

123456

□F□O□R□P□R□O□F□E□S□S□I□O□N□A□L

ドリームバイザー特選メールマガジン (2)  
木村喜由のマーケット通信 2006年11月20日

□D□R□E□A□M□V□I□S□O□R□.□C□O□M□□

ピンチはチャンス、チャンスはピンチ

集団いじめに遇ったような日本の株式市場

予想以上に厳しい下げ相場になっている。本日は寄り付き段階では小さなマドを開けたただけだったが、よいところなしで下げ続け、終わってみると2%を超える下落。特にマザーズは6.2%の大幅安で10月12日の安値を下回ってきた。同日の新興市場は典型的な底入れ・リバウンドのパターンを描いていたので、決算発表を受け底堅く推移するとみていたのだが、完全に裏切られた。

ただし、直近9日のうち8日で下落銘柄数が千を越え、騰落レシオが72.4%まで低下、TOPIXの25日移動平均線からの下方乖離率が5.1%まで拡大したところを見ると、相場はほぼ陰の極と見る。ここ2回空振りが続いているものの、27週急変サイクルの変化週は今週である(それまでは9回連続で転機となった)。手元に十分余裕資金を残していた投資家にとっては今回の下げなどは格好の拾い場になると思う。

株式市場の下げを悪くばかり思うのは愚か者である。下げはその時点での損得勘定にとってはピンチだが、将来に向けては安く株を買うチャンスである。高値はその逆であり、その時点での損得ではプラスでも、判断次第では将来に大きな禍根を残す危険が潜んでいることを知るべきである。

個人消費が冴えないため景気に頭打ちの兆候が見られ、政府は株式譲渡益課税の優遇措置撤廃に前向きである。企業業績は下期減益予想(会社側が通期の修正を見送ったため、見かけは上期の好調な分だけ下期の業績は下方修正となる)ということで、このところヘッドライン(見出し)重視の短期トレーダーが売り仕掛けをしやすい状況が続いている。しかし間もなく集計結果が出される大手調査機関の業績予想は、会社予想を大きく上回るはずである。16日までの大和総研の中間集計では下期会社側が経常3%減益予想に対し、アナリスト予想は8%増益と、雲泥の差がある。転機は近くまで来ているのではないか。

外部環境からは今回の下げに説明を付けにくい。NYダウは先週末にかけ4日連続で最高値更新、インド株は6月安値から5割以上も上がって新値街道驀進中、香港市場も連日高値更新するなど、世界の株式市場を見渡すと原油急落でバブルが崩壊した中東市場を除き、世界同時株高と言ってよい堅調な展開。この環境でグローバル投資家が株式の組み入れ比率を大きく落とすとは考えにくく、まして今年に限ると一番出遅れ感が強い日本株を積極的に売ってくる理由が見当たらない。

原油価格も落ち着き、企業収益は好調、手元資金も潤沢というのに、誰がこうまで売り叩くのかと不思議に思う。やはりヘッジファンドと日計り系のトレーダーの仕業であろう。最近よく報じられる小中学校でのいじめと同様、特に悪いことをしたわけでもないが、いじめやすいからみんなに必要以上に叩かれる。その典型が新興市場と株式先物である。

今の裁定ポジションは多過ぎではないかもしれない

新興市場銘柄が売られたのは、大型の新規上場銘柄に資金を吸収されて貧血状態になったこと、上場間もない銘柄で大幅下方修正する銘柄が相次ぎ、ディスクロージャーに対する不信感が高まったことが原因だろう。今までは公募価格で買えば濡れ手で粟の荒稼ぎが出来たが、上場初値はおろか公募価格で買って大損するとなっては、投資家は蜘蛛の子を散らすように離散してしまう。

先物が叩きやすいのは、裁定買い残高が多いためである。少し減ったが4兆6千億円というのは、確かに過去の水準との比較では過剰感がある。これが先物安から現物売りに回れば相場は大きく崩れると弱気筋は期待する。しかし今回、裁定買い(株式先物売りと現物買いの組み合わせ)が増えた理由は、買い手の過度の強気が原因だった昔とは違う。

米国機関投資家の立場で考えると、1兆円分の日本株を購入し保有するコストは米国での短期金利がベースになる(為替損益は度外視する場合)。現金に近い短期証券でも5%に回るのだ。もし彼らが日本株を持たねばならず、もっと安いコストで保有したいと考えるなら、自国の証券を担保に取ってくれるブローカーを探し、日経またはTOPIX先物を1兆円分買えばよい。金利負担は日本の短期金利で計算される先物のカレンダーズプレッド分で済むだろう。日米の金利差が5%もあるのだから、十分うまみがある。信用力の高い機関投資家が長期の先物契約を組み、十分な利ザヤでこの注文を引き受けたブローカーがすぐにリスクをヘッジするため裁定ポジションを組んだという推定が成り立つ。

これが事実なら、先高感が乏しいのに裁定買い残が膨らんでいることに説明が付き、すぐにも裁定解消売りが出てくると懸念するのは間違いということになる。

とはいえ、本日の下げでチャートの形が悪化したのは事実。日経225は9月25日の安値15514円をまだ上回っているが、TOPIXは同日の1546を割り込んでしまった。もし9月25日が6月14日を起点とする中期サイクルのボトムとすると、いろいろと従来の解釈を変えなければならない点が出てくる。最初の短期サイクルで直前の中期サイクルのボトムを割り込むということは、現在のサイクルが極度に弱気か、そもそも9月25日を中期サイクルのボトムと判断したのが誤りだったか(この可能性は比較的高い)のいずれかである。後者であると確認され、中期サイクルが通常13-17週から2-3週延長されただけなら、今回の下げは絶好の買い場提供という解釈になりうる。

可能性は低いですが、弱気な解釈では6月14日が3年サイクルの安値だったという解釈さえも考え直さなければならぬかもしれない。いずれにせよここ数日間の相場

の動きはサイクル分析の立場からは非常に重要である。

(了)

----- 最終的な投資判断はご自身で  
お願いします。本文、データなど本メールマガジンの内容すべてに関する正確性、  
信頼性、安全性、迅速性などに直接または  
間接的に起因する損害や費用などの一切について、その程度を問わず、ドリームバ  
イザー・ドット・コム（株）およびマネックス証券（株）、NPO 日本個人投資家協  
会、その製作者、  
データ提供者、その他関係者は責任を負わず、損害賠償に応じません。また、メー  
ルマガジンの本文、データなどは著作権法などの法律、規制により知的所有権が保  
護されており、個人の方の本  
来目的以外での使用や他人への譲渡、販売コピーは認められていません（法律によ  
る例外規定は除く）。以上の点をご了承の上、メールマガジンをご利用ください。  
-----