

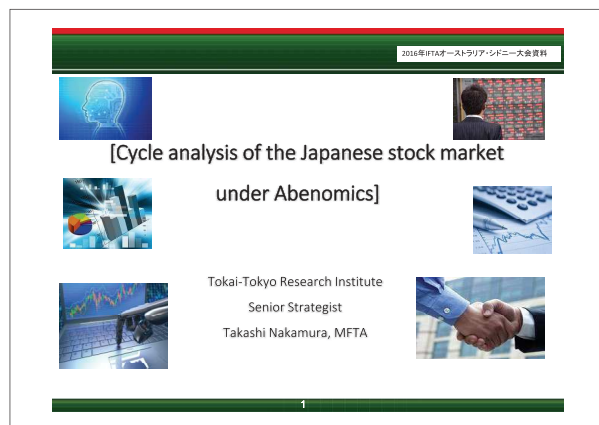
IFTA シドニー大会 2016 講演要旨

アベノミクス下における日本の株式市場のサイクル分析

東海東京調査センター
中村 貴司

<はじめに>

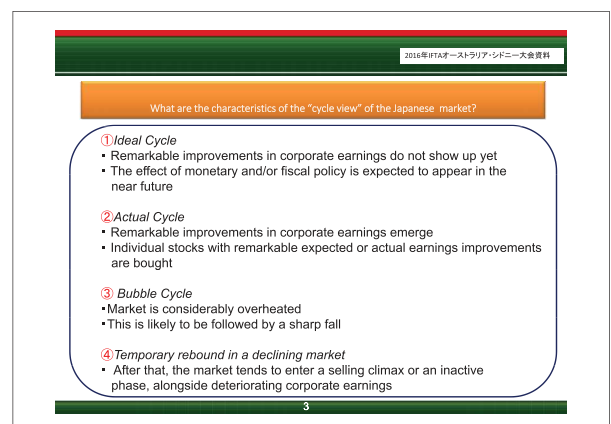
今回の IFTA での講演では、投資家心理・投資家行動の視点を重視し、あえて数式を使わず、実際の日本の株式市場にどのようなことが起こっており、またどのような視点を持ちながら投資・運用を行っていけばいいのかを個人投資家でもわかりやすい形で提起する内容としました。市場に構造的な変化が見られる中、ファンダメンタルズ分析や行動ファイナンス理論、アルゴリズム・AI、HFT・ヘッジファンドの運用など多角的・多面的な視点を身につけることはテクニカルアナリストにとっても今後、重要になってくると考えます。



[1] 運用実務でより良い投資リターンを達成するために、テクニカル分析に業績・バリュエーションなどのファンダメンタルズ分析や投資家行動を組み合わせる形で、アベノミクス下における実際の日本の株式市場を分析してみる。



[2] 日本のサイクル観によると 10 年の大きなサイクルの中に概ね 3 つのミニサイクルが内包されると言われる。日本のサイクル観にはさまざまな切り口があるがその一つとして、日本の株式市場には大きく 4 つの局面があるとされる。投資において、この見方はとてもシンプルに見えるが、日本の株式市場における運用実務においては有益な一つの投資手法と考えられる。



[3] 大きく 4 つの局面として、①理想買い、②現実買い、③人気買い、④中間反騰がある。

①「理想買い」

3 段上げの第 1 波で活発になる投資行動。まだ、企業業績の著しい好転などは確認できないものの、金融政策や財政政策などの効果が近い将来現れることを期待し、景気回復を先取りして相場が上昇すること。(金融相場に相当)

②「現実買い」

3 段上げの第 2 波で顕在化する動き。景気回復を次第に実感できるようになり、業績が大幅に伸びたり、また伸びると見られる企業などが物色される。(業績相場に相当)

③「人気買い (バブル相場)」

3 段上げの最終局面である第 3 波では相場がかなり過熱して(フェアバリューを上回る)バブル的な様相を呈するようになる。「上がるから買う。買うから上がる」とのセンチメントが高まる(バブル相場)。その後、急落を伴うことが多い。

④「中間反騰」

下降局面に転じている中での反発局面。その後、業績の悪化等を伴った最終的な調整局面(セリングクライマックスや閑散相場)があり、サイクルは一巡するとされる。

次に、サイクル観を踏まえて実際のアベノミクス下の日本の株式市場について見ていく。



[4] まず、①の「理想買い」の局面について見ていく。理想買いの局面は、日経平均株価で 8,000 円から 10,000 円のボックスレンジでのみみ合いの後、アベノミクスへの政策期待がけん引した相場上昇と捉えられる。この局面ではファンダメンタルズ分析を重視する投資家にとっては、足元では企業業績の好転が見られず、(顧客や社内向けの)説明責任を果たすことが困難であるため、この理想買いに基づいたトレンドフォロー的な動きに追随することは難しいと見られる。一方、テクニカル分析を重視する投資家、特にモメンタムやトレンド戦略を活用している投資家は、この局面の動きに効果的に追随しやすいといえる。

次に、②の「現実買い」について見ていく。この局面は、円安などに伴う企業業績の改善によってもたらされた相場上昇である。日経平均株価で示すなら、概ね 14,000 円から 18,000 円のレンジの相場と言えよう。ファンダメンタルズ分析を重視する投資家は企業業績の好転を受け、説明責任も果たしやすくなるため、この局面の動きには効果的に追随することができる。また、テクニカル分析を重視する投資家、特にモメンタムやトレンド戦略を重視する投資家も企業業績改善を背景に上昇トレンドが継続する「現実買い」の動きに追随することが可能であろう。一方、割高・割安を判断するオシレーター重視の投資家にとって、ファンダメンタルズ面である企業業績の伸びによって生じた現実買いによる強いモメンタム・トレンドの動きが逆風となり、投資手法がうまく機能しないケースが増加しよう。

次に、③「人気買い (バブル相場)」について見ていく。この局面は 2020 年の東京オリンピック開催、GPIF による株式ウェイトの引き上げに伴う需給改善、ROE の改善、黒田バズーカー第 3、第 4 弾への期待感が相場を牽引した場面である。日経平均株価で示すなら概ね 18,000 円から 22,000 円のレンジ内での動きと言えよう。ファンダメンタルズ分析を重視する投資家、特にバリュエーション面で割高感が見られる局面に入ってくるため、

この上昇トレンドの動きに追随することが難しくなってくる。一方、ファンダメンタルズ分析でグロース（成長性）を重視している投資家やパッシブおよび低トラッキングエラーでファンドをコントロールしているファンドマネージャーにとって、この人気買い局面の上昇相場は比較的、追従しやすい。この局面の最終場面ではファンダメンタルズ分析を重視する投資家にとっても、ベンチマークに負けないよう、また顧客から上昇相場に取られ、ファンドを解約されないよう相場に追従した運用になりがちになる（心理的バイアスからトレンドフォロー的な運用になりやすい）。またテクニカル面でトレンドフォロー戦略を取り、積極的に上昇トレンドに追従しようとする投資家の資金流入もこの動きを増幅させ、一段と相場の上昇圧力がかかりやすくなる。一方、テクニカルのおしレーター重視の投資家は、価格のオーバーシュートにより、バリュート投資家と同様、この強気トレンドに追従しづらい。仮に、オーバーバリューや株価の過熱感をベースにショート・ポジションを持っていた場合、マージンコール（追証）で市場に打ち負かされてしまうだろう。

最後に、④「中間反騰」を経て生じる最終局面について見ていく。人気買い（バブル相場）局面が終わりを告げる 2015 年 8 月、日経平均株価は急落。この局面では、企業業績のトレンドは悪くはないにもかかわらず、株価は短期間で大きく調整することになった。そのため、ファンダメンタルズ分析やテクニカル分析でトレンドフォロー的な動きで上昇相場に乗ってきた投資家達は、短期の株価の大幅調整に効果的に対応しきれず、大きな損失が発生するか、積み上げてきた利益が一瞬で吹き飛ぶこととなる。

一方、株価の短期間の大幅調整により、PER や PBR などのバリュエーション面で割安感が生じるとともに、おしレーター面でも割安感が生じる。そのため、バリューやおしレーターを重視する投資家達はこの局面で買いを入れやすくなる。結果として需給面から買い圧力が生まれ、下落マーケットへ転換する中で一時的に値を戻す「中間反騰」の動きがもたらされるようになってくる。こ

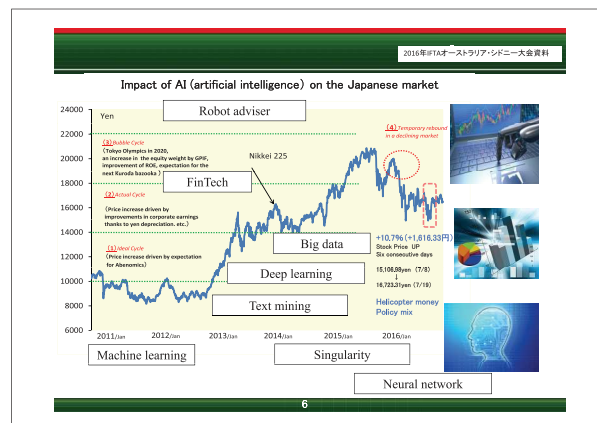
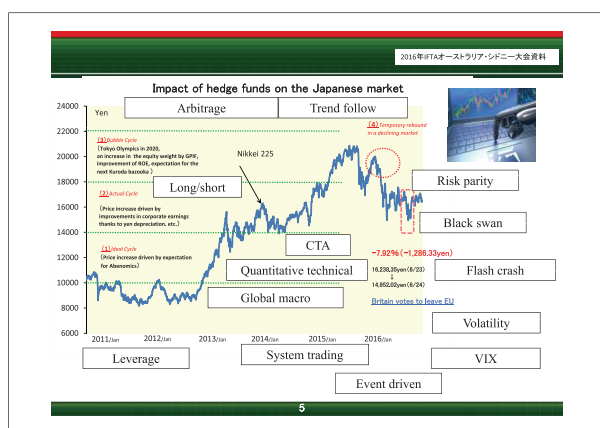
うした現象は 2015 年の 9 月から 10 月の日経平均株価の動きと一致しよう。いったん、これらの投資家の買い圧力が弱まってくるとマーケットは再び下落トレンドに戻っていくこととなる。

日経平均株価は、2016 年に入ると円高による企業業績の悪化懸念等から大幅に下落することとなる。日本のサイクル観によると、中間反騰後、マーケットは企業業績の悪化を伴い、セリングクライマックスや閑散相場の局面に入り、サイクルは一巡するとされる。たしかに、日経平均株価は、2016 年 2 月、6 月にダブルボトムのチャートパターンをつけながらセリングクライマックス的な動きで底打ちしたかのように見える。また、9 月の日銀短観サーベイを分析すると、日本の企業業績は悪化し、近々、企業業績の悪化の顕在化が起こるようにも考えられる。これらの現象と日本のサイクル観を踏まえれば、足元の日本株式市場は、サイクルが一巡するための最終局面、つまり、企業業績の悪化の顕在化や株価の底打ちを経て、最初のサイクルである理想買いヘシフトする、新たなサイクルの移行期にあることが示唆されていると言えよう。よって、アベノミクス下におけるサイクル分析からは、足元の日本市場に不透明感が残る中でも、株価が反転、上昇に向けた動きヘシフトするチャンスの局面にあるといえる。

財政政策に関しては、今後、28 兆円規模の財政出動により、多少時間はかかるものの、日本の経済や企業業績の改善に寄与していくと考えられる。日銀による年間 6 兆円への ETF 増額決定は需給面から株式市場にプラスに働いてこよう。しかしながら、現行の金融政策（金利や量のコントロール）では、円を押し下げること（円安）によって企業業績を押し上げるに幾分、力不足であろう。

もし、今後、日銀が円を短期で押し下げることによって企業業績を早期に押し上げるような追加の金融政策を取らなかった場合や、そのような展開（円安等）をもたらす外部環境に大きな変化がなければ、閑散相場として日経平均株価は 16,000 円から 18,000 円のボックスレンジでのみ合いが想定されよう。よってここからは、サイクル観をもとにした日本株式市場の分析において、サイクル

の最終局面に位置するとの認識のもと、新たな「理想買い」（日経平均で 18,000 円を上突破する動き）が起こる要因・条件を注意深くウォッチしていく必要があると考える。



牽引される AI（人工知能）をベースとした投資・運用の主要なトレンドを理解していくことも日本の株式市場を分析する上で大事になってくると考える。

<最後に>

テクニカル分析手法とファンダメンタルズ分析手法の組み合わせ、テクニカル分析の定量分析と定性分析の確立、複数の伝統的テクニカル分析手法の組み合わせ、伝統的テクニカル分析と最新のテクニカル分析の対比と組み合わせ、効率的市場仮説への挑戦としての行動ファイナンス理論とテクニカル分析の関わり、市場変動を分析する方法としての物理学とテクニカル分析の関わり、テクニカル分析と投資家のポジション・メンタルコントロール、アルゴリズム・AI（人工知能）、HFT、ヘッジファンドの運用手法とテクニカル分析など、市場の大きな変化を踏まえ、足元のテクニカル分析の領域・他の分野への関わりが一気に広がってきたように思います。市場を多角的・多面的に分析しながら継続的、持続可能な方法でより良い投資リターン・手法の確立を目指すためにも、今後のテクニカル分析の進化および深化がより重要になってくると考えています。今後もテクニカルアナリスト協会研究 I 部長としてその課題に真摯に継続的に取り組んでいきたいと思っています。

[5] また、英国の国民投票による EU 離脱決定など日本の株式市場に大きなボラティリティ（変動率）をもたらしつつある HFT（高頻度・高速取引）業者を含むヘッジファンドなどの投資行動にも注意を払っていく必要があろう。

[6] それと同時に、構造的に変化しつつある日本の市場で、より良い投資リターンを得るためには、ディープラーニングやビッグデータなどによって

●プロフィール

中村 貴司 MFTA®、CIIA®、CMA®、CFP®、MRICS

国際テクニカルアナリスト連盟 (IFTA) 理事、日本テクニカルアナリスト協会 (NTAA) 研究 I 部長。日系・外資系証券会社、損保・証券系運用会社でアナリスト、ファンドマネージャー等を経て、現在、東海東京調査センターでシニアストラテジストとして、日本株・リートを含むグローバル投資戦略やテクニカル分析に従事。IFTA 国際検定テクニカルアナリスト (MFTA®)。国際公認投資アナリスト (CIIA)。日本証券アナリスト協会検定会員 (CMA)、CFP、英国王立勅許鑑定士 (MRICS)、不動産証券化協会認定マスター。

