

週刊 マーケットを読み解くゼミナール

2021年6月21日

講師：神代龍児

【神経質な値動きの中グロース株が優位】

今週の日経平均株価は方向が変わりやすい神経質な値動きになりそうです。米国での金融正常化（中央銀行による国債買い入れ額の縮小と利上げ）が想定よりも早まるとの思惑や、世界的な景気急回復を背景とした買いに一巡感が出始めたことで、日本市場でも利益の確定売りが上値を抑えるとみられます。そうした中、脱炭素と半導体を中心とした、先端技術への政策的な投資拡大が株価の下値を支える構図が想定されます。

一方、米国市場では、米連邦公開市場委員会（FOMC）が示唆する利上げ時期が、市場の予想よりも早いとの懸念が強まっていることを受けて、景気敏感セクターには戻り売りが続くとみられます。金融緩和による景気回復に早晩ピークが来ると懸念が生じるためです。そうした中、米中対立を背景としたハイテク企業への政府支援が関連銘柄への押し目買いにつながるでしょう。また、米長期金利が低下基調にあることもナスダック銘柄を中心とした人気株の下値を支えるとみられます。

<君子豹変—FRB がタカ派的>

先週の最大のトピックは、米金融当局がタカ派的（金利引き上げに前向き）な姿勢に転じたことです。6月15-16日に開催されたFOMCでは、金融正常化の開始時期が2段階早まった印象を市場に与えました。それにより米株価が下落し米長期金利が低下しました。同時に、グロース株がバリュー株に対して底固い動きを見せています。

（FOMC 前後のいきさつ）

ところで、米金融政策を巡るこれまでのいきさつをご説明すると、以下の通りです。

まず、米連邦準備制度理事会（FRB が新型コロナ感染拡大（パンデミック）を受けて昨年春、毎月1200億ドルの国債等の買い入れを決め、また実質的なゼロ金利政策を実施しました。そのFRBのオペレーションは今も続いています。

ただ、米国内で新型コロナワクチンの接種が急速に広まるとともに、製造業だけでなくサービス業の回復が加速。その結果、物価が急上昇してきました。これを受けて、市場参加者の多くは6月のFOMCを控えて、金融政策を次のように予想していました。

- ・国債買い入れの縮小（テーパリング）は来年（2022年）初めにスタート
- ・利上げは2023年末に開始

その一方で、FRBのパウエル議長は一貫して市場予想よりも慎重な見方を示していまし

た。景気回復に関しては、雇用者数がコロナ前の状況から程遠いとの認識を示しながら、「労働市場が完全雇用に戻るまでゼロ金利政策を維持する」との考えを強調してきました。また、足下で急上昇している物価についても、コロナ禍で落ち込んだ水準からの上昇であるため「一時的な上昇にとどまる」と言及していました。そうした雇用や物価の見方を前提に、パウエル議長はテーパリングの話も「時期尚早」と述べていました。

すなわち、金融正常化の時期について議長は、市場予想よりも一段階遅い時期を示唆してきたということです。具体的には、市場参加者が想像していたパウエル議長の金融正常化への道筋は次のような内容でした。

- ・テーパリングの開始時期について、8月下旬のジャクソンホール会議（米ワイオミング州ジャクソンホールで開催される金融当局者会議）でパウエル議長が示唆する。

- ・利上げの開始時期は、2024年以降を維持する。

しかし、このような見方は今回のFOMCで裏切られました。その内容は以下の通りです。

- ・テーパリングの議論は、今回のFOMCですでに開始した。

- ・利上げ開始時期は2023年で、この年に2度の利上げがあり得る。

この結果は、市場予想よりも1段階早いだけでなく、従来のパウエル議長のスタンスよりも2段階早い正常化を意味します。

（ハト派がタカ派的にシフト）

ただし、このFOMCの結果を受けた米国市場が当初、比較的落ち着いた動きをみせたのは、パウエル議長が記者会見で「利上げの開始時期についてはFOMCメンバーの個人的な予想に過ぎず、FOMCの意見ではないと」述べるなど、市場の過剰反応を抑える姿勢を見せていたからです。

ところが、米セントルイス連銀のブラード総裁が先週末（18日）、「来年（2022年）に利上げを開始するのが適切かもしれない」との考えを示し、先週末の米国株価の急落をもたらしました。

ブラード総裁がCBNCのインタビューでの発現内容は以下の通りです。

- ・利上げ開始は2022年の終盤と予想。

- ・2021年のインフレ率（コアPCEインフレ率）は3.0%、2022年は2.5%で、2年続けて2.5-3%のインフレが続く。

- ・FOMCは2021年の実質GDP成長率を当初4%と予想していたが、それが今や7%にまで引き上げられた。

- ・インフレ率が想定以上であり、FOMCが若干タカ派となるのは自然な対応。

仮に2022年の終盤に利上げを実施するとすれば、テーパリングはその1年前に開始しているはず。その結果、テーパリングの開始時期は来年初ではなく、年の終盤という読みになってきます。

なお、ブラード総裁はFOMCメンバーではあるものの、現在は議決権を持っていません

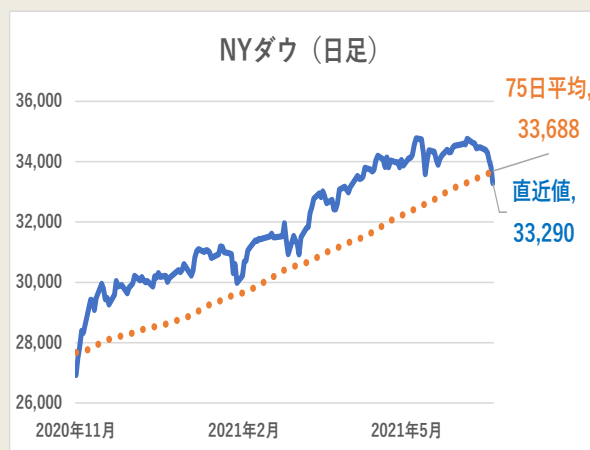
ので、テーパリング決定にはかかわりません。それでも、従来はハト派（利上げ慎重派）と見られていたブラード総裁が、同じくハト派と見られるパウエル議長とともにタカ派に近付いたことはまさに「君子豹変する」の故事を体現した格好であり、市場にサプライズをもたらしました。

<米株価は二極化>

(NYダウは下値支持線を割り込む)

その結果、先週の米株価は下落し、中でも NY ダウの下げが目立ちました。NYダウは先週末に 1.6%安となり、週間でも全日下落して（5日続落）、1週間で 1189ドル（3.4%）も下げました。

その結果、昨年 11 月の米大統領選の後に下値支持線となっていた 75 日移動平均線（先週末時点で 33688 ドル）を割り込んでいます（右図参照）。なお、次の直近の下値めどは 100 日移動平均線の 33061 ドルです。



75 日移動平均線の上の水準にすぐに戻れるのか、あるいはこのラインが上値抵抗線になるのかは、中期的なトレンドを見るうえで注目されます。

(一旦、反発するタイミング)

ただ、今週の NY ダウについては、経験則では反発する一旦反発する場面がありそうです。先週末まですでに 5 日続落となっているため、その反動が想定されるからです。

まず、2015 年以降で、NY ダウが 5 日続落したケースは以下の通りです。全部で 18 回あります（先週分も含む）。

2015 年

- 1 月 9 日－15 日 （5 日続落）
- 7 月 21 日－27 日 （5 日続落）
- 7 月 30 日－8 月 7 日 （7 日続落）
- 8 月 18 日－25 日 （6 日続落）

2016 年

- 2 月 5 日－11 日 （5 日続落）
- 6 月 9 日－15 日 （5 日続落）
- 7 月 25 日－8 月 2 日 （7 日続落）
- 10 月 27 日－11 月 4 日 （7 日続落）

2017年

1月12日-19日 (5日続落)

3月16日-27日 (8日続落)

2018年

4月17日-24日 (6日続落)

6月12日-21日 (8日続落)

2019年

3月4日-8日 (5日続落)

7月30日-8月5日 (5日続落)

2020年

1月21日-27日 (5日続落)

2月20日-28日 (7日続落)

2021年

1月21日-27日 (5日続落)

6月14日-18日 (5日続落)

今回を除くと、続落の発生回数は以下の通りです。

5日続落 9回

6日続落 2回

7日続落 4回

8日続落 2回

まず、5日続落で終了するケースは全17回のうち9回(53%)でした。したがって、週明け月曜日のNYダウが反発するか続落するかは、五分五分ということになります。

逆に、9日以上続落はなかったので、仮に今週木曜日まで続落(8日続落)となれば、金曜日は反発が期待できます。

次に、7日続落となるケースで、翌日も下落する確率(8日続落となる確率)は12%です。言い換えれば、仮に水曜日の時点でNYダウが7日続落ならば、翌日に反発する可能性は90%近いということです。

なお、今週月曜日も下落して6日続落となれば、翌日反発する可能性は64%とまずまずです。いずれにしても、今週は押し目買いのチャンスと見ることもできます。

ただし、これは一時的な反発となるとみるべきでしょう。それでも、テクニカル分析では、中長期の上昇トレンドが終了したとは言えない状況であるため、NYダウはどこかのタイミングでは戻りを試すはず。そういう観点で、今週は戻りを試すタイミングの候補となります。

(ナスダックは底固い)

一方、ナスダック指数の動きはNYダウのそれとは様相が異なります。先週末の下落は

NY ダウの 1.6%安に対してナスダックは 0.9%安にとどまりました。週間でもナスダックは前週末比 0.3%の下落にとどまっています (NY ダウは同 3.4%安)。

今月に入り米長期金利の低下傾向が明らかになったことが、PER が高いナスダック指数の下支えになっています。

ちなみに、PER が高いということは、益回り (PER の逆数=1 株当たり利益÷株価) が低いことを示します。低い益回りは低い長期債利回りと比較されやすいため、PER の高いナスダックは長期債利回りの影響を受けやすくなります。

特に、インフレ率の上昇など金利上昇につながる材料が次々に出る中で長期債利回りが低下していることを受けて、この利回り低下は一時的な現象ではないとの安心感が広がっていることが、ナスダック銘柄の押し目買いにつながっています。

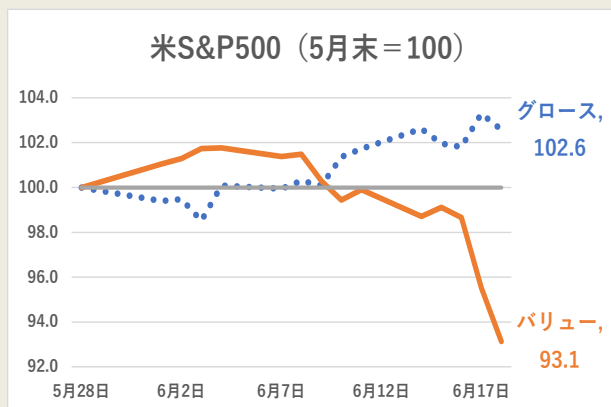
チャートで見ても、NY ダウが割り込んだ 75 日移動平均線を、ナスダック指数は上回っており、ナスダックの底固さが確認できます (右図参照)。先週末のナスダック指数の終値 (14030 ポイント) は、75 日移動平均 (13606 ポイント) を 424 ポイント (3.1%) 上回っている状態です。



(グロース株とバリュー株の泣き別れ)

また、足下でバリュー株からグロース株への資金シフトが鮮明になっています。

先月末の水準を 100 として、グロース株の今月の動きを見ると、先週末時点で 102.6 であり、今月は 2.6%上昇しています。一方、バリュー株は 93.1 となり、前月末比 6.9%安と大きく下落しています。なお、ここでは S&P500 採用銘柄のうち、グロース株とみなされる銘柄で構成される



構成される S&P500 グロース株指数と、バリュー株とみなされる銘柄で構成される S&P500 バリュー株指数を比較しています。ちなみに、グロース株は成長株のことで、利益成長を期待して買われる銘柄です。また、バリュー株は割安株とも言われ、景気動向を反映する (景気敏感株) とみられています。

このようなグロース株とバリュー株の泣き別れともいえる状況が発生した原因は、以下の通りです。

- ・米長期金利の低下が PER の高いバリュー株を支える。
- ・米長期金利の低下の背景にある景気回復のピークアウトの対する警戒が、バリュー株の重しとなる

そこで、以下では米長期債利回りの動きを確認します。

<米長期債利回り低下の背景>

(長期債利回りの上昇と鈍化)

年初（1月3日）に0.930%だった米10年国債利回りは2月半ばから上昇基調を強め、3月20日には1.776%まで上昇して2%台乗せを意識させる動きでした。背景には、新型コロナワクチンの接種が急速に拡大したことで、米国景気がコロナ前に回復するにとどまらず、高成長が達成されるとの見方が広がったためです。実際、今年1-3月期の米国の実質 GDP 成長率は前期比年率6.4%と、新興国並みの高水準を記録しました。



特に、バイデン大統領が総額6兆ドルに上る各種政策を打ち出したことも、国債の増発への思惑につながり長期債利回りの上昇につながりました。

ただ、4月に入ると長期債利回りの上昇ピッチが鈍化します。その理由として市場では、FRBが金融正常化に極めて慎重な姿勢を示していることが挙げられていました。雇用の回復を後押しする観点で、FRBはこれ以上の長期債利回りの上昇を容認しないだろうという見立てです。それでも市場には、長期債利回りの上昇鈍化は一時であり、景気回復に伴い改めて上昇基調を取り戻すとの見方が根強く残っていました。

(インフレ率上昇の中で長期金利低下の矛盾)

そうした中、景気の急回復にともない物価上昇が鮮明になってきました。期待インフレ率（市場のインフレ予想）はバーナンキショック（※）が起きた2013年並みの水準に上昇しています。

※バーナンキFRB議長（当時）が2013年5月22日に、テーパリングの可能性に言及したことで世界的な金融市場の混乱を招いたケース。

これを受けて、米長期債利回りは再度上昇しましたが、3月30日の水準を上回ることはありませんでした。それどころか、高いインフレ率が発表されたにもかかわらず利回りの上昇が限定的だったことを受けて、逆にその後は利回り低下が目立つようになりました。

そこで、この状況を債券投資の観点で説明しましょう。まず、利回り上昇は債券の売りによるものであり、利回りの低下は債券の買いによるものです。投資家が10年国債を積極的

に買えば10年債利回りは低下しますし、10年国債を売れば利回りは上昇します。したがって、2月半ばから3月末まで投資家は、景気の急回復を背景に、いずれFRBが毎月1200億ドルの国債買い入れを止めるだろうし、さらにいずれ利上げを行うとみて、1.0%程度の低い利回りだった10年国債を売り始めました。これが長期債利回りの上昇をもたらしたのです。

その後、機関投資家の国債売りは一巡したとみられますが、一方でヘッジファンドなどの投機筋は、国債価格の一段の下落(利回りの上昇)を期待して米債先物を売っていきました。

ところが、国債価格の下値は堅くなり、10年債利回りの上値が重くなります。特に、予想を上回るインフレ率が発表されたにもかかわらず国債への売り圧力が弱かったことが、投機筋にとっては痛手となりました。彼らはロスカットのために国債先物を買戻し、これが国債価格の上昇(利回り低下)をもたらしました。

そして、先週のFOMCを巡る国債利回りの状況を見ると、米長期国債を買う動きが一段と強まっており、利回りは容易に上昇しないとみられます。

ところで、FOMCの結果は本来、利回り上昇につながるはずですが、すなわち、

- ・FRBが毎月1200億ドルの国債買い入れを止める日が近づいている。
- ・利上げの時期が予想より早まる公算。

これだけ見ると、国債売りとなっても良いはずですが。実際、FOMCの結果を受けて、米10年債利回りは15日の1.489%に対して、1.581%に上昇しました。ただ、それでも3月30日の1.7%台には届きません。さらに、先週末はブラード総裁がタカ派的な発言をしたにもかかわらず、長期金利は1.443%にまで急低下しています。

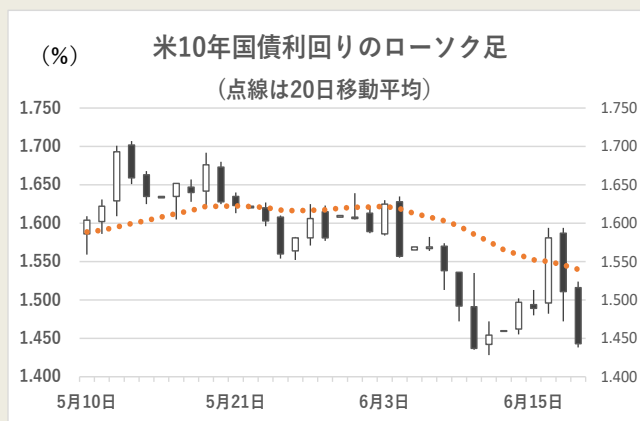
これを国債先物の売り方の立場(投機筋の立場)で見れば、次々に金利上昇につながる材料(国債売りにつながる材料)が出たにもかかわらず、国債先物が下がらないために、踏み上げられる格好で買い戻さざるを得ない状況に追い込まれたということです。

(米国債への構造的な需要)

この状況は、米10年国債を買いたい投資家が非常に多いことを意味します。とりわけ、実需として(長期投資のために)国債を買いたい投資家(機関投資家など)が多いということです。

機関投資家などの長期投資家が米国債を買う主な理由は以下のように推測されます。

- ・世界的な運用資金の膨張
- ・米景気回復のピークアウト予想



前者（世界的な運用資金の膨張）の意味は、世界経済の規模拡大に伴うマネーの増大で、投資しなければならない資金が年々増加しているということです。彼らは、大量の資金を投資できる安全な市場に投資しようとするが、そうした中で外せないのが米国債です。安全性が高いうえに一定の利回りが確保できるためです。

たとえば日本の機関投資家にとっても、利回りがほぼゼロ%で格付け（フィッチ）が「A」の日本で運用するよりも、利回りが1%台で格付けが「AAA」の米国で運用する方が合理的です。したがって、足下の米景気や物価の動向はどうあれ、巨額の資金がコンスタントに米国債市場に流れ込む構図が見て取れます。

また、後者（米景気回復のピークアウト予想）については、予想よりも早めにテーパリングと利上げが始まるとすれば、今の景気拡大のピークもその分だけ早めに訪れるとの予想が強まっているということです。そういう見方をすれば、長期債利回りのピークも遠くない時期に訪れるとみて、いかに早く国債を粛々と買っていった方が良いという判断になります。

その結果、投機筋が期待したような国債価格の大幅下落は起こらず、逆に国債価格が上昇し始めたことで、米国債を買い戻さざるを得なくなったというわけです。

このようにFRBがタカ派的（利上げに前向き）になったことは、長期国債市場では逆に、利回りの低下要因となりました。また株式市場では、景気敏感株のバリュー株には売り圧力が強まり、金利敏感株のグロース株の買いにつながっています。

<G7はグロース株を後押し>

（米国はハイテク企業を強化）

さらに、グロース株については、米中対立を背景とした米政府のハイテク投資が強気材料となります。今月11-13日に英国で開催されたG7サミット（主要7か国首脳会議）では、共同宣言の中で、ポストコロナにおいても経済に対する後押しを続けることを確認しています（以下参照）。

●我々がパンデミックの最中に実施した12兆ドルの支援を基礎として、回復計画を前進させることにより、我々の経済を再活性化する。

我々は、必要な期間にわたり経済への支援を継続し、我々の焦点を、危機対応から移行し、年齢、民族又は性別にかかわらず、いかなる場所も人々も取り残されることのないように、雇用を創出し、インフラへ投資し、イノベーションを推進し、人々を支援し、レベルアップさせる計画を伴う、将来に向けた成長の促進に移行させる。

米国のサリバン米大統領補佐官は、G7サミットについて、民主主義の保護や技術競争などさまざまな課題で中国と「対抗し競う」ことで各国が結束したとの認識を示したと言及。米国の戦略として中国とのハイテク企業の競争を強化する構えです。

〔骨太の方針〕も成長戦略を優先)

このようなG7サミットの意向は、一種の外圧として日本の政策にも及び始めており、株式市場にとっても前向きな材料になります。

政府が18日の臨時閣議で決定した「骨太の方針」(今年の経済財政運営と改革の基本方針)では、成長戦略として脱酸素と半導体が目玉です。税制によって脱炭素化の効果が高い製品を生産する設備投資を促すことや、最先端の半導体を生産する拠点の国内立地を推進し、確実な供給体制を構築することなどを盛り込みました。

一方、財政健全化目標について政府は、骨太の方針で「基礎的財政収支(プライマリーバランス)」を2025年度に黒字化することを掲げながらも、今年度中に新型コロナウイルスの経済財政への影響を検証し、目標年度を再確認することも盛り込みました。「プライマリーバランスの黒字化は2025年度まで必達(経済よりも財政の健全化を優先)」との従来の方針から弾力性を持たせて、経済成長に力点を置く構えとみられます。

これまで政府は、景気が回復基調に入ればすぐに財政健全化路線に戻り、国民負担(消費税の引き上げなど)を増やすことで、景気の回復基調に冷や水を浴びせることを繰り返してきました。しかし、先のG7サミットで、「経済の再活性化」、「必要な期間にわたり経済への支援を継続」が共同宣言に盛り込まれたことで、安易に財政健全化路線に戻れない状況になりました。その背景には、中国を意識した経済安全保障があるだけに、日本では従来とは異なり、経済の上げ潮政策が続く可能性が高そうです。

<ロボット関連の企業>

骨太の方針では、成長戦略の中身としてロボットにも注力する構えであり、自動配送ロボットや電動キックボードの公道での走行の実現に向け、今年度のできるだけ早期に関連法案を提出するとしています。

そこで、自動配送ロボットに関連するとみられる企業の例を表にしてみました。なお、ここではロボットを製造している企業だけでなく、ロボット製造に必要な部品を供給する企業や関連ベンチャーへの投資を実施している企業も含まれています。

コード	銘柄名	市場	株価 (円)	予想PER (倍)	PBR (倍)	利回り (%)	予想ROE (%)
3105	日清紡HD 東証1部	東証1部	908	20.3	0.7	0.0	3.3
3132	マクニカ・富士エレHD	東証1部	2621	12.7	1.1	2.3	9.1
3676	デジタルハーツHD	東証1部	1542	26.3	5.9	1.0	24.6
4812	ISID	東証1部	4200	32.2	4.6	1.2	14.0
6758	ソニーグループ	東証1部	10500	20.1	2.3	0.5	11.8
7911	凸版印刷	東証1部	1853	19.1	0.5	2.2	2.6
8154	加賀電子	東証1部	3050	10.9	0.9	2.6	8.8

-to be continued-

ご留意事項

- ・本資料は、経済分析の参考となる情報の提供を目的としたもので、投資判断に資することや投資勧誘を目的としたものではありません。
- ・投資判断の最終決定は、お客様ご自身の責任と判断でなさいますようお願いいたします。
- ・本資料は、信頼できると考えられる情報に基づいて作成されておりますが、その正確性及び完全性に関して責任を負うものではありません。
- ・本資料に示された意見や予測は、作成時点での見通しであり、今後予告なしに随時変更することがあります。
- ・本コラムの著作権は筆者にあり、無断のコピーや転載は固くお断りします。