

オプション倶楽部 TV

2023年10月「異常値分析」会員様向け補足 Q&A

9月中旬からの日経平均の弱気トレンドが大きくスイングしながら下値を試してきているようにみえます。この期間、売坊先生の異常値分析では、どのような状況であったか確認しておきましょう。また、先月注目した日経平均とTOPIXとのNT関係について、さらに深掘りしていきます。そして、米国では10年物国債利回り（長期金利）が一時5%を付ける上昇となりました。債券利回りとの比較で株価が異常であること、またこれから金利（長期金利）が低下したとしても株価が必ずしも上昇するわけではなく、歴史的には真逆のことがあると売坊先生は指摘しています。

<資料 P2>

——9月半ばから日経平均が下げトレンドとなった一因として「裁定買い（先物売り—現物買い）の解消」が挙げられるのでしょうか？

裁定買いの解消が日経平均下げの一因だと考えています。裁定買いを解消する場合、現物株売り、先物買いとなりますが、そのとき規模の小さい現物株市場に与えるインパクトのほうが大きくなるため、株価指数は下がりやすくなります。

——裁定買い残（株数ベース）が9月から半減し、減少傾向にあるのは、なぜだと思いますか？

裁定業者ごとに個別の理由もあると思います。例えば、資金需要や借入金利の上昇などです。また、OPを絡めた取引や、日経平均銘柄変更の影響、証拠金計算方法変更などの不確実性排除の意図もあるでしょう。日本株の先安観もあるのかもしれませんが。

——裁定買い残高が増加すれば日経平均の腰が強まり、減少すれば腰が弱まるといえるのでしょうか？

裁定買い残が増える過程で日経平均は上がりやすく、裁定買い残が減る過程で日経平均は下げやすいといえます。

——それでも10月上旬に急反発があったのは、なぜだと思いますか？

9月末から10月上旬にかけての上昇については、あまり明確で経済合理的な説明が付きにくいかもしれません。年金基金などからバランス調整の関係で値段に関係なく売りたたかれたところからのテクニカルな戻しではと考えています。

<資料 P3>

——10月上旬に急反発をみせた日経平均が天井を示唆したひとつとして「信用倍率（信用買い残高÷信用売り残高）の上昇」が挙げられるのでしょうか？

10月6日の31000円割れに向けて信用買いがはいつたことで、少なくとも下落を止めたということでしょう。

——このとき信用倍率が高い水準になった、つまり信用買い残高が信用売り残高に比べて大幅に増えたのは、なぜだと思いますか？

個人投資家などに値ごろ感があったのだと思います。いわゆる押し目買いです。

——歴史的に信用倍率が5倍を超えてきたら日経平均の反落を警戒すべき局面、ということでしょうか？

少なくとも2016年以降は、その水準を超えると市場が楽観に傾き過ぎていると考えています。その際、買い残高の金額にも注目しています。

——となると、信用倍率が5倍を超えてきた場合、逆張り日経2250PのPUT買いを検討する理由のひとつになるかもしれませんね？

PUT買いを検討しても良いタイミングですね。

——信用買い残高と信用売り残高の推移を掲載したのは、信用買い残高自体が歴史的に高い水準にあったことを示すためでしょうか？

そのとおりです。

<資料 P4>

——前月と同じ資料を更新して掲載したのは、なぜでしょうか？

下段に新たなチャートを加えました。移動平均線からの乖離が一定幅に収まっています。これは、ひとつの売買アイデアとなるでしょう。

——NT 倍率の 14 倍にある緑線は何を示唆しているのでしょうか？

個人的に NT 倍率の均衡水準のひとつとみている倍率です。

——実際のところ、成長（グロース）株から割安（バリュー）株に投資家のテーマが変わっているのでしょうか？

変わってきたのだと考えています。

——なぜ、投資家のテーマが変わると TOPIX が日経平均に対して強くなるのですか？

計算方法の違いです。平均株価と時価総額ベースの違いです。

——NT 倍率が 14 倍に戻したのは自律反発であって、目先天井を付けた可能性があり得るということでしょうか？

また NT 倍率が下がれば、株式市場は軟調になるのではと考えています

——この乖離率は NT 倍率とその 5 日移動平均線の乖離率ということでしょうか？ 乖離率が一定の幅を超えたときは、目先のトレンド（モメンタム）が一息つきそうだと判断できるといえるのでしょうか？

そのとおりです。

—この乖離率は NT トレード（日経 225 先物と TOPIX 先物のスプレッド）の参考にもなりそうですね。

いわゆるロング＝ショート戦略ですね。かなり有効な戦略だと考えています。オプション倶楽部では、この戦略の注意点などのエッジの部分についてもお話をしています。

<資料 P5>

—この金利差のグラフは両国 10 年物国債の利回り差でしょうか？

日米 10 年債利回りの金利差です。

—パウエル FRB（米連邦準備理事会）議長が 19 日の講演で「次回 11 月 1 日の決定会合では政策金利（FF レート：5.25～5.50%）を据え置くと示唆した一方で、インフレが高止まりしているとして、一連の利上げが終わったわけではないと述べた」と報じられました。これを受けて短期金融市場は、CME の「FED ウォッチ」をみると、ほとんどの市場参加者が米国の政策金利を「年内据え置き」とみているようです。一方、債券・株式市場は、やや弱気に受け取ったようにみえます。市場によって相反しているようにみえるのですが、それはなぜだと思えますか？

個人的には、株式市場はエモーショナル（情緒的）であり、債券市場は冷静で慎重な傾向があると考えています。今回の発言で、債券市場だけでなく、楽観的だった株式市場が徐々に現実の厳しさを認識してきたようです。なお、短期金融市場も以前は政策金利引き下げの思惑がありましたので、弱気になってきたともいえます。

—10 年物米国債の利回りが夜間市場で一時 5% を付けたとして大きく報じられました。利回り曲線（イールドカーブ）が逆イールドから平坦化（フラット化）しているようにみえます。今後、急傾斜化（スティープ化）することもあり得るのでしょうか？ この場合、株式には、どのような影響が考えられるのでしょうか？

この段階からイールドカーブが急傾斜化する場合は、将来の景気がかなり強くなることを

予見していることになるでしょう。その場合、インフレ率がさらに上がることとなります。

したがって、この組み合わせは、かなり無理があります。インフレが再上昇すれば、景気には逆風だからです。このように考えると、短期金利がこの水準でイールドカーブが急傾斜化することはないと考えています。

<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）がゼロ%を割るという先生いわく「原油価格がマイナスになるほど珍しいもの」がみられる可能性もあり得るでしょうか？

相場ですので、ないとは言い切れません。相場は人間による行動の結果です。そして、人間の行動は常に合理的とは限りません。

——ここで先生のオリジナル指標である「売坊-OP 合成指数」を掲載したのは、なぜでしょうか？

こちらはOP関連の指標から作っている指数ですが、9月20日に天井をつけたと示唆しているからです。OP関連の指標は、人間の心理状態を含んでいます。したがって、投資には非常に役立つ情報を伝えてくれていると考えています。

——売坊-OP 合成指数は下げトレンドを示唆しているように見えませんか？

ご指摘のとおり、この指数は下落を示唆しています。個人的には、とても重宝している貴重な情報源です。

<資料 P7>

——ここで10年物米国債利回りとS&P500のチャートを掲載したのは、なぜでしょうか？

ここで重要なのは「金利が低下すると株価が常に上がる」というのは大きな間違いだと考え

ているからです。時と場合によります。

ここで重要なのは「10年債利回りが、その10年移動平均を上回ってから下落した場合、株価が大きく調整していた」という過去の経験則です。

——「金利が下がれば株価が上がる」と一般に考えられているのは、なぜでしょうか？ 例えば、資金の借入れが楽になるので企業が事業を拡大しやすくなり、売上・利益が増えるので景気が良くなるからという論理でしょうか？

ある均衡点からの小規模の乖離の場合には成り立つことが多いからでしょう。また、教科書的な投資書籍では単純なモデルでの関係を示していますので、そのように書いてあります。しかし、大きな相場の転換点では、それが成り立たないのも事実でしょう。実際の経済の仕組みは、それほど単純ではないからです。

——ここでいう「金利」とは政策金利でしょうか？ それとも10年債利回りでしょうか？ それとも長短すべてでしょうか？

今回は10年債利回り（長期金利）を一例として見ています。長期金利は市場参加者の思惑も反映されるからです。

——投資家目線でいえば、株価が下がればリスクオフで長期債価格は上昇する（長期債利回りが下降する）のではないのでしょうか？

通常の小さな金利変動の場合は、そのようなことが多いです。しかし、大きな金利変動の後には、逆だということを歴史は示しています。その時の経済の状況を加味して、より大きな視点で判断する必要があります。

——ただ、大局的（超長期的）には10年物米国債の利回り水準が下がる（10年物米国債の価格水準が上がる）一方で、S&P500が上昇したようにみえます。これは、なぜだと思われませんか？

どのタイムスケールで見るかによって、見え方が変わるということですね。

——「金利が下がれば株価が上がるに騙されない」とありますが、今後、10年物米国債の利回りに押し目（米国債価格に戻り）があったとしても、米国株が上昇するとは限らない、ということでしょうか？

今回の場合は、その可能性が高いと考えています。

【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。