



F-エリオット分析

日本株レポート

(2019年2月10日)

株式会社エフ・エリオット 藤原 尚之  
ホーム・ページ <http://www.f-elliott.com>  
Eメール [fujiharan@f-elliott.com](mailto:fujiharan@f-elliott.com)

このレポートで提供している情報は信頼できると考える筋から得たものですが、当社及び筆者は掲載された情報の完全性あるいは正確性を保証するものではありません。また、見解や見通しは記載時点での判断であり、予告なしに変更されることがあります。このレポートはいかなる金融商品についても、その売買に関する申し込みあるいは勧誘を意図したものではありません。このレポートの受領にあたり、掲載されている有価証券または金融取引に関する判断は投資家ご自身でなさるようお願い致します。筆者はこのレポートで推奨した有価証券あるいは金融取引について自己勘定取引をこれまでに行なった、あるいは今後行なう場合があります。

レポートの転送・無断使用は厳禁です。著作権を侵害した場合は、5年以下の懲役もしくは500万円以下の罰金またはこれを併科されます。(著作権法第119条)

{売り手HFの買い戻しは一巡、世界経済は悪化傾向、日本企業の収益も悪化傾向}

先週の日本株は、トランプ大統領や政権幹部から「米中貿易協議はうまくいっている。」との楽観的コメントが相次いだことで米国株が続伸し、これを受けてTOPIXも2月6日には一時1591まで反発する場面がありました。

しかし、2月6日のNY時間にトランプ大統領が、「米中合意には不公正な貿易慣行を終わらせ、米国の恒

常的赤字を減らし、米国民の雇用を守るような、本物の構造改革が盛り込まれる必要がある」と述べたことや3月1日の米中貿易協議の期限切れまでに「米中首脳会談が開催される予定はない」と述べたことで、米中貿易協議への懸念が表面化し、2月8日にはTOPIXは一時1536まで下落する展開となりました。

ここで現状のマクロ経済を整理しておく、

- ① 中国景気は悪化傾向＝1月のマークイット製造業 PMI は 48.3 に低下し、2015年2月以来の低水準、昨年から政府は景気対策を次々に打っていますが、今のところ改善の兆しはありません。過去のバブルでの過剰設備や過剰債務を清算する動きが出ているのではないかと思われます。これは米中貿易戦争が緩和されても変わらないのではないかと思われます。
- ② ユーロ圏の景気は悪化傾向＝ユーロ圏1月のマークイット製造業 PMI は 50.5 に低下、その他の PMI も坂道を転げ落ちるように低下しており、ドイツの製造業 PMI は 50 割れ、イタリアはリセッション入り、ドイツの今年の成長率見通しも 1.1% に下方修正されました。この傾向は米中貿易戦争が緩和されても変わらないのではないかと思われます。

- ③ 日本及びアジアも景気悪化傾向＝日本1月のマークイット製造業 PMI は 50 に低下、ASEAN の1月の製造業 PMI は 49.7 に低下し1年半ぶりの低水準、中国経済の悪化が主因ですが、この傾向は米中貿易戦争が緩和されても変わらないのではないかと考えられます。
- ④ 米国景気もピークアウト＝米国1月のISM非製造業景気指数は56.7に低下（米国経済の8割以上は非製造業が占めています）、昨年7月以来の低水準、株価は大幅反発したものの、中国やユーロ圏などの景気悪化で企業の売り上げ見通しも鈍化している。

となっており、世界経済は全体的に悪化もしくは鈍化傾向で、この流れは米中貿易戦争が多少緩和しても、劇的には変わらないのではないかと考えられます。

こうした世界経済の状況に加え、①米国の暫定予算の問題や、②3月の米国政府の債務上限の引き上げ問題があり、加えて、英国の「ハードブレグジット」の懸念が未だに残っている、というのが現在の世界の状況です。

1月4日以降は、FRBの「ハト派」への豹変を材料にCTAやHFTなどアルゴリズムが先物を買上げ、そ

れを受けて売り手 HF などの買い戻しが進んだことで世界的に株価は反発しましたが、こうした反発はファンダメンタルズが悪化する中での反発となっていますので、典型的な「下げ相場の中での中間反騰」だったのではないかと考えられます。

日本企業の業績を見ても、10月～12月期は前年比で純利益が24%の減益になっており、1月～3月期も減収・減益傾向が継続する模様ですので、これでは日本株も下げトレンドを継続する可能性が高いのではないかと考えられます。

2月11日には米国の暫定予算が合意に達するとの見方や、3月1日に期限が切れる米中貿易協定は期間が延長されるとの見方があり、2月14日～15日には中国で米中貿易協定が行われ、再びムニューシンが楽観的なコメントを発表する可能性があります。これで株価が反発するならば、それが売り場になるのではないかと筆者は予想しております。＝ファンダメンタルズの悪化は当分続くと考えられるため。

なお、英国が「ハードブレグジット」になった場合は、株価は予想以上の下げに見舞われるのではないかと考えられます。(筆者でさえ「ハードブレグジット」は避けられると予想しているため)

{今週の主な経済指標}

- ① 日本1月の工作機械受注 (2月12日)
- ② 米国1月の消費者物価 (2月13日)
- ③ 米国12月の財政収支 (2月13日)
- ④ 日本10月～12月期GDP・速報値 (2月14日) : +1.5%の予想
- ⑤ 中国1月の貿易収支 (2月14日)
- ⑥ 中国で米中貿易協議 (2月14日～15日) : ライトハイザー、ムニューシン、マルパスが参加
- ⑦ 米国1月の生産者物価 (2月14日)
- ⑧ 中国1月の消費者物価・生産者物価 (2月15日)
- ⑨ 米国1月の小売売上 (2月15日)
- ⑩ 米国1月の鉱工業生産 (2月15日)
- ⑪ 米国2月のNY連銀製造業景気指数 (2月15日)

{需給関係} 1月第5週も海外投資家は現物株を売り越し、先物は買い越し

1月第5週の投資主体別売買動向では、

外人＝現物では1,294億円の売り越し(海外年金などの中長期投資家は日本株を売っているのではないか)、  
2週間ぶりの売り越し、先物では1,261億円の買い越し、3週連続の買い越し (CTA や HFT などアルゴリズムの買い仕掛けではないか)

個人＝現物は331億円の売り越し、4週連続の売り越し、信用は253億円の買い越し、2週連続の買い越し、先物は103億円の買い越し、2週連続の買い越し

信託銀行＝現物は1,064億円の買い越し (自社株買いか) 、2週間ぶりの買い越し、先物は1,393億円の売り越し、2週連続の売り越し

日銀＝764億円のETF買い＝将来の国民負担を考慮せずに能天気買い増し継続

日本からの海外投資では、外国株は3,951億円の売り越し、4週連続の売り越し、外債は9,153億円の買い越し、2週間ぶりの買い越し。



{企業業績} 10月～12月期は前年比24%の減益になった模様（日経新聞の集計）

2月9日の日経新聞社の集計によれば（未だ決算発表は全部終わっていないので途中経過ですが・・・）、日本企業の10月～12月期の純利益は前年比24%程度の減益になった模様です。＝予想以上の大幅減益  
特に、自動車、自動車部品、非鉄などが26%の減益になった模様で、中国の需要の悪化などが響いたもの  
と思われます。

1月～3月期もこの減収・減益傾向が継続するのではないかと予想されています。

{日銀の政策} 日銀のETF買いで日本企業は「モラル・ハザード」を起こしている。

黒田総裁は、消費者物価を2%にするため「異次元緩和」と称して日本国債を大量に買い入れる一方で、金融緩和や消費者物価の2%の達成にはほとんど関係のない「日本株のETF買い＝単なる株価維持策＝将来、株価が下がれば日銀が債務超過に陥る可能性が高い＝そうなれば国民の税金を使って資本を増強することになる。」や「REITのETF買い」を大量に買い入れて相場操縦をし、日銀の資産を滅茶苦茶にしています。(すでに日本のGDPを超える553兆円以上の資産を抱えています。＝売るのは至難の業です。)

しかし、こうした日銀によるETF買いは、株式市場に「大きなゆがみ＝株価が異常にかさ上げされている＝ファーストリテイリング(9983)など」をもたらし、コーポレート・ガバナンスを崩壊させ、企業経営者の「モラル・ハザード」を招いています。(日銀が日本企業の「物言わぬ大株主」となっていることで、企業経営者は株主からの監視を気にすることもなく、「平気で不正を繰り返し、その責任も取らない」という状況に陥っており、日本企業による検査不正や商品の安全性軽視の動きが拡大しています。＝これでは海外の中長期の投資家は日本株を買わないのではないかと思います。)



{日本株の懸念材料}

1. 2019年10月の消費税10%への引き上げ＝家計の消費悪化
2. 安倍政権下でのデータの不正・改ざん＝ウソの数字を発表しており、経済統計は信用できない。
3. 中国の過剰設備＋過剰債務問題＝本格的なバランスシート調整が必要な状況
4. 日本の内需の低迷＝家計の実質所得の低迷＝トリクルダウンは夢のまた夢
5. 安倍政権の経済政策の失敗＝トリクルダウンなどは起きていない上、格差が拡大したこと。
6. トランプ政権の減税政策による米国の財政赤字の拡大＝「円高・ドル安」懸念
7. 「米中冷戦」＝日本企業の中国向け輸出の減少＋日本企業の中国工場からの米国向け輸出減少
8. 日米FTA交渉入り＝自動車輸出の数量規制や「為替条項」の導入の可能性
9. 中国など新興国経済の悪化＋ユーロ圏経済の悪化＋日本経済の悪化＝日本企業の収益悪化
10. トランプ大統領の「ロシア・ゲート」問題の表面化

{テクニカル分析}

{日本株} 下げトレンドが継続中ではないか、下値メドは 1192 程度か

1. TOPIX のボトムは 2009 年 3 月の 698 だった。(2012 年 6 月の 692 は第 2 波がイレギュラーしたものと  
と思われる。)
2. この 698 からの反発で、TOPIX は 2014 年 1 月には 1308 まで上昇したが、その後いったんは調整が入  
った。
3. しかし、2014 年 4 月 11 日の安値 1121 を起点に、再び戻りを試す展開となった。(GPIF など公的  
年金の日本株ウェートの拡大や外債投資枠の引き上げへの期待がこの戻りを支援していた。)
4. この GPIF の日本株買いへの期待に加え、日銀が 2014 年 10 月 31 日に日本株 ETF を年間 3 兆円に買  
い増すことを発表したことや (その後 6 兆円に枠を拡大)、日経平均が 2007 年高値の 18,300 円を超  
えたことで、日本株はバブル相場に入り、TOPIX は 2015 年 8 月に 1702 の戻り高値を示現した。
5. しかし、TOPIX は 2015 年 8 月 11 日の戻り高値 1702 示現後はいったん調整局面入りとなり、2016 年

6月24日には1192まで下落した。(ブレイクジット懸念で)

6. しかし、この下げが④波目の下げ局面となり、2016年6月の1192示現後は、TOPIXは上昇トレンドの最後の⑤波目の上昇局面に入り、今年1月23日には1911まで上昇した。(日銀が年間6兆円もの異常なETF買いを実施したことが、この上げを支援した。)
7. しかし、この時点でテクニカル指標では、すでに月足RSIには「W字+V字の売りシグナル」という「強い売りシグナル」を発生していたことや、週足RSIにも「W字+V字の売りシグナル」の「強い売りシグナル」を発生していたことから、2018年1月23日の1911が2009年3月の安値698から続いたTOPIXの長期バブル相場のピークだったのではないかとと思われる。
8. 筆者の見通しが正しいとすれば、TOPIXは2016年6月安値の1192程度までの下げがあり得るのではないかとと思われる。

{NY ダウ} NY ダウのバブル相場は終わった。当面の下値メドは 19,126 ドル程度か

1. NY ダウは、FRB による「異常な金融緩和」による「金余り」と中国の 4 兆元の景気対策を背景に、リーマン・ショックでの景気の悪化を乗り越えて上昇トレンドを描き、2009 年 3 月の安値 6,469 ドルから 2018 年 10 月 3 日には 26,951 ドルまでの歴史的な上昇を見せた。
2. しかし、これまで低位で安定していた米国長期金利が本格的な上昇を始めたことで米国株の「割高感」が意識されたことや、「米中冷戦」が拡大・長期化してきたこと（世界の需要が悪化したこと）、減税効果が切れることなどから、この 26,951 ドルが高値となり、現在は本格的な調整局面に入ったところではないかと思われる。
3. また、テクニカル指標の多くが 10 月 3 日の高値が「NY ダウの天井」であったことを示唆していた。
4. 筆者の予想通り NY ダウの「史上最大のバブル相場」が終わったとすれば、この調整局面の当面の下値メドは 38.2%押し of 19,126 ドル程度ではないかと思われる。しかし、もしもこれを下回ることになれば、2015 年 8 月安値の 15,370 ドル程度まで下げる可能性が出てくる。

{ナスダック} 当面の下値メドは 5509 程度か

1. ナスダックは、2002 年の安値に対するダブル・ボトムを 2009 年の 1265 で示現してからは上昇トレンドに入った。
2. この上昇トレンドは 9 年以上も継続し 2018 年 8 月 30 日には一時 8133 まで上昇した。
3. しかし、この 8 月 30 日時点の予想 PER は 24.25 倍と異常に高かったことや、テクニカル指標にも多くの「異常な売りシグナル」が発生していたことから、2009 年 3 月安値の 1265 からのナスダックの長期上昇トレンドは、昨年 8 月 30 日の 8133 で終了した可能性が高いのではないかとと思われる。
4. 筆者の予想通りナスダックのバブル相場が終わり、長期下落トレンドに入ったとすれば、当面の下値メドは 38.2%押しの 5509 程度ではないかと思われるが、この 5509 を下回れば、2015 年 2 月安値の 4209 程度までの下げもあり得るのではないかとと思われる。

GDP上位国の株価指数

	2月8日	株価指数	予想PER(倍)	直近のGDP成長率
1位	NYダウ	25,106	15.17	3.4%
1位	S&P500	2,707	16.13	3.4%
1位	ナスダック	7,298	20.67	3.4%
2位	上海総合	2,618	9.85	6.4%
3位	日経平均	20,333	14.75	-2.5%
3位	TOPIX	1,539	12.37	-2.5%
4位	DAX	10,906	11.74	-0.8%
5位	FT	7,071	12.39	1.5%

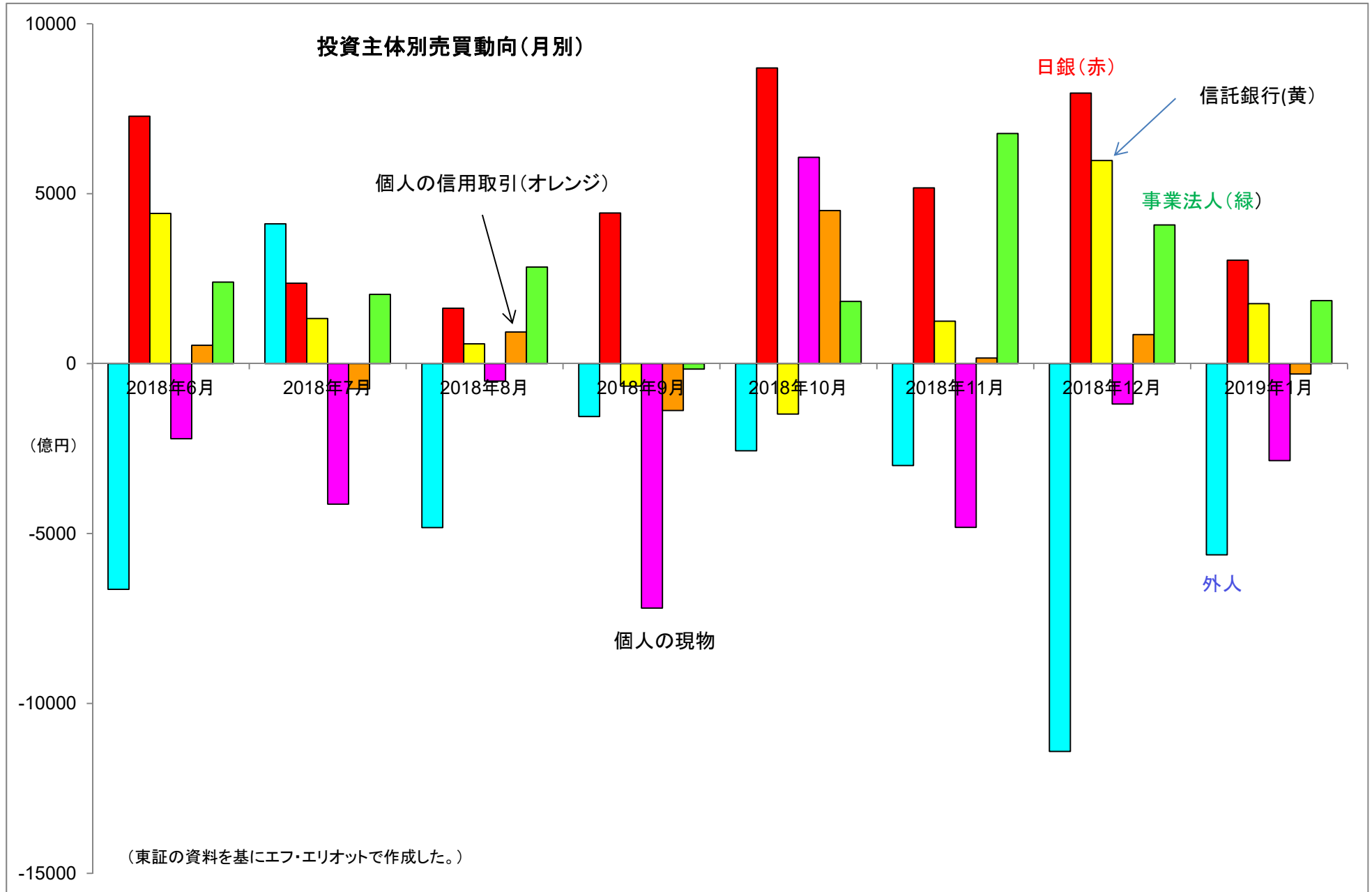
(ブルンバーグの予想を参考として計算した)

PBR1倍 = TOPIX = 1327

PBR0.9倍 = 1194

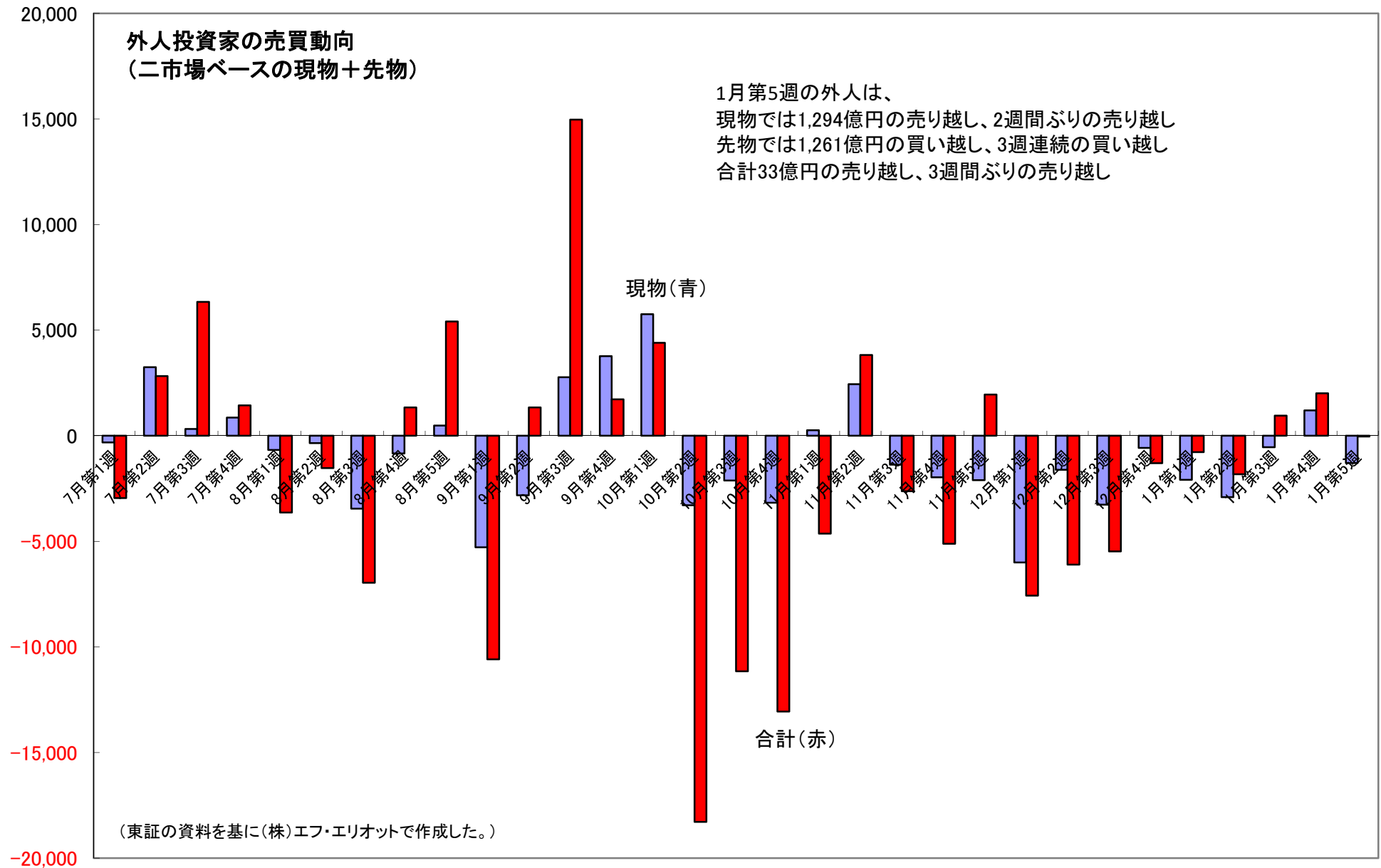
PBR0.8倍 = 1061

### 投資主体別売買動向(月別)



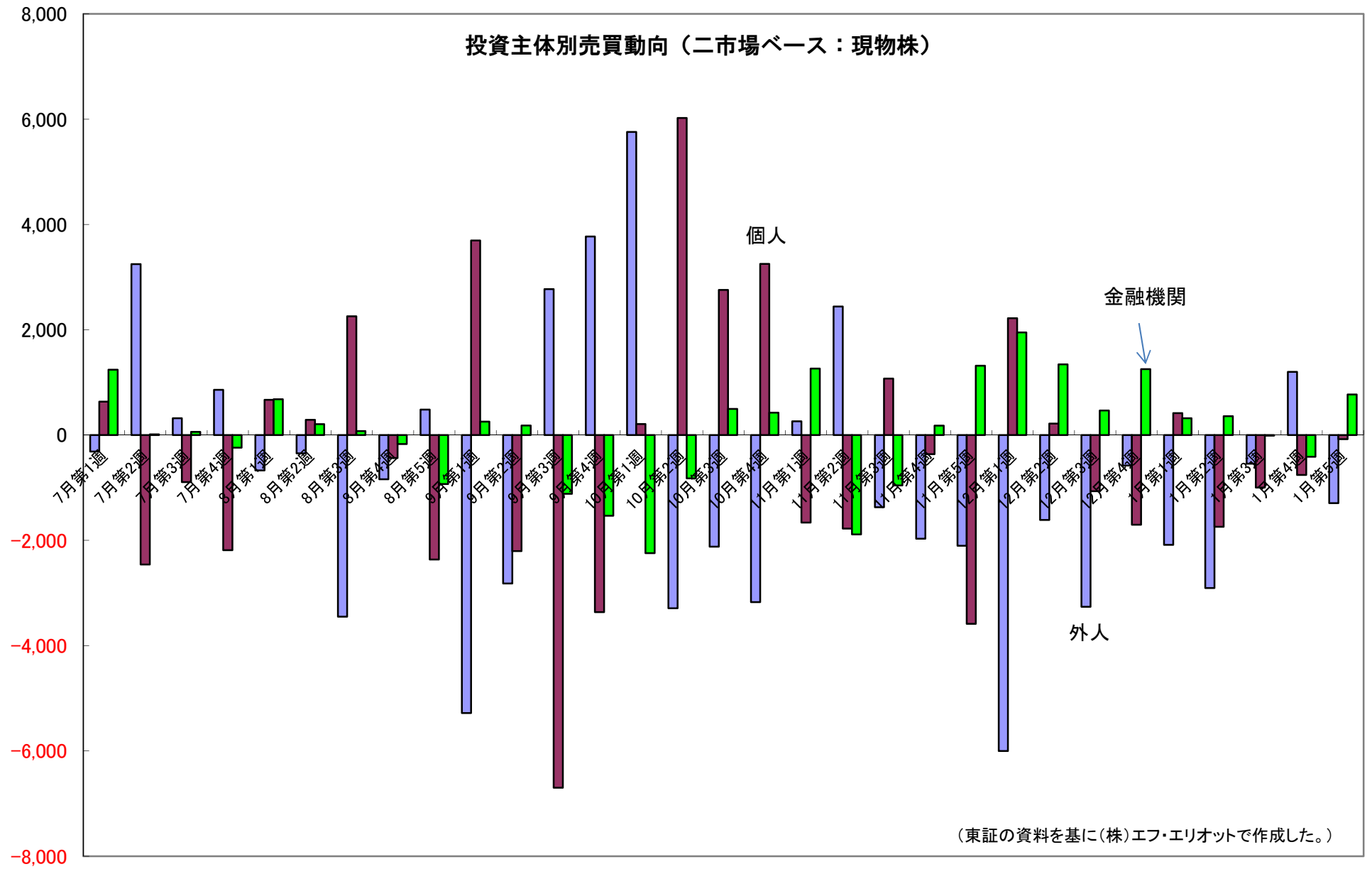
### 外人投資家の売買動向 (二市場ベースの現物+先物)

1月第5週の外人は、  
現物では1,294億円の売り越し、2週間ぶりの売り越し  
先物では1,261億円の買い越し、3週連続の買い越し  
合計33億円の売り越し、3週間ぶりの売り越し



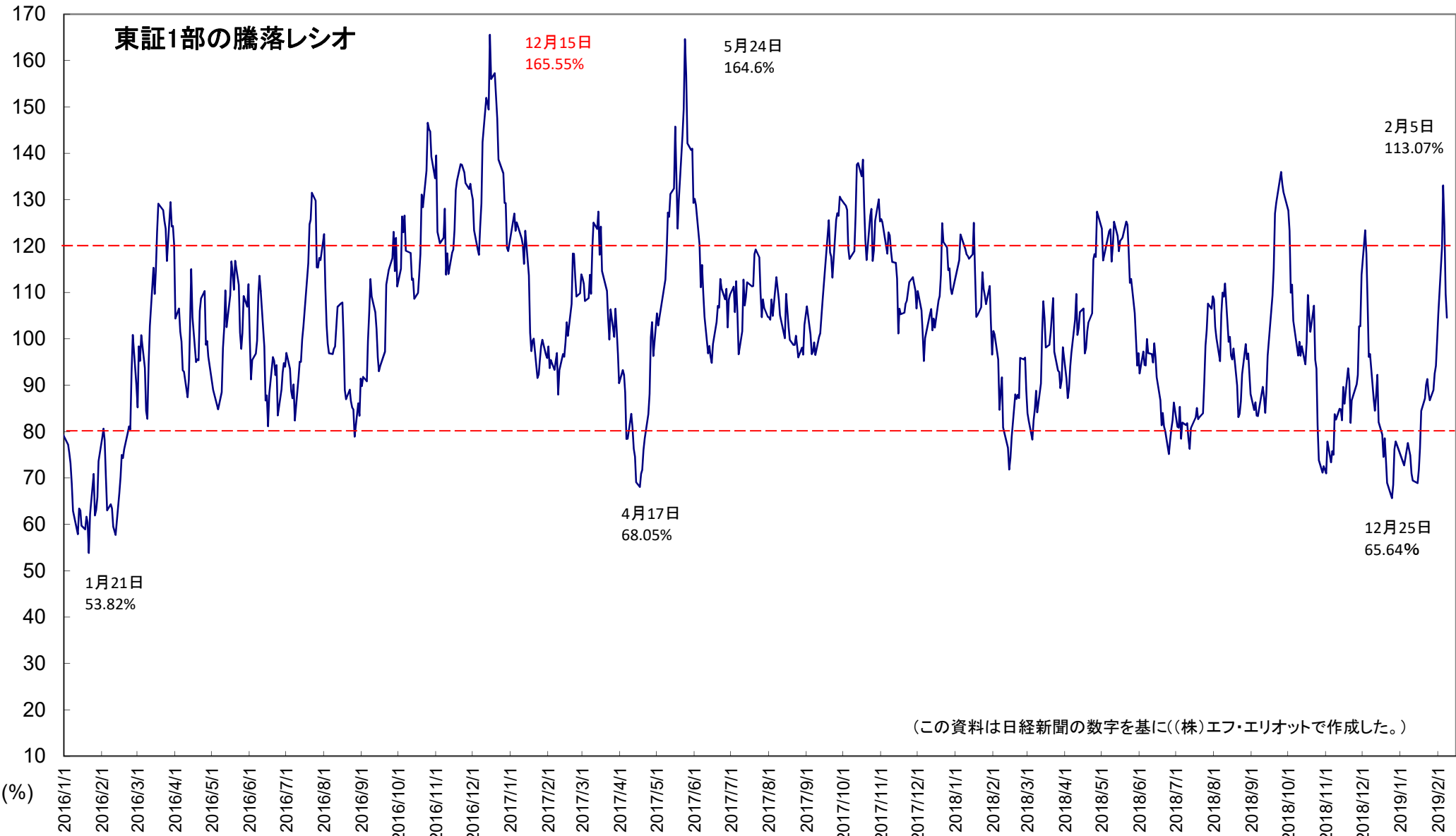


投資主体別売買動向（二市場ベース：現物株）



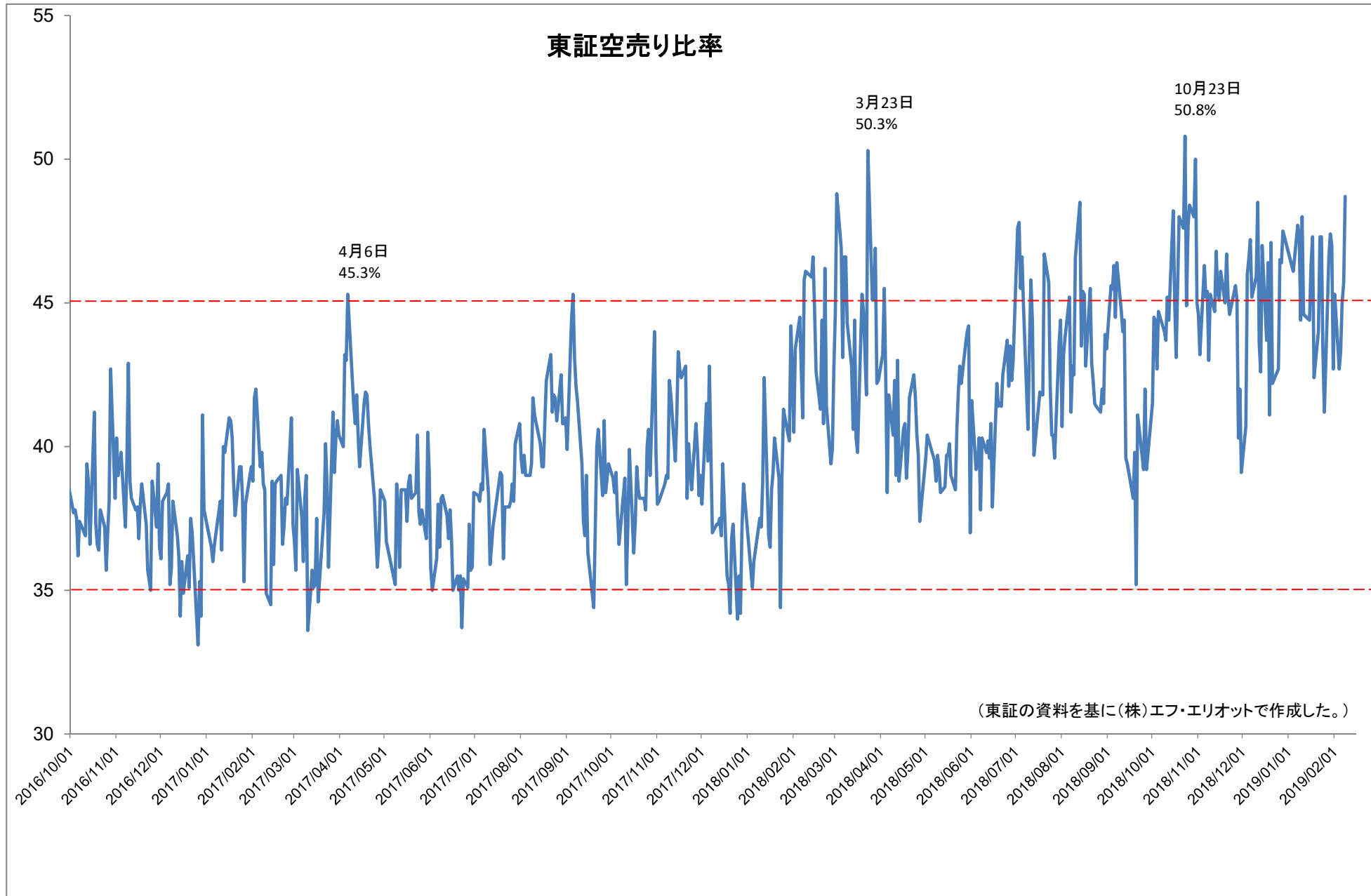
(東証の資料を基に(株)エフ・エリオットで作成した。)

# 東証1部の騰落レシオ



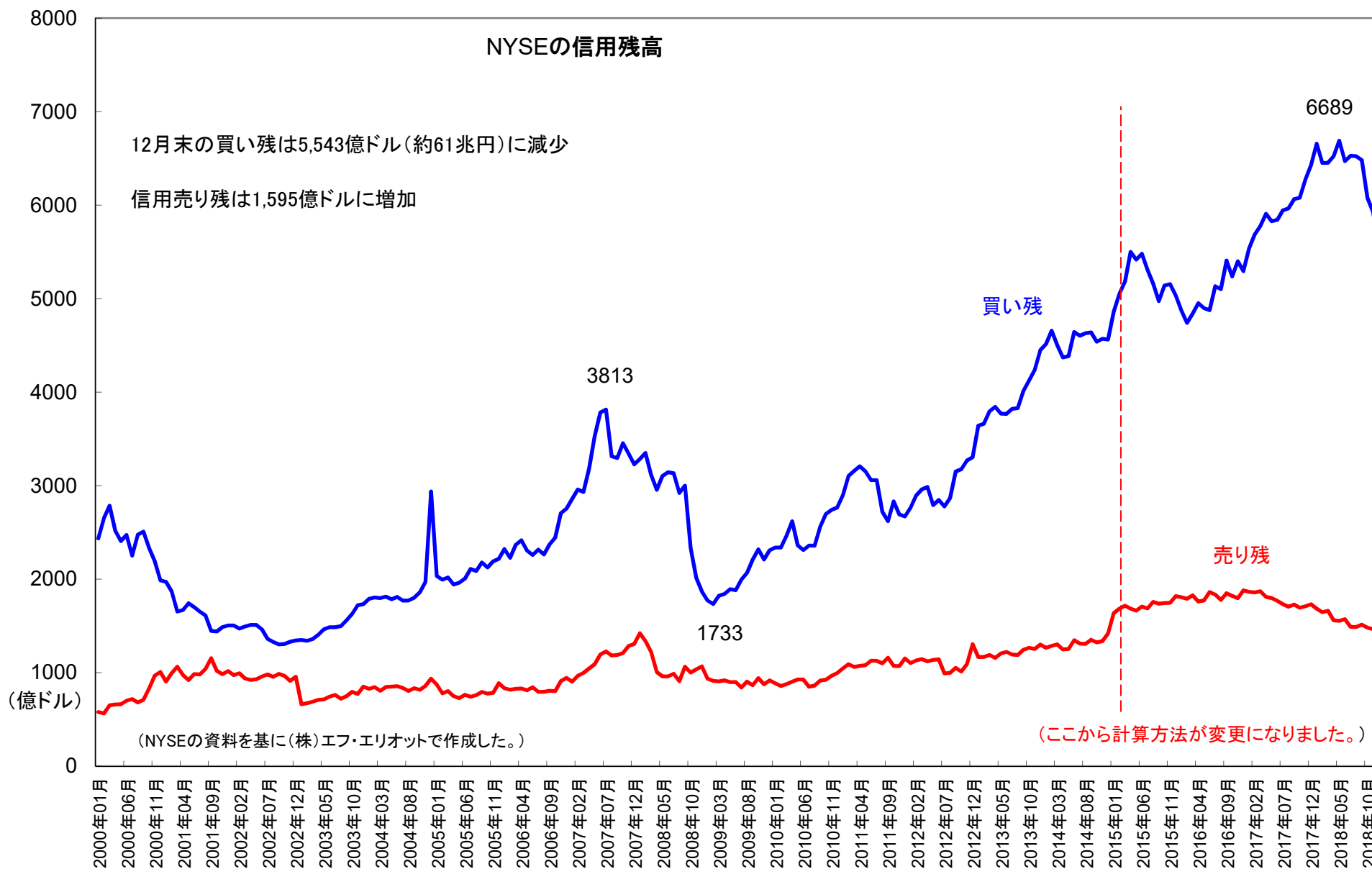
(この資料は日経新聞の数字を基に((株)エフ・エリオットで作成した。)

# 東証空売り比率



(東証の資料を基に(株)エフ・エリオットで作成した。)

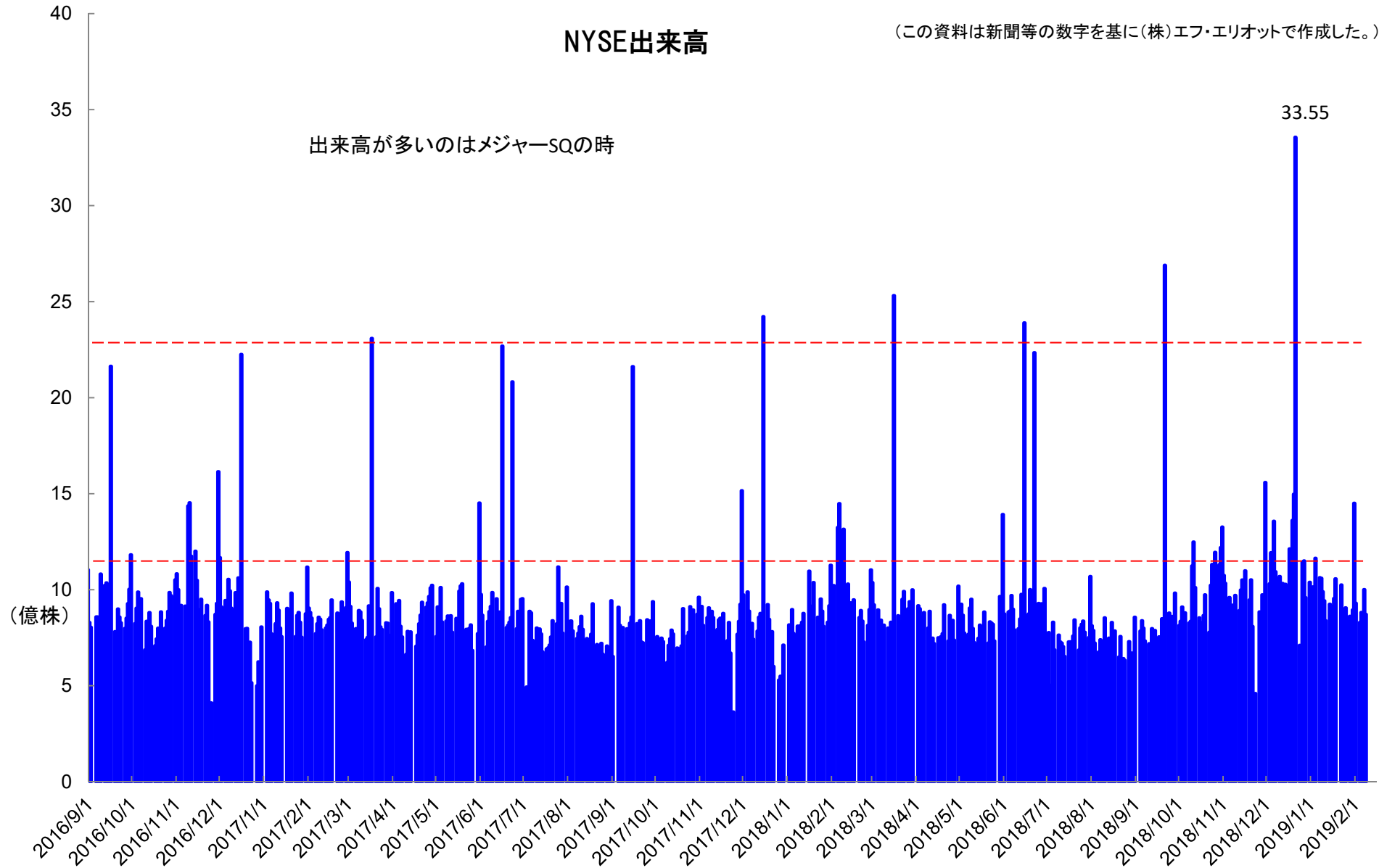
# NYSEの信用残高



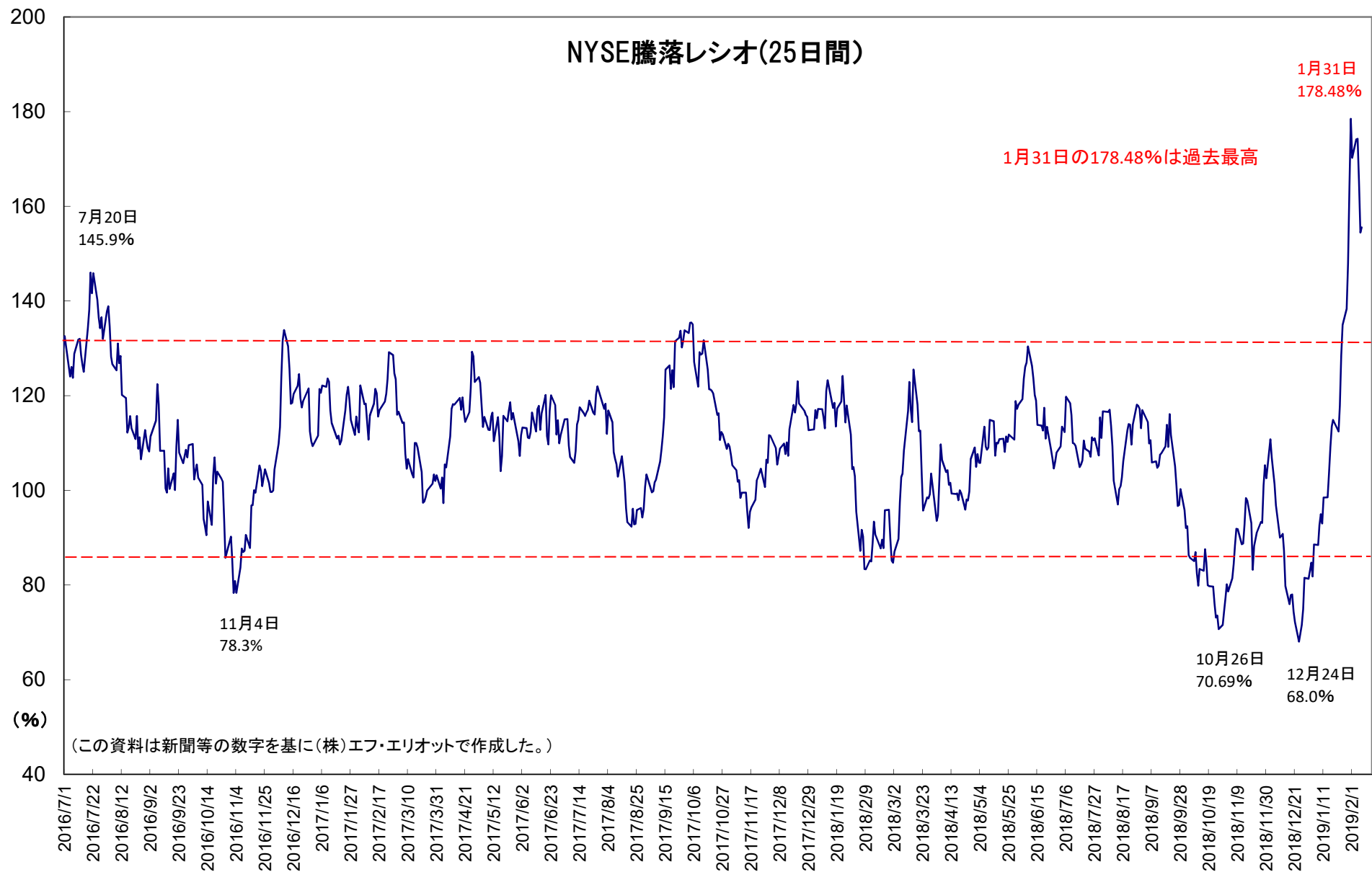
# NYSE出来高

(この資料は新聞等の数字を基に(株)エフ・エリオットで作成した。)

出来高が多いのはメジャーSQの時



# NYSE騰落レシオ(25日間)



# NYダウ チャート

2008年5月～



(この資料は新聞等の数字を基に(株)エフ・エリオットで作成した。)

# ナスダック チャート



(この資料は新聞等の数字を基に(株)エフ・エリオットで作成した。)