

オプション倶楽部 TV

2024年8月「グレイ・リノ分析」補足 Q&A

通常グレイ・リノ分析の回では、目先というよりも中長期的な相場変動要因について検討しています。ただ、5日に史上最大幅の株価暴落という衝撃的な事件があり、日経平均自体が“グレイ・リノ化”しました。そこで日経平均再暴落の可能性をテーマに、その急落のメカニズムと懸念材料についてとりあげます。日経平均をさらに押し下げてもおかしくない3頭のサイについて確認しておきましょう。

<資料 P2>

——日経平均は8月5日に市場が崩壊して、大暴落となりました。大手メディアは米国株の軟調とドル円相場の下落(円高)を要因として挙げていますが、そのきっかけとなった政府・日銀の7月介入については、あえてふれていないような感じがします(張本人の一人は内閣官房参与に栄転されていますし)。それはさておき、こうしたパニックの状況で、日本株投資家が気をつけるべきことはなんでしょうか？

ご指摘のように、発端の問題は他にあるような気がしています。

現在は株式市場が機能不全に陥っているような状況です。とにかく楽観視せず、最悪を想定しておく必要があります。以前、石油価格がマイナスとなったような、パニックの状況です。

——同じく日経 225OP トレーダーが気をつけるべきことは何でしょうか？

PUT 売りの怖さです。破産の可能性もあります。

日経 VI (ボラティリティ指数) も大引けで 70 を超えている状況です。日経 VI の上昇は証拠金額の増加をもたらします。証拠金計算の仕組みを大枠でも理解しておくことが非常に重要です。

——この大暴落の「後遺症」をどのように考えていますか？

かなり長引くと思います。8月限 OP は今週末で終わります。しかし、日経 225 ラージ先物は9月限 SQ まで続きます。また、IMM (シカゴ国際金融市場 = 米国の先物取引所グルー

プ「CME」の一部門)の日本円先物の売り玉も、まだまだ高い水準で残っています。どちらにも多大の損失を抱えている投資家もいますので、理論価格よりも需給が大きく影響するでしょう。

——円高を嫌う米国政府の本音としては「いわんこっちゃない」といったところでしょうか？

相場を力業で動かそうとすると大きな悪影響があるということですね。

——先生が7月31日のYouTube配信(OPCTV)で仕掛けるポイントのひとつだと指摘していたPUT買いには、どれぐらいの収益性があったのでしょうか？

極端な例では、8月1日に1～2円で取引されていた30000PUTに高値1800円が付いています。1枚を1円で買っていたら1800倍、2円なら900倍になったことになります。

——売坊流の日経225CALL売り戦略にとっては相場的に好都合すぎる下落だったと思いますが、日経VIも急騰しています。証拠金的には、いかがだったのでしょうか？

OTM-CALLの証拠金がかかなり上昇しています。もっとも、PUTでは1日で10倍になったものもありました。

8月限 CALL	8月2日	8月5日 (千円)
48,000	4	20
47,000	6	25
46,500	8	27
46,000	10	31
45,000	18	38
44,750	22	40
44,500	26	43
44,250	31	46
44,000	36	49
43,750	44	53
43,500	52	57
43,250	63	61

43,000

75

65

—このような状況では、相場観が当たっていた人にさえ証拠金の追加を請求することが過去にもあったのでしょうか？

ありました。したがって、グリークス（リスク指標）の管理よりも証拠金管理のほうが重要かもしれません。

—日経 VI が8月5日の大引けに付けた 70.69 はコロナショック時にもなかった暴騰です。ここで逆張りのボラ売り機会は狙えるものでしょうか？

一番簡単なのは日経 VI 先物ですが、流動性が無いのが残念です。

<資料 P3>

—7月17日の YouTube 配信（OPCTV）で挙げていたサーム式景気後退指標の推移を再度掲載したのは、なぜでしょうか？

そのとき心配していたように、サーム式景気後退指標が景気後退を示唆する形となったからです。

—ここにきて米国の失業率が上昇したのは、なぜでしょうか？

大きな要因は、景気の見通しが悪くなり、企業の採用意欲が後退しているからでしょう。米
国経済は二極化しているということでしょう。

—今年になって FRB（米連邦準備理事会）が政策金利引き下げへの地慣らしをしてきたのは、失業率の上昇が予測されており、景気後退が鮮明になってきたからでしょうか？

FRB の把握している数字は、かなり悪化の兆候があるということでしょう。

——ただ、利下げを始めると、CPI（消費者物価指数）の上昇が再燃するきっかけとなる恐れはないのでしょうか？

そのリスクがあります。米ドル安とインフレ上昇となると、スタグフレーション（景気後退＋高インフレ）の懸念が高まってきます。

<資料 P4>

——CME『FED ウォッチ』による市場参加者の政策金利予測を掲載したのは、なぜでしょうか？

市場は政策金利の低下をかなり織り込んでいるということです。

——市場の多数が 12 月 FOMC で政策金利が 4.00～4.25%に引き下げられるとみているのに、翌年 1 月の FOMC では 4.25～4.50%になるとみているのは、そのデータ元となる FF（フェドファンド）金利先物市場にネジレが生じているのでしょうか？

FOMC の数字は 3 カ月に 1 度ですので、環境の変化を迅速に反映できないということですね。

——米国株の市場参加者は利下げ期待で米国企業の業績がさらに上昇するとみていた一方で、実は短期金利の市場参加者は、むしろ景気後退による急速な利下げがあり得ると悲観的にみていたとも考えられるのでしょうか？

教科書的に、利下げは株価にプラスです。しかし、経験則では、かなり高い水準から金利が大幅に引き下げられる局面で株価は大きく調整しています。

<資料 P5>

——日経平均とドル円の分布図を掲載したのは、なぜでしょうか？

以前から指摘していたように、現在の日経平均はドル円の影響を大きく受けています。1 円で日経平均±700 円のインパクトです。

——ドル円が 140 円を割れば、日経平均の 30000 円割れがあってもおかしくはないということでしょうか？

ご指摘のとおりです。

——ドル円と日米 10 年債利回り差の推移を掲載したのは、なぜでしょうか？

さらに注目を集めている日米金利差がさらに縮小しています、この期間で当てはめるとドル円が 130 円にまで下げても不思議ではない状況です。

——結局のところ、利回り差から大きく乖離していたドル円が 7 月介入を契機に修正が入ったともみられるのでしょうか？

ご指摘のとおりでしょう。IMM 市場で売り方の投げが加速している状態でしょう。

<資料 P6>

——日経平均の 10%以上を占めていたファーストリテイリング株が 7 月末に上限（10%）を超えていたとして、10 月 1 日からその比率を 0.9 に引き下げた計算がされると報じられています。これは平均値を算出するときのファストリの現在の換算係数「3.0」に 0.9 が掛けられて 10 月からは換算係数が「2.7」になるということでしょうか？

ご指摘のとおりです。

——この場合、これまで日経平均の現物株バスケットで運用してきた裁定筋、指数連動ファンド、ETF などは、保有するファストリ株を 10%売却して、その 10%で他の 224 銘柄の株式を購入することになるのでしょうか？

現物株で対応すれば、そのような対応となるでしょう。

——これはファストリ株の下げ要因、ひいては日経平均の下げ要因となり得るのでしょうか？

この影響を軽微にするため、裁定買いポジションの解消が加速すると、日経平均にはマイナスの影響があるでしょう。

——ちなみに日経平均とファストリには信用取引によるスプレッド・トレードの機会があり得るのでしょうか？

スプレッド・トレードも考えられそうです。なお、相関が 100%ではないので、裁定取引にはなりません。

<資料 P7>

——信用倍率の推移を掲載したのは、なぜでしょうか？

こちらも過去に信用倍率が示唆して実際に起きた急落が現在の相場環境と似てきていると考えています。いったん市場が壊れると、理論では考えられない価格が付くこともあります。

——7月26日時点では信用買いが、かなり膨らんでいましたが、8月5日の大暴落で、かなり減少している可能性はあるのでしょうか？

可能性はあります。数字を今後も見ていく必要があるでしょう。

——ITバブル前後の日経平均の推移を掲載したのは、なぜでしょうか？

かつて信用倍率が7倍以上だった後の軌跡です。

——この時はドル円が低位安定していたのではないかと思います。日本のファンダメンタルズが対外比較で弱く、いずれ円安になることを示唆しているとすれば、日経平均には、いずれ円安の追い風が吹くと考えられるのでしょうか？

かなり時間がかかるとは思いますが、いわゆる正常な状況になると、日本のファンダメンタルズの相対的な弱さから、円安となる可能性もあると考えています。しかし、今年は無理かもしれません。

【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。