

## オプション倶楽部 TV

### 2023 年 5 月「異常値分析」会員様向け補足 Q&A

今回は 2023 年 5 月の異常値分析として「CALL 価格の急騰」をとりあげます。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）の CALL 価格がここまで急騰する状況は、非常に珍しいと先生は指摘しています。今回の日経平均上昇の原因と今後について「乖離率」「新高値銘柄数」「PER・EPS」分析などから検討していきます。

#### <資料 P2>

—— 1円だった 33000CALL が 125 円にまで跳ねたということは、この CALL を 1 枚 1000 円で購入していたら、12 万 5000 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。

そのとおりです。なお、逆に PUT で起きていたら、インパクトはもっと大きかったと推測しています。

—— 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）の CALL で、これほどまで OP 価格（プレミアム）が上昇するのは異常なことでしょうか？

「異常」は感覚的な言葉ですので、その定義によることになります。市場での取引ですので、すべての価格は需給で決まっています。そうはいても、切羽詰まった投資家の損切りなどで、通常では考えにくい価格が付くこともあります。これを「異常」と定義するのであれば、異常ですね。流動性がなくなった時の小型株などと同じような状況といえます。

—— 正規分布ではとらえられない歪みが生じているということでしょうか？

OP（オプション）価格などは正規分布を前提として理論価格が計算されています。しかし、実際の株式市場はファット・テールの状況となっています。つまり、正規分布と比較して、平均値から離れた両サイドの確率が高いことが分かっているわけです。したがって、この歪

みの特性を利用し、異常値やイベントなどで、OP 買いのタイミングを計っていくのが戦略となります。

——下段に日経 225 ミニ先物の時間足を掲載したのはなぜでしょうか？

同期間の先物の値動きを比較してもらうためです。今回の上昇局面では、日経平均は相対的になだらかですが、CALL の価格は加速度的に上がっていると分かります。この点での留意したいのは、いわゆる「デルタ・ヘッジ」はメンテナンスが難しいということです。

### <資料 P3>

——先週、日経平均が吹き上げたのは、なぜだと考えていますか？

信用売り玉や CALL 売り玉で損切りを含む買い戻しが加速したからだと考えています。大口投資家による資金量にものをいわせた仕掛けがあったのではと推測しています。

——海外投資家は現物株を積極的に買ってきているのでしょうか？ それとも先物を買っているのでしょうか？

うまく両方を使いながら、回転させて指数が上がるよう買い進めているのだと思っています。

——買い方の攻勢に、売り方の損切りによる踏み上げが加わったということでしょうか？

その様に推測しています。

——ここまで海外投資家が日本株に強気になった理由をどのように思いますか？

強気になっているかどうかは分かりませんが、円ベースで日経平均は、かなり上昇していますが、円安効果がありますので、米ドル・ベースでの上昇は相対的にそれほどでもないからです。

——ドル建て日経平均のチャートを掲載したのは、なぜでしょうか？

円安の効果を見るためです。米ドル・ベースで見れば、見え方はかなり違っていると思います。

——円安を理由に買われているとすれば、なぜ1ドル=150円まで下げた昨年10月に積極的に買うことは、なかったのでしょうか？

いくつかの要因があると思いますが、現在は植田日銀新総裁のスタンスから、円金利上昇への懸念が後退しているからだと思います。また、米国の利上げが最終局面とみられていることも楽観的になっている理由のひとつでしょう

——ドル円レートは一時138円後半にまで円が安くなりました。さらに円安が進むと日経平均の一段高が考えられるのでしょうか？

他の条件が同じであれば、可能性が高くなっていくと考えています。一方、米国株市場には懸念材料もあります。したがって、米国株が崩れれば、上値は限定的になると考えています。

——現在でもドル建て日経平均/S&P500では、ドル建て日経平均が割安になっているのでしょうか？

割安と考えるかどうかは、人によって、また投資期間によって違うと思います。なお、少なくとも円建てのイメージほどドル建ては上昇していないチャートになっています。

#### <資料 P4>

——予想PBRが2021年からの下降トレンドによる抵抗線を上抜いているということは、このチャートからは、相場つきが変わった（PBRが1倍割れに向かう流れが変わった）可能性を示唆しているということでしょうか？

その可能性を考えています。ただし、不確実な要素もたくさんありますので、再度下降トレンドに戻される可能性も想定しています。不確実要素とは、例えば2024年のソフトバンク

グループの決算予想です。

——NT 倍率（日経平均÷TOPIX）が経済状況を判断できる指標であるのは、なぜでしょうか？

日経平均と TOPIX の業種別の構成比率が違うことを考慮して、経済状況を中期的に判断しています。

——「仕手筋」とは具体的には海外投資家でしょうか？

指数で考えれば、多くの場合は海外のヘッジファンドなどです。大きな資金がありますので。

<資料 P5>

——「乖離率」とは何でしょうか？

移動平均の値からどれだけ離れているか、その割合（%）ということです。

——中期的にみて、歴史的に異常な上げ方をしているということでしょうか？

10年に1度あるかないかぐらいの状況だったと考えています。

<資料 P6>

——ここで PER バンドのグラフを掲載したのは、なぜでしょうか？

今後の EPS 予想が相場に大きく影響すると考えているからです。

——日経平均は PER バンドの予想 EPS14 倍ラインを上抜きました。これは日経平均の成長性が過大に評価されているみるべきでしょうか？ それとも悲観から中立に戻ったとみ

**るべきでしょうか？**

多分に自社株買いの影響が反映されていない可能性があります。

**——2020年1月に似ているのは、なぜでしょうか？**

EPSが伸び悩んでいるのに、PERが上昇しているところが似ているからです。自社株が売却されれば、株式数が減りますので、同水準でもEPSが上昇するからです。

**——さらに上昇するとすれば、考えられるのは予想EPSの上方修正でしょうか、それともPER15.5倍まで評価される可能性でしょうか、その両方でしょうか？**

どのような割合での組み合わせになるかはわかりませんが、EPSの上昇で、PERは下がってくる可能性もあります。

**<資料 P7>**

**——ここでS&P500の売坊-OP合成指数を掲載したのは、なぜでしょうか？**

米国株の状況確認です。合成指数は堅調な展開を示唆していましたが、若干その雰囲気が変わってきたという感触になってきました。

**——先週に引き続き、米国債利回りとS&P500益利回りを比較した表を掲載しているのは、なぜでしょうか？**

これは毎週確認しておきたい数字だからです。

**——日経平均に調整が入るとしたら米国株の動きからということでしょうか？**

現在、一番の懸念は米国株等の外部要因でしょう。

**【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。