

## オプション倶楽部 TV

### 2024年9月「ワンポイント解説」補足 Q&A

久しぶりのワンポイント解説、このコーナーでは個人投資家・トレーダーの相場分析に役立つようなオプション関連知識について、売坊流の解釈を交えながら解説しています。

前回のワンポイント解説では「スマイルカーブ」について紹介しました。

OPCTV『スマイルカーブで読み解く市場参加者の本音』（24年5月29日配信）

<https://youtu.be/Hoxh4DqcpEo>

スマイルカーブは OTM（買い方が行使しても意味がない権利行使価格）と ATM（現在値に近い権利行使価格）にある CALL と PUT を横軸に、それぞれの OP 価格（プレミアム）から逆算された IV（インプライド・ボラティリティ＝予想変動性）を縦軸に描いたグラフです。その形状の水準と推移が市場参加者の深層心理を示唆していました。

今回のお題は「SKEW（スキュー）」です。米 S&P500OP 市場における PUT と CALL の需給の歪み（スキュー）を示唆しています。まずはスマイルカーブと SKEW の関係について踏まえたうえで、それがボラティリティ分析にどのように役立てられるかをみていきましょう。

ボラティリティ分析には“炭鉱のカナリア”的な優位性があります。「市場に充満するガスの度合い」「相場が暴騰・暴落する可能性」を示唆してくれるのです。今回はボラティリティ指数、スマイルカーブ、SKEW といった指標と同様に有益な「IV ランク」と「IV パーセンタイル」についても紹介します。

#### <資料 P2>

——前回紹介したスマイルカーブと今回紹介する SKEW には、どのような関係があるのでしょうか？

スマイルカーブは同時点の権利行使価格ごとの IV を線で結んだものです。したがって、同時点で見れば、権利行使価格ごとの割高・割安の度合いが分かります。また、PUT と CALL の関係も見取れます。また、違った時点で比較すれば、時間とともにどう変化していくのが分かります。

一方、SKEW は PUT と CALL の需給の歪みを見たものです。本来、相場が上がるか下がるかは 50 対 50 のはずですが（大谷選手の 50-50 のようですね）。一方、相場観が傾いてくると、それが CALL と PUT の価格に出てくることで歪みが生じるわけです。

——スマイルカーブからうかがい知れる市場参加者の本音（恐怖）が SKEW によって数値化できるということでしょうか？

そのとおりです。投資家の需給バランスに歪みが出ている状態です。

——株式市場の場合、上昇よりも下落を恐れる傾向があることから、スマイルカーブは常に PUT 側のほうが相対的に高く歪んでいると思うのですが、恐怖が強まるとさらに歪むのでしょうか？

ご指摘のとおりです

——株式市場の場合、どうして FOTM（ATM からかけ離れた OTM）の PUT ほど市場参加者の恐怖が募ると IV が高くなりやすいのでしょうか？

基本的には ATM よりも OTM の需要のほうが大きい傾向があるということですね。

<資料 P3>

——資料に引用されているグラフの横軸「先行きの株価収益率」とは何でしょうか？

過去の収益率ではなく、将来の期待収益率ですね。

——資料に引用されているグラフの縦軸は何でしょうか？

頻度です。別の言い方をすれば確率の大きさですね。

——株価指数の場合、常に PUT の需要（下落リスクのヘッジニーズ）のほうが強いので、この分布から描かれる鍾形曲線（ベルカーブ）は普段から歪んでいるのでしょうか？

理論的には 50 対 50 のはずですので、歪んでいない、つまり SKEW は 100 のはずですが、実態は歪んでいることとなります。

——これがさらに歪んできて、SKEW の数値が上昇してくると市場参加者の暴落への恐怖感が強くなってきたことを示唆しているわけですね。

ご指摘のとおりです。

#### <資料 P4>

——SKEW が常に 100 以上にあるのは、正規分布を 100 とした指数だからでしょうか？

CBOE が算出している SKEW は株価収益率のインプライド分布（OP 価格が示唆する = OP 市場参加者が予想する株価収益率の分布）の歪度を計算して「 $100 - 10 \times \text{歪度}$ 」で定義したものです。つまり、左右対称な正規分布では SKEW 指数は 100 となります。

——SKEW と SKEW の HV（ヒストリカル・ボラティリティ = SKEW 値から計算された変動率）を比較しているのは、なぜでしょうか？

SKEW の HV も近年は上昇してきているということです。

——それはなぜだと思えますか？

S&P500 の値動きが激しくなっていることが影響しています。

——SKEW が 140 を超えてくると S&P500 の下落が懸念されるのは、なぜでしょうか？

これは過去の経験則ですね。

——SKEW が 9 月 20 日現在、165 を超えています。数値が高い（歪みが高い）ほど、株価下落への警戒が強いと考えられるのでしょうか？

ご指摘のとおりです。

——得てして株価の暴落や急落は、天井圏にあるときではないかと思います。これは市場の大勢が強気で楽観的な時であるのに、どうして PUT のニーズが強くなって SKEW (歪み) が大きくなるのでしょうか？

投資家は過去の経験から学んでいるのでしょう。株式市場があまりに楽観的になると、心配になってヘッジのニーズが増えるということですね。それが陽の極です。

#### <資料 P5>

——似たような質問になりますが、SKEW が VIX (S&P500 の IV 指数) の先行指標となっているのは、なぜでしょうか？ VIX 指標が低いのは市場が楽観的だからだと思います。であれば、OP 価格もそれほど上昇しないのではないのでしょうか？

計算方法の違いもありますが、SKEW のほうが VIX よりも感応度が速いということです。

——VIX が低いときはボラ買い (OP 買い) のチャンスではないかと思います。先生はかねてから「OP 買いはピンポイントのタイミングが重要」と指摘されています、そのタイミングをみるうえで SKEW がひとつのシグナルになり得るということでしょうか？

SKEW も重要なひとつのシグナルだと考えています。

#### <資料 P6>

——CBOE が他の株価指数で SKEW を算出・公表していないのは、なぜだと思いますか？

市場価格データの著作権などの問題があるからかもしれません。

——日本で日経平均版の SKEW が算出・公表されていないのは、なぜだと思いますか？

ぜひ、公表してもらいたいですね。利用する場合のコストの問題もあると思いますが、先物・

OP 市場活性化のために、ぜひとも公表してほしいと考えています。

——JPX のレポートを拝見する限り日経平均版の SKEW も有効と考えられるのでしょうか？

過去のデータを検証する必要もありますが、かなりの情報があり、有効な情報源となると考えています。

<資料 P7・8>

——「IV ランク」と「IV パーセンタイル」はどちらも任意の期間における IV の現水準を示唆していると思うのですが、どちらも紹介しているのは、なぜでしょうか？

それぞれの数字だけでなく、これはエッジの部分ですが、この2つの数字の関係が重要だからです。

——どちらの指標も一般的な使い方は同じでしょうか？ 例えば、どちらも下位にあって日経 VI の水準が歴史的に低い場合、日経 VI の反発、つまり相場がどちらかに大きく動くことを警戒すべき、といえるのでしょうか？

それもひとつの使い方です。

——「売坊マグマ指数」はどのような指数で、何を示唆しているのでしょうか？

売坊マグマ指数は、OP 市場の状況からボラティリティの急上昇を事前に把握しようとした OP 売坊独自の指数です。これもエッジの部分となりますので、計算方法は開示しておりませんが、会員様向け週次レポートでは数字を毎週お伝えしています。

——例えば、2023 年 4 月は IV ランク、IV パーセンタイル、日経 VI が低い水準にあり、売坊マグマ指数は、かなりたまっていました。これが同年 5 月の 30000 万円突破から 34000 円に吹き上げる相場を暗示していたといえるのでしょうか？

これらの指数の動きから大きな変動が近かったことを示唆していたと考えています。

**【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バ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。