

ストラテジーブレティン (264号)

投機性強まる NY 市場、相対的に日本株安定性増す ～来年は日本株主役の年か～

ボラティリティ高まる米国株式

米国選挙前後、株式が急落・急騰と乱高下している。選挙結果が中々判明しない中、トランプ氏が容易に敗北を認めず法廷闘争に持ち込むなどの不確実性が市場のボラティリティを高めている。

しかし選挙の影響以前に、コロナショック後、米国株式のボラティリティ水準が高まり、市場が投機性を強めていることに注目したい。図表1に見るように、米国株式(S&P500)が3月23日のボトム以降6割強の上昇を遂げ史上最高値を更新してきたにもかかわらず、ボラティリティ水準は高まったままである。

なぜボラティリティが高いのだろうか。それは膨大な資金余剰の存在に加えて、超金融緩和・低金利政策の下での投機熱が高まったためと推察される。具体的には米国長期金利が低下し、短期金利がゼロになったことにより、株式の超過リターン=リスクプレミアムが拡大し、ゼロ金利で資金を調達し株式投資をしようという意欲が強まったためである。

ゼロ金利定着で株式の超過リターン上昇⇒ボラティリティコスト上昇

2019年は米国株式の国債に対する超過リターンは3.0%であった。しかし金利の急低下により、2020年3～10月平均の超過リターンは3.9%に跳ね上がり、レバレッジ投資の妙味が高まっているのである。

2019年平均	米国株式益回り(5.2%)>国債利回り(2.2%)	超過リターン ER=3.0%
2020年3～10月	米国株式益回り(4.6%)>国債利回り(0.7%)	ER=3.9%

この株式の債券に対する超過リターンは、株式で発生するボラティリティコストによって相殺される。金利が低く超過リターンが大きいとなれば、投資家はレバレッジを高めてより大きな投資成果を追求する。その高レバレッジポートフォリオの高リターンは、時折到来する市場の大波によって逸失する。このボラティリティコストを通して、株式に存在する超過リターンは様々な市場参加者、金融機関、投資家に再配分される、というメカニズムが存在している。米国株式の荒い値動きの原因は、この大幅に上昇した超過リターンにあるといえる。

株式会社 武者リサーチ

代表

武者 陵司

代表電話 (03) 5408-6818

E-mail: musha@musha.co.jp

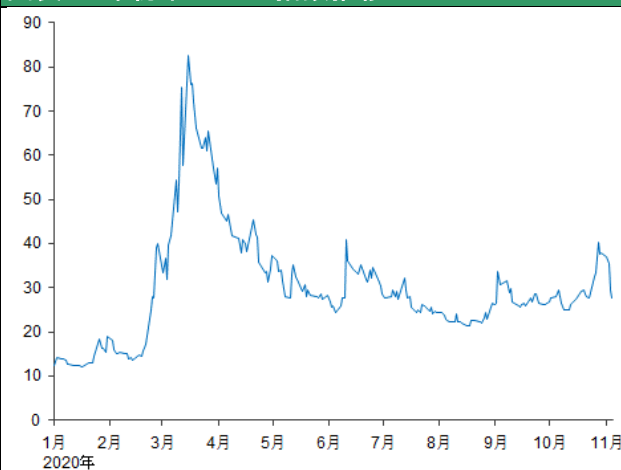
www.musha.co.jp

〒105-0021

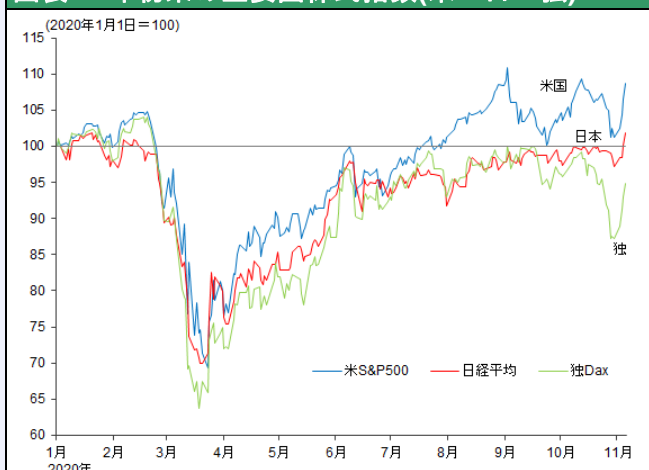
東京都港区東新橋2-18-3

ルネパルティーレ汐留901

図表1: 年初来の VIX 指数推移



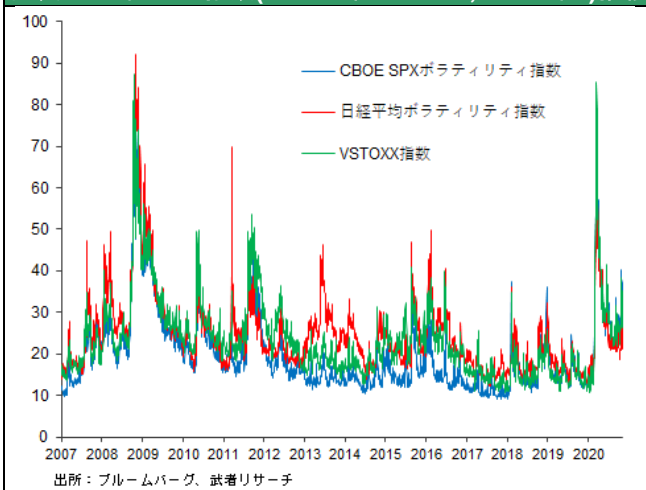
図表2: 年初来の主要国株式指数(米・日・独)



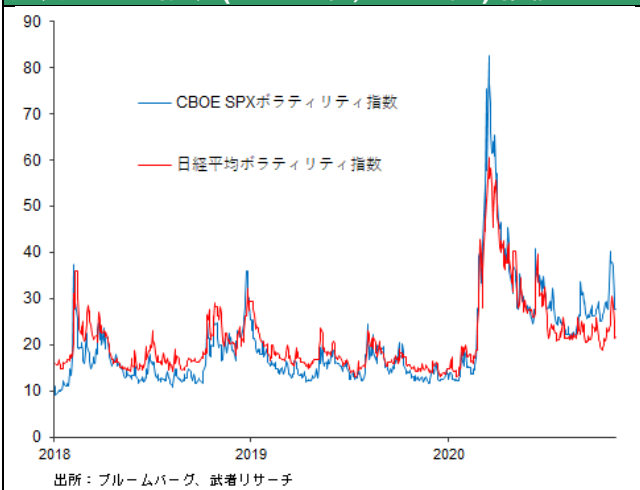
低下した日本株式のボラティリティ

米国株式とは対照的に、日本株のボラティリティが著しく低下し、日本は低リスクの市場になった。2020年9～10月の米国株の10%の変動に対して日本株式は3%に止まっている。2010年代を通して日本市場は最も投機的市場で、あまりにもボラが高く、個人などの投資家は近づきがたかった。日本株式取引の7割を占める外国人投資家は、投機(トレード)目的主体のプレーヤーであった。この日本株の高ボラティリティの背景にあったものが、2000年代からの異常低金利下での、日本株式の著しく高い超過リターンである。投機妙味がとても大きかったのである。

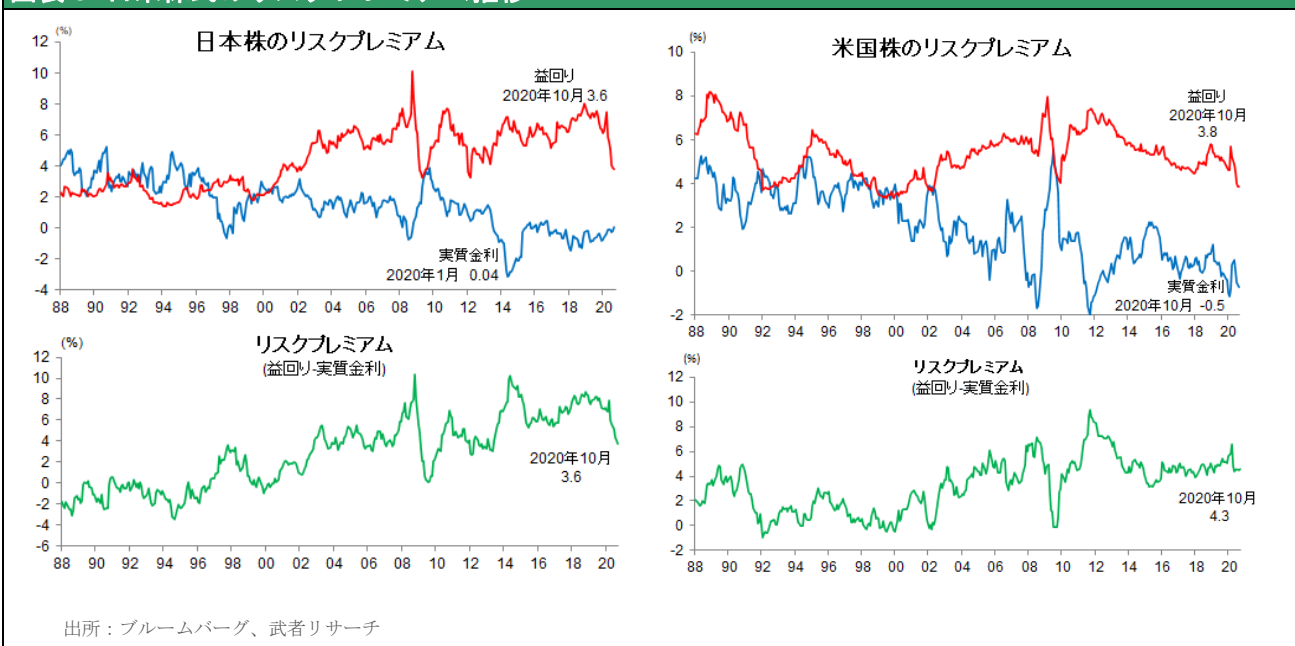
図表 3: 三極 VIX 指数(S&P/日経/STOXX, 2007年-)推移



図表 4: VIX 指数 (S&P/日経, 2018年-)推移



図表 5: 日米株式のリスクプレミアム推移



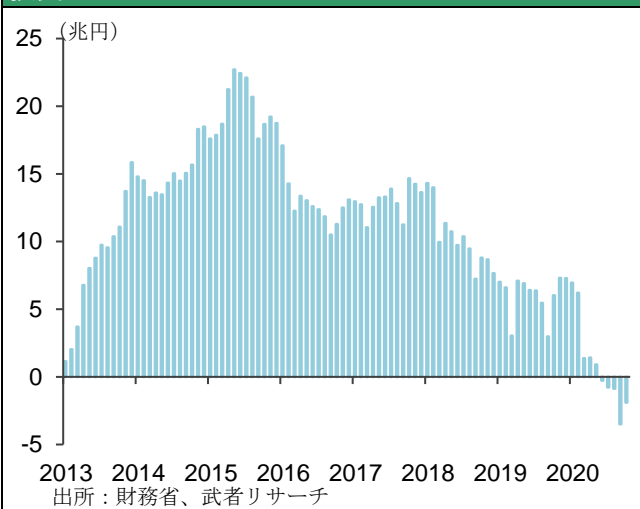
しかしそうした小鬼(投機プレーヤー)たちが NY 市場に移動したことによって、日本市場に落ち着きが戻ってきたようである。図表 3 は三極株式 VIX 指数(S&P,NKY,STOX)の推移であるが日本の落ち着きぶりが顕著である。

短期投機資金が日本株から米株に移動したことは裏腹に、長期投資家が日本株を買い始めている。2013年以降アベノミクスを評価して外国人投資家は日本株式を23兆円買い越し、2020年年初でそのすべてを売りつくしたが、10月に入り買い越しに転じている。①コロナ感染少なく、経済正常化加速が見込まれること、②中国回復の恩恵を受けたグローバル企業の企業業績好転、③菅改革政権登場に対する評価、④ウォーレン・バフェットの商社株投資に触発される、等の要因がある。図表 7 に見るように投機的ポジションから見た日本株式の需給は極めて良好であることがわかる。

オリンピック開催年となる2021年は、日本経済の成長率加速の年になるのではないかと。①ペントアップ需要(欲望とカネの開放)、②イノベーション加速、③政策支援(財政出動、金融緩和)等が指摘される。世界的景気拡大の中で、

景気敏感セクターの比重が高い日本株へ、投資資金は日本株へさらに集中すると思われる。

図表 6: 安倍政権発足以降の外国人の日本株累積投資



図表 7: 裁定買い残/時価総額と日経平均推移



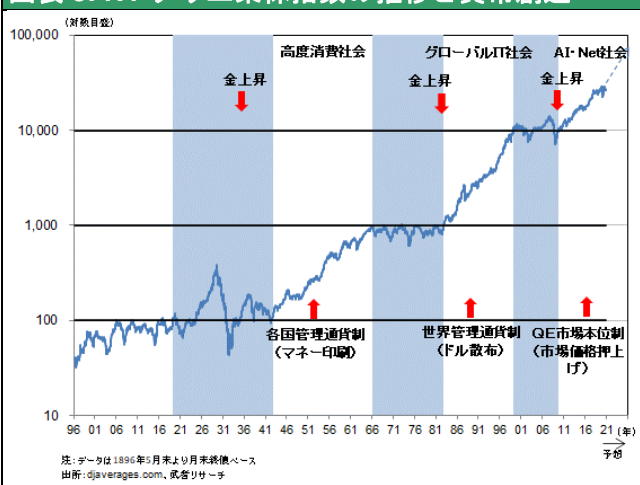
米大統領選の影響と米国経済と市場不透明感は晴れないかも

他方、米国経済と株式は、ここ数か月は警戒を要するかもしれない。①トランプ氏が負けを認めず決まらない、②バイデン氏が大統領に確定したとしても弱い政府で方向が見定められない、③法人増税、capital gain tax 等、反ウォール街政策の実施も懸念される、等がクリアされねばならない。コロナ感染拡大に対応した財政パッケージ成立の遅れも危ぶまれる。但し1月20日の就任演説以降大きく出直る可能性はあるだろう。

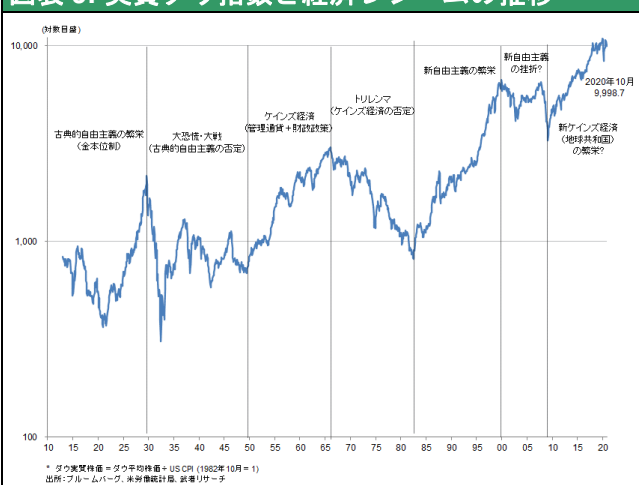
バイデン氏は穏健派であり、市場フレンドリーな政策に舵を切るのではないかと。上院が共和党多数となる見通しであることもあり、法人増税、capital gain tax 等、反ウォール街政策は棚上げされるだろう。

バイデン氏の下で大きな政府への政策レジームの変化がありえる。環境重視、税制改革と歳出増大、雇用形態の変更、国際連携などトランプ氏とは大きく異なった成長アジェンダを打ち出す可能性がある。それらの多くは時代の要請でもあり長期的には株価にプラスと考えられるが、市場はトランプ氏からのゲームチェンジを警戒しつつ具体策を見極めるだろう。但し、図表 8,9 に見る米国株式の長期上昇トレンドは健在であろう。

図表 8: NY ダウ工業株指数の推移と貨幣創造



図表 9: 実質ダウ指数と経済レジームの推移



著作権表示©2020 株式会社武者リサーチ

本書で言及されている意見、推定、見通しは、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せん。本書中の分析・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。