

18年より「シラーPER」過熱感なき米国株

日経平均、バブル崩壊後の戻り高値 2 万 4270 円視野

株式会社ジャパンエコノミックパルス
Japan Economic Pulse Co., Ltd.
info@j-pulse.co.jp

2019/12/18

ノーベル賞受賞イェール大学ロバート・シラー教授が新著『Narrative Economics』で「トランプ物語が感覚的に株式市場に楽観を鼓舞した」としトランプ再選と米株高の相関を示唆すると共に米中貿易交渉が「第一段階合意」の大団円を迎え、英総選挙の保守党勝利により EU (欧州連合)「合意なき離脱」懸念が後退し世界景気回復への期待感に日経平均は年末・年始にも 18 年バブル崩壊後の戻り高値 2 万 4270 円トライが視野に入った。

米国株高に「Trump Narrative」の存在

「明るい物語があるというだけでなく、暗い物語を忘れるということも株価上昇に関係している。2008 年の金融危機があって株価が半値に下落した際、世界恐慌の再来が懸念されたが、次にトランプ大統領の物語が始まった。法人税減税に関する合理的思考というより感覚的な歴史的な位置付けにより株式市場に対する楽観を鼓舞した」(米株式専門誌『バロンズ』12 月 7 日号「Robert Shiller on the "Trump Narrative" (トランプ物語が株高と投資ブーム惹起)」)。

資産価格関わる行動経済学とそれを裏付ける実証的研究で 2013 年ノーベル経済学賞を受賞したイェール大学ロバート・シラー教授の新著『Narrative Economics』が物議を醸している。

ノーベル経済学の 1 つの基準は新たな分野を切り拓く業績とされるが、シラー教授が自著「ナラティブ経済学」で論じるのは「変わり行くパターン」の模索であり、従来の「行動経済学」に比べより「動学的」でより「不確実な現象」に焦点を当てている。

経済学者は「それが何だったか、明確な理解を有していない」(シラー教授)と嘆く。つまり、現代経済学の限界を歎いているのである。むしろ、経済学者は、「いつ経済危機が起こるのか」と尋ねられても「わからない」と答えるしかないのが現状だ。現状の経済学を前提とする限り、「わからない」との回答は正しい答である。

だが、それでは経済学者として「何か、なすべきアプローチを怠っていないか」との疑問が残るというのだ。投資家など全て市場に関わる人々は「何が大きな金融経済的な出来事を引き起こしたのか」との問いに明確な答えを用意すべきだ。

それには、信用できるストーリー(物語)が必要であり、それは本質的に面白いものである必要はない。つまり、「過剰な回復率」、「過剰な忘却率」がアニマルスピリッツを呼び覚まし「根拠なき熱狂」を広め、そして市場にバブルを生み出すというのだ。

その伝染するストーリーこそが「Narrative」であり、シラー教授は、「ナラティブの中に時間を経て変異しながら繰り返す『反復性の経済ナラティブ』(perennial economic narrative)」が存在する」と指摘する。

その 1 つが、「19 世紀の金融パニックから 20 世紀の消費者信頼感までのナラティブ、つまり、ある経済主体が他の経済主体の様子を見て先行きへ自信を喪失、自らの行動を矮小化してしまう現象」(同著書)。

そして、米国の株価上昇の一助にトランプ大統領の「物語」、つまり信頼感ある現在進行形のストーリーが存在しているというのだ。そうである以上、トランプ再選期待と共に株価の総崩れは想定し難いと言われる。

もっとも、「いずれストーリーへの信頼感が喪失する変異が起き、再発して人々を脅かせば、再び経済危機が引き起こる可能性がある」(シラー教授)という。

なお、1990 年代「根拠なき熱狂」という言葉を携えて当時のグリーンズパン FRB 議長にレクチャーをしたのがシラー教授であり、シラー教授の著書「根拠なき熱狂」のタイトルとなり世界的に有名になったことは記憶に新しい。その他、ケインズのコンセプト「アニマル・スピリット」を掘り起こし、同名の著書を上梓、2016 年には米経済学会の会長も務める重鎮の挑戦は終わっていない。

一方、シラー教授の名前が付けられた指標の一つにシラー PER と呼ばれる「CAPE レシオ」(Cyclically Adjusted Price-to-Earnings Ratio)がある。CAPE レシオ(シラー PER)は景気循環調整後の株価収益率(PER)を示す投資指標で、単年度の 1 株当たり利益でなくインフレ調整後 1 株当たり利益の 10 年移動平均値を用いて PER を計算する。このため、一時的要因による収益変動や景気循環の影響が除外され、実質的な企業収益との関係で株価の割高・割安が示される。シラー PER は一般的に「15 倍で買い、24 倍で売り」とされ、現状すでに 25 倍を遥かに超えているが 18 年にみられた米国株の割高感は調整されている。

上海株の低迷に中国不利の「第 1 段階合意」

一方、ようやく「第 1 段階合意」に漕ぎ着けた米中両国にあって史上最高値を更新する米国株とは対称的に中国・上海株は冴えない動きが続いている。GDP 構成比で世界 1、2 位の米中貿易戦争「一時休戦」により世界景気が押し上げられ、世界景気後退

があるとしても 2021 年以降とみる向きが増えているが、上海株の低迷は、貿易戦争の戦禍が中国により被害をもたらしたと理解すれば分かりやすい。

何より、中国は今回の部分合意で農産品やサービスなど対米輸入を今後 2 年間で計 2000 億ドル（約 22 兆円）増やすことになった。対中貿易赤字削減策は米国の成長にプラスだが、中国の外需主導成長の足枷となることは言を待たない。

さらに、貿易拡大策では中国が農産品 7 や工業品、エネルギー、サービスの 4 分野合計で輸入を増やすため、貿易黒字減少であり成長率にはマイナス寄与となり得る。17 年のサービスを含む中国の対米輸入全体は 1860 億ドルの目標となり、知的財産権の保護や金融サービス市場開放なども盛り込まれたという。

また、中国が競争的な通貨切り下げを自制し、通貨政策の透明性を高める為替条項も採り入れた点も外需の GDP 寄与度にはマイナスに作用しよう。合意の履行状況を監視する機関が設けられ、違反が疑われる事態が発生した場合、閣僚級で解決できない場合は追加関税を含む措置となり、どちらかと言えば中国に厳しい内容である。

両政府は今後、合意文書の詳細を詰めて来年 1 月の第 1 週に閣僚級がワシントンで署名する予定だが、米政権は 9 月に 1200 億ドル分に発動した 15% の制裁関税を 7.5% に引き下げる方針にとどめる。文書の署名後 30 日後に実施するが、関税撤廃より輸入拡大による貿易黒字減少による中国の成長率押し下げ圧力が上海株の低迷の背景にありそうだ。

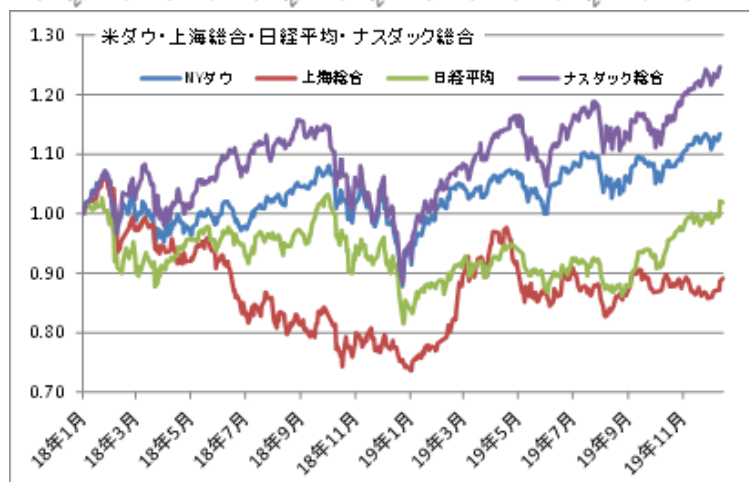
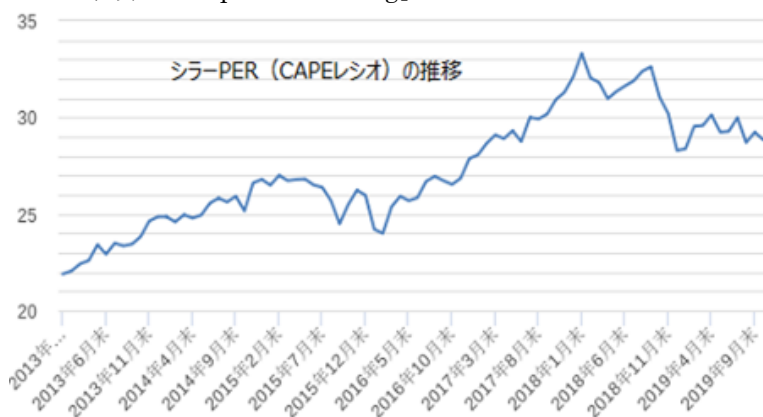
一方、弊誌「J-pulse Briefing」は 11 月 26 日付

で『日経平均 2 万 4000 円台へ年末高の様相』（もはや必然となった米中貿易協議「第 1 段階合意」と題し、「9 月 1 日発動された関税撤廃で面子を保ちたい習近平国家主席と中国による米国産農畜産物 400-500 億ドル購入で再選の追い風としたい実利主義トランプ大統領との暗黙合意はすでに必然となって動かし難い状況にあり米中協議『第 1 段階合意』による貿易戦争『停戦』はほぼ確実視され、割安感に覆われる日本株は機関投資家の買い遅れもあり日経平均 2 万 4000 円台へ年末高の様相を呈している」と記した。

もっとも、米中貿易交渉「部分合意」を織り込んで上げ相場だけに、材料出尽くし感により利益確定売りが重石となり、暫し調整局面が想定される。だが、日経平均の底堅さの材料に、200 日移動平均の上向きトレンドの鮮明化、週足ベースの 13 週移動平均、26 週移動平均、40 週移動平均、52 週移動平均のいずれも上向きへの転換と定着がある。

何より、MACD 週足チャートもまた上昇トレンド維持を示唆しており、その他の数多チャートも上げ相場を暗示、国内機関投資家は未だ買い遅れており、マザーズ等新興市場底入れによる個人投資家の買い出動と機関投資家の買いがバブル崩壊後の戻り高を視野に入れつつある。

なお、短期調整局面を経ながらも日本株「強気」論の背景に、1) 米中貿易協議「第 1 段階合意」による貿易戦争「停戦」、2) 9 月関税撤廃による中国減速リスク後退、3) 真水 13 兆円規模の超大型補正予算による景気刺激効果、5) 一巡感はあるが未だ残る「仮需の売り」の買い戻し一等が指摘される。



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。