

オプション倶楽部 TV

2024年3月「異常値分析」補足 Q&A

3月に調整を入れながらさらに高値を更新した日経平均。40000 円台に定着するか注目されるなか、売坊先生は「日経平均を押し上げる要因となった円安、裁定買い、信用買い、米国株それぞれの視点から分析する必要がある」と考えているようです。

<資料 P2>

——日経平均の予想 EPS（1株当たり利益 \div 業績） \times PER（株価収益率 \div 成長性）バンドを掲載したのは、なぜでしょうか？

過去の PER と予想 EPS の増加・下落の動向を視覚的に簡単に確認できるからです。株式市場の現状を把握するのに役立っています。

——日経平均の PER が3月22日に17.38倍まで上昇しました。これは、あくまで日経平均の寄与度上位銘柄（ほとんどが外需関連株）に対する成長期待であり、日本経済ではないという解釈もできるのでしょうか？ それとも歴史的過剰評価と解釈すべきでしょうか？

円安が進行していますので、外需関連企業の業績上昇期待から株価が先取りをして上昇、結果として PER が上がっている状態です。したがって、為替相場が円高ドル安に転換すると、一気に株価下落となるリスクを内包している状況でしょう。

——4月1日に日経平均の構成銘柄の入れ替えがあり、宝ホールディングス(2531)、住友大阪セメント(5232)、大平洋金属(5541)が除外され、ZOZO(3092)、ディスコ(6146)、ソシオネクスト(6526)が追加されます。より AI・半導体関連の値がさ株が組み込まれることで、どのような影響が考えられるのでしょうか？

現在の AI 関連の物色が続くようだと中期的に上昇につながる可能性があります。一方、短期的には先回りをして買っていた投資家の利食いが入りやすいので、一段落するまでは、マイナスに働くかもしれません。

——信用売り残と買い残のチャート（金額ベース）を掲載したのは、なぜでしょうか？

買い残高が、かなり急増している状態です。円安と裁定買い増加の相乗効果による株高の状態でしょう。

——信用買い残が歴史的な高水準にあるということは、市場が現在かなり強気であるということでしょうか？

そのようにも解釈できます。一方、かなりの水準ですので、今後は余力が減ってくる可能性があります。円高に転換すると、潜在売り圧力が大きいため、注意が必要でしょう。

——ただ、信用売り残も歴史的な高水準にあるのではないのでしょうか？

高水準にあります。さらに、含み損率も高水準です。ただし、買い残に比べて少額なので、買い戻しのインパクトもありますが相対的には小さいこととなります。

<資料 P3>

——裁定取引（先物売り－現物買い）による現物買い残が2兆円を超えています。これが何を示唆しているのでしょうか？

現在の日本市場では裁定取引が活発化しているということでしょう。

世界的に株価は高水準です。したがって、下落リスクも高いわけです。その結果、いわゆるスプレッド取引、ロング＝ショート取引ともいえる裁定取引は、大口投資家やファンドにとって魅力的でしょう。借入の円金利の上昇がそれほどでもないのも要因でしょう。

——対して、売り残が増加したのは、何か意味があるのでしょうか？

OPがらみで複合的な戦略をとっているのも一因です。さらに、次回以降のSQで買い戻しをすれば、SQ値を上げる方向に働きます。したがって、今後も残高を注視していく必要があるでしょう。

——裁定筋が現物買い残を増やしているのは、まだまだショート・スクイーズ（売り方の締め上げ）で先物が割高となりやすいからでしょうか？

それも一因でしょう。

——改めて、ここ1カ月間の裁定買い残と日経平均のチャートを掲載したのは、なぜでしょうか？

金額ベースでは、裁定買い残は1週間に1度しか発表されません。しかし、株数ベースでは、数日遅れであるものの基本毎日更新されます。したがって、株数ベースをみることで早めに動向が分かるからです。

——SQ日（先物・OP期近の満期日）だった3月8日の買い残の棒グラフを赤で記したのは、なぜでしょうか？

裁定解消売り後の水準ですので、今後のスタート・ラインとなる水準です。思ったほど裁定解消売りが出なかったことが意外でした。

<資料 P4>

——ドル円レートと日経平均の分布図を掲載したのは、なぜでしょうか？

現時点で日経平均に最も影響しているのはドル円レートだと考えているからです。明らかに相関しています。そのインパクトは1円の変動で日経平均を800円程度動かしている状況です。

——日本銀行がマイナス金利の解除とYCC（利回り曲線操作）の撤廃を決定したにもかかわらず、どちらかというドル高円安に振れたのは、なぜでしょうか？

「その後も緩和的に行動する」というコメントから、以前も指摘していたとおり、インパクトが小さいとの思惑が確認されたからでしょう。また、出尽くしとなったことも影響しています。

さらに、今回この情報が漏れていた、または意図的にリークしたことは、日銀の情報管理が不適切だったとの印象を与えています。投資家からすれば、日本への不信感が高まった状況です。

——日銀が政策金利を引き上げたとき、ドル円相場に何かしらの影響が考えられるのでしょうか？

今後も、その大きさ、タイミング、そして情報開示の方法によるでしょう。

——米大統領選がある 11 月まで、日銀はドル円への影響を恐れて、積極的に金融引き締め動きにくいということも考えられるのでしょうか？

ご指摘のとおりだと思います。米大統領選挙前にドル安によって輸入物価を通じてインフレ率が上昇することは、バイデン大統領には容認できない状況です。

——現在の分布が傾向線の下線にあることが、何かを示唆しているのでしょうか？

さらなる円安の可能性がある、またはすでにその円安を織り込んだ水準に日経平均があるということです。

現在のドル円水準からすると、株価上昇の限界値ともみてとれます。したがって、円安がさらに進まないとする、日経平均は天井圏にある可能性が高いと考えています。

<資料 P5>

——S&P500 の売坊-OP 合成指数を掲載したのは、なぜでしょうか？

米国株については方向が読みにくい状況です。OP 合成指数の方向性が定まらずにいるからです。

——米国株関連デリバティブのメジャーSQ 日（15 日）を通過しても S&P500 は続伸を見せていますが、先生が「決迷い」とみているのは、なぜでしょうか？

基本的に米大統領選までは大崩れはないと考えています。下落すれば PKO (株価維持操作) が入ると考えているからです。インフレも反発の気配を見せているものの、まだ軽微です。さらに、FRB (米連邦準備理事会) が株価下落につながるようなドットチャートを変更しないことでアシストしているからです。

——通常、売坊-OP 合成指数の移動平均の方向は S&P500 のトレンドと一致しているようにみえるのですが、直近は乖離しているようにみえます。これはどのように考えられるのでしょうか？

大きなトレンドが出ていないこともありますが、上記に示すように、米大統領選挙前ということ、FRBのアシスト、そして AI がらみの構造改革への期待があるため、堅調さが維持されているのだと考えています。

債券に比べて株式は割高な状況ですので、米大統領選挙後の急落を懸念しています。きっかけは業績低迷やインフレや金利上昇でしょう。米大統領選挙後も日本株の裁定買い残が高水準だと日経平均は 12 月限 SQ にかけて注意が必要でしょう。

ただし、大統領選挙前も反米勢力による“かく乱”がある可能性も想定しています。

【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。