

Quants Monthly(2011年5月)

1. 信用残を用いた投資戦略

～売り残増加銘柄のボラティリティ上昇、ショートカバーに注目～

稲垣 智博

tomohiro.inagaki@rc.mhsc-g.com

Topics**信用残を用いた投資戦略**

~売り残増加銘柄のボラティリティ上昇、ショートカバーに注目~

クオンツアナリスト

稲垣 智博

tomohiro.inagaki@rc.mhsc-g.com

3/11に発生した東日本大震災から約2ヵ月が経過した。震災後の3/15には、日経平均株価が前日比▲1015円となり一気に9000円を割り込んだ。この急落局面では、積み上がっていた信用取引のコストと株価に大きな乖離が発生し、買い方の投げ売りと、売り方のショートカバーが加速した。しかし、株式市場が持ち直すにつれ、急落による信用残の整理も終わり、その後は売り残・買い残とも増加に転じている。本稿では、信用残を用いた投資戦略を模索する。

<要約>

- 直近11週(≒3ヵ月)のうち、信用残が最も積み上がった週を基点として業種別信用残高の推移を見ると、全体感としては増加した週から信用残の整理が進んでいるが、ガラス・土石製品、電気・ガス業、証券・商品先物取引業、サービス業は売り残・買い残とも増加している(証券の買い残増加は震災発生前)。

ガラス・土石製品、電気・ガス業、サービス業は買い残、売り残とも震災後に増加している。3業種は、それぞれ太平洋セメント、東電、OLCが業種の動きを左右している。また、証券・商品先物取引業は買い残が積み上がったのが震災前であり、現時点では当時の残高の大半が残っている。売り残増加は震災後だが、寄与したのはSBI、松井などのネット証券である。

- 個別銘柄ベースでは、買い残は震災前である3/11の週以前、売り残は3/25の週以降に急増している銘柄が多い。このうち、震災後に積み上がった売り残が現時点までに決済されていない場合、3ヵ月という期日や信用のコストと直近株価の関係からショートカバーを誘発することも想定される。売り残が多い銘柄のスクリーニングは図表9、10の通りである。ここで考える戦略は以下の2つ。

焦点① ボラティリティの上昇

25日出来高移動平均に対する売り残のインパクトが大きい銘柄は、信用残が解消された場合、一時的にボラティリティが高まる可能性がある(図表9)。特に時価総額が1,000億円を下回るような、比較的規模が小さく流動性が乏しい銘柄でその傾向が強いと考えられる。個別株オプションで、異なる行使価格のコールとプットを買うロング・ストラングルのポジションを取りたい。

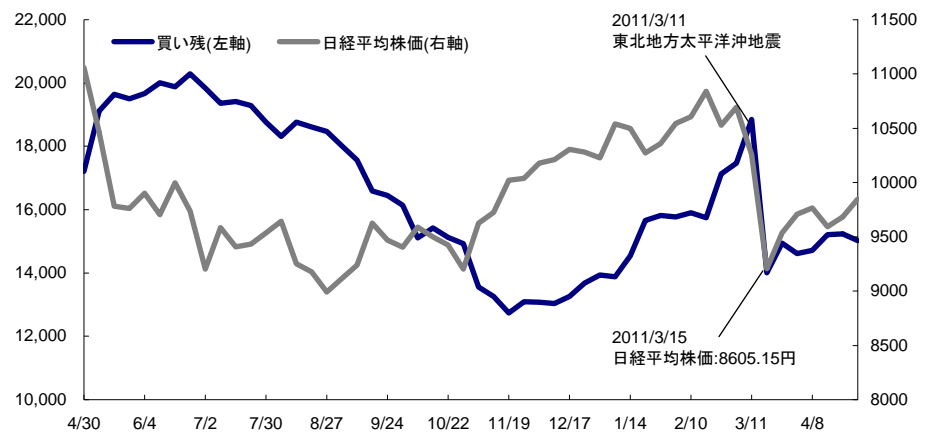
焦点② 追証、逆日歩の発生

直近価格が推定取引価格から上昇している銘柄を見ると、逆日歩が発生している銘柄も多い。また、上昇率が10%を超える銘柄も散見され、追証が発生する投資家がいる可能性も十分に考えられる(図表10)。上昇率が高く逆日歩が発生している銘柄について、売り方のショートカバーを先取りするロング戦略に妙味があると考えられる。

株式市場の持ち直しに伴い、信用残が増加傾向

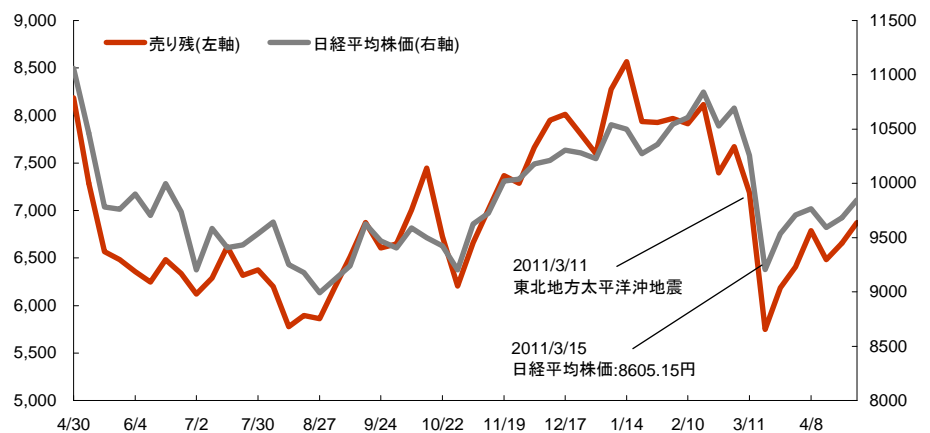
3/11に発生した東日本大震災から約2ヵ月が経過した。震災後の3/15には、日経平均株価が1015円の急落となるなど、株式市場は一気に9000円を割り込んだ。この局面では、買い方の投げ売りりと、売り方の買い戻しが加速したが、株式市場が持ち直すにつれ、買い残、売り残とも増加に転じている(図表1、2)。

図表1. 信用買い残高の推移



注:信用残は三市場合計(金額ベース)。期間は直近250営業日。4/28現在。
出所:みずほ証券リサーチ&コンサルティング作成

図表2. 信用売り残高の推移



注:信用残は三市場合計(金額ベース)。期間は直近250営業日。4/28現在。
出所:みずほ証券リサーチ&コンサルティング作成

推定売買金額

個別銘柄の信用残は、週次で取引株数の残高が公表されるが、金額を知ることはできない。本稿では、週次 VWAP を平均取引コストとみなし、以下の計算式に基づき、売買金額を推計した。なお、週次 VWAP は日次の高値、安値、終値の平均値を出来高加重で平均している。

$$\text{週次VWAP} = \sum_i \left(\frac{(\text{High}_i + \text{Low}_i + \text{Close}_i)}{3} \times \frac{\text{Volume}_i}{\sum \text{Volume}} \right)$$

推定売買金額 = 信用残増減 × 週次 VWAP

信用残が大きく増加した週を基点に

信用残は、概ね3ヵ月以内に反対売買によって決済される場合が一般的であろう。市場の需給に影響を与えるのは、緩やかに積み上がった残高ではなく、一気に積み上がった時の残高であろう。積み上がった残高が、その後大きく減少している場合は決済が行われたと考えられるが、増加もしくは小幅な減少にとどまっているケースでは、将来のリスク要因になると考えられる。

信用残高は震災の影響を色濃く映す

直近11週(≒3ヵ月)のうち、信用残が最も積み上がった週を基点とした業種別信用残高の推移は図表3の通り。全体感としては、増加した週から信用残の整理が進んでいるが、電気・ガス業、証券・商品先物取引業、サービス業は買い残、売り残とも増加している。

図表3. 業種別信用買い残増減率(金額ベース)

| 業種 | 買い残 | | | | | 売り残 | | | | |
|------------|-----------|-------------|-----------|--------|---------|-----------|-------------|-----------|--------|---------|
| | 最も増えた週 | 最も増えた週の増加金額 | 4/28までの増減 | 残額 | 増減率 | 最も増えた週 | 最も増えた週の増加金額 | 4/28までの増減 | 残額 | 増減率 |
| 水産・農林業 | 2011/4/1 | 221 | 125 | 346 | 56.66% | 2011/4/1 | 293 | -90 | 202 | -30.89% |
| 鉱業 | 2011/2/25 | 3,722 | -3,968 | -246 | . | 2011/3/25 | 2,668 | -2,884 | -216 | . |
| 建設業 | 2011/3/11 | 2,022 | 2,994 | 5,016 | 148.06% | 2011/4/8 | 1,112 | 7 | 1,119 | 0.64% |
| 食料品 | 2011/3/25 | 1,009 | -1,965 | -957 | . | 2011/4/8 | 1,543 | 287 | 1,830 | 18.62% |
| 繊維製品 | 2011/3/11 | 2,048 | -1,671 | 377 | -81.59% | 2011/4/1 | 1,176 | -728 | 448 | -61.92% |
| パルプ・紙 | 2011/4/22 | 207 | 190 | 397 | 92.03% | 2011/4/1 | 181 | -106 | 75 | -58.50% |
| 化学 | 2011/3/11 | 8,975 | -15,744 | -6,769 | . | 2011/4/28 | 2,051 | 0 | 2,051 | 0.00% |
| 医薬品 | 2011/2/25 | 2,642 | -5,754 | -3,112 | . | 2011/3/4 | 7,571 | -5,233 | 2,338 | -69.12% |
| 石油・石炭製品 | 2011/2/18 | 869 | -1,782 | -912 | . | 2011/4/1 | 890 | -526 | 364 | -59.07% |
| ゴム製品 | 2011/3/18 | 265 | -196 | 69 | -73.79% | 2011/3/4 | 929 | 151 | 1,080 | 16.28% |
| ガラス・土石製品 | 2011/3/25 | 4,118 | 4,018 | 8,136 | 97.56% | 2011/3/25 | 1,167 | 265 | 1,432 | 22.74% |
| 鉄鋼 | 2011/2/25 | 2,364 | -765 | 1,600 | -32.34% | 2011/3/25 | 955 | -977 | -22 | . |
| 非鉄金属 | 2011/3/4 | 3,102 | -3,404 | -302 | . | 2011/2/18 | 2,097 | -5,462 | -3,365 | . |
| 金属製品 | 2011/4/15 | 802 | -243 | 559 | -30.25% | 2011/2/18 | 1,171 | 268 | 1,439 | 22.93% |
| 機械 | 2011/3/11 | 8,152 | -15,391 | -7,238 | . | 2011/3/4 | 6,214 | -7,678 | -1,465 | . |
| 電気機器 | 2011/2/25 | 24,243 | -32,571 | -8,328 | . | 2011/4/28 | 11,890 | 0 | 11,890 | 0.00% |
| 輸送用機器 | 2011/3/11 | 10,069 | -14,353 | -4,284 | . | 2011/4/22 | 9,326 | -8,999 | 327 | -96.49% |
| 精密機器 | 2011/2/18 | 1,037 | -2,191 | -1,154 | . | 2011/4/22 | 1,160 | 137 | 1,297 | 11.79% |
| その他製品 | 2011/3/4 | 5,916 | 3,161 | 9,078 | 53.44% | 2011/4/28 | 1,849 | 0 | 1,849 | 0.00% |
| 電気・ガス業 | 2011/3/18 | 10,320 | 17,482 | 27,802 | 169.40% | 2011/4/1 | 13,207 | 1,522 | 14,729 | 11.52% |
| 陸運業 | 2011/3/4 | 4,247 | -3,830 | 417 | -90.17% | 2011/3/4 | 9,388 | -12,558 | -3,171 | . |
| 海運業 | 2011/2/25 | 3,211 | -102 | 3,110 | -3.16% | 2011/4/28 | 588 | 0 | 588 | 0.00% |
| 空運業 | 2011/3/4 | 1,881 | -353 | 1,528 | -18.76% | 2011/3/25 | 1,365 | -1,108 | 256 | -81.22% |
| 倉庫・運輸関連業 | 2011/3/18 | 137 | -86 | 51 | -62.70% | 2011/3/4 | 134 | -162 | -28 | . |
| 情報・通信業 | 2011/3/11 | 5,983 | -6,605 | -622 | . | 2011/2/18 | 6,328 | -9,483 | -3,155 | . |
| 卸売業 | 2011/2/25 | 11,001 | -11,301 | -300 | . | 2011/3/25 | 1,870 | -4,203 | -2,333 | . |
| 小売業 | 2011/3/11 | 1,198 | -3,049 | -1,851 | . | 2011/4/8 | 3,740 | 156 | 3,896 | 4.16% |
| 銀行業 | 2011/3/11 | 22,450 | -24,342 | -1,892 | . | 2011/4/8 | 7,667 | -7,769 | -103 | . |
| 証券・商品先物取引業 | 2011/2/25 | 6,748 | 2,233 | 8,982 | 33.09% | 2011/4/8 | 1,095 | 169 | 1,265 | 15.47% |
| 保険業 | 2011/3/11 | 1,673 | -1,447 | 226 | . | 2011/4/28 | 4,213 | 0 | 4,213 | 0.00% |
| その他金融業 | 2011/2/25 | 5,893 | -1,597 | 4,296 | . | 2011/2/18 | 964 | -9,182 | -8,217 | . |
| 不動産業 | 2011/3/25 | 2,451 | 99 | 2,550 | 4.05% | 2011/2/18 | 2,260 | -6,209 | -3,949 | . |
| サービス業 | 2011/4/1 | 1,305 | 1,527 | 2,832 | 116.97% | 2011/3/25 | 2,583 | 1,301 | 3,884 | 50.37% |

注:対象はTOPIX500採用銘柄。増減金額 = 週次信用残増減 × 週次VWAP。金額は百万円単位。

出所:みずほ証券リサーチ&コンサルティング作成

次に、買い残・売り残とも増加した4業種を取り上げ、個別銘柄に対して同様の分析を試みる。そして、その結果を基に、買い残・売り残がともに増加している背景を考察する。

ガラス・土石製品は復興関連銘柄の売買が膨らむ

ガラス・土石製品は、売り残・買い残とも太平洋セメントの売買が大半を占める。太平洋セメントは復興関連銘柄と目されており、3/23に震災後の高値をつけたことから、思惑が交錯したものと見られる(図表4)。

図表4. ガラス・土石製品の個別銘柄信用残

| コード | 銘柄名 | 業種 | 買い残 | | | | 売り残 | | | | | |
|------|-------|----------|-----------|-------|-----------|-------|--------|-----------|-------|-----------|-------|--------|
| | | | 日付 | 増加金額 | 4/28までの増減 | 残額 | インパクト | 日付 | 増加金額 | 4/28までの増減 | 残額 | インパクト |
| 5201 | 旭硝子 | ガラス・土石製品 | 2011/3/25 | -76 | 331 | 255 | -0.012 | 2011/3/25 | -153 | -68 | -221 | -0.024 |
| 5202 | 板硝子 | ガラス・土石製品 | 2011/3/25 | 183 | -339 | -156 | 0.039 | 2011/3/25 | -46 | 13 | -34 | -0.010 |
| 5214 | 日電硝 | ガラス・土石製品 | 2011/3/25 | 540 | -524 | 16 | 0.107 | 2011/3/25 | -143 | 677 | 534 | -0.028 |
| 5232 | 住友大阪 | ガラス・土石製品 | 2011/3/25 | 533 | 878 | 1,411 | 0.437 | 2011/3/25 | 80 | -308 | -228 | 0.066 |
| 5233 | 太平洋セメ | ガラス・土石製品 | 2011/3/25 | 2,759 | 3,734 | 6,493 | 1.881 | 2011/3/25 | 1,361 | -52 | 1,309 | 0.928 |
| 5301 | 東海カ | ガラス・土石製品 | 2011/3/25 | 25 | -232 | -207 | 0.036 | 2011/3/25 | 15 | 101 | 116 | 0.022 |
| 5332 | TOTO | ガラス・土石製品 | 2011/3/25 | 127 | 281 | 407 | 0.102 | 2011/3/25 | -133 | -71 | -204 | -0.107 |
| 5333 | ガイシ | ガラス・土石製品 | 2011/3/25 | 38 | -50 | -11 | 0.014 | 2011/3/25 | 357 | -139 | 218 | 0.135 |
| 5334 | 特殊陶 | ガラス・土石製品 | 2011/3/25 | -11 | -62 | -73 | -0.013 | 2011/3/25 | -172 | 114 | -58 | -0.199 |

注:条件は図表3に準ずる。インパクト = 最も信用残が増加した週の増加株数 ÷ 3/11時点の25日平均出来高
出所:みずほ証券リサーチ&コンサルティング作成

電気・ガス業は東電が寄与ノイズトレーダーの売買か

電気・ガス業は、東電の影響が大きいことが一目瞭然である。売り残・買い残とも、最も増加した週から残高が増加している。株価が震災前と比べて約5分の1(震災前2,100円台→直近400円台)となったことで、値動きの軽さに着目したノイズトレーダーが取引に参加している可能性が考えられる。売り残の増減は銘柄によってまちまちだが、買い残は全ての企業が増加している。関東以外を地盤とする企業では、震災の影響が軽微にとどまるとの見方から、震災による急落からの戻りを期待する動きが出ていると考えられる(図表5)。

図表5. 電気・ガス業の個別銘柄信用残

| コード | 銘柄名 | 業種 | 買い残 | | | | 売り残 | | | | | |
|------|-----|--------|-----------|--------|-----------|--------|--------|----------|--------|-----------|--------|--------|
| | | | 日付 | 増加金額 | 4/28までの増減 | 残額 | インパクト | 日付 | 増加金額 | 4/28までの増減 | 残額 | インパクト |
| 9501 | 東電 | 電気・ガス業 | 2011/3/18 | 10,928 | 12,439 | 23,368 | 2.807 | 2011/4/1 | 11,685 | 1,086 | 12,771 | 4.940 |
| 9502 | 中部電 | 電気・ガス業 | 2011/3/18 | -53 | 541 | 487 | -0.016 | 2011/4/1 | 91 | 518 | 609 | 0.029 |
| 9503 | 関西電 | 電気・ガス業 | 2011/3/18 | 144 | 1,952 | 2,095 | 0.052 | 2011/4/1 | 141 | 708 | 849 | 0.053 |
| 9504 | 中国電 | 電気・ガス業 | 2011/3/18 | -127 | 216 | 89 | -0.190 | 2011/4/1 | 22 | 18 | 40 | 0.033 |
| 9505 | 北陸電 | 電気・ガス業 | 2011/3/18 | 5 | 206 | 211 | 0.010 | 2011/4/1 | -71 | -3 | -74 | -0.152 |
| 9506 | 東北電 | 電気・ガス業 | 2011/3/18 | 285 | 888 | 1,173 | 0.234 | 2011/4/1 | 525 | -345 | 179 | 0.419 |
| 9507 | 四国電 | 電気・ガス業 | 2011/3/18 | 0 | 101 | 101 | 0.000 | 2011/4/1 | 57 | 93 | 150 | 0.084 |
| 9508 | 九州電 | 電気・ガス業 | 2011/3/18 | 22 | 370 | 392 | 0.014 | 2011/4/1 | 50 | 94 | 144 | 0.032 |
| 9509 | 北海電 | 電気・ガス業 | 2011/3/18 | -30 | 89 | 59 | -0.065 | 2011/4/1 | 46 | 4 | 50 | 0.097 |
| 9511 | 沖縄電 | 電気・ガス業 | 2011/3/18 | 13 | 48 | 61 | 0.083 | 2011/4/1 | -8 | 6 | -2 | -0.046 |
| 9531 | 東ガス | 電気・ガス業 | 2011/3/18 | -671 | 404 | -267 | -0.197 | 2011/4/1 | 282 | 50 | 332 | 0.074 |
| 9532 | 大ガス | 電気・ガス業 | 2011/3/18 | -182 | 169 | -12 | -0.111 | 2011/4/1 | 383 | -719 | -336 | 0.209 |
| 9533 | 邦ガス | 電気・ガス業 | 2011/3/18 | -13 | 58 | 45 | -0.035 | 2011/4/1 | 3 | 12 | 16 | 0.008 |

注:条件は図表3に準ずる。インパクト = 最も信用残が増加した週の増加株数 ÷ 3/11時点の25日平均出来高
出所:みずほ証券リサーチ&コンサルティング作成

証券の買い残増加は震災前震災後ネット証券の売り残が増加

証券・商品先物取引業は、買い残が増加したのが震災前の2/25、売り残が増加したのが震災後の4/8と、時間にラグがある。まず、震災前の買い残増加には野村、大和等が寄与している。この時期は、米国の景気回復期待を背景に、相場が上昇トレンドにあったためと考えられる。この時期に積み上がった買い残はほとんど減少していないため、5月下旬まで売り圧力が強まる可能性が高い。

震災後の売り残増加にも、やはり野村、大和等が寄与している。これら2社は流動性が高いため、他社に比べて金額ベースの寄与が高くなりやすい。そこで、25日出来高移動平均に対するインパクトを比較してみると、むしろSBI、松井の方が高かった。これら2社はいわゆるネット証券である。ネット証券は、震災による株価急落で発生した信用買いの追証が徴収できなかったことがネガティブ視されている可能性がある(図表6)。

図表6. 証券・商品先物取引業の個別銘柄信用残

| コード | 銘柄名 | 業種 | 買い残 | | | | | 売り残 | | | | |
|------|--------|------------|-----------|-------|-----------|-------|--------|----------|------|-----------|-----|--------|
| | | | 日付 | 増加金額 | 4/28までの増減 | 残額 | インパクト | 日付 | 増加金額 | 4/28までの増減 | 残額 | インパクト |
| 8473 | SBI | 証券・商品先物取引業 | 2011/2/25 | 387 | 1,256 | 1,642 | 0.134 | 2011/4/8 | 284 | -28 | 256 | 0.143 |
| 8595 | JAFCO | 証券・商品先物取引業 | 2011/2/25 | 210 | -3 | 206 | 0.190 | 2011/4/8 | 41 | 71 | 113 | 0.049 |
| 8601 | 大和 | 証券・商品先物取引業 | 2011/2/25 | 558 | 90 | 648 | 0.099 | 2011/4/8 | 238 | -91 | 146 | 0.050 |
| 8604 | 野村 | 証券・商品先物取引業 | 2011/2/25 | 5,499 | 241 | 5,740 | 0.358 | 2011/4/8 | 422 | -97 | 326 | 0.034 |
| 8606 | みずほ証 | 証券・商品先物取引業 | 2011/2/25 | 116 | 113 | 229 | 0.090 | 2011/4/8 | 75 | 266 | 342 | 0.064 |
| 8607 | みずほイン証 | 証券・商品先物取引業 | 2011/2/25 | -49 | -24 | -73 | -0.423 | 2011/4/8 | -2 | 6 | 5 | -0.016 |
| 8609 | 岡三 | 証券・商品先物取引業 | 2011/2/25 | -14 | 22 | 8 | -0.114 | 2011/4/8 | -5 | 3 | -1 | -0.048 |
| 8616 | 東海東京 | 証券・商品先物取引業 | 2011/2/25 | 37 | 12 | 49 | 0.269 | 2011/4/8 | -2 | -8 | -10 | -0.020 |
| 8628 | 松井 | 証券・商品先物取引業 | 2011/2/25 | 5 | 526 | 532 | 0.008 | 2011/4/8 | 43 | 46 | 88 | 0.094 |

注:条件は図表3に準ずる。インパクト = 最も信用残が増加した週の増加株数 ÷ 3/11時点の25日平均出来高

出所:みずほ証券リサーチ&コンサルティング作成

サービス業は OLC が寄与
テーマ株の残高拡大も

サービス業は、買い残が最も増加したのが4/1、売り残が最も増加したのが3/25である。売り残・買い残とも OLC の動向が大きく影響している。震災の影響から TDR を営業停止としたことが売り材料となったが、営業再開報道を受け買い残増加に転じている。

また、金額はそれほど大きくないものの、産業廃棄物処理を手掛けるダイセキの買いインパクトが0.408日と比較的大きかった。テーマ性のある銘柄が注目を集めた側面もあったようだ(図表7)。

図表7. サービス業の個別銘柄信用残

| コード | 銘柄名 | 業種 | 買い残 | | | | | 売り残 | | | | |
|------|--------|-------|----------|------|-----------|-------|--------|-----------|-------|-----------|-------|--------|
| | | | 日付 | 増加金額 | 4/28までの増減 | 残額 | インパクト | 日付 | 増加金額 | 4/28までの増減 | 残額 | インパクト |
| 2331 | 総合警備 | サービス業 | 2011/4/1 | -7 | 2 | -5 | -0.057 | 2011/3/25 | -0 | -1 | -2 | -0.004 |
| 2432 | ディーエヌエ | サービス業 | 2011/4/1 | 734 | 2,329 | 3,062 | 0.107 | 2011/3/25 | 51 | 62 | 112 | 0.007 |
| 2433 | 博報堂DY | サービス業 | 2011/4/1 | 15 | 16 | 31 | 0.026 | 2011/3/25 | 13 | -39 | -26 | 0.021 |
| 4324 | 電通 | サービス業 | 2011/4/1 | -17 | -158 | -175 | -0.007 | 2011/3/25 | 152 | 54 | 207 | 0.060 |
| 4544 | みらかHD | サービス業 | 2011/4/1 | -29 | 9 | -20 | -0.059 | 2011/3/25 | -10 | 64 | 54 | -0.023 |
| 4661 | OLC | サービス業 | 2011/4/1 | 672 | -427 | 245 | 0.501 | 2011/3/25 | 2,298 | 561 | 2,859 | 1.679 |
| 4665 | ダスキン | サービス業 | 2011/4/1 | 3 | -13 | -11 | 0.018 | 2011/3/25 | -6 | 2 | -4 | -0.041 |
| 4732 | USS | サービス業 | 2011/4/1 | 0 | -4 | -4 | 0.001 | 2011/3/25 | 13 | -24 | -11 | 0.030 |
| 9735 | セコム | サービス業 | 2011/4/1 | -177 | -312 | -489 | -0.045 | 2011/3/25 | 5 | 481 | 486 | 0.001 |
| 9744 | メイテック | サービス業 | 2011/4/1 | -6 | 5 | -1 | -0.018 | 2011/3/25 | -16 | 11 | -5 | -0.045 |
| 9747 | アサツーDK | サービス業 | 2011/4/1 | -0 | 5 | 5 | -0.002 | 2011/3/25 | 12 | 38 | 50 | 0.042 |
| 9783 | ベネッセHD | サービス業 | 2011/4/1 | 12 | -45 | -33 | 0.014 | 2011/3/25 | 25 | -1 | 24 | 0.030 |
| 9793 | ダイセキ | サービス業 | 2011/4/1 | 107 | 119 | 226 | 0.408 | 2011/3/25 | 47 | 93 | 139 | 0.190 |

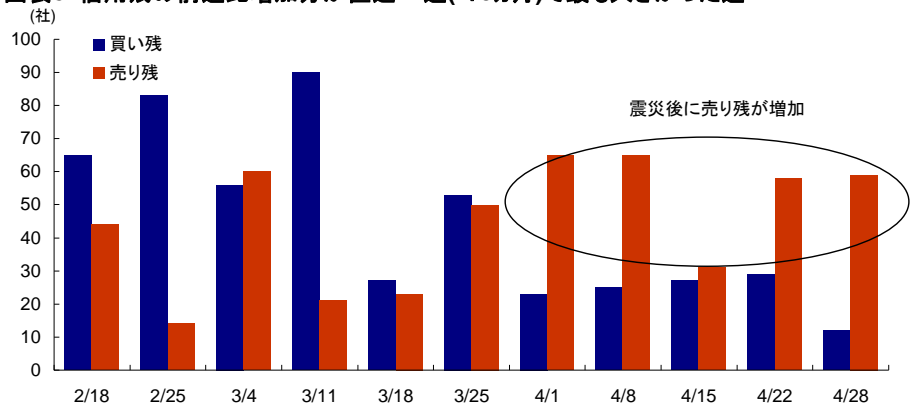
注:条件は図表3に準ずる。インパクト = 最も信用残が増加した週の増加株数 ÷ 3/11時点の25日平均出来高

出所:みずほ証券リサーチ&コンサルティング作成

個別銘柄では、震災後に売り残が膨らむ

前述のように市場全体としては信用残の整理が進んでいるが、個別銘柄ベースで震災前後に積み上がった信用残の整理が進んでいるかを、直近 11 週(≒3 ヶ月)で調べてみた。その結果、買い残は震災前である 3/11 の週以前、売り残は 3/25 の週以降に急増している銘柄が多い(図表 8)。このうち、震災後に積み上がった売り残が現時点までに決済されていない場合、3 ヶ月という期日や信用のコストと直近株価の関係からショートカバーを誘発することも想定される。

図表8. 信用残の前週比増加分が直近11週(≒3ヶ月)で最も大きかった週



注: 対象はTOPIX500採用銘柄。4/28現在。

出所: みずほ証券リサーチ&コンサルティング作成

売り残が多い銘柄:
将来の買い圧力が潜む(インパクト降順)

直近 11 週(≒3 ヶ月)のうち、売り残が最も増加した週の残高の大半が現時点でも残っている銘柄をスクリーニングした(図表 9)。震災発生日である 3/11 の 25 日出来高移動平均をベースにすると、東電、OLC などのインパクトが大きい。これらの銘柄は、市場全体が上昇に転じた場合にショートカバーが入り、一時的にボラティリティが高まる可能性がある。特に時価総額が 1,000 億円を下回るような、比較的規模が小さく流動性が乏しい銘柄でその傾向が強いと考えられる。個別株オプションで、異なる行使価格のコールとプットを買うロング・ストラングルのポジションを取りたい。

既に東電株の売り残は上場株式数の 4%を越える水準まで膨らんでおり、株不足から逆日歩(1 株当たり 5 銭)が発生している。既報の通り、東電の株主は大手生保、メガバンク、信託口等が多い。これらの大株主は、11/3 期決算で保有株式の減損処理を行うとみられており、減損会計を行えば少なくとも 3 月末時点で東電株を保有していることになる。また、その後の東電株を注視しても、大株主の異動や立会外も含めた市場での売却は考えづらい。この仮定が正しいとすれば、減損会計を行った株主のコストは 3 月末、もしくは 3 月月中平均になっており、今後東電株が上昇する局面では、一部の株主が売却に動く可能性もある。

図表9. 信用売り残が多い銘柄(インパクト降順)

| コード | 銘柄名 | 業種 | 時価総額 (億円) | 売り残(株) | | | | | インパクト | 信用倍率 | 逆日歩 (銭) | 株価 | | |
|------|--------|------------|--------------|-----------|------------|------------|---------|-------------|-------|------|------------|---------|-----------|---------|
| | | | | 最も増加した週 | 最も増加した週の残高 | 直近残高 | 変化率 | 上場株式数に対する割合 | | | | 推定取得価格 | 直近価格(5/6) | リターン |
| 9501 | 東電 | 電気・ガス業 | 34,085 | 2011/4/1 | 44,366,600 | 51,317,800 | 15.67% | 4.33% | 11.22 | 0.70 | 5 | 517 | 455 | -11.98% |
| 4661 | OLC | サービス業 | 7,456 | 2011/3/25 | 669,900 | 756,500 | 12.93% | 1.66% | 3.63 | 0.31 | 15 | 6,571 | 6,840 | 4.09% |
| 9601 | 松竹 | 情報・通信業 | 801 | 2011/3/25 | 1,020,000 | 732,000 | -28.24% | 0.75% | 2.65 | 0.27 | 5 | 572 | 600 | 4.92% |
| 8112 | 東スタイル | 繊維製品 | 618 | 2011/4/15 | 437,000 | 415,000 | -5.03% | 0.67% | 2.32 | 7.73 | . | 556 | 549 | -1.21% |
| 7518 | ネットワン | 情報・通信業 | 687 | 2011/4/28 | 3,016 | 3,016 | 0.00% | 0.78% | 1.55 | 0.16 | 500 | 138,533 | 157,800 | 13.91% |
| 2593 | 伊藤園 | 食料品 | 1,769 | 2011/4/22 | 264,300 | 295,500 | 11.80% | 0.54% | 1.47 | 0.57 | 5 | 1,427 | 1,454 | 1.90% |
| 8136 | サンリオ | 卸売業 | 2,342 | 2011/4/15 | 1,837,500 | 1,612,300 | -12.26% | 3.62% | 1.45 | 0.30 | 10 | 2,527 | 2,789 | 10.39% |
| 8388 | 阿波銀 | 銀行業 | 1,144 | 2011/4/22 | 438,000 | 372,000 | -15.07% | 0.28% | 1.35 | 0.95 | 5 | 508 | 509 | 0.17% |
| 6508 | 明電舎 | 電気機器 | 799 | 2011/4/1 | 4,780,000 | 4,111,000 | -14.00% | 2.58% | 1.33 | 1.62 | . | 355 | 350 | -1.43% |
| 8341 | 七十七 | 銀行業 | 1,855 | 2011/4/22 | 1,381,000 | 1,497,000 | 8.40% | 0.56% | 1.29 | 0.25 | . | 376 | 382 | 1.59% |
| 4578 | 大塚HD | 医薬品 | 11,257 | 2011/4/28 | 2,083,300 | 2,083,300 | 0.00% | 0.53% | 1.21 | 0.21 | 5 | 2,153 | 2,200 | 2.17% |
| 1951 | 協エクシオ | 建設業 | 866 | 2011/4/28 | 279,300 | 279,300 | 0.00% | 0.43% | 1.12 | 0.48 | 5 | 817 | 851 | 4.17% |
| 7211 | 三菱自 | 輸送用機器 | 6,092 | 2011/4/8 | 14,489,000 | 11,955,000 | -17.49% | 0.36% | 1.11 | 2.33 | . | 98 | 100 | 1.88% |
| 5631 | 日製鋼 | 機械 | 2,946 | 2011/4/8 | 3,404,000 | 2,633,000 | -22.65% | 1.01% | 1.10 | 1.42 | . | 618 | 663 | 7.27% |
| 5233 | 太平洋セメ | ガラス・土石製品 | 1,074 | 2011/3/25 | 10,528,000 | 10,196,000 | -3.15% | 1.43% | 1.09 | 5.60 | . | 157 | 144 | -8.56% |
| 8750 | 第一生命 | 保険業 | 14,630 | 2011/4/28 | 71,099 | 71,099 | 0.00% | 0.84% | 1.00 | 0.24 | 500 | 130,432 | 131,600 | 0.90% |
| 8242 | H2Oリテイ | 小売業 | 1,189 | 2011/4/28 | 233,000 | 233,000 | 0.00% | 0.25% | 0.99 | 0.17 | 5 | 567 | 575 | 1.35% |
| 2206 | グリコ | 食料品 | 1,356 | 2011/4/1 | 68,000 | 80,000 | 17.65% | 0.12% | 0.94 | 0.94 | 5 | 943 | 973 | 3.19% |
| 2811 | カゴメ | 食料品 | 1,499 | 2011/4/8 | 145,200 | 126,000 | -13.22% | 0.19% | 0.92 | 0.52 | 5 | 1,383 | 1,430 | 3.38% |
| 9007 | 小田急 | 陸運業 | 5,483 | 2011/4/8 | 950,000 | 1,178,000 | 24.00% | 0.23% | 0.89 | 0.36 | 5 | 675 | 669 | -0.83% |
| 8366 | 滋賀銀 | 銀行業 | 1,152 | 2011/3/25 | 184,000 | 184,000 | 0.00% | 0.12% | 0.88 | 0.16 | . | 408 | 434 | 6.47% |
| 7915 | 日写印 | その他製品 | 859 | 2011/4/22 | 235,700 | 252,000 | 6.92% | 0.86% | 0.87 | 1.74 | . | 1,638 | 1,655 | 1.03% |
| 6140 | 旭ダイヤ | 機械 | 850 | 2011/4/1 | 650,000 | 819,000 | 26.00% | 2.31% | 0.86 | 0.79 | 5 | 1,543 | 1,674 | 8.52% |
| 9793 | ダイセキ | サービス業 | 716 | 2011/4/15 | 161,600 | 137,900 | -14.67% | 0.56% | 0.85 | 2.29 | . | 1,646 | 1,699 | 3.19% |
| 4042 | 東ソー | 化学 | 1,659 | 2011/3/25 | 2,236,000 | 3,330,000 | 48.93% | 0.79% | 0.84 | 0.43 | 5 | 275 | 314 | 14.09% |
| 6222 | 島精機 | 機械 | 752 | 2011/4/22 | 94,000 | 72,200 | -23.19% | 0.33% | 0.80 | 1.64 | . | 2,105 | 2,268 | 7.73% |
| 6971 | 京セラ | 電気機器 | 15,630 | 2011/4/28 | 749,800 | 749,800 | 0.00% | 0.56% | 0.79 | 0.29 | 20 | 8,575 | 8,850 | 3.20% |
| 8233 | 高島屋 | 小売業 | 2,127 | 2011/4/1 | 860,000 | 1,207,000 | 40.35% | 0.56% | 0.77 | 0.52 | . | 523 | 548 | 4.83% |
| 6996 | ニチコン | 電気機器 | 857 | 2011/3/25 | 191,300 | 245,000 | 28.07% | 0.48% | 0.76 | 0.91 | 5 | 1,116 | 1,209 | 8.34% |
| 8628 | 松井 | 証券・商品先物取引業 | 1,473 | 2011/4/22 | 825,500 | 762,800 | -7.60% | 0.81% | 0.70 | 3.29 | . | 404 | 398 | -1.54% |

注:対象はTOPIX500採用銘柄。条件は、①直近11週で最も信用売り残が増加した週が3/25~4/28のいずれか、②直近時点で、最も増加した週の残高の70%以上が残っている
 インパクト = 直近の信用売り残 ÷ 3/11時点の25日平均出来高
 時価総額、25日平均出来高は3/11現在。

出所:みずほ証券リサーチ&コンサルティング作成

直近株価が推定取引価格から上昇している銘柄:
 ショートカバーが入りやすい環境にある

推定取引価格と直近価格を比較すると、株価が大きく上昇している銘柄も多い。ここで、問題となるのは信用売りのための委託証拠金率が基準値を下回ることによる追証の発生、売り残が膨らみすぎたことによる逆日歩の発生などであろう。東ソー、良品計画など11社で推定取得価格に対する上昇率が10%を超えており、追証が発生する投資家がいる可能性も十分に考えられる。これに耐え切れない投資家は、ショートカバーを入れる可能性がある。また、ここに挙げた銘柄の中には、現時点で逆日歩が発生している銘柄も多い(図表10)。株価が上昇してしまっている上、逆日歩を払う必要があるとすると、期日までの間に株価が下落する可能性が低いと判断する投資家がショートカバーに動く可能性がある。

以上の考察から、①推定取得価格から直近までのリターンが高く、②逆日歩が発生している銘柄(図表10では16銘柄が該当)について、売り方のショートカバーを先取りするロング戦略に妙味があると考えられる。

図表10. 信用売り残が多い銘柄(リターン降順)

| コード | 銘柄名 | 業種 | 時価総額 (億円) | 売り残(株) | | | | | インパクト | 信用倍率 | 逆日歩 (銭) | 株価 | | リターン |
|------|--------|--------|--------------|-----------|------------|-----------|---------|-------------|-------|------|------------|---------|-----------|--------|
| | | | | 最も増加した週 | 最も増加した週の残高 | 直近残高 | 変化率 | 上場株式数に対する割合 | | | | 推定取得価格 | 直近価格(5/6) | |
| 4042 | 東ソー | 化学 | 1,659 | 2011/3/25 | 2,236,000 | 3,330,000 | 48.93% | 0.79% | 0.84 | 0.43 | 5 | 275 | 314 | 14.09% |
| 7453 | 良品計画 | 小売業 | 1,071 | 2011/4/1 | 70,500 | 135,000 | 91.49% | 0.74% | 0.37 | 0.16 | 10 | 3,249 | 3,705 | 14.05% |
| 7518 | ネットワン | 情報・通信業 | 687 | 2011/4/28 | 3,016 | 3,016 | 0.00% | 0.78% | 1.55 | 0.16 | 500 | 138,533 | 157,800 | 13.91% |
| 4188 | 三菱ケミHD | 化学 | 8,420 | 2011/4/1 | 1,077,000 | 1,277,000 | 18.57% | 0.13% | 0.12 | 3.63 | . | 499 | 565 | 13.16% |
| 9983 | ファストリ | 小売業 | 12,994 | 2011/4/8 | 424,800 | 451,000 | 6.17% | 1.21% | 0.56 | 0.37 | 30 | 11,434 | 12,850 | 12.38% |
| 7270 | 富士重 | 輸送用機器 | 5,073 | 2011/4/1 | 1,515,000 | 2,642,000 | 74.39% | 0.52% | 0.39 | 0.86 | 5 | 537 | 602 | 12.18% |
| 6361 | 荏原 | 機械 | 1,852 | 2011/3/25 | 895,000 | 816,000 | -8.83% | 0.28% | 0.10 | 2.06 | . | 423 | 474 | 12.09% |
| 8815 | 東急不 | 不動産業 | 2,251 | 2011/4/22 | 1,094,000 | 932,000 | -14.81% | 0.29% | 0.17 | 2.28 | . | 338 | 373 | 10.50% |
| 8136 | サンリオ | 卸売業 | 2,342 | 2011/4/15 | 1,837,500 | 1,612,300 | -12.26% | 3.62% | 1.45 | 0.30 | 10 | 2,527 | 2,789 | 10.39% |
| 4631 | DIC | 化学 | 1,903 | 2011/4/15 | 1,589,000 | 1,181,000 | -25.68% | 0.18% | 0.09 | 4.26 | . | 176 | 194 | 10.16% |
| 7951 | ヤマハ | その他製品 | 2,040 | 2011/3/25 | 181,300 | 138,000 | -23.88% | 0.11% | 0.13 | 1.17 | . | 903 | 994 | 10.09% |
| 4217 | 日立化 | 化学 | 3,646 | 2011/4/15 | 127,700 | 161,200 | 26.23% | 0.22% | 0.24 | 1.64 | . | 1,522 | 1,672 | 9.83% |
| 6857 | アドテスト | 電気機器 | 3,309 | 2011/4/1 | 1,137,400 | 1,248,900 | 9.80% | 1.14% | 0.67 | 0.76 | 5 | 1,444 | 1,582 | 9.54% |
| 4186 | 東応化 | 化学 | 789 | 2011/4/15 | 29,800 | 39,500 | 32.55% | 0.13% | 0.22 | 2.04 | . | 1,563 | 1,708 | 9.28% |
| 9602 | 東宝 | 情報・通信業 | 2,383 | 2011/4/22 | 248,900 | 273,200 | 9.76% | 0.26% | 0.64 | 0.85 | 5 | 1,138 | 1,243 | 9.25% |
| 6103 | オークマ | 機械 | 1,274 | 2011/4/8 | 1,421,000 | 1,401,000 | -1.41% | 1.28% | 0.44 | 1.05 | . | 687 | 750 | 9.24% |
| 6841 | 横河電 | 電気機器 | 1,719 | 2011/4/22 | 584,700 | 639,200 | 9.32% | 0.40% | 0.19 | 0.82 | 5 | 609 | 664 | 9.00% |
| 4062 | イビデン | 電気機器 | 4,028 | 2011/4/22 | 758,800 | 660,100 | -13.01% | 0.67% | 0.40 | 1.04 | . | 2,539 | 2,764 | 8.86% |
| 6140 | 旭ダイヤ | 機械 | 850 | 2011/4/1 | 650,000 | 819,000 | 26.00% | 2.31% | 0.86 | 0.79 | 5 | 1,543 | 1,674 | 8.52% |
| 6996 | ニチコン | 電気機器 | 857 | 2011/3/25 | 191,300 | 245,000 | 28.07% | 0.48% | 0.76 | 0.91 | 5 | 1,116 | 1,209 | 8.34% |
| 7532 | ドンキホーテ | 小売業 | 2,097 | 2011/4/15 | 243,800 | 264,100 | 8.33% | 0.86% | 0.65 | 0.10 | 10 | 2,884 | 3,120 | 8.17% |
| 6141 | 森精機 | 機械 | 1,206 | 2011/4/22 | 248,800 | 258,700 | 3.98% | 0.29% | 0.31 | 2.44 | 5 | 984 | 1,064 | 8.10% |
| 4183 | 三井化学 | 化学 | 2,841 | 2011/3/25 | 2,373,000 | 3,038,000 | 28.02% | 0.40% | 0.21 | 1.01 | 5 | 275 | 297 | 8.02% |
| 6222 | 島精機 | 機械 | 752 | 2011/4/22 | 94,000 | 72,200 | -23.19% | 0.33% | 0.80 | 1.64 | . | 2,105 | 2,268 | 7.73% |
| 6366 | 千代建 | 建設業 | 1,783 | 2011/3/25 | 547,000 | 549,000 | 0.37% | 0.47% | 0.24 | 1.59 | 5 | 727 | 782 | 7.61% |
| 3088 | マツキヨHD | 小売業 | 911 | 2011/4/22 | 15,300 | 11,200 | -26.80% | 0.04% | 0.09 | 2.70 | . | 1,567 | 1,686 | 7.59% |
| 8036 | 日立ハイテク | 卸売業 | 2,558 | 2011/3/25 | 50,000 | 48,400 | -3.20% | 0.10% | 0.09 | 2.96 | . | 1,619 | 1,741 | 7.51% |
| 2267 | ヤクルト | 食料品 | 3,990 | 2011/4/15 | 155,800 | 183,900 | 18.04% | 0.19% | 0.49 | 1.09 | . | 2,122 | 2,281 | 7.49% |
| 2282 | 日ハム | 食料品 | 2,565 | 2011/4/8 | 277,000 | 217,000 | -21.66% | 0.17% | 0.18 | 0.59 | 5 | 1,049 | 1,125 | 7.28% |
| 5631 | 日製鋼 | 機械 | 2,946 | 2011/4/8 | 3,404,000 | 2,633,000 | -22.65% | 1.01% | 1.10 | 1.42 | . | 618 | 663 | 7.27% |

注:対象はTOPIX500採用銘柄。条件は、①直近11週で最も信用売り残が増加した週が3/25~4/22のいずれか、②直近時点で、最も増加した週の残高の70%以上が残っている

インパクト = 直近の信用売り残 ÷ 3/11時点の25日平均出来高

時価総額、25日平均出来高は3/11現在。

出所:みずほ証券リサーチ&コンサルティング作成

留意事項

本資料はみずほ証券リサーチ&コンサルティングが、みずほ証券および、またはその関係会社の顧客への情報提供のみを目的として作成したものであり、特定の有価証券やその関連金融商品の売買を推奨する、勧誘する、あるいは申込み目的で提供されるものではありません。

ここに記載されているデータ、意見等はみずほ証券リサーチ&コンサルティングがすべて公に入手可能な情報に基づき作成したものではありませんが、みずほ証券リサーチ&コンサルティングはその正確性、完全性、情報や意見の妥当性を保証するものではなく、また、当該データ、意見等を使用した結果についてももたらす補償するものではありません。ここに記載された内容が記載日時以降の市場や経済情勢の状況に起因し妥当でなくなる場合もあります。また、ここに記載された内容が事前連絡なしに変更されることもあります。

本資料は税務、法務、あるいは投資等の助言を提供するものではありません。本資料は個々のお客様の財務状況や投資目的とは無関係に作成されています。本資料で論じられている統計値、有価証券やその関連金融商品はすべての投資家に適合するとは限りません。特定の投資や投資戦略に関してはお客様ご自身で独自に検討する必要があります。本資料において言及された証券に関連する投資や取引を実行する前にファイナンシャルアドバイザーの助言を受けることをお勧めします。

みずほ証券リサーチ&コンサルティングはいかなる場合においても、本資料を提供した投資家ならびに直接間接を問わず本資料を当該投資家から受け取った第三者に対し、あらゆる直接的、特別な、または間接的な損害等(本資料の使用に直接または間接的に起因したと思われる場合、または本資料の使用上の誤り、あるいは本資料の内容の脱落または誤りによるものを含みますが、これに限定されるものではありません。)について、賠償責任を負うものではなく、投資家のみずほ証券リサーチ&コンサルティングに対する賠償請求権は明示的に放棄されていることを前提とします。

過去の実績は将来のパフォーマンスを示唆しないしは約束するものではありません。特に断わりのない限り将来のパフォーマンス予想はみずほ証券リサーチ&コンサルティングが有意と考える要因に基づく推定を表すものです。実際のパフォーマンスは予想と異なることがあります。従って将来のパフォーマンスに関して、いかなる明示的あるいは暗示的な保証もなされることはありません。

みずほ証券リサーチ&コンサルティングは、みずほ証券の子会社であります。ここに記載されたデータ、意見にはみずほフィナンシャルグループあるいはその関係会社に関係するものが含まれる場合があります。それらはすべて公に入手可能な情報に基づくものであり、本資料の作成者はいかなる内部者情報からも遮断されており、そのような情報に基づく情報・事項等は一切含まれてはおりません。

みずほ証券リサーチ&コンサルティングの親会社であるみずほ証券およびその他のみずほフィナンシャルグループの関係会社は、本資料で言及されている企業が発行する、有価証券・有価証券の派生商品等を自己または委託にて取引することがあります。これらの発行会社に対しては各種金融サービスを提供することがあります。

本資料の日本での配布は、みずほ証券リサーチ&コンサルティング、みずほ証券がこれを行います。香港および日本以外のアジア諸国への配布は Mizuho Securities Asia Limited, 12th Floor, Chater House, 8 Connaught Road, Central, Hong Kong, S.A.R., The People's Republic of China がこれを行います。

また本資料の著作権はみずほ証券リサーチ&コンサルティングに属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを禁じます。

株式会社みずほ証券リサーチ&コンサルティング 投資分析部

〒103-0027

東京都中央区日本橋1-17-10

TEL (03)5203-6975 FAX (03)5203-6499

E-mail : quants-r@rc.mhsc-g.com

【URL】 <http://www.mizuho-msrc.com/>