

オプション倶楽部 TV

2024年7月「異常値分析」補足 Q&A

上旬に大きく跳ねて史上最高値を更新したものの、下旬には急落して「行って来い」となった7月の日経平均。売坊先生は、その過程で先物市場の需給に歪が生じており、現物市場の歪とともに日経平均の頭を抑える要因になり得ると指摘しています。

また、7月の政府・日銀による介入は“神田基準”ではドル円にボラが発生していないなかで起きました。むしろ介入でボラが生じており「ミイラ取りがミイラになった」ようにもみえなくもありません。それが日経平均下落の一因となったようにも見受けられます。今後の介入を探るうえで、どのような分析ができるか検討してみましよう。

——異常値ではありませんが、バイデン大統領が選挙戦撤退を表明する“異常”事態となりました。しかし、大統領が後継指名したハリス副大統領は、この4年間で指導力・政治力・人望の低さが指摘されており、影の薄さが逆に目立っていました。バイデン政権がゲームブック（死に体）となることで、金融政策・株式市場・為替市場には、どのような影響が考えられるでしょうか？

米国の金融政策が進展しないリスクが出てきました。また、中東問題では、バイデン大統領とイスラエルのネタニヤフ首相との会談に進展が期待できなくなります。

政策決定に今後は影響が出ると思います。重大な緊急案件が出てくると、金融市場のボラティリティは高くなるかもしれません。

——市場は「ほぼトラ」「確トラ」ムードが強まるの見越して動くのでしょうか？ ただ、民主党には逆転を喫してミシェル・オバマ氏の出馬に期待する声もあります。

誰になるにせよ、民主党候補がいかにか早く決まるがポイントでしょう。その進展具合が大きく「ほぼトラ」等の織り込み度合いに影響するでしょう。

<資料 P2>

——信用倍率（信用買い残を信用売り残で割ったもの）を掲載したのは、なぜでしょうか？

信用倍率が依然として高水準にあるからです。このような状況で 2000 円幅の下落がありましたので、信用買いの投げ売りが出てくるかがポイントです。

——「信用取引現在高」は週末の数字が原則として翌週火曜日の夕方に JPX（日本取引所）から発表されます。この時差を先生は、どのように踏まえているのでしょうか？

リアルタイムでの把握はできませんが、事後的には状況を確認できます。また、大局観は養えると考えています。

——信用倍率が高いということは、空売りよりも信用買いが多いということでしょうか？

比率ですので、買いと売りのバランスです。

——4月に信用倍率が7倍を超える異常値となりながら、日経平均が調整なく7月に再上昇したのは、なぜでしょうか？

2000年2月時も大天井を打ったのは約2カ月後の4月でした。まだまだ、警戒しておく必要があります。

——例えば、急激な円高などで日本株市場に動揺が走り、信用買いがハシゴを外された状態となれば、普段よりも大量の手仕舞い売りによって急落の一因になり得るということでしょうか？

その懸念が残ると考えています。

——ITバブル時の日経平均のチャートを掲載したのは、なぜでしょうか？

2000年2月に信用倍率が7.26倍だったからです。

——米国でAIバブルが弾ければ、このレベルの下げがあっても、おかしくないということでしょうか？

株式市場は、かなり割高な状況だと考えています。歯車が逆に回り始めると、大きな下げとなる危険性があると考えています。

<資料 P3>

——日経 225 先物 9 月限と価格別出来高のチャートを掲載したのは、なぜでしょうか？

2000 円幅での下落になっていますので、41000 円以上での先物買い玉が清算されたかは大きなポイントです。

——ただ「出来高」ということは、41000 円以上で約定した買い玉が、その後の急落で、すでに損切りされている可能性もあるのでしょうか？

そのとおりです。多少は損切りされたと考えられます。その結果、急落につながったのでしょう。一方、だからといって、すべてが損切りされたとは思いません。まだまだ、しこり玉が残っていると考えています。

——225 先物 9 月限に大口投資家のしこり玉があるかもしれない、ということでしょうか？

そのとおりです。新たな急落リスクが残っています。少なくとも上値が重くなったと考えています。

<資料 P4>

——どちらのグラフも「ドル円相場が大きく変動した」と当局が言い訳にしやすい状況を探るためのものといえるのでしょうか？

5月連休時の介入はボラティリティが上昇したことによる介入です。一方、今回は介入によってボラティリティが上昇したということです。

——上段は短期的に（10 日前と比べて）レートが大きく変動しているか、下段は長期的に

（6カ月移動平均と比べて）大きく変動しているかをみるためのものといえるでしょうか？

そのとおりです。

——短期は神田財務官の「2週間で4%の円安は容認できない」という趣旨の発言に基づいていると思いますが、長期を6カ月（125日）でとったのは、なぜでしょうか？

6カ月ばかりでなく、3カ月、1年、3年など、過去のいくつかの移動平均からの乖離で見ること重要だと考えています。その中から使える理由を使ったにすぎないかもしれません。

——7月31日に為替政策を指揮する財務官が神田氏から三村氏に交代します。相場が閑散としやすい8月に、理由は後付けて“名刺代わり”の介入もあり得ると思いますか？

現状の為替水準から、また別の要因も重なったとはいえ、直近の介入が日経平均の2000円幅下落につながったことで、可能性は低いと考えています。米ドル円150円なら、35000円程度まで日経平均が急落しても不思議ではありません。

ただ、このタイミングでバイデン政権がレームダックになったとすると、チャンスかもしれませんが……。

——7月31日には日銀の金融政策決定会合もあります。国債爆買い策の減額幅もしくは利上げの有無によって、ドル円が大きく、どちらかにブレる可能性があるのでしょうか？

今回の金融政策決定会合では、サプライズ的なものはないかもしれませんが、可能性は否定できません。

<資料 P5>

——ドル円と日経平均のヒストリカル・ボラティリティ（HV）を掲載したのは、なぜでしょうか？

現在の日経平均は米ドル円に大きく影響を受けています。ボラティリティの波形も似ています。

——7月に入り日経平均のドル円に対する感応度が再び高くなったのは、なぜでしょうか？

日経平均の業績（予想 EPS = 1 株当たり利益）が、かなり米ドル円やユーロ円等に影響を受けているからでしょう。

——ドル円相場への介入をきっかけに日経平均が下げたことは、今後の政府・OPの為替政策に影響するのでしょうか？ 株価下落は岸田政権にとって大きな逆風になるのではないのでしょうか？

想定以上に日経平均は下落したと考えているかもしれませんが、当然、これ以上の下落は岸田政権にはマイナスです。

——HVの上昇によって、ドル円OPのインプライド・ボラティリティ（IV）、ひいてはプレミアムも上昇しているのでしょうか？

IVが上昇しているということは、OP価格のプレミアムが上昇していることになります。

——個人的には「ドル円を155円台で買える機会が、もうなくなってしまった」と感じたのですが、もしそう感じている投資家であれば、FX-OPで155.00PUTを売るのも、ひとつの考え方でしょうか？

そのとおりです。もっと低い権利行使価格のPUTを売れば、行使される確率はさらに低くなります。

<資料 P6>

——売坊-OP合成指数（OPの各種数値から売坊先生が作成したオリジナル指標）を掲載したのは、なぜでしょうか？

米国株に陰りが出てきているからです。

——合成指数が、その移動平均を大きく下回ると米国株の調整に要注意ということでしょうか？

合成指数が上向いているか、下落しているのかの方向性を重視しています。

——イールドスプレッド（S&P500 益利回りと 10 年物米国債利回りの差）を掲載したのは、なぜでしょうか？

現状では、長期米国債と比べて米国株（S&P500）の割高さが、さらに増しているからです。

——イールドスプレッドの-1%超えが異常値だとすれば、1年以上ずっと異常なままであるといえます。年金や基金といった長期資金に株式から債券へのシフトはみられないのでしょうか？ それとも現在の米国債利回りに不安を感じているのでしょうか？ 例えば、カルパース（カリフォルニア州職員退職年金基金）のお知らせによると固定金利商品への配分が減っているようにみえます。

参考：カルパース

<https://www.calpers.ca.gov/page/newsroom/calpers-news/2024/calpers-will-increase-private-markets-investments>

中期配分目標にはそれぞれ上下に幅があります。たとえば±5%です。また、カルパース以外の年金基金等が同じ方針であるとも限りません。

——“異常”が長く続き、誰もが「新常态」「時代遅れ」「今度ばかりは違う」とみなすようになると、かえって転換点になるとも考えられるのでしょうか？

まずは、過去の状況かと比較して異常な状況かどうかを確認します。一方、経済構造の変化などで、新たな均衡点を探る展開となるとも考えています。

【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。