

オプション倶楽部 TV

2023年6月「異常値分析」会員様向け補足 Q&A

今回は2023年6月の異常値分析として「海外投資家の買い」についてとりあげます。今回の日経平均急騰の主役となったのが海外投資家でした。ただし、売坊先生は、買いの根拠となっている予想EPS（1株当たり利益≒企業業績）の動向に注意しつつも、通貨供給量が低調ななかでの猛スピードは1989年の平成バブル崩壊を彷彿させると指摘しています。そして「転機」となり得るのが「一番困っている人が投げた時だ」と述べています。

<資料 P2>

——5円だった38000CALLが29円にまで跳ねたということは、このCALLを1枚当たり5000円を買っていたら、2万9000円にまでプレミアムが上昇する収益機会があったということですね（手数料等を除く）。

そのとおりです。

——先月は当時F-OTM（日経平均の現在値からかなり離れていて、買い方が行使しても利益にならない権利行使価格）で1円だった33000CALLが一時125円にまで上昇しました。今回は、それほどではないのは、なぜでしょうか？

これがOPの特性でもあります。前回はIV（インプライド・ボラティリティ＝OP価格から逆算されるボラティリティ）が低かったのに対し、今回はIVが高くなっていたからです。

——ボラティリティの上昇がOP価格のレバレッジ効果を上げているということでしょうか？

レバレッジ効果というよりも、感応度を上げているということです。

——日経225ミニ先物が16日の夜間立会から続伸しているにも関わらず、38000CALLの価格が続伸していないのは、なぜでしょうか？

感応度が低かったということですね。かなり ATM（日経平均の現在値に最も近い権利行使価格）から離れていますので、そこまでの上昇を市場参加者が見込んでいないことにもなります。

<資料 P3>

——このグラフにある「現物先物合計」は、JPX 市場に参加する海外投資家による現物株の売買金額と株価指数先物の取引代金を正味で合計したものでしょうか？

そのとおりです。

——なぜ、現物と株式の売買金額を合計するのですか？

実際にどれだけ買っているか（売っているか）は現物株をみただけでは分からないからです。したがって、両方を合算した数字で見する必要があります。

——このグラフの日経平均と海外投資家の現物先物合計は、週末の日中終値と当該週の売買状況を示しているのでしょうか？

そのとおりです。

——各週の現物先物合計を累積して海外投資家が総じて売り方であるか買い方であるか考えるべきでしょうか？

累積して考えていく必要がありますね。なお、傾向とすれば、週次の数字を見ることでも、概略はつかめると考えています。

——現物先物合計の情報源となる『投資部門別売買状況』は前週の数字が原則木曜日に明らかになるわけですが、それは需給（内部要因）を予測するツールとなり得るのでしょうか？それとも需給を「確認」するツールといえるのでしょうか？

需給を確認するツールにもなりますし、その傾向をつかむことで予想するツールにもなり得ると考えています。

——ドル高円安が進む限り海外投資家の日本株へのリスクオンが進むのでしょうか？ それとも、ドル円レート以外に海外投資家の日本株からのリスクオフは考えられるのでしょうか？

海外投資家はドルベースでみることで割安割高や値ごろ感を考えているわけです。その意味では、ニュートラル（中立）ですね。リスクオン・オフとは別の次元で考えているともいえます。

——NT 倍率のようにドル建て日経平均/S&P500 でみると、ドル建て日経平均は、まだ割安なのでしょうか？

割安という場合、何に対してという相对比较が必要です。また、どの期間で見るかということも重要です。S&P500 指数との比較を 2011 年末で見てみると、S&P500 が▲7.5%強下げているのに対し、ドル建て日経平均は▲4.2%の下げです（指数ベース）。

実際には、配当込みの比較をする必要があります。配当も見れば S&P500 のほうが当該期間での成績は良かったと考えられます。だからといって、ドル建て日経平均が割安とはいえません。

<資料 P4>

——日本国内の通貨供給量が鈍化しているにもかかわらず、日経平均が再上昇して高値を更新しているのは海外マネーが買い本尊となっているからでしょうか？

円安による海外資金の流入が影響していると思います。

——日本銀行がいまだに量的金融緩和策を続けているのに通貨供給量の前年比が鈍化しているのは、なぜでしょうか？

コロナショック時のバラマキが終わり、通常の状態になってきているということでしょう。

——日本銀行が金融引き締め策に転じて、海外マネーが“出超”となれば、日本株は腰砕けとなる可能性がありますか？

想定しておきたい、ひとつのシナリオですね。中期的に円高の見通しとなれば、海外マネーは逃げ出すかもしれません。

——今回の上昇相場で企業業績を示唆する日経平均の予想 EPS (1株当たり利益) が 2000 割れ寸前から 2200 水準に上昇しています。EPS を算出している日本経済新聞社の記者さんは、今期の業績好調を予想しているのでしょうか？ それとも分母となる普通株の減少 (自社株買い) を考慮しているのでしょうか？

EPS は基本的に日本経済新聞社の予想です。その予想方法については詳細を開示していませんので、その処理方法やタイミングはブラックボックス的な部分もあります。また、ソフトバンクグループなど、個別の銘柄ごとの取り扱いが違う可能性があります。

参考) https://indexes.nikkei.co.jp/nkave/archives/file/users_guide_jp.pdf

——EPS の動向をどのように注視すればいいのでしょうか？

増加しているのか、減少しているのか、傾向を見ています。また、決算発表時に大きく変わるかどうか注視しています。

——経済成長性を示唆する日経平均の予想 PBR (株価収益率) が 6 月 16 日現在で 15.33 倍となりました。15 倍を超えているのは、数年ぶりに (コロナショック後は除き) 過大に評価されているのではないのでしょうか？

過大評価されている可能性もありますが、日本経済新聞社の予想利益が過小評価されている場合もあり得ます。

<資料 P5>

——今回の日経平均の上昇が 1989 年の平成バブルを彷彿させるのは、なぜでしょうか？

上げのスピードが速いからです。

——平成バブル崩壊前、巷には一般の子供が株価に興味を持つくらい明らかな陶酔・狂乱が感じられたと思います。しかし、今回の株価上昇については、一般的には、まだ戸惑い・懐疑を感じている状態ではないでしょうか？

段々と似てきているというのが、個人的な肌感覚です。

——いつ「山高ければ谷深し」の状況となっても、おかしくはないということでしょうか？

そのリスクを考えておくべき状況になってきたと考えています。

——2020 年 10 月から 21 年 2 月までに日経平均が 23000 円台から 30000 円台に水準を上げたとき、その原動力とされたのは政府の「コロナ予算」と日銀の「コロナオペ」だったのではないかと思います。今回は海外マネーの流入だけなのでしょうか？

海外マネーだけではないと思います。楽観的な見通しとなってきた部分と、30000 円を超えてきたことによるテクニカルな部分もあると思います。なお、これは世界的なハイパーインフレや円暴落を予見しているのかもしれませんが。

——欧米では金融が引き締められているなか、海外マネーの原資となったのは何でしょうか？ 中国マネーの流入、あるいは中国から日本へのシフトもあるのでしょうか？

全体としては、過去のコロナ関係のバラマキのおカネがまだまだ残っているということでしょう。なお、個別では、弱いところにおカネが回らなくなってきているという現象も見受けられます。

<資料 P6>

——信用倍率の推移から何がみえてくるのでしょうか？

過去の経験則から、信用倍率が高いところは株価の天井圏、逆の場合は底値と見ています。

——信用買い残が減り、信用売り残が増えているのは、日経平均や TOPIX の逆張りで売り向かっている額が増えているからでしょうか？

やはり、名目的な日経平均の割高感は否めないのだと思います。

——日経平均や TOPIX が上昇しているなか信用売り残が増えていることで、売り方の含み損が膨らんでいると想定されるのでしょうか？

そのとおりです。例えば、松井証券さんは、口座開設者に店内の信用買いと売りの評価損率を日次で発表しています。

——売り方が踏んでしまえば、さらに上昇余地があるのではないのでしょうか？

今回、新規の売りが膨らんできました。ここから株価がさらに上がると、そうなる可能性もあります。ただ、売り方が資金を増やしたということは、いわゆる難平ですね。まだまだ、売り方の資金に余裕があれば、そうならないかもしれません。

——また、信用買い残が減っているということは、買い余力があることを示唆しているのではないのでしょうか？

多少は減っていますが、それほど大きく減っているわけでもありません。

<資料 P7>

——日経平均と移動平均との乖離率が異常値を示しているとすれば、日経平均が移動平均に「戻る」か、移動平均が日経平均に「寄る」可能性が高まっているということでしょうか？

そのとおりです。日経平均が移動平均まで下がるか、移動平均が上昇してくるまで時間が経過するかということになります。

——90日移動平均でみているのは休日を入れて3カ月平均でみているということでしょうか？

90取引日のデータです。したがって、実際は3カ月よりも長くなります。3カ月でみるのであれば、データ数を少なくします。

——現在、ドル円の乖離率は5%近辺のようにみえます。例えば、10%程度まで乖離したときのドル円レートを逆算できるものでしょうか？

例えば、現在の移動平均を135.48とすると1.1を掛ければ概算値で149.03となります。実際は90日前のデータがなくなりますので少しずれますが、誤差の範囲でしょう。

【免責事項】

本テキストの図表・数値などは、信頼できると考えられる情報に基づいて作成しておりますが、その正確性・信頼性・完全性を保証するものではありません。

本テキストに掲載された情報・図表・資料は、あくまで情報提供を目的としたものです。証券など金融商品の売り買いを提案・勧誘するためのものとして、また証券など金融商品について助言・推奨するものとして、利用・解釈しないでください。

本テキストは一般向けに編集されています。特定の投資目的・特定の投資環境・特定の投資家を一切考慮していません。事前に専門家の適切な助言を受けるべきですし、最終的な投資判断は、個々人が個々の状況を考慮して、自らの責任で下すようにしてください。

本テキストに基づく行為の結果、発生した障害・損失などについて筆者およびパンローリング社は一切の責任を負いません。

本テキストに記載されたURLなどは予告なく変更される場合があります。

本テキストに記載されている会社名・製品名は、それぞれ各社の商標および登録商標です。