

**Weekly Investment Strategy**  
**日本株投資戦略 No.307 (8月31日号)**

2015年8月28日  
 東海東京調査センター  
 投資戦略部

— 空売りの買い戻し圧力大きい —

投資戦略部長 チーフストラテジスト  
 隅谷 俊夫

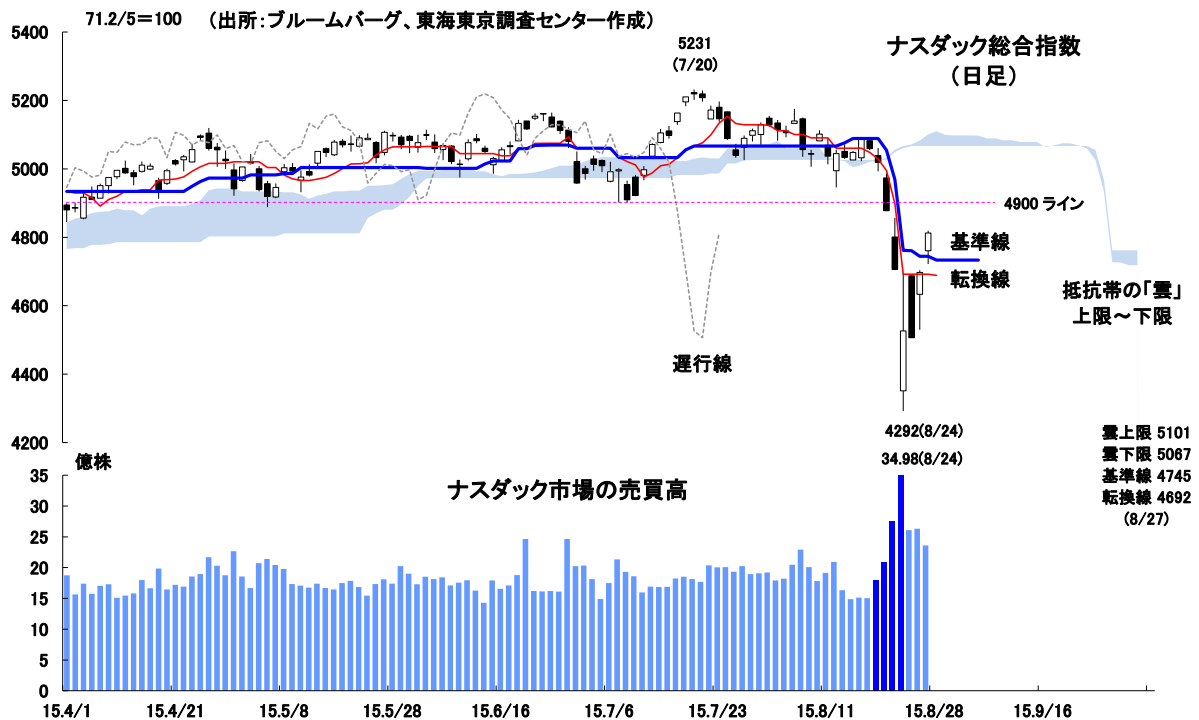
セリング・クライマックス通過

先週の世界の株式相場は週初に暴落した後、反発した。暴落の主因は中国景気に対する不安だが、それが相場に顕著に反映されたのは、やはり米国株。今年前半に米国株高をリードしたのは、ハイテク株とバイオ株を多く含むナスダック総合指数。ナスダック総合指数も24日に暴落したが、この日は売買高が急増すると同時に、日足のローソクが(終値が始値を上回る)陽線になり(図1)、典型的なセリング・クライマックスによる大底打ちとなった。

24日の株価は、テクニカル面だけでなく、バリュエーション(企業収益や金利との比較)面でも大底としての要件を備えている。10年物米国債利回りと米主要500社の株式益利回り(=利益÷株価×100)を比較したイールドスプレッド(10年債利回り-株式益利回り)が急低下し、シグナルがこれまでの「株式割高」から一気に

**サンプル**

図1 ナスダック総合指数の日足の一目均衡表とナスダック市場の売買高





「株式割安」に転じたからだ(図2)。イールドスプレッドは先週後半の相場反発で中立ゾーンまで戻したものの、まだ割高ゾーンには達してないので、今週も反発の流れが続いてもおかしくない。

ナスダック総合指数は今回の暴落前は4900を下限とした推移を続けていた(図1)。このため、4900までは「真空地帯」。4900台を回復すると、戻り待ちの売り圧力が強まる。

**欧州系 2 証券が  
先物売り**

先週の日本株も米国株と同様の展開となった。8月19日から始まった暴落をリードしたのは仏ニューエッジ証券とクレディ・スイス証券の日経平均先物売りで、特に25日は2社で約1.5万枚売り越した(図3)。

一方、2社の売りに買い向かったのが野村証券(図4)。個人が日経平均レバレッジ・インデックス連動型上場投信(日経レバ)を大量購入したことを映している。日経平均が安値圏で推移した25日と26日には、個人の買いに加えて公的資金の買いが入ったとみられ、26日と27日の相場反発のきっかけとなった。ニューエッジ証券とクレディ・スイス証券が先物を大量に売り越した25日の日経平均の市値は18835円だった(図3)。先週末の日経平均はこれを上回ったので、2社の買い持ちには益み損が発生し始める。損失を回避しようと買い戻してくる可能性は大きい。

# サンプル

図2 S & P500 種指数と 10 年物米国債とのイールドスプレッド

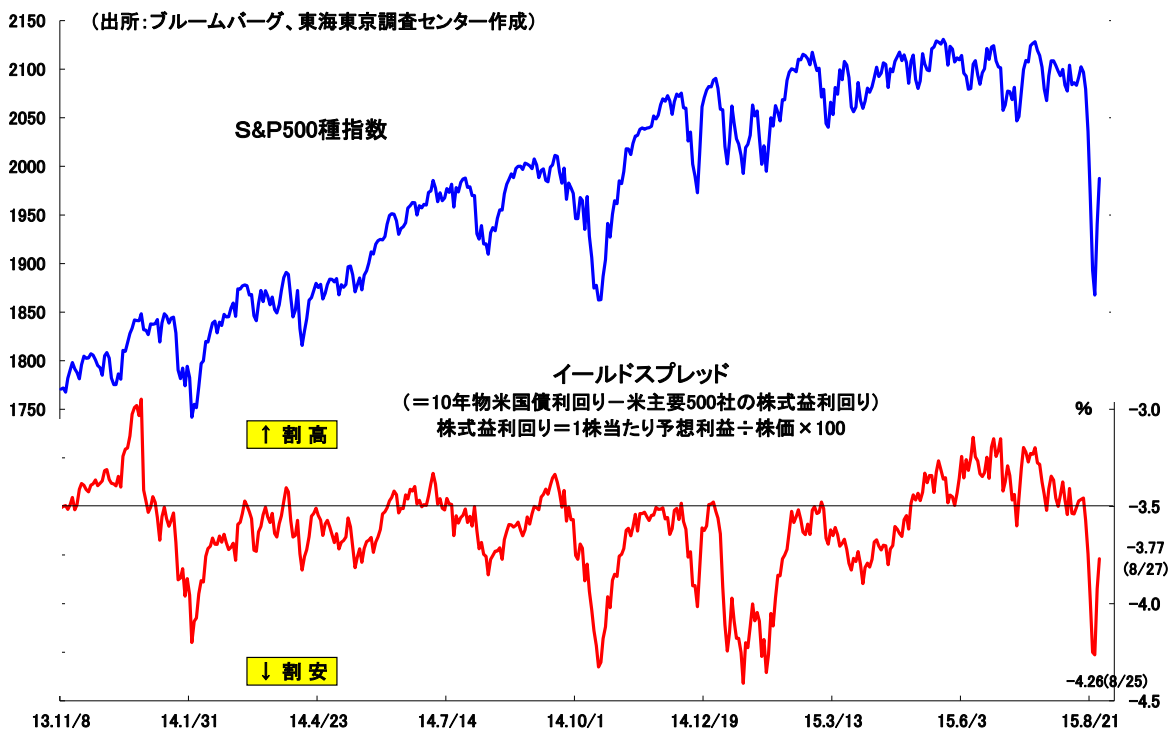
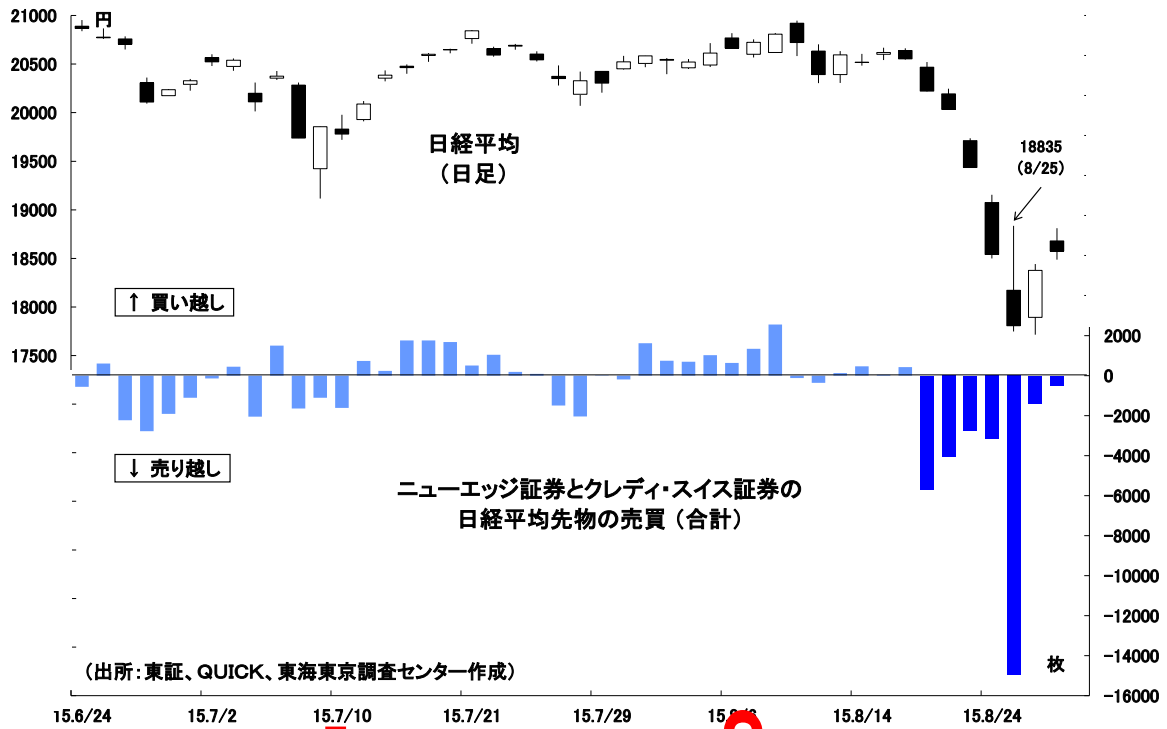
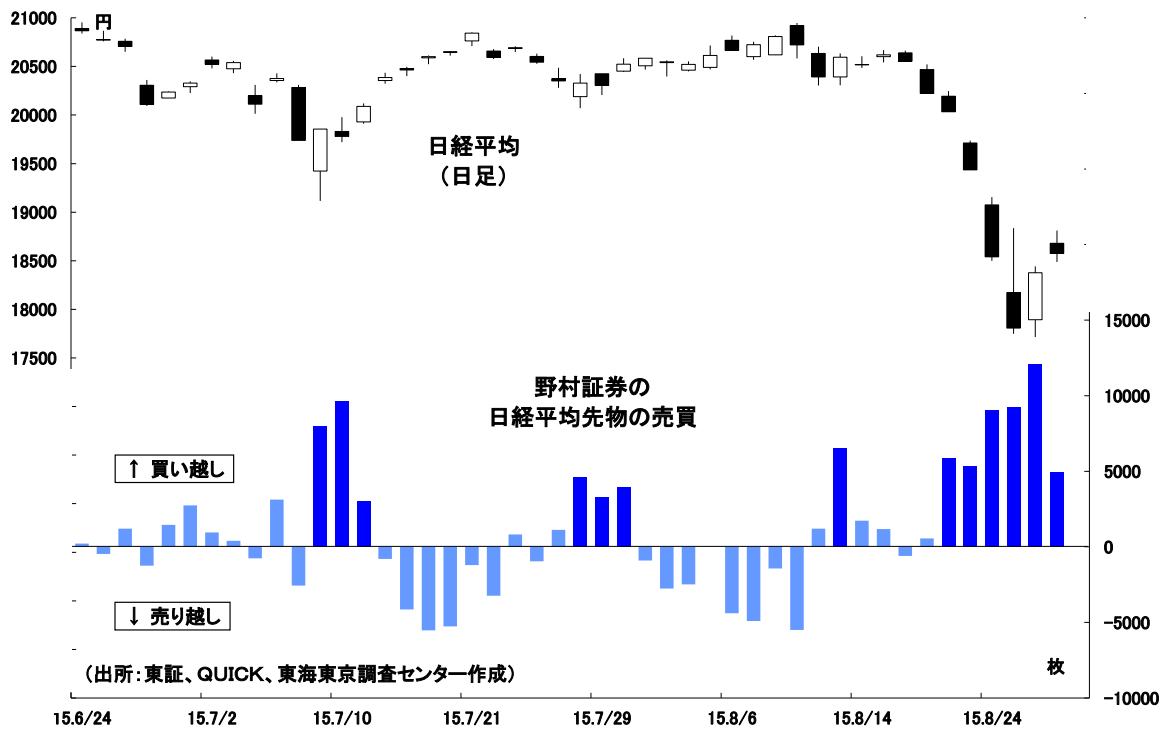


図3 日経平均とニューエッジ証券とクレディ・スイス証券の日経平均先物の売買



サンプル

図4 日経平均と野村証券の日経平均先物の売買





2社の先物売りによって現物には裁定解消売りが誘発され、裁定買い残（株数ベース）は今年1月当時水準を下回った（当時は相場が反転上昇）。裁定解消売りが出る余地は小さくなり、逆に9月11日の先物・オプションのSQ（特別清算指数）算出に向け、仕掛的な先物買いが入って裁定買いが誘発され、相場の戻りに弾みがつく可能性は十分にある。

**売りの約4割が空売り**

相場が暴落する過程では先物だけでなく、現物にも大量に空売りが入った。8月の東証の空売り比率（売却代金に占める空売りの比率）は37.4%に達し（図6、27日まで）、売り全体の4割近くが空売りという異常事態になった。8月相場は空売り攻勢を浴びて暴落したが、セリング・クライマックスを通過したので、9月以降は売り方の買い戻しが期待できる。

振り返ると、日経平均は安倍政権が誕生した2012年12月から13年12月まで丸1年上昇した後、昨年1月から5月まで消費増税で調整した（図6）。その後、6月から今年6月まで丸1年上昇した（図6）。下げ幅は大きかったが、今回の反落は相場の波動からみると妥当な調整。昨年6月に調整を脱する一因になったのは、調整期間中増えた空売りの買い戻し（図7）。8月の空売り比率は当時の水準より大きく上回っているため、買い戻し余力もかなり大きそうだ。

**サンプル**

図5 日経平均と裁定買い残（株数ベース）

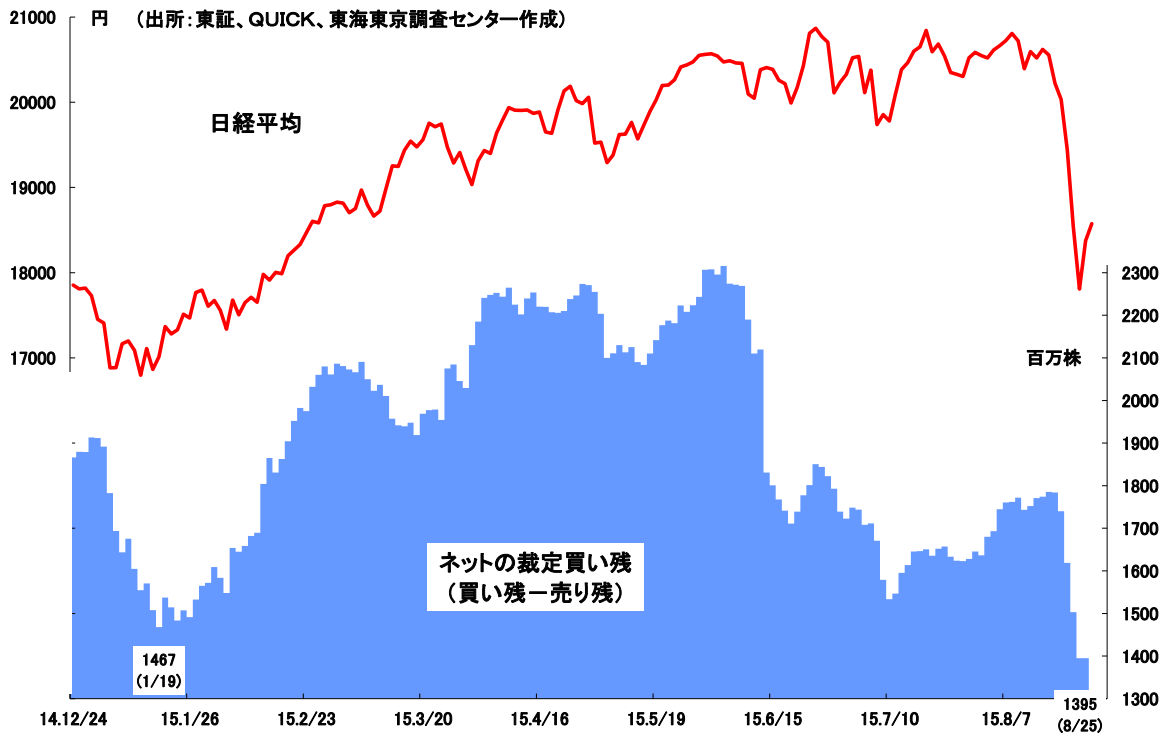
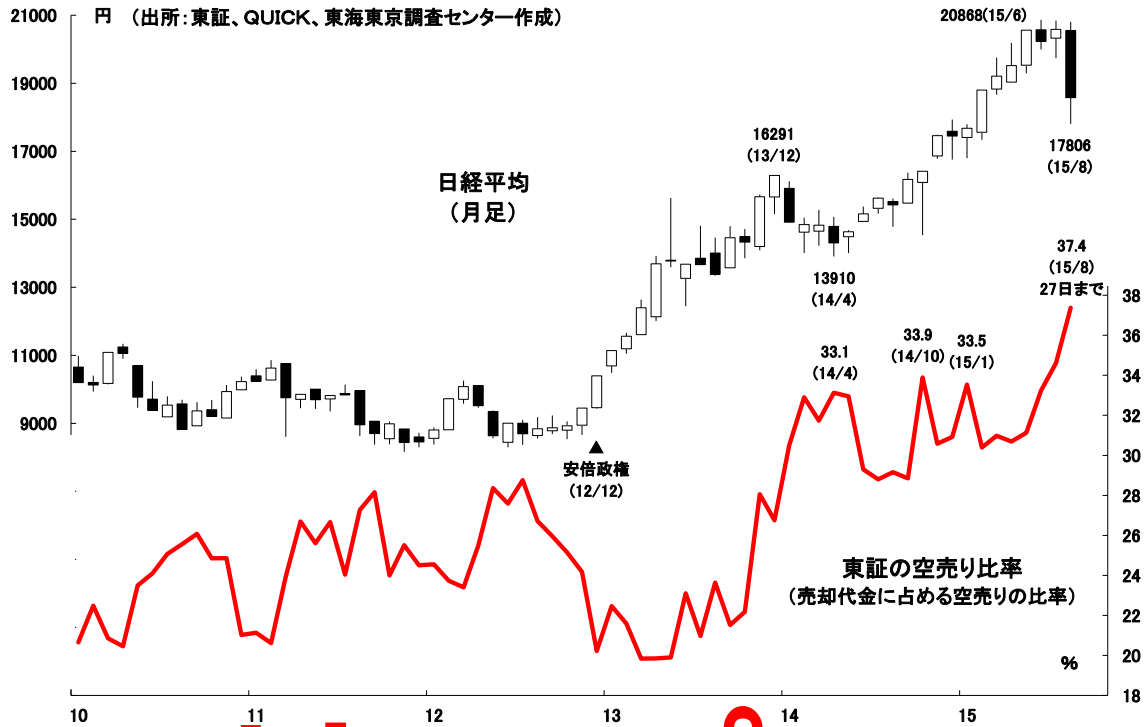


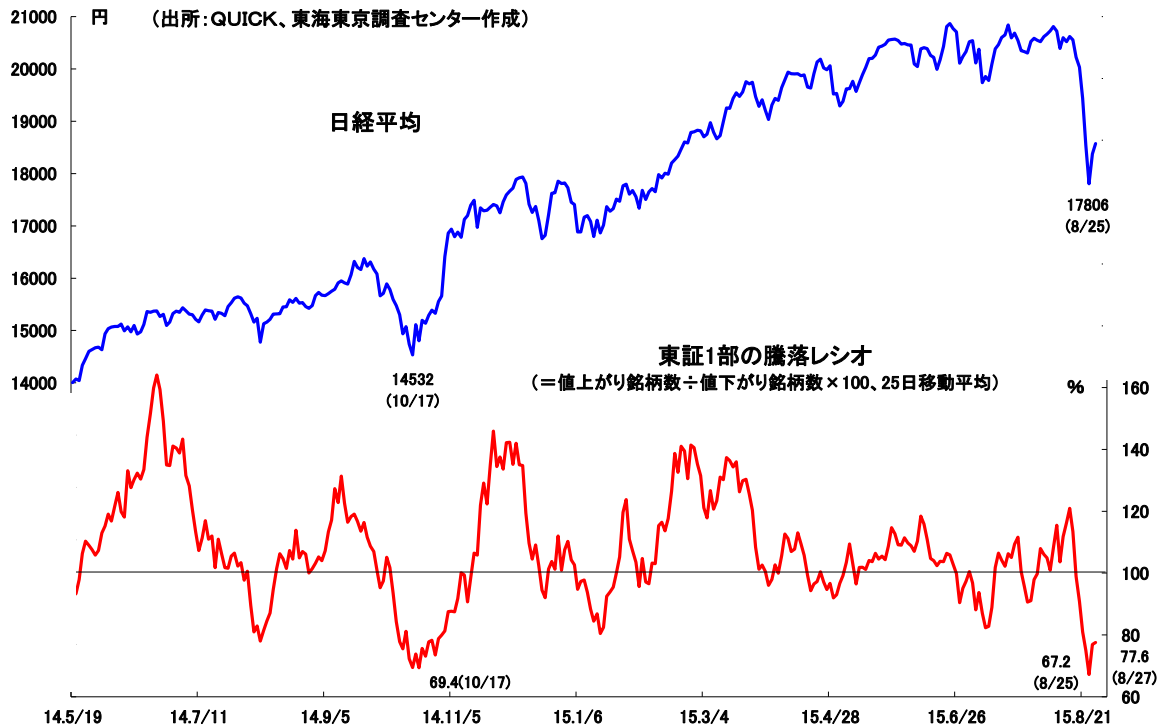


図6 日経平均と東証の空売り比率



# サンプル

図7 日経平均と東証1部の騰落レシオ





**戻りのメドは  
19000 円台半ば**

先週は東証1部の騰落レシオ(=値上がり銘柄数÷値下がり銘柄数×100、25日移動平均)が67.2%に低下するなど(図7)、テクニカル面でも「売られ過ぎ」のシグナルが点灯した。昨年10月は69.4%に低下した後、140%台に上昇するまで日経平均は反騰した(図7)。このため、少なくとも100%前後に達するまで、日経平均は自律反発の流れを続けそうだ。当面の戻りメドは、日足の一目均衡表の基準線(直近26日間の下げ幅の半値戻し)がある19331円と、上で開けた3つの「窓」のうち一番下の「窓埋め」となる19435円(図8)。一方、下値メドは、下で開けた「窓埋め」となる18422円(図8)。

**予想利益とマネ  
タリーベース**

日経平均の下値は19000円で十分とみていたが、まさかの18000円割れ。だが、「行き過ぎもまた相場」。セリング・クライマックスを通過すれば、行き過ぎは修正される。日経平均は採用銘柄の1株当たりの予想利益と比べて下振れしており(図9)、利益に引き上げられて19000円台半ばまで戻しておかしくない。10月下旬から発表が始まる中間決算では予想利益が上方修正され、日経平均はさらに引き上げられよう(図9)。加えて、相場が急反落する局面では、日銀によるマネタリーベース(お札・硬貨と日銀当座預金)の増加が、相場の大きな押し上げ要因になってきた(図10)。「余震」で多少揺れ戻しがあっても、気を取り直して強気スタンスを堅持したい。

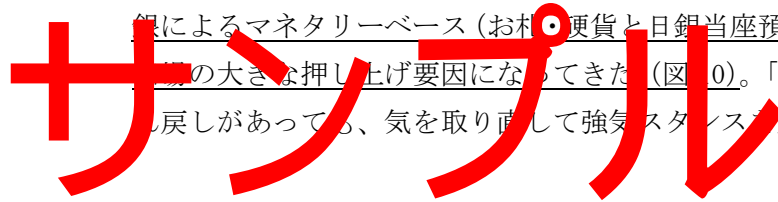


図8 日経平均の日足の一目均衡表

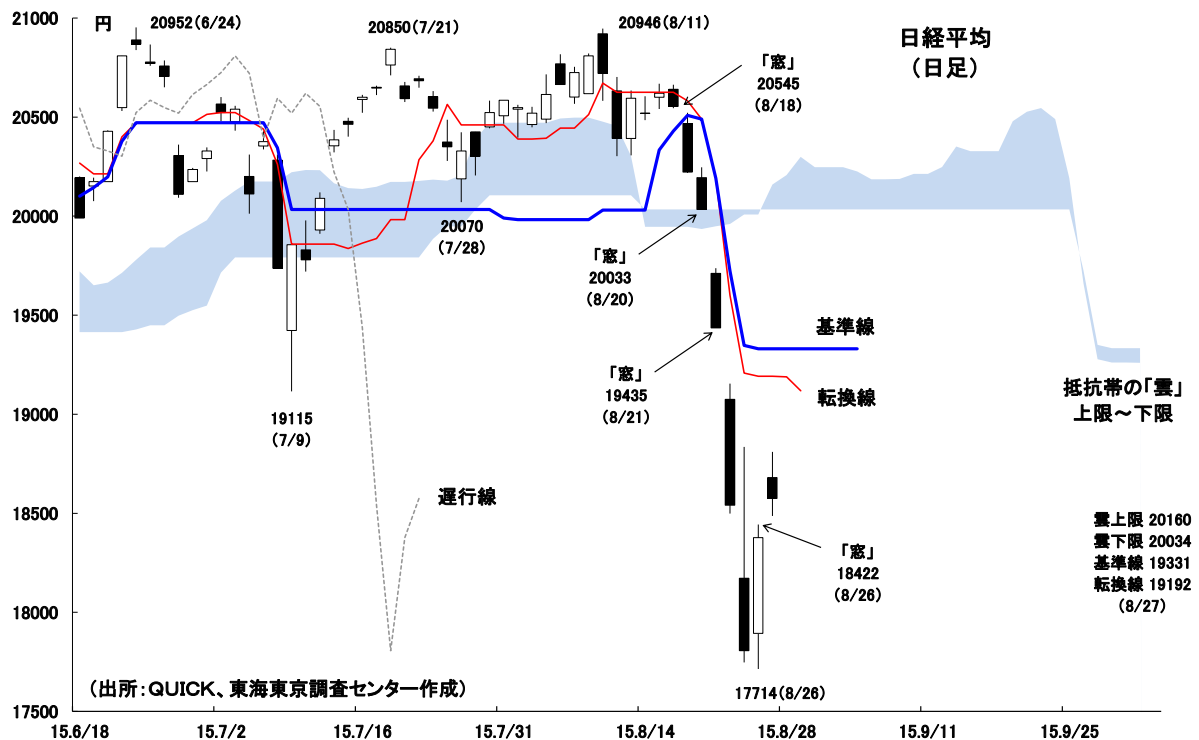
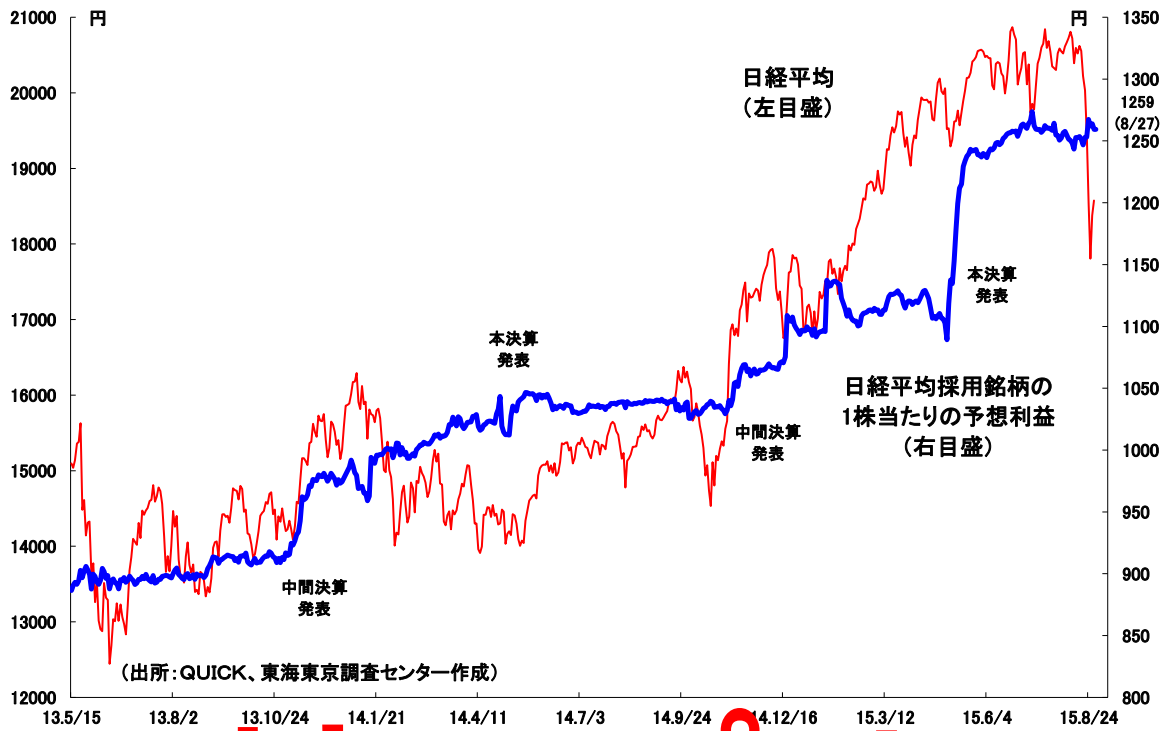
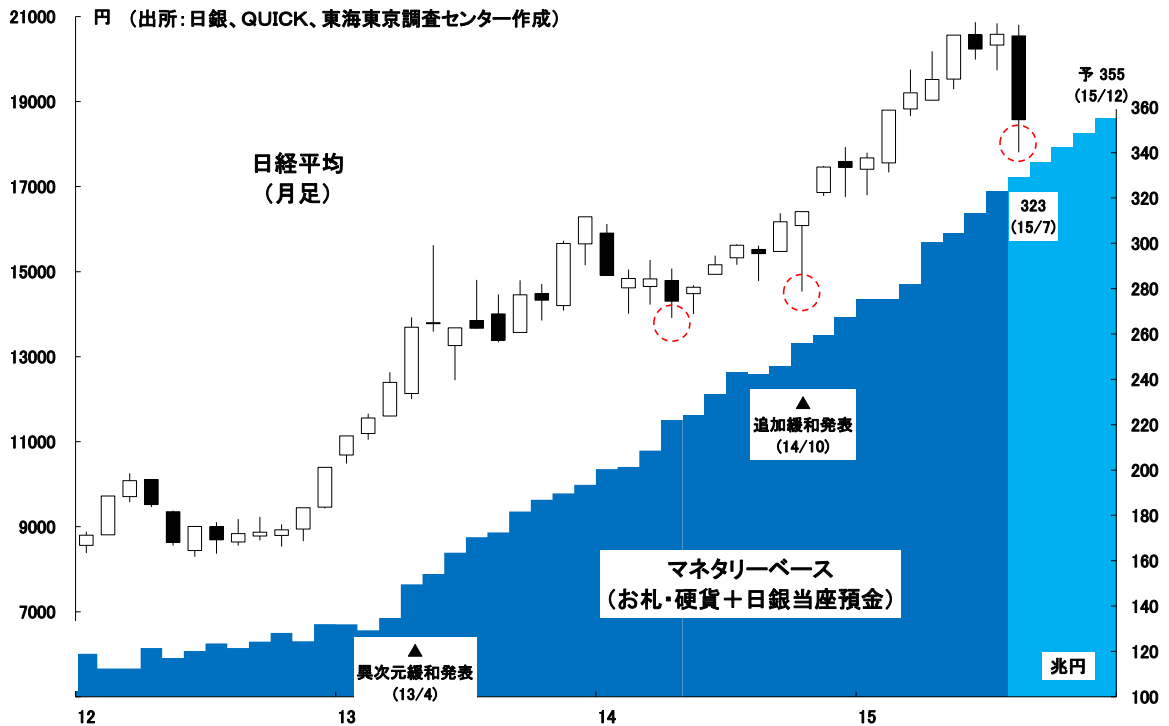


図9 日経平均と採用銘柄の1株当たりの予想利益



# サンプル

図10 日経平均とマネタリーベース



## 今来週のタイムテーブル

- 国内では、8月31日(月)に7月の鉱工業生産指数(速報)、7月の住宅着工統計、9月1日(火)に4~6月期の法人企業統計、8月の新車販売台数などの発表が予定されている。
- 米国では、9月1日(火)に8月のISM製造業景気指数、2日(水)に8月のADP雇用統計、3日(木)に8月のISM非製造業景気指数、4日(金)に8月の雇用統計などの発表が予定されている。

月 日	国内経済	新規上場予定	月 日	米国経済
8.31(月)	7月の鉱工業生産指数(速報) 7月の住宅着工統計	アクアライン (6173 東証マザーズ)	8.31(月)	8月のシカゴ購買部協会景気指数
9.1(火)	4~6月期の法人企業統計 8月の新車販売台数		9.1(火)	8月のISM製造業景気指数 7月の建設支出 8月の自動車販売台数総計
2(水)	8月のマネタリーベース	ベステラ (1433 東証マザーズ) STUDIOUS (3415 東証マザーズ)	2(水)	8月のADP雇用統計 7月の製造業受注指数 ペーリュブック(地区連銀経済報告)
3(木)			3(木)	7月の貿易収支 8月のISM非製造業景気指数
4(金)	7月の毎月勤労統計(速報)		4(金)	8月の雇用統計
7(月)	7月の景気動向指数(速報)		7(月)	
8(火)	4~6月期の国内総生産(GDP)(改定) 7月の経常収支 8月の企業倒産件数 8月の景気ウォッチャー調査	JESCO ホールディングス (1434 東証2部)	8(火)	7月の消費者信用残高
9(水)	8月のマネーストック 8月の消費動向調査 8月の工作機械受注(速報)		9(水)	
10(木)	7月の機械受注 8月の企業物価指数		10(木)	8月の輸入物価指数 7月の卸売在庫
11(金)	7~9月期の法人企業景気予測調査		11(金)	8月の生産者物価指数 8月の月次財政収支

経済指標の発表は変更されることがあるのでご注意ください。担当アナリストの取材及びブルームバーグ、日経クイック他により作成。



## 【レーティングの定義】

投資判断の定義	
Outperform	今後 6 ヶ月間における投資成果が TOPIX に対して 15%以上上回るとアナリストが予想
Neutral	今後 6 ヶ月間における投資成果が TOPIX に対して±15%未満とアナリストが予想
Underperform	今後 6 ヶ月間における投資成果が TOPIX に対して 15%以下下回るとアナリストが予想
NR	レーティング、目標株価を付与せず

## 【レポート利用に関する注意事項】

このレポートは、東海東京調査センター（以下「弊社」）が作成し、弊社の許諾を受けた証券会社、及び情報提供会社等から直接提供する形でのみ配布いたしております。提供されたお客様限りでご利用ください。このレポートは、投資判断の参考となる情報の提供を目的としたもので、投資勧誘を目的としたものではありません。投資判断の最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願いいたします。

このレポートは、信頼できると考えられる情報に基づいて作成されておりますが、弊社は、その正確性及び完全性に関して責任を負うものではありません。このレポートに記載された内容は、作成日におけるものであり、予告なく変わる場合があります。このレポートの一切の権利は弊社に帰属しており、いかなる目的であれ、無断で複製又は転送等を行わないようお願いいたします。

レーティングの表記は、TOPIX に対して Outperform、Neutral、Underperform の 3段階で区分表記しています。また、レーティングが無い場合は「NR」と表記しています。対象期間は、投資評価が付与された日を起点として、6ヵ月程度を想定しております。アナリストがレポートにおいて企業の目標株価に言及した場合、その目標株価はアナリストによる当該企業の業績予想に基づくもので、期間は 6 ヶ月程度を想定しております。実際の株価は、当該企業の業績動向や、当該企業に関わる市場や経済環境などのリスク要因により、目標株価に達しない可能性があります。

このレポートで述べられている見解は、当該証券又は発行会社に関する執筆者の意見を正確に反映したものです。執筆者の過去、現在そして将来の報酬のいかなる部分も、直接、間接を問わず、このレポートの投資判断や記述内容に関連するものではありません。

弊社は、このレポートを含め、経済・金融・証券等に関する各種情報を作成し、東海東京証券に提供することを主たる事業内容としており、弊社の収入は主に東海東京証券から得ております。

## 【金融商品取引法に基づく留意事項】

このレポートは、東海東京調査センターが作成し、東海東京証券株式会社が許諾を受けて提供いたしております。投資判断の最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願いいたします。

金融商品取引法に基づきお客様にご留意いただきたい事項を以下に記載させていただきます

### 東海東京証券の概要

商号等：東海東京証券株式会社 金融商品取引業者 東海財務局長(金商)第140号  
 加入協会：日本証券業協会、一般社団法人金融先物取引業協会、一般社団法人第二種金融商品取引業協会

### リスクについて

- ◎ 国内外の金融商品取引所に上場されている有価証券(上場有価証券等)の売買等にあたっては、株式相場、金利水準等の変動や、投資信託、投資証券、受益証券発行信託の受益証券等の裏付け資産(株式、債券、投資信託、不動産、商品等)裏付け資産)の価格や評価額の変動に伴い、上場有価証券等の価格等が変動することによって損失が生じるおそれがあります。
- ◎ 上場有価証券等の発行者等の業務や財産の状況等に変化が生じた場合や、裏付け資産の発行者等の業務や財産の状況等に変化が生じた場合、上場有価証券等の価格が変動することによって損失が生じるおそれがあります。
- ◎ 新株予約権、取得請求権等が付された上場有価証券等については、これらの権利を行使できる期間に制限がありますのでご注意ください。
- ◎ 上場有価証券等が外国証券である場合、為替相場(円貨と外貨の交換比率)が変化することにより、為替相場が円高になる過程では外国証券を円貨換算した価値は下落し、逆に円安になる過程では外国証券を円貨換算した価値は上昇することになります。したがって、為替相場の状況によっては為替差損が生じるおそれがあります。
- ※ 裏付け資産が、投資信託、投資証券、預託証券、受益証券発行信託の受益証券等である場合には、その最終的な裏付け資産を含みます。
- ※ 新規公開株式、新規公開の投資証券及び非上場債券等についても、上記と同様のリスクがあります。



## 手数料等諸費用について

### I 国内の金融商品取引所に上場されている有価証券等

国内の取引所金融商品市場における上場有価証券等の売買等についてお支払いいただく委託手数料等は、次の通りです。

(1) 国内の金融商品取引所に上場されている株券等(新株予約権付社債券を除く。)

委託手数料の上限は、約定代金の1.242%(税込)になります。

(2) 国内の金融商品取引所に上場されている新株予約権付社債券等

委託手数料の上限は、約定代金の1.08%(税込)になります。

※上記金額が2,700円(税込)に満たない場合には、2,700円(税込)になります。

### II 外国金融商品市場等に上場されている株券等

外国株券等(外国の預託証券、投資信託等を含みます。)の取引には、国内の取引所金融商品市場における外国株券等の売買等のほか、外国金融商品市場等における委託取引と国内店頭取引の2通りの方法があります。

#### (1) 外国金融商品市場等における委託取引

##### ① 国内取次ぎ手数料

国内取次ぎ手数料が約定代金に対して掛ります。

当該手数料の上限は、約定代金の1.404%(税込)になります。

##### ② 外国金融商品市場等における委託手数料等

外国株券等の外国取引にあたっては、外国金融商品市場等における委託手数料及び公租公課その他の諸費用が発生します。当該諸費用は、その時々々の市場状況、現地情勢等に応じて決定されますので、本書面上その金額等をあらかじめ記載することはできません。

#### (2) 国内店頭取引

お客様に提示する売り・買い参考価格は、直近の外国金融商品市場等における取引価格等を基準に合理的かつ適正な方法で算出した社内価格を仲値として、仲値と売り・買い参考価格との差がそれぞれ原則として2.75%(手数料相当額)となるように設定したものです。当該参考価格には手数料相当額が含まれているため、別途手数料は頂戴いたしません。

※ 外国株券等の売買等にあたり、円貨と外貨を交換する際の為替レートは、外国為替市場の動向をふまえて当社が決定した為替レートによるものといたします。

### III その他

募集、売出し又は相対取引の場合は、購入対価をお支払いいただきます。また、お客様との合意に基づき、別途手数料をいただくことがあります。