

MYOJO REPORT

－ 菊池のコメント



2011年9月1日

8月の株式市場の下落は以下の3つの可能性があります。

1. 上昇フェーズ中での調整（いわゆる中間反落）

2004年5月、2010年5-8月と同様

2. 高値もみ合いフェーズに移行

2006年5-6月と同様

3. 高値もみ合いフェーズを飛ばして下落フェーズに移行

下落フェーズの始まりは前回は2007年8月

結論から申し上げますと、1.の可能性は極めて低く、2.か3.で、2.よりも3.の可能性の方が高い、と考えています。

1.ではない理由として、過去10年くらい振り返った時、1999年-2000年のいわゆるネットバブルの時は、ネット企業や通信会社が無理をして過剰設備投資を行い景気のけん引役になりました。その後、ネット企業や通信会社は大きなツケは払わされました。リーマンショック前の前回の景気回復は、サブプライムなどの住宅バブルを金融機関が作り出し、金融機関は無理をしたツケを払わされました。リーマンショック後の現在の状況は、民間部門で景気をけん引している分野が無く、公的部門（政府や中央銀行）が無理をして景気を支えてきました。ただ、そのために公的部門の財政は痛み、もうこれ以上やれることは限られており、一方で新興国はインフレ問題を抱えているので景気拡大を加速させられる状況ではないということを8月に一気に織り込んだのだと思います。

世界景気の拡大の行き詰まりが顕在化するにはまだしばらく時間がかかると思われますが、市場が一旦実際に織り込んだ動きをしてしまった以上、この問題が消えることは無いと思います。

したがって1.の可能性はほとんどない、という結論に至ります。

2.か3.かの決め手は、追加金融緩和策なしに、米国景気の自律的回復が加速するかどうか、だと思います。回復が加速するようであれば2.の可能性が高まっていきます。同時に新興国でのインフレ懸念の鎮静化も必要です。ただ、これまで見られなかった米国景気の自律回復の加速や、景気拡大が維持されている中での新興国でのインフレ懸念の鎮静化が今後見られる可能性は低いと思われるため、現段階では2.よりも3.の可能性が高いと思わざるを得ません。様々な良くない副作用を承知で、追加金融緩和を「実施」し

MYOJO REPORT

－ 菊池のコメント



てしまったら、3. に決定となります。追加緩和実施初期には株式市場は上昇するかもしれませんが、そこは絶好の売り場となってしまいうでしょう。

3. だとすると、日経平均の2000年の高値が約21,000円、2007年の高値が約18,500円だったのに対し、今回の高値は2010年4月の約11,400円にとどまる、ということになり、いくら日本企業の国際的な平均的相対地位が低下しているにせよ、いくらなんでも低すぎるのではないかと、という違和感を覚えます。

しかし、NYダウは2007年の高値が約14,200に対し2011年の高値は約12,900、ドイツのダックスは2007年の高値が約8,100に対し2011年の高値は約7,600、イギリスのFTは2007年の高値が約6,750に対し2011年の高値は約6,100とおおよそ2007年の高値から5 - 10%下のところまで2011年の高値は迫っています。国家の財政が傷んだことなどを考えると、前回高値の5 - 10%下で今回の高値をつけた、ということになっても違和感はありません。

いずれにせよ、たとえ3. だったとしても、最低でも日経平均で10,000円手前位までの戻りが、9月10月であると思います。その際に戻るのには「業績に全くケチがついていないのに」8月に大きく売られた、「外人好みの銘柄と内需成長銘柄（主に新興市場銘柄とかつて新興市場にいた銘柄）」だと思います。

今は戻りを取りに行き、日経平均で10,000円手前まで戻ったら、2. か3. かを見極め、3. の可能性が高いと思われたら、外人好みの銘柄をショートで取ることを考え、2. の可能性が高いと思われたら、日経平均で最大11,000円までの戻り（為替の円安進行などベストケースでは最大12,000円）はあり得るので、高値圏で急落するまではロングについていく、ということになるでしょう。

見極めるうえで重要な注目点として、10月半ばから発表される米国主要企業の7 - 9月期の業績発表や10 - 12月期のガイダンスで「時間の問題で企業業績がピークアウトしてしまいそう」という内容かどうかです。これまで企業業績のみが株価を支えてきたわけですから、もし業績の先行きピークアウト感が出てしまったら、3. に決定ということになります。

日本企業の今期業績は地震の影響で歪められてしまっているため、参考にはなりません。ただ、地震の影響で製造業各社の今期業績見通しは、おおよそ上期1に対して下期2という利益構成になっており、ただでさえ下期偏重の業績見通しを中間決算発表時点で上方修正してくる企業はほとんどないと思われ、株価の押し上げ要因にはならないでしょう。

2011年9月8日

高値もみ合いのフェーズに入ったとしても、たとえ下落のフェーズに入ったとしても、急落の後には必ずリバウンドがあります。今後考えられるリバウンドのタイミング、時期などについてコメントさせていただきます。

MYOJO REPORT

－ 菊池のコメント



前回のコメントで書いたように、メインシナリオとしては、9月半ば頃から10月半ば頃までに、日経平均で10,000円手前位までのリバウンドがあり、その先は米国の企業業績動向で10月後半から11月に再び下落するか、年末および年明けまで上昇が続くかが決まる、その際上昇を主導するのは「業績に全くケチがついていないのに」8月に大きく売られた、「外人好みの銘柄」と「内需成長銘柄（主に新興市場銘柄とかつて新興市場にいた銘柄）」だと考えています。

そのようになるための必要条件として、米国株市場のリバウンド波動が崩れないことが重要です。日本株のチャートは9月6日に直近の安値を更新し、すでにリバウンド波動は完全に壊れた状態にありますが、8月からの世界の株式市場の急落を引き起こしたのは米国株であり、米国株の波動が重要で日本株はそれに多少のタイムラグで追従するにすぎないでしょう。NYダウで11,000程度をキープしてその後再び上昇する（リバウンド波動がくずれない）ようであれば、上記のメインシナリオとなります。これは2007年8月から10月と同様の動きということになります。

その場合、「外人好みの銘柄」の方が「新興市場系銘柄」よりも株価の上昇率は高くなるでしょう。ただし「新興市場系銘柄」も日経平均以上には上昇すると思います。

もう一つのシナリオとして、米国株市場がNYダウで11,000程度をキープできず、直近の安値を更新する展開になった場合、安値でもみ合いが最長11月まで続く可能性が高くなります。これは2010年5月から8月と同様の動きということになります。もみ合いの後、12月から1月に株価は反転上昇ということになるでしょう。ただし、もし10月の米国企業の業績発表でピークアウト感が出てしまったら、11月は新安値更新となってしまうでしょう。

その場合は「外人好みの銘柄」は安値でもみ合い、「新興市場系銘柄」が資金を集め活況を呈する、ということになると思います。新興市場系銘柄の選択では、「利益成長が続いている、PERで見て割高感の無い銘柄」が最も安全確実ではないでしょうか。流動性がある程度あれば機関投資家も買ってくるのが期待されます。

2011年9月9日

ショートコメントです。

昨日今日とここにきてファナックが急落しています。ご存じのようにファナックはトップランナーとして上昇相場をけん引してきた代表銘柄です。

相場の短期サイクルの特徴として、相場上昇の一番最初に一番クオリティの高い銘柄が買われ、上昇が続くにつれ2番手銘柄、3番手銘柄というように徐々にクオリティを落としながら物色の対象が変わっていきます。相場下落時には、その逆に3番手が最初に売られ、2番手、そして最後にトップランナーが売られます。

MYOJO REPORT

－ 菊池のコメント



これは相場の中期サイクルがアセット・アロケーターによってもたらされるのに対し、短期サイクルはファンド・マネージャーの銘柄入れ替えの順番によってもたらされます。（詳しくは「相場サイクルの基本的な考え方」をご覧ください。）

ファナックのここきての急落、同時に大型内需株の上昇という現象は、8月から続いてきた相場の流れが、（少なくとも一旦は）近々変わる兆しだと思います。

2011年9月22日

FOMC 通過

日本時間の22日早朝にFOMCの内容が発表になりました。内容はほぼ事前の予想通りだったにもかかわらず、米国株式市場は内容の発表を受けて急落しました。FOMCにポジティブ・サプライズを期待している投資家は少ないと思っていましたが、76円割れをうかがう為替の動きや、米国株式市場の急落を見ると、それなりの数の「短期」投資家が期待していた、ということになります。

しかし、10月にはFOMCは予定されておらず、これではばらくは「追加金融緩和期待」は市場の変動要因にはならず、10月第1週に発表されるISM指数や雇用統計などの米国のマクロ経済指標と、10月半ばから発表される米国企業の7-9月の業績発表および10月以降の業績見通しが、市場の変動要因になるでしょう。

マクロ経済指標ですが、2つの理由から市場へのインパクトはポジティブなものになる可能性が高い、と考えています。

一つ目の理由は、言うまでもないことかもしれませんが、市場平均の予想値がかなり低くなっており、また市場の期待感も明らかに低くなっている、ということです。二つ目の理由は、季節調整係数による数値のゆがみの解消です。米国の経済指標は過去5年間（現在は2006年-2010年）の季節変動の平均を取って、季節調整係数として指標を調整しています。リーマン・ショックのあった2008年までは、4月-8月に経済活動が盛り上がり、12月-3月に経済活動が落ち込む、というはっきりとした季節性がありました。5月-6月ごろに税金の還付があったとか、9月から新学年が始まる、という要因が背景にあったと思われます。しかし、2009年以降この季節性は変動が非常に小さなものになっています。つまり、5年間のうち3年間は現在よりも大幅な季節変動があり、それが現在の季節変動係数に反映されてしまっている、ということです。その効果は、4月-8月は必要以上に下方に季節調整し、12月-3月は逆に必要以上に情報に季節調整する、ということになります。9月からは8月までであった数値の必要以上の下方調整がなくなるのです。

10月半ばからの米国企業の業績発表には、以前もお伝えしたように「先行きピークアウト感」が出てくるリスクを感じます。7-9月の実績は予想通りながらも、10月以降は不透明感がある、などというコメントを発表してくる企業が多いのではないかと、ということです。したがって、マクロ経済指標で10月半ばにかけて株式市場の戻りがあった場合、企業

MYOJO REPORT

－ 菊池のコメント



業績の状況を見極めるまで一旦ポジションを軽くすべきだろうと考えています。

2011年9月26日

反転のきっかけとタイミング(2)

皆様ご存知のように、FOMCの後米国株式市場は、2日間の下げとしてはリーマンショック直後以来の記録的急落となりました。その後のG20でも問題意識は共有されましたが、予想通りなんら具体的対応策は示されませんでした。これでますます市場は、欧州に問題があるのは誰の目にも明らかだが、政策にもはや打つ手なしなのか、という意を強くしたように思います。現在の市場センチメントは、企業業績に大きな問題がないのであれば確かに今の株価はやはり割安と思うが、多数派の投資家が現状のリスク回避方向の投資行動を変えない限り、どこまで下がるかわからない株式に手は出せない、ということだと思えます。

しかし、逆に言えばひとたび市場センチメントが転換し、株式市場がボラティリティ低下を伴う上昇(比較的緩やかな上昇が継続する)を見せれば、買い需要に回る待機資金はかなり準備されてきている、ともいえると思います。

先日のコメントで、日米欧の中央銀行が無制限にドルの短期資金を供給することに合意した、というのは注目に値する政策だとお伝えしました。ここで付け加えたいのは、FOMCで短期債を売却し長期債を購入するいわゆる「ツイスト・オペ」が発表され、これで実質的な追加緩和策が完成した、ということです。FRBが長期債を買い短期債を売る一方で、FRBを含む日米欧の中央銀行が短期のドル資金を供給するわけですから、ドルはあわせてみれば短期も長期も供給ということになります。ひとたび株式市場が反転の動きを見せたとき、この実質的な追加金融緩和策が上昇持続の大きなエネルギーになる、ということに異論を持つ人は多くないでしょう。

問題は、何をきっかけに株式市場のセンチメントが転換するか、です。いろいろ想定はできますが、はっきりと予測することはできません。ですが、8月9日にここまで悪化したセンチメントが転換するきっかけなわけですから、多くの市場参加者に「わかりやすい」ものになるのか、あるいはきっかけそのものはそれほどわかりやすくはなかったが、その後の値動きがボラティリティの低下を伴う上昇となり、値動きそのものがセンチメントの転換につながるのか、いずれかだと思います。

したがって、はっきりとした「きっかけ」もしくは「現象」が見られるまでは、大きくリスクを取らず、ひとたびセンチメントが転換したと判断されたら、全力でリバウンドを取りに行く、というスタンスが一番割りのいい投資行動だと思います。(「リバウンド」と書きましたが、それが起こった時には、少なくとも市場参加者の半数以上が「これで嵐はおさまり、市場のトレンドは上昇に転換した」と考え、「どうせ下落過程でのリバウンドにすぎない」と考える人はごく少数になっていることでしょう。今それを言うのは早すぎま

MYOJO REPORT

－ 菊池のコメント



すが、周りの明るい雰囲気にならずに、冷静な状況判断が必要です。)

たとえ、2011年8月が「下落」フェーズへのフェーズチェンジの月だったとしても、戻りやすい戻りがないまま最安値まで下落する、という展開は考えられません。ただ、8月後半にイメージしていたよりも、戻りがないままここまで来ていることも事実です。ここは、もしかしたら明日にもセンチメント転換かもしれないが、最長11月いっぱいくらいまで、いわゆる「底値形成」の状態が続くかもしれない、という時間軸での覚悟を持って、次のリバウンドに「備える」のではなく、次のリバウンドを「待つ」という姿勢が大切だと思います。

個別銘柄の値動きや各種データから足元の需給を考えると、8月から9月半ばまでの外人投資家の問答無用のリスク回避の株式売却はピークを越えたと思われる一方で、国内の年金や投信マネージャーが景気敏感株からディフェンシブ銘柄に資金シフトしていることが推測されます。9月半ば以降、いかにも外人投資家が多く持っていそうな好業績大型景気敏感株は売られ方が以前よりもマイルドになってきた一方で、外人投資家はあまり持っておらずもっぱら国内投資家が持っていそうな好業績中小型景気敏感株の売られ方の激しさが止まっています。おそらく、年金顧客に四半期運用報告をする9月末のポートフォリオを意識しての動きだと思われます。

主要な国内投信の8月末のポートフォリオを見ると、意外にディフェンシブ・シフトしていませんでした。ここからうかがえるのは、国内ロングオンリー・マネージャーの8月のパフォーマンス（彼らの評価は対TOPIXでの相対パフォーマンス）は相当苦戦し、9月もその傾向は変わっていなかったはずで、10月に年金顧客のところに訪問して7-9月期の運用報告をする際に「8月9月は想定以上のことが起こりパフォーマンスは苦戦してしまいましたが、9月末時点ではすでに防御的なポートフォリオに変更しており、市場環境の変化に対応できています」と言いたいのだということです。

従いまして、現在もしポジションを取るのであれば、センチメント転換の際に外人投資家が真っ先に買うであろう好業績大型景気敏感株をロングにし、まだ国内投資家の売りが残っている好業績中小型景気敏感株をショートにするというポジションを当面続け、「これだ」と思うきっかけがきたならば、ポジションを好業績バイアスへと変えて相場の上昇を取りに行く、ということでしょう。

2011年9月29日

ロング・ショート候補銘柄

前回のレポートで、「現在もしポジションを取るのであれば、センチメント転換の際に外人投資家が真っ先に買うであろう好業績大型景気敏感株をロングにし、まだ国内投資家の売りが残っている好業績中小型景気敏感株をショートにする」と書きました。具体的にはそれぞれどんな銘柄なんだ、という疑問にお応えすべく、今回コメントいたします。

MYOJO REPORT

－ 菊池のコメント



まずお断りしておきたいのは、投資期間は人により様々であるため、ポジションを取るタイミングについては、ぜひご自分で判断ください。「もしやるなら」ロング、ショートとしようにお考えいただきたいと思います。

まずロング候補となる「センチメント転換の際に外人投資家が真っ先に買うであろう好業績大型景気敏感株」です。外人投資家の銘柄選択には明確な傾向があります。それは時価総額が大きく、ROEが高く、PERが低く、ベータが高い、というものです。

このような特徴を持つ銘柄を外人投資家が持っていたため、外人が大幅に売り越してきた8月から9月半ばにそれら銘柄は大きく売られました。しかし、その中で業績に「ケチ」がついていない銘柄は、外人投資家が買い越してきたときに確実に買われます。

大型銘柄なのであまり問題は無いと思いますので、具体的な銘柄を一部挙げると、ファナック(6954)、SMC(6273)、日立(6501)、三菱電機(6503)、日産(7201)、ホンダ(7267)、やや小ぶりの銘柄では川崎重工(7012)、ナブテスコ(6268)、日本精工(6471)などです。

ショート候補となる「まだ国内投資家の売りが残っている好業績中小型景気敏感株」です。銘柄選択で重要なことは、信用残の取り組みです。大型株については、機関投資家の売買量は信用取引を利用している個人投資家の比ではありませんので、信用残の取り組みは重要ではありませんが、中小型株については重要です。売り残の多い銘柄は、まずはショートの候補ではありません。

理想的なショート候補は、今年一時的に業績や事業内容などが評価され株価上昇した局面があったが、明らかに株価はピークアウトし直近までで株価がかなり下落しており、信用買い残が高水準のまま売り残が少ない銘柄、です。要するに、信用で買っている投資家から、追証の売りや追証回避の売りが出やすい銘柄、ということです。できれば、一部の国内機関投資家も株価上昇時に買ったと思われる、それなりに流動性のある銘柄が望ましいです。機関投資家は値動きが悪くなれば、そういった「持っている必要のない銘柄」は容赦なく売ってきますので。

具体的な銘柄を上げるのは問題があるので、差し控させていただきます。

「業績にケチがついた大型景気敏感株」もショート候補ですが、日経平均が上昇した場合、中小型株のショート候補が日経平均と関係なく下落する可能性があるのに対し、大型株は日経平均が上昇した場合には「それなり」に上昇する、という特性があります。逆にいえば、リスクを抑えてロングもショートも大型株にしたい、という投資家には適当でしょう。今後の業績悪化が顕在化してきた半導体関連銘柄、液晶関連銘柄、電子部品銘柄、中国での売り上げ減少継続が懸念される一部の機械銘柄などがそれに当たります。

菊池 真

日本債券信用銀行（現あおぞら銀行）マーキュリー投資顧問等の外資系投資顧問会社にて日本株ファンドマネージャーとして活躍の後、2003年にミョウジョウ・アセット・マネジメント（株）を設立。