



F-エリオット分析

日本株レポート

(2019年3月17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

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こなした、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)

{今週以降はファンダメンタルズに基づいた株価形成に戻るのではないかと}

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」、「合意に達する可能性が高い」などの楽観的コメントが継続したことや、米国1月の小売売上が前月比+0.2%と持ち直したことで(12月が-1.6%に下方修正されたことでプラスになったただけですが・・・)、CTAやHFTなどアルゴリズムの先物買い仕掛けが継続し、3月12日にはTOPIXが一時1612まで反発する場面がありました。

しかし、その後は、①日本の法人企業統計が悪化したこと、②中国2月の小売売上や鉱工業生産が予想以下だったこと（中国景気に回復の兆し見えず）などから上値の重い展開となりました。

それでも3月15日の欧米株式市場のメジャーSQを控えて、欧米株式市場が上昇したことや、上海総合指数が上昇したことで、日本株も下値の堅い動きとなりました。

3月15日に発表された米国2月の鉱工業生産・稼働率は予想以下で製造業の悪化が確認され、3月のNY連銀製造業景気指数も予想以下の3.7に低下して2017年5月以来の低水準となり、NY市場では米国10年国債利回りが低下し、ドル・円相場も「円高・ドル安」となりましたが、この日がメジャーSQだったことでNYダウなど3指数はプラス圏で引け、NYSEの出来高も27.87億株に急増しました。

1月4日以降は、①FRBの利上げ停止と②米中貿易協議の合意への期待を材料に、CTAなどアルゴリズムが先物を買って株価指数を上げるという動きが継続していましたが、3月15日のメジャーSQを通過したことで、こうした動きは一巡し、今後はファンダメンタルズに基づいた株価に戻るのではないかと筆者は予想しております。

1月4日以降に発表された経済指標は、中国景気の予想以上の悪化を示唆していましたが、日本企業の収益悪化や、半導体などの価格下落、バルチック海運指数の底値圏での横ばい（世界貿易の悪化を示唆）などのファンダメンタルズの悪化を示唆する数字が頻発していましたが、CTA などアルゴリズムが先物を買ったことで、こうした悪材料は完全に無視され、半導体関連株が買われ、世界的な金利低下にも関わらず銀行株が買われ、世界中で個人情報への政府の規制が入る可能性が高い GAFAM などのネット株も買われてきましたが、今週以降は、こうしたファンダメンタルズの悪化や規制強化を織り込む動きに回帰するのではないかと筆者は予想しております。

米中貿易協定の合意についても、すでに株式市場では「米中が完全に合意し、関税を撤廃した」ことまで織り込んでしまったのではないかと考えられますので、これ以上の買い材料にはならないのではないかと予想しております。

今後も CTA などアルゴリズムがなにをするかは不明ですが、ここまでがやり過ぎだったのではないかと予想しております。

{今週の主な経済指標}

- ① 日本2月の貿易統計 (3月18日)
- ② ドイツ3月のZEW景況感指数 (3月19日)
- ③ 米国FOMC (3月19日~20日)
- ④ 米国1月の製造業受注 (3月19日)
- ⑤ パウエル議長の記者会見 (3月20日)
- ⑥ EU首脳会議 (3月21日~22日) : 英国のEU離脱問題
- ⑦ 米国3月のフィラデルフィア連銀景気指数 (3月21日)
- ⑧ 日本2月の消費者物価 (3月22日)
- ⑨ 米国2月の中古住宅販売 (3月22日)
- ⑩ 米国2月の財政収支 (3月22日)

{需給関係} 3月第1週も海外投資家は現物株を大幅売り越し、先物は買い仕掛け継続

3月第1週の投資主体別売買動向では、

外人＝現物では5,689億円の売り越し(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)、
6週連続の売り越し、先物では2,588億円の買い越し、8週連続の買い越し (CTA や HFT などアルゴリズム
の日経先物買い、日経先物を3,958億円買い越し)

個人＝現物は769億円の買い越し、9週間ぶりの買い越し、信用は1,009億円の買い越し、4週間ぶりの
買い越し、先物は956億円の買い越し、4週間ぶりの買い越し

信託銀行＝現物は424億円の売り越し、2週間ぶりの売り越し、先物は2,305億円の売り越し、2週連続
の売り越し (先週はこれが踏み上げられたのではないかと思います。)

日銀＝2,166億円の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6,238億円の買い越し、9週ぶりの買い越し、外債は2,457億円の買
い越し、6週連続の買い越し。

{企業業績} 1月～3月期は更に収益悪化か：変更なし

2月19日の日経新聞社の集計によれば、全上場企業（金融を含む）の通期の売上予想は+5.2%（下期はマイナスに陥った模様）、純利益予想は前年比-2.7%（下期は大幅に悪化した模様）になる模様ですが、2月9日の日経新聞の集計では、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。＝前期に稼いでいたので、下期の悪化でも通期予想では-2.7%になった模様。

ただし、これにはソフトバンクG（9984）の「株式の含み益」が入っていますので、これを引くと更に悪化するものと思われます。

来期については、中国景気の悪化、欧州景気の悪化、日本や東南アジア景気の悪化が見込まれますので、収益の悪化傾向が継続するのではないかと予想されます。

また、近いうちに始まる「日米FTA交渉」の内容次第では、予想外の悪化になる可能性もあると考えられます。

{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：変更なし

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ではないか
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
11. 米国の政府の債務上限の引き上げ問題＝22兆ドルもの債務をどうするのか注目

{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 (PBR で 0.9 倍)

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である。)
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 of 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

	3月15日	株価指数	予想PER(倍)	直近のGDP成長率
1位	NYダウ	25,848	15.67	2.6%
1位	S&P500	2,822	16.93	2.6%
1位	ナスダック	7,688	22.17	2.6%
2位	上海総合	3,021	11.25	6.4%
3位	日経平均	21,450	15.63	1.9%
3位	TOPIX	1,602	13.26	1.9%
4位	DAX	11,685	12.83	0.0%
5位	FT	7,228	12.78	1.3%

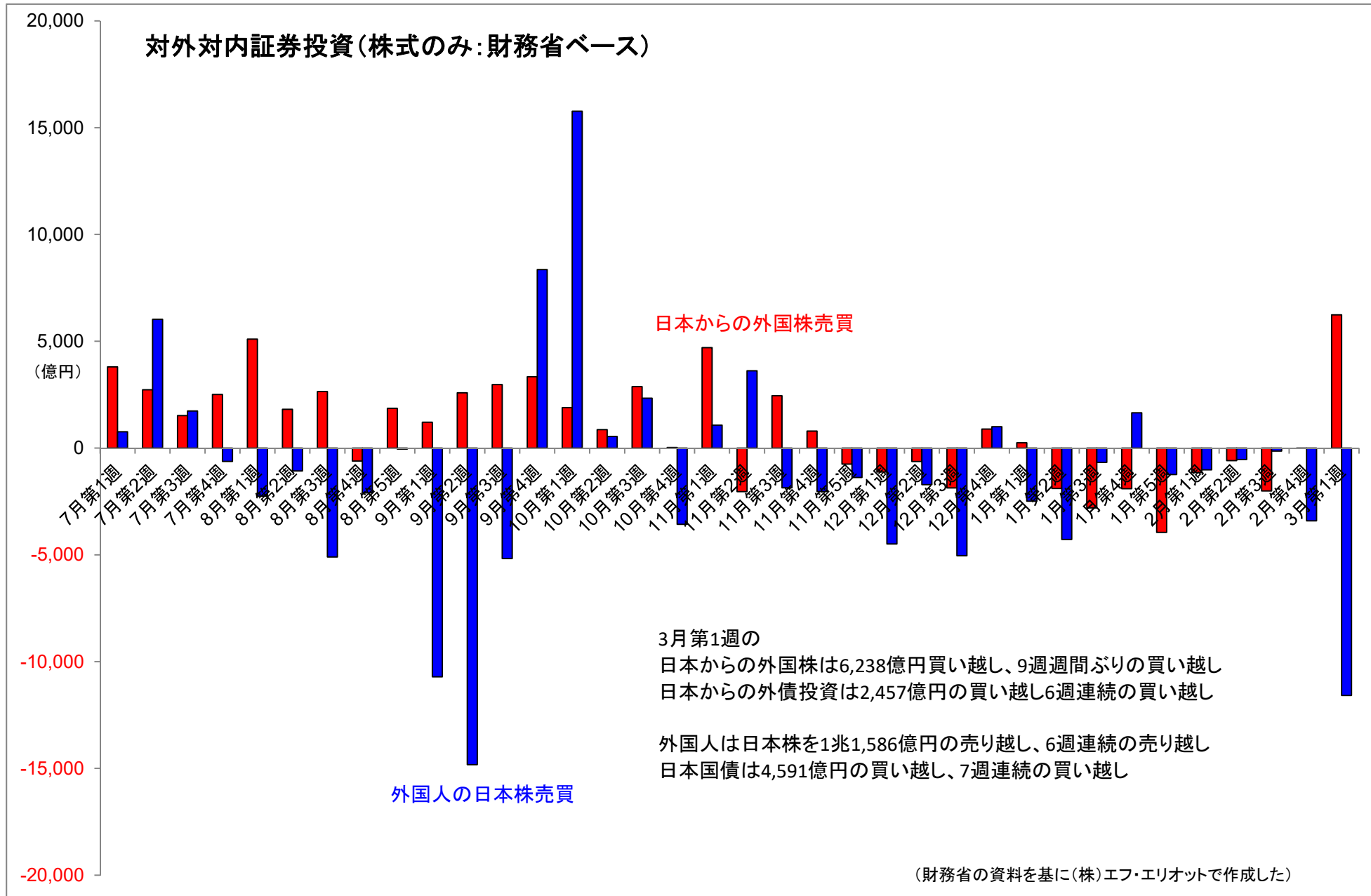
(ブルンバークの予想を参考として計算した)

PBR1倍 = TOPIX = 1324

PBR0.9倍 = 1192

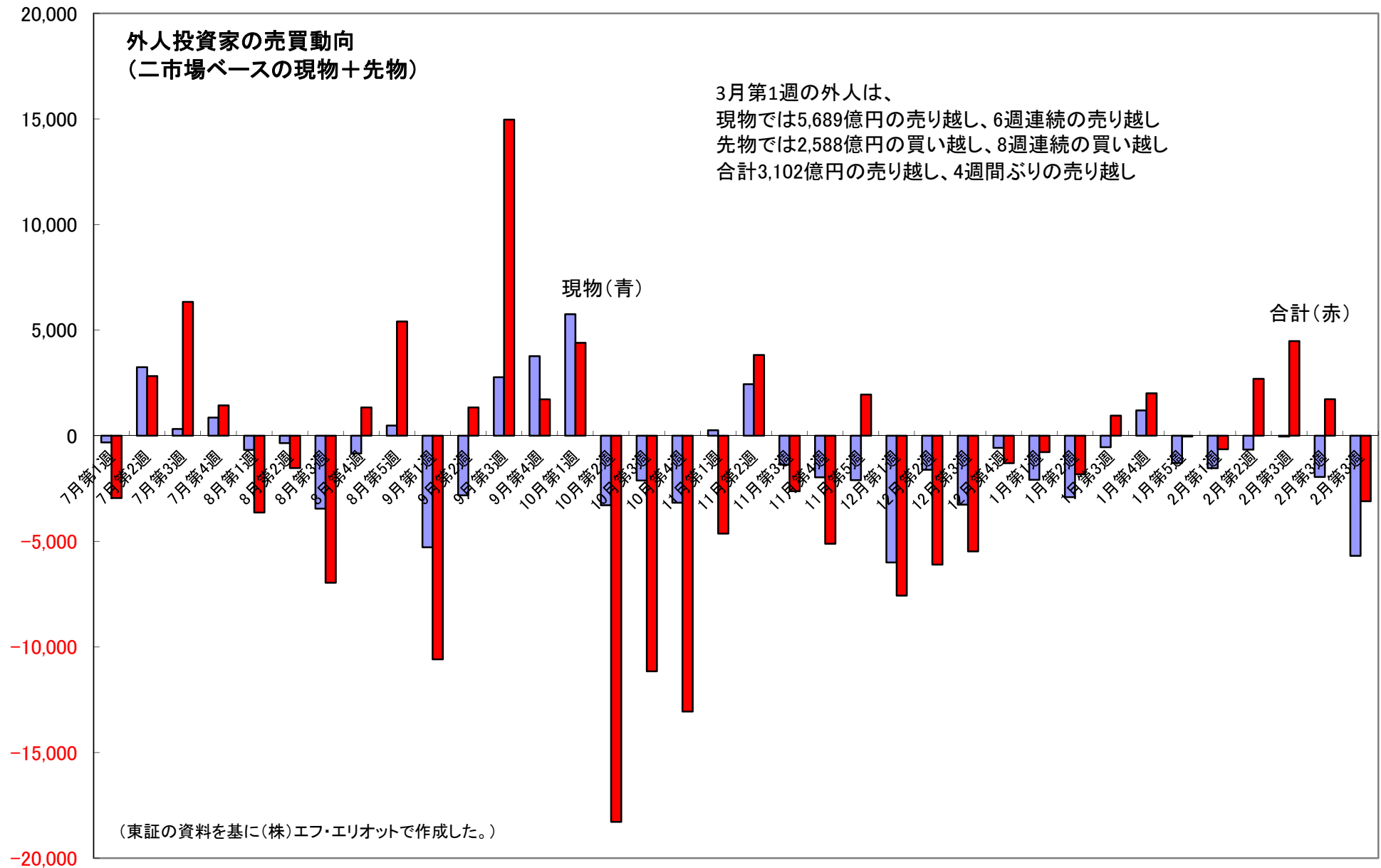
PBR0.8倍 = 1059

対外対内証券投資(株式のみ:財務省ベース)

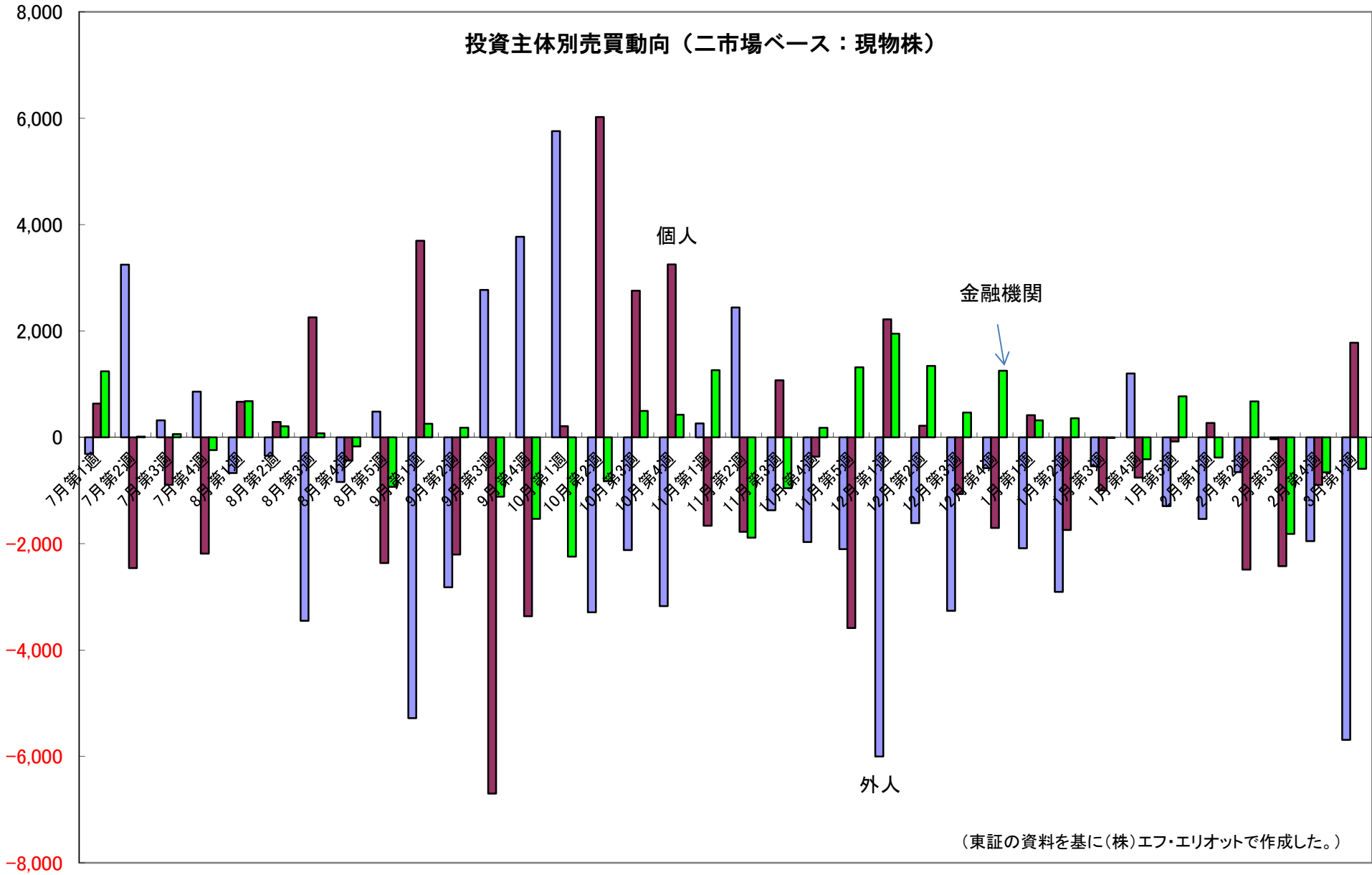


外人投資家の売買動向
(二市場ベースの現物+先物)

3月第1週の外人は、
現物では5,689億円の売り越し、6週連続の売り越し
先物では2,588億円の買い越し、8週連続の買い越し
合計3,102億円の売り越し、4週間ぶりの売り越し

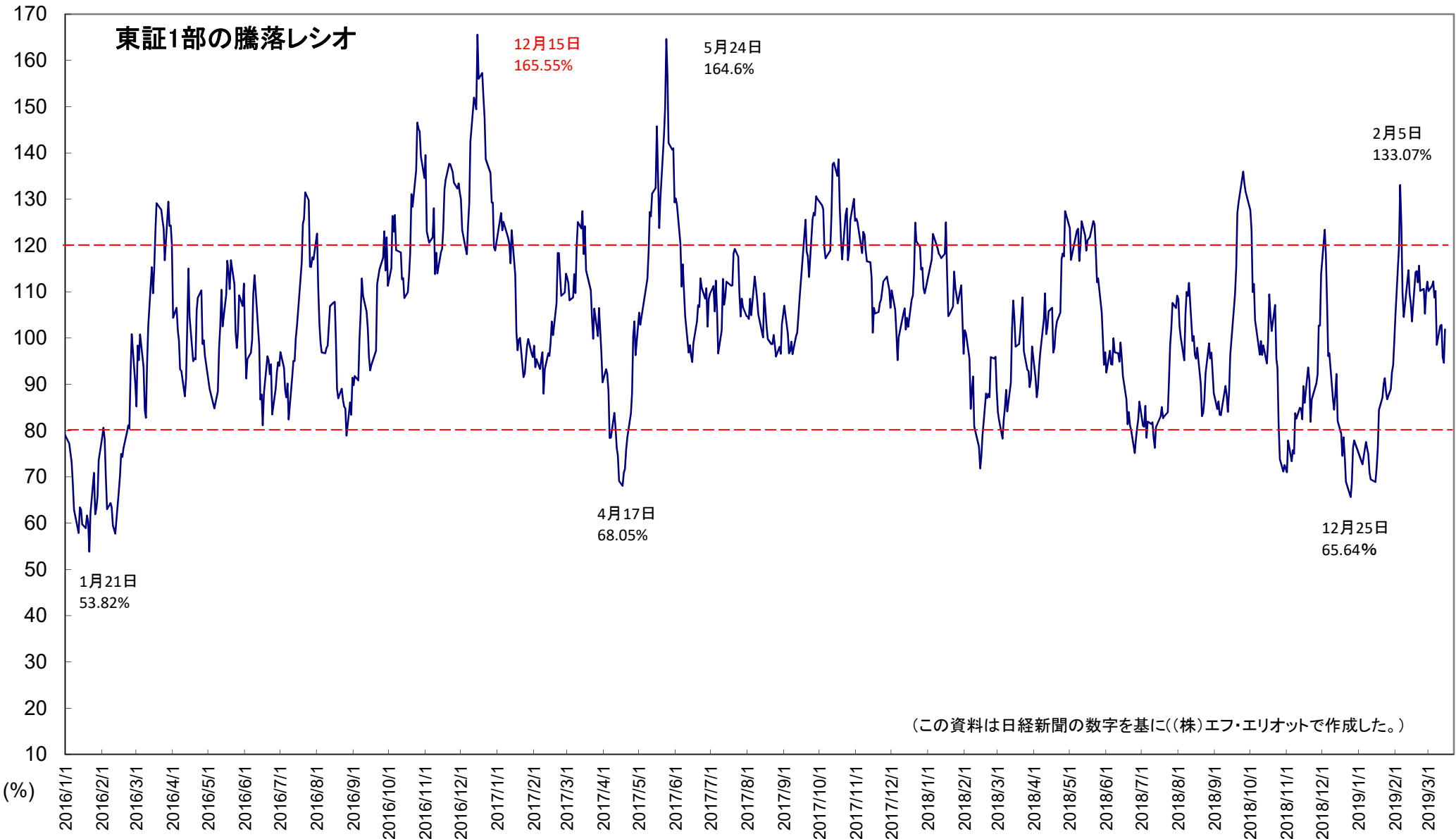


投資主体別売買動向（二市場ベース：現物株）



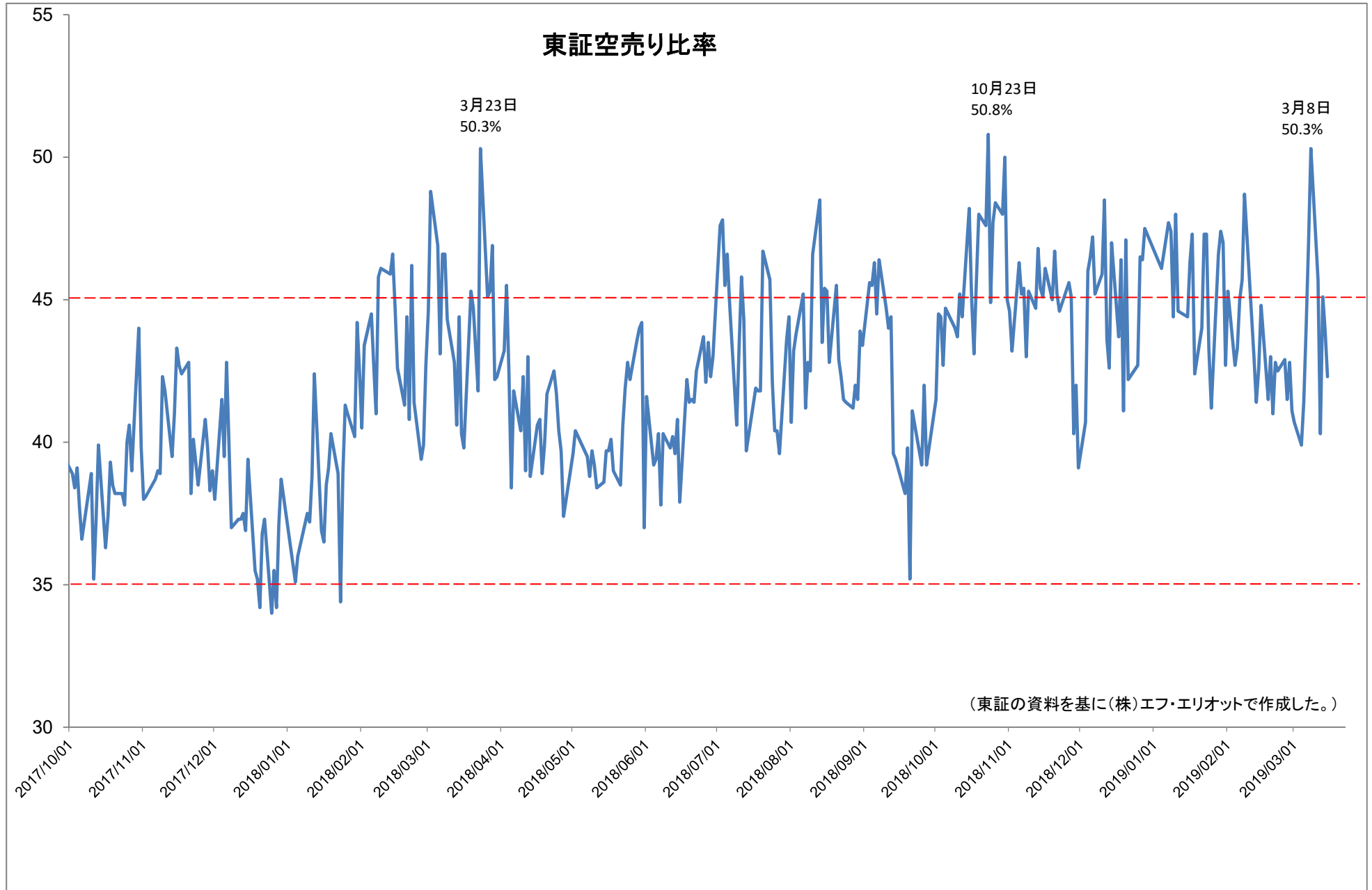
(東証の資料を基に(株)エフ・エリオットで作成した。)

東証1部の騰落レシオ



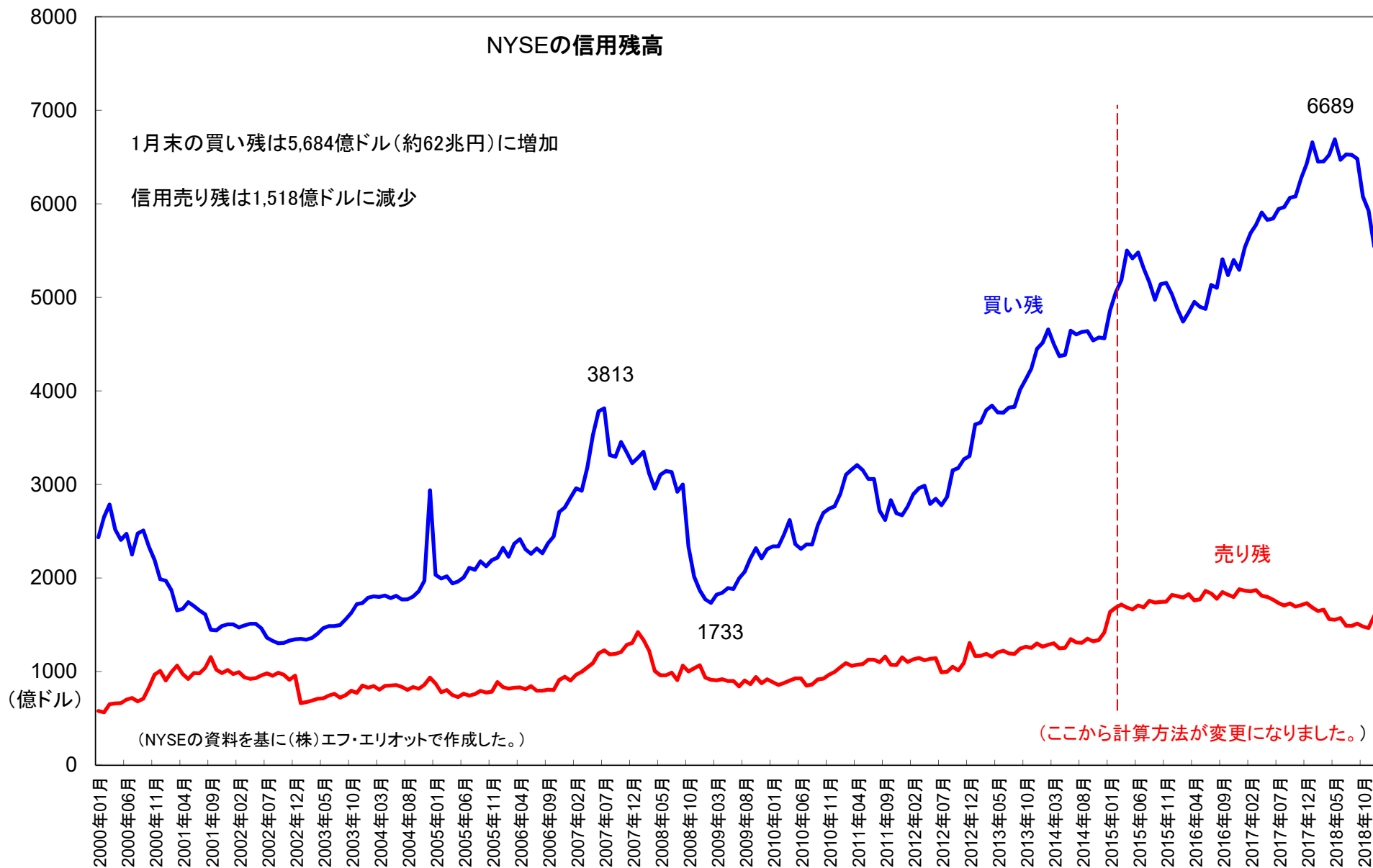
(この資料は日経新聞の数字を基に((株)エフ・エリオットで作成した。)

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。)

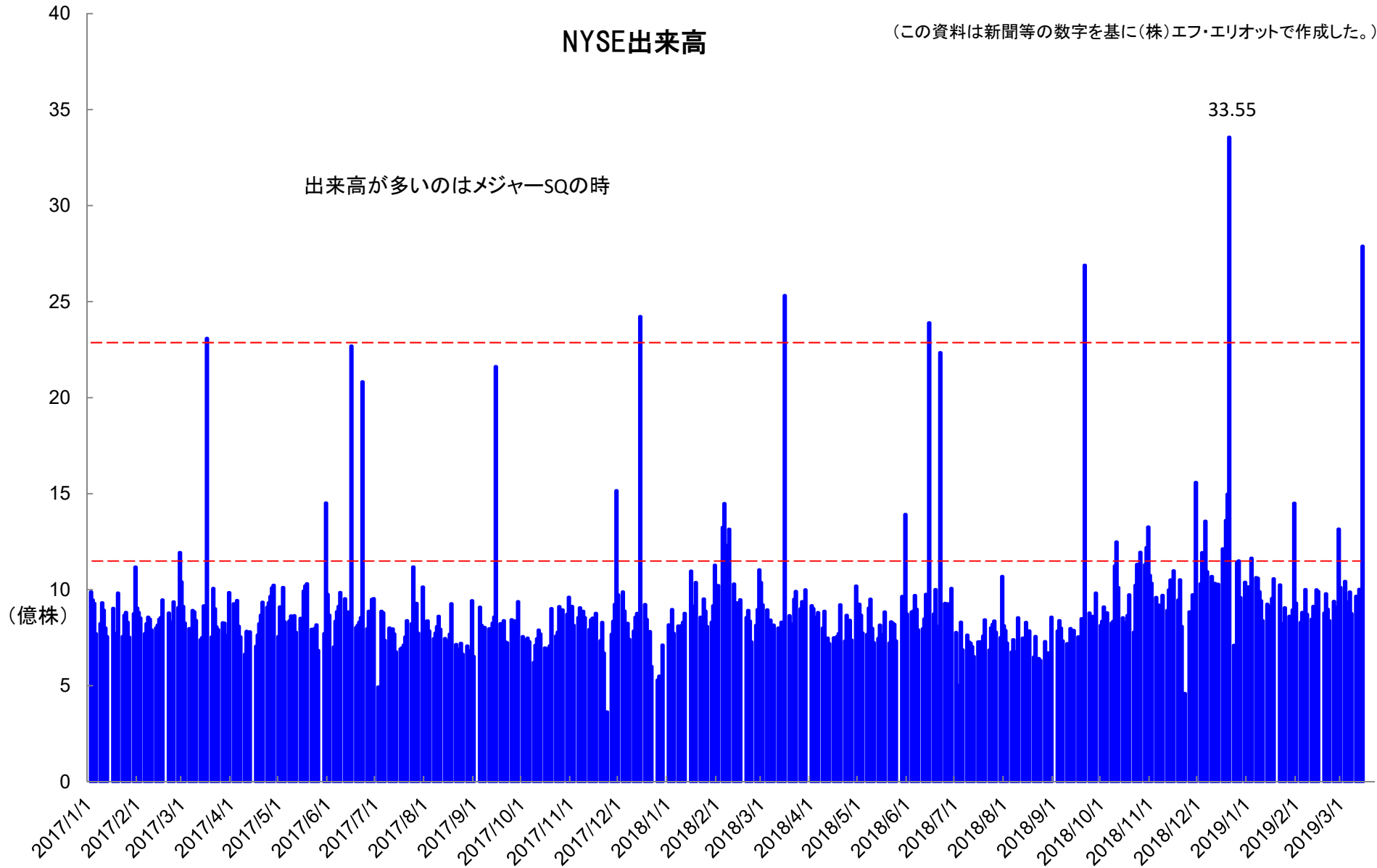
NYSEの信用残高



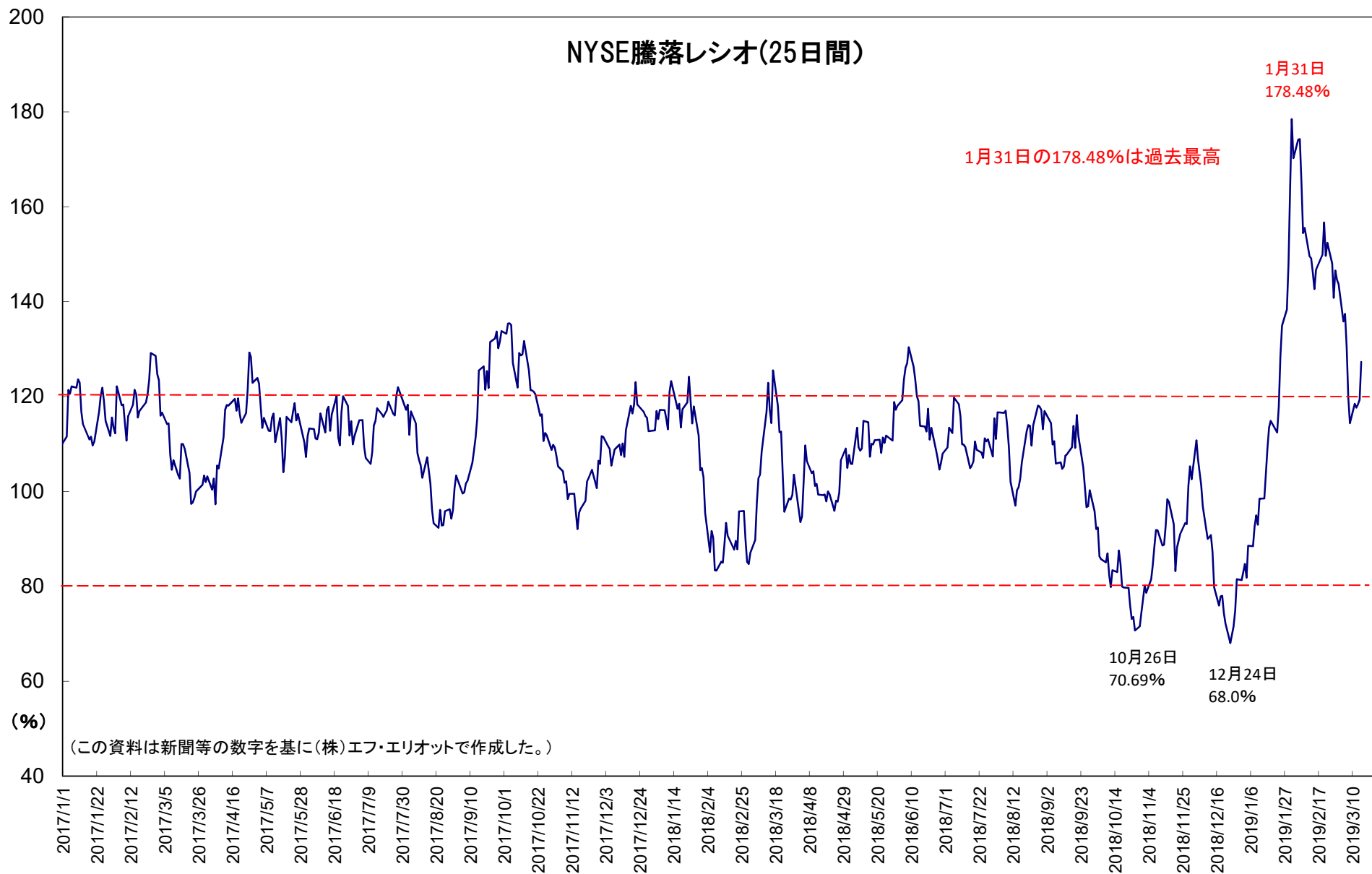
NYSE出来高

(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)



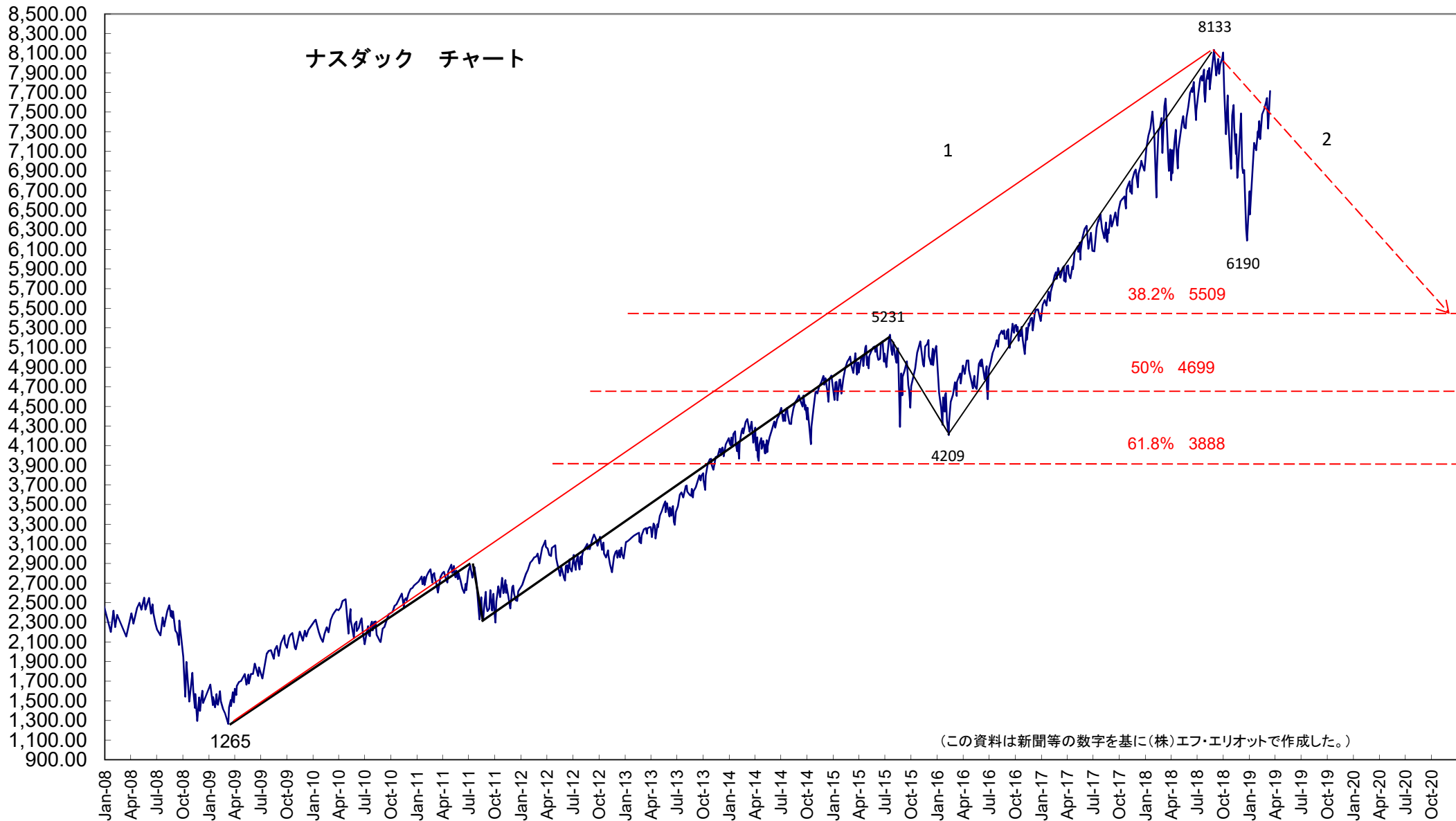
NYダウ チャート

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。)