

藤戸レポート

# ダウ22,000ドルの裏に潜むリスク

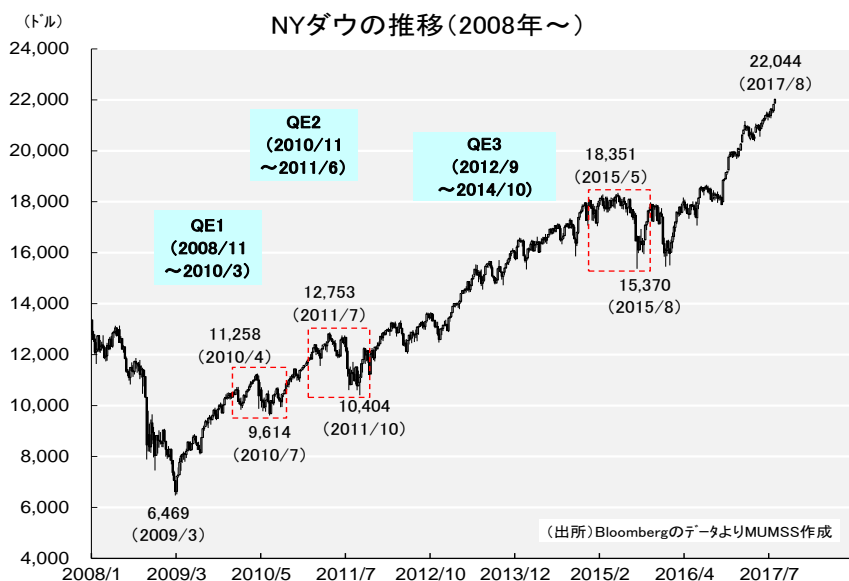
2017年8月7日

騰勢が続くダウ工業株30種平均

ダウ工業株30種平均の騰勢が続いている。8/2には22,000ドルを突破するに至った(グラフ1)。機関投資家はS&P500種指数や、MSCI、FTSEといった株価指数をベンチマークにすることが多いが、日本の個人投資家や一般の消費者には、「米国株と言えばダウ」との認識が強い。これは、政治家も同様である。トランプ大統領は、「私が選挙に勝利した昨年11月には、ダウは18,000ドル台だったが、今や22,000ドルだ。このことをメディアは誰も報じない」とツイートしている。自らの「アメリカ・ファースト」政策、雇用拡大が最大の株価上昇要因と言いたいのだろう。ある意味では、トランプ流の株高解釈も一理ある面も否定できない。しかし、選挙公約だった1兆ドル規模のインフラ投資、大幅減税への期待は、既に雲散霧消している。最大の批判政策であったオバマケア(オバマ前大統領の医療保険制度改革)も、その撤廃・修正共に見通しが立たず、トランプ政権・議会共和党ともに漂流が始まっている。出るのは政権のスキャンダルばかりとなれば、「トランプ大統領＝株高」との見解は、昨年11～12月相場では妥当だったかもしれないが、今や牽強附会の感を払拭するのは難しい。

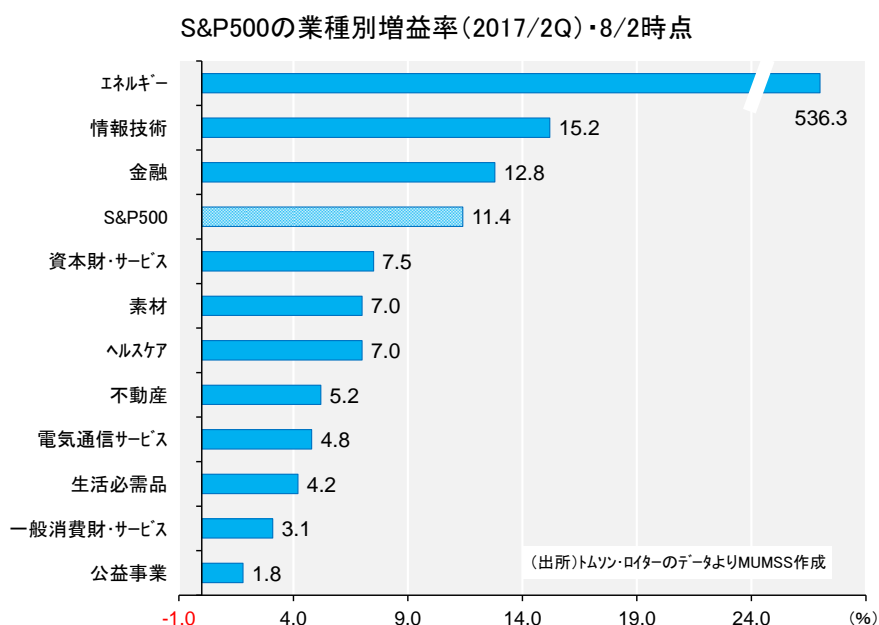
こうした政治混迷が続く中でダウ22,000ドルの背景には、良好な企業業績があることは間違いない。トムソン・ロイターによると、S&P500種指数構成企業の増益率は前年比+11.4%に達している(350社決算発表の8/2時点)(グラフ2)。内訳は、事前予想を上回ったもの72%、予想通り9%、下回ったもの19%で、圧倒的にアナリスト・コンセンサスを上回った決算が多い。特に、ヘルスケア、テクノロジーは予想を上回った企業の比率が各84%、83%に達している。収益モメンタムの強さが、株高の第一の要因だ。

(グラフ1) (ドル)  
22,000ドルを突破したNYダウ



## ストラテジー

(グラフ2)  
S&P500の2017/2Q決算  
前年同期比+11.4%増益



### 低水準の米長期金利が支援

第二の要因は、低水準で推移する長期金利である。7月FOMC(公開市場委員会)では、ややハト派色(金融引き締め策に慎重)が強まったと解釈されて、米長期金利は2.2~2.3%程度の低水準で推移している。フェデラルファンド・レート(短期の政策金利)先物においては、9月の利上げ確率が僅か5.6%・12月37.4%であり、年内追加利上げも「あと1回あるかないか」といった状況だ(8/3時点)(表1)。FRB(米連邦準備制度理事会)の物価ベンチマークであるPCE(個人消費支出)コア・デフレーターは、6月も前年比+1.5%と目標の2.0%には遠い状態が続いている(グラフ3)。7月FOMC(25~26日)開催前、7/24のダウ工業株30種平均は21,513ドルで引けた。そこから8連騰で8/3高値22,044ドルまで上昇している。マーケットが、「FRBハト派転化」と解釈した時点から、500ドル以上の高騰となった。この好業績と低金利が株高の温床となって、ダウ22,000ドル突破が実現したと思われる。「ゴルドロックス」とか「ぬるま湯」と形容された、株価にとって「いいとこ取り」の御都合主義的相場が、一段と鮮明化した状況である。

(表1)  
年内追加利上げ  
「あと1回あるかないか」

FF金利先物からみた米利上げ確率(8/3時点) (%)

|            | 1.00-1.25%<br>(現状) | 1.25-1.50% | 1.50-1.75% | 1.75-2.00% |
|------------|--------------------|------------|------------|------------|
| 2017/9/20  | 94.4               | 5.6        | 0.0        | 0.0        |
| 2017/11/1  | 91.7               | 8.3        | 0.2        | 0.0        |
| 2017/12/13 | 62.6               | 37.4       | 2.8        | 0.1        |
| 2018/1/31  | 62.0               | 38.0       | 3.1        | 0.1        |
| 2018/3/21  | 43.9               | 56.1       | 13.2       | 0.9        |
| 2018/5/2   | 41.1               | 58.9       | 13.5       | 1.0        |
| 2018/6/13  | 32.6               | 67.4       | 21.4       | 3.3        |
| 2018/8/1   | 35.0               | 65.0       | 22.2       | 3.7        |

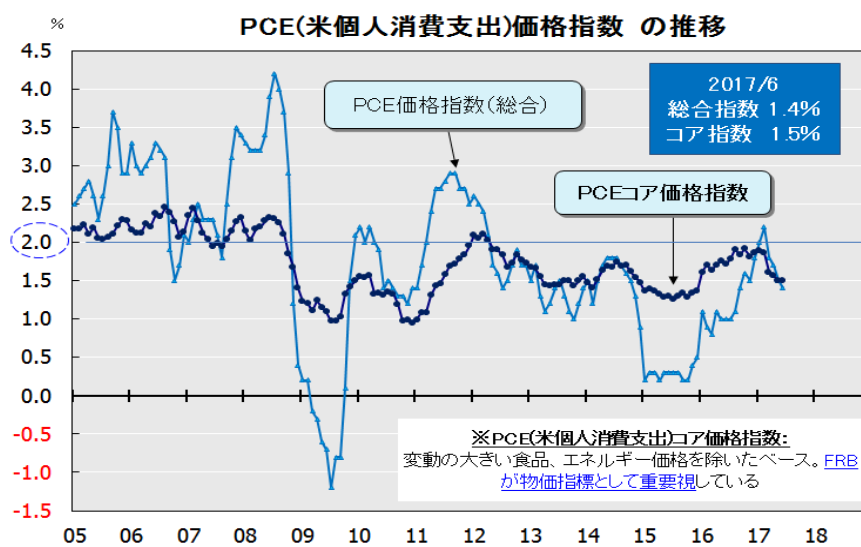
\*表中の黄色部分は、FRB議長の記者会見あり

(出所)BloombergのデータをもとにMUMSS作成

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

(グラフ3)  
PCEコア・デフレーター  
6月も前年比+1.5%に留まる



### ダウ構成銘柄で抜群の上昇を 見せるボーイング

(表2)  
ボーイングが年初来トップの  
パフォーマンス

| 順位 | 銘柄名        | 騰落率(%) | 順位 | 銘柄名         | 騰落率(%) |
|----|------------|--------|----|-------------|--------|
| 1  | ボーイング      | 52.85  | 30 | GE          | ▲19.24 |
| 2  | アップル       | 35.68  | 29 | IBM         | ▲12.98 |
| 3  | ビザ         | 29.81  | 28 | エクソンモービル    | ▲10.70 |
| 4  | マクドナルド     | 28.65  | 27 | ベライゾン       | ▲9.69  |
| 5  | キャタピラー     | 21.94  | 26 | シェブロン       | ▲6.15  |
| 6  | ユナイテッド・ヘルス | 20.59  | 25 | ゴールドマン・サックス | ▲5.50  |
| 7  | ナイキ        | 17.63  | 24 | インテル        | 1.02   |
| 8  | ウォルマート     | 16.51  | 23 | ファイザー       | 1.35   |
| 9  | マイクロソフト    | 16.29  | 22 | ウォルト・ディズニー  | 4.27   |
| 10 | アメックス      | 15.15  | 21 | シスコシステムズ    | 4.3    |

8/2時点の年初来騰落率。ブルームバーグ・データ

ボーイングの上昇率が圧倒的であることが鮮明だ。一昔前は、ボーイングと言えば「747」に象徴される大型機が得意とのイメージが強かった。ところが、最近ではLCC(格安航空会社)向けの単通路機(通路が一本のナロウボディ機)の受注が積み上がっている。世界のトレンドは、明らかに複数通路のワイドボディ機から、単通路機へシフトしている。この変化に巧みに対応して、ボーイングは「737」(最新型のMAX10で座席数188~230)の受注残を、6月末時点で約4,500機抱えている。好燃費エンジンの搭載もあり、世界の航空会社からの評判も高い。ライバルであるエアバス「A320」の納入遅延もあり、着実にシェアを拡大している。日本で御馴染みの「787」の利益率も向上し、フリーキャッシュフローの上振れに寄与している。この結果、通期のEPS(一株当たり利益)見通しも9.8~10ドルに上方修正し、株価は高騰することになった。ボーイングの昨年9月安値は126.3ドルだったが、今年7/31には高値246.4ドルと大化けである(グラフ4)。

ストラテジー

(グラフ4) (ドル)  
「大化け」となったボーイング

ボーイングの株価推移(2016/5~)

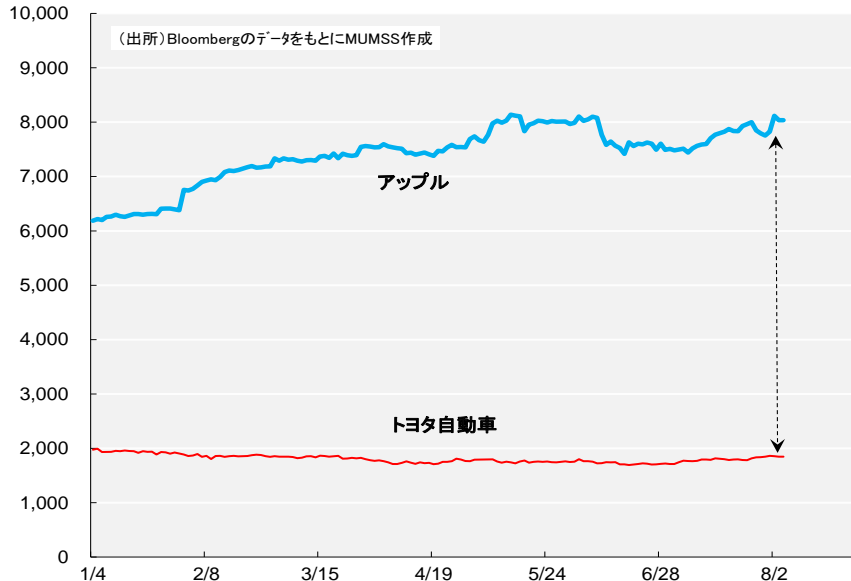


膨張するアップルの時価総額

アップルの4~6月決算は、売上・EPS共に、事前予想を上回る良好なものだった。しかし、マーケットが注目したのは、7~9月期の売上高見通しが490~520億ドル(中間値505億ドル)と、事前予測の491.8億ドルを大きく上回ったことだ。元来、アップルは先行き見通しに関しては慎重姿勢を続けてきた。それが、アナリスト・コンセンサスを上回る強気見通しに豹変したのだ。重要なのは、一部で「新型iPhone遅延」との見通しがあったが、これを一掃したことだ。7~9月期には新型iPhoneの売上が数週間分加わるものと思われ、クックCEOも自信を見せていた。アップルの株価は8/2に157.1ドルで引けたが、時価総額は8,116億ドルに達した。日本最大であるトヨタ自動車の約4.4倍の超大型株となった(ブルームバーグ) (グラフ5)。

(グラフ5) (億ドル)  
アップルとトヨタ  
時価総額で4倍の格差

アップルとトヨタの時価総額推移(ドルベース)



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

### ボーイング、アップルの2銘柄 でダウを846ドル押し上げ

ここまでは、ボーイングやアップルのサクセス・ストーリーで良い。しかし、以下の表を見ると、単純なダウ史上最高値礼賛論に疑念が差してくる。年初来の個別銘柄の騰落が、どれほどダウ工業株30種平均に寄与しているかを表したものである(騰落幅をダウ除数0.14602で割ればよい)。(表3)

(表3)  
NYダウへの寄与

|    | 銘柄名         | 構成比率(%) | 昨年末株価(ドル) | 8/2引値(ドル) | 騰落寄与度(ドル) |
|----|-------------|---------|-----------|-----------|-----------|
| 1  | ボーイング       | 7.40    | 155.68    | 237.95    | 563.41    |
| 2  | ゴールドマン・サックス | 7.03    | 239.45    | 226.27    | ▲90.26    |
| 3  | スリーエム       | 6.38    | 178.57    | 205.41    | 183.81    |
| 4  | ユナイテッド・ヘルス  | 6.00    | 160.04    | 193.00    | 225.72    |
| 5  | アップル        | 4.88    | 115.82    | 157.14    | 282.97    |
| 6  | マクドナルド      | 4.87    | 121.72    | 156.59    | 238.80    |
| 7  | ホーム・デポ      | 4.68    | 134.08    | 150.50    | 112.45    |
| 8  | IBM         | 4.49    | 165.99    | 144.45    | ▲147.51   |
| 9  | J&J         | 4.11    | 115.21    | 132.16    | 116.07    |
| 10 | トラベラーズ      | 4.00    | 122.42    | 128.73    | 43.21     |

ダウの年初来騰落に対する寄与度。8/2時点。ブルームバーグ・データ

### 単純平均株価指数の欠点

御覧の通り、ボーイングはダウ工業株30種平均の構成比率でトップの銘柄だ。世界の主要株価指数の中で、単純平均株価指数を採用するのはダウと日経平均ぐらいしかない。他は、ほとんどが加重平均株価指数である。単純平均株価指数の欠点は、値高株の寄与度が極端に大きく出てしまうことだ。例えば、ボーイングの8/2時点の時価総額は1,406億ドルである。アップルの約6分の1に過ぎないが、ダウの構成ウェイトでは、ボーイングがアップルを凌駕して最大である。ゴールドマン・サックスも僅か926億ドルで、こちらはアップルの約9分の1に過ぎない。しかし、構成ウェイトでは第2位である。この歪さが、単純平均株価指数の最大のネックだ。したがって、年初来のボーイング高騰によって、一銘柄でダウを563ドル押し上げる異常事態が起こっている。特に極端なのは、好決算発表を受けて7/26からボーイングの株価高騰が始まったが、7/26~31の上昇でダウを200ドル以上押し上げていることだ。7/26のボーイングの株価は20.9ドル高・+9.8%だったが、1日でダウを143ドルの押し上げ寄与である。その日のダウは97ドル高で、ボーイングが無ければマイナスの状況だった(グラフ6)。アップルも同様で、8/2にダウは52ドル高で22,000ドルの大台に乗せたが、この内アップルの寄与度が48ドルだった。上昇は、ほとんど「アップル効果」によるものと見て良い。つまり、ダウ工業株30種平均の高騰続くとのニュースの裏には、「ほんの一握りの銘柄の寄与によって指数が押し上げられている」という事実があることを認識しなければならない。一般の消費者ならば米株高で結構だが、投資家はボーイングとアップルの2銘柄で、ダウが年初来846ドル押し上げられている事実を把握しておくべきだろう。

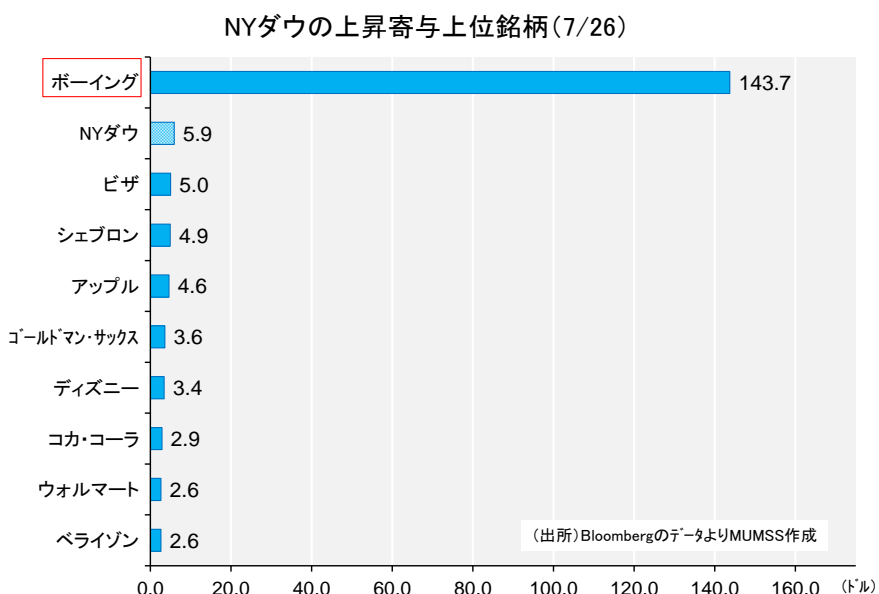
### 一握りの銘柄が指数を押し上げ

### バランスを欠いた不安定な上昇

株価指数構成銘柄全体の騰勢が続いている中であれば、まだ情状酌量の余地はある。しかし、以下の事実注目してもらいたい。S&P500種指数構成銘柄の52週高値更新銘柄数(日本は年初来高値を採用しているが、米国の方が過去1年高値で合理的である)のピークは、3/1の138銘柄だった。比較的直近のピークも6/2の126銘柄である。つまり、6月冒頭までは、

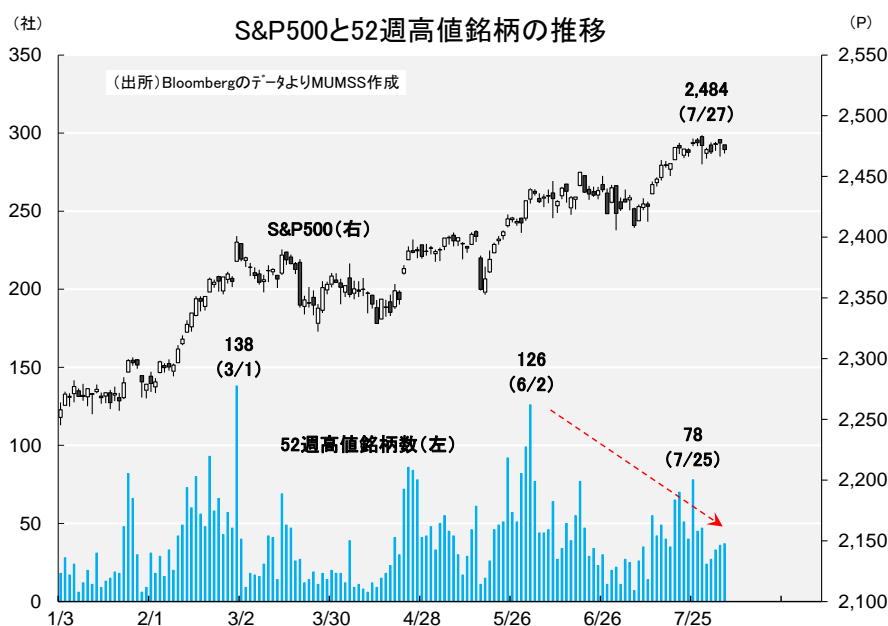
ストラテジー

(グラフ6)  
NYダウの上昇寄与度  
ボーイングが圧倒的トップ



各セクターが循環物色されて、ほぼ全面高の状況が続いて来たと言える。ところが、ダウ22,000ドル乗せの8/2には僅か36銘柄にまでシュリンクしている(グラフ7)。ナスダック総合指数はさらに極端で、52週高値更新銘柄数のピークは昨年12/8の503銘柄である。8/2には56銘柄しかない(グラフ8)。「トランプ政策期待」が高まった昨年12月で、既にピークアウトしているのだ。つまり、ダウで言えばボーイングやアップルといった特定銘柄の突飛高、ナスダックで言えばアマゾン、アルファベット(グーグルの持ち株会社)、フェイスブック、ネットフリックス等のネット関連株を中心としたハイテク株が、極端な集中投資によって騰勢を一段と強めていたわけだ。活躍株はさらに上伸するが、その他大勢は調整色が目立ち始めている。これは、極めてバランスを欠いた不安定な上昇である。危険な兆候と言っても良い。

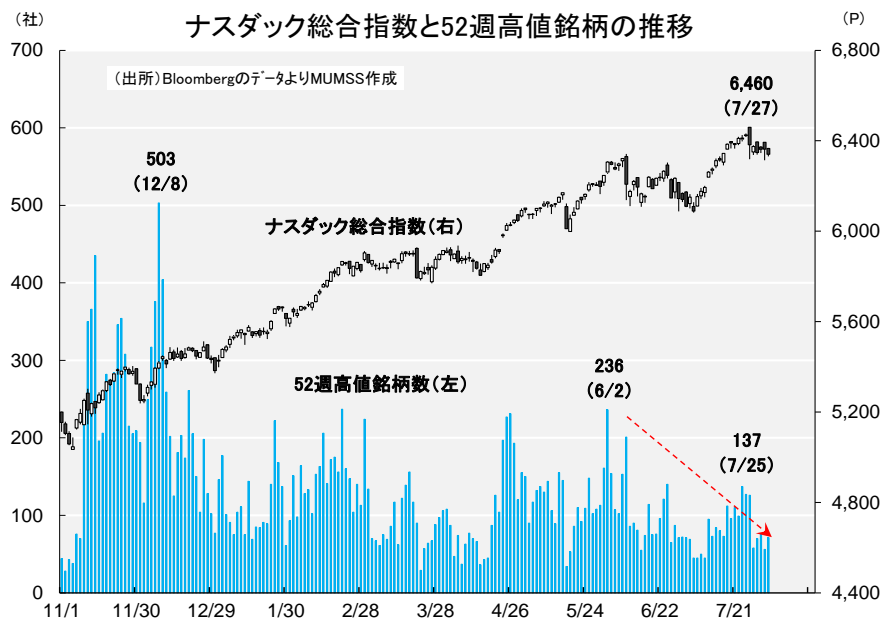
(グラフ7) (社)  
S&P500の52週高値銘柄が  
減少傾向



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

(グラフ8) (社)  
ナスダック総合指数も  
52週高値銘柄が減少



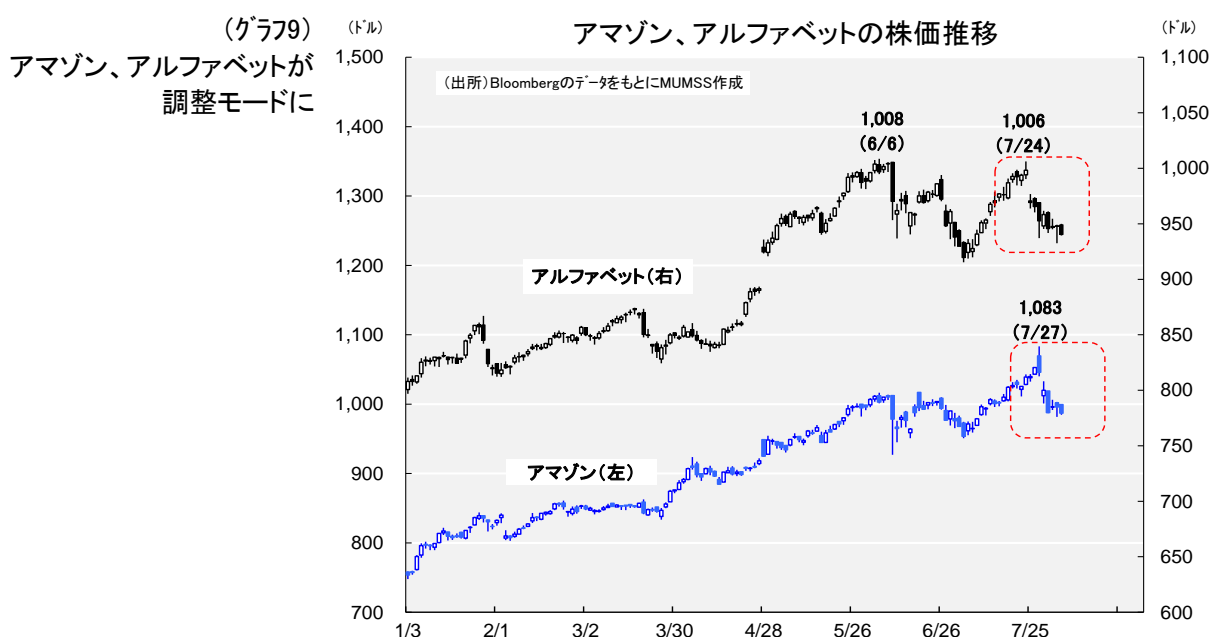
異常な集中物色は長続きしない

ボーイングやアップルの業績展望は良好だ。しかし、あまりの高騰となれば、投資家は利益確定売りのタイミングを探り始める。6/9のハイテク株急落は、その第一波とも言える。その後は短期間で切り返しに転じたが、再び怪しげな動きも見え始めている。期待を一身に集めたアマゾン、アルファベットも、決算内容がやや投資家の期待に届かなかったことから、両銘柄ともに1,000ドル割れで調整色を漂わせている(グラフ9)。中期的には再び物色される可能性も十分あるが、騰勢一服となれば利喰い売りを考える投資家も増えることだろう。ボーイングにしても、基本的に受注産業であり、世界の景況感や原油価格、またテロ等のアクシデントにも敏感な反応を示す。これだけの高騰の後に、何らかの要因でいったん利喰いとなれば、相当な調整幅も覚悟しなければならない。その際には、現在の上昇局面とは真逆の形で、ダウ工業株30種平均に痛烈なダウンサイド・プレッシャーを及ぼすことになる。平成バブル崩壊の1989年、ITバブル崩壊の2000年、リーマン・ショックの2008年にも経験したことだが、それぞれの時代で「今度は違う」とのロジックが幅を利かせていた。しかし、異常な集中物色が長続きしないことは歴史が証明している。このところ、「ダウ高・S&P500種安・ナスダック安」のパターンをしばしば目にする。連日のダウ高値更新を喜ぶのも良いが、その裏ではアンバランスさが日々深刻化していることにも、注意する必要がある。良好な企業業績が最大のサポート要因だが、一握りの「スーパースター」による上昇相場にはリスクもある。

8月は外国人が売る特殊月

米株高が日本株の好材料になっていることは間違いない。アップルの好決算を受けて、電子部品・部材のサプライヤーである村田製作所、日東電工、アルプス電気を始め、「アップル関連株」が兜町でも物色された。直接的なビジネス・パートナーではなくても、広汎な電子部品株が買われる傾向は強い。これは電機セクターだけではなく、例えば米国市場で金融株が物色されれば、日本でも鏡で映したような展開となるケースが多い。外国人投資家が、日本株の売買シェアで6~7割のシェアを握っていることから起こる

ストラテジー



「相似現象」である。7月第4週も、外国人投資家の日本株売買シェアは67.1%に達している(表4)。経済やビジネス活動がボーダーレス化していることも一つの要因だが、事実上、外国人が日本株の帰趨を握っていることから起こる現象だ。その外国人投資家の売買動向で注目すべきは、2010年以降8月は全て日本株を売り越しになっていることだ(表5)。東証の投資主体者別売買動向では、2010年▲846億円、2011年▲1兆656億円、2012年▲338億円、2013年▲1,194億円、2014年▲3,925億円、2015年▲1兆1,582億円、2016年▲4,698億円と、特に近年では売り越し額が大きくなっている。夏場はヴァカンス・シーズンで、「薄商い膠着相場」のイメージが強い。しかし、外国人売りで軟調となるケースが多いことには注意すべきであろう。

(表4)  
7割近いシェアが続く  
外国人投資家の売買金額

●投資部門別株式売買状況 (億円)

| 区分            | 年月       | 外国人<br>(海外<br>投資家) | 法人      |        |         |        |        |        | 個人       |      |
|---------------|----------|--------------------|---------|--------|---------|--------|--------|--------|----------|------|
|               |          |                    | 金融機関    |        | 信託銀     | 事法     | 投信     | 信用     | 現金       |      |
|               |          |                    | 生損保     | 都・地銀   |         |        |        |        |          |      |
| 年間            | 13年      | 151,196            | -10,751 | -2,830 | -39,664 | 6,297  | 4,267  | 29,774 | -117,282 |      |
|               | 14年      | 8,527              | -5,038  | -1,290 | 27,848  | 11,018 | -2,105 | 13,189 | -49,512  |      |
|               | 15年      | -2,510             | -5,841  | -3,094 | 20,075  | 29,632 | 2,429  | 16,748 | -66,744  |      |
|               | 16年      | -36,888            | -5,739  | -4,930 | 32,651  | 22,236 | -3,890 | 6,508  | -38,132  |      |
| 月間<br>動向      | 2月       | -2,567             | -350    | -728   | -1,749  | 1,419  | -1,646 | 2,569  | -2,568   |      |
|               | 3月       | -10,144            | -908    | -600   | -2,787  | 886    | -2,448 | 2,654  | 719      |      |
|               | 4月       | 7,556              | -675    | -543   | -843    | 773    | 744    | -893   | -4,944   |      |
|               | 5月       | 11,990             | -637    | -973   | -1,532  | 1,854  | -2,692 | 916    | -11,738  |      |
|               | 6月       | -2,397             | -440    | -646   | 2,365   | 2,138  | -3,240 | 2,150  | -5,348   |      |
|               | 7月       | 1,295              | -127    | -563   | 2,836   | 1,146  | 670    | 2,031  | -4,653   |      |
|               | 週間<br>動向 | 6月1週               | -354    | -21    | -93     | -558   | 656    | -1,664 | 821      | -865 |
| 6月2週          |          | -2,066             | -118    | -139   | 48      | 1,359  | -490   | 939    | -388     |      |
| 6月3週          |          | -92                | -300    | -99    | 1,259   | 252    | -851   | 141    | -2,331   |      |
| 6月4週          |          | 115                | -1      | -315   | 1,616   | -128   | -235   | 249    | -1,765   |      |
| 7月1週          |          | -15                | -16     | -132   | 2,124   | 376    | 471    | 537    | -1,247   |      |
| 7月2週          |          | 1,732              | -30     | -229   | 273     | 389    | 86     | 311    | -1,799   |      |
| 7月3週          |          | 861                | -43     | -117   | 518     | 47     | 219    | 481    | -1,434   |      |
| 7月4週          |          | -1,283             | -39     | -85    | -79     | 334    | -106   | 703    | -173     |      |
| 7月4週<br>売買シェア |          | 67.1%              | 0.2%    | 0.2%   | 3.9%    | 1.8%   | 2.1%   | 15.1%  | 8.1%     |      |

(出所) JPX(日本取引所グループ)のデータをもとに、MUMSS作成

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

(表5)  
8月相場は7年連続で  
外国人投資家の売り越し継続

| 月   | 2008年   | 2009年  | 2010年  | 2011年   | 2012年  | 2013年   | 2014年   | 2015年   | 2016年   | 2017年   |
|-----|---------|--------|--------|---------|--------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 1月  | -7,259  | -8,303 | 14,666 | 7,204   | 4,598  | 12,379  | -11,696 | -8,932  | -10,556 | 326     |
| 2月  | -6      | -8,240 | 2,750  | 9,322   | 5,874  | 8,543   | -829    | 2,015   | -19,983 | -2,567  |
| 3月  | -12,983 | -8,835 | 5,428  | 14,034  | 2,426  | 16,554  | -5,807  | 5,163   | -19,588 | -10,144 |
| 4月  | 8,205   | 4,101  | 8,302  | 6,261   | 950    | 26,827  | 4,244   | 19,953  | 8,604   | 7,556   |
| 5月  | 11,263  | 3,740  | -6,011 | 1,992   | -3,647 | 12,225  | -825    | 9,956   | -3,258  | 11,990  |
| 6月  | 4,855   | 45     | -9,911 | 1,212   | -1,275 | 6,708   | 5,649   | -1,713  | -2,630  | -2,397  |
| 7月  | -6,765  | 10,101 | 2,315  | 1,695   | -2,133 | 9,421   | 4,976   | -3,476  | 1,290   |         |
| 8月  | 314     | 5,811  | -846   | -10,656 | -338   | -1,194  | -3,925  | -11,582 | -4,698  |         |
| 9月  | -5,764  | -1,242 | 1,262  | -7,526  | -149   | 8,064   | 5,952   | -25,772 | -11,051 |         |
| 10月 | -10,696 | 7,302  | 4,626  | 1,655   | 1,586  | 6,950   | -3,774  | 4,630   | 4,717   |         |
| 11月 | -10,500 | 273    | 4,209  | -1,704  | 4,925  | 22,993  | 12,586  | 6,777   | 15,440  |         |
| 12月 | -7,747  | 13,021 | 5,316  | -3,764  | 15,448 | 21,725  | 1,976   | 330     | 4,825   |         |
| 合計  | -37,085 | 17,775 | 32,105 | 19,725  | 28,264 | 151,196 | 8,527   | -2,653  | -36,888 | 4,763   |

(出所) JPX(日本取引所グループ)のデータをもとに、MUMSS作成

### 米国株も8月のパフォーマンスは悪い

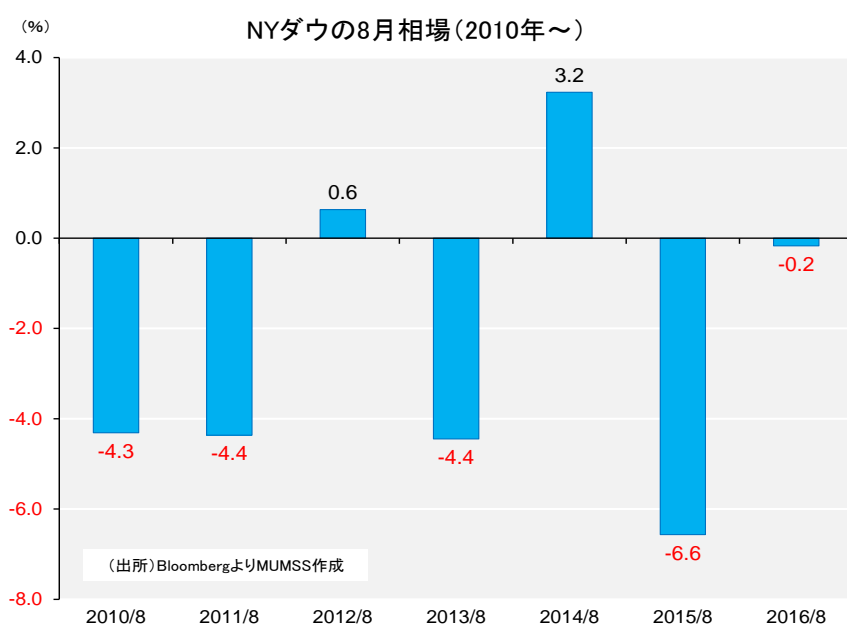
実は、米国株も8月のパフォーマンスは芳しくない。2010年以降のダウ工業株30種平均の騰落を見ると、2010年451ドル安・▲4.3%、2011年529ドル安・▲4.3%、2012年82ドル高・+0.6%、2013年689ドル安・▲4.4%、2014年535ドル高・+3.2%、2015年1,161ドル安・▲6.5%、2016年31ドル安・▲0.1%で、騰落の勝敗は2勝5敗である(グラフ10)。この背景には何があるのだろうか？1945年以降のウォール・ストリートの日別パフォーマンスでは、9月が最悪となっている。これは秋のファンド決算に向けて、換金売りが出やすいことが要因とされている。加えて、2001年の同時多発テロ、2008年のリーマン・ショックといった歴史的な事件が、9月に起こっていることも寄与しているかもしれない。「9月の調整」を想定すれば、投資家心理としては、「8月に前倒し」との発想で利益確定売りやファンドのリバランスを行ってもおかしくはない。この流れが兜町にも波及して、「8月の外国人売り」となっている可能性がある。しかも、ここ2年間は、9月も2015年▲2兆5,772億円、2016年▲1兆1,051億円と売りが膨張している。2015年は「チャイナ・ショック」で、日経平均は6/24高値20,952円から9/29安値16,901円に急落したことは記憶に新しい(グラフ11)。一握りの銘柄群によるダウ工業株30種平均の「棒立ち相場」は、アンワインド(ポジションの巻き戻し)が起こった時のインパクトが大きくなることを示唆している。8~9月相場には要警戒だ。

### アンワインドが始まった兆候

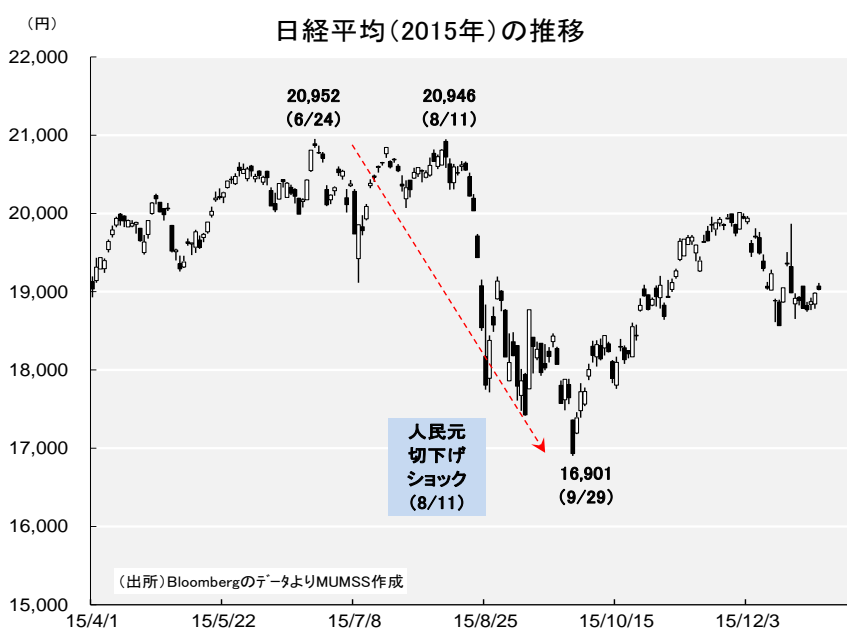
7月第4週の投資主体者別売買動向では、外国人が現物株式▲1,283億円・株式先物▲2,378億円と、計▲3,661億円の売り越しになった(表6)。これは6月第2週の▲5,723億円以来の売り越しだ。7月第3週も現物・先物合計で▲1,942億円の売り越しであり、ここ2週間で▲5,603億円のまとまった売り越しである。同時に、ドル/円相場も1ドル=110円を割り込む局面があり、例によって「円買戻し=日本株売り」のアンワインドが始まっている兆候が見られる。この売りに買い向かっているのが、中央銀行という異常な状況が常態化している。7月第4週(24~28日)の現物株売買では、外国人▲1,283億円、生損保▲39億円、都・地銀▲85億円、信託銀行▲79億円、投信▲106億円、個人(現金)▲173億円で、買いは自社株買いの事業法人

ストラテジー

(グラフ10)  
NYダウも8月相場は軟調傾向



(グラフ11)  
「チャイナ・ショック」で急落となった2015年



(表6)  
外国人投資家  
現物、先物ともに大幅売り越し

●外国人投資家(現物・先物計) (億円)

| 月/週  | 先物     |        |           |        | ミニ先物   |       |        | 先物合計 [a+b] | 現物 [c] | 現物・先物合計 |         |
|------|--------|--------|-----------|--------|--------|-------|--------|------------|--------|---------|---------|
|      | 日経平均   | TOPIX  | JPX 日経400 | 小計 [a] | 日経平均   | TOPIX | 小計 [b] |            |        | [a+c]   | [a+b+c] |
| 6月1週 | -352   | 471    | 33        | 152    | -205   | 6     | -200   | -48        | -354   | -202    | -402    |
| 6月2週 | -3,211 | -167   | 0         | -3,378 | -296   | 16    | -280   | -3,658     | -2,066 | -5,444  | -5,723  |
| 6月3週 | 1,737  | 521    | 75        | 2,333  | 966    | 22    | 988    | 3,321      | -92    | 2,241   | 3,229   |
| 6月4週 | 45     | 1,421  | 9         | 1,475  | -1,579 | 12    | -1,567 | -92        | 115    | 1,591   | 23      |
| 7月1週 | -765   | -617   | -60       | -1,442 | -454   | -53   | -506   | -1,948     | -15    | -1,457  | -1,964  |
| 7月2週 | 364    | 594    | 83        | 1,041  | -60    | 9     | -50    | 990        | 1,732  | 2,773   | 2,723   |
| 7月3週 | -1,564 | -789   | -43       | -2,396 | -425   | 18    | -407   | -2,803     | 861    | -1,535  | -1,942  |
| 7月4週 | -849   | -1,020 | -40       | -1,909 | -464   | -5    | -469   | -2,378     | -1,283 | -3,192  | -3,661  |

(出所) JPX(日本取引所グループ)のデータをもとに、MUMSS作成

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

334億円、個人(信用)703億円が目立つ程度だ。東証の投資主体者別売買動向ではカウントされないが、実は最大の買い手は日銀で、第4週はETF(上場投信)を1,474億円の買い発動である。特に、24、25の両日で1,438億円の買いを実施したのが大きく、この中央銀行によるサポートが無ければ、一段の下落は避けられなかったものと思われる(グラフ12)。ギリシャ神話において、ティターン(巨神族)のアトラスはゼウスとの戦いに敗れ、世界の果てで天空を支える業苦を与えられる。どうも、黒田総裁がアトラスと被ってしまうのは、私の偏見だろうか？



### 膠着相場に微妙な変化

安倍政権の第3次改造内閣が出帆したが、再登板となる大臣が多いことを含めて、まずは手堅い人事と言えよう。一番ホッとしているには、米国のマティス国防長官ではないかと推察している。北朝鮮リスクが、まさに「今そこにある危機」の状況では、識見の高い小野寺大臣(再任)への期待は大きい。ただし、全般的には、「手堅さ」の裏に「新味がない」ことも事実である。メディアから相場への影響を聞かれたが、「株式市場への影響は限定的」と見るのが妥当だろう。しかし、漫然とTVを見ている中で、ギョッとしたことがある。それは、野田聖子総務大臣が、「異次元(の金融緩和)などは、そう長くやるもんじゃない。いろんな不安を抱えている人たちが増えており、『出口』をどうするのかを考えなければいけない」と述べたことだ。直接的な所管大臣ではないが、脚光を浴びる新任大臣の正論が、非伝統的政策の常態化に一石を投じることになるかもしれない。異例な政策は、長期化すればするほど副作用が大きくなる。短期的には日銀の株価サポートで喜ぶのも良いが、長期的に見た場合には、そのツケを払う局面が必ず訪れる。これは、30年以上相場を見てきた私の経験論でもある。野田大臣の閣内の席次はNo.2とのことだ。「ポスト安倍」の候補であることも間違いないだけに、今後の言動に注目を要するものと思われる。政治も含めて、膠着相場にも微妙な変化の兆しが台頭している。

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
- 当社のリサーチ関連部署に在籍する職員は株式会社デンソーの社外監査役を兼任しております。当該社員は株式会社デンソー並びに同社の同業他社・仕入先・販売先企業等のレポートの作成には関与しません。

### (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 2017 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