

オプション倶楽部 TV

2023年8月「異常値分析」会員様向け補足 Q&A

先月の異常値分析で「さまざまなテクニカル指標が天井圏を示唆している」と先生が指摘していたとおりに、その後、日経平均は頭打ちとなり軟調な展開となりました。株高要因となり得る円安があったにも関わらず、先生が補足していたように決算通過後の予想 EPS（1株当たり利益）の低下で相殺されてしまったようです。そして、先生は米国株を含め、いくつかの指標が相場つきの変化を示唆しているとみています。

<資料 P2>

——7月の異常値分析で取り上げた日経平均の予想 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？

PBR の数字などを毎日フォローしていくことで、そのパターンや特徴がみえてくるからです。今回、1.4 倍から明らかな調整に入ってきたというパターンがきれいに出ていると思います。

——もし日経平均が下げトレンドに入れば PBR1.0 倍が下値の目安を示唆しているといえるでしょうか？

PBR1.0 倍の水準は、かなり悲観的な相場見通しとなった状況でしょう。まずは2022年のレンジである1.1~1.2倍程度に戻されるかに注目しています。

——90日移動平均線が日経平均に追いつきました。日経平均の風向きが中立になったと示唆しているといえるでしょうか？

上昇局面で移動平均まで下がってきました。いわゆる「スピード調整が一段落した」状態です。なお、このような場合、移動平均からかなり乖離したところで買っていた投資家の含み損が膨らみます。したがって、いわゆる「投げ」につながる形で、移動平均を1回は割り込むことが多くみられます。その後、移動平均が下落基調となった場合には、-10%の乖離を目指すパターンが実現しやすいというのが経験則です。

<資料 P3>

——なぜ、NT 指数（日経平均÷TOPIX）を掲載したのでしょうか？

NT 指数は相場つきをよく表しています。NT 倍率が上昇しているときは、日経平均が強く、その逆も真なりです。今回 14 倍を割れてきたことで相場環境が変わったと考えています。

——なぜ、NT 指数が相場つきをよく表しているのでしょうか？

日経平均と TOPIX の計算方法の違いを考えることで、その違いが明確に出ると思います。また、日経平均は上位銘柄の寄与度が大きい点も相場を考えるポイントです。ファーストリテイリングが上がる環境かトヨタが上がる相場かということなどです。

——14 倍割れをトレンド転換の目安としているのは、なぜでしょうか？

過去の水準のパターンから、その水準を見ています。

——裁定取引の買い残高（先物売り・現物買い）が減少していることが、なぜ日経平均の下げを示唆しているのでしょうか？

先物市場に比べて現物市場が小さいため、ファーストリテイリングなどの現物株が売られると日経平均が下がりやすくなるからです。なお、買い残が膨らむと、将来の下落を警戒しておく必要があります。

——裁定取引の売り残高（先物買い・現物売り）が比較的小さいことも日経平均の下げを示唆しているのでしょうか？

現状の水準ですと、あまり影響はないと考えています。

<資料 P4>

——日経平均が予想 EPS（1 株当たり利益≒企業業績）×PER（株価収益率≒成長性）バン

ドの上辺（15.5倍）できれいに頭打ちとなりました。経験則どおりだったといえるでしょうか？

人口減少などで潜在成長率が低い現在の日本の環境では、やはり PER の上限が意識されたということですね。今回は、円安に伴う予想 EPS の上昇が裏切られたことで、高い PER の水準が維持できなくなったということです。そのため日経平均が軟調となっています。

——現状においては日経平均の頭重さを示唆しているといえるでしょうか？

格付け引き下げなどで米国債の利回りが再度上昇しています。このような環境で起きている頼みの綱の円安にも反応が薄い状態では、日経平均は頭が重い状態でしょう。

——日経平均の予想 EPS が下方修正されているのは 4-6 月期決算が期待したほどではなかったからでしょうか？ それとも 7-9 月期がさらなる伸びを期待されていないからでしょうか？

各企業がドル円による収益増について、まだまだ不確実性が高いと判断したこと、そして本業による収益の厳しさで今期の企業収益の見通しが下がったということでしょう。

——日経平均構成企業にとって円安による業績改善は、さらに円安が進まないと（例えば 150 円）難しいといえるのでしょうか？

円安でメリットを享受する産業と、デメリットを被る産業があります。また、円安によるコスト上昇（電力など）を価格に転嫁していても、可処分所得の低下によって、売り上げが減少するリスクがあります。昔と違い、円安は日本経済にマイナスの面が大きくなっていると考えています。

<資料 P5>

——ドル円と日経平均の分布図において赤丸・黄丸で表示しているのは何でしょうか？

赤丸と黄丸で分けているのは、過去 2 週間で相場つきが変わったことを示したからです。4-6 月期の発表がほぼ出そろったところから、円安への株価の感応度が明らかに変

わっているのが見て取れると考えています。NT 倍率にも同様な徴候がみられています。

——先月指摘していたように EPS の低下で傾向線（基準線）の角度が上昇したということでしょうか？

結果として、上値の基準線の角度が上がったことになります。今後も企業業績、つまり予想 EPS が上昇しなければ、丸は株高を示す右方向へ移動できず、上に動くようになると考えているからです。

——円安が進展しても5月ほどは日経平均の上昇圧力とはなりにくくなっているということでしょうか？

そのとおりです。円安による業績拡大への期待が剥落してきたということです。

<資料 P6>

——米 CPI（消費者物価指数）が反発する可能性を踏まえて FRB（連邦準備理事会）のパウエル議長が政策金利（FF レート=5.25~5.50%）の追加利上げについて言及しました。CME の FED ウォッチによると 8 月 29 日現在、市場の半数が年内据え置きとみている一方で、もう半数が 11 月に 0.25%の追加利上げがあるとみるようになりました。これでもまだ米国株市場は利上げを織り込んでいないといえるのでしょうか？

徐々に織り込み始めていると考えています。9 月 13 日に発表される 8 月分 CPI が高い数字となると、市場が一気に織り込みいく、あるいは市場にショックが走るかもしれません。万が一、あと 2 回利上げがあり、米 10 年債利回りが 4.5%を目指すような展開となると、米国株の調整は大きくなると考えています。

——他の経済指標が安定しているなか、米 CPI が 2021 年後半のように 5%を超えて 6~7%の上昇となれば、FF レートが年内に 5.75~6.00%まで引き上げられる可能性があり、それは米国株にとって弱気材料になるということでしょうか？

かなりの悪材料となると考えています。

——逆に、米 CPI の反発が 5% を超えてこなければ、FF レートは少なくとも据え置きとなり、米国株にとっては強気材料となり得るのでしょうか？

CPI が 4% を超えてくれば、かなりの悪材料でしょう。その様な CPI の上昇に対し、FF レートが上がらなくても、米国株の好材料とはならないと個人的には考えています。

<資料 P7>

——Fear&Greed 指数が S&P500 の天井を示唆していました。8 月 29 日現在は 50 (中立) にまで戻しています。現在は、どの辺に注目しているのでしょうか？

Fear & Greed 指数も上下に振り子のように振れます。したがって、利上げ観測が市場に織り込まれる状況で 20 台まで下押しする可能性があります。再度 20 近くまで下落してくれば、この指数からはテクニカルな底入れのサインになると考えています。

<資料 P8>

——先生のオリジナル指標である売坊—OP 合成指数が S&P500 が弱気トレンドに入ったことを示唆しているのですね？

OP 関係の数値には投資家心理を反映した情報が入っています。オプション倶楽部の会員様にお伝えしているこの合成指数は 7 月 31 日に天井を打ち、8 月 1 日に下落の可能性を示唆していました。奇しくも、S&P500 は 7 月 31 日に直近高値 (4588.96) を付けています。

<資料 P9>

——引き続き FRB のバランスシートを掲載しているのは、なぜでしょうか？

この水準も引き続きフォローしておくべき重要な情報だと考えているからです。その水準とそのスピードに注目しています。

——すでに FRB のバランスシートは金融不安が起きたときの水準を下回っており、10 年

物米国債利回りは一時 4.3%を超えるまで上昇しています。しかし、債券市場や金融機関に大きな動揺がみられないのは、なぜでしょうか？

いったんは預金の移動がマイルドになっているからです。しかし、この問題に焦点が当たりだすと、かなりの動揺が起こると考えています。ドミノを並べているような環境でしょうか？いつかは、何かのきっかけでドミノ倒しが始まる可能性が高ま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。