

オプション倶楽部 TV

2023年7月「異常値分析」会員様向け補足 Q&A

さまざまなテクニカル指標が「日経平均が天井圏にある」と示唆しています。そのサインの理由となっている“異常値”を確認しておきましょう。ただし、日本の資産を割安にみせ、日本の輸出企業に好業績をもたらしているドル円レートが、依然として日経平均の下支え要因になっている……どころか、日経平均を猛烈に振り回しています。そして、このドル円レートの背景にあると先生が指摘しているのは「米国の長短金利（長期債利回りと政策金利）」をはじめとする米国経済です。

<資料 P2>

——**予想 PBR（株価純資産倍率）が日経平均の天底を示唆し得るのは、なぜでしょうか？**

過去のパターン分析、つまり経験則からです。PBR は解散価値と考えられています。したがって、1 を割れると解散価値を割れることになり、大底を示唆しています。一方、過去のプレミアム水準の上限が天井を示唆しています。

——**JPX が春に低 PBR 企業に改善要請をしたことで、以降のデータの質が変わった可能性はあるのでしょうか？**

投資家の評価方法が変わったことが、影響している可能性はあります。

——**あまりにも日経平均の上昇スピード（移動平均線との乖離率）が激しかったため、移動平均が追いついてくるまで日経平均が「一服している」という可能性もあるのでしょうか？**

株価は、やはり業績が、その基礎となるものです。ここで PER（株価収益率）は、将来に対する期待ともいえますが「投資家の欲望の数字」とも言えます。業績の上方修正のない状況での株価の上昇には限度があると考えています。また、ご指摘のように、時間調整で一服の可能性もございます。

<資料 P3>

——日経平均が予想 EPS（1株当たり利益÷企業業績）×PER バンドの上辺に差し掛かるとどまったということは、円安をきっかけに買った（ドル建てでみている）海外投資家にも割高感があつたということでしょうか？

円安による海外投資家の日本株買いの理由は、1) 円安でドルベース日経平均の水準が下がることと、2) 円安による企業業績つまり EPS の上昇期待です。その後、円高に振れ始めていますので、円高によってドルベースの日経平均が上昇したことで、海外投資家には株価が上昇したように見えていることとなります。

——なぜ、決算発表が注目されるのですか？

輸出企業を中心に業績見通しの上方修正があるかに注目しているからです。

——通常、業績見通しは保守的に出されるものだと思います。となると、輸出企業の場合、円安という追い風で好業績となり、ひいては日経平均の予想 EPS が上昇し得るということでしょうか？

そのとおりです。今回は 4-6 月期ですので、まだまだ上方修正してくるかどうかは分かりません。また、想定する為替水準の変更幅も小さいかもしれません。

——今回の日経平均上昇は円安による好業績を先取りした動きであつたともいえるのでしょうか？

その動きの可能性が高いと考えています。

<資料 P4>

——米 10 年債利回りとドル円レートのチャートを掲載したのは、なぜでしょうか？

現在の円高は YCC の変更への懸念が出ていますが、米 10 年債の利回り低下で、ほぼ説明ができるともいえるからです。

——なぜ、米 10 年債の利回り低下で円高を説明できるのでしょうか？

金利差の縮小または金利差がこれ以上拡大しないという思惑が働くからです。金利差の拡大期待は、ドル買い円売りの一因です。

——目先の円高は日本銀行の YCC（利回り曲線≒長期金利操作）の変更を懸念した円キャリー筋のポジション調整が大きいのでしょうか？

IMM（シカゴの金融先物市場）のデータを見る限り、投機筋（Non-commercial 部門）はそれほど大きくポジションを減らしているとはみえません。

——米 10 年債利回りが 7 月に入って急速に低下したのは、なぜでしょうか？ 米国株（というか AI 株）が堅調だったからでしょうか？

発表された CPI（消費者物価指数）の数字による影響が大きかったと思っています。

——それはインフレ懸念が和らいだことでしょうか？ それとも、CPI が 3%になったことで米 10 年債利回り（長期金利）に割高感がでたからでしょうか？

インフレ懸念が和らぎ、その結果、米 10 年債利回りが低下している状態です。一方、8 月発表の 7 月 CPI が反発すると、再度雰囲気、かなり変わってくる可能性がございます。

<資料 P5>

——日経平均の上値余地はドル円レート次第、それを支え得るのが予想 EPS という状況でしょうか？

それが大きな要因だと考えています。

——直近は円高でありながら日経平均が下げ渋っているように見えるのは、予想 EPS の堅調を期待しているからでしょうか？

その期待もあると思います。例えば、トヨタの 2024 年 3 月期の米ドル想定為替レートは 125 円です。1 円で 450 億円程度の増益要因だと考えられています。

<資料 P6>

——7 月 CPI がクリーブランド連銀の予想どおり 3.35% だった場合（6 月 CPI は 3.01%）、市場は「膠着」とみるでしょうか、それとも「反発」とみるのでしょうか？

他の市場参加者がどう考えるか分かりませんが、反発と考える可能性もありそうです。その場合、原油価格や食料品の価格にも大きく影響を与えていると考えています。

——市場が政策金利（FF レート）の引き下げが年内にないと受け入れたとき、どのようなことが起こり得るでしょうか？

米国株の上値が重くなると思います。なお、想定よりもターミナルレート（到達金利）が高くなったときは、さらに株価下落など、インパクトが大きくなると考えています。

——逆に FRB（米連邦準備理事会）が政策金利を引き下げるとすれば、どのような状況が考えられるでしょうか？

かなり景気が悪くなる場合や、地銀の破綻などの金融不安が生じたときでしょう。

<資料 P7>

——米国株市場が欲望の極みにあり、そこに「修正」の動きがあるとすれば、日本株にも多少の影響があり得るのでしょうか？

大いにあると考えています。

<資料 P8>

——金融不安で仕切り直しとなった FRB のバランスシート圧縮が前回縮小した水準を超え

てきたわけですね。

そのとおりです。新しい段階に入ってきました。

——S&P グローバル・マーケット・インテリジェンスによると米国大手企業の 2023 年 1～5 月の倒産件数が同期比で 2011 年以降最多になったと報じられていました。2023 年通年の米企業倒産件数は、リーマンショック後で最高に達すると予想されています。しかし、企業倒産は社会問題にはなっておらず、雇用統計にも影響がみられず、高利回り債（ジャンク債）利回りにも影響していないようにみえます。なぜでしょうか？

楽観的な国民性もあると思います。しかし、感情とはコロッと変わりやすいものです。現状ではショック安が心配です。

——高利回り債（ジャンク債）の利回りが高止まりして、ある意味、落ち着いているように見えるのは、なぜでしょうか？ 米国では政策金利が段階的に引き上げられるなか、低格付け企業の経営不安は高まっていないのでしょうか？ それとも 8～9%の利回りならリスクを取ろうとする投資家がまだ市場にいるのでしょうか？

一旦は小康状態になっているのだと思います。一番弱いところにまず症状が出てきますので、注目しておく必要があるでしょう。

——米国株を取り巻く環境には不安要素があるにもかかわらず、現在は AI 株バブルで装飾されてしまっている状況といえるのでしょうか？

AI バブルはまだまだ続いている状態です。さらに、金利低下の思惑で楽観的に傾いていると考えています。

——米国株が下げて、円高に拍車がかかれば、日経平均が強い逆風にさらされるシナリオも考えられるのでしょうか？

何かのきっかけで、そのような形になると、かなりの逆風になると考えています。

【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。