

マージンコールで底が抜けた株式市場 需給で暴落した市場との付き合い方

三井住友DSアセットマネジメント
チーフグローバルストラテジスト 白木久史



トランプ関税への報復措置として、中国が米国からの輸入品に34%の関税を課すと発表したことを受け、報復の連鎖への懸念から4月4日のニューヨーク株式市場は大幅な下落に見舞われました。こうした流れを受けて、週明け4月7日の東京市場では日経平均株価は前日比▲2,644円（▲7.83%）安の大幅安となり、史上3番目の下げ幅を記録しました。トランプ関税の動向を巡り大荒れとなった世界の株式市場ですが、ここ数日の異常ともいえる値動きの背景には、相場的大幅下落で強制退場を余儀なくされた投機筋の動きが少なからず影響しているようです。

1 マージンコールで底が抜けた株式市場

- 2017年に発足した第一次トランプ政権下では米中の貿易摩擦が激化し、両国間では派手な関税合戦が展開されることとなりました。そして、トランプ大統領は2024年の大統領選挙の公約として「60%の対中関税」を公言してきました。
- こうした経緯もあって、米国が中国に計54%（既存の関税20%と追加の相互関税34%の合計）の関税を課したり、中国が対抗措置としての報復関税に踏み切った事について、大きな意外感はないように思われます。そんな、いわば「想定内の範囲内」のニュースに市場が大きな動揺を見せ、近年まれに見る値幅の下落を引き起こしたことの方が、むしろ驚きだったように思われます。
- 英有力経済紙は先週末の記事で、ここもとの世界的な市場の混乱により、ヘッジファンドが2020年の新型コロナのパンデミック以来の大規模なマージンコール（委託証拠金が不足する状態、追証）に見舞われたと報じています。仮に、こうした報道が正しいならば、ここ数日の株式市場における極端な値動きについては、ファンダメンタルズ悪化への警戒感による相場変動を、投機筋などの「強制退場」による需給要因が大きく増幅した結果とすることができそうです。
- そう考えると、「想定内の悪材料」でここまで下げてしまった株式市場の動きについても、合点がいくように思われます。

【図表1：4月2日のトランプ関税発表後の
主要株価指数の推移】

	騰落率
ダウ工業株	▲ 10.09%
S&P500種	▲ 10.73%
ナスダック総合	▲ 11.35%
MSCI世界株	▲ 8.59%
ストックス欧州600	▲ 11.72%
日経平均株価	▲ 12.85%
TOPIX	▲ 13.64%
香港ハンセン指数	▲ 14.54%

（注）データは2025年4月2日～4月7日
（出所）Bloombergのデータを基に三井住友DSアセットマネジメント作成

2 市場の混乱にかき消されるポジティブサイン

- 想定を上回る関税措置の発表で世界中を驚かせたトランプ大統領ですが、その後の発言内容を見る限り、米国経済の自滅を招くような強硬姿勢を今後長期にわたり続ける可能性は、それほど高くないように思われます。

- 例えば、トランプ大統領は4月3日には「相手からの提案次第では関税の引き下げにオープンだ」と発言しています。また、中国による迂回輸出の拠点とされるベトナムについては46%の関税が課されることとなりましたが、ベトナム政府は米政府に書簡を送るとともに、関税撤廃のディールに向けた電話交渉を始めたと報じられています。そして、ベッセント財務長官は「報復がなければ4月2日に発表した数字が関税の上限になる」とコメントするとともに、トランプ関税が米経済の景気後退を招くとの見方を否定しています。
- また、株式市場が大きく下げる最中の4月4日に講演したパウエル米連邦準備制度理事会（FRB）議長は、市場で高まる早期の利下げ期待を牽制しつつ、「FRBは腰を据えて状況を判断できる状況にある（We are well positioned to wait for greater clarity）」とコメントしています。FRBは監督機関として米国の主要金融機関の内情を熟知するいわば「インサイダー」の立場にありますが、そんなFRBが見せる姿勢からは、リーマンショックなどと異なり今回の市場の混乱が金融システムに与える影響は限定的で、通常の政策調整により諸問題を制御可能と見ているFRBの自信を垣間見ることができるように思われます。
- こうした、トランプ政権の関税政策についての意外な柔軟姿勢や、FRBが見せる金融システムの安定性への自信は、金融市場にとってポジティブなサインといえますが、現状では極端な需給にかき消されてしまっているように見受けられます。もし、ここもとの極端な売り圧力が一巡して市場の需給が正常化に向かうようなら、こうしたポジティブなサインを市場が消化することで、株式市場は反転に向かう可能性が高まりそうです。

3 需給で暴落した市場との付き合い方

- 市場における極端な需給悪化により「売りが売りを呼ぶ展開」になると、市場では企業業績やバリュエーションといった、本来なら株価に大きな影響を与える要因が二の次となる事が少なくないようです。こうした状況は、地道に投資と向き合う投資家にとって非常に苦しい時間帯となると同時に、長期的には魅力的な投資機会となる事が少なくないようです。
- 2015年4月以降、過去約10年あまりの東証株価指数（TOPIX）の12カ月先予想株価収益率（PER）は、平均値である14.6倍を中心に概ね12.9倍～16.3倍のレンジ内で推移してきました（平均値から±1標準偏差の乖離）。そして、一般的な市場の調整局面では、同予想PERは12倍台で底を打つことが多かったようです。
- そして、何らかのショックで市場が極端に売り込まれるような場面では、瞬間的に同予想PERが11倍台に突入することで市場が「セリングクライマックス」に到達することが多かったようです。例えば、2020年3月のコロナウイルスのパンデミックでは同予想PERは11.1倍に、2024年8月の令和のブラックマンデーでは同11.8倍で大底を打ち（図表2）、その後、株価は大きく切り返しています。

【図表2：TOPIXの12カ月先予想PER】



（注）データは2019年1月4日～2025年4月7日。

（出所）Bloombergのデータを基に三井住友DSアセットマネジメント作成

- また、株価と12カ月先予想PERの関係振り返ると、予想PERが極端な割安水準に低下した場合は、日本株は極めて魅力的な投資対象であったことが確認できます。リーマンショックから脱した2010年12月末以降、TOPIXの260営業日（52週、約1年）の平均騰落率は約+7.3%（中央値約+5.1%）ですが、12カ月先予想PERが13倍を切る局面での平均リターンは約+16.8%（中央値約+10.8%）、12倍を下回る極端に割安な場面でのリターンは同約+28.4%（同約+32.9%）へと跳ね上がります（図表3）。

【図表3：12カ月先予想PERとTOPIXの騰落率】

	全期間	予想PER 13倍未満	予想PER 12倍未満
平均値	7.3%	16.8%	28.4%
中央値	5.1%	10.8%	32.9%
標本数	4,952	994	292

（注）データは2010年12月31日～2025年4月7日、260営業日の騰落率。

（出所）Bloombergのデータを基に三井住友DSアセットマネジメント作成

- ちなみに、4月7日の東京株式市場では、TOPIXは一時2,243.21ポイントまで下落し、12カ月先予想PERは約11.7倍まで低下しました。過去の経験則に照らせば、こうした株価水準は今後の良好な投資リターンを期待させるには十分な水準と言えそうです。
- こうした予想PER低下の背景には、一株当たり利益（EPS）の悪化懸念があることは論を待たないでしょう。とはいえ、そうした業績悪化懸念は今回の調整局面に限ったことではなく、2020年3月のコロナ禍における予想PERの急落局面などでも同様なことが起こっていて、予想EPSの低下懸念と予想PERの縮小が同時に起きることで、極端に低いバリュエーションが現れたものと考えられます。そう考えると、今後の業績悪化懸念だけを捉えて、「PER11倍台」というマジックナンバーを付けたTOPIXの投資妙味を否定する論調には、あまり説得力を感じないように思われます。
- 過去の経験則が万能という訳ではありませんが、行動ファイナンスが示すように人が同じような過ちを繰り返す生き物であるならば、予想PERが極端な割安水準に低下した現在の日本株は、長期投資家にとって魅力的な投資対象となる可能性が高いのではないのでしょうか。

まとめに

「米中による報復関税の応酬」という、ある意味想定された事態で米国株がここまで大きく調整した背景には、投機筋の評価損益の悪化による市場の需給悪化が少なからず影響しているように思われます。

厳しい関税措置で市場を驚かせたとトランプ大統領ですが、今後はディールを通じた税率の引き下げなどについて、柔軟な姿勢を見せる可能性があります。また、金融機関の経営状態を熟知したFRBの金融政策スタンスを見る限り、米国の金融システムについては危機に陥るほどの切迫した状況にはないものと推察されます。

こうしたファンダメンタルズを踏まえた上で足元の日本株のバリュエーションを見ると、長期投資家にとってはなかなかお目にかかれない魅力的な水準まで低下してきているように見受けられます。

ここも
チェック！

2025年4月 4日「米国の自滅」に身構える金融市場 トランプ関税と日本株投資へのインプリケーション
2025年3月11日 日経平均に騙されるな 日本株のブルマーケットは終わったのか パート2

■ 当資料は、情報提供を目的として、三井住友DSアセットマネジメントが作成したものです。特定の投資信託、生命保険、株式、債券等の売買を推奨・勧誘するものではありません。■ 当資料に基づいて取られた投資行動の結果については、当社は責任を負いません。■ 当資料の内容は作成基準日現在のものであり、将来予告なく変更されることがあります。■ 当資料に市場環境等についてのデータ・分析等が含まれる場合、それらは過去の実績及び将来の予想であり、今後の市場環境等を保証するものではありません。■ 当資料は当社が信頼性が高いと判断した情報等に基づき作成しておりますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。■ 当資料にインデックス・統計資料等が記載される場合、それらの知的所有権その他の一切の権利は、その発行者および許諾者に帰属します。■ 当資料に掲載されている写真がある場合、写真はイメージであり、本文とは関係ない場合があります。