

足元資産価格のタービュレンスをどう考えるべきか

本日（5/23）国内株式相場は乱高下した。日経平均株価は前日終値 15,627 円から前場は不思議なほど強い 15,942 円まで+315 円幅で上昇したが、後場は大証先物でサーキット・ブレーカーを交えながら本日の安値となる 14,483 円まで前日比△1,143 円（△7.3%）下落し、震災直後の 2011/3/14 以来の下落幅となった。日中の値幅も 1,459 円と大きく、こちらは日経平均株価指数の大幅入れ替えがあった 2000/4/17 の 1,737 円以来 13 年ぶりの大きさであった。東証一部出来高 76 億株、同売買代金 5.8 兆円はともに過去最高を更新と記録尽くめの 1 日だった。

各種メディアでは場中発表になった HSBC/Markit Economics 中国製造業 PMI（速報値）の弱さ（市場予想 50.4 に対し、49.6）を指摘する声が多いが、当の中国株は△1%ほどしか下がっておらず、この解説は当を得ていないのではなかろうか。寧ろ、前場あわや 16,000 まで僅か半年で+80%強も駆け上がった相場のスピード調整と見るのが妥当であろう。その切欠となっているのは日米長期金利の動向（上昇）や昨晚のバーナンキ FRB 議長の公聴会でのスピーチ、並びに FOMC 議事録の内容と見るのが自然である。最早誰も損をしていない相場で、格好の利喰い売りの口実を作って仕掛けた筋がいたと考えても不思議はない。

このモメンタムの強い相場で逆張りのテクニカル指標が効かない地合いがずっと続いてきた。異常に低い空売り比率の連続、騰落レシオの高さ、短期移動平均からの乖離率などだ。市場の急落とは往々にして多くの参加者が安心し切った時に起こるものである。今回も正にそのパターンを踏襲したものであろう。前兆はいくつかあったと思われる。代表的な新興市場である東証マザーズ指数は 5/8 高値から昨日まで△16%調整していた。その他市場含めて個人投資家が好む値動きの軽いインターネット／オンライン・ゲーム／バイオ関連銘柄も同様にそのモメンタムを失っていた。より広範な市場では、ファンダメンタルズが相対的にはよくない出遅れ銘柄にまで物色が広がっていた。起こるべくして起こった調整と言っても過言ではなかろう。

さて、日本株の運用担当者として興味深いのは、株価と日米長期金利との関係である。皮肉なことに日本の長期金利は日銀が「異次元緩和」を決めた翌日のザラ場を底に上昇基調を辿っている。初日こそ日銀のサプライズ買い入れが好感されたが、その後は流動性プレミアムが金利上昇の要因として語られるようになった。しかしながら、実際には OIS 金利も上昇して国債利回りと同程度になったことから、これは期待インフレ率の上昇による時間軸効果の短縮と解釈されるべきであろう。個人的にその分析力を高

く評価している SMBC 日興証券の牧野エコノミストの試算によれば、日本の時間軸は「異次元緩和」発表前と比べて 3 年も短縮され、今や 3 年程度になっていると言う。3 年後の期待インフレ率は 1.75%まで上昇し、日銀の物価上昇目標である 2%まで 0.25%に迫っているので、10 年国債利回りの上値は 1.1%と計算している。その後は 8 月の Q2GDP 発表を見て来年度の消費税引き上げが視野に入り、且つ追加景気対策懸念から一定の財政プレミアムが復活するため、0.8-0.9%まで再び低下するとの見立てである。

一方で米国では年明け以降の経済好調から FRB の「出口戦略」が意識されるようになり、1.6%台まで低下した 10 年国債利回りは足元再び 2%台に乗せてきた。実際の（ゼロ金利解除までの）時間軸はまだ 2 年程度あるとしても、QE3 の資産買い入れ額の減額可能性が前回 FOMC 以来議論されるようになった結果だろう。元来米国の名目金利は異常な低さにあり、その経済実態からして長期金利が上昇することに特に違和感はない。寧ろ、日本の期待インフレ率上昇による長期金利上昇の方が驚きである。米国長期金利と日本株の間の正の相関は広く知れ渡っているところであり、日本株運用担当者として米国長期金利の上昇は基本的に歓迎すべき事象である。それは①世界の消費国としての経済の牽引役、②金利差拡大による為替円安誘発、③イールド・カーブのスティープニングによる金融機関のリスク・テイク余力拡大などを期待するためだ。

昨日の米国株が小甘く帰ってきたにもかかわらず、本日前場で日経平均が一時前日比+300 円超も上げたのは、為替が一時 1 ドル 103 円後半まで円安に振れたためであろう。大幅安となってしまった今ではわかりにくい、前場中は鉄鋼、商社、電機、精密、自動車といった為替敏感業種が相場をリードしていた。逆に昨日の黒田日銀総裁の長期金利上昇容認ともとれる発言から新発 10 年債利回りが 1%に到達する過程で金利敏感の金融セクター（その他金融、不動産、証券、銀行）は総売りとなった。その他金融や不動産は想像に難くないとしても、歴史的に米国金利と正の相関を持つ銀行株の下落は正直意外感があった。当部金融担当アナリストの見立てによれば、急すぎる国内金利上昇は資金利鞘の改善より先に保有国債の評価損の悪影響が顕在化するため、銀行株にとってネガティブに働くという。

さて、ここから相場はどう動くのだろうか。テクニカル的な観点から言えば、最高値水準からの記録的な調整の後、直ぐに高値を取りに行くというのはちょっと考えにくい。まずは 14,100-14,200 円処の節目近辺でサポートされるかが目先のポイントとなろう。その次のサポートは 13,000-13,500 円処と見る。ファンダメンタルズ上の悪材料が出ている訳ではないため、一旦の調整を経た後は下落ではなく切り返しを期待したい。

市場全体が早くも来期業績まで織り込みに行っていることは否定しないが、とは言え一部を除きまだバブルの様相を呈しているという感覚は全くない。一度こうした動きを見た後は当面ボラティリティーの上昇を覚悟しなければならないかもしれない。

調整中はディフェンシブ系銘柄のパフォーマンスが相対優位を示すかもしれない。しかしそれとて外部環境（他のアセット・クラスの動き）次第のところもある。日米金利差拡大でも為替が円高に振れるならば、これまで活躍してきた輸出関連は休憩を余儀なくされよう。国内金利が低下に向かうならば、金融セクターは復活できるかもしれない。一旦円高に振れるとしても、これまで出遅れてきた資源／素材関連は出遅れ修正が入ることも考えられる。割安に放置された内需関連にも見直し買いが入ろう。

いずれにしても、相場は短期的な調整を経た後再度切り返すという展開をメイン・シナリオとしたい。日米景気回復および為替円安による業績回復がその主要因である。繰り返しになるが、米国長期金利上昇は決して国内株式市場にとってネガティブな要素ではない。短期的には消費税増税や公共投資息切れが予見される来期の国内景気がリスク・ファクターとなる可能性があるが、そこはさらなる財政政策／金融政策で乗り切って貰いたい。中国景気の減速も今一つのリスク・ファクターではあるが、こちらは減速がコンセンサス化していると思われるため、さほど大きな影響を与えないような気がする。

以上

本情報提供資料は、BNY メロン・グループ（BNY メロンを最終親会社とするグループの総称です）の資産運用会社が提供する情報について、BNY メロン・アセット・マネジメント・ジャパン株式会社が審査の上、掲載したものです。当資料は情報の提供を目的としたもので、勧誘を目的としたものではありません。当資料は信頼できると思われる情報に基づき作成されていますが、その正確性、完全性を保証するものではありません。ここに示された意見などは、作成時点での見解であり、事前の連絡無しに変更される事もあります。

BNY メロン・アセット・マネジメント・ジャパン株式会社
BNY Mellon Asset Management Japan Limited

金融商品取引業者：関東財務局長（金商）第 406 号
〔加入協会〕 一般社団法人 投資信託協会
一般社団法人 日本投資顧問業協会