



F-エリオット分析

日本株レポート

(2019年4月21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)

{日本株のファンダメンタルズの悪化傾向は変わらず、米国株も買われすぎではないか}

先週の日本株は、日経平均で大きなウェートを占めるファーストリテイリングやソフトバンクG任天堂など指数寄与度の高い銘柄が買われたことで日経平均は上昇しましたが（買い戻し狙いの買い仕掛けが入ったのではないかと思います。）、TOPIXは4月17日に一時1633まで上昇する場面があったものの、基本的には横ばいでした。

4月17日に発表された中国3月の鉱工業生産が前年比で+8.5%となったことや中国1月～3月期GDPが+6.4%と10月～12月期から横ばいだったこと（これでもリーマンショック後の最低水準ですが・・・）を買い材料だと唱える解説者もいますが、これらは中国政府のインフラ投資拡大で一時的に上昇した可能性が高く、実際、3月の日本からの中国向けの輸出は9.4%も減少していましたので、日本企業への恩恵はなかったものと思われまます。

米国株が大幅反発を続けていることで、日本株も追随するのではないかとの楽観論もありますが、トランプ政権の「米国第一主義」は、米国の消費市場は米国企業のもので、米国で商売がしたければ、米国で工場を作り米国人を雇え（コストの高い土地を買い、コストの高い人件費を払え）、というものですので、日本企業などにとっては「コスト増大での収益悪化要因」でしかありません。

もしも日本やユーロ圏の企業がトランプ政権の脅迫に従って米国で工場を作り、米国人を雇うことになれば、米国景気だけは一時的に良くなる可能性はありますが、日本やユーロ圏では「産業の空洞化」が起こり、企業収益は悪化し失業者が増えることになりますので、タイムラグを置いて、米国のグローバル企業

の収益も悪化するのではないかとと思われます。(南米や中国などの景気も悪化するため)

現在の日本企業を取り巻く環境は、自動車関連は「日米 FTA 交渉」で関税引き上げや数量規制の可能性があり、加えて CASE の開発負担増加で（本日の日経新聞の記事参照）収益悪化が見えていますし、金融機関（銀行・証券など）は日銀の愚かなマイナス金利政策などで今後も収益悪化が避けられない状態であり（危ない不動産融資やリスク資産投資が多いのも問題です。）、機械など設備投資関連は中国などの過剰設備の整理が進んでおらず、受注が回復しない状態が継続しており、半導体関連は中国半導体スポット価格の安値更新や PC、スマホ、マイニング向け需要が悪化しており、小売り関連はインバウンド消費の減少や人件費上昇、物流コストの上昇で収益悪化が見えていますので、収益が回復するような事象はないと思われます。

こうした中で、日本株は 1 月以降は異常な反発局面を見せていますが、テクニカル指標では、

（日経平均）

月足 RSI=W 字+V 字の売りシグナル発生後一度も 30 を下回っていない。長期的な調整が終わっていない。

週足 RSI=先週で 70 超え (72.12 に上昇)、中期的に過熱感が意識される。

日足 RSI=W 字+V 字の売りシグナル発生、短期的に戻りのピークを示唆している。

(TOPIX)

月足 RSI=W 字+V 字の売りシグナル発生後一度も 30 を下回っていない。長期的な調整が終わっていない。

週足 RSI=先週末で 68.34、そろそろ中期的な過熱感が意識される。

日足 RSI=W 字+V 字の売りシグナル発生、短期的に戻りのピークを示唆している。

(ドル・円)

月足 RSI=62 を超えるところまで上昇、そろそろ過熱感が意識される。

週足 RSI=先週末で 70.25 に上昇しており、中期的に過熱感が意識される。

日足 RSI=先週末で 77.16 まで上昇しており、短期的に過熱感、戻りのピークを示唆している。

となっており、日本株も円安・ドル高も短期的、中期的にはピーク圏ではないかと思われます。

CTA などアルゴリズムは「先物の買いポジション」を積み上げたままですが、「10 連休」までには買いポ



ポジションの調整をするのではないかと考えられますので（普通なら買いポジションの解消やプットの買いを入れるもの）、今週以降の日本株は急な下げに注意が必要なのではないかと予想しております。

こうした中、今週は4月25日に日米財務相会談（「為替条項」についての協議など）や26日には日米首脳会談がありますが、安倍政権はトランプ政権には逆らえない体質ですので、今回も一方的に相手側の要求を飲むだけに終わるのではないかと考えられます。（日本国内向けには抵抗したようなことを言うのでしようが、内実は米国の言いなりです。＝安倍政権は将来の国民負担など考えておらず＝日銀の黒田氏も、自分たちの生きている間だけ良ければよいという政策ばかりで、今の若者の将来負担が増大するばかりですが、それでも今の20代～30代の若者が安倍政権を支持していますので、将来負担の増大は現在の若者の自業自得ではないかと思えます。＝将来の苦しみを理解していないのでしょう。）

{今週の主な経済指標}

- ① 米国3月の中古住宅販売 (4月22日)
- ② 米国3月の新築住宅販売 (4月23日)
- ③ 日銀会合 (4月24日～25日)
- ④ ドイツ4月のIfo景況感指数 (4月24日)
- ⑤ 米国3月の耐久財受注 (4月25日)
- ⑥ 日本3月の失業率 (4月26日)
- ⑦ 日本3月の鉱工業生産 (4月26日)
- ⑧ 米国1月～3月期GDP・速報値 (4月26日)
- ⑨ 日米財務相会談 (4月25日)
- ⑩ 米首脳会談 (4月26日)

{需給関係} 4月第2週の海外投資家は現物株は小幅買い越し、先物は売り越しに

4月第2週の投資主体別売買動向では、

外人＝現物では1,214億円の買い越し（前週は6,228億円の買い越し）、2週連続の買い越し（海外支店に移した現物株を日本に戻した分が入っているのではないかと思います。）、先物では431億円の買い越し、2週間ぶりの売り越し（CTAやHFTなどアルゴリズムの一部が利食いしたのではないかと）

個人＝現物は689億円の売り越し、2週連続の売り越し、信用では643億円の買い越し、5週間ぶりの買い越し、先物は48億円の買い越し、3週間ぶりの買い越し

信託銀行＝現物は344億円の買い越し、3週連続の買い越し、先物は1,312億円の売り越し、2週連続の売り越し。

日銀＝2,175億円の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5,628億円の売り越し、3週間ぶりの売り越し、外債は5,911億円の売り越し、2週間ぶりの買い越し。

{企業業績} 1月～3月期は更に収益悪化、4月～6月期も引き続き減益か

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。（法人企業統計では4月～6月期も減益ではないかと思われます。）

また、「日米FTA交渉」の内容次第では、予想以上の減益になる可能性もあるのではないかと考えられます。

{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「司法介入」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} 下げトレンドの中での中間反騰はピークではないか

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。(ブレイグジット懸念で)

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、2018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、異常な「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思われる。
8. 今年1月以降は米国株の上昇や「円安・ドル高」を支援材料にCTAなどアルゴリズムの先物買いで大幅反発したが、それもピークではないかと思われる。
9. 筆者の見通しが正しいとすれば、TOPIXは今後は再び調整局面に入るのではないかとわれ、最小でも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 ダウの反発局面はピークではないか

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、米国長期金利が本格的な上昇を始めたことや世界需要の低迷、「米中冷戦」が拡大・長期化してきたこと、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、昨年 12 月には一時 21,712 ドルまでの下落を見せた。
3. 今年 1 月以降は①FRB の利上げ停止と②米中貿易協議の最終合意（関税撤廃）を材料に大幅反発したが、テクニカル指標の多くが異常値を示現しており、この反発局面はピークに近いと思われる、
4. 筆者の分析が正しければ、NY ダウは今後調整局面に入るものと思われ、当面の下値メドは 38.2%押し の 19,126 ドル程度ではないかと思われる。（最大では 17,883 ドル程度までの下げがあり得るのではないかと思われる。）

{ナスダック} ナスダックのPERは23倍超えで戻りはピークか

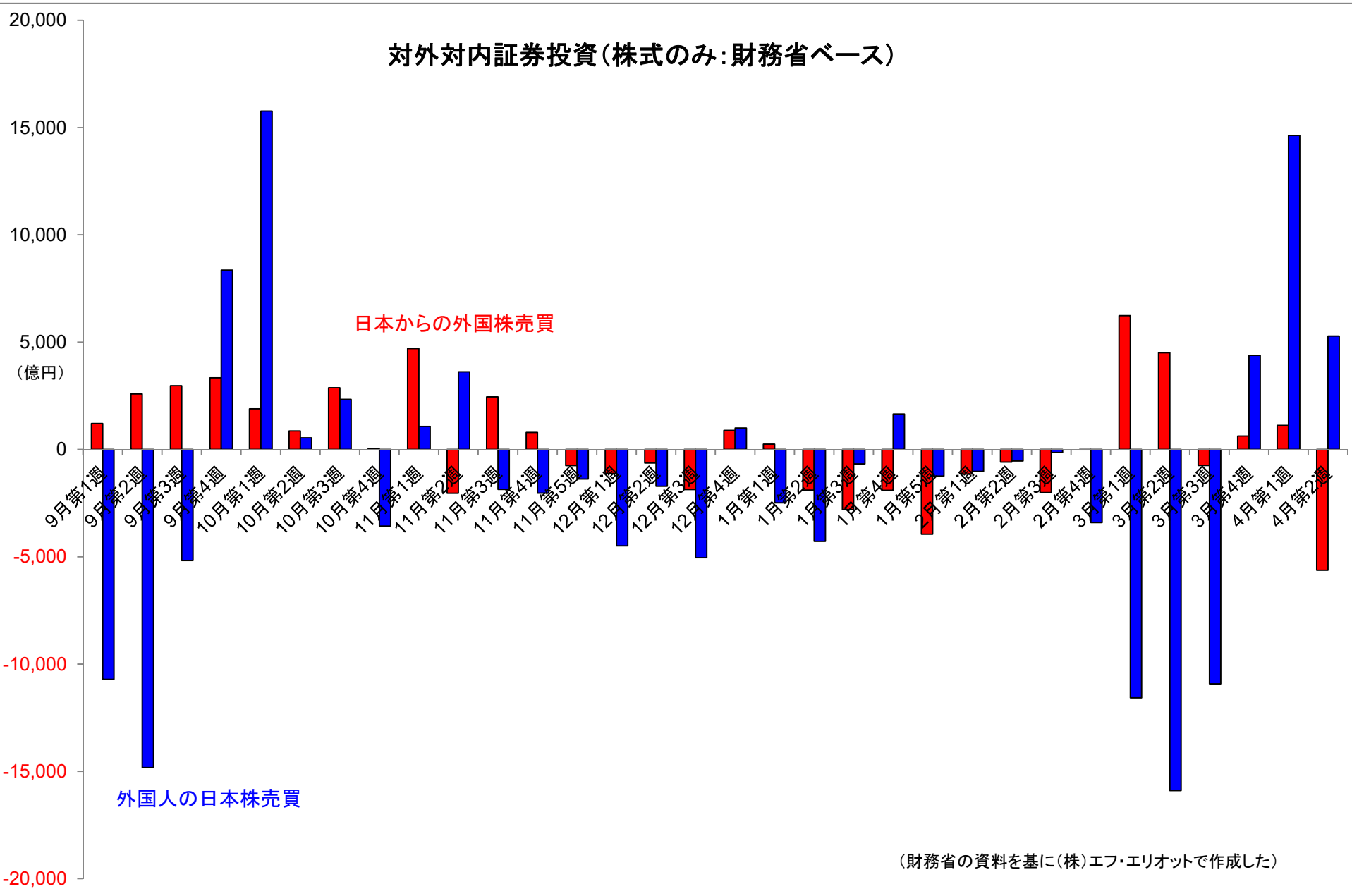
1. ナスダックは、2002年の安値に対するダブル・ボトムを2009年の1265で示現してからは上昇トレンドに入った。
2. この上昇トレンドは9年以上も継続し2018年8月30日には一時8133まで上昇した。
3. しかし、この8月30日時点の予想PERは24.25倍と異常に高かったことや、テクニカル指標にも多くの「異常な売りシグナル」が発生していたことから、2009年3月安値の1265からのナスダックの長期上昇トレンドは、昨年8月30日の8133で終了した可能性が高いのではないかとと思われる。
4. 今年1月以降は大幅反発したが、すでに予想PERは23倍を超え、テクニカル指標には異常値が連発している、このため、戻りはピークではないかと思われる。
5. 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%押しでの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

	4月19日	株価指数	予想PER(倍)	直近のGDP成長率
1位	NYダウ	26,559	16.30	2.2%
1位	S&P500	2,905	17.52	2.2%
1位	ナスダック	7,998	23.39	2.2%
2位	上海総合	3,250	13.36	6.4%
3位	日経平均	22,200	15.29	1.9%
3位	TOPIX	1,616	14.20	1.9%
4位	DAX	12,222	13.54	0.0%
5位	FT	7,459	13.13	1.3%

PBR1倍 = TOPIX = 1324 PBR0.9倍 = 1192

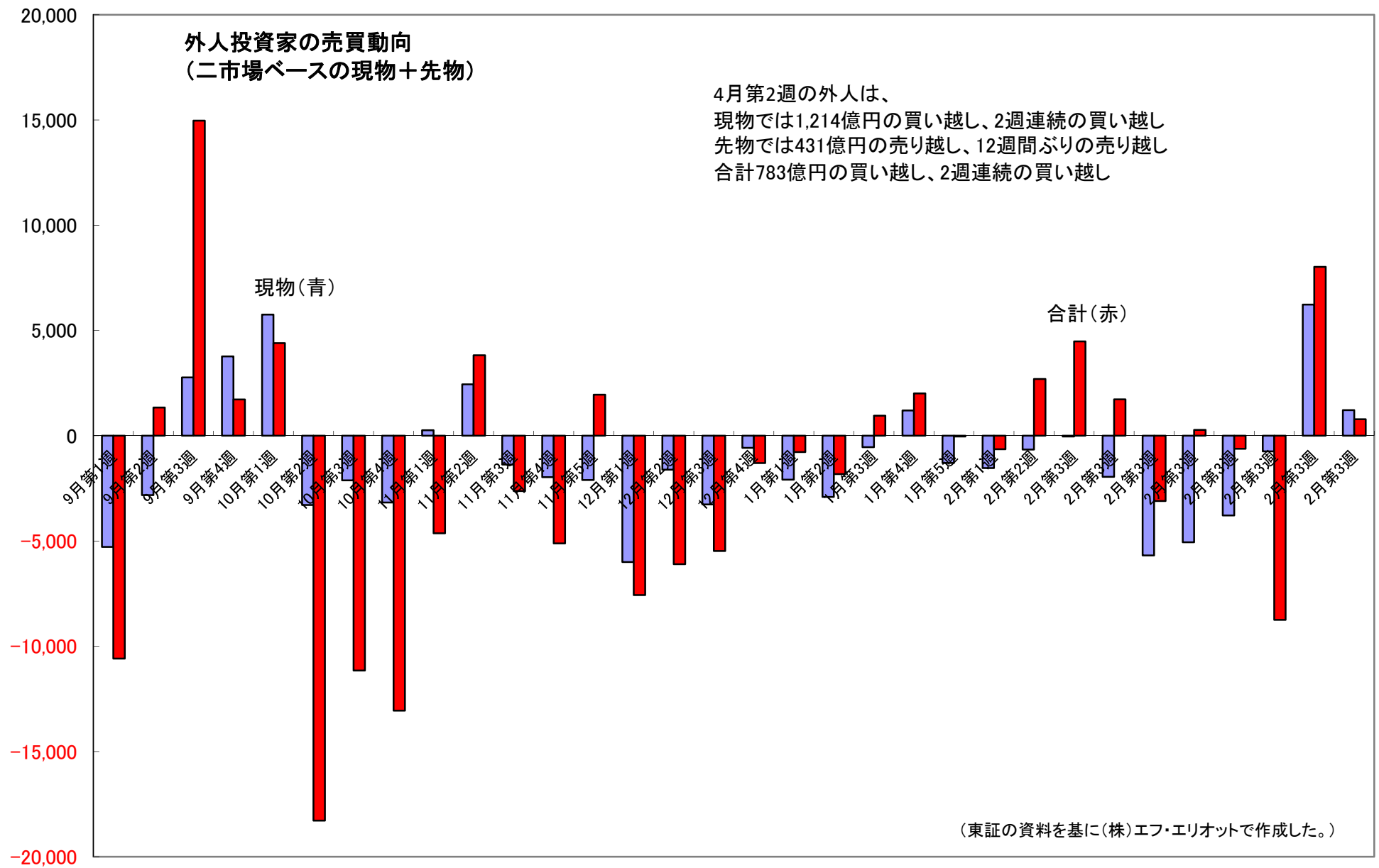
対外対内証券投資(株式のみ:財務省ベース)



(財務省の資料を基に(株)エフ・エリオットで作成した)

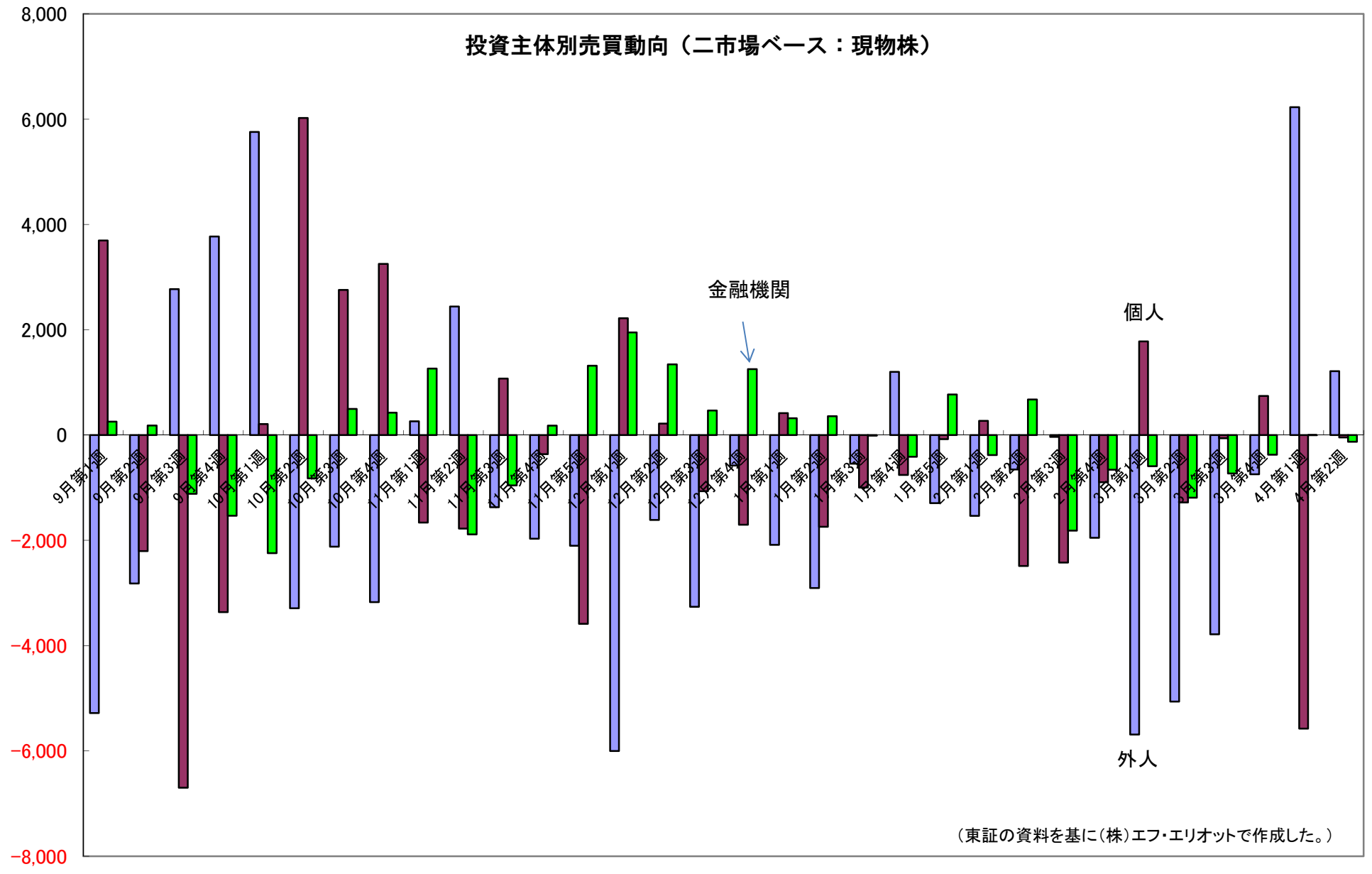
外人投資家の売買動向
(二市場ベースの現物+先物)

4月第2週の外人は、
現物では1,214億円の買い越し、2週連続の買い越し
先物では431億円の売り越し、12週間ぶりの売り越し
合計783億円の買い越し、2週連続の買い越し



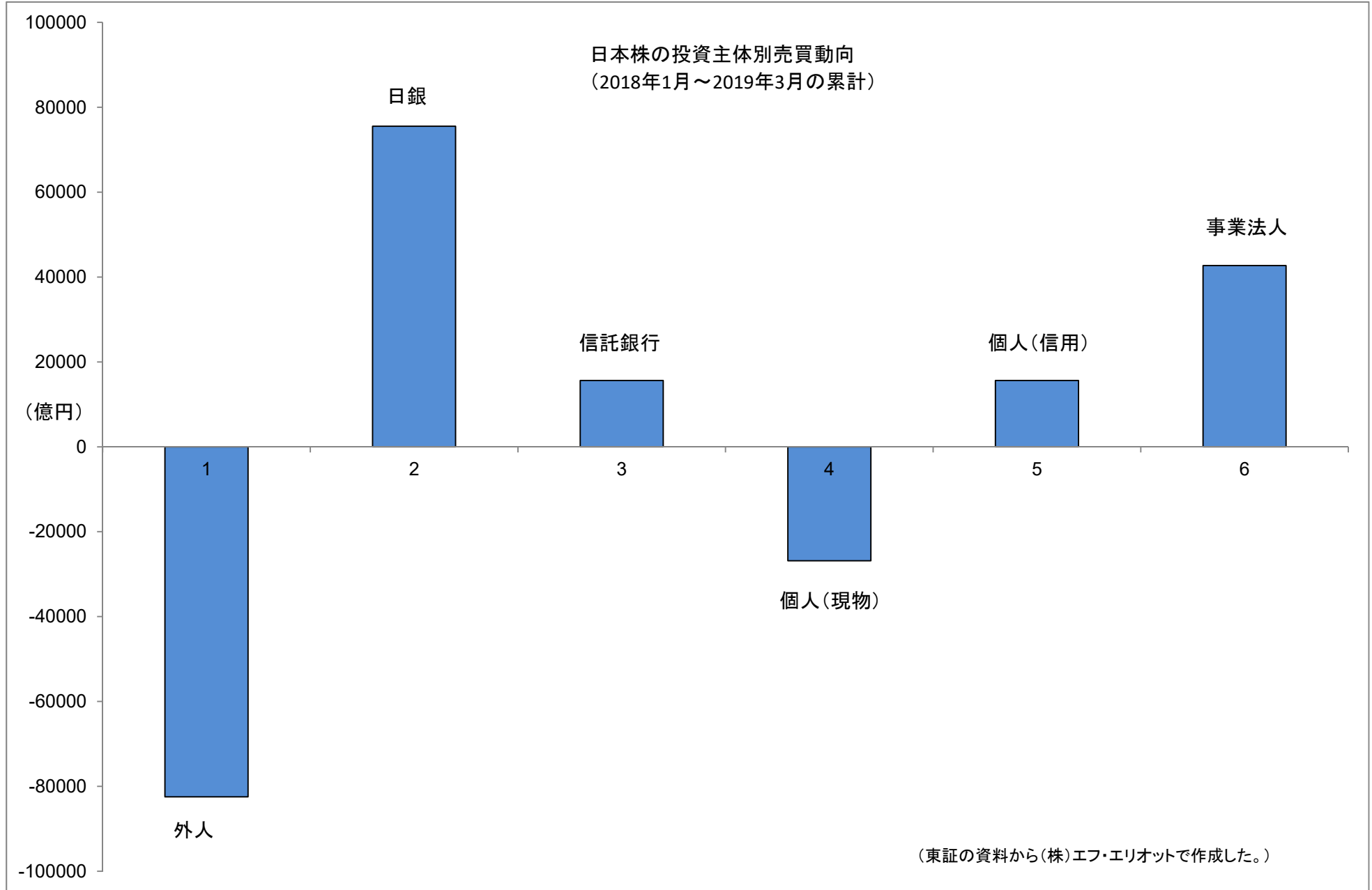
(東証の資料を基に(株)エフ・エリオットで作成した。)

投資主体別売買動向（二市場ベース：現物株）



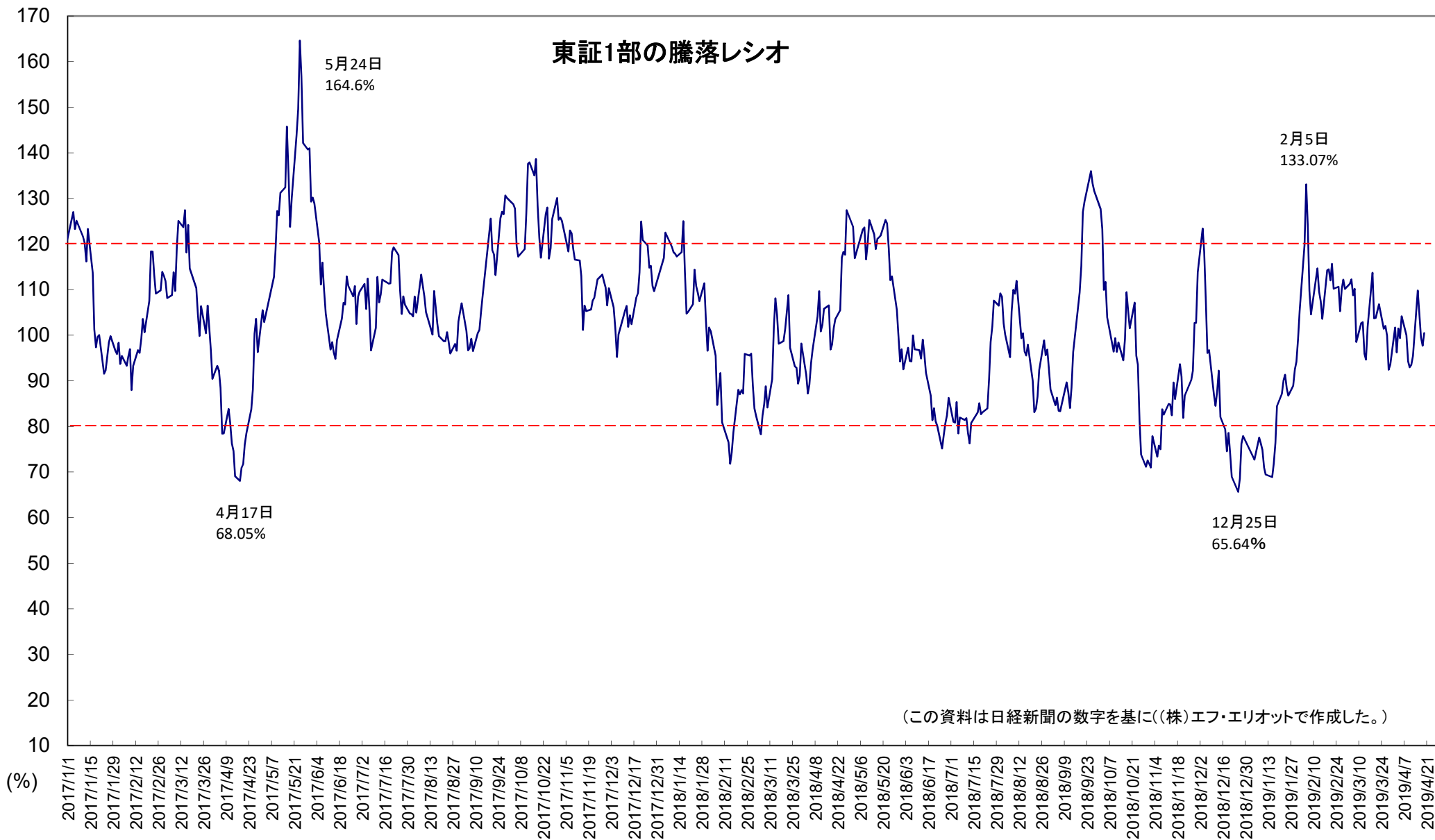
(東証の資料を基に(株)エフ・エリオットで作成した。)

日本株の投資主体別売買動向
(2018年1月～2019年3月の累計)



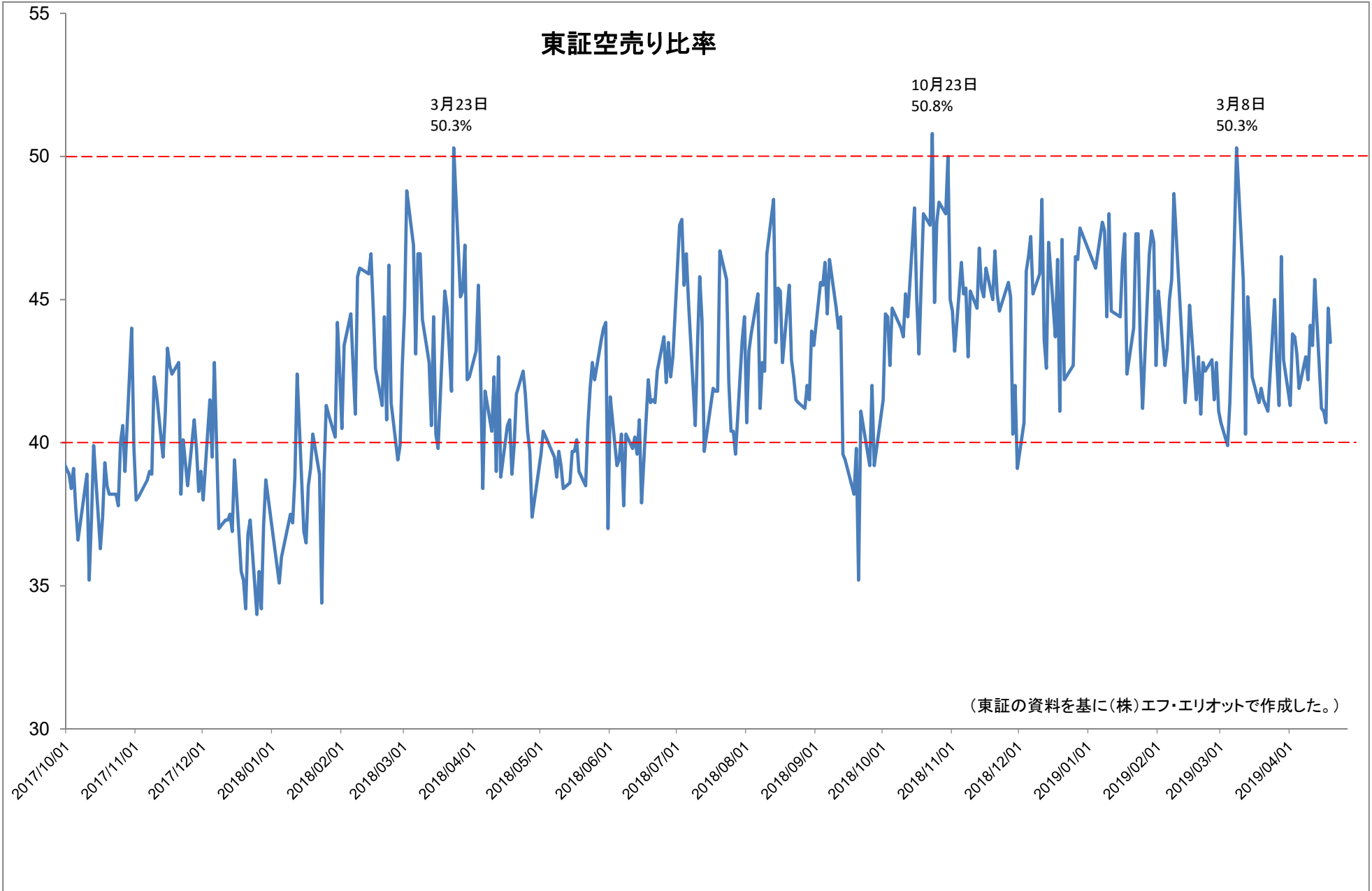
(東証の資料から(株)エフ・エリオットで作成した。)

東証1部の騰落レシオ



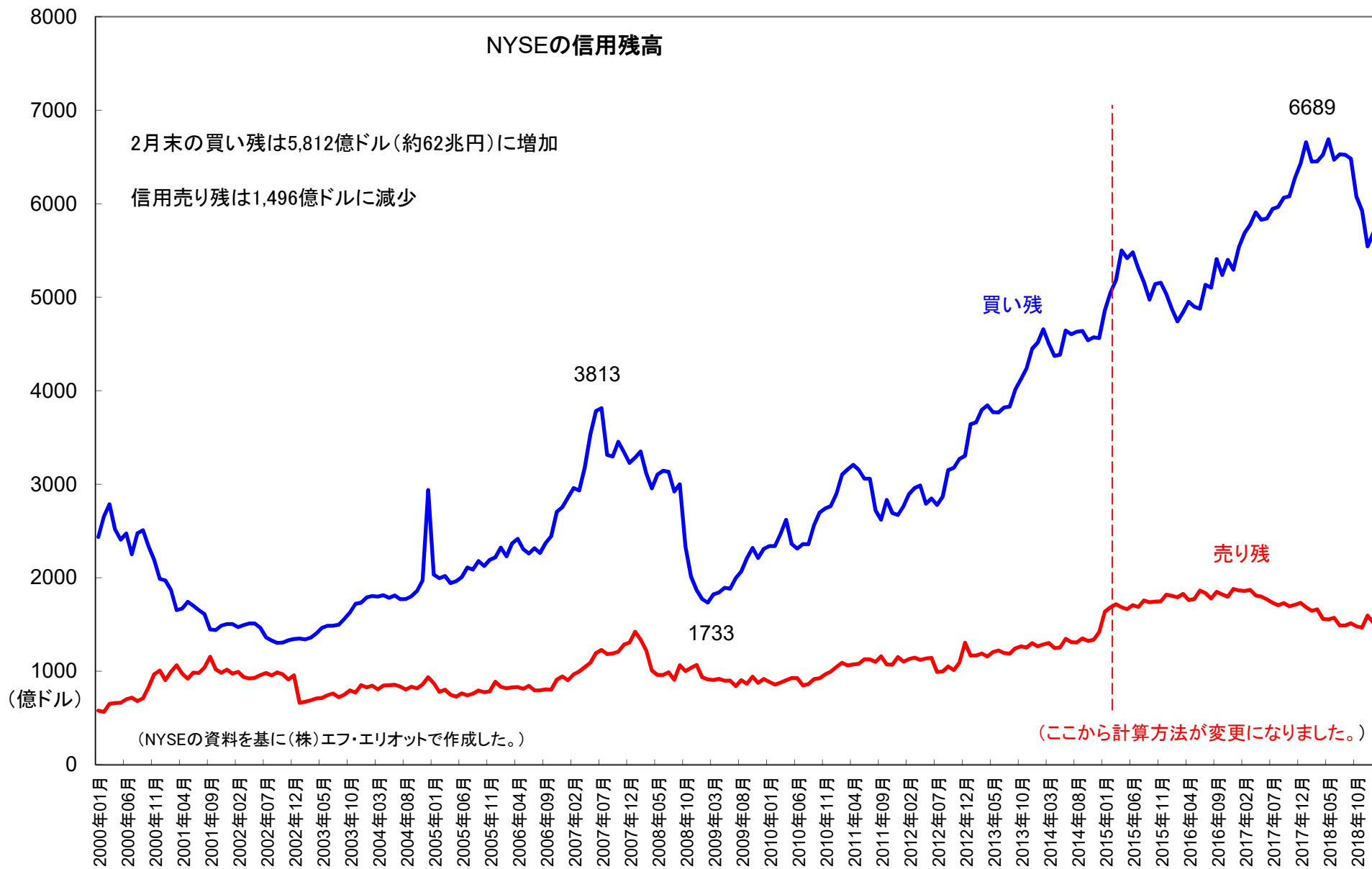
(この資料は日経新聞の数字を基に((株)エフ・エリオットで作成した。)

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。)

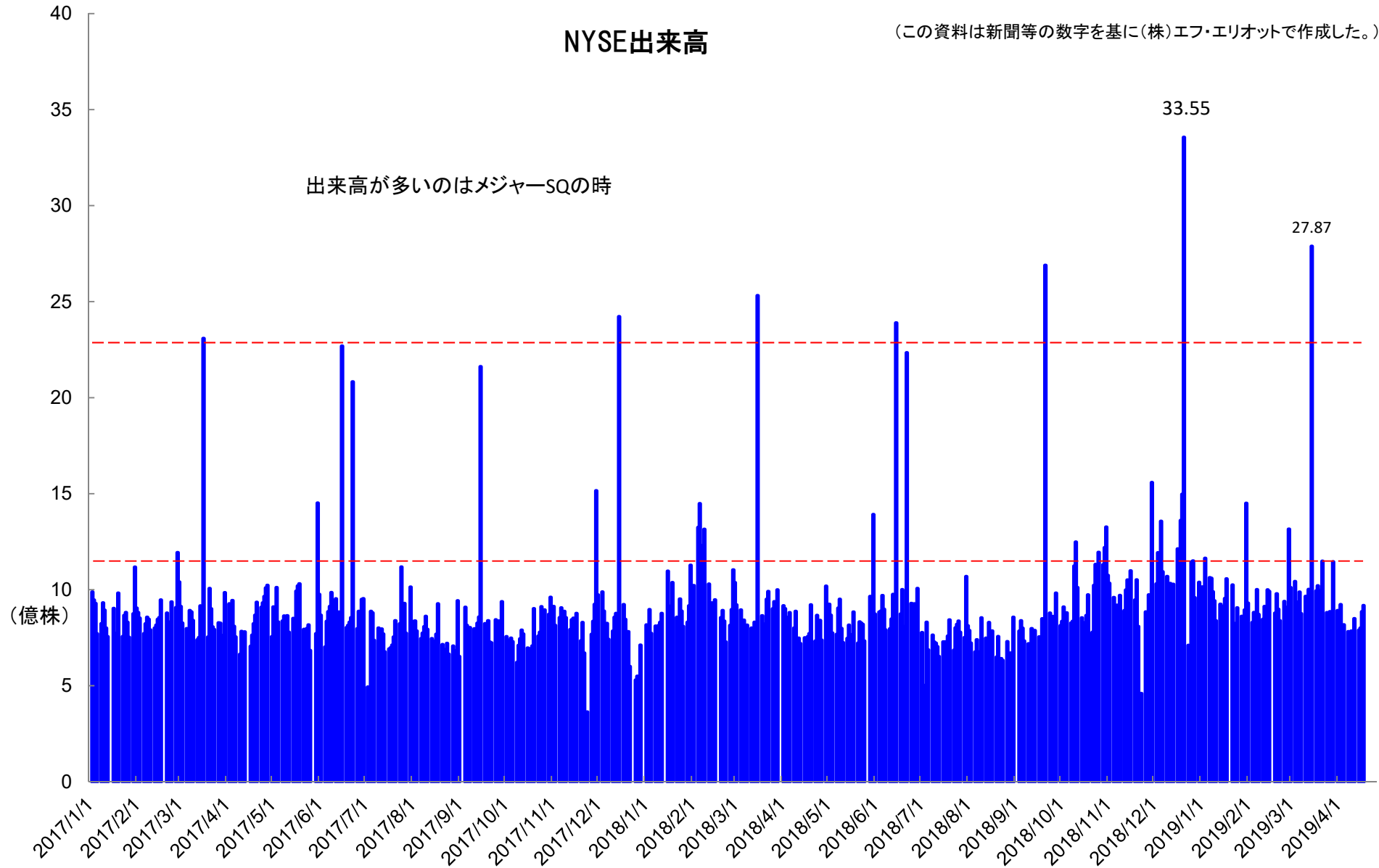
NYSEの信用残高



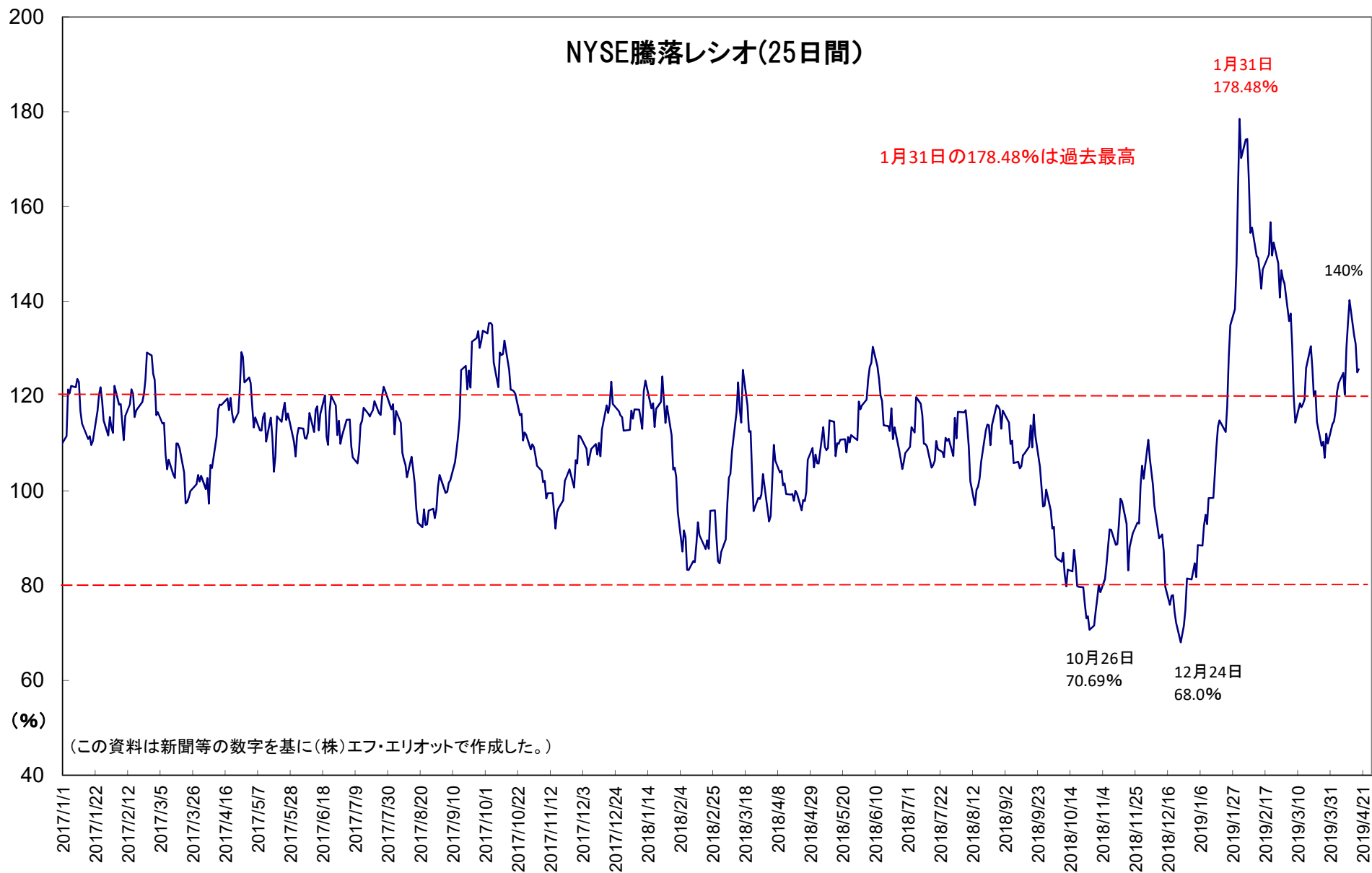
NYSE出来高

(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)



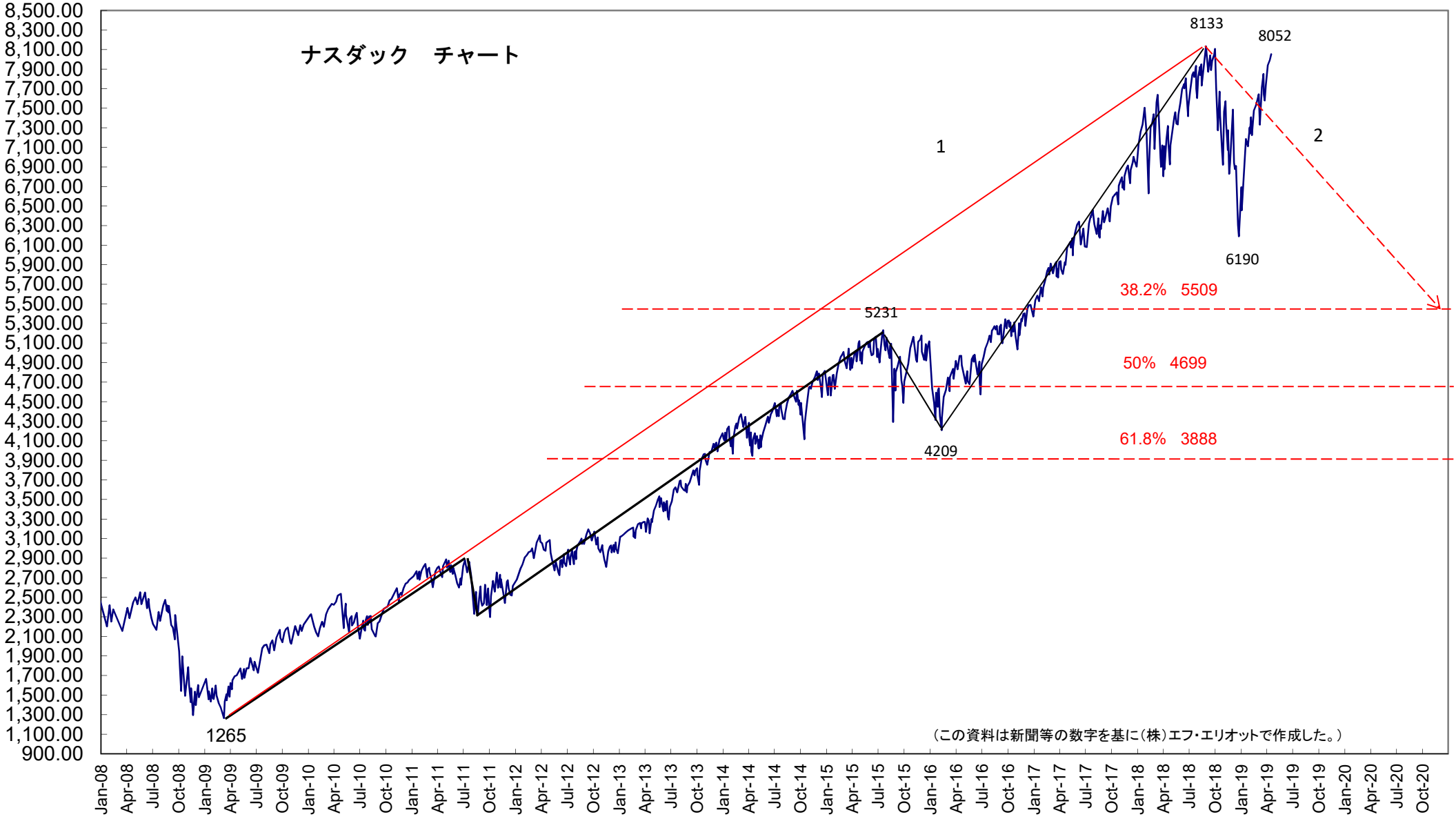
NYダウ チャート

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。)