

ストラテジーブレティン (189号)

『白いブラックスワン』の飛翔

～日本に対する異常悲観の大修正が始まった

【特別企画】コラボセミナーのお知らせ

武者リサーチ主催 2017年11月27日(月)

『2018年を読む』

～マクロとミクロ・技術邂逅の年～

南川明 x 武者陵司

@ 紀尾井フォーラム 18:30～21:30 定員 65名

お申込み・詳細は> <http://www.musha.co.jp/news/detail/59e44fba-bdf8-4da4-a69e-3e1985f2cfe7>

株式会社 武者リサーチ

代表
武者 陵司

代表電話 (03) 5408-6818
直通電話 (03) 5408-6821
E-mail: musha@musha.co.jp
www.musha.co.jp

〒105-0021
東京都港区東新橋 2-18-3
ルネパルティーレ汐留 901

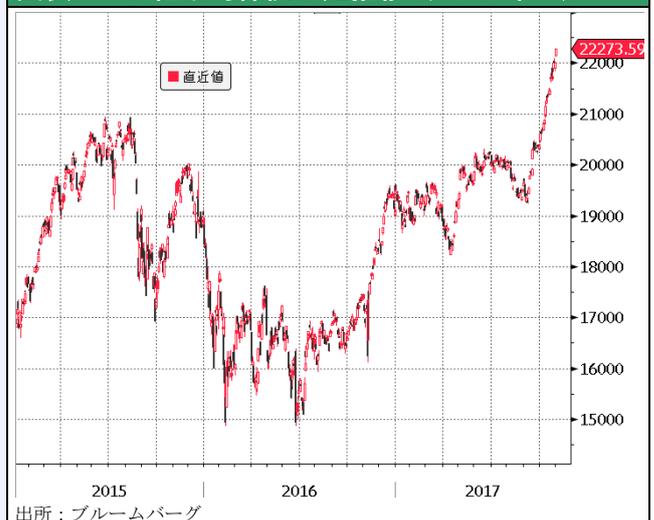
史上初の16連騰は白いブラックスワン

ブラックスワン(あり得ないと思われていることが実際に起きること)は、ダウンサイドのみにあるのではない。誰もが予想しないアップサイドが実際に起きることもあるはずである。一か月前に日経平均株価が16連騰と、日本の高度成長期にもなかった新記録を作るとは(筆者を含めて)誰も想像すらできなかった。WSJ紙はこの連騰が日本記録のみならず世界記録である可能性を述べている(The 15 days of consecutive gains appear to be one of the longest streaks on records of any market 10/24日付け)。これは白いブラックスワン(究極のポジティブサプライズ)の飛来といえるのではないか。そして株式が最も正確な近未来経済の物差しであるとすれば、2018年の日本経済に同様の白いブラックスワンが飛翔する可能性を、だれが否定できようか。

図表1：日経平均株価週足推移 (1985年～)



図表2：日経平均株価日足推移 (2015年～)

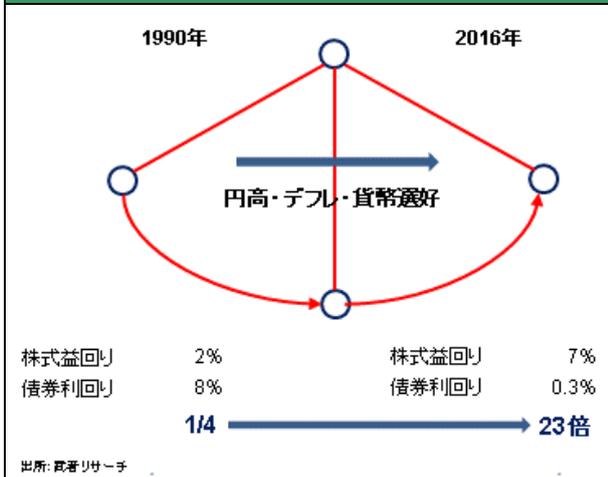


歴史的連騰記録に向き合おうとしない人々

あるベテラントレーダーが電話をかけてきた。周囲も顧客である投資家も、歴史的事実を前に全く冷めていて、依然懐疑心に満ちている、この現実をどう考えるかと。メディアもしたり顔の懐疑論、株高熱狂を戒めるバブル論などに満ちていて、歴史的記録にまともに向き合おうとしない。私の答えは「だからこそ、白いブラックスワンなのだ」である。この突然の「白いブラックスワン」の飛来に直面し、例えば毎日新聞は、「兜町の慢心?日銀の慢心?」(10/24 夕刊)という論評を載せ、株高は虚構だと断じている。また同系の週刊エコノミスト誌では『危ない世界バブル』(11/7 付け)という特集を掲載し、あたかも間違った株高、邪悪な株高というスタンスを示している。嗚呼・・・

地政学、世界同時好況と技術革命、空前の企業収益とその背景にある日本企業が構築した健全なビジネスモデル、著しい好バリュエーション(異常な株の割安さ)、市場フレンドリーな政策、人々を覆っている懐疑・悲観論、これほどの好条件が揃うということは、歴史的稀有の投資環境が現出しているということである。当社は年初来そのことを主張してきた。「日本株を買わない理由が見当たらない」(ストラテジーブレティン 183号 6/29 日付け)。今市場がようやくそれを織り込み始めた場面だということに、依然当社は極端な少数派のようである。後から振り返ると、あの時が資産形成の分岐点であったといわれるような局面に我々は立っている。

図表 3：極から極へと振れた日本株式バリュエーション



正と負と、二つのバブルに振れた日本株式

1990年の日本株価はミスプライシング、本質的価値からかけ離れて高かった。それは当時の株式利益回り 2%以下 (PER50倍以上)、配当利回り 0.5%、長期国債利回りと預金金利 8%、を比較すれば一目瞭然である。同様に、現在の日本株式も極端なミスプライシング、本質的価値からかけ離れて安いことは、株式利益回り 6%(PER15倍)、配当利回り 2%、預金金利と長期国債利回り 0%とを比較すれば明らかである。この明白な誤り(いわばアップサイドのバブル、ダウンサイドのバブル)はいずれ必ず正される。1990年以降の日本株式の暴落はまさしくミスプライシングの是正運動であったが、今同様に壮大なマイナスバブルの是正運動が起き始めているといえる。これは年末 24,000~25,000円、2018年末 30,000円、2020年 4万円という壮大な上昇相場の序章である可能性が濃厚である。当社はアベノミクスのスタート直後 2013年、日経平均 10,000円前後の時に『日本株 100年に一度の波が来た』(中経出版)を上梓し、以降日経平均は 4万円になると主張し続けている。いや、4万円も単なる通過点に過ぎないだろう。

経済展望のコペルニクスの転換を⇒再帰性論、資産価格から実体経済へのフィードバック

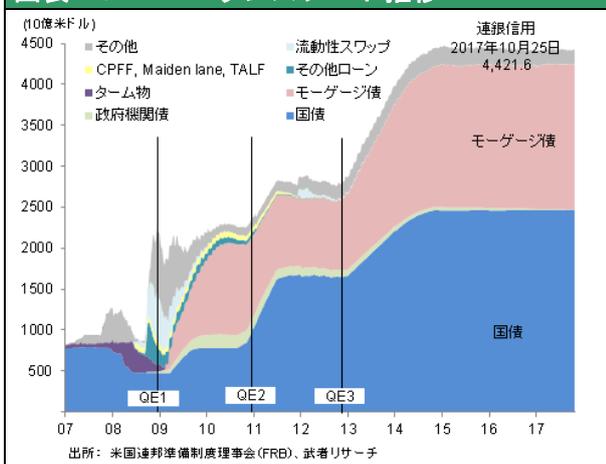
こうした強気論を理解するためには、人々は経済思考をコペルニクスの的に転換させることが必要である。株高を冷ややかに見ている人々は、犬が尻尾を振ると考えている。つまり、本質は実体経済にあり、株価はその鏡に過ぎない、という信念である。しかし時には尻尾が犬を振る、つまり株価が実体経済を動かすこともある。投資家ジョージ・ソロスは再帰性論(reflexivity)という論理を主張し、通常では実体経済を反映する資産価格や金融市場が、逆に実体経済に影響を与えるフィードバックが起きることを説いた。リーマンショック前後の顛末を振り返れば、まさしく資産価格から実体経済へのフィードバックの連続であったことがわかる。先ず過剰な資産価格の上昇(正のバブル)が過剰な需要を実体経済に及ぼしたが、その後起こったフェアバリューから著しくかい離れた資産価格の下落(負のバブル)が、実体経済に壊滅的打撃を与えた。まさに資産価格が実体経済を振り回したのである。

QEは再帰性論の適用事例

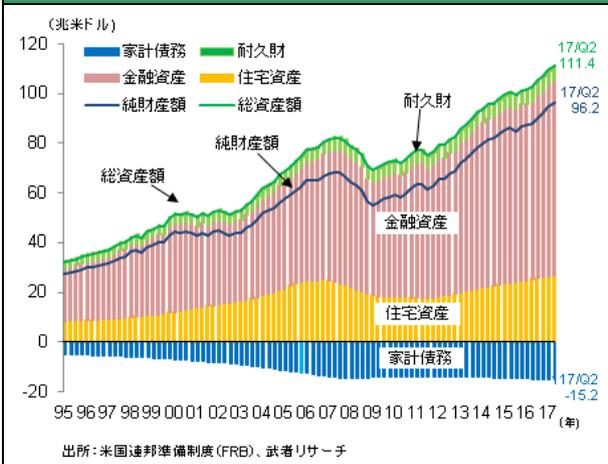
再帰性論はそれでは終わらない。リーマンショック後に主要先進国で一斉に導入されたQEは、資産価格を中央銀行がコントロールすることで、実体経済を動かそうとする政策であった。その波及経路(トランスミッションメカニズム)は、中央銀行のバランスシート膨張による資産購入⇒長期金利の引き下げ(債券価格の押し上げ)⇒株高・不動産価格上昇⇒金融機関・企業・家計のバランスシート改善⇒投資・消費の刺激(リスクテイク促進)⇒インフレ期待の上昇、というものであった。図表5はQEが見事に成功した米国の家計のバランスシートの顕著な改善である。リーマンショック直前の2007年第2四半期に68.2兆ドルであった家計純資産(総資産-債務)は、リーマンショック直後の2009年初に55.1兆ドルまで急減したが、その後の株価の急上昇(リーマンショック後のボトムから直近まで3倍に)、住宅価格のバブル崩壊前への回復により、直近(2017年第2四半期)では96.2兆ドルに増加した。家計純資産の水準を家計の可処分所得と比較すると、リーマンショック直前のピーク6.5倍、直後のボトム5.1倍、直近6.7倍となっている。この顕著な資産効果が米国経済回復のけん引車であったことは明白である。

尻尾で犬を振るという政策、とんでもないと思われた政策であるQEが採用されず資産価格が低迷をつづけたなら、経済は破局的に悪化し続けたであろう。

図表4：FRB バランスシート推移



図表5：米国家計総資産・純財産の推移



いま日本で資産価格からのフィードバックが

今まさに日本は尻尾が犬を振る局面であるかもしれぬ。株価がいよいよバブル崩壊後の高値を更新し続け、何度も打ち返された日経平均21,000円を超えた。16日連騰という歴史記録を達成、チャートはテクニカル的には株価新次元に入ったと確信し始めている。さてチャートが描く日経平均30,000円、40,000円が視野に入ったとしたらエコノミストはどうするだろうか。

今公表されている主要シンクタンクの2020年までの中期実質経済成長見通しはほぼ1%に収れんしている。明示はしていないが各社とも、株価水準の大幅な変化がないこと、つまり負のバブルが是正されずに続いていくことを念頭に置いているであろう。しかしその予測に日経平均が4万円という前提を置いたらどうなるだろうか。株式時価総額は現在の600兆円から1,200兆円へと600兆円増加するが、それは国民一人当たりの資産が500万円増加することを意味する。この資産効果が、投資・消費需要を高めることは疑いないだろう。資産効果、バランスシート改善により、日本企業、家計、投資家、金融機関のリスクテイク能力が飛躍的に高まる。経済風景は一変する。2020年日経4万円を前提とすれば、デフレ脱却、名目GDP600兆円達成は容易であろう。エコノミストには株価を従属変数ではなく、主動変数とした経済予測モデルの作成をお願いしたい。日経平均4万円は、利益と配当が今のままで不変としても、益回り3~4%、配当利回り1%弱で、依然0%リターンの国債や預金より投資妙味が高い。PBRは今の1.3倍が2.6倍となるが、それでも米国の3倍より低い。ファンダメンタルズから見て十分フェアバリューといえる水準である。

蔓延する幼稚な批判

こうした資産価格の押し上げ自体が官製バブルだとの批判がある。例えば、寺島実郎氏は前掲週刊エコノミスト誌の中で「GPIFと日銀の買い上げが無ければ日経平均は12,000円を割る水準、…政府が株高を作り出している…政治主導によって歪められた金融資本主義をどう制御するかが課題」などと論評している。しかし、企業収益(=株式価値)が不在のままの公的資産価格押し上げであれば、それは官製バブルだが、逆ならば米国FRBのQEと同様、政府部門主導の負のバブルのは正運動といえ、批判は当たらない。QE成功の事例を踏まえない幼稚な批判といえる。



11月27日(月)特別セミナーを開催します！日本ハイテク産業分析 No.1 の南川明氏とのコラボ企画です。

2018年は大きな飛躍の年になると考えます。マクロ面では世界同時好況が続き、日本はデフレからの完全脱却が視野に入ってきました。ミクロ面では企業収益の空前の拡大が続くと予想され、日本製造業の技術品質優位やサービス・観光業での日本品質・安全快適性など、日本の見過ごされてきた長所が威力を見せ始めています。またIOT 投資時代が本格化し、いよいよ日本製造業のハイテク・ニッチ・ハード分野の要素技術の希少性が大きく評価され始めています。

そこで我が国のハイテク産業分析 No.1 の南川 明氏をお招きし、武者陵司との徹底討論により、マクロ・ミクロ・技術の側面から 2018 年の全体像を浮き彫りにしたいと思います。会場の参加者との質疑応答と双方向の討論により議論を深めたいと存じます。

企業経営者・経営企画担当の皆様、機関投資家、個人投資家の皆様のご参加をお待ちしております。

日 時：2017年11月27日(月) 18:30～21:30 (受付開始 18:10)

会 場：紀尾井フォーラム 千代田区紀尾井町 4-1 ニューオータニガーデンコート 1F

<http://kioi-forum.com/>

受講料：15,000円(税込) サンドウィッチ BOX&コーヒーor 紅茶込み (当日現金でお支払いください)

<プログラム>

18:10 受付開始

18:30～19:15 『2018年の技術動向とミクロ』 南川 明 IHS グローバル株式会社 主席アナリスト

19:15～20:00 『2018年の世界経済と市場のフレームワーク』 武者 陵司 武者リサーチ 代表

20:00～20:15 休憩

20:15～21:10 Q&A 会場交えての討論

21:10～21:30 南川・武者結語

モデレーター 鈴木雅光 JOYnt 代表・金融ジャーナリスト

お申込み・詳細は> <http://www.musha.co.jp/news/detail/59e44fba-bdf8-4da4-a69e-3e1985f2cfe7>

【お申込み方法】 下記3つの中からお選びください。

① **武者サロン HP**

☆まだ会員でない方は、まずは武者サロンへのご登録をお願いします。(登録無料)

ご登録はこちらから → <https://www.musha.co.jp/signup>

☆ご登録済みの会員様は、ログイン画面からお申込み下さい。

ログインはこちらから → <https://www.musha.co.jp/signin>

マイページの『イベントのご案内』→『特別企画コラボセミナー』へお進みください。

② **メール申込**

お名前・住所(都道府県と市区町村まで: 番地は不要です)・電話番号・メールアドレスをご記入の上、
sign-up@musha.co.jp へ送信して下さい。

③ **お電話**でのお申し込みもお気軽にご連絡下さい。

武者リサーチ TEL.03-5408-6818(平日 9:00～17:00)

著作権表示©2017 株式会社武者リサーチ

本書で言及されている意見、推定、見直しは、本書の日付時点における武者リサーチの判断に基づいたものです。本書中の情報は、武者リサーチにおいて信頼できると考える情報源に基づいて作成していますが、武者リサーチは本書中の情報・意見等の公正性、正確性、妥当性、完全性等を明示的にも、黙示的にも一切保証するものではありません。かかる情報・意見等に依拠したことにより生じる一切の損害について、武者リサーチは一切責任を負いません。本書中の分析・意見等は、その前提が変更された場合には、変更が必要となる性質を含んでいます。本書中の情報・意見等は、金融商品、クレジット、通貨レート、金利レート、その他市場・経済の動向について、表明・保証するものではありません。また、過去の業績が必ずしも将来の結果を示唆するものではありません。本書中の情報・意見等が、今後修正・変更されたとしても、武者リサーチは当該情報・意見等を改定する義務や、これを通知する義務を負うものではありません。貴社が本書中に記載された投資、財務、法律、税務、会計上の問題・リスク等を検討するに当たっては、貴社において取引の内容を確実に理解するための措置を講じ、別途貴社自身の専門家・アドバイザー等にご相談されることを強くお勧めいたします。本書は、武者リサーチからの金融商品・証券等の引受又は購入の申込又は勧誘を構成するものではなく、公式又は非公式な取引条件の確認を行うものではありません。本書および本書中の情報は秘密であり、武者リサーチの文書による事前の同意がない限り、その全部又は一部をコピーすることや、配布することはできません。