

# US Market Update

T&C Financial Research USA

## 持続的な株価反発のための五つの条件

- 僅か2週間余りで30%ちょうの反発となった後、足元ではS&P500は50日移動平均を巡る攻防となっている。過去の相場底打ち局面で多く見られたような、「逆ヘッドアンドショルダー」の形が形成されれば、中期的な展開も期待が持てる。
- 更に、S&P500が1000レベルまで回復するの否かは、1) 企業向け信用市場の改善、2) 主要金融機関の損失見直し改善(アナリスト予想のばらつき収斂)、3) 長期金利の低位安定、4) 住宅価格の明確な下げ止まり感、5) 金融・銀行規制の着地点とCDS市場整備、といった5つの条件がクリアされるかどうかにかかっている。

USU-09-05

T&C Financial Research USA, Inc.  
和田康志, CFA  
k\_wada@tandcfrusa.com

### S&P500は50日移動平均線での攻防、4月を経て逆ヘッドアンドショルダーが形成されるかに注目

S&P500は3月9日安値からわずか2週間あまりで20%を超える上昇を見せ50日移動平均を上回ったものの、自動車業界の不透明感などを背景に、再び同移動平均線(31日現在で791)を巡る攻防となっている。1~2週間ほどの短期で見れば、ここで持ちこたえるか否かに相場の方向性はかかっているが、中期的には3月9日安値が底値であることを確認できるか否かがポイントになる。つまり年央までに再び3月9日安値を試しに行く場面があったとしてもそれを下回ることなく、11月の安値とともに、所謂「逆ヘッドアンドショルダー」の形を作るのが肝要である。実際、過去の相場底打ち局面を見ると、同じような形がいくつも見られる。4月中旬から始まる金融機関の1-3月期決算発表や4月中に発表される金融機関のストレステストの結果など重要な材料の発表を相場がどのようにぐり抜けていくかが注目される。

図表1 50日移動平均線の攻防~S&P500



図表2 底打ち前後に典型的に見られる「逆ヘッドアンドショルダー」(2002～2003年)



### 株式相場の持続的回復に向けた5つの条件とは？

この春に望ましい形で底を形成すれば、年末に向けて半年で30%というような形でのやや長めの株価ラリーが実現する可能性は高いと見ている。ただし、これは想定される安値からの上昇率であるから、半年で30%とはいっても水準で言えばS&P500で900～950程度までの戻りということになる。それから更に上の水準まで、2010年に入っても株価が持続的に上昇するかどうかは、今後半年ほどのタームで以下の5つの条件がクリアされるかどうかにかかっていると見ている。

- (1) 企業向け信用市場の改善
- (2) 主要金融機関の損失見直し改善(アナリスト予想のばらつきの収斂)
- (3) 長期金利の低位安定
- (4) 住宅価格の明確な下げ止まり感
- (5) 金融・銀行規制の着地点とCDS市場整備

条件として「景気回復」はここに入っていない。景気回復を確認した後では、すでに持続的回復は始まってしまっているのが常であるし、持続的回復が最終的に景気回復を伴うことはまた自明でもあるからだ。よってここに挙げた5つの条件は、すべて「市場環境の改善」か「政策面の進展」についてであり、相場の回復と同時進行で確認できるものといえる。やや長めの相場展開を考える上で、これらの「マーケットのサイン」と「政策のサイン」を見逃さないようにしたい。

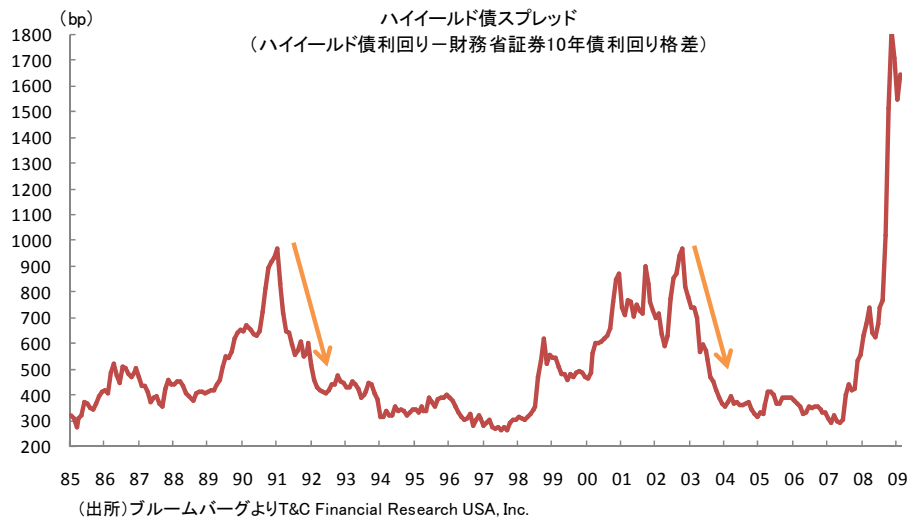
#### (1) 企業向け信用市場の改善

第一の条件は、企業向け信用市場の改善である。無論、消費者向け信用市場の改善でもいいのだが、来るべき景気回復の原動力が何になるかと考えると消費主導というよりは企業主導になる可能性が高く、やはり企業向け信用市場の改善が、まずはクリアされるべきハードルになると考えられる。

FRBの矢継ぎ早の政策対応によって、短期金融市場はとりあえず安定感が出てきたといえることができる。これは、素直に、ここ半年ほどの政策面での成果といってよい。しかし一方で、企業向け信用市場の改善は思うように進んでいな

い。例えば、3月9日底値後に株価が急反発した過程においても、ハイイールド債と財務省証券の利回り格差(スプレッド)は小幅の縮小にとどまっている。具体的にはスプレッドは1750 ベーシス(bp)から1600bpを下回るまでになったが、2月初めは1500bpを下回る水準にあったことを考えると十分ではない。実際、過去の相場回復局面においては、株価の持続的上昇と平行して、この利回り格差の劇的な縮小が見られている。ハイイールド債スプレッドの明確な縮小を伴った株価上昇か否かに注目すべきである。

図表3 ハイイールド債スプレッドの縮小を伴った株価上昇か否か？



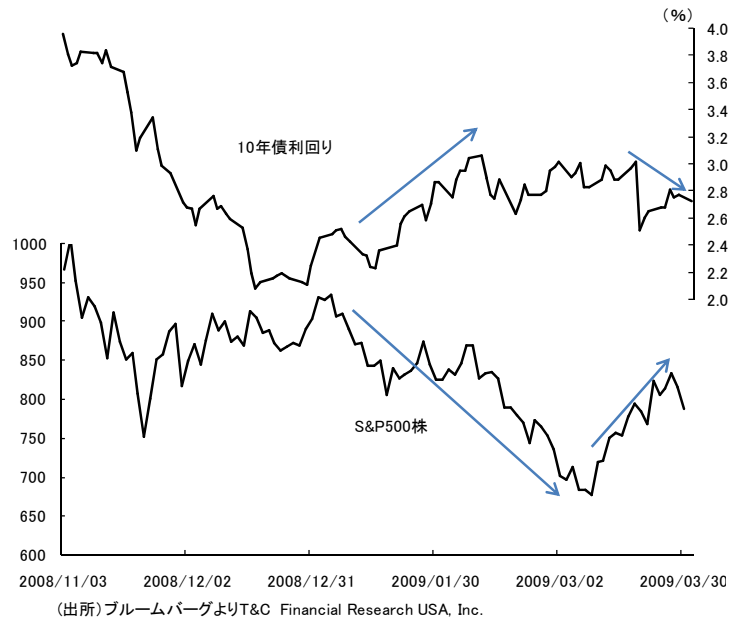
## (2) 主要金融機関の損失見通しの改善(アナリスト予想のばらつきの収斂)

第二の条件は、主要金融機関の評価損+貸倒れ損失の見通しに改善が見られることである。足元の相場下落が金融機関のバランスシート問題に端を発していることを考えれば、これは当然のことといえる。では、見直し改善を何で確認すればいいのだろうか。景気同様、金融機関の損失縮小が実際に確認できた時点では、すでに相場は十分な回復を見せている可能性が高い。よって実際に収益安定を確認する前に、それらを示唆する何からのサインを探す必要がある。ここで注目したいのは、金融セクターを担当する各アナリストの利益見通しのかい離幅である。これが縮小してくれば、金融機関の利益(あるいは損失)に対する“Visibility”(=見直し確度)が改善されたということを意味するだろう。Visibilityさえ確認できれば株価はそれだけで上昇基調を強めるものと思われる。

## (3) 長期金利の低位安定

3月の株価反発の後押しをしたのが、FRBによる財務省証券の買取り計画(とそれに伴う長期債利回りの急激な低下)にあったことは記憶に新しい。またもう少し前を振り返ると、1月以降の長期債利回り上昇が2月の株価底割れにつながったと考えることができる。ことほど左様に、長期債利回りの安定は株価の中期的な動向を考える上では鍵になる。もちろん、各国金融機関の超緩和的金融政策の帰結を考えると、長い目で見れば「いつか」は長期金利が上昇傾向に向かうことは避けられないだろう。しかしながら、株価回復(と景気回復)に先んじて悪い金利上昇(つまり債券需給の悪化を懸念した長期金利の上昇)が起こってしまうと、これはまさに「1930年代の長期弱気相場」を再現するリスクシナリオとなるだろう。出来る限り長期金利を低位で安定させる、長期金利のスパイク(急上昇)を起こさないことが、株価の持続的回復の条件といえる。

図表 4 10年債利回りと S&amp;P500(08 年末～09 年初)



#### (4) 住宅価格の明確な下げ止まり感

2月住宅販売統計(新築、中古)はいずれも市場予想を上回る内容であったが、その中で住宅価格は2月に入っても依然低下傾向が続いている。金融機関の将来的な損失の程度を見極める上でも、また貯蓄性向や資産効果を通じた景気への影響を考える上でも、住宅市場、特に住宅価格の下げ止まり感の醸成は必要不可欠である。差し押さえ物件が今後も増加するようだと、住宅価格には下押しの圧力がかかり易いため、これを回避する上で住宅支援策がどの程度の効果を発揮するのが注目される。KB ホーム(KBH)のように、差し押さえ物件を意識した価格設定をとることによって、販売動向に下げ止まり感が出てきた住宅建設業者もある。差し押さえ物件による価格低下圧力が落ち着くならば、住宅金利の低さとも相まって、住宅市場には底打ち感が出始めるだろう。その際には、住宅価格のピークボトムに4ヶ月ほど先行する傾向にある住宅在庫の動きにも注目したい。

#### (5) 金融・銀行規制の着地点とCDS市場整備

今回の信用市場の混乱を経て金融システムには大規模な修正が図られることは間違いない(31日付WSJでも“Future of Finance Initiative”と題された特集記事が企画されている)。とはいえ、最終的に政府がどの程度関与するのかを含めた金融システムの将来像は依然として明確に描かれていたとは言い難い。一朝一夕で答えが見つかるものではないが、一方ですぐにでも改善が可能なものもある。金融システム混乱の増幅装置ともなったクレジット・デフォルト・スワップ(CDS)市場の整備等がそれに当たろう。31日WSJでも、CDS市場の透明化が金融市場安定の上で大きなカギを握ると指摘している。民間の取引所が徐々にCDSの市場化を進めているが、やはり透明性の担保のためにはある程度、公的な監督機関が必要になってくるとみている。ガイトナー財務長官が打ち出したCDS市場規制の実効性に注目が集まろう。なお、CDS市場の将来的なあり方を考える上では、著名投資家ジョージ・ソロスによる23日付けWSJでの指摘(“One Way to Stop Bear Raids” WSJ Mar. 23, 2008)も大いに参考になる。

以上が持続的な株価回復に向けた5つの条件である。本号はここまでだが、今後、時間が許すならばそれぞれ5つの条件の詳細について議論しようかと考えている。