



市川レポート

日本株は需給の歪みが一段と拡大

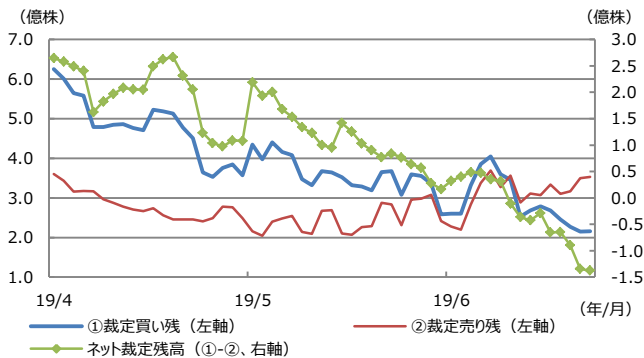
- 裁定買い残の減少と裁定売り残の増加で前者から後者を差し引いたネット裁定残高はマイナスに。
- ただ、ネット裁定残高のマイナスは短期間で解消され、株価上昇につながるケースも過去みられた。
- 株価反発のエネルギーは蓄積中だが世界経済に不透明感残れば上昇の勢いが限定されることも。

裁定買い残の減少と裁定売り残の増加で前者から後者を差し引いたネット裁定残高はマイナスに

足元では、日本株の「裁定買い残」が減少し、「裁定売り残」が増加しています（図表1）。裁定買い残とは、裁定業者（主に証券会社）が一時的に割高となった先物を売り、同時に現物を買う（裁定買い）取引を行った場合の現物買いの残高です。その後、先物の下落などにより、割高感が解消されれば、裁定業者は裁定買いを解消する（先物を買戻して現物を売る）ため、裁定買い残は減少します。

一方、裁定売り残とは、裁定業者が一時的に割安となった先物を買ひ、同時に現物を売る（裁定売り）取引を行った場合の現物売りの残高です。先物の下落などにより、割安感が強まれば、裁定業者は裁定売りを継続し、裁定売り残が増加することがあります。裁定買い残から裁定売り残を差し引いたものを「ネット裁定残高」といいますが、直近では裁定買い残が裁定売り残を下回り、ネット裁定残高のマイナスが拡大しています。

【図表1：裁定買い残と裁定売り残の推移】



(注) データは2019年4月1日から6月24日。
(出所) Bloomberg L.P.のデータを基に三井住友DSアセットマネジメント作成

【図表2：ネット裁定残高のマイナス期間とその後の株価】

1998年のマイナス期間	その後の日経平均株価
1998年8月28日～9月4日（6営業日）	上昇率：61.7% （1998年10月9日から2000年4月12日）
2016年のマイナス期間	その後の日経平均株価
2016年9月14日～20日（4営業日）	上昇率：49.3% （2016年11月9日から2018年10月2日）
2018年のマイナス期間	その後の日経平均株価
2018年12月21日～26日（3営業日）	上昇率：14.0% （2019年1月4日から4月25日）
2019年のマイナス期間	その後の日経平均株価
2019年6月12日～24日（9営業日）	-

(注) ネット裁定残高はデータを取得できる1991年12月13日から2019年6月24日までの期間を対象とする。

(出所) Bloomberg L.P.のデータを基に三井住友DSアセットマネジメント作成



ただ、ネット裁定残高のマイナスは短期間で解消され、株価上昇につながるケースも過去みられた

ここで、海外投資家の動きに目を向けてみます。海外投資家は、新年度入り後から6月第2週まで、先物（日経225先物、日経225mini、TOPIX先物、ミニTOPIX先物、JPX日経400先物の合計）を約1.6兆円売り越しています。したがって、この海外投資家による先物の売りが、ネット裁定残高の減少につながり、日本株の需給の歪みと株価低迷の一因になっていると推測されます。

一般に、ネット裁定残高がマイナスとなるような状況は一時的なもので、その後は需給の改善とともに、株価が大きく上昇することがあります。例えば、1998年と2016年にネット裁定残高はマイナスに転じましたが、その期間は、前者が8月28日から9月4日までの6営業日、後者が2016年9月14日から20日までの4営業日と短く、その後、いずれも株価は急騰しました（図表2）。

株価反発のエネルギーは蓄積中だが世界経済に不透明感残れば上昇の勢いが限定されることも

ただ、最近では、過去にみられた傾向に変化の兆しがみられます。ネット裁定買い残は、2018年12月21日から26日までマイナスとなりましたが、その期間は3営業日にとどまったものの、その後の株価の上昇率は、1998年や2016年ほど大きいものではありませんでした。そして、足元のネット裁定買い残のマイナスにも、やはり従来と違った動きが確認できます。

ネット裁定買い残は、2019年6月12日から24日まで、すでに9営業日連続でマイナスとなっています。また、2019年6月24日時点のネット裁定残高は、マイナス1億3,738万株と、1998年9月3日のマイナス1億3,962万株に接近しており、足元では株価急反発のエネルギーが蓄積されているのは確かなように思われます。ただ、世界経済の先行きに依然不透明感が残るような場合には、2018年12月のケースのように、上昇の勢いが幾分限定される可能性も考慮しておく必要があると考えます。

■当資料は、情報提供を目的として、三井住友DSアセットマネジメントが作成したものであり、投資勧誘を目的として作成されたもの又は金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。■当資料に基づいて取られた投資行動の結果については、当社は責任を負いません。■当資料の内容は作成基準日現在のものであり、将来予告なく変更されることがあります。■当資料は当社が信頼性が高いと判断した情報等に基づき作成しておりますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。■当資料に市場環境等についてのデータ・分析等が含まれる場合、それは過去の実績及び将来の予想であり、今後の市場環境等を保証するものではありません。■当資料にインデックス・統計資料等が記載される場合、それらの知的所有権その他の権利は、その発行者および許諾者に帰属します。■当資料の内容に関する一切の権利は当社にあります。本資料を投資の目的に使用したり、承認なく複製又は第三者への開示等を行うことを厳に禁じます。■当資料の内容は、当社が行う投資信託および投資顧問契約における運用指図、投資判断とは異なることがありますので、ご了解下さい。

三井住友DSアセットマネジメント株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第399号

加入協会：一般社団法人投資信託協会、一般社団法人日本投資顧問業協会、一般社団法人第二種金融商品取引業協会