

## オプション倶楽部 TV

### 2024年4月「異常値分析」補足 Q&A

4月にレンジの底を抜けた日経平均。今年1月に足場を固めた36000円台の抵抗線が視野に入ってきました。日経平均を40000円超えの史上最高値にまで引き上げる主要因となったのが円安。しかし、4月は円安が、さらに進行したにもかかわらず、日経平均が弱基調となったのは、なぜでしょうか？今回は異常値分析の視点から、その理由を考察していきます。

#### <資料 P2>

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

円安の進行を好感し、業績が上方修正されるとの思惑が先行して、PERが3月22日には17.38倍まで上昇していました。しかし、ここにきて、その流れが止まっており、4月19日には16.21倍まで低下しています。

——ドル円が一段高となったにもかかわらず、EPSとPERが低下傾向に転じたのは、なぜでしょうか？

円安にはプラス面とマイナス面があります。17.38倍までのPER上昇は、やはり楽観的過ぎたということでしょう。円安は輸出関連株のEPSを底上げする効果もありますが、マイナスに影響する企業もあります。そのようななか、米国で利下げ期待が後退し、長期金利などが再上昇し始めた結果、米国株も軟調な展開となりました。

——外需関連株に対する円安による好業績・成長期待があまりにも過剰だったため、米国株の調整をきっかけに、修正が入ったといえるのでしょうか？

ご指摘のとおりだと思います。

——信用倍率と日経平均の対比を掲載したのは、なぜでしょうか？

円安による株高への思惑から信用買い残が急増していました。これは楽観的となっていた査証でしょう。4月12日でも信用倍率が5.92倍と、かなりの過熱状態を示していました。このような環境でイスラエルの攻撃がありましたので、4月19日の日経平均の下げが加速したのだと考えています。

——信用売り残と買い残（金額ベース）を掲載したのは、なぜでしょうか？

信用倍率だけでなく、特に買い残の金額が異常に上昇していたのが見て取れます。これもまた楽観的過ぎた査証でしょう。

——4月12日の時点で信用買い残が歴史的な高水準にあったことが潜在的な売り材料となっていたということでしょうか？

そのように考えています。

<資料 P3>

——裁定取引（先物売り－現物買い）による現物買い残が3月末から減少に転じたことが日経平均下落の一因となったのでしょうか？

こちらも、かなりの高水準でしたが、減少に転じてきたということは、円安以外の株価上昇のもうひとつの大きな要因がなくなってきたということでしょう。

——4月12日に売り残も減少したのは、何か意味があるのでしょうか？

3月末のテクニカルな部分の解消だと思います。国内支店の勘定で日本株を持つか、海外支店の勘定で日本株を持っているかによって、税金上の取り扱いが違うからです。

——裁定筋は現物の買い残も売り残も大きく抱えているようにみえますが、この場合、正味でみるべきでしょうか？

買い残の絶対水準でも見ていますが、正味の水準も見ています。

——ここで NT 倍率（日経平均÷東証株価指数）と日経平均の対比を掲載したのは、なぜでしょうか？

NT 倍率と日経平均の相関が高いことが見て取れるからです。

——NT 倍率は 14.5～15.0 倍を上限にレンジで推移していると考えられるでしょうか？

NT 倍率が 15 倍を目指す新たな局面入りも想定していましたが、4月19日には14.11倍まで低下してきています。14 倍を割れば、41000 円を目指す楽観的な相場が終わり、2023 年後半の 30000～35000 円のレンジに戻される可能性もありそうです。

一方、ドル円が 160 円を超えてくる場合は、再上昇もあるでしょう。ただし、これは日本円ベースであり、ドルベースでは違います。

- 1 ドル 160 円でドル建て日経平均 240 ドルなら、円建て日経平均は 38400 円
  - 1 ドル 180 円でドル建て日経平均 240 ドルなら、円建て日経平均は 43200 円
- [注] 4月19日ドル建て日経平均は\$240.24

#### <資料 P4>

——日経平均のドル建てと円建てを掲載したのは、なぜでしょうか？

2024 年初来から見ると、ドルベースでは、ほとんど同水準です。すなわち、この株高は日本経済が強いとか、日本の競争力が上がっていると考えるべきではなく、単なる為替換算上の幻想ということです。

——ドル建てでみると現在の日経平均は 2010 年代前半の高値を超えておらず、必ずしも力強いわけではないといえるのでしょうか？

そのように考えています。

——ドル建てチャートでみると、もし介入や日本銀行の政策金利引き上げをきっかけにドル円のトレンドが反転し、円高傾向となれば、海外投資家が見切り売りをするリスクがある

**と考えられるのでしょうか？**

あり得ると考えています。

**——逆に円安基調が変わらないとみれば、押し目買いの可能性があると見えるのでしょうか？**

米国金利の上昇による米国株安が足を引っ張っているため、以前よりも円安による日経平均の押し上げ効果は小さくなってきていると考えています。しかし、上昇する可能性もあります。

**<資料 P5>**

**——年初から日経平均を引き上げた大きな要因となった円安効果が4月に入って陰りが出てきたのは、なぜでしょうか？**

米国の金利高、株安が一番の影響でしょう。

**——日米金利差とドル円の対比を掲載したのは、なぜでしょうか？**

足元の円安は金利差から来るファンダメンタルの要因が大きいので、日銀が介入するときの理由としての「ボラが高い」とか「実勢にあっていない」は正当な理由にはならないでしょう。

**——この日米金利差は10年債利回りの差でしょうか？**

日米10年債利回りで作成しました。

**<資料 P6>**

**——これは日経平均で450円以上の変動があった日を上昇ならプラス、下降ならマイナスで累積した図でしょうか？**

そのとおりです。

—2024年に3.32営業日に1回は大きく変動するがあり、しかも下降することが増えてきているということは、PUT 買いの機会（ベア PUT スプレッドの機会）が増えているといえるのでしょうか？

そのとおりです。

—日経平均が高値圏にあることで、価格ベースで大きくブレやすくなっており、それはOPトレードに有利に働いているといえるのでしょうか（売り戦略の場合、証拠金管理がより大変になっているとはいえ）？

結果としてボラティリティが高い状態は、OP 価格も高くなっていますので、売り方に有利です。さらに、変動が激しいということは、買い方にも大きな機会を与えています。

#### 【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。