

藤戸レポート

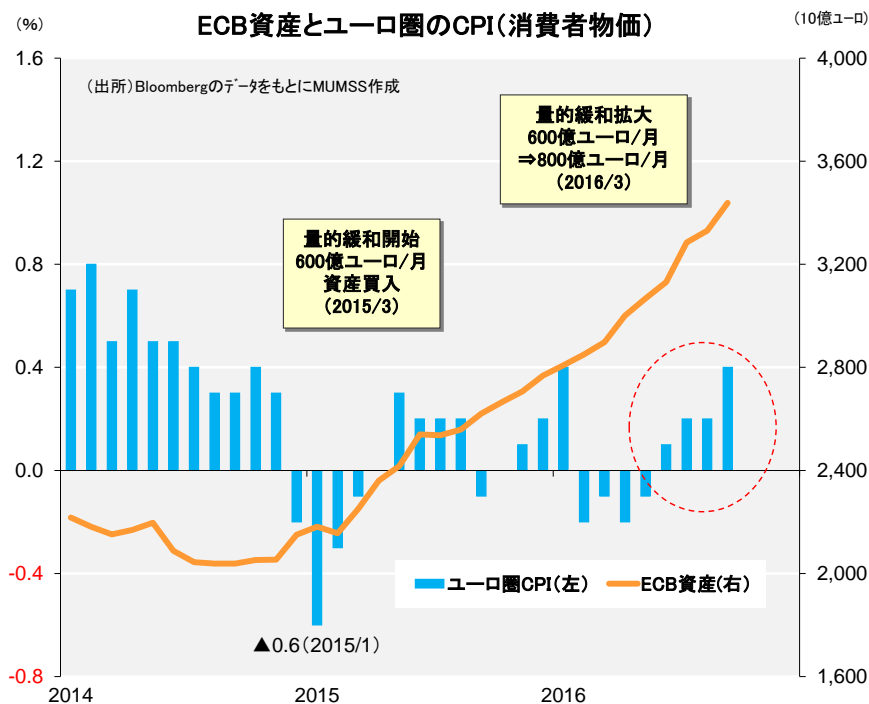
「ダブル・ボトム」を形成した欧米長期金利

2016年10月17日

ECBのテーパリングは実現するの？

欧米の長期金利が上昇傾向を強めている。FRB(米連邦準備制度理事会)の「9月利上げ観測」が高まった9月上旬にも同様な動きがあったが、フィッシャーFRB副議長の「利上げキャンペーン」の挫折と共に、再び低水準のトレーディング・ゾーンに回帰した経緯があった。しかし、今回の長期金利の上昇は、「本物かもしれない」と投資家は身構え始めている。トリガーとなったのは、「ECB(欧州中銀)、QE(量的緩和)テーパリングの必要性でコンセンサス形成」というブルームバーグの記事だ。同社は、「量的緩和プログラムの終了が決まれば、資産買い入れのテーパリング(段階的な縮小)が必要になるとの非公式のコンセンサスが、政策担当者間で形成された」と報じている。現在は、月間800億ユーロの資産買い入れを2017年3月まで継続することが決定されているが、これを100億ユーロずつ段階的に通減させるといふものだ。背景にあるのは、緊急危機対応として実施してきた超緩和策だが、危機的状況の緩和に即した政策変更を行うべきとの考えだ。例えば、ユーロ圏のCPI(消費者物価・総合・前年比)は、2015年1月には▲0.6%と、まさにデフレの状況であった。ところが、その後は紆余曲折を辿りながらも、今年9月には+0.4%に上昇している(グラフ1)。水準はまだ低いですが、6月から4ヵ月連続のプラス推移であり、足下の原油価格の上昇を加味すれば、デフレ脱却の軌道に乗ったとの解釈も可能である。一方、Brexit(英

(グラフ1)
ユーロ圏のCPI(前年比)
4ヵ月連続でプラス圏



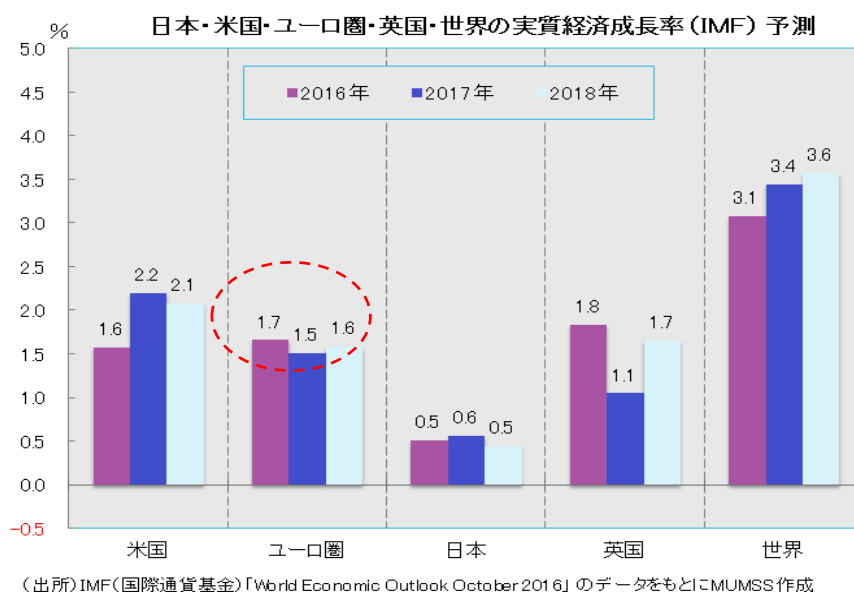
ストラテジー

国の EU 離脱)リスクに身構えていた景気も、心理的な動揺が収まった後は、しっかりした展開が続いている。マーケットのユーロ圏 PMI(購買担当者景気指数・総合)は、9月にやや鈍化したものの 52.6 と、依然景況判断の分岐点である 50 を上回っている(グラフ 2)。8月のユーロ圏鉱工業生産指数は前年比+1.8%、小売売上高も鈍化傾向ではあるが同+0.6%をマークしている。IMF(国際通貨基金)の今年の成長予測を見ても、ユーロ圏は 1.7%と米国の 1.6%、日本 0.5%を凌駕している(グラフ 3)。もちろん、来年になれば Brexit リスクが顕在化する恐れもあり、手放しで喜べるような状況ではない。ただし、「マイナス金利政策と月間 800 億ユーロの量的緩和まで必要なのか?」と問われれば、「是正すべき」と考えるのも自然であろう。

(グラフ2)
景況判断の分岐点(50)を上回っているユーロ圏PMI



(グラフ3)
2016年のユーロ圏は米国を上回る成長見通し



巻末に重要な注意事項を記載していますので、ご参照下さい。

ストラテジー

「低金利のリスク」を指摘する 各国中銀総裁

元来タカ派であるフィンランドのリイカネン中銀総裁は、「低金利に関連するリスクを認識する必要がある」とし、ECBのプラート理事も「低金利環境が有害な副作用を伴う可能性に注意すべき」と述べている。オランダのクノット中銀総裁は、「低金利は生命保険会社や年金基金にとって問題であるばかりでなく、銀行の収益性を圧迫している」とし、ビルロワドガロ仏中銀総裁も、「長期のマイナス金利政策の影響に注視する必要がある」と異口同音に述べている。こうした中銀総裁は、同時にECBメンバーでもあり、テーパリングが検討された可能性は高い。政策転換は具現化しよう。

「個別行の問題に拘泥せず、 政策を正常化すべし」～バイ トマン独中銀総裁

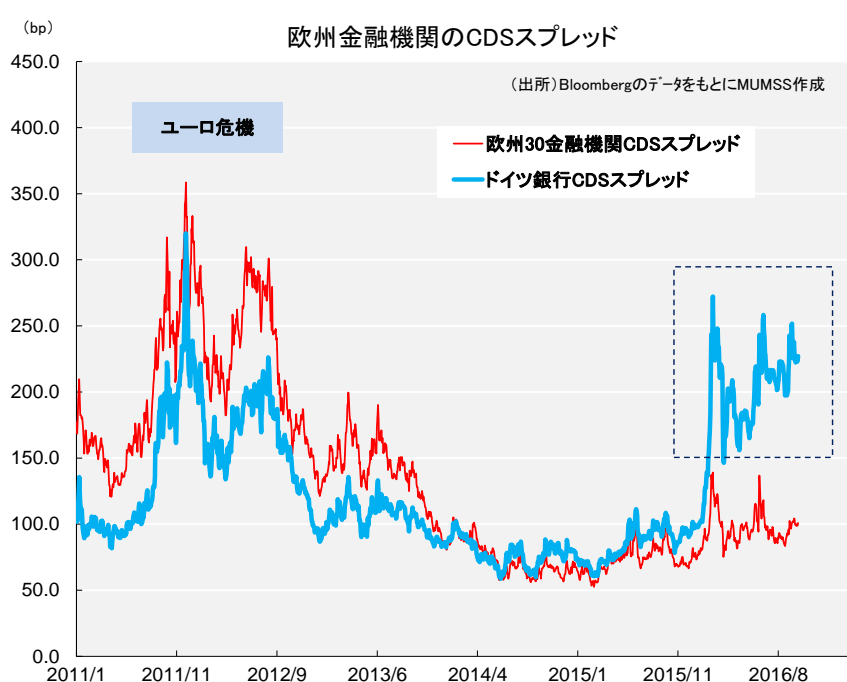
ドラギECB総裁は、「できることは何でもやる。私を信じて欲しい」とまで言って、ユーロ危機を克服した。その成果は赫々たるものがある。その後を訪れたデフレに対しても、追加緩和策を連発して蘇生への道筋をつけつつある。伝統的な金融政策だけではなく、マイナス金利や量的緩和といった非伝統的政策まで投入して、緩和策は拡大の一途を辿った。しかし、危機的状況の通減という環境変化があれば、今までの拡大路線に終止符を打つのは当然だろう。既述のフィンランド、オランダはECB内でもタカ派で有名だ。ウルトラ・タカ派のブンデスバンク(独連銀)・バイトマン総裁は言うまでもないが、量的緩和策やマイナス金利政策の効果に最初から疑念を抱いていた。直近のインタビューでも、「個々の金融機関が直面し得る問題に煩わされることなく、ECBは環境が整い次第、政策を正常化させるべきだ」と述べている。前段の発言は、おそらくドイツ銀行やイタリアのモンテ・パスキ銀行の問題が念頭にあるものと思われる。まさに当事者であるブンデスバンク総裁が、個別行の問題に拘泥せずに「正常化すべし」と語っているのだ。注目すべきは、ドイツ、オランダ、フィンランドといった財政健全なタカ派だけではなく、中間派と目されるフランス・ビルロワドガロ総裁までが、マイナス金利の弊害に言及している点だ。ドイツ銀行の問題は看過できないが、欧州主要金融機関30社の信用リスクを表すCDS(クレジット・デフォルト・スワップ)スプレッド・インデックスは、100ベース・ポイント(bp)前後で安定推移している。2011年のユーロ危機に際しては350 bpを超える局面があっただけに、今回のドイツ銀行問題はシステムック・リスクには発展しない可能性が高い(グラフ4)。となれば、ECBは必然的に「出口」に向かうことになる。テーパリングは実現することになるだろう。

金利のダブル・ボトムを形成

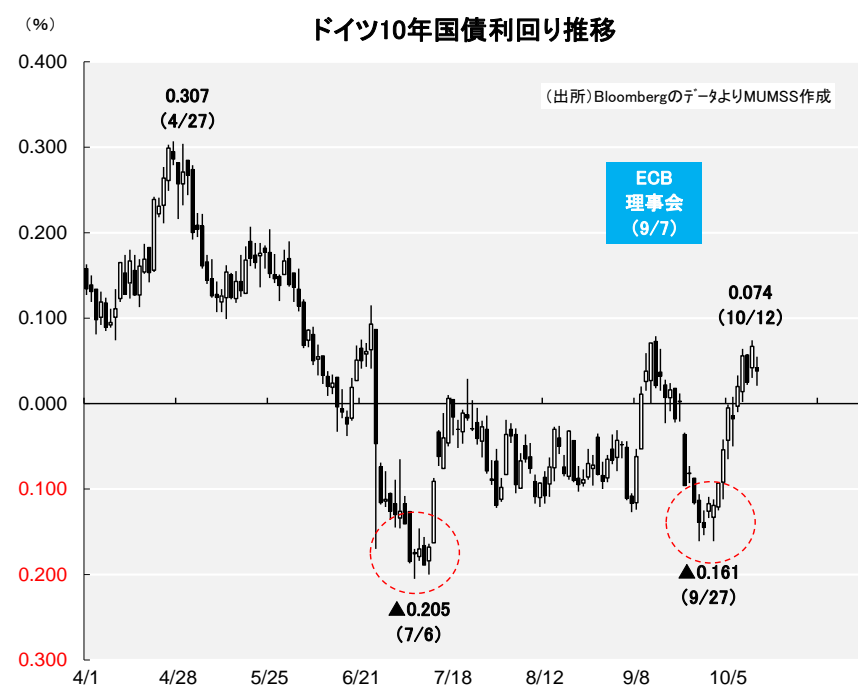
このテーパリング報道を受けて、ドイツ10年国債利回りは、9/27の▲0.161%から10/12には0.074%とプラス圏に浮上した。7/6の最低利回り▲0.205%が「一番底」、9/27の▲0.161%が「二番底」で、パターン分析でもダブル・ボトムが形成された可能性が高まっている(グラフ5)。ユーロ圏の指標債たるドイツ国債がこの展開となれば、各国の利回りが上昇するのは必然である。フランス10年国債は、9/28ボトム0.152%→10/12の0.370%、イタリア国債も8/15ボトム1.033%→10/12の1.427%、ポルトガル国債も8/16ボトム2.673%→10/7の3.606%等、軒並み上昇している。日本の投資家の中でも、マイナス金利のドイツ国債を嫌って、少しでも利回りの高いユーロ圏の他の国に投資する傾向が目立っていただけに、注意が必要である。一本調子の金利上昇は想定し難いが、徐々に下値を切り上げるリスク・シナリオを頭の隅に置く必要がある。重要なのは、いったん金利がボトムアウトしたとなれば、上昇ピッチの速さは別にしても、トレンドを形成することだ。

ストラテジー

(グラフ4)
システミック・リスクとは異なる
ドイツ銀行問題



(グラフ5)
ユーロ圏の指標債
ドイツ国債利回りがダブル・ボトム

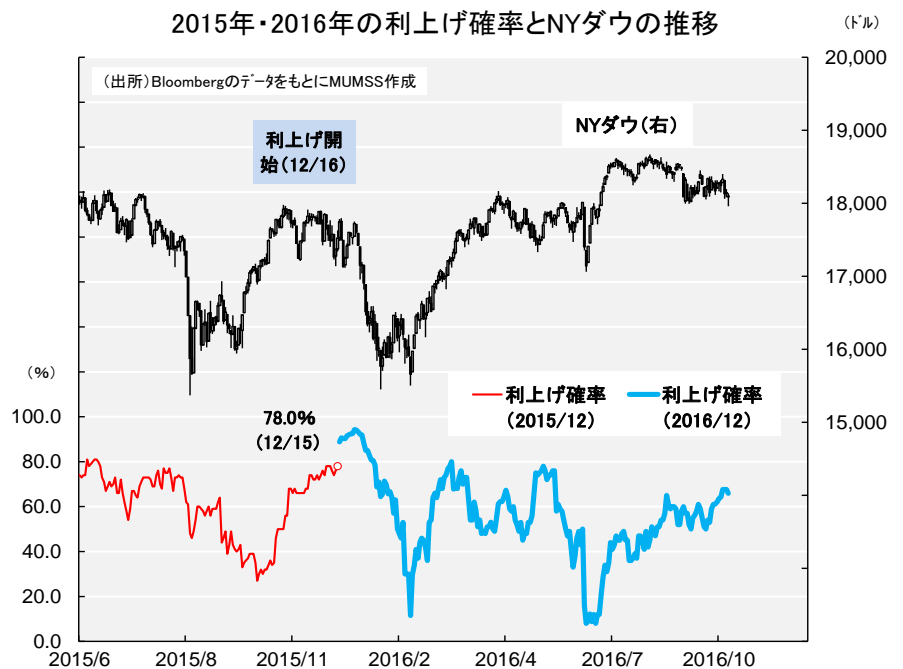


米金利も極めて緩慢な上昇か

欧州の長期金利上昇に触発されて、米国の長期金利も上昇に転じた。フェデラルファンド・レート(短期の政策金利)先物は、11月利上げ確率17.1%・12月確率65.9%(10/13時点)であり、最大の政治イベントたる米大統領選挙がある11月は無理にしても、投資家は12月利上げを受容しつつある。過去の利上げは、同指数が70%を超えて実施されるケースが多かっただけに(グラフ6)、ひとまず利上げに向けて市場の体制が整いつつあるのかもしれない。

ストラテジー

(グラフ6)
2015年は利上げ前日に
確率78%まで上昇



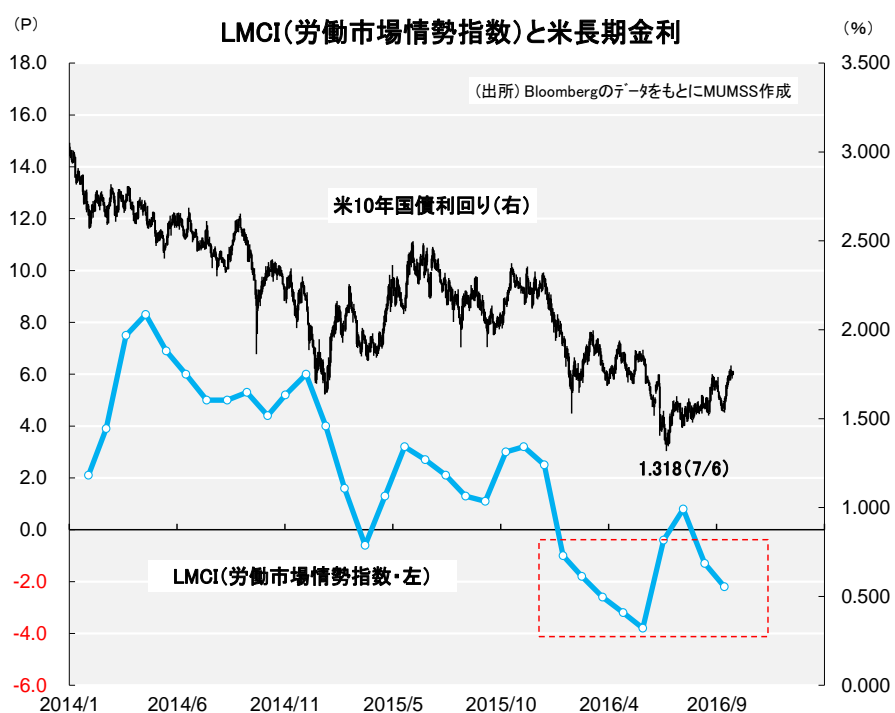
ただし、12月になって利上げに踏み切るだけのマクロ環境となっているか否かは、また別の話だ。雇用については、ほぼ「完全雇用」と形容されることが多くなっている。しかし、LMCI(労働市場情勢指数。19の雇用関係指標で算出)は9月も▲2.2となり、これで今年になっての9ヵ月間で、プラスになったのは7月0.8の1回限りだ。非農業部門雇用者数や失業率といった主要項目だけではなく、詳細に他の項目をチェックすれば、緩やかな賃金上昇や高水準のパートタイム労働者数といった、従来の景気回復局面とは異なった内容に気づくことだろう。これに、自動車販売の弱りや個人消費の伸び悩み、低水準の設備投資、といった状況を加味すると、急速な長期金利の上昇は想定し難い。ただし、今年7/6に1.318%にまで低下した米10年国債利回りが、オーバーシュートであったことは否定できない。今後は極めて緩やかな上昇ながら、水準を徐々に切り上げて行くことを想定するべきであろう(グラフ7)。今年の夏は、世界的にボンド・マーケットが異常な状況に陥っていたのだ。「イールドがマイナスになったので超長期債を買う」というスタンスは、リスクを軽視した蛮行だった。

アナリストの甘い業績見通し

さて、欧米の長期金利が底打ちから緩やかなピッチでの上昇となれば、焦点は企業業績に移行する。もし、良好な企業業績となれば、いわば「順な金利上昇」として正当化される。金利上昇によるマイナス効果は、利益の拡大で相殺されるはずだ。つまり、金利上昇下でも、ファンダメンタルズの裏付けがあれば、株価はネガティブには反応しないことになる。ところが、業績が冴えない中での金利上昇となれば、これは株価に最悪の環境だ。トムソン・ロイターによると、7~9月期のS&P500種ベースの利益は前年比▲0.8%と減益予想である。しかし、業種ごとの内訳をみると、エネルギーが▲70.3%と足を引っ張っており、S&Pの主要11業種で見ると、電気通信サービス▲3.9%、資本財▲2.9%の計3業種を除いて、他の8業種は全て増益予想となっている

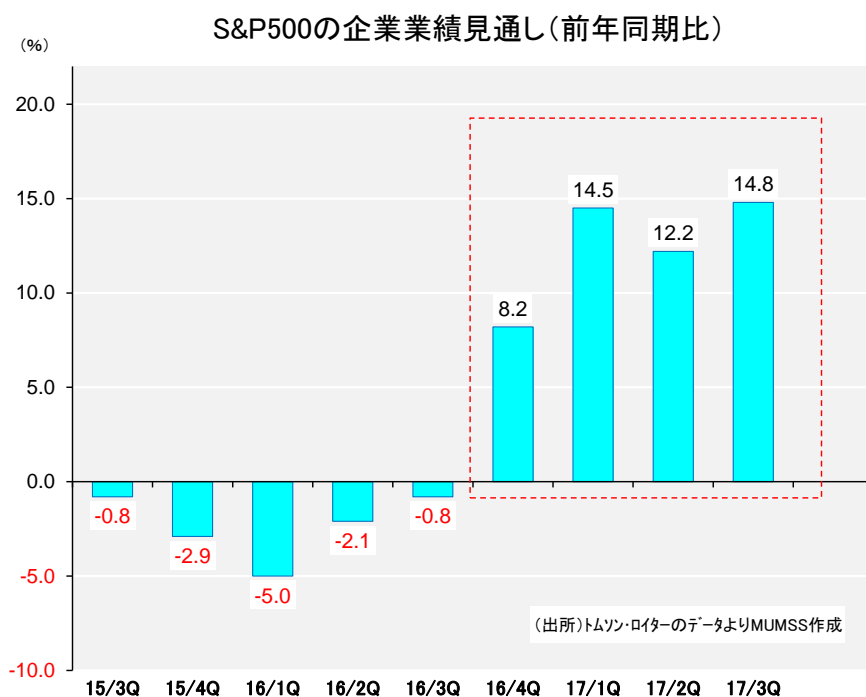
ストラテジー

(グラフ7)
労働市場情勢指数は低迷
米長期金利の上昇は緩やか



(10/12時点)。問題となるのは、日米問わず、アナリストの予想が甘い点だ。例えば、1年前の10月の予想では、この7～9月期の見通しは+14.3%の大増益になるはずであった。これが▲0.8%見通しに下方修正されているわけだから、一言で言えば「あてにならない」。10～12月+8.2%、来年1～3月期+14.5%見通しも、眉唾物の気配が漂う(グラフ8)。

(グラフ8)
楽観見通しの米企業業績

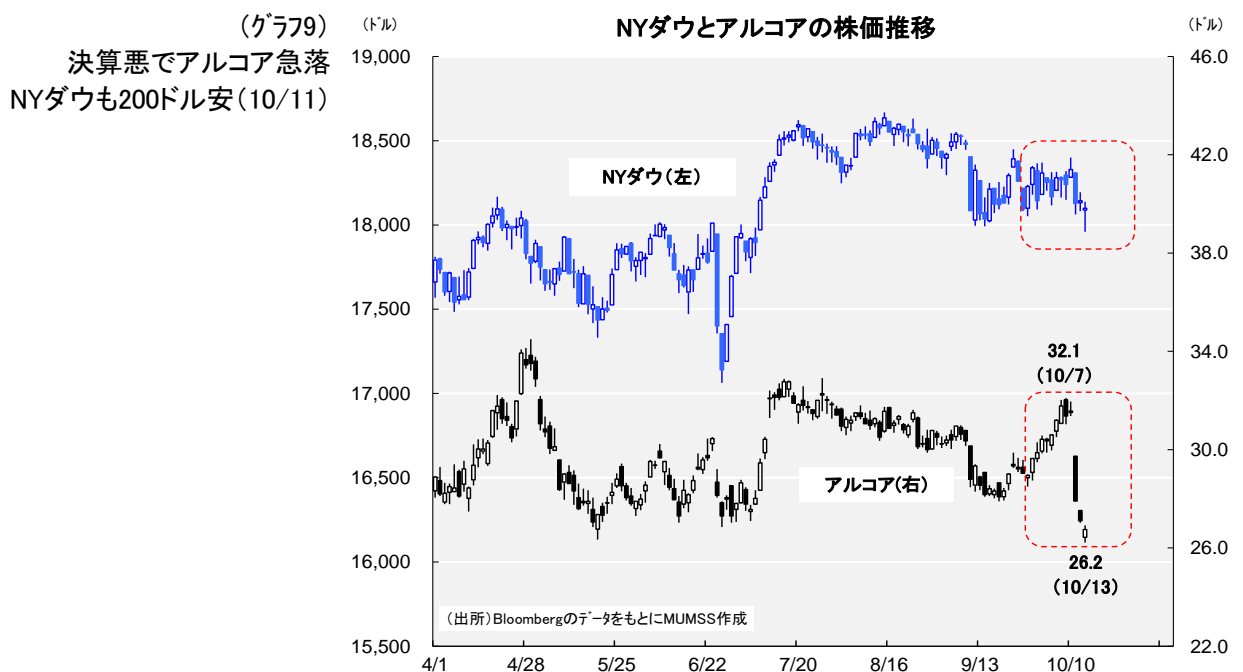


巻末に重要な注意事項を記載していますので、ご参照下さい。

ストラテジー

米決算は不吉なスタート

投資家が業績に注目している中で、決算発表の先陣を切ったのは恒例通りアルコアだった。ところが、EPS、売り上げともにコンセンサスを下回った上に、発表された企業分割の先行き不透明感で株価は大きく崩れた。金属加工事業の新生アルコアと、航空機や自動車部材のアルコニックに分離するというものだが、投資家は不安感の方が先に立ったようだ。アルコアの株価は、10/10の引値31.5ドルから発表後には27.9ドルまで売り込まれて引けた。1日で▲11.4%の下落だが、翌日も▲2.8%と下げ止まっていない。トムソン・ロイターの集計では、素材が+6.3%と主要業種の中で最も高い増益率を見込んでいただけに、「ゲートが開いた途端の落馬」の印象が残った。また同日には、遺伝子解析ツール開発を主とするバイオ関連のイルミナが、従来の予想を大きく下回る暫定売上高を発表し、株価は10/11に▲24.8%、10/12も▲2.0%の惨状である。昨年ベストパフォーマーの一つであったバイオ・医薬品の株価は、今年に入って冴えないものが多い。大きな背景には、ヒラリー・クリントン大統領候補が、「米国の薬価は高過ぎる」と繰り返し指摘していることがある。「まさかのトランプ大統領」が無いとすれば、来期以降の収益環境は悪化する可能性が高い。ナスダック100指数の年初来騰落率(10/12時点)を見ると、ワースト・ランキングでは、①アレクシオン▲37.7%、③バーテックス▲36.3%、⑤マイラン▲31.4%、⑥リジェネロン▲31.2%、⑧イルミナ▲29.0%、⑨ギリアド▲27.8%と、バイオ関連株は軒並み安になっている。特にマイランは、急性アレルギー反応薬「エピペン」の薬価を5倍に引き上げたため、クリントン候補に非常に厳しく批判されていた。政治が、そのまま株価に反映された典型的な例であろう。こうした要因が加わったこともあるが、10/11には、10年国債利回りが1.779%まで上昇する局面があっただけに、「金利上昇下の業績下振れ」を嫌気して、ダウ工業株30種平均は200ドル安となった。まだ決算発表は始まったばかりだが、不吉なスタートと言えるかもしれない(グラフ9)。

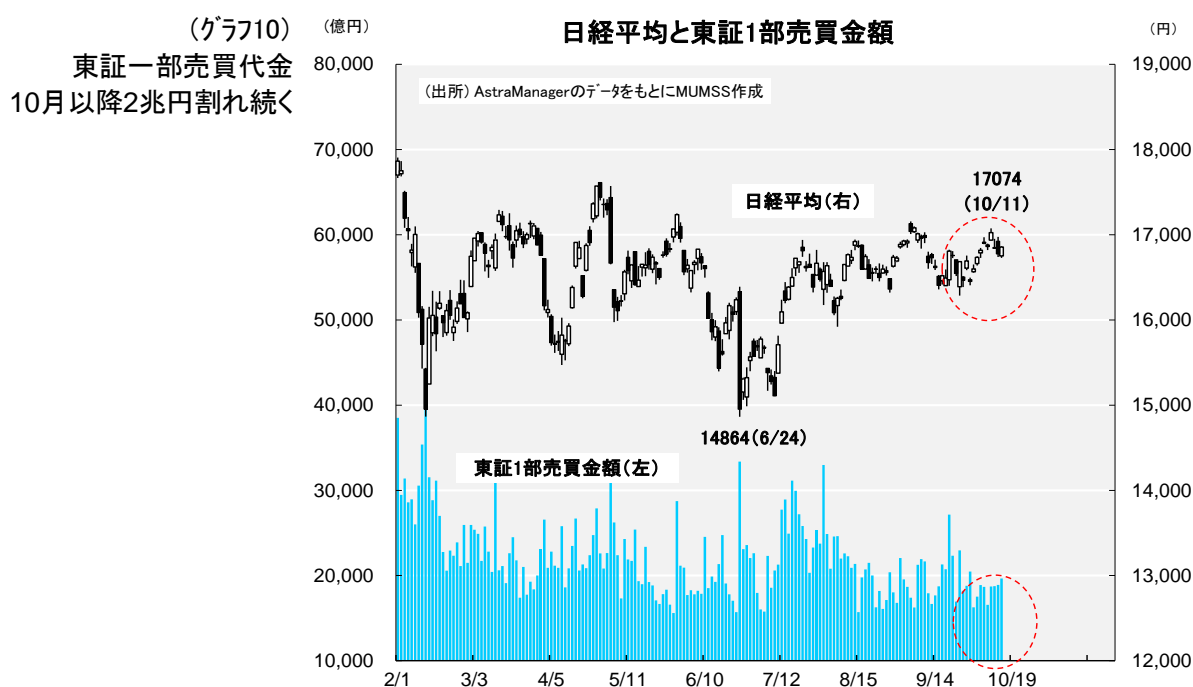


巻末に重要な注意事項を記載していますので、ご参照下さい。

ストラテジー

薄商いの17,000円大台回復

この欧米の金利上昇は、為替面では金利格差の拡大から円安に作用する。ドル/円相場は、10/13に1ドル=104.64円まで円安に振れる局面があった。円高に苦しむ輸出産業にとっては朗報であるし、日経平均とドル/円相場の高い相関性からも、歓迎する気持ちは分かる。しかし、「金利上昇下の業績不安」で米国株が大幅安している状況にもかかわらず、「円安」を唯一最大の材料として買い向かうのは賛成し難い。兜町やメディアでも、「1ヵ月ぶりの17,000円台」と興奮する声が出ていた。しかし、この17,000円奪回が、極めて薄商いの中で形成されていることに注目しなければならない。10/3～13の東証一部売買代金は、一度として2兆円を超えていない。1日当たりの平均売買代金は、僅か1兆8,037億円だ(グラフ10)。



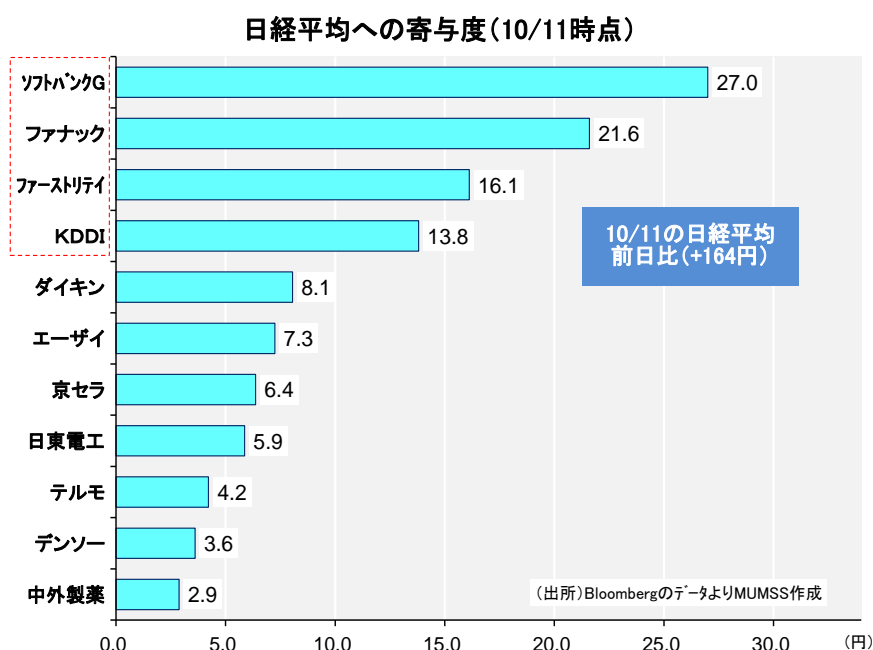
怪しい株高のメカニズム

幾度か指摘したが、出来高・売買代金等の市場エネルギーの拡大を伴う株高であるならば、上昇の持続性、即ちトレンドの形成が期待できる。ところが、薄商い下の上昇となれば、「訳有りの仕掛け」、端的に言えばヘッジファンドの暗躍を疑わなければならない。特に怪しいのは、朝方に株式相場の寄り付きが近くなると、なぜか為替が円安方向に動き始めることだ。そして、ザラ場中はドル/円相場と株価の日中足が、ほとんど相似形を描くようになる。海外でも、米国株大幅安にもかかわらず、円安を唯一最大の材料にして、CME(シカゴ・マーカンタイル取引所)の日経平均先物が大幅高するという演出だ。ベテランの刑事ならば、「怪しいホシ」の暗躍を疑う状況証拠は揃っている。あとは具体的な「証拠」を集めてみよう。10/11の日経平均は164円高で、大引けは17,024円だった。メディアが、「1ヵ月ぶりの17,000円台」と報じ、兜町筋からは鼻息の荒いコメントが出ていた日だ。しかし、大幅高にもかかわらず、東証一部の売買代金1兆8,771億円に過ぎなかった。この日の日経平均の上昇率は+0.98%だったが、TOPIXは僅か+0.42%と圧倒的に日経平均主導の展開だった。しかも、日経平均の上昇寄与度を見ると、

ストラテジー

①ソフトバンクG27.0円、②ファナック21.6円、③ファーストリテイリング16.1円、④KDDI 13.8円で、この4銘柄で78.5円に達する。つまり日経平均164円高の内、5割近くはこの4銘柄の寄与となる。薄商いの大幅高で、かつ特定の値嵩株の上昇寄与が顕著な何とも胡散臭い上昇である(グラフ11)。

(グラフ11)
日経平均への寄与
上位4銘柄で約5割



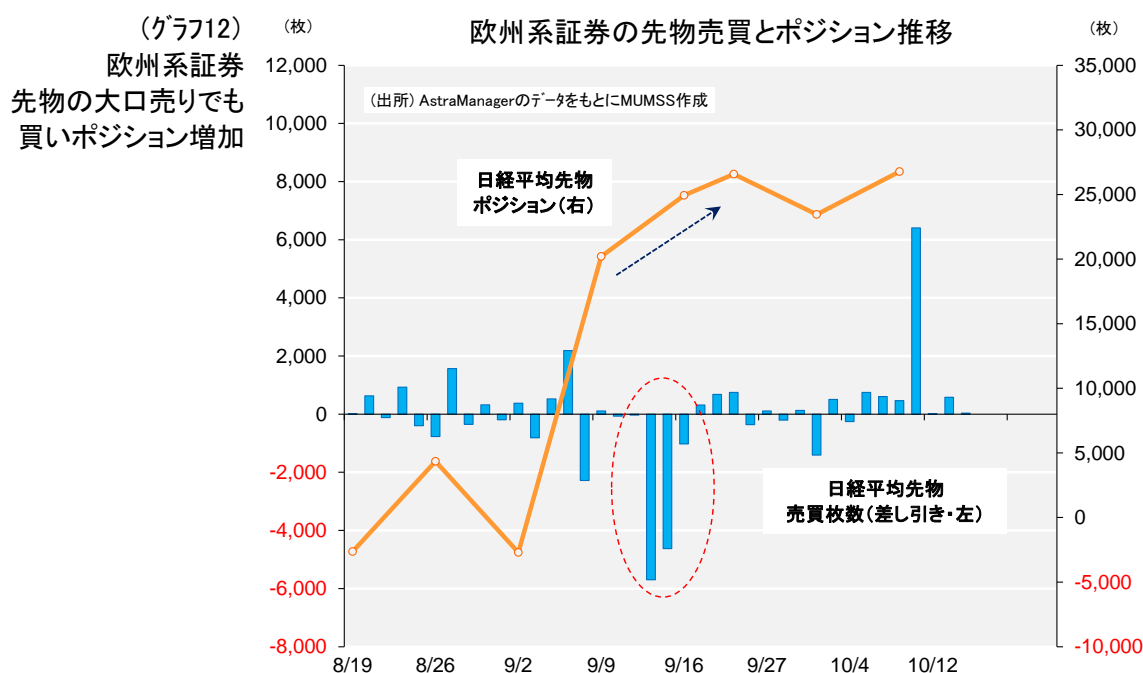
欧州系A証券の不可解な先物トレード

日経平均先物の手口を洗うと、欧州系A証券が、売り▲6,100枚・買い12,507枚、差引6,407枚の圧倒的な買い越しだった(10/11)。このA証券は、5月上旬までは、ほとんど日経平均先物の手口がなく、兜町ではTOPIXタイプの裁定業者との認識が一般的だった。ところが、9月の声を聞くと、日経平均先物で数千枚単位の売買が目立つようになってきた。特に、9/14~16の3日間で合計▲1万1,349枚の大口売りを見せて、俄に兜町の注目を集めた。日経平均は9/14に114円安、15日に209円安と、日銀のETF買いが常態化する中では、比較的まとまった下げだった。おそらく、大口の顧客オーダーを受注できるようになったものと思われる。問題になるのは、これだけの大口売りを見せたにもかかわらず、週末10/7の日経平均建玉残高は26,770枚で、前週末の23,450枚から増加していたことだ(グラフ12)。日中の手口で1万枚以上の売り越しだったにもかかわらず、建玉残高がプラスとなれば、ナイト・トレードで激しい反対売買を行っているか、他証券への大口クロスを振っていることになる。実態は不明だが、日中の大口商いで敢えて株価インパクトを大きくする意向があると思われたい。つまり、閉塞感の強い相場に、ボラティリティの上昇を企図しているのだ。

魍魎魍魎の目覚め

記憶の良い方は、昨年11月の戻り相場を想起されたことだろう。昨年夏から秋にかけてチャイナショックで急落した日経平均は、9/29安値16,901円から12/1高値20,012円まで鋭角的な戻りを見せた。その時の主役になっていたのが、米系B証券の大口先物買いだった。このB証券は、昨年11/9の週には、日経平均先物で11,312枚、TOPIX先物で18,232枚(日中手口)、当時

ストラテジー



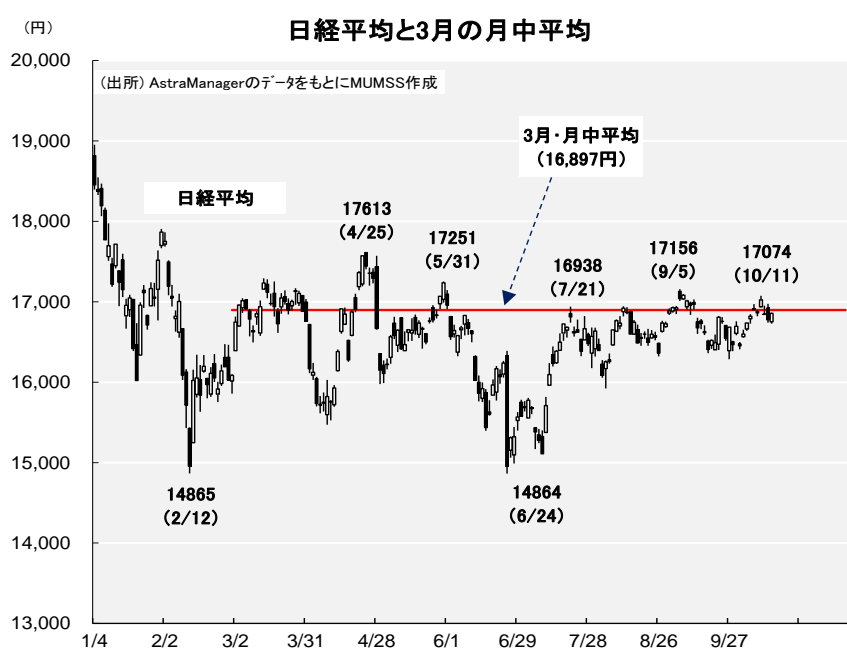
の金額ベースでは5,000億円超となる圧倒的な買い越しだった。これは新聞でも大々的に報道された。ところが、週末の建玉残高を見ると、僅か4分の1しか買いポジションが増加していなかった。同様に欧州系のC証券やD証券も、日中手口は大幅買い越しながら、建玉残高では売り越しという奇怪な状況だった。当時の当レポートでは、「ヘッジファンドの台所事情による『意図有りの株高』で、期間限定の株高と解釈すべき」と書いた(詳細は昨年11/24号参照)。その後、日経平均が2/12安値14,865円まで急落したのは御存知の通りだ。当時は、世界最大級のヘッジファンドの介在が兜町の噂となっていた。今回は、さすがに当時とはスケール感が違うが、手法は全く同様である。あくまでも状況証拠の積み上げに過ぎないが、本気で日本株に強気ならば、何もこんな複雑なスキームを使う必要はない。一部では、10/11のA証券の大口先物買いは、「現物売り・先物買いの売り裁定残高を積んだ」との観測もあるが、それでは値高株の一斉大幅上昇が説明できない。やはり、音無しだった魑魅魍魎が、決算接近で暗躍していると見るのが妥当であろう。

ボブ・ディランがノーベル文学賞を受賞しても売り上がる

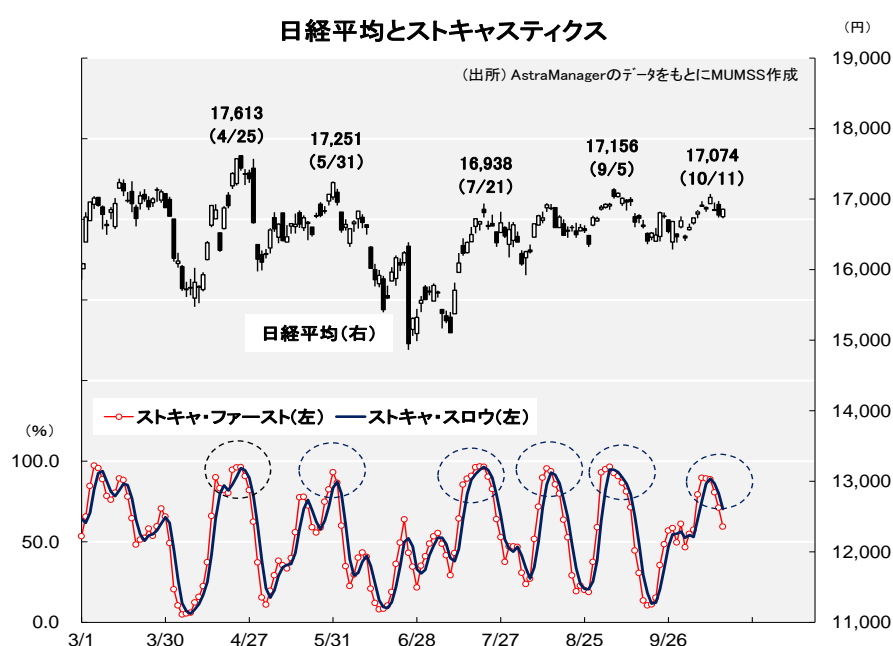
当面は、為替の円安傾向を最大の材料としたリバウンド傾向が続く可能性も否定できない。しかし、長期金利の上昇傾向に投資家の目が注がれ、企業業績が期待したほどのものでなければ、グローバルにエクイティのウェイトを削る動きが顕在化しよう。そして、ヘッジファンドのアンワインド(ポジションの巻き戻し)は、ラブ・ストーリーのように「突然に」始まる。こうした状況を考えれば、日経平均の「3月・月中平均16,897円」以上に買い上がる行為にはリスクが付きまとう。むしろ、日経平均の17,000円前後からは、売り上がるスタンスを採りたい(グラフ13)。既に、短期トレーディングの必須アイテムであるストキャスティックスは、10/11のファースト88.6、スロウ89.1でピークアウトし、緩やかな下降トレンドにある(グラフ14)。もう一度90オーバーを目指す可

ストラテジー

(グラフ13)
「3月・月中平均16,897円」
以上は戻り売りゾーン



(グラフ14)
ストキャスティクスに
ピークアウトのサイン



能性も全否定はしないが、もしあったとしても、そこは格好の利喰い場となろう。ボブ・ディランがノーベル文学賞を受賞する時代だ。「トランプ大統領」誕生の可能性も、無視できるほど低くはない。何が起ころか分からない時代だが、もし私が現役ファンドマネージャーならば、この水準からは売り上がる。ファーストリテイリングとソフトバンクGで水膨れした日経平均に、これ以上何を望むのか？

藤戸 則弘
投資情報部長

巻末に重要な注意事項を記載していますので、ご参照下さい。

【重要な注意事項】

(本資料使用上の留意点について)

- 本資料は当社が信頼できると考える情報ベンダーから取得したデータをもとに作成されておりますが、機械作業上データに誤りが発生する可能性があります。当社はその正確性、完全性を保証するものではありません。ここに示したすべての内容は、当社の現時点での判断を示しているに過ぎません。本資料は、お客様への情報提供のみを目的としたものであり、特定の有価証券の売買あるいは特定の証券取引の勧誘を目的としたものではありません。本資料にて言及されている投資やサービスはお客様に適切なものであるとは限りません。また、投資等に関するアドバイスを含んでおりません。当社は、本資料の論旨と一致しない他のレポートを発行している、或いは今後発行する可能性があります。本資料でインターネットのアドレス等を記載している場合がありますが、当社自身のアドレスが記載されている場合を除き、アドレス等の内容について当社は一切責任を負いません。本資料の利用に際してはお客様御自身でご判断くださいますようお願い申し上げます。

(利益相反情報について)

- 当社および関係会社の役職員は、本資料に記載された証券について、ポジションを保有している場合があります。当社および関係会社は、本資料に記載された証券、同証券に基づくオプション、先物その他の金融派生商品について、買または売りのポジションを有している場合があります。今後自己勘定で売買を行うことがあります。また、当社および関係会社は、本資料に記載された会社に対して、引受等の投資銀行業務、その他サービスを提供し、かつ同サービスの勧誘を行う場合があります。
- 当社の役員(会社法に規定する取締役、執行役、監査役又はこれらに準ずる者をいう。)が、以下の会社の役員を兼任しております。:三菱UFJフィナンシャル・グループ、カブドットコム証券、三菱倉庫

(外国株に関する注意事項について)

- 外国株式に関する資料は、Form 10-K 等当該外国法に基づく「有価証券報告書」と同等の公的書類、年次報告書(Annual Report)、四半期報告書、アーニングリリース等の会社発表による公開情報をもとに作成しております。当社によるレーティング、投資判断、業績予想等は含みません。また、データの取得・入力時期の違い等により、本資料と外国証券情報の数値等が異なる場合があります。
- 本資料で取り上げられている外国証券は、我が国の金融商品取引法に基づく企業内容の開示は行われておりません(金融商品取引法上の情報開示銘柄を除く)。当該外国証券の開示情報は、主要取引所の所在する国の開示基準に基づいています。

(リスク情報について)

- 日本および外国の株式・債券への投資は、株価の変動や、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、金利・為替の変動等により、投資元本を割り込むリスクがあります。**

(手数料について)

- 国内株式の売買取引には、約定代金に対し最大1.404%(税込)の売買手数料をいただきます(ただし約定代金が193,000円以下の場合には最大2,700円(税込))。株式は、株価の変動等により、損失が生じるおそれがあります。
- 外国株式の売買取引には、現地委託手数料と国内取次手数料の両方がかかります。現地委託手数料等は、その時々々の市場状況、現地情勢等に応じて決定されますので、その金額等をあらかじめ記載することはできません。詳細はお取引のある部店までお問合せください。国内取次手数料は、約定代金に対して最大1.080%(税込)の手数料が必要となります。外国株式は、為替相場の変動等により損失が生じるおそれがあります。
- 非上場債券(国債、地方債、政府保証債、社債)を当社が相手方となりお買付けいただく場合は、購入対価のみお支払いいただきます。債券は、金利水準の変動等により価格が上下し、損失を生じるおそれがあります。外国債券は、為替相場の変動等により損失が生じるおそれがあります。

(著作権について)

- 本資料は当社の著作物であり、著作権法により保護されております。当社の事前の承諾なく、本資料の全部もしくは一部引用または複製、転送等により使用することを禁じます。

Copyright 2016 Mitsubishi UFJ Morgan Stanley Securities Co.,Ltd. All rights reserved.

〒100-8127 東京都千代田区大手町一丁目9番2号 大手町フィナンシャルシティ グランキューブ

三菱UFJモルガン・スタンレー証券株式会社 投資情報部

(商号等) 三菱UFJモルガン・スタンレー証券株式会社 金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第2336号

(加入協会) 日本証券業協会、一般社団法人日本投資顧問業協会、一般社団法人金融先物取引業協会、
一般社団法人第二種金融商品取引業協会

三菱UFJモルガン・スタンレー証券

三菱UFJモルガン・スタンレー証券株式会社

投資情報部

東京都千代田区大手町 1-9-2

大手町フィナンシャルシティ グランキューブ