

## オプション倶楽部 TV

### 2025年1月「異常値分析」補足 Q&A

1月の日経平均は40000円台の突破に失敗するも、38000円の下値を確認したようにみえます。米国株（S&P500）が急反発したことも一因でしょう。

しかし、再び上値を試そうとするなか、いくつかの内部要因やボラティリティ（変動性）が「波乱の可能性」を示唆しています。また、米国株も“トランプ・ボラティリティ（トラティリティ？）”だけでなく、足元がぐらついていると示唆する異常値が、いくつか出ています。その傾向を確認しておきましょう。

#### <資料 P2>

——日経225先物3月限の4カ月にわたる推移を掲載したのは、なぜでしょうか？

現在の相場状況が、よく分かるからです。過去3カ月間、完全にボックス相場です。

——日経平均は年初、40000円台へのブレイクアウトに失敗するも38000円の下値も確認したようにみえます。日本企業の倫理観が問われているなか、ドル円が下降（円高）となって逆風となるも、米国株が急反発したことで持ち直した感じでしょうか？

ご指摘のとおりだと思います。

——米国株（S&P500）の反発は日本からの資金も一因でしょうか？ 海外株で運用する投資信託への資金流入額が25年1月第2週（6～10日）に9000億円を超え、週間で過去最高を更新したと日本経済新聞で報じられています。

多少のサポートはあったと思います。

——日経平均が1取引日に±450円以上動いた表を掲載したのは、なぜでしょうか？

相場の荒れ方を見えています。

——この±450 円以上は「始値－終値」でしょうか？

終値－終値です。

——日経 225 先物には夜間立会や休日取引もありますので、さらに動いている可能性もあると考えられるのでしょうか？

夜間のほうが荒れているとも考えられます。

——450 円以上としたのは、なぜでしょうか？ 日経 225OP の権利行使価格が現在値周辺では 125 円刻みであることと、どのような関係があるのでしょうか？

日経 225OP の権利行使価格は ATM（現在値）付近で 125 円刻みですので、4 本で 500 円です。この 4 本離れた権利行使価格を意識して 450 円としています。

ボラティリティの動きが予測できれば、大きな利益を得られる可能性が高いことから、その推計方法が、いろいろと考えられています。ご参考までに、いくつか例をご紹介します。

●終値－終値（CLOSE-TO-CLOSE）ボラティリティ

終値（C）だけを使用。いわゆる HV（ヒストリカル・ボラティリティ）です。ここでのポイントは、その日数でしょう。そのため、筆者は長期 HV と短期 HV を見えています。

●指数加重（EXPOTENTIALLY WEIGHTED）ボラティリティ

終値（C）だけを使用。直近データのほうが過去データよりも、より重要な情報を持っているという考え方から、それぞれのデータにウェイトをつけたボラティリティです。しかし、SQ をまたいだデータの取り扱いがうまく取り扱えないところから、あまり使われていません。なお、指数の移動平均等の計算には有効でしょう。

●パーキンソン（PARKINSON）ボラティリティ

高値（H）と安値（L）を使用。最初の高度なボラティティ計測モデルとして有名です。1980 年にパーキンソン氏が作成しました。いくつかの研究で、この推計法が最も優れていると指摘されています。ただし、市場が連続して取引されているという前提による推計は、実際には休日があることからボラティリティが過小評価されることになるとの欠点が挙げられています。

●ガーマン=クラス (GARMAN-KLASS) ボラティリティ

始値 (O)、高値 (H)、安値 (L) と終値 (C) を使用。1980 年後期にパーキンソン・ボラティリティに始値と終値を加えた拡張版です。それでも終値から始値までのデータがない（飛んでしまう）ため、ボラティリティが過小評価されるとの指摘があります。

●ロジャーズ=サチェル (ROGERS-SATCHELL) ボラティリティ

始値 (O)、高値 (H)、安値 (L) と終値 (C) を使用。収益率の平均がゼロでないものを推定するのに適していると考えられています。ただし、データの飛ぶのを取り扱えないため、ボラティリティが過小評価されることとなります。

●ヤン=チャン (YANG-ZHANG) ボラティリティ

始値 (O)、高値 (H)、安値 (L) と終値 (C) を使用。2000 年にデニス・ヤンとジャン・チャンによって開発されたモデルです。簡単に言うと、オーバーナイト・ボラティリティとロジャーズ=サチェル・ボラティリティを加重平均したものです。連続的な価格を仮定しているため、ボラティリティの評価が若干の過小程度に改善しています。

——**変動幅が大きく OP 価格が高止まりしやすいため、そこから逆算される IV (インプライド・ボラティリティ≒市場が予測する変動率) が高止まりしていると考えられるのでしょうか？**

変動幅が大きい点もありますが、証拠金額が高い水準にあるため先物・OP の流動性が落ちていることも IV が高止まりしている要因でしょう。

——**OP 価格が割高であるとすれば、売り戦略でタイム・ディケイ (時間的価値の減少) が取りやすい環境にあるとは考えられるのでしょうか？**

価格的に時間的価値が高止まりしている点でいえば、ご指摘の通りです。しかし、そのために証拠金の水準が高くなっています。

<資料 P3>

——**信用倍率 (信用買い残÷信用売り残) と日経平均の推移を掲載したのは、なぜでしょうか？**

相場の過熱状態を示していると考えているからです。

——昨年8月の暴落があっても買い方がハシゴを外されることなく、信用売り残に対して信用買い残が多いままで維持されたのは、日経平均がそこから急速に回復して、大きな二番底もないまま上値を試しており、先高観が強いからでしょうか？

投げ売りも出たと思いますが、翌日の反発で持ちこたえたということでしょう。

——裁定筋（日経平均の現物と先物の価格差を取る売買）の現物買い残・売り残と日経平均の推移を掲載したのは、なぜでしょうか？

裁定買い残の水準が過去の上限にあるということに注目しています。さらなる裁定買いで現物指数が上昇するのは起こりにくい状態でしょう。

——日経平均が年初に 40000 円台を目指した一因に裁定筋が保有する現物を増やしたことが挙げられるのでしょうか？

個人的には、そのように考えています。

——裁定筋の買い残が日経平均の高値を示唆していると考えられるのは、買い残が過去に日経平均が高値だったときと同水準にあるからでしょうか？

正の相関性があると考えています。

#### <資料 P6>

——イールドスプレッド（= 10 年物米国債利回り - S&P500 益利回り）が高い水準にあると、なぜ米国株が米国債に比べて割高になっているとみられるのでしょうか？

債券は発行体が破綻しないかぎり、満期が来れば、元本が返却されます。一方、株式には満期がありません。したがって、株式のリスクほうが高いわけです。したがって、期待収益（益利回り）が高くないと経済合理的ではありません。

——イールドスプレッドがゼロを超えているということは、S&P500のほうが10年物米  
国債よりもリスクが低いとみているのでしょうか？

株式はリスクが高いものの、それを無視する水準にまで値を上げているということです。つまり、バブルですね。

——株式の益利回りとは PER（株価収益率）の逆数です。EPS（1株当たり利益÷業績）  
×PERが株価ですので、EPSを株価で割ったものとも考えられると思います。これが債券  
の利回りと、なぜ比較できるのでしょうか？

その金融商品から発生する将来の収益を現在価値に割り引いたもの総和が、その金融商品  
の理論価格だからです。この方法を用いることで、債券と株式の魅力度を比較できます。ち  
なみに、アパートやマンションの経営もこの方法で比較が可能です。

——S&P500の予想EPSを掲載したのは、なぜでしょうか？

1月10日現在の予想EPSが前週の277.5から248.8に急減しています。また、17日の  
数字も発表されていません。これは異常な状況です。

——S&P500の予想EPSが2025年に入って急減したのは、なぜだと思われますか？

米国景気の陰りを反映していると考えています。米国GNP（国民総生産）の7割弱を占め  
る個人消費が減速しているということでしょう。

——それにも関わらず、イールドスプレッドの上昇に変化がみられないのは、なぜでしょう  
か？

イールドスプレッドは、さらに株式が割高の状態になってきています。

<資料 P5>

——米国のクレジットカード債務残高を掲載したのは、なぜでしょうか？

米国の個人消費が自転車操業の様相を呈していると示してしているからです。

——**米国上位 100 行以外のカードローン延滞率（不履行率）を掲載したのは、なぜでしょうか？**

これだけカードローン残高があるなか、適用金利が高くなれば、個人の生活は、かなり厳しいと考えるべきでしょう。

——**「上位 100 行以外」としたのは、なぜでしょうか？**

資産家層は株高などで潤っています。一方、大手金融機関が相手にしない一般庶民は、中小銀行でクレジットカードローンを利用せざるを得ないかもしれません。その結果もあり、金利が高くなっているわけです。

個人のデフォルト（債務不履行）が続くと、中小銀行の破綻リスクにつながります。

——**不履行率が 1992 年以降で過去最高の水準にまで上げているにもかかわらず景気後退とはならないのは、なぜでしょうか？**

一部の富裕層が株高・不動産価格上昇で潤っているからです。これが米国の大統領選挙にも影響しています。東西海岸の住民は資産上昇で潤っていますが、内陸部にはその恩恵がありません。その不満でトランプ大統領が返り咲いたと考えています。この点については 2024 年 11 月 18 日配信のラジオ NIKKEI 『キラメキの発想』で指摘しています。

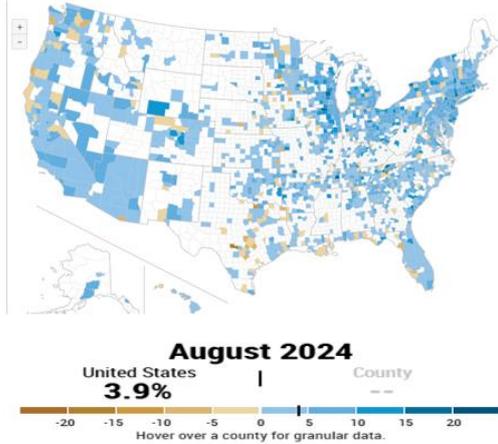
▶ラジオ NIKKEI 『キラメキの発想』 2024 年 11 月 18 日配信

<https://youtu.be/7AGZgk8IcVI>



## インフレによる生活苦が米国庶民の怒りに (P.4)

米国の不動産価格 (前年比・2024年8月)



出所) NY連銀

米大統領選挙の結果 (青はハリス氏、赤はトランプ氏勝利)



不動産価格の上昇率が高い州、すなわち米東・西海岸の金持ち居住地が多い州ではハリス氏が優勢でした。一方、トランプ氏が優勢だったのは、資産価格上昇の恩恵のない、ただ物価高に苦しんでいる地区が多い州だったと分かります



4

——こちらのデータを見るとカード金利は平均で 21%ですね。これでは返すのが極めて難しいのではないのでしょうか？

▶米セントルイス連銀「米商業銀行全口座のクレジットカード金利」

<https://fred.stlouisfed.org/series/TERMCBCCALLNS>

はい、とても厳しい状況でしょう。

<資料 P6>

——サーム式景気後退指標 (全米失業率 = U3 の 3 カ月移動平均が過去 12 カ月における 3 カ月平均の最小値に比べて 0.50 パーセントポイント以上に上昇すると、経験則的に景気後退 = リセッションの始まりを示すと考えられている) を掲載したのは、なぜでしょうか？

足元では 0.4 に低下していますが、一時 0.5% を超えていました。また、逆イールド (短中期債利回りが長期債利回りを上回った状態) も解消した状況です。過去の経験則では、この 2 つの減少は、リセッションの可能性が極めて高いことを示しています。

——**米国の失業率が4%近辺なのは、歴史的・水準的にみて堅調ではないでしょうか？**

労働環境が改善している状態です。今後、トランプ次期大統領が不法移民を国外に退去させると、失業率がさらに下がるかもしれません、その結果、賃金が上がり、インフレとなる可能性があります。AIの普及との綱引きですね。

——**米国政府の債務残高対GDP（国内総生産）比を掲載したのは、なぜでしょうか？**

このようななか、トランプ政権で設けられる政府効率化省のイーロン・マスク氏たちによって米国政府の無駄な支出が、どれだけ削減されるか注目されます。今の日本にはマスク氏が必要ですね。

——**債務残高対GDP比が国債の格付けに影響し得る警戒水準というのはあるのでしょうか？**

それぞれの国によって違うでしょう。また、格付け機関によっても見方が違うでしょう。

**【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。