

## 藤戸レポート

## 「ネポティズム大統領」の夢は開くのか

2016年11月21日

## ネポティズムに毒されたバチカン

ネポティズム(縁故主義)は、かつてカトリックの総本山たるバチカンでも蔓延していた。コンクラーヴェ(教皇選挙)によって新教皇が誕生すると、血縁、地縁はもとより、支持者を含めて一族郎党を枢機卿等のバチカンの要職に任命することが横行していた。コンクラーヴェが、激しい権力闘争と権謀術数が渦巻くものになるケースが少なくなっただけに、最後に信じられるのは血縁ということになるのだろうか。歴代教皇の中でも悪名高いのはアレクサンデル6世だが、彼は愛人に産ませたチェーザレ・ボルジア(生涯独身のはずの聖職者だが、多数の子供に恵まれていた)をバレンシア枢機卿に任じたほか、ボルジア家から都合5人の枢機卿を誕生させている。チェーザレは、やがて教会軍の総指揮官となり、教皇領内に巢食っていた小領主を武力と陰謀で征服して行った(この活躍は塩野七生氏の「チェーザレ・ボルジアあるいは優雅なる冷酷」に詳述されている)。結局、アレクサンデル6世、チェーザレの壮途は挫折してしまうが、在位僅か26日間(毒殺説もある)のピウス3世を挟んで、ボルジア家の最大のライバルであったジュリアーノ・デッラ・ローベレ枢機卿がユリウス2世として新教皇に即位した。しかし、このユリウス2世もネポティズムに毒され、就任後すぐに甥、従弟3人を枢機卿に任命している。つまり、15~16世紀のバチカンでは、ごく当たり前のことだったのだ。ユリウス2世の最大の業績は、ミケランジェロ・ブオナローティにシスティーナ礼拝堂の天井画を描かせたことだ。「私は彫刻家です」と拒否するミケランジェロを、法王杖で叱咤しながら完成させたのだ。そのおかげで、我々は神の如きミケランジェロの大作を目にすることができる。そのユリウス2世も、今はミケランジェロのモーゼ像があるサン・ピエトロ・イン・ヴィンコリ教会に眠っている。

## トランプ氏の長男・次男・長女・婿が政権移行チームへ

このネポティズムの隆盛を、現在の米国で見るとは夢にも思わなかった。政権移行チームの中に、長男のトランプ・ジュニア、次男エリック、長女イヴァンカ、イヴァンカの夫ジャレッド・クシュナー氏が参加している。ウォールストリート・ジャーナルによると、クシュナー氏をホワイトハウスの枢要ポストに起用する方針とのことだ。もちろん、優秀だから登用するのだろうが、若干35歳のクシュナー氏と、それまで政権移行チームを率いてきたクリス・クリスティア・ニュージャージー州知事の軋轢が激化し、クリスティア知事が解任されるに至った。クリスティア知事側近のマイク・ロジャース元米下院情報特別委員会委員長やマシュー・フリードマン氏も、同様に解任された。AFPによると、クリスティア知事が連邦検事を務めていた時に、不動産開発業者であったクシュナー氏の父親を脱税で訴追し、禁固2年の有罪判決となった事実があったとのことだ。どうも、ワイドショー・ネタの観を呈しているが、このネポティズム風トランプと日本は付き合っていくことになる。

## ストラテジー

### インパクトとモメンタムが支配

選挙前の11/7号で、「⑤カウンター・シナリオ」について言及した。トランプ大統領・上下両院共和党となれば、日本株の急落は免れないが、トランプ政策のインフラ投資・大幅減税・規制緩和を評価して、「一発逆転のV字型回復シナリオ」も描けるとした。確かに、11/9の日経平均は919円安となったものの、米ダウ工業株30種平均は7連騰となり、「トランプの恐怖」は「大いなる期待」に転化してしまっただ。日経平均も11/10の1,092円高以降、堅調推移が続いている(グラフ1)。これは明らかに、当初の予想を超える迅速な展開だ。背景には、ヘッジファンドに象徴される投機マネーの膨張と、デリバティブの隆盛があるものと思われる。従来のオーソドックスな投資が主役となっていた場合には、懸念や不安があれば慎重に対処し、動向を見極めてからアクションを起こす。しかし、リスクリバーはチャンスと見れば、先に注文発注の手が動く。しかも、主役は人間よりもナノ秒の発注を行うマシンなのだ。アルゴリズム売買が世界を席卷した状況では、瞬時に大量注文が奔流となる。そう考えないと、「専門家」のドル/円相場の中期想定レンジが、翌日にブレイクされることが常態化するはずはない。つまり、インパクト(衝撃)とモメンタム(勢い)が支配する相場だ。



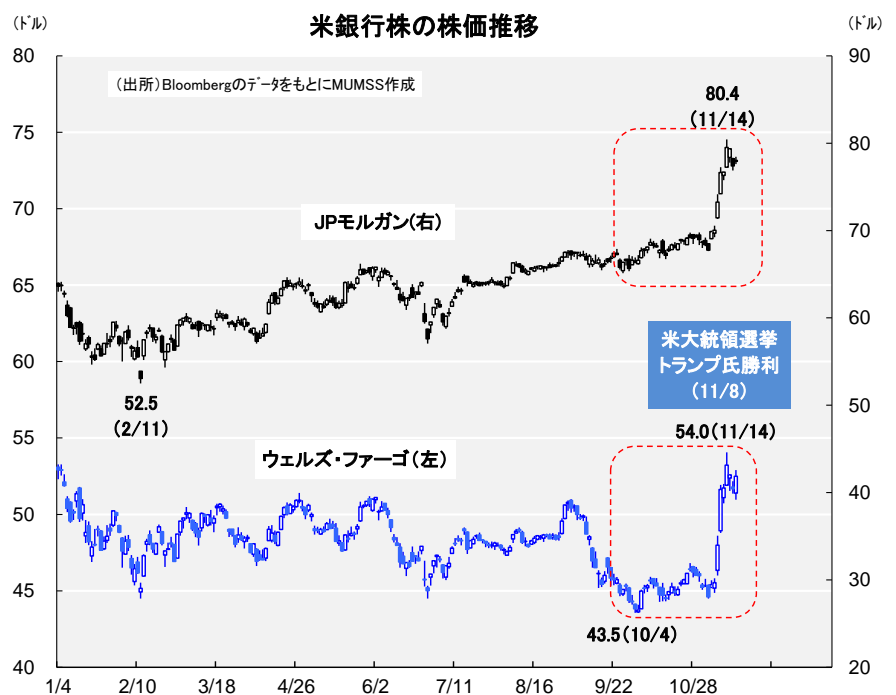
### 「ドッド・フランク法」の廃止には懐疑的

このマシンとソフトが支配する相場の象徴が金融株である。インフラ投資、大幅減税で米長期金利が急騰すれば、金融機関のビジネス・チャンスは拡大し、利鞘も拡大に向かう。こうしたベーシックな材料を土台にし、「ドッド・フランク法(ボルカー・ルール)」の廃止に象徴される規制緩和が実現するとの夢を見れば、金融株を買う動きに拍車が掛かる。世界の企業時価総額ランキングを見ると、JPモルガンは9位2,787億ドル、不祥事があったウェルズ・ファーゴも11位2,636億ドルに位置する巨大金融機関だ(ブルームバーグ11/17時点)。そのJPモルガンの株価が、「トランプ勝利」以降、蝶のよう

## ストラテジー

に舞い始めている。今年2月安値52.5ドルから11/14高値80.4ドルまでの高騰で、上昇率は53%に達している。選挙前の11/8安値69.2ドルからでも、16.2%の上昇だ。ウェルズ・ファーゴは、不祥事の影響で10/4に43.5ドルまで売られていただけに、11/14高値54.0ドルまで短期で24.1%の上昇となっている(グラフ2)。チャートパターンでも、この大型株にしては珍しい棒立ちだ。アグレッシブなファンドが買い、それに多くのファンドが追随を余儀なくされた状況である。しかし、注意を要するのは、リーマン・ショックの大反省から成立した「ドッド・フランク法」が、いとも簡単に廃止されるとは思えないことだ。おそらく、修正となる可能性が高いが、既に度重なる改定で法案は迷路のようになっており、基本理念を見直すことには多大な時間を要する。明日にでも廃止となるような株価の動きは、明白に先走りである。夢で買うのはいいが、やがて現実に直面せざるを得ない。

(グラフ2)  
規制緩和期待で  
銀行株が上値追い

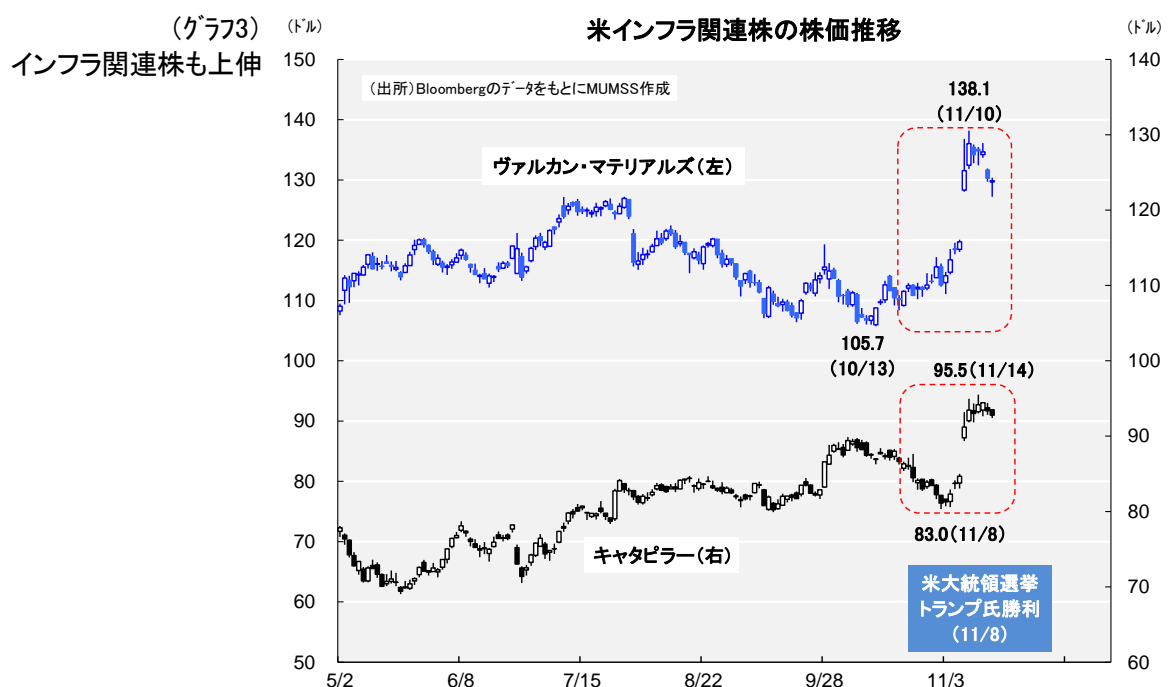


### 財政赤字の拡大を拒否する共和党保守派・ティーパーティー

インフラ投資に関しては、アベノミックスの数々の対策を経験している日本人にすれば、実行は容易と思う向きが多いだろう。上下両院ともに、共和党が過半数を占めている。しかし、注意を要するのは、むしろ共和党内の同意を得られるのかという点だ。共和党は、伝統的に「小さな政府」が党是であった。象徴的なのは年金・医療保険費用の削減で、リスクに対しては国家に期待するのではなく、自助努力を基本とする理念だ。政府はコンパクトで、民間活力が発揮しやすい土壌を作るに留め、直接介入して大規模な公共投資を行うことには反対してきた。しかも、その結果として発生する財政赤字の拡大をタブー視する傾向が強い。徹底した歳出削減を行って、財政健全化を図るのが基本路線である。特に、「ティーパーティー」系の議員は、オバマケア(医療保険改革)に象徴される「大きな政府」への反対から運動がスタートしただけに、容易に認めるとは思えない。来年春には、債務

## ストラテジー

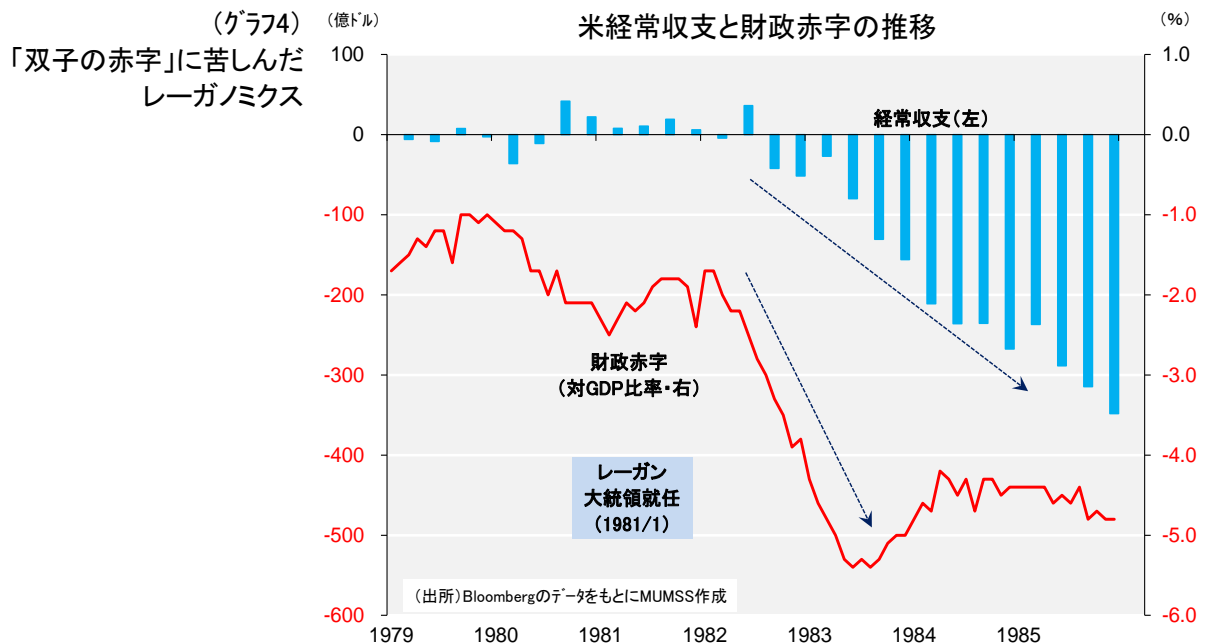
上限の適用が再開される見通しで、インフラ投資、減税を円滑に行うためには、2018年度予算での債務上限の引き上げが必須である(予算期限は9月末)。対民主党よりも、共和党保守派、「ティーパーティ」系の議員の賛同を得る方が困難を伴うものと思われる。株価の方は、既にキャタピラーが11/8安値83.0ドル→11/14高値95.5ドルで+15.0%、セメントのヴァルカン・マテリアルズが11/8安値118.0ドル→11/10高値138.1ドルで+17.0%(グラフ3)、レンタルのユナイテッド・レンタルズが11/8安値74.4ドル→11/14高値96.6ドルで+29.8%と疾走している。相当な困難と時間が伴うとの認識が敷衍すれば、これも酔いが醒める可能性を否定できない。



### 大幅減税

最も実現の可能性が高いのが、大幅減税策である。これは共和党の伝統的な理念に沿うもので、円滑に進むことになろう。所得税の上限は33%へ引き下げ、法人税35%→15%、相続税廃止が基本プランだ。ただし、トランプ当選の原動力となった白人労働者階級よりも、明らかに富裕層向けの優遇税制となる。FT紙によれば、人口の僅か0.7%に過ぎない年収370万ドル以上の富裕層は、平均14%の減税を受けることになる。これに対して、低所得者層の減税は平均0.8%に留まるとのことだ。この減税策の財源も明確ではない。1980年の選挙で勝利したレーガン大統領は、1981年に経済再生税法を制定し、所得税の最高税率を70%から50%に引き下げ、企業課税も減価償却等を通じて相当部分軽減した。同時に社会保障費を削減し、軍事費の増大、規制緩和の推進によって「強い米国」を再建しようとした。いわゆるレーガノミクスである。しかし、当然ながら1年後には大幅な財政赤字に直面し、1982年に議会はTEFRA(課税の公平と財政責任法)を可決した。これは、平時で最大の増税となったが(当時)、結局レーガン政権は、財政と貿易の「双子の赤字」に苦しむことになった(グラフ4)。

## ストラテジー



### レーガノミクスの決算は財政赤字の膨張

レーガン大統領は、権威が失墜したカーター大統領の後を受けただけに、「強い米国」を前面に出した。イランの米大使館がホメイニ派の暴徒に占拠された事件で、カーター大統領は武力解放を目指して陸・海・空・海兵隊協働の救出作戦「イーグル・クロー」を発動した。中には、特殊部隊デルタ・フォースも含まれていた。しかし、砂漠の悪天候もあったが、ヘリコプターの故障、ヘリコプターと輸送機C130との衝突・炎上といった初歩的なミスで、人質奪回作戦は無惨な失敗に終わった。カーター氏は史上最弱の大統領との印象が深まり、ベトナム撤退以来低迷続いた軍の士気はドン底に落ち込むことになった。このアンチ・カーターを主たるテーゼとしたレーガン大統領だけに、「悪の帝国」と呼んだソ連に軍拡競争を仕掛けたのだ。軍事衛星のレーザー照射によって、敵対国のミサイルや衛星の撃墜を企図した「スター・ウォーズ」構想までであった。素人が考えても分かりそうなものだが、膨大な軍事支出と減税を行えば財政が疲弊するのは当然の帰結である。レーガン大統領就任時の米財政赤字額は約1兆ドルだったが、退任時には3兆ドル近くに膨張している(グラフ5)。

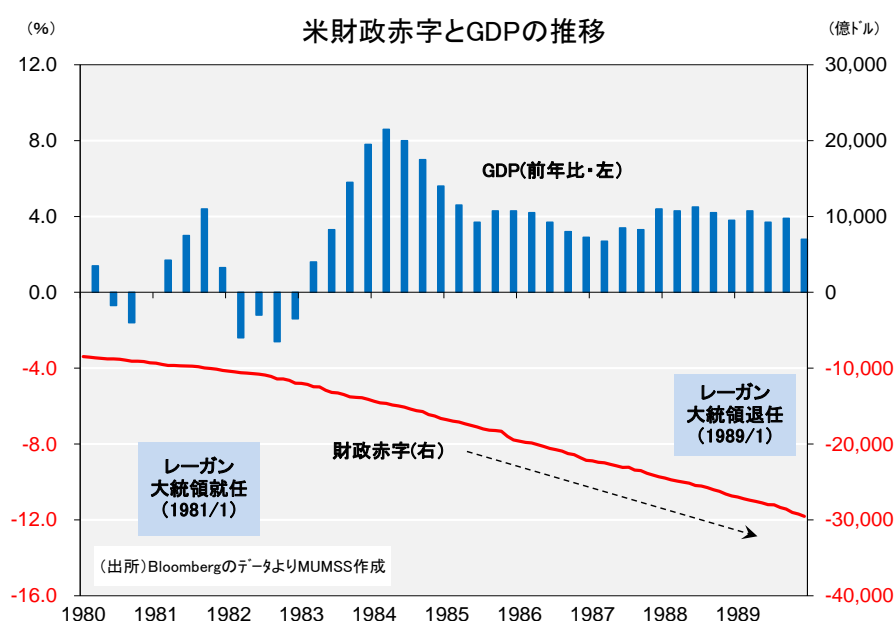
### レーガン政権とウォールストリートのハネムーンは4ヵ月

カーター政権末期の米成長率(前年比)は、1980年4~6月期▲0.7%、7~9月期▲1.6%とリセッションが続いていた。10~12月期がようやくゼロといった状況で、軍事だけではなく経済も弱い大統領だった。1979年の第2次オイルショックの影響が癒えつつあったこともあるが、レーガン大統領の新政策への期待も加わって、1981年は1~3月期+1.7%、4~6月期+3.0%、7~9月期+4.4%と回復傾向を辿った。ダウ工業株30種平均は、1980年4月安値759ドルをボトムに、81年4月には高値1,024ドルをマークしている(グラフ6)。一方、オイルショックの影響で1980年3月にはCPI(消費者物価・前年比)が14.8%にまで高騰したため、FRB(連邦準備制度理事会)は1980年8月の9.5%から1980年12月の20%まで7回連続の利上げを行っている。米10年国債利回りも、1981年9月に15.8%をマークするに至った。この高金利体系

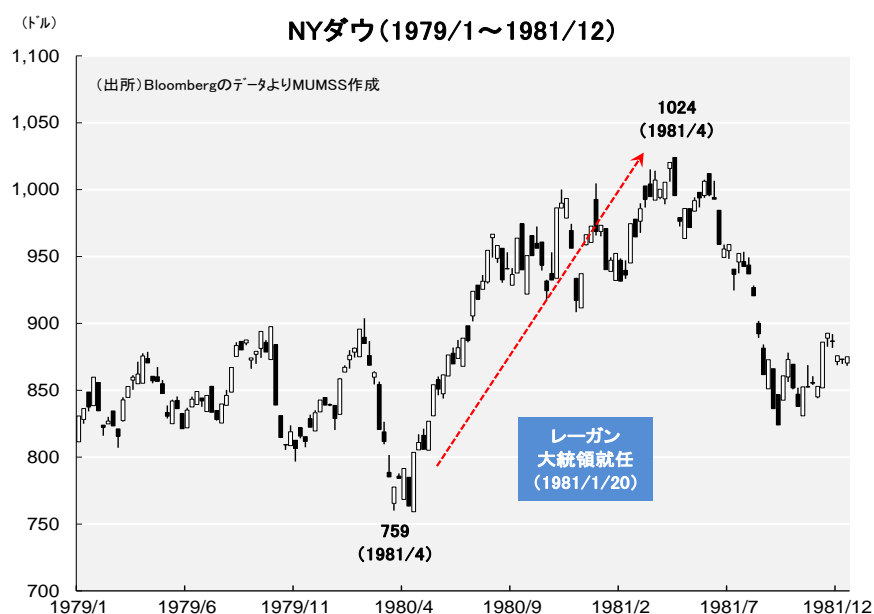


## ストラテジー

(グラフ5)  
レーガン政権時代  
景気回復下で財政赤字拡大

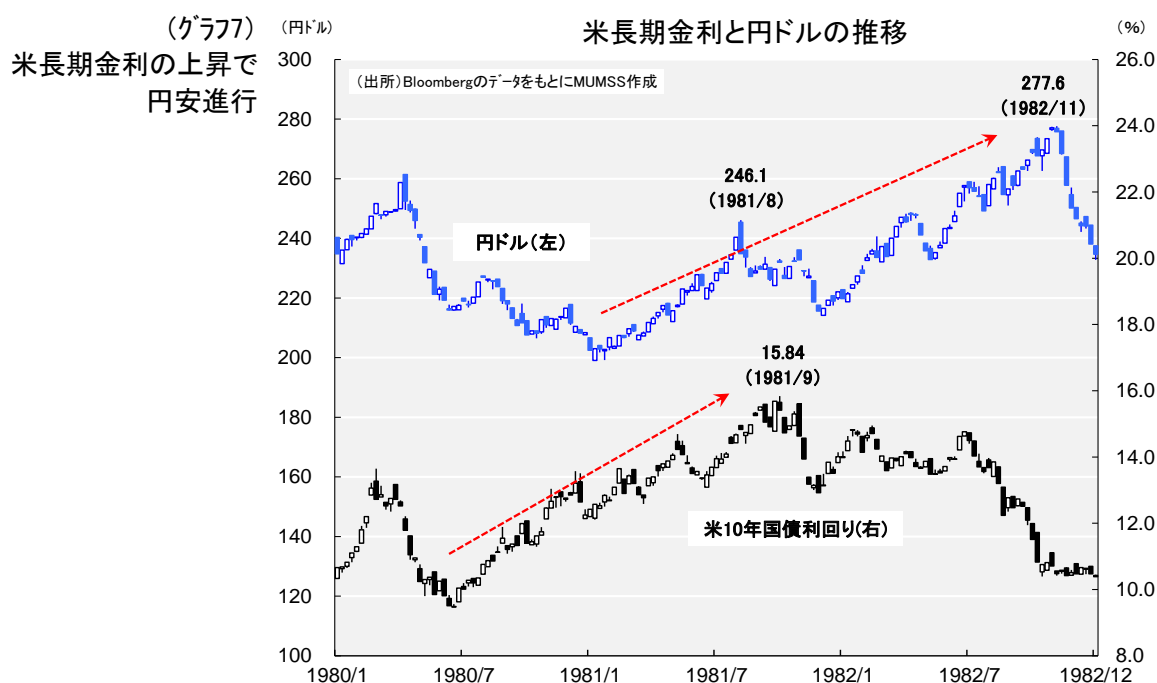


(グラフ6)  
レーガノミクス期待相場で  
米国株が上昇



となれば、世界のマネーがドルを求めて殺到するのは当然だ。円相場は1981年1月の1ドル＝199.0円から82年11月の277.6円まで円安ドル高が進行することになった(グラフ7)。現在の水準と比較すると、驚くべきプライスの羅列だが、1981年1月に発足したばかりのレーガン政権は、投資家にも大きな期待を抱かれていたことが分かる。しかし、やがて「双子の赤字」の膨張で、レーガノミクスは「ブードゥー・マジック」(ブードゥー教の呪術)とまで揶揄され、厳しい糾弾を浴びることになった。1985年には「ブラザ合意」(各国協調のドル押し下げ策)を要求するまでになっている。つまり、新しい理念を掲げた大統領と市場にはハネムーン期間があり、株高で機能するが、やがて現実に直面した時に反動が起きるのだ。

## ストラテジー



### 政治家経験なし・軍経験なし

レーガン大統領とウォールストリートのハネムーンが、就任から4月まで続いたことを考えると、トランプ次期大統領にも適用できると見る向きが出て不思議ではない。現実には直面する前のラリーでも、まだ続くとの見方だ。しかし、注意を要するのは、「ハリウッドの三流俳優」と批判する声があった一方で、レーガン大統領は1967年1月から1975年1月までカリフォルニア州知事として政治のキャリアを積んでいたことだ。これは、大統領の準備期間としては十分すぎるもので、ガバナンスの極意を学んだものと思われる。ところが、トランプ次期大統領は生粋のビジネスマンで、政治経験がゼロである。また軍の経験もない。この2つのキャリアがない大統領は史上初とのことだ。しかも、共和党保守派との軋轢を解消するには、かなりの時間を要する可能性が高く、どれだけ支援を受けられるのかも定かではない。したがって、ネポティズムに耽溺するのが必然なのかもしれない。従来にないタイプの大統領だけに、既存のエスタブリッシュメントができなかった改革を行う期待はある。しかし、政治の素人が世界最強の権力者となることに、不安を抱く人は少なくないだろう。「トランプ・ラリー」の熱狂の裏には、大きな陥穽が潜んでいる可能性がある。

### 需給相場はブレが大きくなる

レーガン大統領の時代と隔絶しているのは、投機マネーの膨張と、デリバティブの隆盛である。したがって、レーガン時代に4か月かけて行ったことを、4週間でやったとしても不思議ではない。特に、JPモルガンやウェルズ・ファーゴのような大型株が、大陽線を形成して驀進するパターンは、通常相場では仕手株しかない。東証マザーズ等の小型株では、よく見る形だが、世界有数の金融株が示現しているのだ。規制緩和を材料とした強烈な需給相場の様相が濃厚だ。これは、日本のメガバンクでも同様で、チャート上にギャップ(窓)を開けながらの高騰、大陽線は、尋常ならざるマネーの流入を意味している。しかし、その棒立ちチャートゆえに、反転した場合のダメージ

## ストラテジー

は大きくなる。年に一度はセミナーで訪れる山形県・酒田市は、米相場で巨富を築いた本間宗久翁の故郷だ。宗久翁の「酒田五法」では、「三空踏み上げに売り向かえ」との格言がある。テクニカル分析には、あまり信を置いていないが、メガバンクのような大型株が三空(三つの窓)を形成して上昇する様は異様である(グラフ8)。リーマン・ショック後の世界は、二度とあのような惨害をおこさないために、世界の大手金融機関を規制し、BIS基準に象徴される資本増強に邁進してきた。既に「バーゼルⅢ」を発動する体制が整ってきた矢先に、トランプ大統領誕生で「卓袱台返し」の状況が懸念されている。冷静に考えれば、「ドッド・フランク法」の廃止や、「バーゼルⅢ」の放棄が短兵急に起こるとは思えない。需給相場特有のブレが起こる可能性は高く、慎重対処が必要となろう。



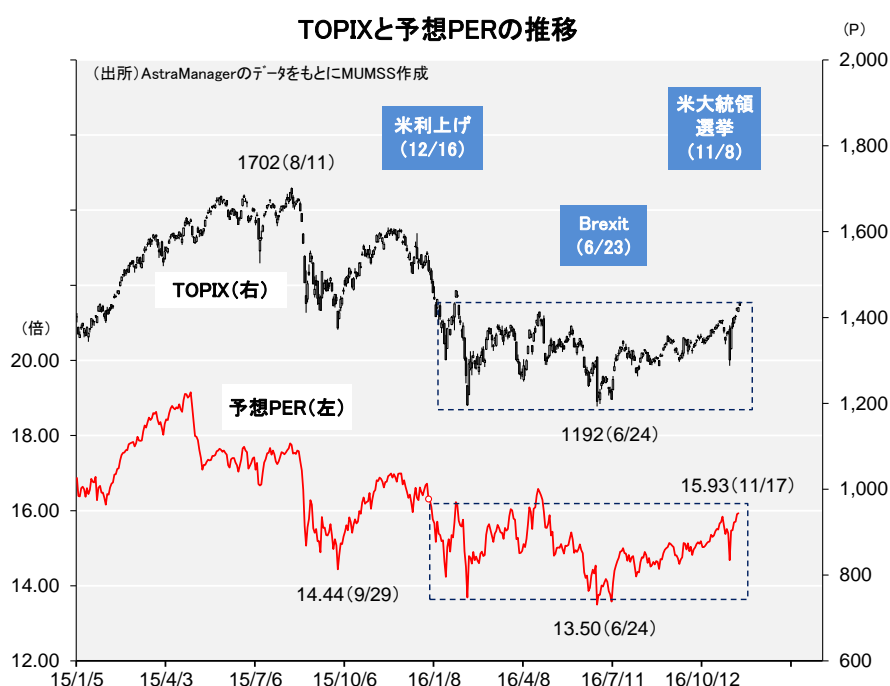
### TOPIX予想PER 約16倍

11/17、日経平均の予想PERは15.13倍、TOPIXも15.93倍に達した(QUICK)(グラフ9)。TOPIXをベンチマークとする国内機関投資家は、売りゾーンと認識する水準だ。TOPIX予想PERの推移を見ると、6/24のBrexit(英国のEU離脱)の際がボトムで13.50倍、7/8も13.58倍があり、夏場は13~14倍台での推移が続いていた。投資主体者別売買動向を見ると、6~8月の3ヵ月間で信託銀行は1兆3,745億円の買い越しだ(グラフ10)。信託銀行には、GPIF等国内年金の動きが反映される。つまり、TOPIXの予想PER13~14倍台で、国内年金が買っていたことはデータで裏付けられている。ところが、予想PERが15倍を超えるようになった9月以降は、小幅調整を除いてピタリと買いが止まっている。足下の約16倍ゾーン超は、今度は逆に利益確定売りが出る水準である。よく、日経平均の絶対値を提示する向きがあるが、年金運用の経験から言えば、絶対水準ではなくバリュエーションが売買の基準になる。TOPIX16倍超、しかも時価総額の大きな金融、自動車けん引する相場となれば、機械的な利益確定売りの確率は高くなる。メディア

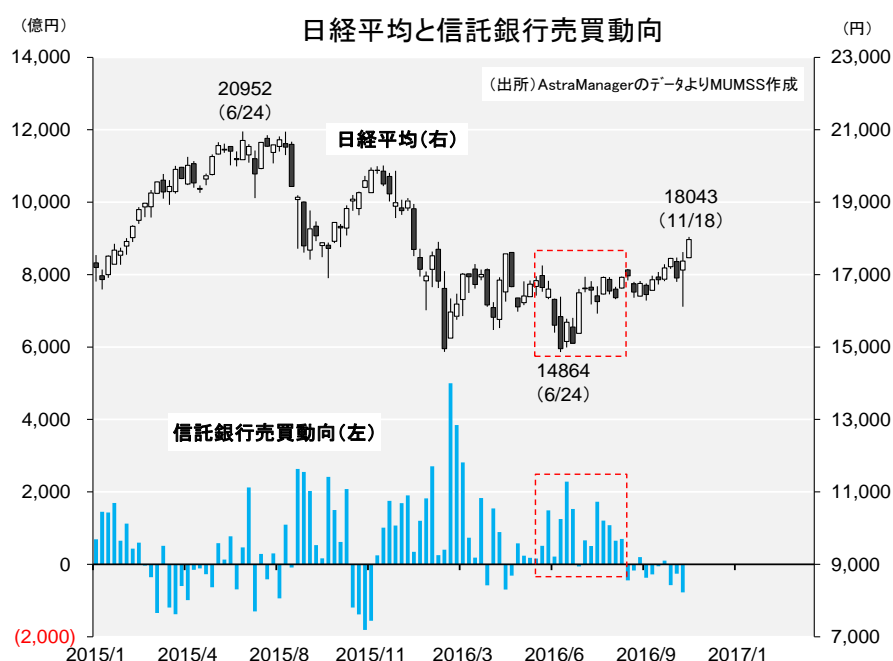


## ストラテジー

(グラフ9)  
16倍に接近した  
TOPIXの予想PER



(グラフ10)  
安値圏で買いに動いた  
信託銀行



の記者と話していると、どうしても「出遅れた国内機関投資家が買い転換する」という記事を書きたくて仕方がないようだ。「年金は時価会計であり、一株も買わなくても時価の上昇があれば組み入れ比率は上昇する」といくら説明しても、上の空である。そもそも、年金運用は箸の上げ下げまで厳格に規定されたシステミックな運用で、「予想以上に株価が上昇したから、高バリュエーションでも買い上がる」ことはできない仕組みだ。信用取引の個人のように、「ドテン買い」は起こり得ない。



## 【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