

藤戸レポート

「トランプノミクス」に興奮するウォール街

2016年11月14日

世論調査の信頼性が失墜

世論調査の信頼性が失墜している。6月のBrexit(英国のEU離脱)、今回の米大統領選挙の結果を踏まえても、ほとんど意味がないことが判明してしまった。むしろ世論をミスリードするリスクさえある。統計学上の粋を凝らした調査のはずだが、競馬新聞よりも遥かに精度が悪く、弊害も大きい。「大本命馬・鉄板馬券」との予想が2回連続で大外れとなれば、「本紙予想」記者は更迭される可能性が濃厚だ。その胡散臭いデータをもとに相場が形成されているだけに、予想と現実の乖離が極大化し、異常なボラティリティを生むことになってしまう。「トランプ当選」が確実となった11/9、日経平均は919円安・▲5.36%の大荒れだった(グラフ1)。株価の振幅が大きくなる要因として、HFT(高速高頻度取引)の関与が指摘されることが多かったが、それ以上に杜撰な世論調査が糾弾されるべきであろう。大本命であったはずのヒラリー・クリントン候補は惨敗し、「ガラスの天井」をブレイクすることはできなかった。



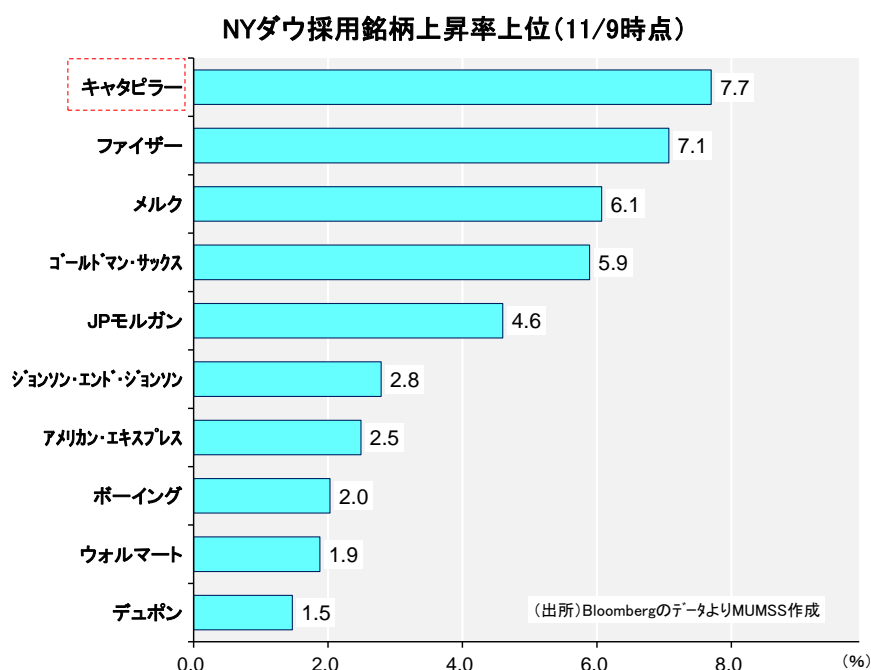
「トランプノミクス」の第一の矢~インフラ投資の推進

日経平均の急落と同様に、東京タイムでは、一時ダウ工業株30種平均先物が前日比867ドル安・▲4.74%、S&P500種指数先物も107ポイント安・▲5.0%の大幅安の局面があった。ところが、夕方のロンドン・タイムから急速に切り返し、ニューヨーク市場も朝方こそ80ドル安まであったが、結局256ドル

ストラテジー

高の18,589ドルで引けた。東京タイムの先物安値17,418ドルとは、実に1,171ドルの格差である。東京市場を震撼させた「トランプ大統領リスク」が、何故に雲散霧消してしまったのか？第一には当選決定後の初演説で、トランプ次期大統領が、「分裂の傷を縫合し、国民が一丸となって前進する時だ」と正統的な演説を行ったことだ。数々のスキャンダル報道があっただけでも、うまく大統領役を演じたことが、投資家に安心感を与えたものと思われる。第二には、「トランプノミクス」への期待である。初演説でも、「都市部のスラム化した地域を整備し、高速道路や橋梁、トンネル、空港、学校、病院等のインフラを整備することは最重要課題だ」とインフラ投資を強調している。「不動産王」のキャリアからも、都市再開発はお手の物であろう。アベノミクスの重要な「矢」でもあった景気刺激策を、最重要課題として挙げているのだ。11/9のダウ工業株30種平均で、最も上昇寄与度が高かったのは、建設機械のキャタピラー6.5ドル高・+7.7%だった(グラフ2)。一銘柄でダウを44ドル押し上げている。また、S&P500種指数で第2位の上昇となったのは、建設・産業等の設備レンタル会社であるユナイテッド・レンタルズで、12.9ドル高・+17.1%の急騰だった。具体的に、「トランプノミクス」の関連銘柄を物色する動きが鮮明化したのだ。「国民が一緒に努力し、国を再建し、アメリカン・ドリームを実現する」大義名分を背景に、先行きの不安よりも個別銘柄への投資を考える余裕ができたのだ。

(グラフ2)
トランプ関連のキャタピラー
NYダウの上昇率トップ



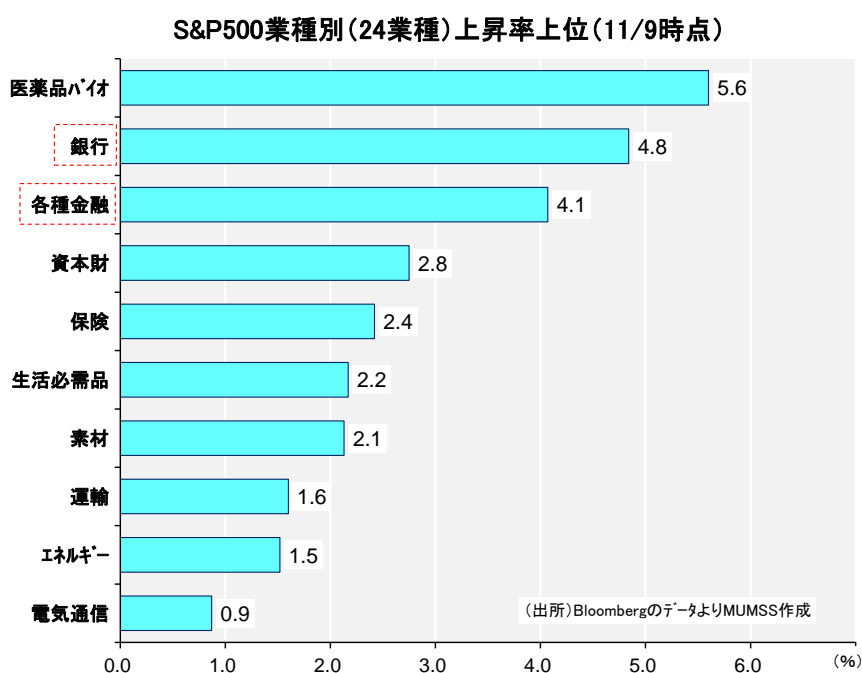
第二の矢「大幅減税」と「規制緩和」

第二の重要政策は、大幅な減税である。既に先週号で、①中間層に対する所得税減税、②法人税減税(最高35%→15%)、③本国の資本還流に際しての減税35%→10%、④相続税の廃止、を御紹介した。また、ウォールストリートに関する点では、⑤長期投資のキャピタルゲイン・配当収入税の減税、⑥ドッド・フランク法(ボルカー・ルール)の廃止もある。「トランプノミクス」の第二の矢は、明らかに減税による経済の活性化である。上下両院選挙

ストラテジー

でも共和党が過半数を制したことを考えると、減税策具現化の可能性は大きい。しかも、⑤が実現し、⑥も廃止は無理としても修正となれば、金融機関は手枷足枷を外されることになる。「リーマン・ショックの反省を忘れたのか」との批判が起きるのは必至だが、規制がより緩やかなものになる可能性が台頭しよう。11/9のS&P500種産業別グループ株指数(24業種)では、第2位銀行+4.84%、第3位各種金融+4.07%の大幅上昇が目立った(グラフ3)。長期金利上昇によるビジネス・チャンスの拡大もあるが、規制緩和の動きを反映したものと思われる。ゴールドマンサックス・グループ+5.89%、JPモルガン+4.60%等、大型金融株の上昇が顕著だった。

(グラフ3)
ドッド・フランク 法廃止の
思惑で金融セクターが上昇



ヒラリーの挫折でバイオ・医薬品株が上昇

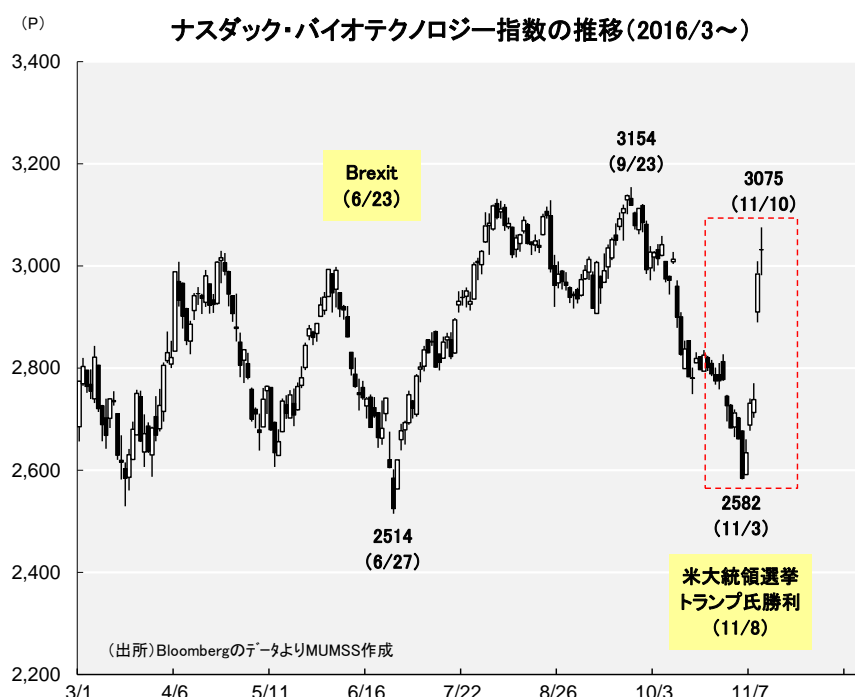
上記S&P500種産業別グループ株指数で第1位を占めたのが、医薬品・バイオの+5.60%だった。これは、本命であったはずのクリントン候補が、薬価の引き下げを強く主張していたためである。昨年大活躍した医薬品・バイオ関連株は、選挙前日の11/8に年初来のワースト・パフォーマンスに沈んでいた。それだけに劇的な展開である。ファイザー+7.07%、メルク+6.07%と大型医薬も堅調だったが、リジェネロン+13.77%、インサイト+12.99%が出色の上昇だった。ナスダック・バイオテクノロジー指数も+8.98%と活況だった(グラフ4)。クリントン候補の「消費者に安い薬を」との理念が挫折したことについては、残念との意見も多い。しかし、冷徹な相場の世界では、バイオ・医薬品企業の収益劣化が回避されたことを好感しているのだ。

「米国第一主義」

同時に物色されたものに、鉄鋼株がある。トランプ次期大統領の基本理念は、「米国第一主義」である。米鉄鋼業界は、中国を始めとするアジア勢の輸出攻勢で、疲弊の極に達していた。USスチールは、2006年8月高値196ドルから今年1月安値6.15ドルまで約32分の1に暴落していた。2015年12月には信用リスクを表すCDSスプレッドが、4,933ベース・ポイントと破綻が懸念される状況までであった。それが報復関税も辞せずとするトランプ次期

ストラテジー

(グラフ4)
クリントン氏敗北で
ナスダック・バイオ指数急騰



大統領によって、保護される可能性が濃厚になっている。11/9には、USスチールが+17.18%、ヌーコア+12.17%の高騰だった(グラフ5)。近年の米国は、国際競争力のない企業は淘汰されるという厳しいルールがあった。それが、逆に世界に冠たる競争力を持つ新興企業を生む原動力になってきたわけだ。このトランプ・アプローチが吉か凶かは不明である。

(グラフ5)
米鉄鋼株が急伸



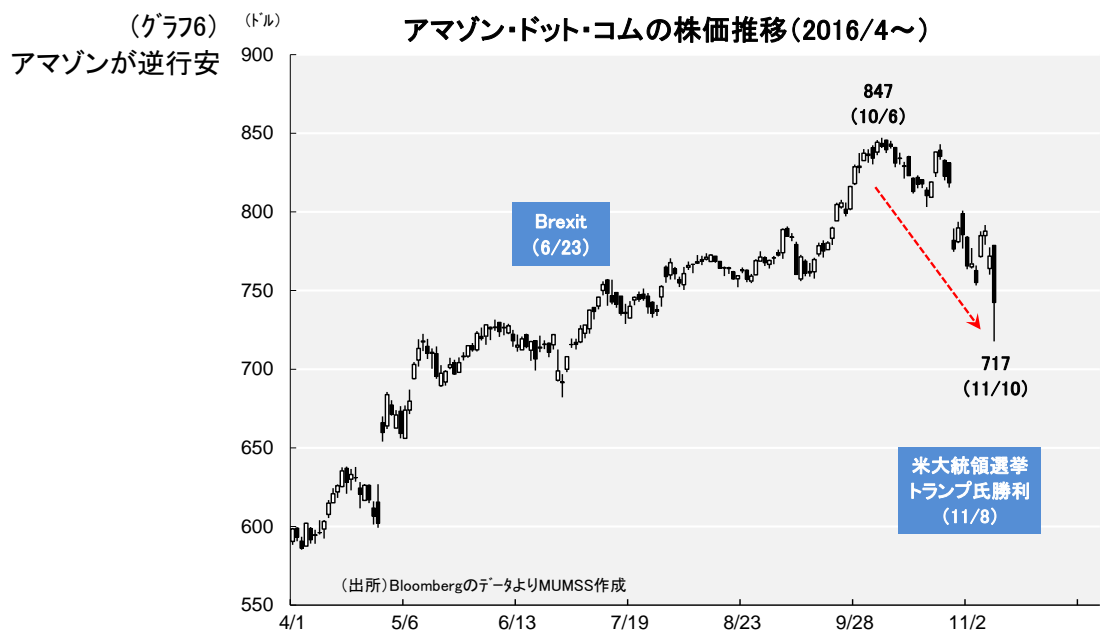
巻末に重要な注意事項を記載していますので、ご参照下さい。

ストラテジー

「ニュー・エコノミー」株の不振

トランプと確執のアマゾンCEO

「オールド・エコノミー」株の急騰の裏で、近年の米国経済を牽引し、株式市場の主役となっていた「ニュー・エコノミー」株の不振が鮮明化している。世界の企業時価総額ランキングは、①アップル5,754億ドル、②アルファベット(グーグルの持ち株会社)5,312億ドル、③マイクロソフト4,568億ドル、④バークシャー・ハサウェイ3,833億ドル、⑤エクソン・モービル3,638億ドル、⑥アマゾン・ドット・コム3,504億ドル、⑦フェイスブック3,474億ドル(11/10時点。ブルームバーグ)だが、トランプ勝利が確定して以来、バークシャー・ハサウェイ、エクソン・モービルを除いて、いずれも売られている。つまり、「米国第一主義」はグローバル企業不可、IT・ネット関連にも逆風が吹くとの短絡的な発想だ。11/10の相場では、「オールド・エコノミー」株の含有率が高いダウ工業株30種は史上最高値を更新したが、ナスダック総合指数は42ポイント下落と対極的な動きを示した。中でも、アマゾンは11/9に▲2.01%、10日▲3.82%と下落率が大きい。ジェフ・ベゾスCEO(最高経営責任者)とトランプ次期大統領の確執が裏にあるようだ(グラフ6)。かつて、ツイッターでトランプ氏が、「赤字垂れ流し新聞のワシントン・ポストは、アマゾンの税金のシェルターに使われるにすぎない」とアマゾンのワシントン・ポスト買収を批判した。これに対してベゾスCEOが、「トランプが俺に斬りかかって来た。ウチのロケットで宇宙に飛ばしてやるか」と切り返している。立場が変われば、双方ともに「大人の対応」をする可能性が高いが、投資家は「トランプ大統領でアマゾン売り」を実行している。どうも、トランプ次期大統領は、こうした新興勢力の台頭と繁栄を苦々しく思っていた節がある。実際に大統領に就任すれば、子供じみた報復はしないだろうが、「オールド・エコノミー」優遇を象徴する株価の動きだ。

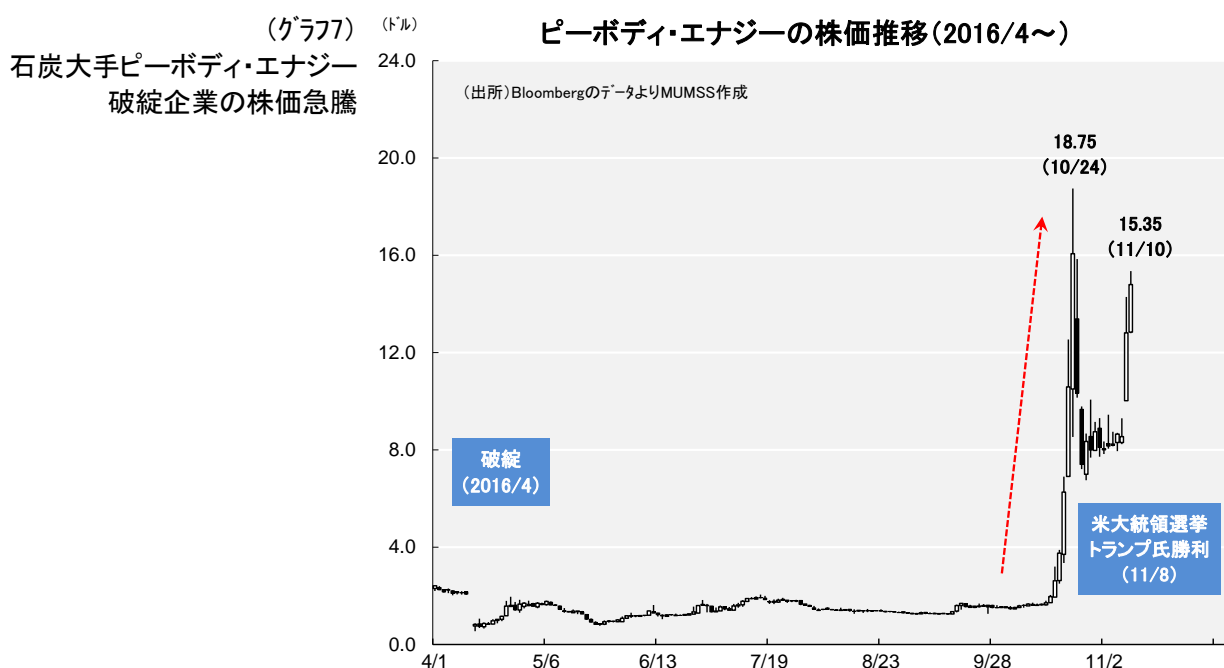


「化石燃料の使用促進」～環境配慮政策の後退

もう一つ奇怪な政策として、「化石燃料の使用促進」がある。このコンセプトからすれば、パリ協定も脱退する可能性が濃厚だ。クリントン候補が推進を宣言していた代替エネルギーにも、減税見直しや補助金削減等の動きが出るかもしれない。電気自動車のテスラ・モーターズは、4/7高値269ドルか

ストラテジー

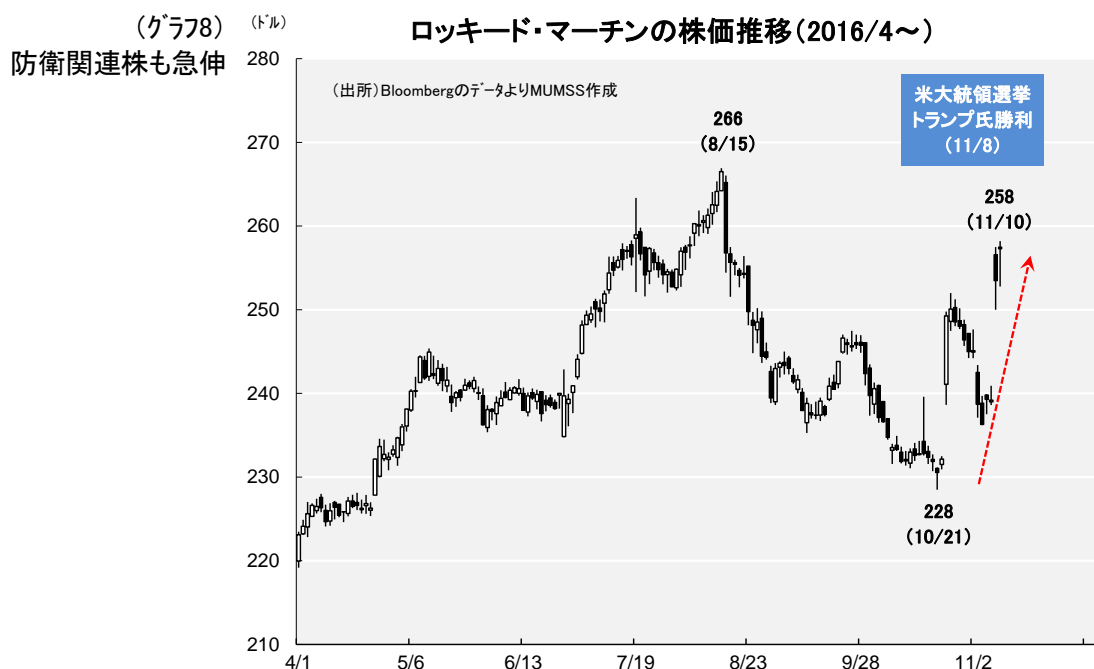
ら11/10には185ドルまで下落している。太陽電池関連のファーストソーラーも、3/18高値74.2ドルが11/10には31.9ドルだ。逆に、石炭発電に注力ということから、今年4月に破綻した石炭大手ピーボディ・エナジーの株価は、OTC(相対取引)市場で11/10に14.8ドルをマークしている。破綻後の4月安値0.54ドルから27倍の大化けである(グラフ7)。破綻企業の株価が大化けという何とも異常な状況で、ここ20~30年かけて世界が積み上げた環境配慮の精神を、全否定することになってしまう。どうも、トランプ次期大統領の政策を並べてみると、時計の針を30年前に戻すような感が拭い難い。GM、フォードのガスガズラー(燃費最悪車)が全盛となるのだろうか？



軍事・防衛予算の拡大で笑う ロッキード

トランプ関連として物色されたグループには、軍事・防衛関連企業がある。外交・安全保障政策では、「米国は世界で最も強い経済力と軍事力を持つ。国防予算の強制削減に反対」としており、低減が続いた国防予算に大幅増加の可能性がある。「共和党は力による平和の党」との微妙な言い回しもあり、必要とあらば軍事力の行使を躊躇しないだろう。地域的には、「中国による明確な必要性のない軍事力強化や人権抑圧、南シナ海の不安定化を招く主張を非難する」、「北朝鮮に核計画の安全で検証可能な不可逆的方法による放棄」、「イラン核合意に行動を縛られない」等々の文言が並んでいる。歴代の共和党政権を見ても、軍事オプションの行使が少なくない。オバマ大統領のように、シリア沖でミサイル・フリゲート艦に発射準備をさせながら、結局中止としたような中途半端な動きはないだろう。「シカゴの人権派弁護士」に抑圧されていた軍部も、羽を伸ばすことになる。11/9、ロッキード・マーチン+5.97%(グラフ8)、ノースロップ・グラマン+5.41%、レイセオン+7.47%といった防衛関連株が軒並み急伸となった。帝国海軍の山本五十六元帥が搭乗した三菱一式陸攻を撃墜したのは、双発のロッキードP38「ライトニング」であった。今、航空自衛隊が導入しているのは、

ストラテジー



皮肉なことにF35「ライトニング II」である。優れたステルス性を有しているが、一機100億円前後の高額が問題になっている。ノースロップ・グラマンは、B2戦略爆撃機や映画「トップガン」のF14で有名だ。第2次大戦のF6F「ヘルキャット」は、ゼロ戦キラーで名を残している。レイセオンは世界最大のミサイル・メーカーであり、パトリオット・ミサイルは航空自衛隊も導入済み。日本にも馴染み深いメーカーが多いのが特徴だ。

在日米軍駐留費の全額負担

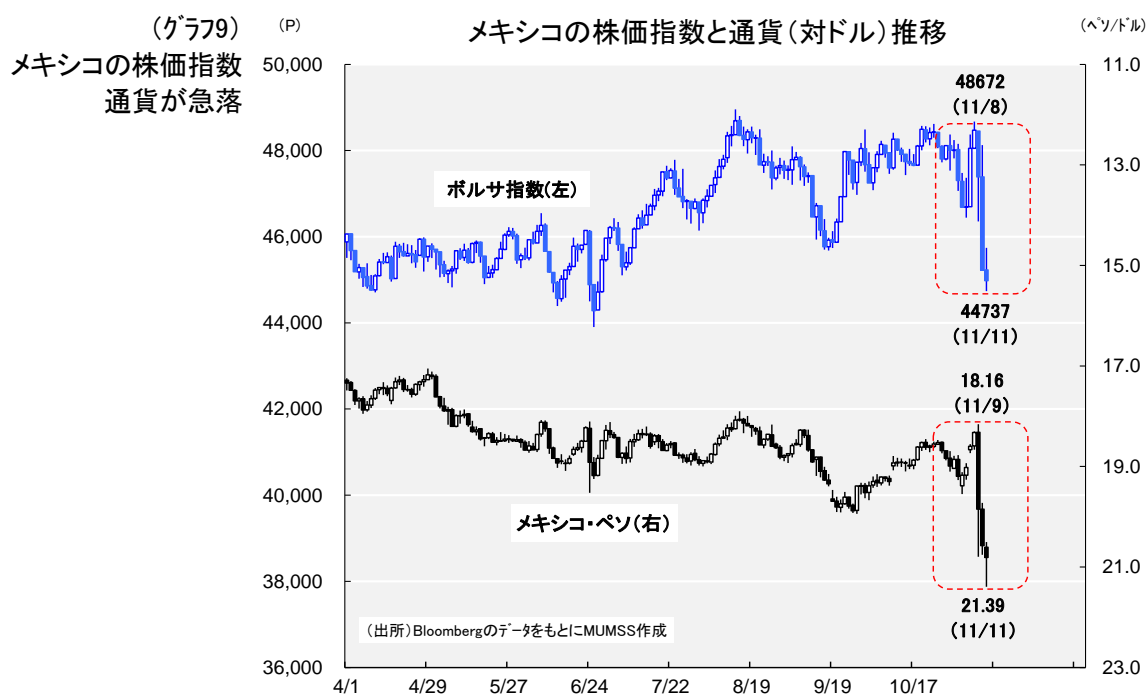
トランプ次期大統領は、在日米軍駐留費の全額負担を日本に求めている。駐留米軍は約9万6,800人で、さらに日本人約2万5,500人が事務員、医師、消防士として勤務している。こうした人件費や武器・弾薬等の主要装備、基地の土地利用費、騒音対策費等諸々を含めると、約111億ドルに達している(ウォールストリート・ジャーナル)。日本の平成28年度予算、米国の2017年度予算では、その内日本が約56億ドル、米国が55億ドルの負担になっている。つまり、日本が111億ドル・約1.2兆円を全額負担しろとの要求だ。あと55億ドルの追加負担で、「核の傘」や東シナ海に膨張する対中国、核兵器を弄ぶ対北朝鮮の戦略が担保できると見れば、必ずしも高いコストとは思えない。この問題となれば、必ずエモーショナルな議論となるが、自主防衛構想を打ち出せば、それこそ数兆円規模の追加負担となる。しかも、中国、北朝鮮が核武装している現状では、米軍との同盟なくしては、十分な安全を獲得するのは難しい。唯一の被爆国である我が国の核武装が非現実的だとすれば、全額負担もやむなしである。

「保護貿易主義」~トランプ政策のダークサイド

予期せぬトランプ勝利でマーケットは震撼したが、「トランプノミクス」への期待、特にインフラ投資と大型減税策は、投資家に将来の期待を抱かせた。さらに、軍事・防衛費の増大期待、競争力の劣る重厚長大産業への支援、薬価引き下げのリスクが軽減したバイオ・製薬業界等、投資家はポジティブ

ストラテジー

に捉えることのできる材料が少なくないことに気付いた。これが、米国株市場の上昇に繋がったものと思われる。しかし、光があれば影があるように、米国の貿易相手国にとっては、「トランプノミクス」のダークサイドを意識せざるを得ない。「対米貿易で黒字をため込む為替操作国に対しては報復関税を課す」、中には「中国に45%の報復関税を課す」という発言まであった。「米国商品に市場開放がないならば、TPP交渉は拒否」、「米国の労働者にとってより良い協定にするために、NAFTA(北米自由貿易協定)の再交渉を行う。もし、再交渉できなければ脱退する」等々、保護貿易主義の色彩が濃厚だ。11/9の相場で、トランプ次期大統領の攻撃対象になっていたメキシコは、ボルサ株価指数が▲2.23%、通貨ペソも▲8.3%の急落となった(グラフ9)。翌10日もボルサが▲4.57%だ。かつてのメキシコは資源国としての性格が強かったが、今や日米、ドイツ等の自動車メーカーの一大製造拠点になっている。メキシコの安い労働力と、NAFTAの関税ゼロを活かしたビジネス・モデルだ。NAFTA脱退で、「国境に壁を築く」となれば、メキシコには致命的なダメージとなる。残念ながら、日本も、中国、韓国、台湾、ドイツと並んで「為替監視国」にリストアップされている。もし、「意図的に円安誘導して貿易黒字をため込んだ」と看做せば、トランプ政権は報復関税を躊躇しないだろう。つまり、日本の輸出関連企業は、一段と米国現地生産シフトを行わざるを得なくなる。「ニーズがあるので輸出して収益を稼ぐ」というロジックは、通用しないだろう。「米国第一主義」は、貿易相手国に厳しいハードルを設けることになる。



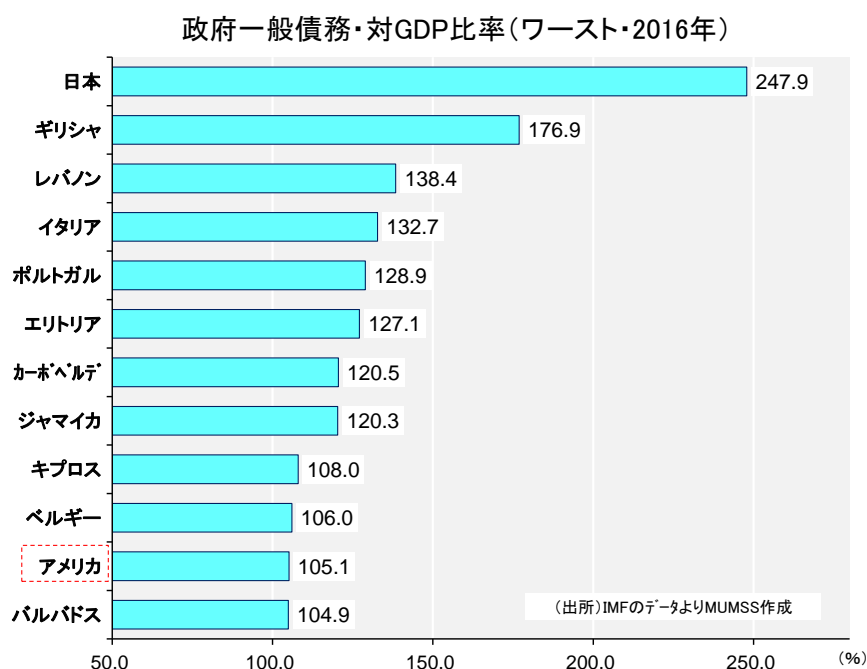
米財政の悪化は必至

「トランプノミクス」の根幹は、インフラ投資の推進、大幅減税だが、財源はどうなるのか？ IMF(国際通貨基金・2016年10月)によると、米国の政府一般債務対GDP比率は105.1%とワースト11位にランクされている。日本247.9%、ギリシャ176.9%の「異常コンビ」を別にすれば、先進国では10位ベル

ストラテジー

ギーの106.0%に次ぐ位置にある(グラフ10)。これに、インフラ投資、大型減税、防衛・軍事予算拡大となれば、財政赤字が膨張するのは不可避だ。11/10には、米10年国債が2.15%にまで急騰しているが、積極財政政策による成長率・物価の押し上げと同時に、財政悪化を読んでいる可能性が濃厚だ。S&P500種指数の予想PERは18.23倍(11/10・ブルームバーグ)に達しており、長期金利の上昇と割高なバリュエーションという株価の大敵が育ちつつある(グラフ11)。「トランプ・パーティ」の裏で、リスクも拡大している。

(グラフ10)
財政ワースト11にランクする米国



(グラフ11)
18倍を超えた
S&P500の予想PER

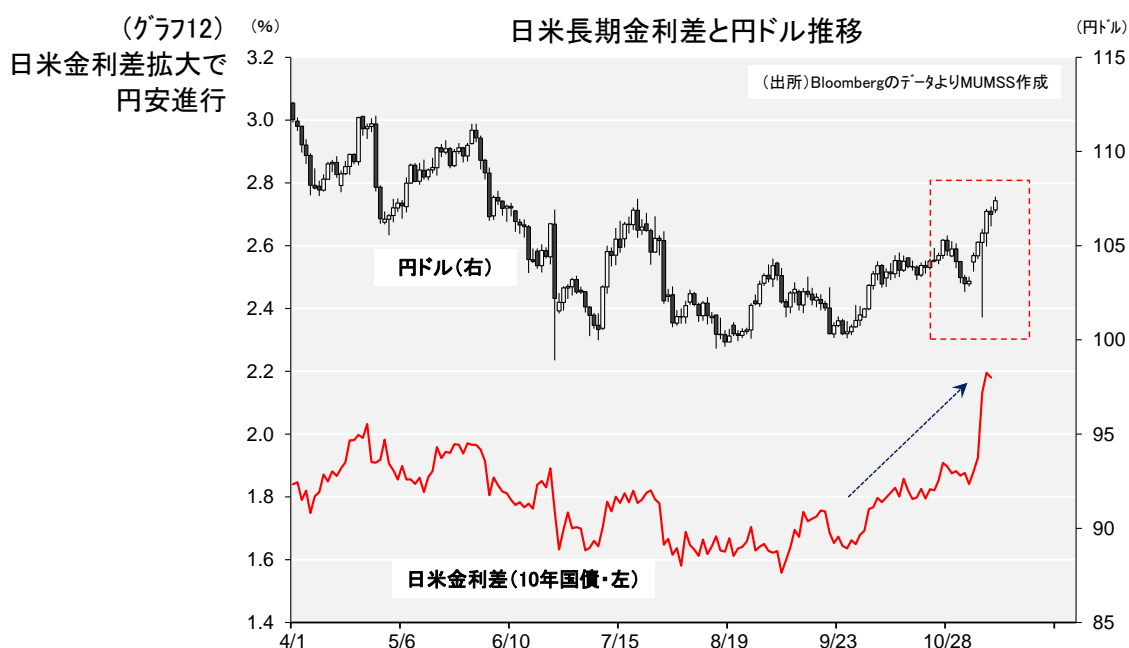


巻末に重要な注意事項を記載していますので、ご参照下さい。

ストラテジー

ムードによる相場は潮が引く時も速い

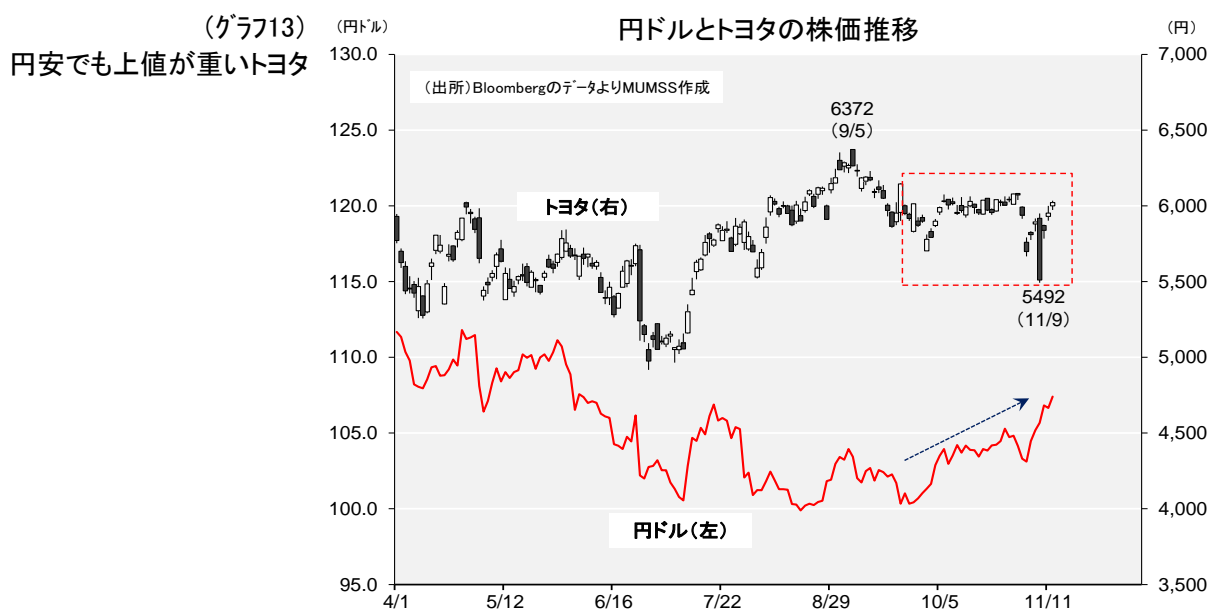
この米長期金利急騰が、日米金利格差の拡大で円安材料となっている(グラフ12)。ドル/円相場はトランプ政権に対する期待も加わって、11/10に1ドル=106.95円まで円安に振れる局面があった。しかし、どこかの時点では、米財政赤字の拡大に視点が移行することも考えておかなければならない。「円安=日本株高」の動きが出ているのは事実だが、おそらく日本はメキシコ、中国に次いでトランプ保護貿易主義のダメージを受ける国家である。米国株式が、「オールド・エコノミー高」・「ニュー・エコノミー安」と識別されているように、いずれ貿易立国日本のマイナス面がクローズアップされる局面があるだろう。日経平均が一時17,600円台に到達する局面があったにもかかわらず、トヨタ自動車の株価は9/5高値6,372円に距離を残したまま(グラフ13)。世界で繰り広げられるトランプ・パーティの間は、ネガティブ材料も仮眠した状態だ。しかし、パーティのパンチボールが引き揚げられ、酔いが醒める投資家が一人、二人と増加するにつれて、ネガティブ材料はエイリアンのように蠢動を始める。選挙中に繰り返された「トランプ政策」の中でも、時間がたてば実行可能、あるいは不能と識別されるようになる。確たる根拠のない雰囲気、ムードによる相場は、潮が引く時も速い。12/4にはイタリアの憲法改正に伴う国民投票もある。野党「五つ星運動」等の反対で否決となれば、英国に続いてEU離脱リスクが高まろう。



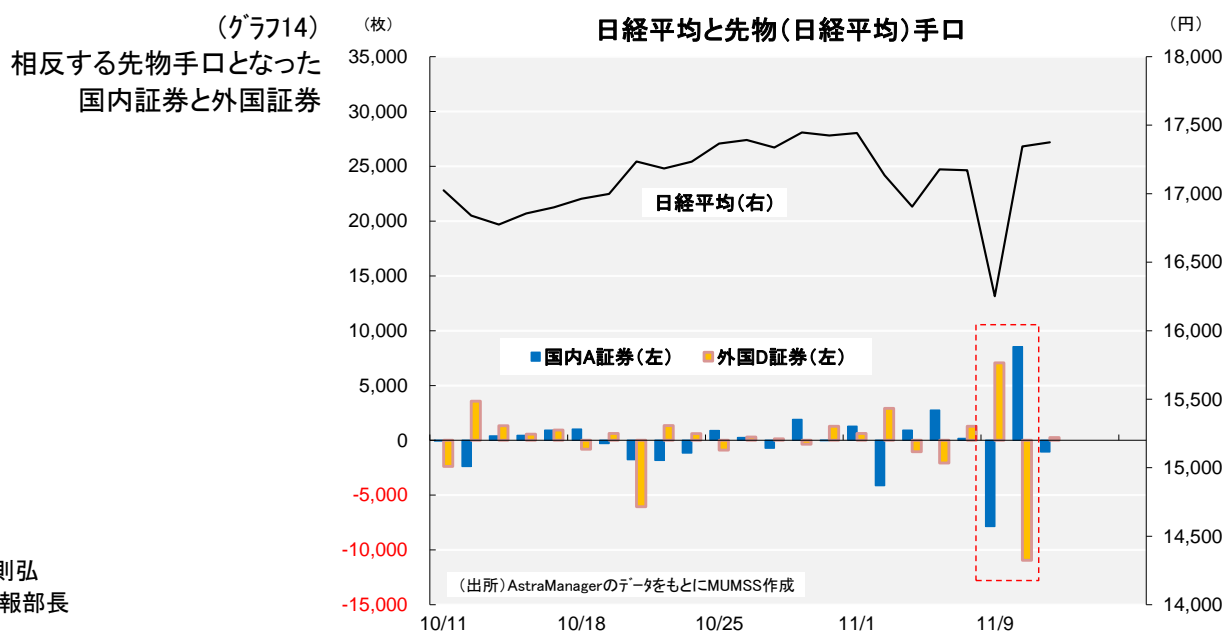
ヘッジファンドの肥やしにならないように

11/9、日経平均919円安の需給メカニズムを分解してみよう。株式先物の手口を見ると、国内大手A証券の日経平均先物売りが▲7,858枚の売り越しと突出していた。国内B証券も日経先物▲3,745枚・TOPIX先物▲1,171枚、同C証券も日経先物▲1,324枚・TOPIX先物▲3,105枚だった。これだけ国内勢の売り手口が目立つのは珍しい。推測だが、Aはレバレッジ投信の投げ、B、Cは国内機関投資家のヘッジ売りの可能性が高い。この急落相場で、御存知欧州系D証券のアルゴリズム売買は唸りを上げて高速売買を行い、日経平均先物で売り123,901枚・買い130,977枚、差引7,076枚の大幅買い

ストラテジー



越しだった。当日の日経平均先物の日中全出来高は268,420枚の大商いだったが、D証券のシェアは実に47.4%に達している。翌11/10の日経平均は1,092円高となったが、一転A証券が8,546枚の大幅買い越し、D証券は▲10,937枚の大量売り越しだった。説明するまでもないが、A証券の典型的な順張り注文は、「恐怖で売り・安堵で買い」である。A証券を利用した投資家の損失は、そのままD証券の顧客の収益に化けている(グラフ14)。急騰局面の買いが儲かる確率は、極めて低い。腕に覚えがある人が、「トランプ・パーティ」に参加することは否定しない。短期で大幅利喰いの可能性もある。しかし、安易な売買は、欧州系D証券の顧客、即ちヘッジファンドの肥やしになるだけだ。慎重対処が肝要だ。



藤戸 則弘
投資情報部長

巻末に重要な注意事項を記載していますので、ご参照下さい。

【重要な注意事項】

(本資料使用上の留意点について)

- 本資料は当社が信頼できると考える情報ベンダーから取得したデータをもとに作成されておりますが、機械作業上データに誤りが発生する可能性があります。当社はその正確性、完全性を保証するものではありません。ここに示したすべての内容は、当社の現時点での判断を示しているに過ぎません。本資料は、お客様への情報提供のみを目的としたものであり、特定の有価証券の売買あるいは特定の証券取引の勧誘を目的としたものではありません。本資料にて言及されている投資やサービスはお客様に適切なものであるとは限りません。また、投資等に関するアドバイスを含んでおりません。当社は、本資料の論旨と一致しない他のレポートを発行している、或いは今後発行する可能性があります。本資料でインターネットのアドレス等を記載している場合がありますが、当社自身のアドレスが記載されている場合を除き、アドレス等の内容について当社は一切責任を負いません。本資料の利用に際してはお客様御自身でご判断くださいますようお願い申し上げます。

(利益相反情報について)

- 当社および関係会社の役職員は、本資料に記載された証券について、ポジションを保有している場合があります。当社および関係会社は、本資料に記載された証券、同証券に基づくオプション、先物その他の金融派生商品について、買または売りのポジションを有している場合があります、今後自己勘定で売買を行うことがあります。また、当社および関係会社は、本資料に記載された会社に対して、引受等の投資銀行業務、その他サービスを提供し、かつ同サービスの勧誘を行う場合があります。
- 当社の役員(会社法に規定する取締役、執行役、監査役又はこれらに準ずる者をいう。)が、以下の会社の役員を兼任しております。:三菱UFJフィナンシャル・グループ、カブドットコム証券、三菱倉庫

(外国株に関する注意事項について)

- 外国株式に関する資料は、Form 10-K 等当該外国法に基づく「有価証券報告書」と同等の公的書類、年次報告書(Annual Report)、四半期報告書、アーニングリリース等の会社発表による公開情報をもとに作成しております。当社によるレーティング、投資判断、業績予想等は含みません。また、データの取得・入力時期の違い等により、本資料と外国証券情報の数値等が異なる場合があります。
- 本資料で取り上げられている外国証券は、我が国の金融商品取引法に基づく企業内容の開示は行われておりません(金融商品取引法上の情報開示銘柄を除く)。当該外国証券の開示情報は、主要取引所の所在する国の開示基準に基づいています。

(リスク情報について)

- 日本および外国の株式・債券への投資は、株価の変動や、発行者の経営・財務状況の変化及びそれらに関する外部評価の変化、金利・為替の変動等により、投資元本を割り込むリスクがあります。**

(手数料について)

- 国内株式の売買取引には、約定代金に対し最大1.404%(税込)の売買手数料をいただきます(ただし約定代金が193,000円以下の場合には最大2,700円(税込))。株式は、株価の変動等により、損失が生じるおそれがあります。
- 外国株式の売買取引には、現地委託手数料と国内取次手数料の両方がかかります。現地委託手数料等は、その時々々の市場状況、現地情勢等に応じて決定されますので、その金額等をあらかじめ記載することはできません。詳細はお取引のある部店までお問合せください。国内取次手数料は、約定代金に対して最大1.080%(税込)の手数料が必要となります。外国株式は、為替相場の変動等により損失が生じるおそれがあります。
- 非上場債券(国債、地方債、政府保証債、社債)を当社が相手方となりお買付けいただく場合は、購入対価のみお支払いいただきます。債券は、金利水準の変動等により価格が上下し、損失を生じるおそれがあります。外国債券は、為替相場の変動等により損失が生じるおそれがあります。

(著作権について)

- 本資料は当社の著作物であり、著作権法により保護されております。当社の事前の承諾なく、本資料の全部もしくは一部引用または複製、転送等により使用することを禁じます。

Copyright 2016 Mitsubishi UFJ Morgan Stanley Securities Co.,Ltd. All rights reserved.

〒100-8127 東京都千代田区大手町一丁目9番2号 大手町フィナンシャルシティ グランキューブ

三菱UFJモルガン・スタンレー証券株式会社 投資情報部

(商号等) 三菱UFJモルガン・スタンレー証券株式会社 金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第2336号

(加入協会) 日本証券業協会、一般社団法人日本投資顧問業協会、一般社団法人金融先物取引業協会、
一般社団法人第二種金融商品取引業協会

三菱UFJモルガン・スタンレー証券

三菱UFJモルガン・スタンレー証券株式会社

投資情報部

東京都千代田区大手町 1-9-2

大手町フィナンシャルシティ グランキューブ