

日本株、9月期末に向けて買い戻し余地

貸株返却や決算対策進捗、売買手控えてエネルギー蓄積

2017/8/25

日本株は下値警戒が続いているが、9月の中間期末に向けては買い戻し余地が残されている。季節的に9月にかけては、国内勢による決算対策の貸株回収と借り手側の返却に向けた空売り（ショート・ポジション）手仕舞いを誘発させやすい。同時に9月にかけては国内勢による決算対策のヘッジ売りや新規投資の手控えなどが一段落となるほか、北朝鮮発の政治リスクなども一旦の後退が見込まれる。日本株市場は売買代金が低迷しているが、過去パターンでは反動的な株高エネルギーの蓄積が期待される。

中間決算に向け貸株回収、貸株担保の空売り整理

「日銀の黒田東彦総裁は来年4月の任期で5年の真価が問われるが、続投にせよ勇退にせよ、現状からの（円高・株安を含めた）物価の再下落や景気の減速、期待インフレの悪化は断固回避させたいのではないか」――。

ある内閣府の関係者は、一般論としてこのような見解を示す。

おりしも内閣府の経済財政分析担当は7月末、為替レートとCPI（消費者物価指数）の関係に関するレポートを取りまとめた。その中では2016年2月以降の物価低迷について、「2016年半ばにかけての円高が一因」とする一方、「3-4四半期のタイムラグで為替動向が物価に波及することから、円高による物価押し下げ効果は今年の年末にかけて縮小していく」（同）という見通しを示している。しかし、現状から一段と円高が加速されると、ちょうど黒田総裁が5年の任期を迎える来春にかけて、物価に運行下落の圧力が掛かるリスクをはらむ。

もっとも現在の円高・株安の一因となっているリスク回避については、北朝鮮発の地政学リスクや米国の政治政策に対する不透明感などが過剰警戒されている側面も強い。世界経済や日本経済は現状段階で底堅さを維持しているほか、日本企業の業績はまだ過度な下振れリスクが抑制されており、いずれ「過度な市場センチメント悪化の反動揺り戻し」の余地を秘めている。

北朝鮮情勢でいえば、目先は21日から31日まで予定される米韓合同軍事演習のほか、25日（北朝鮮の先軍節）、9月9日（朝鮮民主主義人民共和国創建記念日）に向けた警戒が続く。しかし、22日には米国のトランプ大統領が北朝鮮の金正恩労働党委員長について「彼がわれわれを尊重し始め、これらの状況を自分も尊重する」と融和メッセージを発信した。米国のティラーソン国務長官は「北朝鮮がこのところ挑発的な行動を控えて自制している」との見方を

示し、「近い将来の対話へつながる道筋が見えてきたのではないかと語るなど、一旦の緊張ピークアウトの兆候が見られている。

また、米国では9月にかけて債務上限問題などの波乱リスクは残るものの、「10-11月にかけては来秋の中間選挙までの政策効果を逆算した減税協議が本格化される」（日本の財務省元高官）。米国の経済面でも足元の欧州や新興国経済の底堅さが下支え要因となるほか、年後半にかけては金利低下・ドル安の累積効果や年末商戦などが緩やかな安定成長を維持させよう。米国の低インフレ問題に関しては、内閣府の分析による「為替レートの3-4四半期のタイムラグを経た物価波及効果」でいえば、年初からのドル安が年後半にかけての米国の物価下落に歯止めを掛けていく。

その中で季節的に日本株では、9月の中間期末に向けて「早い者勝ち」的な空売りの手仕舞いが注目テーマになってきた。例年、株券の貸借取引は4月や10月の半期明けから活発化し、9月と3月の決算期末にかけていったん整理される傾向にある。ヘッジファンドなどの海外勢も、内外証券会社や本邦機関投資家などから貸株を調達し、ヘッジ売りや空売りなどの短期売買を行ったあと、日本勢の決算対策による貸株回収に伴って返却するパターンが繰り返されてきた。今年も貸株調達・日本株ショートには巻き戻しの余地が残されている。

株式売買代金の低迷、過去は株高エネルギー蓄積

すでに東証の空売り比率（価格規制あり+なしの総計）は22日に41.2%となり、9日以降は40%台で高止まりしている。3月29日から4月21日以来の40%超え定着となっているが、当時の日経平均株価は4月17日の1万8224円を底値に反発へと移行。その後は空売りの買い戻しもあって、2万円超えへと反動反発に移行している。

空売り比率（価格規制あり）の業種別では、前年度末3月31日から8月22日の期間に拡大の大きい業種として、倉庫・運輸業の3月末比+20.9%、金属製品の+12.1%、水産・農林業の+8.7%、ゴム製品の+6.8%、サービス業の+6.0%、食料品の+5.9%などが目立っている。先行き空売り買い戻しの余地が大きいセクターとして注目されよう。

また、現在の日本株市場は先行き不透明感のほか、夏休み相場と9月中間決算対策などが新規投資の手控えとヘッジ売り、利益・損失の確定売りを支援している。しかし、現状は投げ売りや見切り売りよりも「様子見」が優勢となっており、結果として東証

1 部の株式売買代金は大幅な低迷となってきた。17 日からは売買代金の 200 日移動平均が、前日比で減少方向に転じるという長期スパンでの減少トレンド入りとなっている。

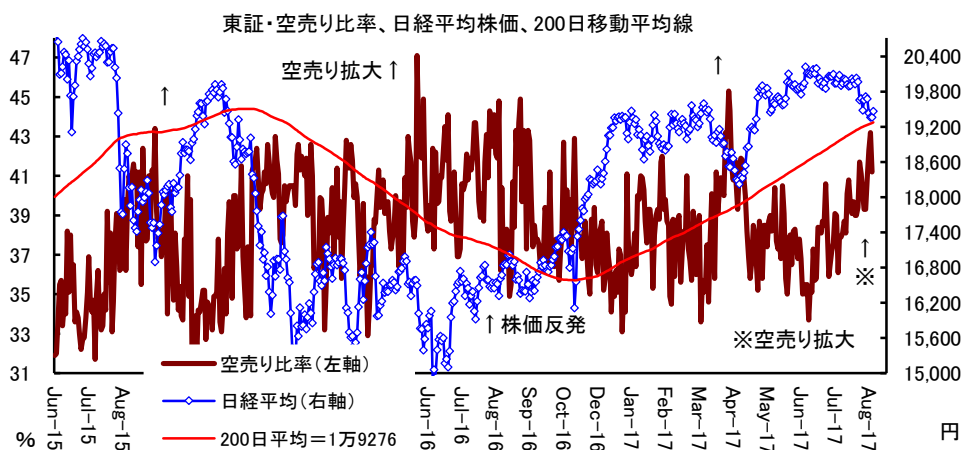
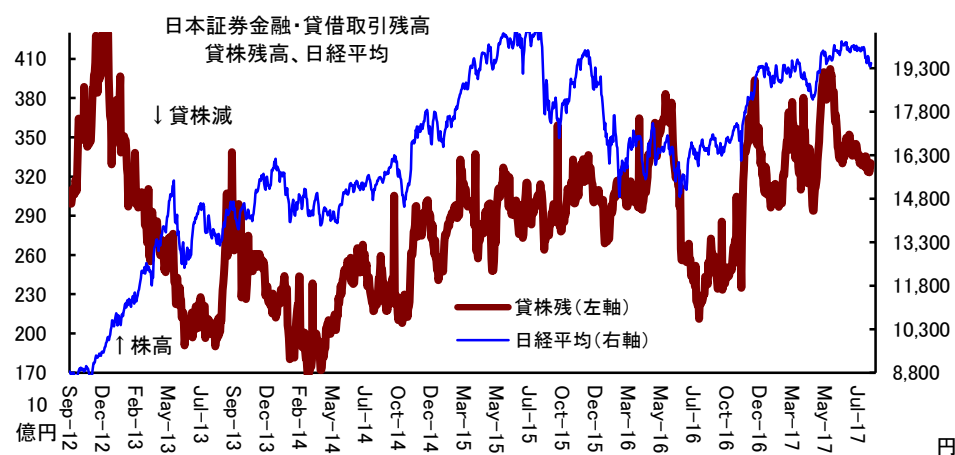
一方でこうした売買代金の低迷は、過去実績として水面下で株高エネルギーを蓄積させるパターンが見られてきた。現在も日本の企業収益見通しや経済ファンダメンタルズに対しての過度な悲観センチメントが、先行き反動修正される余地を秘めている。

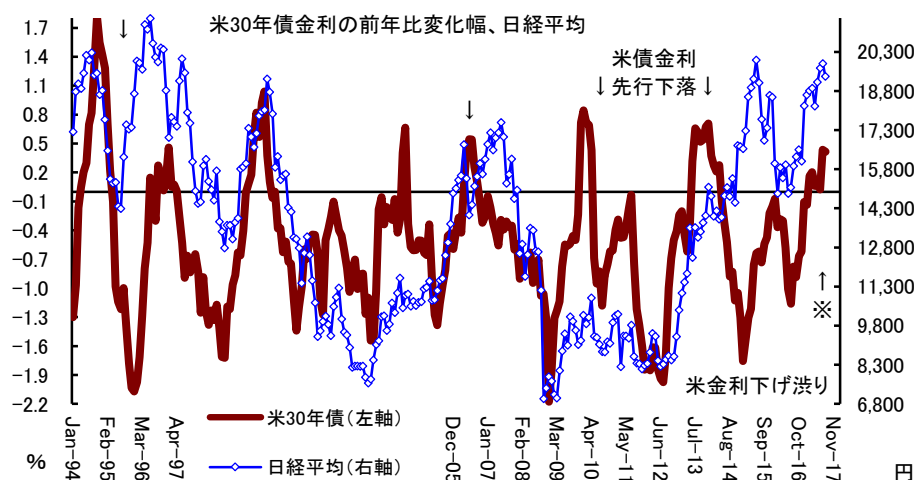
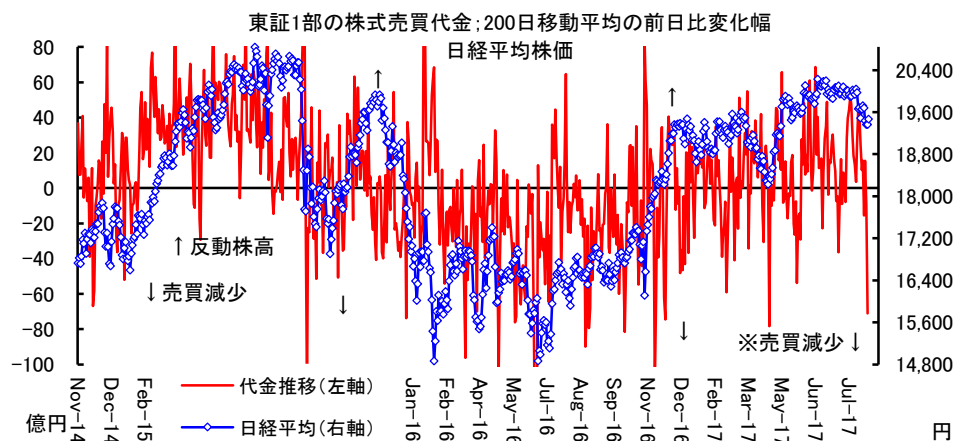
過去に日経平均株価の先行シグナルとなってきた米国の 30 年債金利は、現在の低下圧力（債券価格は上昇）の中でも前年同月比ではプラス基調を保っている。8 月の月間最低は 22 日時点で 2.75% となっているが、昨年 8 月は月間最高でも 2.33% となっていた。こうした米 30 年債の前年比変化幅は、今年 2

月にプラス転換したあと緩やかにプラス幅を拡大させている。

過去に日経平均が急落に転じた 2015 年 8 月の場合、2014 年 5 月から米 30 年債金利の前年比はマイナス幅を拡大させる警告シグナルが発せられていた。2007 年から 2008 年にかけての金融経済ショックの局面でも、2006 年 10 月から先行してマイナス幅が急拡大した実績を有している。

現在は米 FRB のよる債券買い入れの縮小といった出口戦略がノイズになっているとはいえ、世界経済に先行する原油相場や貴金属相場、バルチックドライ海運指数などは足元で安定性を維持しており、日経平均も現在の日柄調整と価格調整の度合いショックが軽減される余地は残されている。





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。