

## 藤戸レポート

## 北朝鮮の「地政学的リスク」に関する一考察

2017年4月17日

## 「地政学的リスク」の厚い雲に覆われた兜町

兜町は、「地政学的リスク」の厚い雲に覆われている。「北朝鮮ネタ」の前では、ファンダメンタルズの好材料も色褪せて見えるかのようだ。「地政学的リスク」(geopolitical risk)は、2002年に初めてグリーンSPAN元FRB議長(連邦準備制度理事会)が使用して、広く敷衍したように記憶している。それまでは、「軍事衝突リスク」とか、漠然とした「緊張感高まる」、「キナ臭い動き」といった表現だったが、相場の世界でもすっかり「地政学的リスク」が定着することになった。この「地政学的リスク」には、紛争地から近い・遠いといった地理的条件が加わるのは当然のことだ。兜町にも、「遠くの戦争は買い・近くの戦争は売り」といった格言もある。中東、ウクライナ、クリミア等と、韓半島を同一に論じられるはずもない。「湾岸戦争当時にはどうなった」とか、「クリミア紛争の時にはこうなった」という経験則を持ち出しても、信頼性は怪しいことになる。したがって、今回は北朝鮮問題が先鋭化した時に、日経平均がどう影響を受けたのか歴史を振り返って見ることにしよう。全ては煩雑なので、代表的なイベントをピックアップする。

## 「北朝鮮問題」が先鋭化した時の相場を振り返る

## (1) 1993年ノドン・ミサイル(準中距離弾頭弾)発射

① 北朝鮮は、1980年代からソ連のスカッド・ミサイル(ナチス・ドイツのV2号が原型)をベースとした中距離ミサイルの開発を行っていた。1993年5/29、江原道元山から発射されたノドンは、能登沖350kmの海上に着弾した。既に、寧辺で原子炉が建設され、核武装への懸念が高まっていたが、核搭載の可能性が俄に現実味を帯びることになった。1993年3月にはNPT(核拡散防止条約)を脱退してただけに、緊張が高まった。

② 米国内では空爆作戦の発動も検討されたが、韓国の強い反対もあって、結局クリントン政権は懐柔策に出た。ノドン発射後の6/11に、米朝共同声明が発表され、北朝鮮はNPTを順守することを約束した。翌1994年10月には、平和利用を前提とした軽水炉の提供が行われることになった。

③ 当時の日経平均は、1989年12月の38,915円をピークとした平成バブルの崩壊で、92年8月には14,194円までの暴落を記録した。93年の相場は、その1番底からの反発局面にあった。ノドン発射前日5/28の日経平均の引値は20,843円だったが、6/21安値19,039円まで下落した(下落率▲8.7%)[\(グラフ1\)](#)。ただし、米国の懐柔策が奏功し、その後は9/3の21,281円まで戻っている。11月には安値15,671円をマークするが、これはバブル崩壊後の景気・企業業績の低迷、株式の需給悪化を嫌気したもので、北朝鮮問題が直接的な影響を及ぼしたものではない。

## ストラテジー

(グラフ1)  
短期調整に留まった  
1993年のノドン発射



### 「小泉構造改革相場」への影響は軽微

#### (2) 2006年7月テポドン2号発射・十月初の地下核実験

① 7/5、ICBM(大陸間弾道弾)のテポドン2号が発射された。ノドン、スカッドも発射されて計7発の大量発射となった。米軍、日本の自衛隊はミサイル実験を事前に察知しており、日本海上のイージス艦から監視を行っていたが、テポドン2号は発射後42秒で墜落し、実験は失敗に終わったと看做されている。テポドンの失敗を払拭するように、10/9には初の地下核実験を行った。

② 国連の安保理は、テポドン発射、核実験に対して非難決議、制裁決議を採択した。日本は、独自の制裁も実行する。ただし、米ブッシュ大統領(子)は、軍事力行使よりも外交による解決を選択した。イラク戦争後の治安維持に手を焼いており、とても中東との「二正面作戦」は不可との判断も寄与したと思われる。その後、12月には「六者会合」が開催され交渉のテーブルに着いた。

③ 日経平均の7/4引値は15,638円だったが、テポドン発射で7/18安値14,437円まで下落。下落率▲7.7%。一方、核実験前の10/6引値(金曜日)は16,436円だったが、日本が3連休中だったこともあり、影響は軽微で逆に10/24高値16,901円まで上昇した。当時の大局的な相場局面は、2005年8月の「郵政解散」を端緒とした「小泉構造改革相場」の最中であつた。日経平均は、2005年8月安値11,614円から2007年2月高値18,300円に至る大相場の途上であり、北朝鮮情勢による下落は一時的かつ限定的であつた(グラフ2)。

### 「北朝鮮ネタ」は次第に陳腐化

#### (3) 2009年テポドン改発射と2度目の核実験

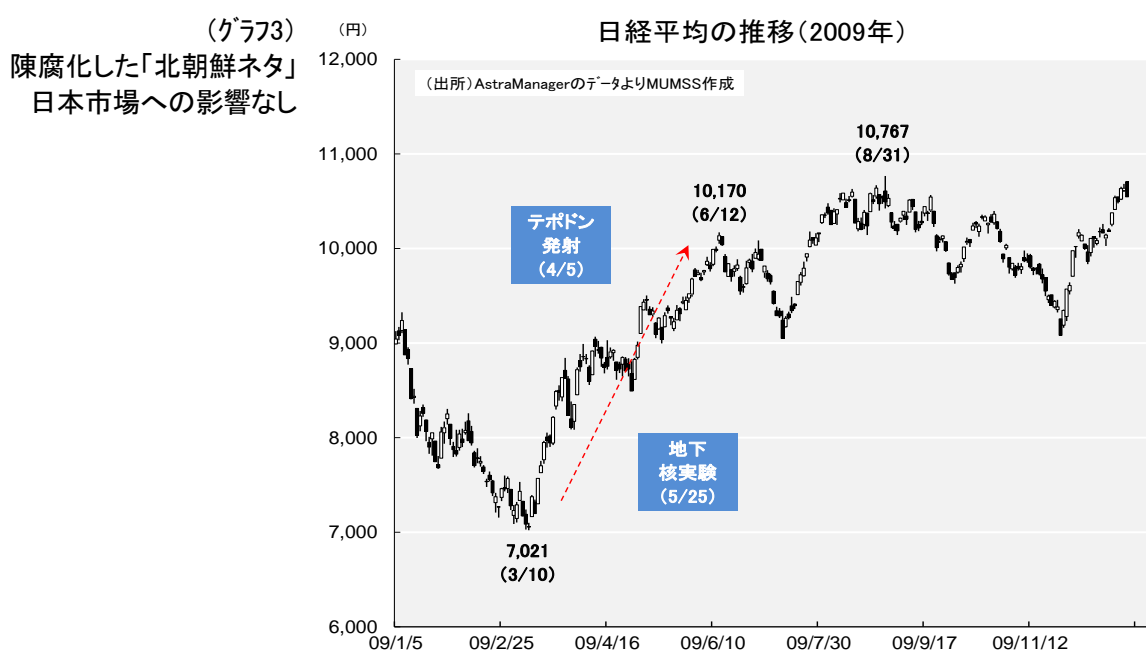
① 4/5、テポドン2号の改良型と見られる3段式ロケットを発射。北朝鮮側は通信衛星の打ち上げとされていたが、米国では「北朝鮮が主張するような周回軌道に乗っている衛星はない」として、打ち上げは失敗と看做された。一方、5/25には2度目の地下核実験が行われた。

## ストラテジー



② 国連では、定番となった安保理による非難・制裁決議となったが、過去と同様に実効性は限定的だった。米オバマ政権は、2008年9月のリーマン・ショックで大混乱となっており、とても軍事攻撃を行うような状況ではなかった。

③ リーマン・ショックで、日経平均は3月安値7,021円、ダウ工業株30種平均も3月安値6,469ドルまで売り込まれていた。各国政府の財政出動、各中銀の超緩和策で、相場はようやく底入れから大反騰に転じた所だった。4月のテポドン改発射、5月の核実験共に、ほとんど相場への影響はなかった。「北朝鮮ネタ」は陳腐化した(グラフ3)。



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

### 「アベノミクス相場」への影響 なし

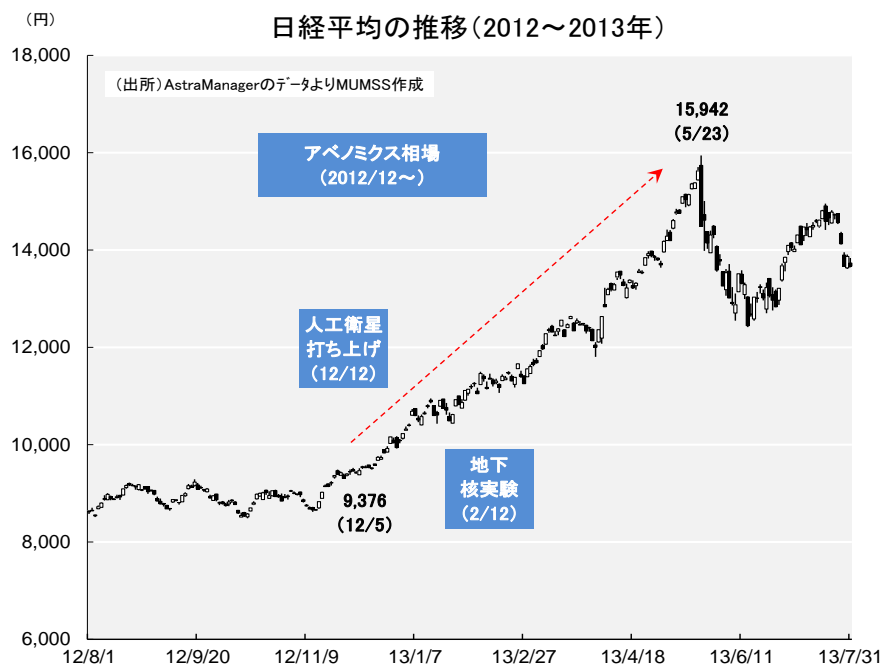
#### (4) 2012年「人工衛星」打ち上げ成功・2013年3度目の核実験

① 2012年12/12、北朝鮮は光明星3号2号機によって「人工衛星」の打ち上げに成功した。次第に、北朝鮮の技術が進歩していることを示している。一方、2013年2/12には、3度目の核実験を行った。各国研究機関の推定では、核爆発の規模は7キロトン～12.5キロトンと推測されている。日本の気象庁の発表では、広島に投下された原爆「リトルボーイ」の3倍の威力があるとしていた。

② 例によって、国連安保理は非難・制裁決議を採択した。米オバマ大統領は、「極めて挑発的な行為。地域の安定を弱体化させる」と批判したが、シカゴの人権派弁護士としては、これが限界だろう。結局、実効性のない非難だけで、北朝鮮の核・ミサイルは進歩を続けている。

③ 2012年12月に、第二次安倍政権が成立した。まさに、奔流のような「アベノミクス相場」が始まる。北朝鮮の核・ミサイルのイベントが、日経平均に影響を及ぼすことはなかった。日経平均は、2012年12月安値9,376円から2013年5/23高値15,942円まで高騰した(グラフ4)。

(グラフ4)  
アベノミクスにかき消された  
北朝鮮リスク

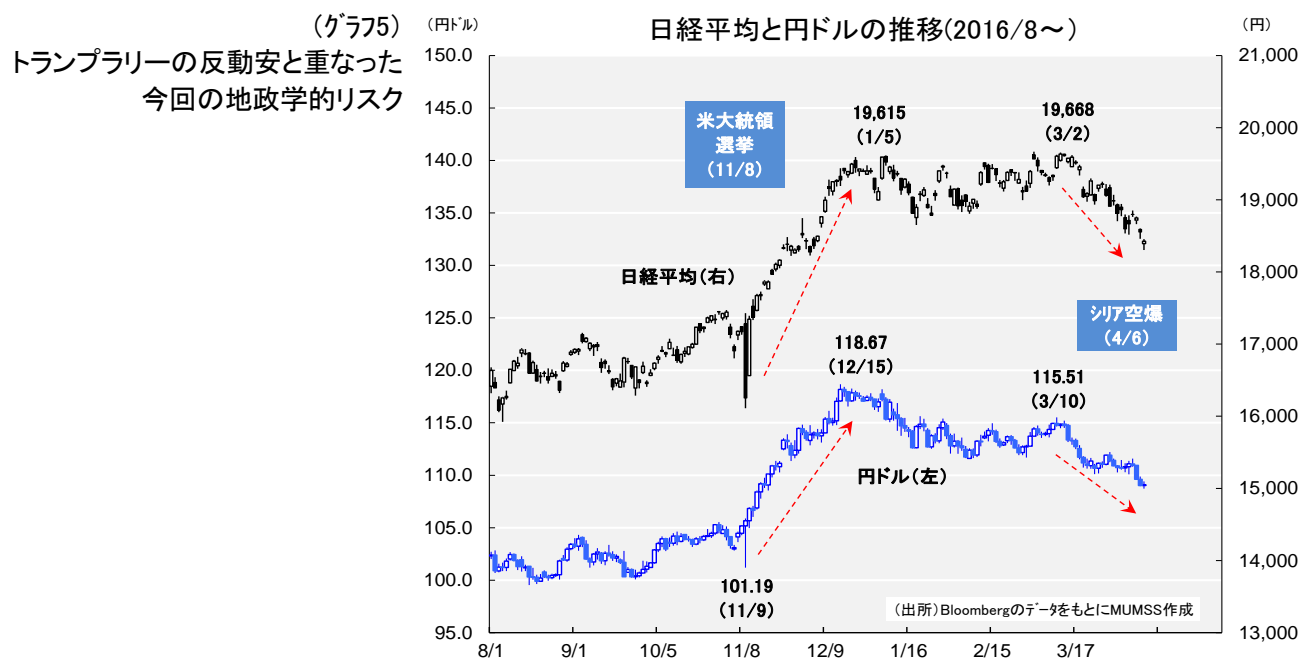


### 相場の強弱を表す「リトマス 試験紙」

過去の歴史を振り返ると、初期には「北朝鮮ネタ」で、日経平均は8%超の下落を見せていたが、次第にその影響は希薄化してきたことが分かる。そして、「北朝鮮ネタ」のインパクトを決定するのは、その当時の相場環境である。1993年ノドン発射に際しては、平成バブル崩壊の後遺症に、ミサイル発射の悪材料がオンされると見るべきであろう。リーマン・ショックのような経済・金融の大災厄となると、「北朝鮮ネタ」は矮小なファクターとして無視されてしまう。一方、「小泉構造改革相場」や「アベノミクス相場」のような「大河相場」になると、ほとんど影響は見られない。つまり、「北朝鮮ネタ」は、相場の強弱を表すリトマス試験紙のような役割を担っているということもできよう。今

## ストラテジー

回は、米軍によるシリア空爆も加わって、「地政学的リスク」のマーケット・インパクトが、比較的強いように感じられる方もいることだろう。しかし、時系列で見ると、3/13に戻り高値19,656円をマークした日経平均が調整に入ったのは、トランプ政権の政策実行能力に対する疑念が大きかった。政策の軸に据えていたオバマケア代替法案を、僅か2ヵ月で放擲したことが信頼感の喪失に繋がったものと思われる。ダウ工業株30種平均が8営業日連続安となり、リスク・オフ・モードへの転換で、為替相場が急速に円高へ振れたことも痛かった。これに、日米貿易摩擦への懸念も加わって、日経平均で1,000円超の下落を招くに至った。結局、昨年11～12月の猛烈な需給相場の反動が、今起こっているものと思われる(グラフ5)。それに、「地政学的リスク」が重なったと見るのが妥当な評価であろう。



### 北朝鮮人民軍の装備は劣悪

しかし、本当に北朝鮮でバトルが起こると想定した場合には、前提条件が全く異なる。ミサイルを何発撃ち、核実験を何回やった所で、心理的な威嚇にはなるが実質的な被害が発生するわけではない。しかし、既に紹介した作戦コード「5015」のように、米軍の先制攻撃が開始されたとなれば、韓国、日本にも相当な被害が出るリスクを否定できない。過去の緊張局面において、歴代の米大統領が攻撃にゴー・サインを出さなかったのは、地続きの韓国の損害が耐えられないものになるためだ。北朝鮮人民軍の装備は、劣悪なものが多い。例えば、「北の将軍様」を讃える軍事パレードに、いまだにT34/85が使われている(端っこの方だが)。第2次大戦中のソ連戦車で、ロジーナ(祖国)との愛称を持つT34戦車(85ミリ砲搭載)は、歴史に残る名戦車である。「壁」が崩壊した直後にベルリンを訪れたことがあるが、ベルリン占領の1番乗りを果たしたT34/85が飾ってあった。つまり、70年以上前の骨董品である。ロシアでは博物館に陳列されている。他もT54、55、62といった半世紀前のもので、最も新しくてもT72が主力だ(改良型はある)。T72は、湾岸戦争で、米軍のエイブラムズM1A1にパーフェクト・ゲームを達成されてい

## ストラテジー

る。エイブラムズの120mm滑空砲は、一度目標をロックオンすると100%外れない。そして、T72の主砲による攻撃も、エイブラムズの装甲は貫通不能だ。あとはゲームと同様に、一方的な屠殺が続くことになる。空軍でも、最新鋭でMIG29だが、これはステルス機能がない。いわんや、朝鮮戦争当時のF15、17となると、これも博物館物である。空軍でもワンサイド・ゲームになるのは火を見るよりも明らかだ。

### 「ピュロスの勝利」

ただし、火砲は旧式ながら、十分な攻撃能力を有している。2010年11月に勃発した韓国との延坪島砲撃戦では、北朝鮮軍が約150発の砲撃を行ったが、内約70発が島に着弾と、まずまずの精度を見せている。各種牽引砲3,500門、自走砲4,400門、多連装ロケット砲2,500門(これも第2次大戦当時のカチューシャ・ロケット砲の末裔である)となれば、軽視はできない。地表に暴露されている陣地は、ほとんど空爆で粉碎されようが、洞窟内の堅固なトーチカがあれば、撃ち漏らしも出てくる。非武装地帯には、戦車も通行可能なものを含めて100以上のトンネルが掘られており、命令一下で南進が可能だ。しかも、ソウルまでの進撃路が僅か60kmとなれば、首都防衛は相当困難になる。しかも、死を恐れない100万人以上の兵士が、突進してくるのだ。最終的には、装備に勝る米韓連合軍の迅速な勝利は動かないが、朝鮮戦争において焦土と化したソウルの悲劇が繰り返されるリスクは小さくない。古代ギリシャのエペイロス王ピュロスは戦術の天才であり、二度にわたってローマ軍を粉碎した。しかし、ピュロス軍の損害も大きく、割に合わない勝利を「ピュロスの勝利」と呼ぶようになった。

### ソウルが焦土と化すリスク

万が一にも北朝鮮攻撃となれば、米韓連合軍にも苦い「ピュロスの勝利」が訪れることになるだろう。損害に対して得るものは少ない。そして、最大の問題は北朝鮮が核保有国であり、長距離ミサイルは信頼性が低いとされているが、日本列島はスッポリとノンの射程圏に入っていることだ。軍事アナリストは、「まだ核弾頭の装備はできていない」との見方が多いが、アナリストが間違えることが多いのは株屋と同じである。仮に、核弾頭でなくても、核汚染物質や化学兵器ならば搭載可能だろう。これに対して、地上配備のパトリオットPAC3、イージス艦装備のSM-3(いずれも米レイセオン製)、そして韓国に配備されるTHAAD(終末高高度防衛ミサイル。主契約はロッキード・マーチン)といった3段構えで防衛を目指す。しかしながら、多数発射される高速のミサイルを迎撃するのは、非常に困難である。もし、撃ち漏らしとなれば、被害は天文学的なものになる。朝鮮日報は昨年9月に、「ソウルが核攻撃された場合、死者は最大で112万人、死傷者は275万人に達する」と報じている。「ピュロスの勝利」のスーパー・バージョンである。米軍基地を抱える日本にも無縁の話とは思えない。しかも、やっかいなことに、固定基地ならば空爆も容易だが、スカッドタイプは常にトレーラーに乗って移動している。湾岸戦争で御記憶の方も多なことだろうが、イスラエルにスカッドが何発も着弾した。多国籍軍はスカッドの位置確認に全力を挙げたけれども、相当な困難だった。英国の著名な特殊部隊SASもスカッド狩りに投入されたが、衛星や無人機による空からの探知には限界があり、最終的には人間によるリアル・タイム情報が必要となる。あの「鉄の壁」で覆われた国に潜入しなければならぬ。ヒューミント(人間による諜報活動。つまり特殊部隊やスパイ)が作戦成功の鍵だ。

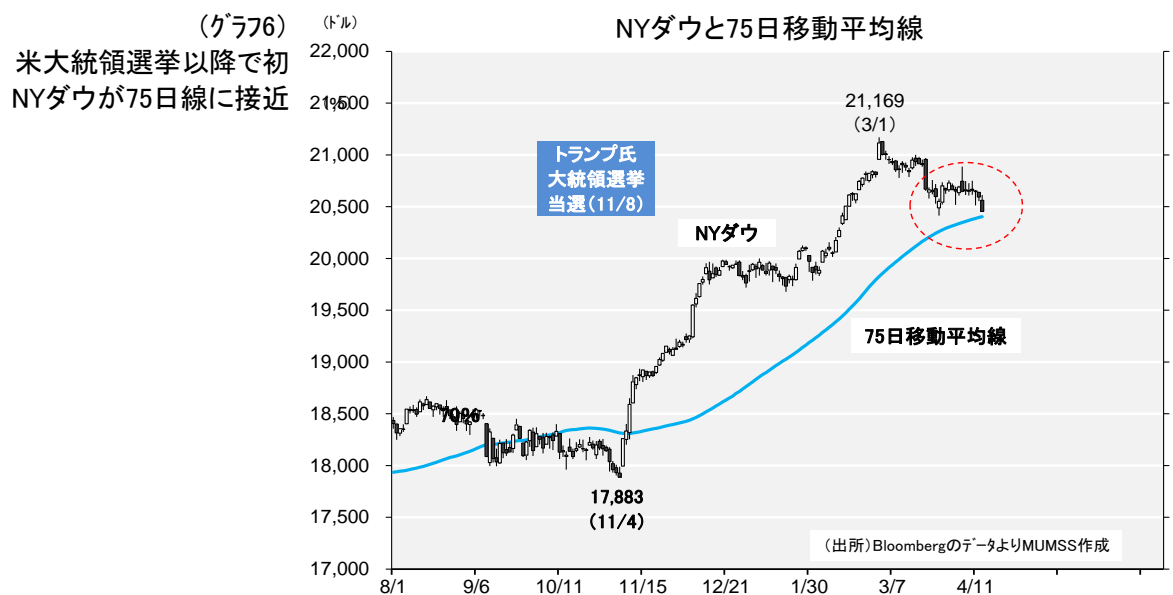
## ストラテジー

### 「悪魔の誘惑」

北朝鮮攻撃計画には幾つものバージョンがあるが、大統領は米軍のみならず、韓国、日本等の周辺国の被害も考慮しなければならない。歴代大統領が攻撃を断念したのも、「ピュロスの勝利」を回避するためだった。したがって、軍事的に威嚇しながら、中国を含めた包囲網で北朝鮮を軟化させるしかない。明確な核保有国を攻撃すれば、反撃リスクは極大化してしまう。しかし、内政の手詰まりを海外の戦争で打開しようとするのは、為政者の常である。新任大統領としては異常な低支持率に喘いでおり、トランプ大統領に悪魔の誘惑が及ぶ恐れも完全には否定できない。4/13、米軍はアフガニスタンのIS(イスラム国)に対して、GBU-43/B超巨大爆弾を投下した。全長9.1メートル、重量9,800kgで「全ての爆弾の母」との愛称を持つ。通常使用されるMk82爆弾は227kgで、モンスターの如き爆弾だ。実戦で初使用だが、アフガンで使用する作戦的必然性はない。トランプ大統領は否定しているが、明白に北朝鮮への威嚇と思われる。

### 米国の「リアル防衛関連株」と 兜町の「バーチャル防衛関連株」

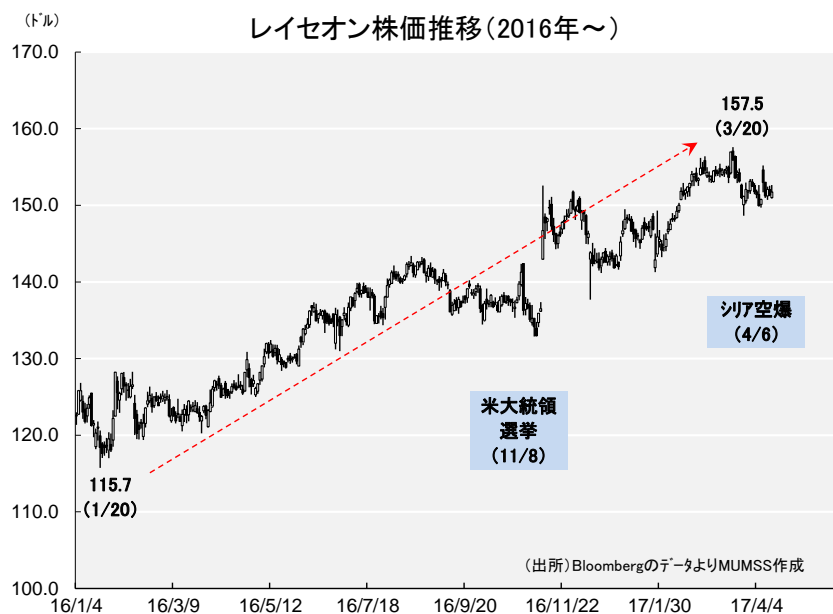
4/13、GBU-43/B爆弾の投下が報じられ、ダウ工業株30種平均は138ドル安で75日移動平均線(20,402ドル)に接近してしまった(グラフ6)。昨年11月以降の上昇相場では初めての経験だ。昨年11~12月相場で主役だった金融、素材株は、米長期金利の低下、財源見通しがたたないこと等から調整モードに入っている。ほぼ全面安の中で、レイセオン、ノースロップ・グラマンといった防衛関連株の上昇が目立った(ロッキードは小幅安)。このグループは、国防予算の大幅増加という確たる材料もあり、単なる「地政学的リスク」だけで買われているわけではない。レイセオンの2017年売り上げ見通しは251億ドル、従業員63,000名(2016/12末。ブルームバーグ)の大企業だ。株価は、昨年1/20安値115.7ドルから3/20高値157.5ドルまで買われているが、「地政学的リスク」以上に、米国防予算増を評価されたものである(グラフ7)。オーソドックスなアプローチでは、こうした業績面の裏付けがある米国防関連株を買うべきであろう。一方、兜町では、先週指摘したように、IHI、石川製作所、豊和工業、重松製作所等の防衛関連株が集中物色される局面があった(グラフ8)。しかし、こうした企業が何故に防衛関連と呼ばれている



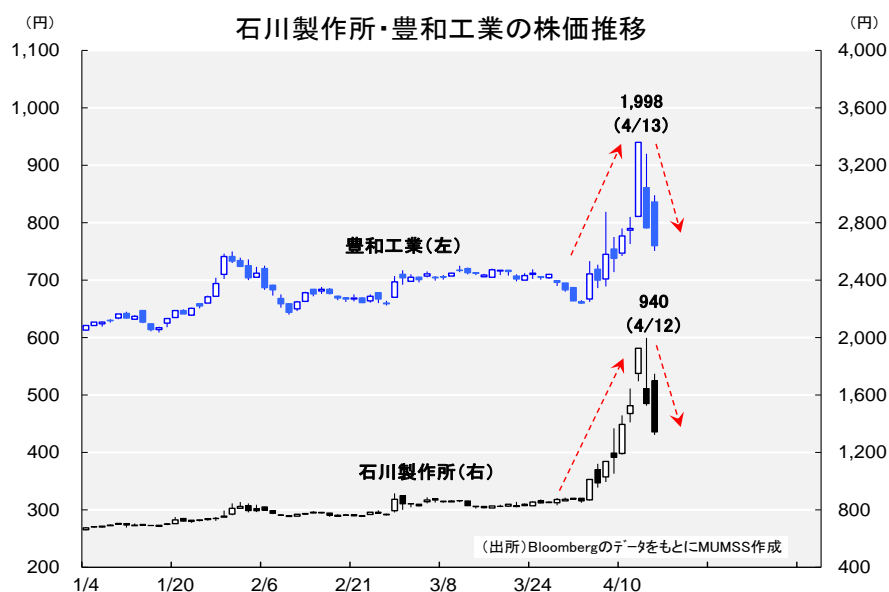
巻末に重要な注意事項を記載していますので、ご参照下さい。

## ストラテジー

(グラフ7) (ドル)  
米国防予算増加を背景に  
堅調に推移するレイセオン



(グラフ8) (円)  
日本市場で乱高下した  
バーチャル防衛関連株



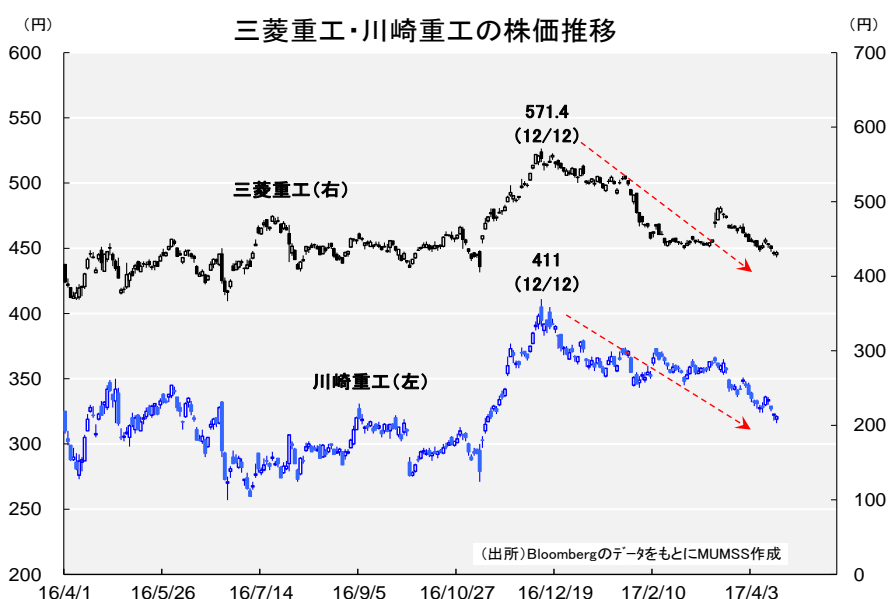
か御存知だろうか？例えば、石川製作所は機雷のメーカーである。91式機雷は、パッシブ・ソナー、アクティブ・ソナーを備えた優れたものだ。しかし、機雷となると、北朝鮮の港湾封鎖とか、至極限定された需要しかない。また、豊和工業は自衛隊の64式小銃や120mm迫撃砲と言った火器メーカーである。つまり両社共に、自衛隊も参戦する大戦争にでもならない限り、業容の急拡大は考えられない。現在の北朝鮮で想定される戦闘は、ミサイル、アンチ・ミサイルによる電子戦だ。旧来の装備に関連した企業は埒外となる。むしろ三菱電機やNECといったエレクトロニクス・メーカーの関与が高いくらいだ。防衛省への納入実績が高い三菱重工や川重は、残念ながら度重なる下方修正で投資家に回避されている(グラフ9)。IHIも収益管理に問題を抱えており、株価は戻り歩調だがアナリストのEPS予想(2017/3期・QUICK)は僅か

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

(グラフ9)  
度重なる下方修正で低迷する  
三菱重工、川崎重工

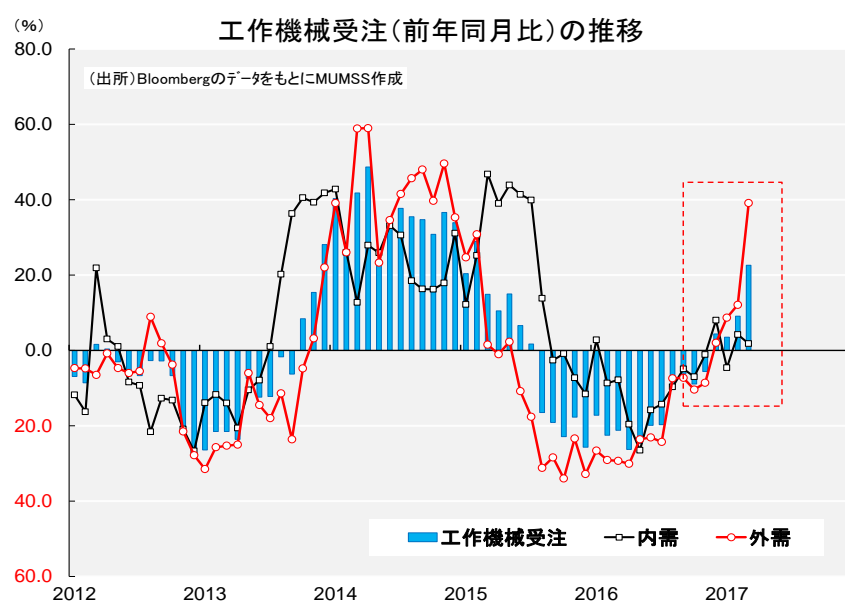


4.4円に過ぎない。つまり、石川製作所、豊和工業等は兜町御用達の「バーチャル防衛関連株」であり、実態はセミプロが「材料株のババ抜きゲーム」をやっているに過ぎない。これに対して、レイセオンやロッキード等は、「リアル防衛関連株」と呼べるだろう。

ディスカウントされた好業績株を拾う

私見では、こうした防衛関連株に注目するよりも、「地政学的リスク」でディスカウントされている好業績株を狙うべきと考えている。3月の工作機械受注統計では、外需が前年比+39.1%と著増を見せていた(グラフ10)。アップルの新型iPhone特需もあろうが、3D-NAND、有機EL、クラウドの進展、5G高速通信網等、イノベーションに伴う設備投資は息が長い展開となろう。通期決算見通しが良好と思われる好実態株の買い場探しである。

(グラフ10)  
外需主導で急回復する  
工作機械受注



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、買い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%(税込み)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(税込み))。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%(税込み)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 2017 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