Strategy Report

2018/9/21

チーフ・ストラテジスト 広木　隆

マネックス証券株式会社
www.monex.co.jp

9 月最終週の日本株相場の特色

ダウ平均と S&P500 株価指数が揃って史上最高値を更新した。先週のレポートで、米国株の先行指標であるダウ輸送株平均が史上最高値をとってきたので、ダウ平均や S&P500 も追随して高値をとってくるだろうと述べた通りの展開である。

週初の「今週のマーケット展望」では冒頭、こう述べた。
＜日経平均は 2 月の急落時に空けた窓をほぼ埋めかかっている。2 万 3000 円の壁を上抜けたことで、ここから先は上値抵抗がない。次は 2 万 3500 円の節目を試し、その後 2 万 4000 円台の年初来高値更新を目指していくだろう。ただ、その前に、今週は 2 万 3000 円の節目をしっかりキープすることが肝要だ。

日経平均は上放れの兆しがでてきたが TOPIX は依然として上値切り下げトレンドを崩していない。このタイミングで一目均衡表の雲を上に抜けることができれば、TOPIX も戻り歩調が強まり、日本株相場全体の地合いが一段と改善するだろう。＞
TOPIX は雲を一気に上抜けた。上値切り下げのトレンド線もブレイクした。ここから本格的な戻り相場を辿るだろう。

TOPIX の推移

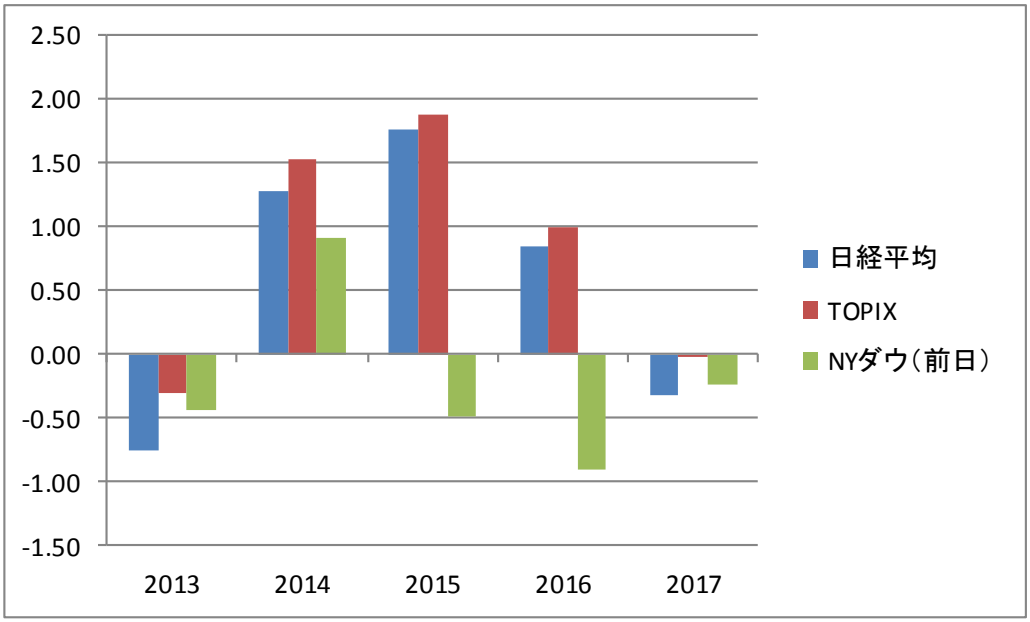
（出所）Bloomberg

Copyright (C) 2018 Monex, Inc. All rights reserved

さて来週は 9 月最終週である。月末、四半期末、上半期末にも当たる。需給の特殊要因を考慮すべきか？結論から言えば、そんなことはない。

まず 3 連休明けの 25 日は 3・9 月決算銘柄の権利付き最終売買日である。簡単に思いつくのは配当権利取りの買いで株価が上昇するということだ。アベノミクス相場開始以降、過去 5 年の権利付き最終売買日の日経平均、TOPIX、そしてその前日のNYダウ平均の騰落率を見たのがグラフ 1 である。

グラフ 1



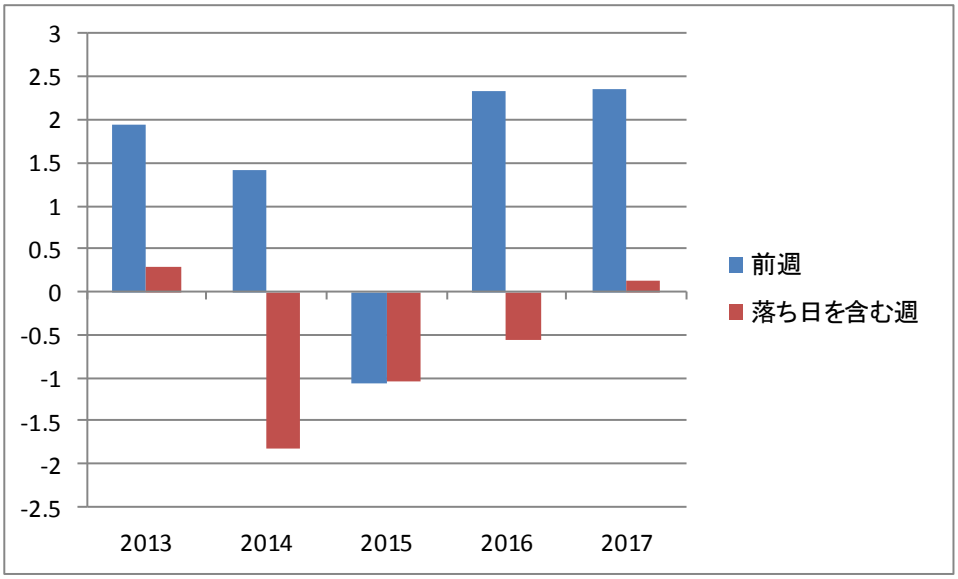
（出所）Bloomberg データを基にマネックス証券作成

3 勝 2 敗なので、なんとも言えないところであるが、2014～2016 年は確かに配当取りの影響が表れているように見える。2015、2016 年と前日のNYダウが下落していても日本株はしっかりだった。しかし 2013 年と昨年 2017 年はNYダウの下落に引きずられるように日本株も下げている。ここから言えることは権利付き最終日の配当取りの動きは、相場を押し上げる場合もあれば、そうでない場合もあって、明確な傾向はない、ということである。だから配当取りをあてにして堅調との見方を持つのは禁物である。

権利付き最終日の配当取りの動きがはっきりしない理由として、既にそれ以前に配当取りに動いているから、という仮説が成り立つかもしれない。グラフ 2 は 9 月末の権利付き最終日を含む週と、その前の週の日経平均のパフォーマンスを見たものである。2015 年を除いて、明確に前週のほうがパフォーマンスがよい。配当取りの効果は権利付き最終日より前に出現しているようだ。

Copyright (C) 2018
Monex, Inc. All rights reserved.

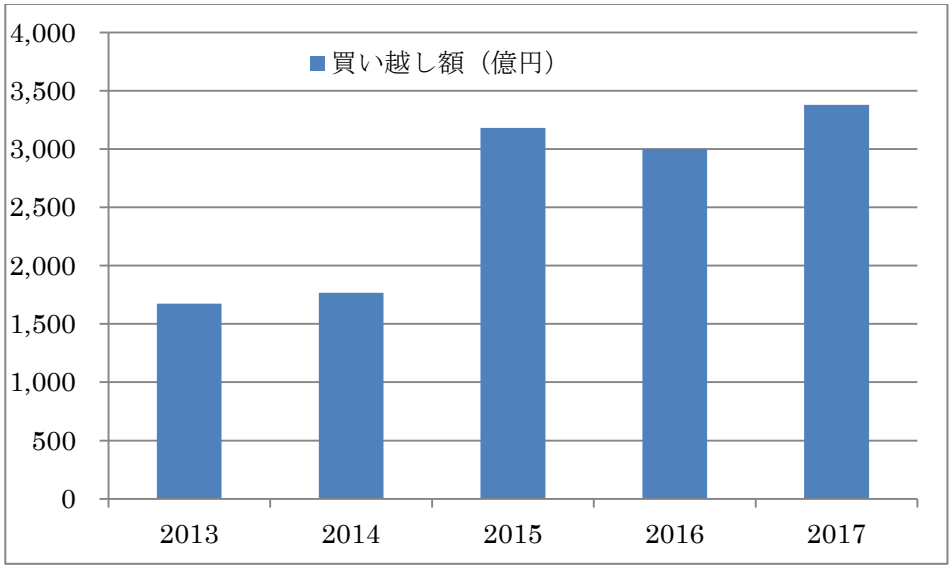
グラフ 2



（出所）Bloomberg データを基にマネックス証券作成

では、9 月最終週を通じてはどのようなパフォーマンスだっただろうか。これも巷間よく聞かれるのが、機関投資家の配当再投資の買いで堅調、というものだ。配当相当分が落ちても、実質的にポートフォリオの価値が下がったわけではない（3 カ月程度あとに配当金が入ってくる）ので機関投資家は配当落ち分を先物を買い建ててエクスポージャを維持する。9 月最終週の信託銀行による TOPIX 先物の手口を見ると、毎年決まって買い越しである。配当額の増加もあって信託銀行の買い越しも年々増加の傾向にある（グラフ 3）。

グラフ 3

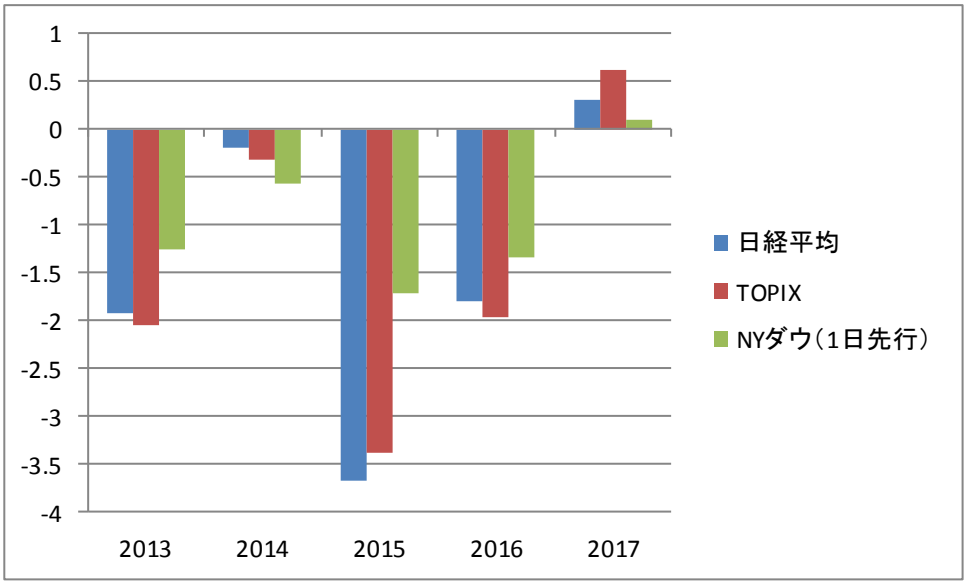


（出所）日本取引所グループのデータを基にマネックス証券作成

Copyright (C) 2018
Monex, Inc. All rights reserved.

では実際に信託の先物買いは相場への影響はあったのだろうか。グラフ 4 は 9 月の最終 5 営業日の累積リターンを 1 日先行させたNYダウの 5 営業日の累積リターンと併せて見たものだ。

グラフ 4



（出所）Bloomberg データを基にマネックス証券作成

これを見ると、2013～2016 年までリターンはマイナスで信託の先物買いは相場の支えとして機能していない。昨年こそはかろうじてプラスだったが。機関投資家のポートフォリオだから TOPIX 先物を使うわけだが、では日経平均と TOPIX のリターンに差が出るかというと、それもない。むしろ 2013、2014、2016 は TOPIX のほうがリターンが悪かった。

ここでわかるのはNYダウのリターンと日本株のリターンはほぼ連動しているということだ。身も蓋もないが、配当再投資の先物買い需要より、結局、米国株次第ということだろう。

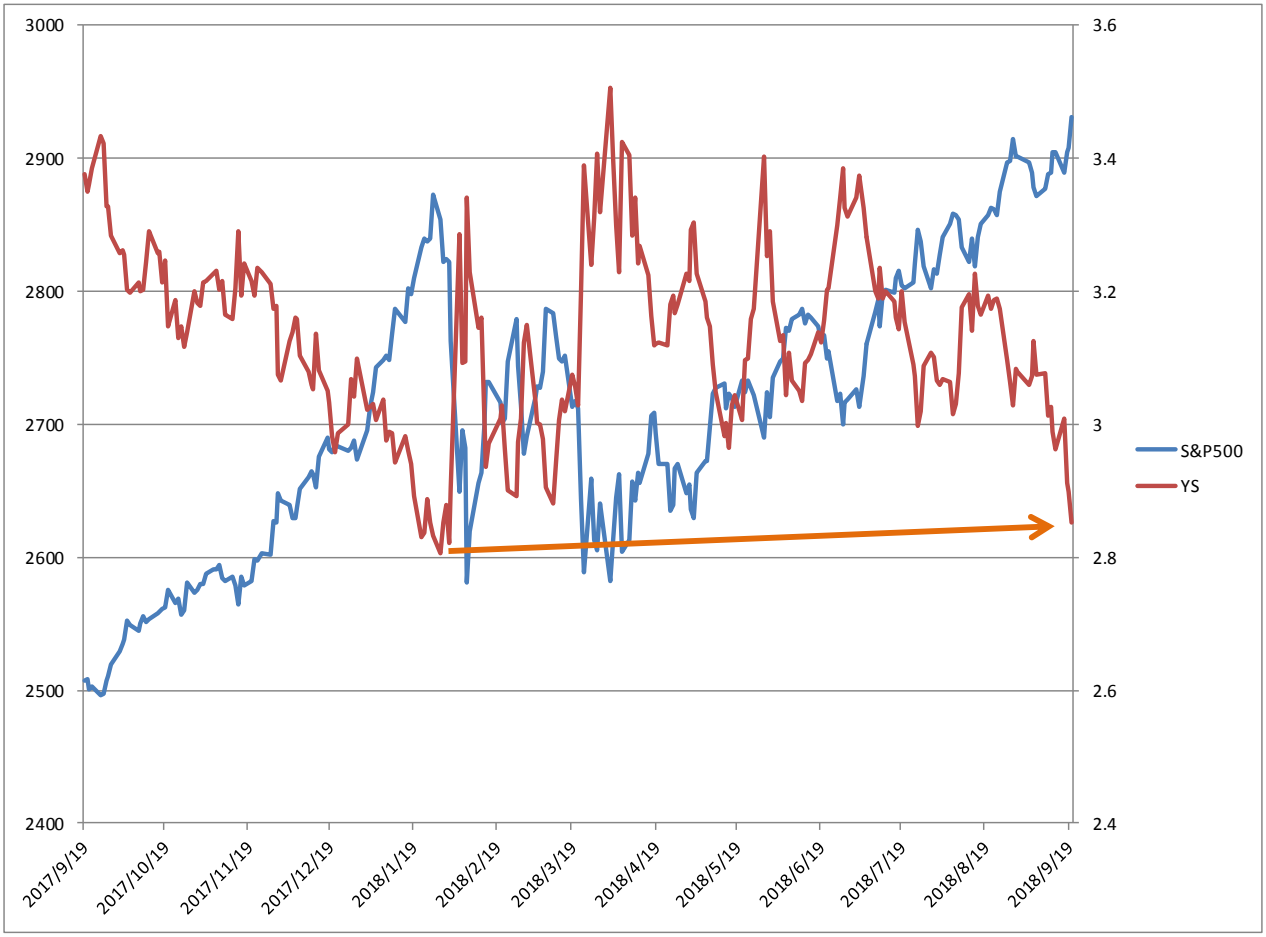
さて、その米国株だが史上最高値を更新してきた。ここまでは想定通りの動きだが、問題はここから先である。懸念は米国金利が再び 3%台に上昇していることだ。

株価は最高値、金利は上昇とあって再び金利見合いの株価の割高感が台頭している。金利見合いのバリュエーションを測るには、PERの逆数である株式益利回りと国債利回りの差（＝イールドスプレッド）を見るのが一般的である。今年 2 月初旬、米国株は史上最大の下落幅を記録する大暴落に見舞われたが、その

Copyright (C) 2018
Monex, Inc. All rights reserved.

時、S&P500と米国10年債利回りのイールドスプレッドは3%を割り込んで2.8%まで低下していた。その後、業績の向上と株価調整で PER が下がり、金利も落ち着き、イールドスプレッドが安定的に 3%台となるなかで株価はじりじりとあげてきた。そして今また 2 月の暴落時と同じ水準である 2.8%までイールドスプレッドが低下しバリュエーション面では割高感が出ている。(グラフ 5)。

グラフ 5



(出所)Bloomberg データを基にマネックス証券作成

金利が下がらないなら、来月から始まる 3Q決算で、利益の向上(バリュエーションの改善)を待つ必要があるだろう。

ただし、2 月の急落はバリュエーション面の割高にくわえて上昇スピードの速さも、その後の反動(=急落)を招いた要因だった。RSI(グラフ 6)がレッドラインの 70 を越えて強烈に買われ過ぎのシグナルを発していた。

Copyright (C) 2018
Monex, Inc. All rights reserved.

（グラフ 6）

（出所）Bloomberg

それにくらべて足元の上昇は緩やかで、過熱感はない。昨日時点のRSIはまだ 68 である。したがって米国株の頭打ちはあるが（むしろ、ここで一旦頭打ちとなるほうが健全である）急落はないだろう。米国株がしばらく高値保ち合いになるとして、日本株は単独で上値を追えるか。日米閣僚級通商会議（FFR）や日米首脳会談が首尾よくいくこと、利上げが見込まれる来週のFOMCを受けてドル高円安が加速することなど、日経平均の年初来高値更新に向けた材料は豊富だと考える。

Copyright (C) 2018
Monex, Inc. All rights reserved.

ご留意いただきたい事項

当社は、本書の内容につき、その正確性や完全性について意見を表明し、また保証するものではございません。記載した情報、予想及び判断は有価証券の購入、売却、デリバティブ取引、その他の取引を推奨し、勧誘するものではございません。過去の実績や予想・意見は、将来の結果を保証するものではございません。
提供する情報等は作成時現在のものであり、今後予告なしに変更又は削除されることがございます。当社は本書の内容に依拠してお客様が取った行動の結果に対し責任を負うものではございません。投資にかかる最終決定は、お客様ご自身の判断と責任でなさるようお願いいたします。本書の内容に関する一切の権利は当社にありますので、当社の事前の書面による了解なしに転用・複製・配布することはできません。内容に関するご質問・ご照会等にはお応え致しかねますので、あらかじめご容赦ください。

利益相反に関する開示事項
マネックス証券株式会社は、契約に基づき、オリジナルレポートの提供を継続的に行うことに対する対価を契約先金融機関より包括的に得ておりますが、本レポートに対して個別に対価を得ているものではありません。レポート対象企業の選定はマネックス証券が独自の判断に基づき行っているものであり、契約先証券会社を含む第三者からの指定は一切受けておりません。レポート執筆者、並びにマネックス証券と本レポートの対象会社との間には、利益相反の関係はありません。

マネックス証券株式会社　金融商品取引業者　関東財務局長（金商）第165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　日本投資顧問業協会

Copyright (C) 2018
Monex, Inc. All rights reserved.