

オプション倶楽部 TV

2023年9月「異常値分析」会員様向け補足 Q&A

先月の異常値分析では、いくつかの指標が、日経平均が天井を付けたと示唆していました。しかし、8月半ばに反発し、再び上値を試そうという展開となっています。またもや、いくつかの指標が天井圏を示唆しているなか、注目されているのは TOPIX が年初来高値を更新していることです。「力業」で動くこともある日経平均に比べて、TOPIX はプライム市場全銘柄（原則）の時価総額を対象としています。これは日本株の腰の強さを示唆しているのでしょうか？ それとも季節的・テーマ的な要因によるものでしょうか？ 売坊先生に伺います。

<資料 P2>

——引き続き日経平均の予想 PBR（株価純資産倍率）を更新して再度掲載したのは、なぜでしょうか？

株価が急騰したこともあり、再度 PBR が上限に近づいているからです。ここを抜けないとするのであれば、天井圏を示唆していることになります。

——今回の PBR 上昇は日経平均“ビッグスリー”のひとつであるファーストリテーリング（9983）の PBR 上昇も影響しているのでしょうか？

ファーストリテーリング株は日経平均への影響度が大きい銘柄ですので、株価が上がれば、PBR も上がりやすくなります。

——PBR の水準上昇は JPX の PBR1.0 割れ企業への改善要請が影響しているのでしょうか？

影響していると思っています。トヨタ（7203）などは1倍を超えてきています。

——PBR の水準上昇が今後の高インフレを示唆していることはないのでしょうか？

株価の上昇が高インフレを示唆しているとすれば、PBR の上昇が今後の高インフレを示唆

しているとも考えられます。

——PER バンドにおいても上辺下辺を相場が張り付く（バンドウォークする）傾向があるのでしょうか？

バンドウォークとは、特にボリンジャーバンドにおいて、バンドに沿ってローソク足が並ぶことをいうものです。PER×倍で作ったレンジに沿って株価が推移することを「バンドウォークする」と呼ぶのであれば、あり得ますね。

ただし、高水準で推移しているときは、実際の業績への期待がある場合です。業績発表が終わると、出尽くしとなることもよくあります。

——なぜ、年初には 12.5 倍で評価されていた日経平均の予想 PER が 15.5 倍を超えるまで急に評価されるようになったのでしょうか？ 夏場から日経 225 企業の成長性が期待できる根本的な変化があったのでしょうか？

4-6 月期決算でトヨタなどが業績をそれほど上方修正していないからですね。そのため、7-9 月期の決算発表時に業績（EPS）が上がることを先回りしたことで、足元の PER が上がっているということでしょう。

<資料 P3>

——日経平均予想 PER の度数分布図で 2020 年 3 月から 2021 年 5 月末を除いたのは、なぜでしょうか？

コロナショックが業績に大きく影響していたからです。

——右側に改めて 2021 年 6 月～2023 年 9 月 15 日だけの度数分布図を掲載したのは、なぜでしょうか？

コロナショック後のデータの状況を見るためです。

——日本経済新聞社が日経平均の予想 EPS（1株当たり利益≒業績）を過小評価してしまっている可能性はないでしょうか？

あくまで予想ですので、過小評価する可能性も過大評価する可能性も否定できません。

<資料 P4>

——「テーマが変わった」とは何がどう変わったのでしょうか？

例えば、グロース（成長）株相場とバリュー（割安）株相場ということです。

——NT 倍率が下げているなかでの日経平均の回復は、TOPIX の上昇が著しいからといえるのでしょうか？

株価としては上がっていますが、いわゆる日経平均だけを上げる仕手的な上昇ではなくなっているということです。裁定残高が高水準であること、日経 225 の銘柄入れ替えがあること、そして日本円の借入れコストが上がる可能性があることも影響しています。

——この場合、NT 倍率が下げているからといって、日経平均が弱いとは必ずしもいえないのではないのでしょうか？

足元では、日経平均が弱い環境とはなっていません。この状態が9月の配当権利付き最終売買日を超えた後も続くかに注目しています。

——TOPIX をけん引しているのは、どの業種でしょうか？ それは、なぜ高く評価されているのでしょうか？

金利上昇期待から銀行株などが強含んでいます。

——将来的に日本銀行の YCC（利回り曲線操作）政策が撤廃されて、長期債利回りが上昇すれば、日本の銀行にとっては逆風ではないのでしょうか？

利ザヤが拡大するので業績は上がるでしょう。また、日本の長期国債をすでに日銀などに売却して保有残高が少なくなっていれば、金利上昇での国債による評価損は軽微でしょう。一方、貸出に苦労していて、まだまだ多額の長期債を持っている金融機関などには逆風ですね。

<資料 P5>

——この日経平均が大きく動いた日だけの値幅の分布から何がみえてくるのでしょうか？

まだまだ大きく動く日がかなりの頻度であるということです。これは OP 買い戦略にとって朗報です。チャンスが多いのですから。

——日経平均が1日で450円動くことは珍しくないのに、それを念頭に置いて OP トレードを実践するということでしょうか？

450円以上、交互に動くパターンは、ここにきて少し崩れかけているものの、まだまだ利用できるパターンだと考えています。CALL か PUT のどちらに賭ければいいかが分かれば、それは OP 買い戦略にとって、とても有益な情報でしょう。

——右下のグラフは何を示しているのでしょうか？

450円以上の上昇を+1点、450円以上の下落を-1点として、累積すると、数字が安定しています。これは、大きな範囲でのボックス相場を意味しているということでしょう。

——そこから何がみえてくるのでしょうか？

したがって、この関係がある間は、逆張りの運用が有効だと考えています。

<資料 P6>

——イールド・スプレッド（10年物米国債の利回りと S&P500 の株式益利回りの差）が1%を割れました。それでもまだ米国株から米国債への大きな移行がみられないのは、なぜでしょうか？

過去の経験則からすれば「異常値」です。これを正当化する答えをあえて挙げれば、社会構造の変化でしょう。例えば、AI などの発展は、いわゆる新たな産業革命であり、ROE（自己資本利益率）が急激に上昇することを示唆しているのかもしれませんが。

——2年物米国債は利回りが5%を超えています。2年間5%で運用できるにもかかわらず、株式が依然として人気があるように見えるのは、なぜでしょうか？

個別銘柄であれば、もっと高い収益率が得られるものもあるなど考えているということですね。人間の欲望は計り知れないともいえるでしょうか。指数ベースで考えると経済合理的ではないと個人的には考えています。

——イールド・スプレッドの妥当な水準（リスク・プレミアム）が3.0%であるとすれば、10年物米国債利回りが4.336%のとき、S&P500 益利回りは7.336%が目標となり、であれば、益利回りはPER（≒成長性）の逆数（ $1 \div \text{PER}$ ）で、 $\text{PER} = \text{株価} \div \text{EPS}$ （≒企業業績）ですので、S&P500 の理論値は2990.74になるということですね？

そのとおりです。

——S&P500 のEPSが株価に対して過小評価されている可能性もあるのでしょうか？

可能性はゼロではありませんので、あり得ると考えています。

——つまるところAI株の成長性が高く評価されているということでしょうか？

AI 関連だけが株式ではありませんが、AI がかなり大きな影響を与えているという状況でしょう。

<資料 P7>

——これは先生のオリジナル指標である売坊-OP 合成指数が S&P500 が強気トレンドに転じたことを示唆しているのでしょうか？

8月30日から上昇基調になっていますが、また反転する可能性もあります。

——人間が動かしている相場ですから「行き過ぎ」というのが常にあると思います。したがって、さらに上値を追う可能性があることを念頭に置きながら、異常値であることを根拠にピンポイントでPUT買いやストラングルの買いを考慮することもあり得るのでしょうか？

上値を追う状況となっても、はしごを外されたら大きな損失を受けることになります。その様な時に利用できるのがCALL買い戦略です。このOPの使い方は現物や先物にはないものです。

【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バ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。