

## 上方転換した 75 日線が下値サポートに イタリア政局は日本株の本質的な問題ではない

今週の日本株相場はイタリア発の世界株安に足元をすくわれたが、短期のうちに落ち着きを取り戻している。結局、日経平均は 2 万 2000 円の大台は終値で割り込まずに保っている。チャート上では 75 日線できれいにサポートされた格好だ。75 日線は大幅安となった 30 日(水)をボトムに昨日から上向きに転換した。よりサポートラインとしての機能が強まるだろう。しかし、ダウ平均が 391 ドルの下げを 306 ドル高と 1 日でほぼ取り戻したのに比べ、昨日の日経平均は 183 円高と戻りが鈍い。月曜日の終値からは火曜・水曜 2 日続落で合計 460 円超も下げているので下げた分の半値も戻せていない。これは MSCI の銘柄入れ替えと浮動株比率変更の影響と思われる。

### 日経平均日足チャート



MSCI は、浮動株比率によって時価総額を調整している。固定株主保有分は時価総額ウェイトから控除する。時価総額 10 兆円の企業で 10%が固定株主だとすると、指数に占めるウェイトの基準となる時価総額は 10 兆円ではなく 9 兆円とみなす。従来、生損保が 5%を超えて保有している場合にのみ固定株主として認定されていたのが、今回から、「生損保が 2%を超えて保有している場合に固定株主」と変わった。よって株主に保有割合が 2%~5%の生損保がいる企業は浮動株比率が減ってしまい、自動的に売り需要が発生する。この売り需要は市場では 3000 億円程度と見積もられていた。そうしたことも株価の重石となった面があっただろう。

しかし、それも一時的要因だ。今日から名実ともに 6 月相場入りである。「月初の株高」というアノマリーは、3 月 4 月と 2 カ月連続して日経平均が月初に下落したので崩れてしまったが、月初に株高となる背景と見られる定時積立の買い需要そのものが消失したわけではない。

今朝、日経平均は反落して始まった。トランプ政権が欧州連合 (EU) などから輸入する鉄鋼とアルミニウムに追加関税を課す措置を発動すると発表。EU などは対抗策をとると表明し、貿易摩擦への懸念が高まったことが背景とされるが、関係ないだろう。トランプ政権の保護主義に市場は慣れてきている。はじめから日本については適用除外にならなかったもので、いまさら他の地域に関税が課されてもそれを悲観して日本株が下げるというのはおかしな話だ。そもそも高関税で困るのは米国の企業である。例えばキャタピラーは前回の決算説明会で鋼材価格の上昇が収益を圧迫するとして大幅安となった(キャタピラーショック)が、キャタピラーが使う鋼材価格の上昇は資源価格高だけでなく米国の高関税も影響している。すべての鋼材を米国内で賄うのは困難だろう。一方、強いブランド力・製品力を持つコマツは原材料価格の製品への転嫁が可能だ。決算説明会資料にも値上げの浸透を見込んで 244 億円の営業増益要因とはっきり示している。しかもコマツの場合、基幹部品は日本国内調達だから、関税がかからない分だけでも、キャタピラーに比べて明らかに有利である。

トランプ大統領は通商拡大法 232 条に基づき乗用車やトラック、自動車部品を対象に安保上の脅威の有無について調査を指示した。現行 2.5%の乗用車関税に最大 25%の追加関税を課す案が出ているといわれる。米紙 WSJ は「トランプ関税が突くとヨタの急所」という記事を掲載した。すなわち、トランプ米政権が関税引き上げの脅しを実行に移した場合、トヨタが苦戦を強いられるというのだ。トヨタ自動車が 30 日発表した 4 月の対米輸出台数は、前年同月比 22%増となった。トヨタ車の中では米消費者の人气が最も高いスポーツタイプ多目的車 (SUV) の RAV4 は米国では作られていない。半分以上は日本からの輸入、残りはカナダで生産され、北米自由貿易協定 (NAFTA) に基づき無関税で米国に輸入されている。だから追加関税はトヨタのドル箱 SUV を直撃するというわけである。

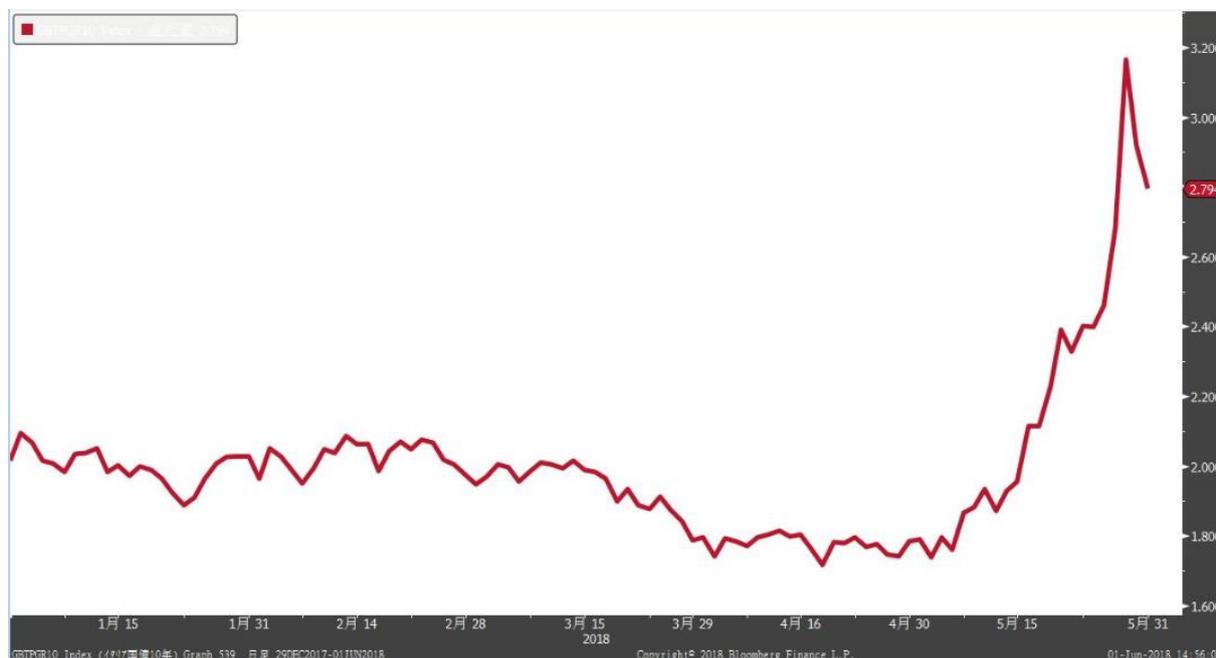
本日の東京市場でトヨタは任天堂に次ぐ売買代金 2 位の商いを集めて大幅高となった。WSJ の記事など意に介さないかのようだ。前段で「トランプ政権の保護主義に市場は慣れてきている」と書いたが、ある意味、見切ってきているのかもしれない。

「見切る」と言えば南欧問題もそうだ。イタリアの政局など、日本株にとって本質的な問題ではない。本質的ではないが、まったく無関係でいられるかという点、これまで毎度経験してきた通り、多少なりとも影響を受ける。それはグローバルにマーケットがつながっているからだ。第一に影響を受けるのは投資家心理。いわゆるリスクオフで、何も考えずに株が売られる。次にリスクオフで - これも何も考えず条件反射的に - 円高になる。ユーロ安は一部外需企業の逆風であることは確かである。ただ、影響はこれまでである。そこから先は、イタリアの連立政権の組閣がどうなるかが、ユーロ懐疑派が入閣しようが、はたまたいずれ再選挙になろうが、日本の企業価値とそれを評価する場である日本株式市場にはまったく関係のないことである。

イタリアの政治的混乱は、どうしようもないことなので、いちいちそれに振り回されるのは馬鹿げている。イタリアの政治問題を材料にしたい短期の投機筋に付き合う必要はない。そうした連中だって、そもそも何が問題なのかもわからずに、ただ相場をかく乱したいだけなのだろう。

ポピュリスト政党「五つ星運動」と極右政党「同盟」の連立政権が大統領に組閣を拒まれ政治空白になったことを受けイタリアの政情は不透明になった。再選挙となれば、ポピュリズム政党が勢力を一段と拡大させる懸念も台頭、市場はリスク回避に動きイタリアの長期金利は急騰した。まさに欧州債務危機を彷彿とさせる光景であった。ところがイタリアのマッタレラ大統領は日本時間の本日未明、大学教授のジュゼッペ・コンテ氏を次期首相に任命した。同氏が提出した閣僚人事を大統領が承認した。コンテ氏を次期首相に推薦していた「五つ星運動」と極右「同盟」による連立政権が近く正式に発足することになった。政治空白によりやく終止符が打たれることを好感し、イタリア国債利回りが急低下、市場では「イタリア政治不安が後退」との声が多く聞かれるが、なにか本質的なところが間違っていないか。

## イタリア国債10年利回り



出所：Bloomberg

政治経験のない首相とポピュリスト政党の政権は、ばらまき政策を推し進める可能性が高い。それは政府債務残高の GDP 比が 130%とギリシャに次いで高いイタリアの財政をさらに悪化させ、EU の財政規律に歯向かうようなものである。まさに「ばらまき政権」ができることが、イタリアのユーロ離脱、ユーロ瓦解への一歩ではないか。それを市場が好感するというのは、もはや、まともな理屈など持たずに、ドツタンバツタンやりたいだけ、という本音が透けて見える。

ざっくり言えば、欧州債務危機の再現にはなり得ない。政府債務残高の GDP 比は高いが、財政赤字は改善し抑制されている。イタリアの財政赤字の対 GDP 比は 2.3%だが、スペイン、ポルトガルは 3%、フランスの 2.6%より低い。イタリアがユーロを棄てて EU を出ていくか？そんなことは経済的にできるわけがない。これはギリシャ危機の時にも散々書いたが、ユーロを棄ててリラに戻した瞬間にリラの価値は暴落するだろう。そんなことはイタリア国民だってわかっているので、政治的なパフォーマンスは別として、ユーロ残留しか道がない。最後の最後の落としどころは見えているので、その間にいかに激しい揺さぶりがあっても、しがみついているだけであり、ついていけばいいだけである。

**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