程度までの戻りは可能だろう。繰り返すが企業価値や業績に対する評価が変わって下げた相場ではないのだから。

このあたりで底打ちと言ったものの、今週末のメジャーSQ、そして最大のイベント、来週の FOMC での利上げの有無など波乱材料は目白押しだ。こうなると FOMC に先駆けておこなわれる日銀の金融政策

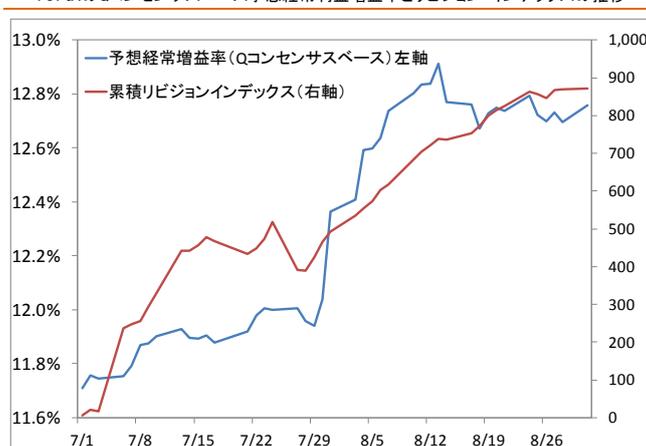
決定会合も気を抜けない。追加緩和がないとはいえない。なにしろ安倍政権最大の肝煎りである郵政上場はもう間近である。相場の自律反転に任せていて、万が一秋までこの調子が続けば当然のように上場延期となるだろう。政府から日銀にプレッシャーがかかることは想像に難くない。但し、G20 共同声明の直後だけに最初に動いて掟破りの誹りは受けたくない。やはり米国の利上げを待ってからと考えるのが筋か。

10 月下旬から始まる 4-9 月期決算発表で戻すと考えるのは、そこで発表される上場企業の業績が堅調だということが明らかになるからである。これだけファンダメンタルズ無視で売られた相場でも、肝心の業績が揺らいでしまえば割安でもなんでもない。前回も述べた通り、基本は業績がブレていないことを確認することに尽きる。

## 業績見通しは下振れしていない

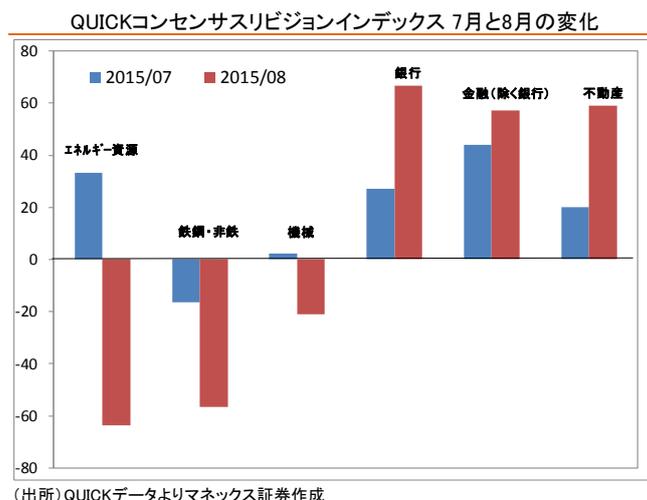
企業アナリストの上方修正・下方修正の比率をもとに計算するリビジョン・インデックスを見ると、ずっと右肩上がりで推移している。これだけ中国景気の減速だ、新興国の悪化だ、世界景気不安だ、と大騒ぎし株価が急落している最中、個別企業をカバーしているアナリストたちは業績見通しを引き上げているのである。

TOPIXのQコンセンサスベース予想経常利益増益率とリビジョン・インデックスの推移



(出所) QUICKデータよりマネックス証券作成

資源エネルギーや鉄鋼・非鉄、機械、商社などは当然のように下方修正されている。しかし、それらを相殺して東証1部全体では上方修正のほうが多い。結果として予想経常利益の総額は若干増加している。ひとりやふたりのアナリストが間違えても全体の平均であるコンセンサス予想は大きく外れない。中間決算では企業業績の堅調さを確認することになるだろう。



無論、この先、リーマンショックのようなことが起きて業績予想が吹き飛んでしまえば元も子もないが、そんなことは予想不可能だから、この場で云々してもしょうがない。ブラックスワンを恐れるなら、タレブのように 85%を安全資産にして、残りでレバレッジをかけたオプションを買うという戦略に徹したほうがいい。

少なくとも 10 月下旬から始まる 4-9 月期決算発表までに、そうしたリーマンショック級の危機が来るとは思わないから、いま見えている(予想されている)業績予想が出てくる。一旦、そこで戻すだろう。相場が二番底を探りにいくのはそれからではないか。

なぜ 10 月下旬の 4-9 月期決算発表までに、リーマンショック級の危機が来ないと考えるか？根拠はない。勘である。



#### ご留意いただきたい事項

マネックス証券(以下当社)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。当社が有価証券の価格の上昇又は下落について断定的判断を提供することはありません。

本レポートに掲載される内容は、コメント執筆時における筆者の見解・予測であり、当社の意見や予測をあらわすものではありません。また、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。

当画面でご案内している内容は、当社でお取扱している商品・サービス等に関連する場合がありますが、投資判断の参考となる情報の提供を目的としており、投資勧誘を目的として作成したものではありません。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。

当社でお取引いただく際は、所定の手数料や諸経費等をご負担いただく場合があります。お取引いただく各商品等には価格の変動・金利の変動・為替の変動等により、投資元本を割り込み、損失が生じるおそれがあります。また、発行者の経営・財務状況の変化及びそれらに関する外部評価の変化等により、投資元本を割り込み、損失が生じるおそれがあります。信用取引、先物・オプション取引、外国為替証拠金取引をご利用いただく場合は、所定の保証金・証拠金をあらかじめいただく場合がございます。これらの取引には差し入れた保証金・証拠金(当初元本)を上回る損失が生じるおそれがあります。

なお、各商品毎の手数料等およびリスクなどの重要事項については、「[リスク・手数料などの重要事項に関する説明](#)」をよくお読みいただき、銘柄の選択、投資の最終決定は、ご自身のご判断で行ってください。

#### 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。

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