

日本株、SQ 前後に向け 2 番底の攻防

先行急落の海運や米公益株安定、昨年の米低迷株復調

2018/3/5

次々に悪材料が直撃している日本株だが、3 月 9 日の先物・オプションの特別清算指数 (SQ) 算出日前後に向けた 2 番底の攻防が注目されよう。米国発の通商摩擦懸念に関しては 12 月上旬から先行急落してきたバルチックドライ海運指数が先行底入れとなってきたほか、米国の金利上昇を警戒して 11 月中旬から先行急落してきた米国の高配当・公益株も安定化しつつある。米国株は相場環境が悪化する中でも、昨年に低迷した「病み上がり株」が底堅さを見せるなど、過度なリスク回避は抑制されている。

年度末の円高、3 月後半から 4 月上旬まで警戒

「日本株市場は先行き慎重ムードが高まってきたが、季節的な 3 月の年度末決算要因を踏まえると、『過去に何度も経験した 3 月の円高・株安』として過剰に悲観視する必要もない」――。

国内大手証券のベテラン関係者は、このような冷静な見方を示す。現在はアルゴリズムや AI (人工知能) などを組み込んだシステム取引の影響が強まるなか、「過去の季節的な相場パターンを参考の一つにした売買も少なくない」(同)。

例えば為替相場でいえば、伝統的に「日本特有の 3 月年度末決算」という季節要因が短期筋の円高材料とされてきた。今年のように年明けからの薄商い段階から、円高・ドル安の仕掛けが加速されると、日本企業は 3 月決算に向けた計画に狂いが発生してしまう。結果、輸出企業によるドル売り手当てのほか、機関投資家による外債の利益・損失確定やヘッジ対応などが狼狽的に前倒しされることになる。

ただでさえ、3 月期末に向けては需給面でドル売り・円買い需要が増加する中、「ドルを売り遅れた国内勢などのドル戻り売りオーダーが雪ダルマ式に累増していき、3 月の決算締めに向けたドル見切り売りなどがドル安・円高を加速させる」(同) という季節パターンが繰り返されてきた。今年は複合的なドル安や円高要因が重なったこともあり、「日本の年度末恒例の円高・株安の負の連鎖が再現されつつある」(同)。

季節的な年初ドル安・円高パターンは昨年も踏襲され、昨年 2017 年は年度末を越えた 4 月 17 日で一旦のドル底入れ反発となった。2016 年も年初からドル崩落に見舞われ、新年度明け 4 月 11 日で一旦のドル反発となったが、5 月 31 日からドルが再下落に転じた。その前の 2015 年は年初ドル安こそ回避されたが、3 月はやはり日本の年度末要因などによるドル安・円高が直撃。3 月 10 日をドル高値として、年度末の 3 月 26 日までドル安・円高が急加速した実績を

有している。今年も過去実績でいえば、3 月後半から 4 月上旬にかけてドル安・円高の慣性的なオーバーシュートは無視できない。

一方で日本株については、3 月期末に向けた国内法人による決算対策売りやヘッジ売りのほか、9 日の先物・オプションの特別清算指数 (SQ) 算出日前後に向けた需給懸念が悪材料となっている。とくに 3 月のような決算月のメジャー SQ 前後では、株安とリスク回避の円高を含めた市場混乱が繰り返されてきた。今年は 1 月からの市場混乱余波もあり、複合的なポジション整理や損失・利益の確定などによる株安・円高の再現には注意を要する。

その反面、メジャー SQ が通過すると、3 月決算対策の終盤入りとあいまって、日本株の需給改善が期待できる。3 月後半にかけては、「3 月決算銘柄の配当権利取り」や「4 月からの新年度運用に向けた先回りの仕込み買い」などが日本株の下支え要因となっていく。引き続き海外勢による日本株売りは警戒されるが、1-2 月で現物売りは進捗してきたほか、年初から 2 月 23 日週末までの海外勢による約 5.4 兆円もの日本株売り越しのうち、「先物売りが 4 兆円程度」との見方もあるようだ。その分だけ現在は、膨大な先物売りの買い戻しエネルギーが累積されている。

米公益株が底入れ、過去は金利低下やドル高に

同時に日本株の先行き 2 番底形成を支援するのが、海外での「先行急落相場 (資産)」の先行底入れだ。例えば世界経済の成長度合いや資源需要に先行するバルチックドライ海運指数は、昨年 12 月 12 日に 1743 と 2014 年 1 月以来の高値を更新してからは先行急落へと転じた。あくまで結果論ながら、今年 1 月後半以降の世界株安に先行している。しかし、2 月 5 日に 1082 と昨年 8 月以来の安値を更新してからは、下げ止まりへと移行。3 月 1 日には世界的なリスク回避の中でも、1196 へと先行反発している。

また、年明け以降の米国を始めとした世界株市場では、米国発の金利上昇が打撃材料となってきた。その先行シグナルとして米国株市場では、金利上昇が悪材料となる高配当の公益株 (公共株、電力、ガス、水道など) が昨年 11 月半ば段階から先行急落に転じている。金利上昇は高配当株の利回り魅力を減退させるほか、公益企業にとっては資金調達や借入れ負担の面で逆風となる。

しかし、米 NY ダウ公共株 (公益株) 指数は 3 月 1 日時点で、直近 3 カ月間における -12.83% という低迷を経て、直近 5 日間では +0.08% とプラス回復に

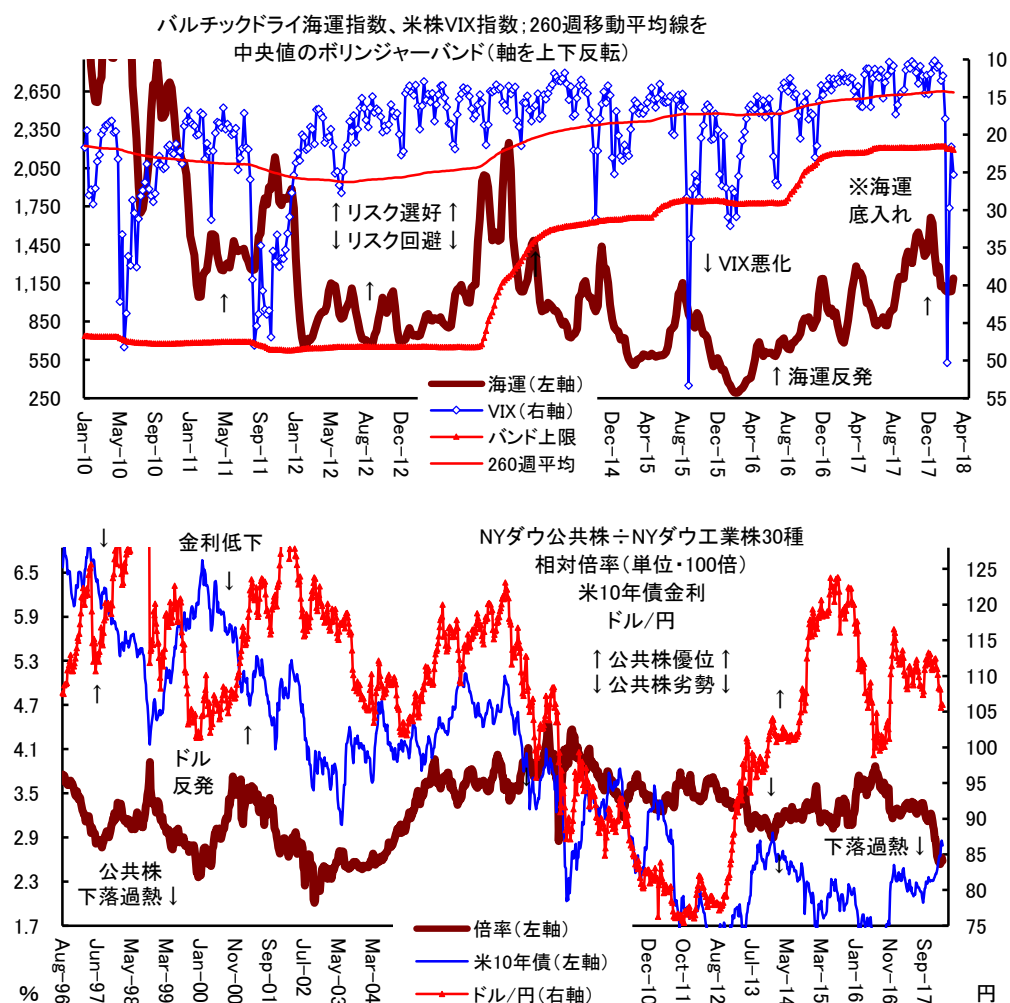
なってきた。代表的なNYダウ工業株30種が-1.42%と落ち込んでいるのに対して、アウトパフォームしてきた。

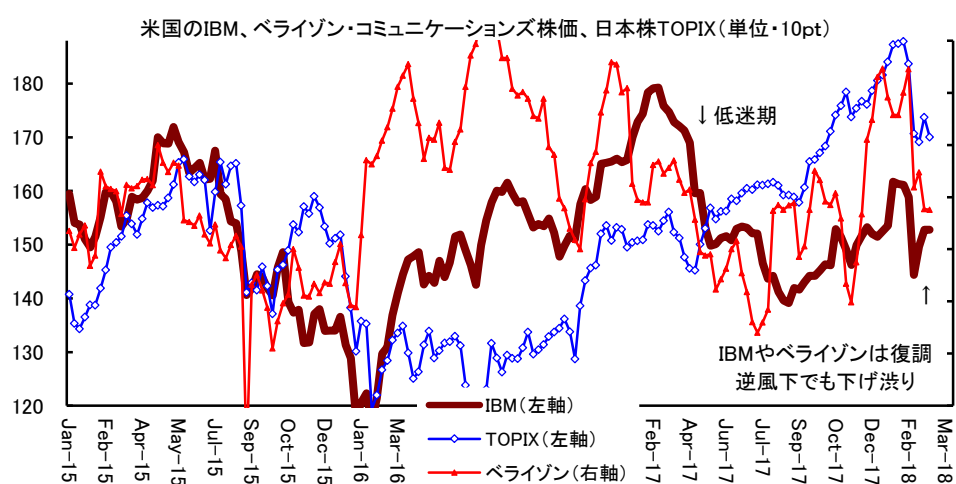
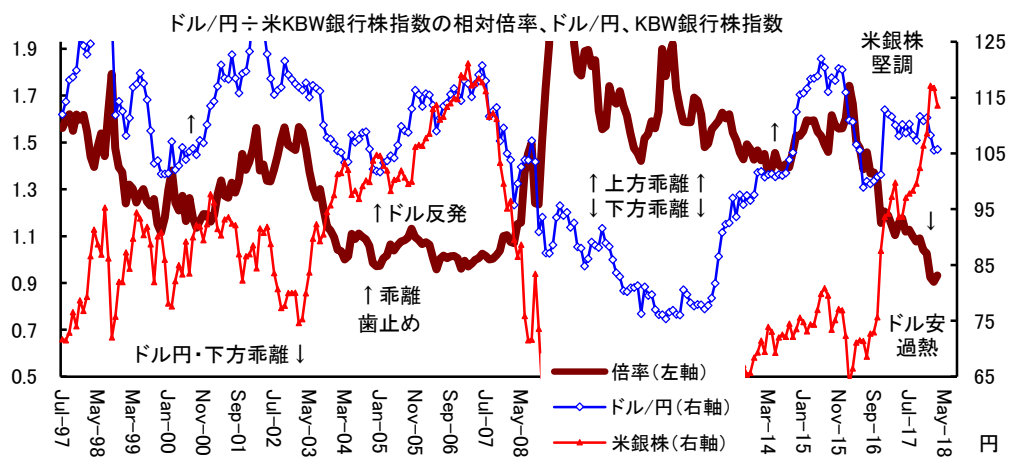
ちょうどNYダウの「公共株÷工業株」という相対倍率は、足元で2004年4月以来の低水準（公共株が売られ過ぎ）に到達したところで乖離拡大に歯止めが掛かっている。1990年代以降の過去実績として、この相対倍率が底入れしたところで、「悪い金利上昇と公共株の下落」という負の連鎖が一服となってきた。その後は急激な金利上昇の一服（債券価格は反発）や一定の金利上昇に対する適応進捗などにより、為替相場のドル/円ではドルが反発に転じる相関関係が観測されている。

その反面、米債金利の上昇一服は、これまで金利上昇が支援材料となってきた米国の銀行株にはマイナスとなっていく。しかし、1990年代以降、米国の代表的な銀行株指数である KBW 銀行株指数とドル/円は密接な相関性を有してきたが、昨年後半以降は逆行乖離が進んでいる。単純な「ドル/円÷KBW 銀行株指数」の相対倍率は1月から1の節目を割り込み、過去最低水準へ急低下してきた（ドルの下方乖離拡大）。

一方で過去の1割れ局面である2006年12月以降、2004年11月以降などは、いずれもドル/円でドルが底入れや上昇へと転じている。現在についてもタイムラグを経ながら、「米銀株の上昇見合いでのドル/円でドルの出遅れ」に修正が入る可能性は無視できない。

その他、米国株市場は相場環境が悪化するなか、昨年に低迷した「病み上がり銘柄」が底堅さを見せている。NYダウ工業株30種でいえば、3月1日までの過去1年間でワースト3位にIBMが位置している。経営戦略の問題やIoT関連などでの誤算が指摘されてきたが、直近1年では-14.80%と低迷した。しかし年初来では+0.25%と復調傾向にあり、直近5日間の逆風下でも+0.41%と逆行高を示している。同じようにベライゾン・コミュニケーションズも直近1年では-4.04%と大きく出遅れてきたが、この5日間では+0.19%と健闘している。こうした米国株市場での出遅れ物色の有効機能も、日本株市場で過度なリスク回避を抑制させる要因として注目されよう。





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。