

## オプション倶楽部 TV

### 2024年2月「異常値分析」補足 Q&A

2月にさらに高騰して34年ぶりの高値更新となった日経平均。40000円を超えるかに注目が集まるなか、売坊先生は「視点を変えてみると日本経済がファンダメンタルズ的に強いとはいえ、需給相場になっている」とみているようです。そこで注目されるのが歴史的水準を超えるまでに積み上がってきた、裁定取引（先物売り—現物買い）による現物の買い残です。3月8日にはラージ先物でも期近が満期を迎えるメジャー限月「3月限」のSQ日があるため、それに向けてひと波乱があるかもしれません。そして、その兆候がOP市場に現れるかもしれません。

#### <資料 P2>

—今回の上昇は米半導体メーカー、エヌビディアの好決算が日本の半導体関連株に対する追い風となったからでしょうか？

投資家の心理状態を改善・高揚させた結果の株高だと思います。

—まだまだAI関連企業への過剰投資の様相はみられないでしょうか？

AIの中でも選別が起こってきていると考えています。

—日経平均の円建てとドル建てのチャートを掲載したのは、なぜでしょうか？

見え方がかなり違う場合があるからです。

—ドル建て日経平均のチャートをみると巨大な「カップ・ウィズ・ハンドル」のパターンを描いているように見えませんか？

そのようにも見えますが、壮大なダブルトップとなるかもしれません。

—日経平均が34年ぶりの高値更新となりました。すでに構成銘柄の3分の2以上が入れ

**替わっているとはいえ、市場参加者に与えるインパクトは大きいのではないのでしょうか？**

ニュース・バリューとしては大きいですね。一方、現状は、それほど熱狂的でもないですね。

**——4万円を超えてくると売り方の踏み・ヘッジだけでなく、“乗り遅れ”を恐れる大口・小口投資家の資金流入も懸念すべきでしょうか？**

可能性はあります。が、日本の個人投資家は分かりませんね。若年層は強気、熟年層は高値懸念かもしれません。これは今までの株価の歴史から来ていると考えています。「靴磨きの少年」にならなければいいのですが。

**——中国株が政府のPKO（価格維持操作）で急反発しています。にもかかわらず、依然として中国市場から投資資金はまだ逃げているのでしょうか？**

中国政府系資金が提供した流動性で海外投資家は逃げていると考えています。

**——米国株の上昇もバイデン政権のPKOだとすれば、こちらが肯定されるのは、なぜでしょうか？**

株高によって雇用が拡大すれば肯定されるでしょう。しかし、再度インフレ懸念が出てくると状況は一変するかもしれません。

**<資料 P3>**

**——ドル建ての日経平均と S&P500 の 1990 年以降の成績を比較するチャートを掲載したのは、なぜでしょうか？**

日本株の新高値も視点を変えれば、まったく違って見えるからです。

**——ここまで差がついたのは、なぜでしょうか？**

日本の生産性の低さや、政策の失敗ですね。

——1989年末の長期金利（10年物国債利回り）を掲載したのは、なぜでしょうか？

その当時との違いが明らかだからです。

<資料 P4>

——日経平均の予想 PER（株価収益率≒成長性）が2月27日現在、16.59倍と歴史的な高値圏を推移しています。先生はこれを需給要因による異常値の可能性とみられているのでしょうか？

そのとおりです。特に裁定取引と円安の結果でしょう。

——信用評価損益と日経平均のチャートを掲載したのは、なぜでしょうか？

信用買いポジションの評価損益率の低さは、株価天井のサインだからです。

——信用評価損益とは「信用買い玉の評価損益」と定義できるのでしょうか？

ここで出したものは買い建玉の評価損益です。売り方の評価損益もごさいます。

<資料 P5>

——裁定取引（先物売り—現物買い）のポジションが歴史的な水準を超えてきたということは、新たな資金が裁定業者に入ってきているということでしょうか？

新たな資金が入っているということです。アジアで流動性のある市場で“もうひと稼ぎしたい”という資金が、金利が上がる前に流入しているということですね。

——裁定業者が積極的にポジションを拡大しているのは、踏み上げの連鎖が続いて先物が割高になりやすい環境だからでしょうか？

収益機会が大きい状態が続いていることは確かですね。そうであれば、投資資金が入ってき

ても不思議ではありません。

——裁定業者がポジションの解消に転じたときに日経平均が天井を付ける可能性があるのでしょうか？

一気に SQ で解消すると、インパクトが大きくなります。

——その兆候を日経 225PUT 3月限の建玉から察知し得るかもしれないということでしょうか？

仕掛けるとすれば、PUT と CALL にその兆候が見られることが多々あります。

——日経平均の予想 EPS×PER マトリクスを掲載したのは、なぜでしょうか？

40000 円となる組み合わせが分かるからです。

#### <資料 P6>

——イールドスプレッド (S&P500 益利回り - 10 年物米国債利回り) のチャートを掲載したのは、なぜでしょうか？

これがかなり縮小しているからです。2月16日には▲0.11%にまで縮小しています。リスクがある株式の益利回りと10年債の利回りが、ほぼ同じという水準です。

——イールドスプレッドがゼロを超えるということは米国債の利回りよりも S&P500 の益利回り (EPS÷株価÷期待リターン) が上回るということでしょうか？

そのとおりです。

——株式投資家は米国株から米国債にシフトしないぐらい米国株に強気ということでしょうか？ 少なくとも S&P500 で3割以上の比重を占める上位10数銘柄に対しては米国債

よりもリスクが低いと考えているのでしょうか？

参考：スリックチャーツ「S&P 500 ETF Components」

<https://www.slickcharts.com/sp500>

リスクが低いというよりも、成長性に期待しているということでしょう。S&P500 は IT 指数となってきましたね。

——米国債市場の参加者と米国株市場の参加者にも二極化が起きているのでしょうか？

投資ファンドと年金や生保とでは、見え方が違っていると考えています。

**【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。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。