

乗り急ぎ投資家の「メルトアップ」相場

バリュエーション等合理的評価と関係ない流動性相場

株式会社ジャパネコノミックス
Japan Economic Pulse Co., Ltd.
info@j-pulse.co.jp

2018/1/9

米国株がファンダメンタルズやバリュエーションの合理的な評価と関係なく、中央銀行の未曾有 QE（量的緩和）を背景に乗り遅れたくない投資家がこぞって押し寄せる「メルトアップ」（melt-up）の様相を強めつつある。トランプ大統領の支持率 40% 台回復とマクロ流動性と市場の非流動性が合体した行動ファイナンス理論メルトアップが相まって米ダウ平均 3 万ドルも夢物語とは言えなくなった。

「今回は違う」FRB 暗黙の株価防衛

「弱気な見方で長年知られる GMO 最高投資ストラテジストのジェレミー・グランサム氏が株高を予想した。しかも、劇的に高くなるという」（ブルームバーク 1 月 4 日）。

バブルの研究者としても知られる 79 歳の老練なバリュエーション投資家グランサム氏が 3 日の投資家向け書簡で「偉大な株価バブルの歴史を書き残す者として私は、今回の非常に長い強気相場にブローオフなしメルトアップの局面に入りつつある兆しが見える」と記した。

すでに、著名エコノミストのエド・ヤルデニ氏が昨秋、「市場は、乗り遅れたくない投資家がこぞって市場に押し寄せるメルトアップの様相を急速に強めている」（10 月 11 日 CNBC 「A melt-up is likely gripping the market」）と述べ物議を醸した。

メルトアップ（melt-up）とは、過剰流動性の横溢によって全ての資産価格が上がってしまう現象、1) ファンダメンタルズやバリュエーションの合理的な評価とは関係なく、2) 中央銀行の QE（量的緩和）過剰流動性バブルを背景に、3) 「上げ相場」に乗り遅れまいと投資家の買いが殺到する状況—をいう。

グランサム氏は昨年、2-3 年の苦悩の果てに「This time is different」（今回は違う）とバブルを正当化する際の常套句を口にすることになった。かつて同氏は 2015 年に S&P 500 は 2250 への上昇でバブル崩壊の危機に直面すると予想していたが、S&P500 は 1 割以上も上回って高値追いの状況が続いている。

「弱気」で知られる同氏の宗旨替えの理由として、1) 市場に熱狂がうかがえない、2) 1998 年前後で市場に変容があった、3) IT バブル・リーマン危機を通して FRB が市場を救済せざるを得ないと学んだ、4) 企業の高い利益率が持続している—等が挙げられる。何より重要なのが、3) のリーマン危機を通して FRB が市場を守る点だ。

グランサム氏のバブル研究者としての真骨頂は、全ての時代の全ての資産クラスについて 300 のバブ

ルを抽出し研究した事実裏打ちされる。

そこで分かったバブルの本当の定義は、「極端な感情的な振る舞いである」（同氏）という。だが、来春 3 月で 9 年に及ぶ「強気相場」には「熱狂的」という感情的な振る舞いは未だ極大化しておらずバブルとは言えないというのだ。

例えば、過去のバブル、CAPE レシオが現在より高かった 2000 年 IT バブルと比較すると、1) 人々が夢見心地となり陶酔感（ユーフォリア）に浸る、2) バリュエーション株を売ってグロース・ファンドを買う、3) 今より速いペースでアマゾンやアップル株を買い増す、4) マネーが集中し急騰する中で熱狂が起こる—等、市場や人々の振る舞いに収斂する。

つまり、市場に熱狂が立ち込め、相場の急騰が続いてバブルが崩壊寸前の沸点に到達したとは言えない。それまで未だ時間を要し、相場は上昇余地があるというのだ。

一方、ブローオフ（blow-off）は、長期的な値上がりの後にさらなる急激な価格の上昇が起こる現象をいい、「上げ相場」の最終局面を指す。ブローオフ・トップの特徴としては、1) 休むことなくほとんど下げることなく強い上げ相場が続く、2) Buying クライマックスで出来高が膨れ上がる、3) 一旦下げに転じると戻すことなく暫し下げ続ける—等が指摘される。

なお、同氏は昨秋 10 月、さらに 18 ヶ月は上昇し S&P 500 は 3000 を超えると予想している。もっとも、グランサム氏は「バリュエーションが 20 年以上の期間をかけて中央回帰する」との信念は捨てていない。

17 年米株的中「みずほ総研」ダウ 3 万ドル予想

一方、世界最大の米投資会社ブラックストーンのバイロン・ウィーン副会長が 2 日、年初恒例の「びっくり 10 大予想」（2018 年版）を公表した。

御年 84 歳の高齢にも拘わらずウォール街のご意見番として今も現役で活躍するウィーン氏のびっくり予想は今回が 33 回目、タイトルは「びっくり」だが各シナリオは 50% 以上の確率で起こる前提で予想している。

円相場については、米 GDP 成長率が高まりドル高が進みドル/円は 120 円まで円安が進むと予想。米国株については、金利上昇などを背景に一時 10% 調整するが年末にかけて再び盛り返すとしている。

一方、原油価格は世界景気拡大や産油国の生産調整で 80 ドルまで上昇する可能性を予想、政治情勢については中国が北朝鮮に経済制裁を科し、同国が核

開発を一時中断するとし、米 11 月中間選挙についてはトランプ不評で与党共和党が敗北すると予想した。

その他については、Brexit で欧州大陸が結束し協力関係を強め成長が加速、米国の賃金が年 4%に迫り CPI 伸びが 3%を超える、さらに米 10 年債利回りが 4%に向かい米 FRB は今年 4 回利上げ等を予想している。

一方、みずほ総研の「とんでも予想 2018」が大変興味深い。2016 年の「とんでも予想」で「消費増税先送り」と「米大統領選でトランプ氏当選」を的中させ、2017 年の「NY ダウ平均株価 2 万 3000 ドル」も見事に的中させている。

同 18 年の予想で筆者が現実味を感じるの以下の内外 4 つの予想だ。

- 1) 「共和党、民主党との連携を使い分けたトランプ大統領が、税制改革や移民制度改革、インフラ投資など次々と実現。好調な経済にも助けられて支持率は急上昇、中間選挙でも勝利し、各国企業の『トランプ詣で』が更に盛んに」ー。
- 2) 「中国が航空インフラや宇宙開発などで国際協力に関する政策を集約し、一帯一路構想に『空のシルクロード』を追加。中国産ジェット旅客機の海外輸出も始動。一方で日本は AIIB (アジアインフラ投資銀行)加盟を契機に 1980 年代のシルクロードブームが再燃」

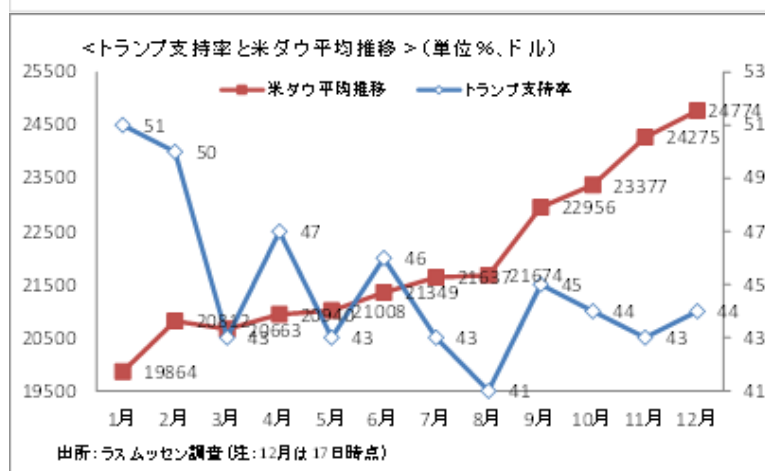
3) 「日米株ともバブルの様相強め、日経平均は 3 万円、ダウ平均は 3 万ドルを突破。日本では高級車やクルーザーが飛ぶように売れ、六本木にジュリアナ東京が復活、繁華街ではタクシーが拾えないといった平成最後の『世紀末』ブームに」ー。

4) 「政府がデフレ脱却宣言を実施。『真の夜明け』期待と春闘での賃上げの動きが進む中、日銀は物価目標 2%を中長期的な目標に変更。『OK ルール』でイールドカーブ・コントロールの運用を緩和し、一定の長期金利上昇を容認」ー。

確かに、薄氷を踏む議会運営で僅差によって上下院で大型法人減税を目指す税制改革案を可決・成立させた大統領の政治手腕が改めて評価されている。

法人税 29%から 21%の大型減税の成就是ウォール街で拍手喝采を浴び、通信大手 AT&T は早々に 20 万人超の全従業員に一律 1000 ドル (約 11 万円) の臨時ボーナスを支給した。

トランプ支持層の中核であるプアホワイト (白人労働者層) やエヴァンジェリカル (キリスト教右派福音主義者) だけでなく、共和党支持者のうち 70% 近くがトランプ支持に固まりつつあり、「支持率の 40%台回復も間もないという見方が支配的」(同外交筋) であり、米ダウ平均の 3 万ドルの可能性は決して夢物語ではなさそうだ。



お客様は、本レポートに表示されている情報をお客様自身のためにのみご利用するものとし、第三者への提供、再配信を行うこと、独自に加工すること、複写もしくは加工したものを第三者に譲渡または使用させることは出来ません。情報の内容については万全を期しておりますが、その内容を保証するものではありません。また、これらの情報によって生じたいかなる損害についても、当社および本情報提供者は一切の責任を

負いません。本レポートの内容は、投資一般に関する情報の提供を目的としたものであり、勧誘を目的としたものではありません。投資にあたっての最終判断はお客様ご自身でお願いします。