

## 不気味な長期金利低下

— 株価急落に備えよ —

## 【ドルインデックスの低下】

米連邦準備理事会(FRB)の利上げは生産性の伸びから見れば、すでに限界を迎えつつある。

そこから考えると、2017年内の利上げは限界がある。

日本時間15日未明に判明する米連邦公開市場委員会(FOMC)での追加利上げは既に織り込んだものの、市場参加者が懸念するのはその先、つまり米経済の持続的成長に対する疑問、そしてドル高の持続性だ。

米インターコンチネンタル取引所(ICE)が算出するドルインデックスは12日までに97台と、16年10月初旬の水準まで低下した。トランプ米大統領の政策期待などから16年末から17年初頭には約14年ぶりの高水準まで上昇したが、今はトランプ氏当確前の水準だ。

これには円高というよりもユーロ高が寄与しているのは間違いない。英国選挙の与党大敗というサプライズはあったものの、指数に占めるユーロの比率の比ではない。つまりドルインデックス上はユーロの上昇の方がドル安には効いてくるというわけだ。

## 【米引き締めはやりすぎ?】

米利上げは金利の上昇を通じた「米金利とその他の国家との金利差拡大」というシナリオから、米ドル買いを支えてきた。

だがシカゴ・マーカント取引所(CME)の「Fedウォッチ」では先行きが問題となっている。

6月利上げ後の見通しについて市場参加者の確信が揺らいでいる。非農業部門の雇用者数の伸び悩みや新車販売の鈍化など堅調だったはずの米経済に水を差す指標は目に見えて増えている。銀行などがクレジットカードなどローンとして消費者に供与した額を示す消費者信用残高の伸び率も足元で低下した。Fedウォッチをみても6月以降の利上げに懐疑的だ。

6月も含めて12月までに利上げをする回数が1回となる確率は47.1%。17年3回が確実と思われていた年頭よりもはるかに利上げ見通しが後退している。利上げ局面なら上がるはずの米長期金利も2%台前半で下落気味だ。

FRBが利上げと並んで資産の縮小も始めるなら「米景気をオーバーキルするかもしれない」という懸念があるのだろうか。

実際FRBの資産規模は国債の買い入れなどによりリーマン・ショック前の8,000億ドル程度から現在は4.5兆ドルまで膨らんだ。テーパリングとは実際には資産の縮小を伴うはずが、実際には新規買い入れをやめただけでFRBはしっかりと資産規模の維持のため購入を継続していたといえる。ある意味、金利は上げたが、緩和的措置は継続していた、といえる。

しかし、実際の資産の縮小を行うとなると、金利の引き上げという名目的なものではない、本当の引き締めとなる。そのため、資産縮小と利上げを同時に進行すれば、米経済を極端に締め上げることになり、実際には利上げ出来なくなる可能性すらある — とマーケットは見始めているわけだ。

成長見通しが高まらない中でも、地政学・政治リスクはぶり返す。

## 【高所恐怖症】

更に世界的に株式市場は想定される企業業績対比でやや割高な領域に入っているという高所恐怖症もある。

日経平均株価は6月2日、2015年12月以来約1年半ぶりに2万円の台に達した。

株式市場の中で最も出遅れていた日本株が消去法的に投資先になっただけ — であるならば、株式市場の上昇もそろそろ終わりが近づいているともいえる。

トランプ政権が打ち出していた大型減税を軸とする追加財政政策が見えてこない現状では、期待の落剥だけで相場が急落するリスクは大きいといえる。軍事外交・安全保障政策におけるトランプ政権の対応などを踏まえると、米国の国内総生産(GDP)を高める追加財政政策が議会を通過する可能性はかなり低下していると市場参加者はみなしつつあるようだ。

個人消費支出や耐久財受注などの重要かつ先行的指標の回復が鈍いことを踏まえると2017年も2%前後の成長率にとどまる可能性が高まっている。更に、景況感指数などにはピークアウトの兆しが現れている。その上、景気の先行指数の1つである原油など商品市況に目を転じて、春先以降ピークアウトした。

つまり、米債券市場での金利低下にはさまざまな要因が考えられるが、トランプ政権で期待された財政政策の構造転換が実現せず、引き続き成長率がさえないシナリオの蓋然性が高まっている。

FRBが想定している、9月の再利上げ、あるいはバランスシート調整開始を後押しするほど、米国を中心に世界経済が堅調なのかは、疑問だ。米株式市場では、ドライバーとなっていた金融株の上昇が金利低下でさえない一方で、ハイテクなど成長株がドライバーとなっていた。二基あったエンジンが一つ止まっていたのに、もう一つのドライバーも急落した。つまりハイテクの急落は、最終的に上がるセクターが消滅するリスクを象徴している。

投資家の不安心理を示すVIX指数(別名・恐怖指数)が10前後の低水準で推移していることについては、投資家の油断を示している。上がることはあっても、下がることはないだろう。



## 【地政学リスクは高まっている】

英国保守党の敗北とフランス新政権の圧勝は好材料と悪材料ミックスのように思えるが、いずれも大衆迎合的なポピュリズム的政治が継続しているという意味では政治が安定に向かうというのは楽観的過ぎる。また6月5日には、サウジアラビアなど中東5カ国がカタールと国交を断絶したことが伝わった(その後、モリディブやモーリシャスも追随しカタールと断交)。

現時点で、カタールが湾岸協力会議(GCC)から脱退するなどのドラスティックな情勢変化につながる可能性は高くないだろうが、一向にミサイルを打ち止まない北朝鮮の状況など東アジア情勢も好転の兆しがなく、地政学の観点から市場への影響が懸念されるイベントが持続的に発生し続けているのは間違いない。

## 【株式急落による短期調整か】

このような債券市場と株式市場の乖離の多くは株式市場の一時的崩壊 — つまり価格調整によって収束するケースが多い。

一般に債券市場はプロの市場であり、経済指標に関する冷静な判断に基づくので、概ね債券市場の見通しが正しいことが多いのである。更に年初から債券ショート・株式ロングのポジションが積みあがったことを考えると、この調整は急激に起きると想定される。

ファンダメンタルズの不安が高まる中で株式の急落に注意すべきタイミングと考えている。

# ザ・テクニカル

下げは緩やか上げは急

日経平均株価は6月2日に年初来高値を更新して以降、緩やかな調整に入っている。4月17日安値からの波動を見ると、上昇は力強く、下げは浅い。6月1～2日の2日間の上昇局面では5月高値を更新、年初来高値をつけた。しかしその後の調整は10営業日かけているものの、2日間の上昇幅をまだ完全に打ち消していない。上げは急、下げは緩やか。通常の相場波動（上げは徐々に、下げは急）とは異なる。同様の展開は5月の連休前後2日と8日にも見られた。この2日間の上昇幅を8日間かけても打ち消すことができなかった。ともに2日目の上昇はギャップアップ。そして下げはこのギャップが埋められたものの誤差の範囲内でサポートとして機能した。

現段階では6月1～2日の上昇幅を完全に打ち消さない限り、同じような急上昇局面がまもなく到来すると見る。その上昇で高値が更新されれば、次は安定上昇トレンドに入る事を示唆するだろう。つまり1ヶ月以上の上昇トレンドの到来である。逆にその上昇波が到来しなければ1～3月のような高値更新後に売られるパターンが懸念されるところとなろう。

## 今週の必押し

下値について考察する

ローソク足を見る時、上下を問わず比較的長いヒゲが生じる足が多く出現する場面は注意した方が良い。これは天底を問わず、相場の節目に近い事を意味する。昨年1月頭前後のユーロドルでも、上下に長いヒゲを蓄えたローソク足が多く出現した。

FOMCで利上げの実施が決定した先週14日、ユーロドルは1.1295を記録。6月2日の高値1.1284を上回る。ただ相場はそこから反落。翌15日の引け値で23日移動平均線を下回る。これに関して、過去の記述も含め先週の当欄ではこう述べている“…そろそろ上げの日柄が満ちようとしている。今週は1月3日の安値から22週目。15年12月から始まった上昇相場は22週目に高値をつけ、そこから7週間下落した。その前は15年3月から上昇して24週目に高値が出現している。従ってここからの新規買いは控え、既存の買いは幾許か利食いののが適切と考える。短期積極派はここからの上げ場面で売り参入も面白い。…相場が23日平均を割り込むと前週2日

## 今週の主な予定・経済統計

### 6月19日(月)

- ・5月の日本貿易統計
- ・NY連銀、シカゴ連銀総裁が各地で講演
- ・米2年債入札(260億ドル)

### 6月20日(火)

- ・ダラス連銀、ボストン連銀総裁が各地で講演
- ・フィシャーFRB副議長が講演

### 6月21日(水) …夏至

- ・5月の米中古住宅販売件数(555万戸の予想、前月は557万戸)
- ・日銀議事録公開(4月26～27日開催分)
- ・黒田日銀総裁あいさつ

### 6月22日(木)

- ・EU首脳会議
- ・ECB経済報告
- ・米週間新規失業保険申請件数(前週は23.7万件)
- ・4月の米景気先行指数(前月比0.4%増加の予想、前月は0.3%増)

### 6月23日(金)

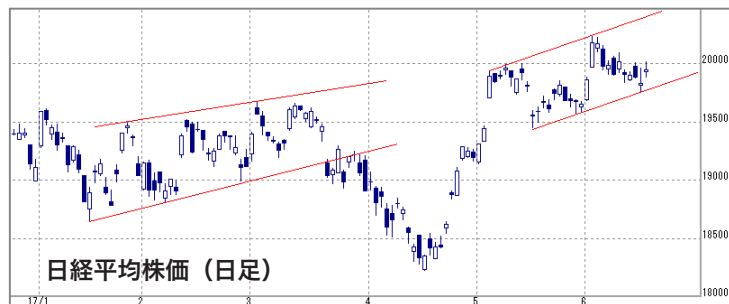
- ・5月の米新築住宅販売件数(60万戸の予想、前月は56.9万戸)
- ・セントルイス連銀、クリーブランド連銀総裁が各地で講演
- ・パウエルFRB理事が講演

### 6月25日(日)

- ・イタリア地方選挙、決戦投票

最悪この状況が8月まで継続されると9月に急落といった事態を招く恐れがある。

ただそれでも前の1年サイクル(16年6月～17年4月)が完全な強気型サイクルであったので、本格的な調整、即ち1年サイクルボトムに向けた下げは最低でも11月までは到来しない。1年サイクルの天井目標値は前回述べた如く、「等比級数的に伸ばせば三段上げでは22,890」となる。なお、上述の短期的な上伸波で終わるようであれば20,700～800が節目になろう。現段階では目先は今年2～3月のような緩やかな上昇チャネルライン内の推移にとどまっており、その下限が突破されない限り上を見ておく相場である。



の高値が目先の天井であった事が確認されよう。その際、慎重派も売り参入を推奨したい。ここ最近の日柄から見て、ここから少なくとも5週程度の下げ相場があると予測する”。先週は1月3日の安値から23週目であり、16日に相場は反発したものの23日平均を上回る事能わず。これにより、14日高値が目先の天井であったと考える。従って目先は売りの姿勢を推奨する。その際、14日高値以上の引け値にはストップロスを入れておく。

以前から提示しているように、この相場は1月以降上昇チャネルラインを形成しており、その下限は目下4月20～24日に生じた1.0777～1.0820のGAPともシンクロしている。従ってここまで下落する可能性はあれど割り込まないと予測する。

現実的な下値目標値は、仮に大きく下げても1.0846±0.0053までと考える。これは4月10日安値から先週の高値までの上げ幅の62%訂正水準に相当する。またこの水準は1月3日からの上げ幅の半値押し水準(1.0818±0.0056)ともシンクロする。これ以外にも、前者の半値推し水準(1.0932±0.0043)と後者の38%訂正水準(1.0931±0.0043)がシンクロ。ここは69日移動平均とも重なり、目先の最有力下値目標値といえよう。



## 今週の相場風林語録

### 一次規制は買い、一次操短は売り【2】

「第一次操短は売り」というのは、供給面を絞って価格を立て直そうとするため生産調整をするが、すぐに効果は上がらない。必ず第二次、第三次の操短が行われる。下げていく相場は第一次操短では止まらないから売っていける。



## 今週の九星★波動

ポピュリズムの明暗

南雲 紫蘭

何とも現政権にとっては好対照の結果となりました。

英仏の総選挙のことです。英国では与党・保守党が単独過半数を確保できず、同党を率いるメイ首相と英ポンドにとって非常に悪い結果となりました。一方、フランスでは新大統領となるマクロン氏が率いる新党が大勝、結果ユーロは買われポンドが売られるという展開となりました。

マーケットは、保守党内でさえ足並みが揃わず困難なBREXIT（英国の欧州連合離脱）の交渉が、今回の選挙結果により一段と難しくなるとみなしています。最大野党・労働党のジェレミー・コービン党首は単に選挙上手だったのではなく、ある意味空手形を連発するポピュリズム（大衆迎合主義）の新形態にほかならないとの指摘もあり、その通りであるならば今回の選挙結果は、大方の予想に反してポピュリズム旋風が吹いた最新事例と言う事ができます。

## 相場指南道場

## トレーダーあすなろ物語 (399)

中原 駿

同じように過ぎてしまえば、簡単に見えるものだ。

何もかも、だ。

過去の相場程簡単なものはない。結果が見えているからだ。

だが、現在の相場程難しいものはない。それは相場が見えていないからだ。未来がないから不安になり、将来の不確実性に潰されそうになるのである。

結果としてみれば、1994年の年末時点では、長期金利は下がり始めていた。

だが、その時の相場参加者から見れば、その金利低下は「あくまでも長期金利の大幅上昇における一時的な下落に過ぎなかった」とみなされていた。

あれほど長期金利は最終的に下落すると信じていた上野に

## 第六感の 売り方の踏み上げ相場



テクニカルアナリスト 葛城 北斗

## 意表を突く期待の外し方

今回のFOMCでの利上げは予定通りであったが、バランスシート縮小開始に言及した内容がかなり具体的なものであったことから、市場はやや驚きがあった。しかし今回はその前の相場展開がサプライズであった。

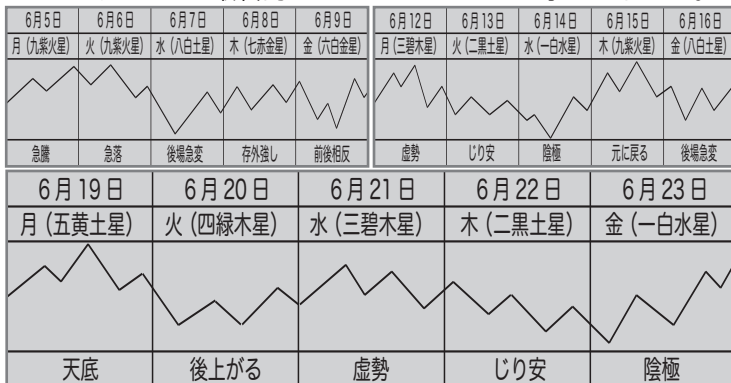
本来なら声明発表の数時間前から相場はあまり変動しなくなるもの。ところが今回は発表の6時間前からドルが急落。その日、弱い経済指標発表がきっかけとなって、利上げ後、戻り売りを待っていた筋からのフライングによる売りが殺到してドルが急落した模様。その結果、皮肉なもので、ほとんどの投資家が想定した利上げ後のドル下落が、逆に利上げ直後が安値となってドルが反発。ドル円相場は週末の東京市場は15日早朝につけた安値から2円以上も上昇している。

これは2週間前に述べたシナリオが現実となった。すなわち「しかし、市場のほとんどがそれを期待していると（利上げ後の戻り売り）今度は逆の目が出るのも相場。利上げ後にドルが吹っ飛ぶという事態もあり得よう」。またこうも述べた「しかし誰もがそれを期待して売りから入ってくれば、意外と下げは浅く、次の反転上昇局面は売り方がつくる相場になる。つまり、踏み上げ相場だ。売り方のロスカットでドルが上伸する」。

まさに利上げ後にドル円相場は急反発したものの、当初の下げがその6時間前から始まったのは想定外であった。さて、もう一度安値を試す懸念はあるものの、4月17日の安値108円

一方でマクロン勝利もある意味地滑りの大勝という意味でありポピュリズムの勝利ともいえるかもしれません。いずれにせよ、世界は不安定な大衆迎合主義時代に入ったのでしょうか。

さて九星高下伝は《四緑木星》も中盤。想定外の円高というより、ユーロ中心のクロスマーケットが続いています。鍵はとにかくユーロが最終的に上がっているという事でしょうか。



とつても、まだ完全なセットアップが完了したものとは思えなかった。つまり、相場はまだ崩れる可能性があると考えていた。

株式市場の大幅下落も、長期金利の最後の急騰＝債券相場の暴落も起こっていなかった。

むしろ、長期金利の下落は、静かなものであり、とても急落といえるものではなかった。

それでも上野は「ここから勝負の勘所だろう」とは考えていた。

始まってしまつては、相場に追いつくのは難しい。とにかくどこかで種銭を作っておかなければならない。

そのためには、わずかでも一、いや、わずかであるからこそスタートしなければならない。

大きくやられても、最終的には勝ために相場に参加しなくてはならない。

ピンより始めよ、最後はピンから。そうした相場格言を待つまでもなく、一步を踏み出すのはとても重要なのだった。

11は1年サイクルボトムとして考えて良いだろう。そして、15日朝3時に付けた安値108円84がその第1サブサイクルボトム。これがほぼダブルボトムになったと考えられる。

であれば、今週はサブサイクルの1週目。まだボトムを十分に確認したとはいえないが、この上昇期は少なくとも3～5週はあるとみる。完全強気型なら想定外の高値が出現する可能性がある。その場合は115円台も可能だ。実に安値から7円幅。目先の上値抵抗は113円前後。その前に111.80に弱い抵抗がある。いずれの抵抗ゾーンも機能して相場が跳ね返された場合、その下げは軽い押し目になるとみる。

現段階では110円以下に下落して引けない限りは、サブサイクルは先週ボトムをつけたと考え、数週間でボトムから3～5円幅、最大で7円幅の上昇を見込む。日足チャートからはトライアングルの上限が113円前後にある。



ドル円相場 (日足)

## サイクルだけ話します。

— メリマン・サイクル理論 備忘録 —

## 【第44回】NYダウのサイクルについて（7）

先週はNYダウの50週サイクルについて解説。その上で現行50週サイクルの起点は2016年6月27日の安値17,063であり、“最高値は起点から49週目に出現しており、そろそろこのサイクルの天井が出現してもおかしくありません。天井が確認されるには相場が25週移動平均を割り込む必要があります…”と書きましたが、相場は先週も上昇して高値を更新。起点から50週目に高値が出現しました。過去に同じようなケースはなかったのでしょうか。今回はもう少し50週サイクルを追いかけます。



## メリマン通信 — 金融アストロロジーへの誘い —

## 海王星逆行で原油反発と予測する

6月9日の木星順行に関して、2週間前の当欄ではこう述べていた“木星が関与する天体位相が出現するタイミングで、株式はポジティブに、金はネガティブに反応する事が少なくない。今回の場合、金も株式も共に上昇しているが、逆行していた木星がまた元の運行に戻るという事は、株式にはこの木星順行がポジティブに働いて更なる上昇と関連する可能性があるかも知れないが、金にはネガティブに働き、反転下落する可能性を示唆している”。この指摘通り、米国株式は先週も高値を更新し、逆にNY金は前週の安値を更新した。

更に先週末16日は海王星逆行。これに関しては先週次の通り述べている“…木星と海王星は共に原油の支配星。…反転しなかった場合はこの海王星逆行の時間帯付近で原油相場の反転が見られるかも知れない。…原油の下げが続くなら、恐らく今週末16日まで安値を指向するのではないか。実際、この日を挟んで15日に太陽と土星がオポジション（180度）の関係になり、

リーマンショックの崩落後2009年3月6日から超長期相場トレンドは始まっています。その中で上昇波動が50週を超えたケースは2度ありました。一つ目は上記09年3月からの60週。相場はそこから9週間で14.6%下落しています。もう一つは2011年10月4日からの52週。相場はそこから6週間で8.7%下落しました。従って、このケースが今回も当てはまるのなら、今週は起点から51週目なので、最長でも今後9週間以内に相場は目先の天井をつけ、そこから6～9週間かけて9～15%の下げ相場があるという予測が成り立ちます。

ただ、相場基調はまだ強気を崩していません。切り上がり基調が崩れない限り、その下げ場面は買い場になるでしょう。

17日は下弦の月、18日は水星と土星のオポジションが形成される時間帯である”。NY原油は15日に44.22ドルまで下落。しかし翌16日は反発している。18日までの天体位相が米国時間19日の相場に影響を与える可能性はあるものの、筆者は海王星の逆行と歩みを共に相場は反転していくのではないかと見る。

星回りから見た今週の注目ポイントは21日の太陽の蟹座へのサインチェンジと24日の新月。ここ最近の主要天体位相と比較すると小粒感は否めないが、かといって、大きな相場の節目にならないと言い切る事は出来ない。特に21日のサインチェンジするサインはカーディナルサイン（牡羊座、蟹座、天秤座、山羊座）である。太陽がこのサインに入る場面はアストロロジー上の季節の変わり目。昨年発売された『フォーキャスト2017』や、今週末発売されるメリマン・スペシャルCDの中でも採り上げられているが、今年はこのアストロロジー上の季節の変わり目が相場だけでなく、米国やひいては世界の政治や社会に影響を与える可能性がある。従って夏至の相場には注意しておきたい。

ちなみに、相場に重要な影響を与えそうな直近の星回りは、来月27日の太陽・火星コンジャンクション（0度）である。

WEBサイトより一足早く、1週間分まとめ読み！！

## 今週のアストロロジー info

6月19日 (月)	18日変化日後の最初の営業日
6月20日 (火)	トレンドデイ
6月21日 (水)	夏至
6月22日 (木)	はっきりしない
6月23日 (金)	新月前の大嵐
6月24日 (土)	人気は一瞬にして変化する
6月25日 (日)	人気に付くか裏に行くかの正否は個人の運次第

高く仕入れて安値で投げる投資家から  
脱却してアクティブブシニアになろう！

四半世紀以上、投資の最前線で活躍してきた  
「プロ中のプロ」が語る現在の株式市場とは

◎マイナス金利時代に株を持続  
けて成功する秘訣を解き明かす

◎10倍になる株など豊富な実例  
で銘柄発掘の心得を公開！

◎株式投資の実践編として〈有望  
銘柄掲載〉！



## 株で資産を蓄える

～パフェットに学ぶ失敗しない長期株式投資の法則～

S・アダチ&カンパニー  
代表取締役社長

足立 真一 著

発行：開拓社 定価：1,296円（税込み）

ラジオNIKKEI メリマン氏最新インタビューCD

年後半の注目点となるか？ 8月の皆既日食

メリマン・スペシャルCD  
メリマン2017後半大予測！

出演：レイモンド・メリマン 解説：林知久（投資日報社）

製作：ラジオNIKKEI 価格：6,480円（税・送料込）

簡単・便利な『投資日報オンラインショッピング』もご利用ください。

お問い合わせ：投資日報出版（株） <http://www.toushinippou.co.jp/>

〒103-0013 東京都中央区日本橋人形町 3-12-11 GRANDE 人形町 6F 電話：03-3669-0278 FAX：03-3668-4444