

オプション倶楽部 TV

2025 年 2 月「異常値分析」補足 Q&A

2月の日経平均は38000円の下値を試し、いったん反発するも、再度試しに行く展開となっています。この弱含みの一因として売坊先生は10年物日本国債の利回り（長期金利）上昇を挙げています。

日本国債の利回りが上昇するとは、すなわち日本国債の価格が下落することです。日銀がYCC（利回り曲線操作）政策を撤廃し、国債の買い入れ額を減らし、政策金利を引き上げているなか、高インフレの足音とともに、長期金利は安定した上昇トレンドを描き、国債価格は軟調となっています。そして、その先には、現物をたいして保有していないので日本国債が暴落しようが直接的には構わない、海外投機家の姿が見えるのかもしれませんが。

<資料 P2>

——JGB 先物（長期日本国債先物）の価格ではなく、10年物日本国債の利回り（長期金利）を掲載したのは、なぜでしょうか？

その右にあるように現物国債保有者のグラフを呈示したからです。先物つなぎ足でも同じ傾向（価格なので下降トレンド）となっています。

——HV（ヒストリカル・ボラティリティ）を併記したのは、なぜでしょうか？

利回りが安定的に上昇していることを示したかったからです。長期金利の上昇傾向の強さを表していると考えています。

参考：OPCTV「ヒストリカル・ボラティリティで見極める相場の荒れ具合」

<https://youtu.be/GD8n5lnLmWU>

——日本で長期金利が上昇基調にあるのは、日銀の早期利上げ観測と足元の物価上昇が影響しているのでしょうか？

ご指摘のとおりだと考えています。付け加えると円（日本）への不信もあると思います。

——日銀が政策金利を早期にさらに引き上げた場合、米国のように(?)インフレの沈静化を期待できるでしょうか？

期待薄だと思います。食料とエネルギーを輸入に頼っている以上、日銀にできることは限界があるでしょう。

——18日に長期金利が15年ぶりに1.4%を超えたのを受けて日銀の植田総裁が21日に国会で「例外的に急上昇する場合には機動的に国債買い入れを増額する」と発言しました。これについてどのように思いますか？

日銀の「断末魔の叫び」のように聞こえました。

——実際に日銀の“国債爆買い(買い占め)”が再開されれば、ヘッジファンドとの対決がグレイ・リノとなり得るでしょうか？

長期金利が乱高下すれば、為替が大きく動きます。その結果、株価も大きく動きます。グレイ・リノになり得ますね。

——もし、長期金利がさらに上昇する、つまり10年物日本国債の価格がさらに下落すると考えた場合、短期的に仕掛けるのであれば、日本国債CFD(差金決済取引)の売りが現実的かもしれません。ただ、比較的気軽かつ長期に考えるのであれば「NEXT FUNDS JPX 国債先物ダブルインバース指数連動型上場投信」(2251)というETFがあると思うのですが、どうでしょうか？

2251も面白いと思います。ただ、2月21日の売買代金は18万株で1.4億円にすぎません。20日の出来高は8000株です。1株800円程度ですので、流動性の問題がありますね。

——日本国債の保有者内訳(24年9月現在)を掲載したのは、なぜでしょうか？

海外投資家の現物保有残高は6.5%程度です。ギリシャ国債のように海外投資家の保有割合が大きい場合は国際的な大問題となり、世界の金融市場に影響が出ますが、日本国債の場合、海外投資家による現物投げ売りについては比較的軽微な影響で済むかもしれません。つまり、国内問題です。

ただし、為替を動かすために JGB 先物で仕掛けてくるリスクはあるでしょう。JGB 先物の出来高は日経 225 先物の約 2 倍程度にすぎません。そして、先物価格と現物価格には密接な関係があります。

——約 260 兆円を運用する世界最大の年金基金「GPIF（年金積立金管理運用独立法人）」ではポートフォリオの半分を国内債と外国債で運用していると思います。ここが保有する債券の評価損が膨らむ可能性はあるのでしょうか？

あり得ます。日本の長期金利上昇が問題なのは、保有する債券の含み損が膨らむとともに、日本株にもネガティブに働くことです。

<資料 P3>

——前月に引き続き、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？

3月 SQ に向けての裁定買い残の数字に特に注目しています。また、4月 1 日からファーストリテイリング（9983）のキャップ調整比率が 0.9 から 0.8 に下がりますので、その前にポジションを軽くする可能性もあるでしょう。

——OPCTV で日経平均について解説したとき、ウエートキャップについて「基準日時点で日経平均の構成比率 10%（キャップ水準）を超えていた銘柄があれば、適用日には、その株価換算係数に 0.9 のキャップ調整比率を乗じて、採用株価の調整を行う」「すでにキャップ調整比率が設定されている場合は、同比率をさらに 0.1 引き下げる」という説明がありました。ファストリは 2 回目の措置となるので、0.8 掛けとなり、株価換算係数が 4 月 1 日に 2.7 から 2.4 になるということでしょうか？

ご理解いただいているとおりです。

参考：OPCTV「日経平均は一横綱三関脇で 3 割近くを占める指標」

<https://youtu.be/M02vBgTvn08>

——裁定筋の買い残が直近 2 兆円の水準にまで減少していますが、日経平均が引き続き

38000～40000 円のレンジを維持しているのは、なぜだと思えますか？

今年に入って事業法人の買いが続いていることと日経平均の予想 EPS（1株当たり利益）が上昇しているからでしょう。

——裁定筋の買い残が2兆円の水準にあるのは、2024年以降では中立の状態にあるとみてとれるのでしょうか？

2024年以降では平均的な水準ともいえそうです。日経225OPなどを使えば、比較的利益が出しやすい相場ですね。金利上昇で資金調達コストが上がる前の一稼ぎということでしょう。

——日経平均に連動するETF（上場投信）で約10兆円を運用するNEXT FUNDS 日経225連動型上場投信（1321）の組み入れ上位10銘柄を掲載したのは、なぜでしょうか？

ファストリのキャップ調整比率が下方修正される影響があるからです。

——ただ、昨年10月1日、ファストリにキャップ調整が適用されたときは、日経平均の算出値に大きな影響がなく、下げ要因にもならなかったと思います。それでも今回、注目されているのは、なぜでしょうか？

前回は無難に通過しましたが、今回もうまくいくとは限りません。

<資料 P4>

——日経225先物3月限の4時間足を掲載したのは、なぜでしょうか？

3月限SQ（JPX国内株価指数先物・OPの満期日）と4月からファストリのキャップ調整比率が下方修正されるタイミングは、波乱の可能性のある日程です。

——ここまで収束期間が続いているということは、どちらかに放れるエネルギーをためていると考えられるのでしょうか？ それともレンジ内でのチョッピー（方向性のない乱高

下) な展開でガス抜きがされていると考えられるのでしょうか？

どちらかに放れると値幅が出そうですね。

——日本・欧州・米国株の IV（インプライド・ボラティリティ）を掲載したのは、なぜでしょうか？

日本の IV が相対的に高いことを示したかったからです。

参考：OPCTV「インプライド・ボラティリティを制する者は市場心理を制す!？」

<https://youtu.be/LAIA7vu8dQw>

——日経平均のレンジ相場が続いているにもかかわらず、日経 VI（日経 225OP の IV 指標）が欧州株（VSTOXX）や米国株（VIX）よりも高い水準にあるのは、なぜでしょうか？

このようななか日本市場の構造的な問題で日経 VI は 2029 年 8 月まで相対的に高止まりすると考えています。

<資料 P5>

——先月に引き続き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？

景気後退があった位置を見ていただきたいと思ったからです。

——米国の 30 年物住宅ローン金利推移を掲載したのは、なぜでしょうか？

7%以上になると住宅市況の低迷から景気後退に陥りやすい時期だと考えています。

——住宅ローン金利の 7%水準に赤線を引いたのは、なぜでしょうか？

7%以上になると、住宅購入需要がかなり落ちるからです。その結果、住宅価格は下落に転じるかもしれません。

——12月の異常値分析では「住宅ローン金利が若干低下していることで住宅需要が高まれば、物価の上昇要因となり得る」との指摘がありましたが、反転したことで、その懸念は薄れたと考えられるでしょうか？

今度は逆に住宅価格の下落がグレイ・リノになり得ます。

——FRB（米連邦準備理事会）は政策金利を引き下げればインフレ上昇を助長することになり、引き上げれば景気後退を助長することになり、様子見の状態でしょうか？

様子見ともいえますが「打つ手なし」ともいえる状況です。

【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。